

INVESTMENT VALUATION

*Tools and Techniques for Determining
the Value of Any Asset*



投资估价

评估任何资产价值的工具和技术
(第三版·上册)



[美] 阿斯沃斯·达摩达兰 著
(ASWATH DAMODARAN)

[加] 林谦安 卫译
林祖安 黄亚钧 审校

清华大学出版社



INVESTMENT VALUATION

*Tools and Techniques for Determining
the Value of Any Asset*



投资估价

评估任何资产价值的工具和技术
(第三版·上册)

[美] 阿斯沃斯·达摩达兰 著 [加] 林谦安卫 译
(ASWATH DAMODARAN)



清华大学出版社
北京

Aswath Damodaran

Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3e

EISBN: 978-1-118-01152-2

Copyright © 2012 by Aswath Damodaran.

Original language published by John Wiley & Sons, Inc. All Rights reserved.

本书原版由 John Wiley & Sons, Inc. 出版。版权所有,盗印必究。

Tsinghua University Press is authorized by John Wiley & Sons, Inc. to publish and distribute exclusively this Simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

本中文简体字翻译版由 John Wiley & Sons, Inc. 授权清华大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号 图字:01-2013-7448

本书封面贴有 Wiley 公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

投资估价:评估任何资产价值的工具和技术:第3版.上/(美)达摩达兰(Damodaran, A.)著;
(加)林谦,安卫译. —北京:清华大学出版社,2014

书名原文:Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset
ISBN 978-7-302-36104-6

I. ①投… II. ①达… ②林… ③安… III. ①资产评估 IV. ①F20

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 069709 号

责任编辑:梁云慈

封面设计:汉风唐韵

责任校对:宋玉莲

责任印制:宋林

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:27.75 字 数:607千字

版 次:2014年7月第1版 印 次:2014年7月第1次印刷

印 数:1~5000

定 价:58.00元

产品编号:050419-01

• 本书简介 •

自从十年前《投资估价》的前一版问世以来，金融界再度发生了很大的变化。对于关注估价问题者而言，这些年份确实意义非凡。

现在，美国纽约大学(NYU)莱奥纳德·N. 斯德恩商学院的金融学教授阿斯沃斯·达摩达兰(Aswath Damodaran)，全美第一流商学院教授之一，再度推出了经典教科书《投资估价》的全新版本。

本书不仅反映了市场现状，还延续了先前各版本所具有的广泛的工具与技术覆盖面，包括新颖的与传统的，旨在为任何资产确定价值，包括对股票、债券、期权、期货、房地产和其他更多资产估价。

运用经过更新的各种实例和估价工具，第三版阐述了导致许多复杂估价问题的新事物。达摩达兰引导我们考察各种估价模型的理论 and 运用，把握从现金流估价法、相对估价法直到整个收购估价的全过程。

《投资估价》(第三版)深入而通俗地阐述了下列内容：

- 探究可从最近的市场危机得到的有关估价问题的重要教训，对各种金融基本因素提出富价值的见解，诸如无风险利率、风险溢价和现金流估计值，因为这些问题现在都愈加突出。
- 更加重视新兴市场公司，因为它们随着亚洲和拉丁美洲的经济增长而备受瞩目。
- 涵盖贯穿于公司生命周期的估价实践，强调可以增进价值的各种手段，诸如经济增加值(EVA)和投资现金流收入(CFROI)。
- 讨论事关概率论的一些估价技术，诸如情景分析、决策树分析和模拟过程。
- 讨论如何针对特定的资产估价情景选择恰当的估价模型。
- 其他更加丰富的内容。

物换星移，尘埃难定。历经全球经济又一个风云翻腾的十年，时值阿斯沃斯·达摩达兰(Aswath Damodaran)教授对本书作出修订以及译者对它再译之际，读者或与我们一样，对于英国文豪王尔德(O. Wilde)“知道所有东西的价格，但不知道任何东西的价值”之语更添体验。伟大的 I. 牛顿(I. Newton)曾因其金融投资体验而感叹，“我能够计算天体运行的轨迹，但却无法计算人类的疯狂”。先哲们的在天之灵或与我们一道在询问，上帝的下一个苹果何时垂临？！

在现代金融——当今社会最具挑战性的领域之一，仅仅局限于人们想象力的投资产品可谓层出不穷，而力图把握和评估它们的经验法则和理论模型亦不胜枚举，恰如“矛”与“盾”之互孕而生，相克以成。因此，根据科学综合的要求，以清晰的逻辑思路和紧致的表述方式，把这些色彩斑斓、形态各异的板块恰当地嵌入一个整体框架中，由点及线，由线及面，由面而及整体，这样一项工作对于资产估价(或曰“估值”)和投资决策问题的涉足者、管理者 and 研究者而言无疑意义重大。

美国纽约大学斯德恩商学院教授阿斯沃斯·达摩达兰的《投资估价：评估任何资产价值的工具和技术》一书，本身就是一项资产，一项体现了知识力量的资产。集工具书、参考书和教科书之三位于一体，无疑可将它视为应时之作、一本“正经”。

从方法论角度看，以“所有资产都可获得估价”为理念，在资产估价的总体画面中，它从大处着眼，勾勒了贴现现金流估价法、相对估价法以及相机索取权估价法这三条主线，分别阐述了它们的理论渊源、基本模型及其各种变型和派生；它从细节入手，针对不同的行业、公司和情形，围绕“如何选择恰当的估价模型”这一主题，运用比较方法，结合实际案例，具体地进行分析，合理地作出判断。我们知道，集见解与方法，融理论与实践，是为任何一门科学得以发展之前提。译者以为，估价问题，当以“求真求实”为本，既领森林之广，又察叶木之细。这一点正是本书在方法论意义上的最大特色。无疑，它为我们提供了一种样本与诸多启迪。

从技术角度看，尤值注意的是：

1. 以实用性和广泛性为特色，本书涵盖了可用于确定任何一种资产所具价值的(传统的和新型的)工具和技术，包括有形和常规资产，诸如股票、债券、期货、期权和房地产；以及尤其重要的，它阐述了各种无形或非常规资产的估价问题，诸如专利、专有技术、商标和商誉、特许经营权、研发和并购。

2. 以诸多著名公司案例和通俗金融/财务理论为题材,夹叙夹议,兼论兼证地论述了成熟、年轻、初创、私营、上市、电子商务和金融服务等各类公司的估价问题。

3. 以最新的估价概念和技术为工具,诸如国家风险、经济增加值、投资现金流收入、价值增进关系链以及实物期权理论,论述了它们对于投资“风险-报酬”关系的估价、公司发展战略的意义,指出了它们在整个资产估价领域中的相应位置、独到之处、适用范围和发展前景。

4. 以相关网站为辅助,体现估价方法和现实数据的持续更新,有助于读者把握投资估价理论和实践两个方面的最新进展。

5. 以上述数点为内容,本书可为证券分析、房地产估价、财务管理、项目规划、投资决策、首次公开发行(IPO)、企业并购与重组、公司价值增进以及发展战略制定等方面的定性、定量分析及其论证提供指南。

投资问题,一如任何其他社会经济问题,是一个取决于各种已知和未知变量且须满足各种约束条件的复杂问题。不确定性将永远与它形影相随!因此,在混沌中寻觅秩序,在不确定性中把握确定性,尽力求取收益的最大化,这就是投资估价之鹄的。

“决策的失误是最大的失误,规划的浪费是最大的浪费”,此说虽为老生常谈,但却是屡屡发生、令人扼腕之情形。即便今日,也不在少。海内外投资市场波涌浪推,潮起潮落,来去匆匆,不乏其例。然而,往日已逝,来日可追!

把握科学的理论是为实施合理的实践之前提。译者以为,使用本书的最好方式或在于,首先从有关投资估价问题的这一扛鼎之作中获得某种(些)启迪,再把它(们)灵活机动地运用于我们的实践空间。译者相信,本书能够为读者在微观、中观以及宏观投资决策问题研究与管理的理性化、科学化方面提供净效益。

有幸与清华大学出版社合作,原书第二版之译本出版于2004年仲春。在此,谨就读者们十年来对于《投资估价》(第二版)译本给予的所有估价深表感谢!

值此新的译本付梓之际,深谢无锡市能源研究所林祖安高级工程师、无锡水泵厂梁浣华高级工程师、复旦大学证券研究所所长黄亚钧教授、清华大学出版社经管分社社长徐学军和责任编辑梁云慈等诸位老师为此译的问世而付出的所有辛劳!复旦大学中国风险投资研究中心主任张陆洋教授、光大银行证券投资部执行董事曹晓飞博士也对拙译提出了有益的见解,在此一并致谢!

本书仍分作上、下两册;上册包括1~17章,下册涵盖18~34章。

欢迎读者的指正!译者的电子信箱是 linqian2000@gmail.com。

谨将此译再呈,

我的祖国,

我的父母!

林 谦

识于2004年仲春,北京西山

再识于2014年仲春,上海虹口

第三版前言

这是一本关于投资估价的书,适用于对股票、债券、期权、期货和房地产的估价。本书的指导理念是,对任何资产都可作出估价,虽然有时不尽精确。我欲尽力说明的不仅是用于不同类型资产估价的各种模型之间的差异,并且还将涉及这些模型所具有的共同因素。

对于那些关注估价问题者来说,过去的十年实属意义非凡。理由在于,首先,鉴于亚洲和拉丁美洲市场的增长已经使得新兴市场公司成为热门议题,这一版本中将更多地关注这些公司。其次,我们看到,在2008年的银行危机期间,各种宏观经济因素令公司估价化作泡影,而发达市场与新兴市场之间的界限也愈加模糊不清。危机期间,我吸取了有关无风险利率、风险溢价和现金流估算等金融基本因素的教训,它们已被归结到本书之中。再次,过去的一年间,我们看到了大众传媒公司的蜂拥而起,其收益甚小但资本化程度颇大,恍若20世纪90年代间网络公司狂潮的诡异再现。超乎以往的是,我们看到,事物的变化愈是激烈,它们也就愈是依然如故。最后,股市新参与者的进入(对冲基金、私人股东和频繁交易者)极大地改变了股市和投资方式。伴随着每一次的变迁,一个反复出现的问题是,“估价方法对于眼下的市场是否依然有效呢?”我的回答依然是,“毫无疑问,而且有过之而无不及”。

快速的技术变化已经使铅印书本成为明日黄花,我在诸多方面尽量迎合这一点。首先,本书将提供电子版,并有望与铅印版同样有用(若非更有用的话)。其次,书中的每一个估价问题都将放在与本书相伴的网址(www.damodaran.com),并将提供大量的数据库和电子数据表。书中的估价问题将在网上持续获得更新,从而可使本书更加接近于现实中的各种估价问题。

在提出和论述估价问题的各个方面时,我努力遵循四条基本准则。第一,尽量广泛地涵盖各类估价模型,说明它们的共同因素,提供可针对任何估价情形选取恰当模型的框架。第二,所提供的各种模型均伴有现实案例、存在的问题和其他内容,以便把握在运用这些模型时可能遇到的某些问题。一种危险显然是,某些估价在事后看来纯属荒谬,但就眼前效益而言,这种成本完全值当。第三,为了论证我的信念,即,估价模型具有普适性而非因市场而异,全书交织了除美国以外的各国市场例证。最后,我努力使得本书更加模块化,便于读者任意选读书中的相关章节而不失连续性。

• 目 录 •

第 1 章 估价导论	1
1.1 估价的方法论基础	1
1.2 估价的一般原则	2
1.3 估价的作用	6
1.4 总结	9
1.5 问题和简答题	9
第 2 章 各种估价方法	10
2.1 贴现现金流估价法	10
2.2 相对估价法	17
2.3 相机索取权估价法	21
2.4 总结	23
2.5 问题和简答题	23
第 3 章 理解财务报表	25
3.1 基本的会计报表	25
3.2 资产的衡量与估价	27
3.3 衡量融资结构	32
3.4 衡量盈利和盈利能力	37
3.5 衡量风险	42
3.6 财务报表分析的其他问题	47
3.7 总结	49
3.8 问题和简答题	49
第 4 章 风险的基本问题	52
4.1 风险是什么?	52
4.2 股权风险和预期报酬	53
4.3 关于股权风险的其他模型	63

4.4	关于股票风险模型的比较分析	68
4.5	违约风险模型	69
4.6	总结	72
4.7	问题和简答题	73
第5章	期权定价理论和模型	77
5.1	期权定价的基本知识	77
5.2	期权价值的决定因素	78
5.3	期权定价模型	80
5.4	期权定价法的扩展	92
5.5	总结	94
5.6	问题和简答题	94
第6章	市场有效性：定义、检验和证据	97
6.1	市场有效性和投资估价	97
6.2	何为有效市场？	98
6.3	市场有效性的含义	98
6.4	市场有效性的必要条件	99
6.5	关于市场有效性的几个建议	100
6.6	市场有效性的检验	101
6.7	检验市场有效性时的基本错误	106
6.8	某些可能引起问题的常见谬误	107
6.9	市场有效性的证据	107
6.10	价格变化的时间序列特征	107
6.11	市场对于各种信息事件的反应	114
6.12	市场的各种异态	118
6.13	关于内部交易和专业投资者的证据	126
6.14	总结	130
6.15	问题和简答题	131
第7章	无风险利率和风险溢价	135
7.1	无风险利率	135
7.2	股权风险溢价	140
7.3	债券的违约息差	154
7.4	总结	157

7.5 问题和简答题	157
第8章 风险参数和融资成本的估算	159
8.1 股权成本和资本成本	159
8.2 从股权成本到资本成本	184
8.3 公司的各种最优做法	193
8.4 总结	194
8.5 问题和简答题	194
第9章 盈利的衡量	201
9.1 会计资产负债表与财务资产负债表	201
9.2 对盈利的调整	202
9.3 总结	217
9.4 问题和简答题	219
第10章 从盈利到现金流	220
10.1 税收效应	220
10.2 再投资需要	228
10.3 总结	237
10.4 问题和简答题	237
第11章 增长的估算	240
11.1 增长的重要性	240
11.2 以往的历史	241
11.3 分析者的增长率估算	250
11.4 决定公司增长的基本因素	253
11.5 增长的质量问题	268
11.6 总结	269
11.7 问题和简答题	270
第12章 估价的截止：估算终值	271
12.1 估算的截止	271
12.2 公司的生存问题	283
12.3 关于终值的总结性思考	285
12.4 总结	285

12.5	问题和简答题	286
第 13 章	股息贴现模型	288
13.1	一般模型	288
13.2	模型的各种形式	289
13.3	使用股息贴现模型时的问题	306
13.4	对于股息贴现模型的检验	307
13.5	总结	310
13.6	问题和简答题	310
第 14 章	股权自由现金流贴现模型	313
14.1	衡量公司能够支付给股东的金额	313
14.2	FCFE 估价模型	318
14.3	FCFE 估价与贴现现金流模型估价的对照	331
14.4	总结	335
14.5	问题和简答题	336
第 15 章	公司估价：资本成本和调整型现值方法	339
15.1	公司的自由现金流	339
15.2	公司估价：资本成本法	341
15.3	公司估价：调整型现值法	356
15.4	杠杆水平对公司价值的影响	360
15.5	调整型现值和财务杠杆	373
15.6	问题和简答题	377
第 16 章	估算每股的价值	380
16.1	非经营性资产的价值	380
16.2	公司价值和股权价值	396
16.3	管理者和员工期权	397
16.4	表决权变动时的每股价值	403
16.5	总结	405
16.6	问题和简答题	406
第 17 章	相对估价法的基本原则	408
17.1	相对估价法的运用	408

17.2 标准化的价值和乘数	409
17.3 使用乘数的四个基本步骤	410
17.4 相对估价法与贴现现金流估价法的协调	420
17.5 总结	420
17.6 问题和简答题	421
参考文献(第 1~17 章)	422

估价导论

每一种资产,无论是金融的还是实物的,都具备价值。成功地投资和管理这些资产的关键是,我们不仅要理解价值是什么,而且须把握价值出自何处。任何一种资产都可得到估价,但对某些资产的估价要比其他资产来得容易,估价的细节也会因情势而异。因此,与上市股票相比,对房地产的估价需要不同的信息并且依据不同的程序。但是,令人惊讶的并不在于估价各种资产时所用技术方面存在着差异,而是它们在基本估价原则上非常接近。估价无法摆脱不确定性。不确定性通常来自于所估价的资产,而估价模型自身也会加剧这种不确定性。

本章将为估价奠定方法论基础,还要探讨如何或者能够如何把估价运用于各式各样的分析框架,包括投资组合管理到公司金融问题。

1.1 估价的方法论基础

Oscar Wilder,^①他把纨绔子弟描绘成“知道一切东西的价格,却不知道任何东西之价值”的那样一种人。他同样也应能够生动地刻画某些分析者和许多投资者,因为,在他们当中,有多得令人吃惊的人信奉所谓“更大傻瓜”这种投资理论。他们认为,一种资产本身的价值无关紧要,只要周围有着那么一位“更大的傻瓜”乐意从他们那里买下那种资产即可。这种看法虽然可为某些利润提供凭据,但它却是一出如同玩火的游戏。因为,在他们想要出售资产之时,谁也无法保证周围仍然徘徊着那样一位投资者。

进行安全投资的一个基本前提是,投资者所付出的金额不超过资产的价值。这一论断看似符合逻辑而且明确直观,但它却在每一代人以及每一个市场上的某些时候被忘却以及再度被发掘出来。确实存在着那样一种人,过度的精明使得他们辩称“情人眼里出西施”,只要存在着乐意作出支付的其他投资者,无论何种价格都合乎情理。这种想法实属愚人之见。如果资产是一幅图画或者一尊雕塑,主观见解或许能够决定一切。但是,投

^① 为便于读者参阅原书及其参考资料,避免可能出现的歧义,我们对原书中的人名、公司和机构名称一般不作翻译。——译者注

资者不会（也不应）仅仅出于审美或者情感的缘由而去购置大多数资产；他们之所以购置金融资产，则是基于它们所能产生的期望现金流。因此，对于价值的见解必须具备现实的依据。这意味着，对于任何一种资产所支付的价格都应体现出预期它所能产生的现金流。本书所述各种估价模型就在于努力把资产的价值与这些现金流的水平和预期增长相联系。估价问题在许多方面都存在着争议空间，包括如何估算资产的真实价值，以及价格调整需要持续多久方能体现出真实价值。但毋庸置疑的一点是，若要论证各种资产的价格，我们绝对不能完全仰仗这样一种观点，即，周围总是会出现其他乐意支付那些价格的投资者。

1.2 估价的一般原则

如同所有的分析性学科那样，随着时间，估价问题也繁衍出了自有的一组幻念（myth）。

幻念 1：因为估价模型是定量的，所以估价是客观的

估价，既不是其某些倡导者所描绘的那种科学，也不是理想主义者指望它所变成的对真实价值的某种客观探寻。我们在估价时所用模型可能是定量的，但在模型的数据方面却为主观判断留下了大量空间。因此，根据这些模型所得到的最终价值掺杂了我们携带到估价过程中的各种偏见。实际上，在许多估价过程中，首先被设定的是价格，而估价工作则是随后实施的。

一个显而易见的解决方案是，在启动估价之前就消除所有的偏见，但这一点说起来容易做起来难。鉴于必须面对关于公司的各种外部信息、分析和意见，我们通常难以作出不偏不倚的估价。两种方法可以减少估价过程所包含的偏见。第一种是，在完成估价之前，避免采纳公众有关公司价值的偏狭观点。在太多的情形中，在估价的完成之前，有关公司是被低估抑或高估的结论就已定夺，^①这就令分析出现严重的偏向。第二种方式则是，在实施估价之前，尽量减少公司由于被过低或过高估价而将涉及的利益问题。

在决定估价的偏差程度方面，各种规制性因素也会起到某种作用。例如，一个众所周知的事实是，股票研究分析者更有可能发布买入而非卖出的建议^②（即，相对于找到被高估的公司而言，他们更善于找出被低估的公司）。这一点部分可归咎于分析者们难以接触、搜集他们发布卖出建议的相关公司的信息，部分则可归咎于他们面临着来自投资组合经理们的压力，因为其中一些经理在这些股票上持有大量的头寸。近年来，提供投资银行业务的股票分析师们所承受的压力又进一步加剧了这种趋势。

^① 这一点在并购中最常出现；其中，收购公司决策的形成似乎时常领先于对它的估价。因此，无须惊讶的是，此类分析几乎总是支持这种决策。

^② 在大多数年间，买入建议超出卖出建议的比例为 10 : 1。近年来，这种趋势已变得越发强烈。

如果使用由第三方作出的估价,在凭借它们进行决策前,应该考虑到分析师(们)的各种偏见。例如,由收购交易的目标公司所作的自行估价有可能偏于乐观。尽管这一点不会使得估价全无价值,它却提醒我们应该审慎地看待此类分析。

股票研究的偏见

在以“非理性繁荣”为特征各个时期,股票研究与营销术之间的界限大多模糊不清。在20世纪90年代后期,构成新经济的各公司在市值上的异常飙升使得大量的股票研究分析师,尤其是处在卖出一方的分析师,逾越了本职工作转而变身为这些股票的拉拉队长。这些分析师原本应该提供含义明确的投资建议,但他们所供职的投资银行,针对那些向其披露了内部信息的公司,却把帮助初次上市的费用索取扭曲成了凭借偏见和更糟糕内容的费用索取。

在2001年间,新经济股票的市值崩溃以及财富由此而受损的投资者们的怒吼激起了一场争议风暴。美国国会为此而多次召开了听证会。议员们要求知道,分析师们对自己所推荐的那些公司究竟了解多少以及了解的时间;美国联邦证券交易委员会(SEC)发表了多项声明,要求股票研究需做到不偏不倚,而某些投资银行则采取了一些决策,极力营造出客观估价的表象。各投资银行甚至设置了隔离墙将其投资银行家与股票分析师分隔开来。此类隔离手段虽然具有一定的效果,但偏见的真正缘由,即银行业务、交易活动以及投资咨询的相互缠绕,却依然未能触及。

那么,政府是否应该为股票研究建立某种规则呢?此举并不明智,因为这种规定大多会出手过重,造成很快就会超过收益的额外成本。投资组合经理和投资者自己完全能够作出更为有效的反应。我们认为,应该给那些可能造就偏见的股票研究打上折扣,并在某些极端情况下予以摒弃。另一方面,只有那些单纯提供投资建议的新型股票研究公司才符合无偏估价的要求。

幻念2: 研究周全或实施稳妥的估价不受时间的限制

根据任何估价模型所得到的价值都会受到公司特定信息和整个市场信息的影响。因此,价值将会随着新信息的披露而变化。由于信息源源不断地流入金融市场,对于公司的估价很快就会过时,故而必须得到更新,从而体现出当期的信息。这种信息可能是公司特定的、影响整个行业的,抑或改变人们对于市场上所有公司之预期的。有关公司特定信息的一个最普遍例子是收益报告,它不仅包含了公司在最近时期的经营状况,更重要的是,它体现了公司采用的经营模式。从1999年到2001年间,许多新经济股票价值的惨跌,至少部分地可归咎于这样一种认识,即,这些公司的经营模式所能提供的只是客户而不是收益,即使就长期而论也是如此。我们已经看到,诸如 Linkedlin 和 Zynga 等大众传媒公司在2010年间获得了市场的热烈回应,饶有意义的是观察一下历史是否将会再度重现。凭

借着庞大的成员基数，这些公司展现了广阔的前景，但是它们目前还处在把这种前景予以商业化的初期阶段。

在某些情形中，新的信息会影响对于某一行业中所有公司的估价。因此，凭借始于前些年的高增长和收益将会延续到未来的假设，各金融服务公司在 2008 年前期所获估价甚高。但是，随着 2008 年的危机暴露出其弱点以及所蕴含的危机，到 2009 年前期，对于它们的估价就大打折扣。

最后，关于经济状况和利率水平的信息会影响到整个经济体中所有公司的估价。经济增长趋势的减弱将会造成对总体增长率的重新估算，而对于周期性公司收益的影响可能最大。类似地，利率的提高也会影响到所有的投资，虽然程度不一。

分析师们若要改变其估价，无疑需要提供某种自行论证。有时，估价会逐渐变化这一事实的确被认为值得关注。对此，约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)作出的反应或许是最恰当的。当他因为改变了在某一重大经济问题上的立场而遭到批评时，他的回答是，“如果事实发生了变化，我就改变自己的想法。先生们，你们又会怎么办呢？”

幻念 3：好的估价能对价值作出精确的估算

即便是在最为周密和细致的估价结束之际，最终得到的数字也仍然包含着不确定性，因为它们会被我们针对公司和经济未来走向的假设所扭曲。希冀或者强求估价的绝对确定性是不现实的，因为现金流和贴现率都属于估算数。这也就意味着，在根据估价提出股票买卖建议时，分析师们必须给自己留下合理的回旋余地。

估价的精确程度会因投资项目的不同而变化。相比于处在动荡行业中的年轻公司的估价，针对具有长期融资史的大型和成熟公司的估价通常要准确得多。假如前面一类公司恰好又在新兴市场中经营，由于有关市场前景的争议的掺和，不确定性会进一步加剧。在本书后面的第 23 章中，我们提出，与估价相系的各种困难还与公司所处生命周期的阶段相关。对于成熟公司的估价通常易于增长型公司，对年轻初创公司的估价则比已有现成产品和市场的公司更加不易。在此，问题不在于我们所使用的模型如何，而在于估算未来情形时所遇到的各种困难。未来的不确定性或信息的缺乏，这些都是许多投资者和分析师用来证明为何无法开展全面估价的理由。但是，在现实世界中，对这些公司进行估价所能获得的报酬却最大。

幻念 4：模型越是定量化就越好

表面看来，使得模型更加完整和复杂的做法应该能够产生更好的估价，但事实未必如此。随着模型变得愈加复杂，公司估价所需数据量通常也会递增，并且存在数据有误的可能。如果模型过于复杂而变成了“黑箱”，即分析师在一端输入数字，而估价出现在另一端，这些问题就会进一步加剧。一种司空见惯的情形是，如果估价失败，受到责备的是模型而非分析师自己。对此，他们的说辞是，“这不能怨我，而是模型的过错”。

针对所有的估价,必须明确重要的三点。第一点,需要坚持节俭的原则;其基本含义是,所用数据不超出为评估资产不可或缺的数量。第二点,必须认识到,在提供更多细节所能产生的追加效益与估算成本(以及误差)之间存在着某种取舍。第三点,必须理解,并非模型在评估公司,而是我们自己在进行这项工作。若在估价时面临的问题不是信息太少而是太多,几乎与评估公司所用估价模型和技术同样重要的是,把重要的信息与其他无关紧要者相区别。

幻念 5: 意欲凭借估价而赚钱,必须假设市场是无效的(但会变得有效)

估价行为蕴含着这样一种想法,市场同样也会出错。凭借着通常为成千上万的投资者所接触的信息,我们的目的就在于发现这些错误。因此,似乎可以认为,那些相信市场无效的人应该把时间和资源投入到估价中,而那些信奉市场有效者则应把价格看作是对价值的最优估计。

然而,这种论断未能体现出两种定位的内在矛盾。那些信奉市场有效者仍会觉得估价工作能有所贡献,尤其在需要他们评估公司经营方式变化所产生的影响或者理解市场价格为何会因时而变的时候。进一步说,假如投资者未曾尝试找到被低估或高估的股票并且根据这些估价进行交易,那就难以厘清市场在最初如何会具备有效性。换句话说,市场有效性的前提条件似应在于,存在着数以百万计的相信市场是无效的投资者。

另一方面,那些相信市场会犯错误并因此而买卖股票者必须相信,市场终究会纠正这些错误(即,变得有效),此乃他们得以赚钱的缘由所在。因此,这是有关低效性的纯属自私的定义,即,在我们构建据信定价有误之股票的大量头寸前,市场一直是无效的,一旦我们获得这种头寸,它们就变得有效了。

对待市场有效性问题,最好是持怀疑的态度。一方面认识到市场会犯错误,另一方面则是,发现这些错误则需要技能与运气的结合。因此,这种市场观念可以导致下列结论:第一,如果某种事情显得过于美妙而难以置信,即某只股票看来明显地被低估或者高估,它有可能纯属幻象。第二,如果分析得到的价值与市场价格大相径庭,首先应该考虑到市场是正确的;然后,我们必须说服自己,在认定某一事物被高估或低估之前,我们已经偏离了事实。这一更高的标准可以督促我们在随后的整个估价过程中更加谨慎小心。考虑到胜出市场的不易,这种审慎绝非多余。

幻念 6: 重要的在于估价的结果(即价值),估价过程则无关紧要

随着各种估价模型被引入本书,将会出现完全只注重结果(即公司的价值,以及它是否被低估或高估)而错失可从估价过程中获得某些宝贵见解的风险。估价过程可以告诉我们有关价值决定因素的许多事情,并且有助于回答一些基本的问题,诸如支付给高增长的合适价格是多少?某一商标的价值是多少?增进项目收益的意义有多大?利润率对价