

[美] 阿斯沃斯·达摩达兰 + 著 + + + + 廖鑫亚 艾红 + 译 +
(Aswath Damodaran)

动人的故事 + 漂亮的数字 = 更好的估值 + + + +

估值

NARRATIVE
AND NUMBERS

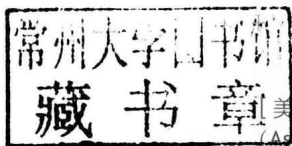
The Value of Stories in Business

与故事

商业故事的价值

中信出版集团

估值与故事



商业故事的价值

[美] 阿斯沃斯·达摩达兰 著
(Aswath Damodaran)

廖鑫亚 艾红 译

图书在版编目 (CIP) 数据

故事与估值 / (美) 阿斯沃斯·达摩达兰著; 廖鑫
亚, 艾红译. -- 北京: 中信出版社, 2018.8 (2018.10重印)
书名原文: Narrative and Numbers: The Value of
Stories in Business
ISBN 978-7-5086-8745-2

I. ①故… II. ①阿… ②廖… ③艾… III. ①企业—
估价—研究②企业—投资—研究 IV. ①F273.4
②F275.1

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第047264号

NARRATIVE AND NUMBERS: The Value of Stories in Business © 2017 by Aswath Damodaran
Published by arrangement with Columbia University Press through Bardou-Chinese Media Agency
Simplified Chinese translation copyright © 2018 by CITIC Press Corporation
ALL RIGHTS RESERVED
本书仅限中国大陆地区发行销售

故事与估值

著 者: [美] 阿斯沃斯·达摩达兰

译 者: 廖鑫亚 艾 红

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

版 次: 2018年8月第1版

京权图字: 01-2018-0360

书 号: ISBN 978-7-5086-8745-2

定 价: 69.00元

印 张: 12.25 字 数: 300千字

印 次: 2018年10月第2次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

前 言

早在中学时期，我们便被分为故事讲述者和数字处理者两类人，一旦被归为某一类人，我们便会一直保持自己的偏好。数字处理者在中学里会选择与数字相关的课程，在大学里会选择与数字相关的学科（工程学、物理科学、会计学），久而久之，他们便会失去讲故事的能力。故事讲述者则在中学里学习社会科学课程，在大学里进修历史、文学、哲学和心理学，从而得以不断提高其讲故事的技能。两类人所接受的教育让他们对彼此抱有既敬畏又质疑的态度，当他们作为 MBA 学生来上我的估值课程时，这种相互质疑已经发展成为一条不可逾越的界限。这两类人都自说自话，深信自己才是掌握真理的一方，而对方则是错误的一方。

我必须承认，较之讲故事，我更加擅长处理数字，在我首次开始教授估值课程时，我几乎完全是在迎合我的同类人的需求。在努力攻克估值问题的过程中，我得到的一个重要教训是，没有故事作为支撑的估值既无灵魂也不可信，故事比数据表更易于记忆。尽管我并不能立即做到自然而然地将数字与故事相结合，但我仍然开始尝试着在估值中融入故事，使估值更加生动，在此过程中，我重新找回了自六年

级起便一直被我压制的讲故事的能力。尽管就本能而言，我依然是一名左脑思考者，但在某种意义上，我重新开发了 my 右脑。我想在本书中分享的正是这种将故事融于数字（或者反过来）的经验。

就我个人而言，在本书中，我首次使用了第一人称单数形式作为主语。尽管反复使用“我”和“我的”可能会使你感到不快，或显得我异常自负，但在写下我对公司的估值时，我意识到我所讲述的关于那些公司的故事其实是我自己的故事，这些故事反映了我对这些公司及其管理者的思考，以及我对整个行业格局的理解。因此，在本书中，我将描述我过去所做的一些讲故事的尝试，即于 2013 年讲述的关于阿里巴巴的故事，于 2014 年讲述的关于亚马逊和优步的故事，以及于 2015 年讲述的关于法拉利的故事，并将这些故事转化为估值。我感觉与其使用庄严的复数“我们”强迫作为读者的你接受我的故事，不如让你批判甚至彻底否定我的故事，因为这样更加坦诚（且更有趣）。事实上，为了充分发挥本书的作用，你可以选取其中一个关于某个公司（如优步）的故事，思考有哪些部分你无法认同，并讲出你自己版本的故事，然后基于你的故事对该公司进行估值。公开我基于真实公司所讲述的故事的风险在于，随着时间的流逝，现实世界中会发生一些意外事件否定我的故事，甚至导致我的故事变得大错特错。对此我并不惧怕，反而十分欢迎，因为这让我可以回顾、改善以及丰富我的故事。

在本书中，我将尝试扮演多重角色。当然，由于投资者是我最常扮演的角色，因此我会花费大量的篇幅以投资者的身份从外部审视公司故事并为公司估值。另一些时候，我也会作为企业家或创始人，努

力说服投资者、客户和潜在雇员相信某家新公司能够存续并具备价值。鉴于我并未创立过任何一家价值数十亿美元的公司，你可能认为我并不具备说服力，但我认为我多少能为你提供一些有价值的东西。在最后几个章节中，我会从上市公司高层管理者的视角审视故事和数字之间的联系，但同时，我亦需承认在有生之年我从未担任过任何公司的 CEO（首席执行官）。

我的目标在于使数字处理者在读完本书后能够使用我的模板构建故事来支撑其公司的估值，同时，不论一个公司故事多么富有创意，故事讲述者都可以借助本书中的内容将其转换为数字。更广泛地说，我希望本书成为两类人（故事讲述者和数字处理者）之间的沟通桥梁，赋予他们一种共同语言，使其将各自的工作做得更好。

目录

前 言 // V

第 1 章 一个关于两类人的故事 // 1

简单的测试 // 1

故事的魅力 // 2

数字的力量 // 4

让估值发挥桥梁的作用 // 6

变化是常态 // 9

公司生命周期 // 10

小结 // 12

第 2 章 为我讲个故事 // 13

贯穿历史的故事讲述 // 13

故事的力量 // 14

在科技（数据）时代讲故事 // 21

讲故事的危险性 // 23

小结 // 30

第 3 章 讲故事的要素 // 33

故事结构 // 33

故事类型 // 38

故事讲述者采取的步骤 // 43

好故事的组成成分 // 45

小结 // 47

第 4 章 数字的力量 // 49

数字的历史 // 49

数字的力量 // 50

数字的危险性 // 55

小结 // 69

第 5 章 数字处理工具 // 71

从数据到信息 // 71

收集数据 // 73

分析数据 // 77

数据呈现 // 84

小结 // 94

第 6 章 构建一个故事 // 95

成功故事的精髓 // 96

前期工作 // 97

故事 // 109

小结 // 124

第 7 章 故事试讲 // 125

三种可能性（3P原则）：有可能、很有可能和极有可能 // 125

绝无可能的故事 // 130

似无可能的故事 // 134

不太可能的故事 // 144

小结 // 149

第 8 章 将故事关联到数字 // 151

价值分解 // 151

将故事与输入相结合 // 154

定性与定量 // 167

对故事定价 // 168

小结 // 173

第 9 章 从数字得出估值 // 175

从输入到估值 // 175

解构价值 // 207

小结 // 208

第 10 章 完善和修改故事——反馈回路 // 211

切莫刚愎自用 // 211

定价反馈 // 218

其他故事 // 223

小结 // 231

第 11 章 修改故事——现实世界的影响 // 233

为什么修改故事 // 233

故事修改的三种类型 // 234

小结 // 256

第 12 章 新闻与故事 // 257

信息效应 // 257

收益报告与故事 // 258

其他的公司新闻 // 267

公司治理新闻 // 279

小结 // 284

第 13 章 从“大视角”进行研究——宏观故事 // 287

宏观故事与微观故事 // 287

宏观故事构建的步骤 // 289

“大故事” // 297

宏观投资注意事项 // 309

小结 // 317

第 14 章 公司生命周期 // 319

公司的成长过程 // 319

公司生命周期中的故事和数字 // 324

对投资者的启示 // 342

小结 // 346

第 15 章 管理上的挑战 // 349

从公司生命周期的角度看待管理职责 // 349

公司生命周期对管理者的启示 // 352

过渡问题 // 362

小结 // 371

第 16 章 尾声 // 373

故事讲述者和数字处理者 // 373

对投资者的启示 // 374

对创业家和公司管理者的启示 // 375

小结 // 376

注 释 // 377

第 1 章 一个关于两类人的故事

在开始估值课程之前，我一般会问我的学生们一个问题：在讲故事和处理数字二者之间，对你而言哪个更加简单？对于我们大多数人而言，该问题的答案再简单不过了，因为在如今这个分工细化的时代，我们在人生的早期阶段就不得不在讲故事和处理数字二者之间做出选择。一旦选定，我们便会花费数年的时间着力培养所选领域的技能，而与此同时则将另一个领域的技能抛之脑后。如果你认同左脑掌管逻辑和数字能力，而右脑控制直觉、想象力和创造力这一说法，那么在日常生活中，我们通常只使用了半边大脑。我认为，如果我们能够唤醒沉睡已久的另一半大脑，我们便可以更好地利用大脑。

简单的测试

我知道在本书一开篇就讲估值还为时过早，但是，我们先来做一个假设：接下来我要给大家看一下充满传奇色彩的豪华汽车制造商法拉利在首次公开募股时的估值报告，报告以电子表格的形式呈现，包含预计收入、营业收入和现金流等评估指标，且这些关键指标均以数字的形式呈现。我告诉你，我预计在未来5年内，法拉利的年收入增

长率将为4%，随后会降低到与国民经济增长率持平的水平；税前营业利润率为18.2%；该公司在其业务上每投入1欧元可获得1.42欧元的收入。如果你不是一个精于数字之人，你很有可能在听到这里的时候已经晕头转向了，而即使你精于数字，你也不太可能长久地记住它们。

但是，假如我用另外一种方式展示估值报告：我认为法拉利是一家豪华汽车制造商，由于其生产的汽车数量极为有限，且仅面向非常富有的客户群体，因此其汽车售价极高，公司能从中获取巨额利润。这个故事虽然更令人印象深刻，却缺乏具体的数据支撑，关于你应为该公司投入多少资金，该故事提供的信息寥寥无几。

除了以上两种展示方式之外，我们还有第三种选择，即：我将较低的收入增长率（4%）与法拉利维持产品排他性的需求联系起来，这种排他性使其能够获得巨大的利润空间，并维持长期稳定的盈收。由于购买法拉利汽车的人通常极为富有，因此，与其他汽车制造商不同，法拉利几乎不会受到经济兴衰因素的影响。通过在公司故事中融入数字，我不仅将数字具象化了，同时也为你讲出自己版本的故事提供了一个平台，而你的故事会让你得出一组不同的数据，据此你会对该公司的估值结果有不同的见解。总而言之，这便是本书的宗旨所在。

故事的魅力

千百年来，人类通过口口相传的故事使知识世代传承，而在每次转述故事的过程中，人们往往会添枝加叶。故事之所以如此吸引我们，是因为它们不仅能帮助我们与他人发生联系，而且它们比数字更

容易被记住，这也许是因为故事能在我们大脑中触发某些无法触发的化学反应和电脉冲。

尽管我们如此钟情于故事，但大多数人也意识到故事并非完美无瑕。故事讲述者很容易陷入幻想，从而混淆好故事与童话。对小说家而言，这可能不是一个问题，但对创业者而言，这可能就会酿成灾难。对故事聆听者而言，其面临的是另一种危险。故事能够激发人的情感，而非引发理性思考，它们可能会使我们丧失理智，去做一些不合理却让人感觉良好的事情，这种良好的感觉可能无法持续，但至少在做这些事情时我们会感觉不错。正如古往今来的骗子所发现的真理一样，没有什么能比一个好故事更卖座。

通过探究故事的魅力以及人们如何借助它们成就善举或助长恶行，我们能够学到很多东西。尽管故事的讲述方式千变万化，但你会惊讶地发现它们都有着类似的套路；精彩的故事具备一些共性和被人们反复使用的结构。此外，尽管有些人比别人更善于讲故事，但讲故事的技巧是可以教授和习得的。

人类讲故事的历史源远流长，对于这段历史，人们已经有相当透彻的研究了。作为一名讲故事的新手，我在探究这段历史的过程中形成了以下三点看法。首先，最浅显的一个发现是，很多优秀的商业讲述案例已流传了千百年，甚至可追溯至远古时代。其次，出色的故事讲述对公司成功极为重要，尤其是在公司初创阶段。为了打造一家成功的公司，你不仅需要构建更好的“捕鼠器”^①，还要讲述一个令人

① “捕鼠器”在商业世界中意指新产品。——译者注

信服的故事，让投资人（筹集资本）、客户（诱发购买行为）和员工（使他们愿意为你工作）相信你的“捕鼠器”在商业世界中能够无往而不利。最后，与小说中的故事讲述相比，商业环境下的故事讲述会受到更多的掣肘，因为你不仅要让你的故事有足够的创意，还要确保你能够实现承诺。现实世界是故事的重要组成部分，无论你多么想掌控这个世界，你都无法做到。

数字的力量

过去，我们对数字的使用总是受限于以下两个因素：首先，收集和存储海量数据是一项劳动密集型工作；其次，分析数据极为困难且成本高昂。随着计算机数据库和计算工具的普及，数据世界变得更加“扁平”和大众化，这使我们每个人都能够进行数字处理，在几十年前，这是绝对无法想象的。

随着我们进入了一个可以在网络空间收集数据且每个人都可以获取并分析数据的时代，我们也看到数字在一些令人意想不到的方面取代了故事。在《点球成金》这本书中，迈克尔·刘易斯——一位能将最枯燥无味的故事讲得引人入胜的故事大师——讲述了职业棒球队奥克兰运动家的总经理比利·比恩的故事。^[1]比恩摒弃了依靠球探挖掘有潜力的年轻棒球投手和击球手的传统方法，而采用了建立基于赛场表现的统计模型的方法寻找最合适的球员。他的成功影响了其他的体育项目，并催生了棒球数据统计分析法——一套现在几乎已被所有运动项目采用的数字驱动型体育管理方法。

那么，我们为何会被数字吸引呢？在一个充满不确定性的世界

里，数字会给我们一种精确和客观的感觉，与讲故事形成一种平衡。然而，这种精确往往是一种错觉，因为很多因素会导致数字产生偏差。尽管数字存在这些缺陷，但在投融资及其他许多领域中，数字处理者或“宽客”（quant）在本质上都是运用数字的力量来通报消息或危言耸听的。对选择相信复杂数学模型而非常识的人而言，2008 年的金融危机便是一次重要的警示。

现实世界中的两大发展——可随时访问的海量数据库和强大的数据处理工具——颠覆了几乎所有的数字处理工作，这一点在金融市场中体现得尤为明显。然而，这些发展是有代价的。如今，你在投资中面临的问题不再是缺乏足够的数据，而是拥有太多数据，而这些数据可以生成相互矛盾的结论。正如行为经济学家们所得出的结论，数据泛滥造成的一个令人啼笑皆非的后果是，由于可用数据过多，我们的决策过程甚至变得比以往还要简化且不合理。另一个极为讽刺的现象是，随着数字在绝大多数商业洽谈中出现得越来越频繁，人们对数字的信任度不断降低，并转而开始讲述故事。

要在决策过程中用好数据，你必须对数据进行管理，而数据管理涉及三个方面。首先，你需要遵从一些简单的规则来采集数据，包括判断要采集的数据量以及要采集哪个时间段的数据，并寻找方法来规避或在最大程度上减少可能出现的偏差。其次，你需要运用基本的统计学方法挖掘相互矛盾的海量数据背后的含义，并使用统计工具解决数据过载的问题。如果你还记得在大学时期学习的统计学课程，并能在面对海量数据时很好地运用这些知识，那么你会是一个不可多得的人才。但遗憾的是，我们中的大多数都忘记了统计学这门学科，这导

致我们在处理数据时显得力不从心。最后，你必须以新颖有趣的方式展示数据，让那些不能从统计学的角度发现数据细微差别的人也能理解这些数据的含义。对天生的故事讲述者而言，这可能需要耗费一些时间，但这些时间是值得的。

我们很容易理解为什么亚马逊、网飞（Netflix）和谷歌等公司在根据其积累的客户信息微调营销策略并变更产品供应时用到了大数据技术。但与此同时，你必须认识到数据驱动型分析还存在局限性和风险：层层数据背后隐藏着偏差，不精确性被看似精确的估算掩盖，决策制定者在判断应采取的行动和采取行动的时机时过分依赖数学模型。

让估值发挥桥梁的作用

至此，让我总结一下我们所面临的两难之境。故事比数字更易于理解和记忆，但它很容易沦为一种幻想，对投资人而言，这是一个问题。数字让我们在进行估值时严谨务实，但是如果没有数字背后的故事，它们就会成为制造危言耸听和各种偏差的源头，使我们无法得到严谨准确的结果。其实，解决方案很简单。在进行投资和开展业务时，你需要兼顾故事和数字，而估值是二者之间的桥梁，如图1-1所示。

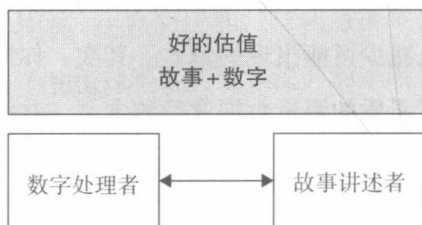


图 1-1 估值是数字和故事之间的桥梁

实际上，估值使故事和数字可以互相借鉴。它能使故事讲述者看到故事中不太可能实现或不可信的部分并予以纠正，同时能使数字处理者意识到基于他们的数据而形成的故事出现了不合理或不可信之处。

在对公司进行估值和投资时，该如何调整和控制故事讲述呢？首先，你需要了解待估值的公司，了解其历史、经营业务和所面临的竞争形势（包括当前的和潜在的竞争）。然后，为了让你的故事更加严谨，你必须进行 3P 测试，即你需要问自己以下三个问题：第一，故事是否有可能（possible）？大多数故事都能满足这一起码的要求。第二，故事是否很有可能（plausible）？该要求更为严格一些。第三，故事是否极有可能（probable）？该要求最为严格。不是所有有可能的故事都能成为很有可能的故事，而在所有很有可能的故事中，只有少数故事是极有可能的。至此，你才站到了故事讲述的基点上。现在，你必须在经过验证的故事和决定价值的数字（估值输入）之间建立明确的联系，作为公司的价值驱动力。即便是那些关于公司文化、管理质量、品牌名称和战略需求等最为定性化的故事也可以并且应该与估值输入数据相关联。这些估值输入应该被转化为价值评估模型和电子表格中的数字，成为你的决策依据。完成整个估值流程还差最后一步，这也是我们大多数人认为最难的步骤。如果你讲得一手好故事，你自然会迷恋这些故事，并将对它们的任何质疑都视为一种侮辱。尽管能够在面对挑战时捍卫你的故事是一件好事，但保持开放的反馈环路同样重要。我们要做的是，听取意见、质疑和批评，并据此修改、调整或变更故事情节。虚心接受他人对自己的否