

金融学译丛

FINANCE

企业价值评估

Corporate Valuation for Portfolio Investment

罗伯特·A·G·蒙克斯 (Robert A. G. Monks)

/ 著

亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (Alexandra Reed Lajoux)

秦丹萍 / 译

 中国人民大学出版社



WILEY

金融学译丛
FINANCE

企业价值评估

Corporate Valuation for Portfolio Investment

罗伯特·A·G·蒙克斯 (Robert A. G. Monks) / 著

亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (Alexandra Reed Lajoux)

秦丹萍 / 译

中国人民大学出版社
· 北京 ·



图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值评估/(美)蒙克斯,(美)拉杰科斯著;秦丹萍译. —北京:中国人民大学出版社, 2015.1

(金融学译丛)

ISBN 978-7-300-20582-3

I. ①企… II. ①蒙… ②拉… ③秦… III. ①企业-价值论 IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 003118 号

金融学译丛

企业价值评估

罗伯特·A·G·蒙克斯

亚历山德拉·里德·拉杰科斯

秦丹萍 译

Qiye Jiazhi Pinggu

著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242(总编室)

010-82501766(邮购部)

010-62515195(发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 三河市汇鑫印务有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

印 张 23.25 插页 1

字 数 590 000

邮政编码 100080

010-62511770(质管部)

010-62514148(门市部)

010-62515275(盗版举报)

版 次 2015 年 2 月第 1 版

印 次 2015 年 2 月第 1 次印刷

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

序

在众多经历过“Nifty 50 时代”^①的人中，有一小部分仍然致力于解决某些重大的问题。正如之前某位总统所提醒我们的，火炬已经传递给了后人，但对此我们并不知晓。我们坚信，某些议题具有无可比拟的重要性，为了给这些议题的研究构建和搭载平台，我们放弃了休闲和娱乐，在漫漫长路上不懈求索。对于这些重要议题，我们可以将自己的个人经历说给他人听，从而通过自己的声音告诉他们，我们对这些棘手的问题，积累了很多个人经验，付出了许多精力，并且拥有远见卓识。蒙克斯就是其中典型的一位。

我们首先来介绍一下蒙克斯在处理这样一个大而复杂的问题时所表现出的巨大勇气，稍后再来论及他的出众能力。这个大而复杂的问题就是证券的估值，这个问题涵盖的范围是如此之大，涉及了方方面面——从定性维度到心理层面，从静态到动态，从某一种占主导地位的计量手段到一种混合性的复杂的计量标准，使用的指标也是多种多样，既有属于观察者内部的，也有由市场决定的。蒙克斯将崇拜技术分析的投机者和重视基本面的价值投资者（他们往往这么标榜自己）之间的持续斗争进行了分类，并勇敢地对学术界予以抨击，批判性地看待任何人，不管是诺贝尔奖得主还是博士后。没有什么能够逃脱他的注意。

许多投资者经常宣称自己是可以从一种估值模式灵活地转向另一种估值模式的专业投资者，他们渴望掌握一些通用的、普适的、万能的技能。事实上，我们绝大部分人都是采取一种适合自身心性的估值方法。譬如，我们会寻找一种能够体现我们智慧的系统命名；创立一套可以展示我们才智的指标体系；我们还在市场中亲身实践……哦，我们

^① Nifty 50，是指在 19 世纪 60 年代和 70 年代初期，被机构投资者所推崇的 50 只股票，它们通常保持连续的业绩增长，市场也给予了很高的 P/E 乘数。——译者注

确实会在市场上亲身实践。

在《企业价值评估》这本书中，蒙克斯与其杰出的合著者对各种估值方法进行了全面的阐述。读完这本书之后，我们会发现，绝大多数人的视野是多么地狭窄！一般说来，大部分人，如购买公开上市证券的投资者、为他人进行投资的受托人，其要做的都是怀着希望和正义之心去核查、挑选、实施、计量和报告……但是，蒙克斯对这本书的认真和看重是清晰可见的。与在生活中一样，在这本书中，他也向前迈出了罕见而重要的一步：在本书内容中补充分析了某些人的主动行为——从这些人的行为表现来看，他们好像拥有整个企业，他们还向机构投资者（这些机构投资者一般是通过买入、卖出等行为来向管理层表达自己的观点和意见的）发送信息。

蒙克斯和我几乎在同一时间独立得出了相同的结论，那时他是雇员退休收入保障法案（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）的助理部长，我则担任证券交易委员会下面的一个治理委员会的主席。回到私营机构之后，我们彼此分享估值方面的心得、见解、模型以及电子数据表。之后，我略带挑畔地投票反对那些支持不利于股东的保护措施 of 的董事，并宣告了我们的行动——实践计划，这在当时还是闻所未闻的。蒙克斯则创立了一个投资管理公司——镜头基金，投资于潜在的目标企业，为某些公司制定计划，以增进它们对所有者的责任感。尽管机构投资者一般都是通过代理来进行投票，它们甚至压根就不知道得到它们支持的董事身居何职位，但是蒙克斯让大家了解了他的观点，并提出了一个明晰的方案。

蒙克斯是一个投资于大型公开上市交易证券的主动投资者，这种证券需要有那种建立头寸，然后雄心勃勃地拉动公司朝价值更大的方向变动的投资者的关注，但往往无法遂愿。因此，蒙克斯对估值领域的关注是对其公司治理活动的一种自然而然的补充。首先，他必须知道，如何从一个足够低的价格开始，以缓解他因实践自己的方法而付出的时间成本。蒙克斯往往会对于那些较高的、足以回报自身所付出的种种努力的收益率感兴趣。其次，他必须制定一个强有力的、还未被那些本该负责此项事务的董事们所采用的计划。再次，他还必须有很高的信誉度，如此一来这一计划才能顺利进行。受到蒙克斯关注的各大公司，几乎都是典型的优质公司，但是，从事后来看，相比当初蒙克斯和其员工慧眼识别出这些公司的时候，现在这些公司的表现可以说更上了一层楼。

很少有公司会喜欢一个提议要改变其排外氛围的人来对公司指指点点。但是，蒙克斯在投资领域的成功历史足以表明，他的想法经实施是有效的。从1992年创立，到2000年并入Hermes退休基金管理集团（Hermes Pensions Management group），镜头基金的活动都被《巴伦金融周刊》（*Barron's Financial Weekly*）、《纽约时报》（*New York Times*）等备受尊崇的报刊媒体进行过跟踪报道。《泰晤士报》（*Times*）指出：“镜头基金的投资回报颇丰。在截至1998年12月30日这6年的经营时间里，其年均收益率高达25.1%，而同一时期标准普尔500指数的年均收益率是20.5%。”布恩·皮肯斯（Boone Pickens）、卡尔·伊坎（Carl Icahn）等大名鼎鼎的股东维权分子不仅制造混乱，破坏现有秩序，还让其解聘管理层的目的变得人尽皆知。毫无疑问，他们会遭到严厉反对。相反，蒙克斯则是提出了一个现有管理层能够执行的计划，他的提议更多地是增进管理层对于股东的责任感，而不是要搞破坏，或者摧毁现有管理层。尽管蒙克斯也遭到了一些

人的反对，但相比其他用“毁灭性火药”炮轰公司大门的人来说，这些反对要轻微得多。

本书的合著者亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (Alexandra Reed Lajoux) 为了寻求更好的企业估值方法，坚持不懈地努力了多年。她不仅担任很多具有影响力的商业期刊的编辑，还是《并购的艺术》系列丛书的主笔。通过以上及其他许多著作，我们都可以发现，她是管理之首要原则和长期可持续价值创造的热心支持者。

蒙克斯和拉杰科斯在前言中写道：“我们写作此书的目的，是通过阐释在证券组合投资中如何确定公司股票证券的价值，以此来促进世界的繁荣。”再考虑到他们曾成功地使管理层对于公司所有者的责任感有所增加，因此可以推测出，他们应该正在着手如何巧妙地促进人们对构成可持续价值之物的全面理解。

迪恩·利巴朗 (Dean LeBaron)，风险资本家
于波士顿和苏黎世
DeanLeBaron.com

我们写作此书的目的，是通过阐释在证券组合投资中如何确定公司股票证券的价值，以此来促进世界的繁荣。

近年来所发生的一些变化使这一主题变得异常火爆。这些变化包括：国际会计领域的未解之难题；巨大的变革使得前向比较和后向比较都毫无意义；低通货膨胀率伴随着通货紧缩的传言，以及现在政府创造的资产和盈利！这些如火山般爆发的趋势几乎被股票估值彻底被摧毁。然而，某些事实和真理仍然得以保留了下来。

权益资本主要有以下两方面的益处：一，它为公司提供了一种融资选择；二，它为投资者提供了一种相比债务来说更高的收益。但是，除非投资者可以将每一种股票都买入，并将所有股票持有数十年以上，否则，股票相比债务所具有的长期、一般性优势是没有什么用处的。为了利用股票的优势，投资者必须学会对某一种特定股票在特定投资期限内的价值进行准确的评估。

本书提倡应用一种多维度的方法来对股票价值进行分析，认为价值仅存在于特定的时空和情景之中。这就说明，对投资的“默认设置”恰好能够使一个聪明的投资者保持把公开上市的权益证券当作众多投资选择之一来予以考虑。

为了证券组合投资而进行的企业估值就是要得出未来价值的现值，关于股票的价值，有两条主要的信息来源：一个是财务报告，另一个是股票的当前交易价格。

财务报告中蕴含着各种各样的“谜团”，需要价值投资者来一一揭明。假若是为了投资而进行估值，那么第一就是要弥合财务报告中的当前估值与公司的未来价值二者之间的差别。尽管有很多组织机构和团队对 GAAP 和其国际版本 IFRS 做了诸多改革，但财务报告中对于公司价值的界定和计量仍然是模糊不清的。GAAP/IFRS 会计中有各种各样的复杂性，它们可能源自会计模型的变动、特例的范围、属性的混杂以及洗钱标准等。

前 言

我们写作此书的目的，是通过阐释在证券组合投资中如何确定公司股票证券的价值，以此来促进世界的繁荣。

近年来所发生的一些变化使这一主题变得异常火爆，这些变化包括：国际会计领域的未解之难题，巨大的变革使得前向比较和后向比较都毫无意义，低通货膨胀率伴随着通货紧缩的传言，以及现在政府创造的资产和盈利！这些如火山般爆发的趋势几乎使股票估值彻底被摧毁。然而，某些事实和真理仍然得以保留了下来。

权益资本主要有以下两方面的益处：一，它为公司提供了一种融资选择；二，它为投资者提供了一种相比债务来说更高的收益。但是，除非投资者可以将每一种股票都买入，并将所有股票持有数十年以上，否则，股票相比债务所具有的长期、一般性优势是没有多少用处的。为了利用股票的优势，投资者必须学会对某一种特定股票在特定投资期限内的价值进行准确的评估。

本书提倡应用一种多维度的方法来对股票价值进行分析，认为价值仅存在于特定的时空和情景之中。这就说明，对投资的“默认设置”恰好能够使一个聪明的投资者保持把公开上市的权益证券当作众多投资选择之一来予以考虑。

为了证券组合投资而进行的企业估值就是要得出未来价值的现值。关于股票的价值，有两条主要的信息来源：一个是财务报告，另一个是股票的当前交易价格。

财务报告中隐含着各种各样的“谜团”，需要价值投资者来一一揭开。假若是为了投资而进行估值，那么第一步就是要弥合财务报告中的当前估值与公司的未来价值这二者之间的差别。尽管有很多组织机构和团队对 GAAP 和其国际版本 IFRS 做了诸多改革，但财务报告中对于公司价值的界定和计量仍然是模糊不清的。GAAP/IFRS 会计中有各种各样的复杂性，它们可能源自会计模型的变动、特例的范围、属性的混杂以及亮线标准等。

所有这些都要求我们认真体会字里行间的言外之意。本书要告诉读者的最主要一点就是，权益证券是很难进行估值的，这是因为，不管是进行股票交易的公司还是进行股票交易的市场，都是一个活生生的人类系统，这个系统具有自我欺骗的特点，由此导致股票的价值脱离纯粹的估值原理和逻辑。

但是，矛盾的是，尽管人的本性使得股票的估值如此困难，但实质上也正是由于人的本性，股票才具有自身的优越性。价值投资者可以赋予那些对证券价值贡献最大的因素以财务价值，如，建立在愿景基础上的长期企业行为。然而，如果要这么做，那就必须有一种多维度的估值方法，既要尊重定量分析，也要欣赏定性分析。

本书旨在帮助专业投资者建立一个包括股票在内的投资组合，并为读者介绍了一系列的估值方法，主要包括基于资产的估值方法、基于盈利的估值方法、基于现金流的估值方法、基于股票价格的估值方法以及混合估值方法。本书还探讨了“公司治理”（governance，无法在 GAAP/IFRS 等会计准则中体现）这一定性因素的重要性，并分析了企业在整个生命周期中各种各样的特殊情景（从 IPO 到破产）下的估值。

在本书的分析过程中，我们为大家列举了一些大家公认的在股票投资中有用的公式、清单和模型。只要投资者在经过深思熟虑之后使用各种工具来进行投资，那么公司证券就会持续不断地为其所有者以及全社会创造财富。

目 录

第一章 企业价值评估的基本理论框架	1
估值的定义	2
权益的重要性	3
权益的定义	3
信心削弱：证券化的风险	4
权益市场的优势	5
权益资本（股本）的灵活性	6
权益相对于债务的长期优越性——基于 对波动性的考虑	6
为投资而进行的估值具有明确的目的性	8
获得有关股票信息两条途径	8
财务报表：GAAP 准则和 IFRS/IAS 准则	8
计算公司价值为何如此复杂？	9
改革 GAAP 和 IFRS	10
公平市场价值的缺陷：当期市场不存在时，如何报告证券的价值？	11
三项研究	12
发掘隐含信息	13
人为因素对股票估值的影响	13
乔治·索罗斯的“反射性”	14
权益投资中存在的其他悖论	15
观察者效应	16
人性是权益价值的核心	17
如何用货币价值表示？	17
关于金融数学	18

关于本书	19
一系列方法	21
注释	21
第二章 基于资产的价值评估	32
概述——将资产作为一个估值单元	33
警示之一：会计数字的局限性	35
会计数字：为什么从资产开始？	36
资产的定义	36
现金流主导的资产与价值主导的资产	37
市场溢价和非市场折价	38
警示之二：贝尔斯登的例子	40
专注于资产的投资者	40
流动资产价值	41
从资产中寻找信息	42
赛克斯模型	45
资产之外——资产负债表上的负债和权益部分给我们提供的信息	46
评估师所扮演的角色以及资产估值的标准	47
用公平市场价格来处理资产	47
FASB (GAAP) 与 IASB (IFRS) 下的资产公允价值	48
资产负债表中无形资产的估值	49
对资产负债表以外的无形资产进行估值	49
利用 MD&A 来深入理解资产	52
公允价值披露方面的改进：投资者的备忘录	53
基于资产的价值评估（按行业）	53
资产估值专题：对养老金计划中资产的估值	56
全方位透视资产	57
结语：经济援助中的资产价值	58
附录 2.1 基于资产的比率、倍数、均值及计算公式	58
附录 2.2 基于资产的商业估值（美国评估师协会）	61
注释	61
第三章 基于盈利（收益）的价值评估	69
盈利的定义	69
盈利的种类	70
营业利润是企业价值的核心	71
盈利是相对于收入和支出而言的	72
盈利从根本上是以资产为基础	72
艰难时期见盈利—资产关系	73
如今标准制定者对盈利的定义	74
先停下来看一看我们的方向	76
等式的另一边：收入减去费用	76

XBRL 是如何将盈利与资产联系起来的？	77
盈利管理和欺诈	78
智者针对盈利发出的警告	78
盈利的质量	79
盈利评估模型	81
盈利指导：越来越少？	82
一致盈利预测计划	83
有关盈利的例子	83
每股收益（EPS）：一个新兴的标准	85
基于盈利的估值方法在不同行业中的运用	86
新的全球会计准则中关于收入确认的规定对各行业的影响	88
是否需要一种新的盈利计量手段？	88
全方位透视盈利	89
结语	89
附录 3.1 胡佛公司对利润表中基本术语的定义	89
附录 3.2 与盈利相关的比率及其他估值指标	92
附录 3.3 净收益举例	98
注释	99
第四章 基于现金流的价值评估	105
现金流量表——有些你已经熟悉，有些你还需要了解	106
价值和流动性	106
现金流：全球标准制定者的观点	106
现金流量表反映了什么？	107
会计小技巧：将用间接方法编制的现金流量表转换成用直接方法编制	109
现金流贴现（DCF）：预测未来现金流	110
水晶球：两方面的问题	111
进行现金流分析的一些基本方法	113
项目现金流：投资者应该知道些什么？	116
阿尔弗雷德·拉帕波特的研究成果	117
利用蒙特卡罗模拟来估计未来现金流	126
利用现金流来计算摊销成本	126
IFRS 给现金流带来的影响	127
不同行业的现金流模式	128
全方位透视现金流	129
结语	129
附录 4.1 举例：美国电话电报公司	130
附录 4.2 ASC 230 的主要内容	134
附录 4.3 IAS 7 的主要内容	135
注释	137

第五章 基于证券价格的价值评估	140
证券价格概述	140
股票价格的定义	142
评估证券价值时的七个最基本的出发点	143
方法 1: 包含股票价格的比率及公式	143
方法 2: 股票价格变动的技术分析	144
方法 3: 根据有效市场—随机游走假说来分析价值	152
方法 4: 基于预期的股票估值	153
方法 5: 隐含在算法交易中的价值评估	154
方法 6: 股票价格估值中的黑天鹅方法	155
方法 7: 反射性理论与股票价值	155
混沌理论/复杂性理论概述	157
作为资产负债表中一项资产的证券估值	159
达夫公司的估值模型	159
再看盯市制	160
我们还能恢复原来的股票溢价吗?	162
再次回顾古老的资本资产定价模型	163
各行业的股票价格特点	163
全方位透视证券价格	163
结语	164
注释	164
第六章 混合估值技术	170
建立还是购买一个模型?	170
关于在模型内部构建模型	172
警告	172
14 种方法	172
利用指标来衡量管理水平	180
基本区别: 残余收益和贴现现金流	180
“拿来即可用的”或通用的估值模型	181
核对资产负债表和利润表	182
核对利润表和现金流量表	183
一种新的资产负债表衡量标准	185
混合估值方法在一个关键行业的应用: 能源行业	185
最后的警告和第 15 个模型	187
附录 6.1 国家标准公司: 基于 EVA 的奖金计划介绍	188
注释	189
第七章 上市公司市场价值的驱动因素: 才能、自由、法律、市场、治理和价值标准	194
非流动性折价	195
六个关键因素	195

因素 1: 才能	196
因素 2: 自由	200
因素 3: 法律	201
因素 4: 市场	203
因素 5: 治理	204
因素 6: 价值标准	208
长期投资	214
关于对撤资的估值	216
结语	216
附录 7.1 公司治理评级	217
附录 7.2 强化商业报告框架	221
附录 7.3 考克斯圆桌会议 (CRT) 原则	224
附录 7.4 Trucost	226
注释	232
第八章 情景估值: 企业生命周期中不同阶段的股票估值	241
情景	241
公共政策压力情景下的股票估值: 插叙两个小故事	242
有票面价值 (或没有票面价值) 情景下的股票估值	242
IPO 及股票增发情景下的股票估值	243
宣布股利或股票分割情景下的股票估值	244
回购情景下的股票估值	244
公司有资金不足的固定收益养老金计划情景下的股票估值	244
捐赠基金的例子	245
在并购中被收购、交换或保留的股票的估值	246
分拆和资产剥离情景下的股票估值	251
在股东主导的治理变革影响下的股票估值	252
资不抵债或申请破产的企业的股票估值	253
摆脱了破产的公司的股票估值	254
结语	254
注释	255
第九章 结语	259
估值中所需要的谦卑之心	259
一场真正的选美比赛	260
估值没有单一的定义	260
关于才能	261
实际影响	262
对投资者才能的需求	262
寻找故事	263
关于公司和投资者的社会影响	263
一本一直在进行中的著作	264

注释	265
附录 A 权益证券与债务证券：全球定义	267
注释	268
附录 B 企业估值中所涉及的基本会计概念	269
关于会计之目标和定性特征的临时性全球会计决策	269
会计原则：美国 GAAP	272
注释	273
附录 C 全球标准的趋同：FASB、IASB 及其联合标准 （截至 2010 年 6 月 1 日）	274
FASB-IASB 联合项目的技术方案和项目最新进展 （2010 年和 2011 年）	274
附录 D 向国会监督小组报告 TARP 下财政部要求的某些证券和 认股权证的公允价值	278
A. 简介	278
B. 履约概述及具体程序	279
C. 估值方法概述	280
D. 结果总结	285
E. 假设、资格要求及限制条件	285
补充资料：评价财政部出售从 TARP 受助者处获得的认股权证 之过程	287
注释	287
附录 E 数学在财务中的应用	289
企业估值中所用到的几类数学	289
统计学	292
直方图	294
几何和三角几何	294
结论	295
注释	295
附录 F 莫迪利安尼-米勒定理	297
莫迪利安尼-米勒定理	298
注释	300
附录 G 专业评估执业统一准则（USPAP）	301
准则 9：商业评估及其操作	301
注释	304
附录 H 全球行业分类标准（GICS）：部门和行业组	305
附录 I 达摩达兰用于估值的电子数据表	307
注释	309
附录 J 证券投资的蒙特卡罗模拟	310
波动率和时间范围	311
注释	312

附录 K 反估值！人类估值及投资中的弱点	313
估值选择中一些常见的偏差	313
估值推理中一些常见的谬误	315
亚里士多德指出的 13 种谬误	316
注释	317
附录 L 衍生工具合约中的公允价值计量	318
注释	319
附录 M 顾问委员会就财务报告改进向 SEC 递交的最终报告	320
1. 实质复杂性	320
4. 财务信息的传递	322
注释	324
附录 N 对价值观进行估值	325
方法的挑战	326
经济价值和社会价值	327
财务投资工具与社会投资工具	329
对价值观进行估值	333
注释	333
附录 O XBRL 指引	335
什么是 XBRL?	335
采用美国 GAAP 的公司的投资者如何定位和使用 XBRL 信息?	336
注释	337
附录 P 养老基金估值指引	338
注释	339
附录 Q 股票指数	341
注释	342
附录 R 美国商业周期扩张与收缩	343
附录 S 挪威的智慧：来自挪威政府养老金计划的两场演讲激发了	
一种长期观点	345
从石油到股票：克努特·凯尔（Knut N. Kjaer）	345
进行长期投资：挪威央行行长耶得雷姆（Svein Gjedrem）	346
注释	348

第一章

企业价值评估的基本理论框架

我们都知道，对股票（equity shares）的价值进行评估是十分有必要的，但问题是，怎么进行评估？看上去，估值似乎是由一些经验老到的金融家们在做。一提起“股票估值”，人们往往就会想到：金融领域的专家们将一系列的数据代入特定的模型或算法，然后根据得出的结论做出此刻应该买还是卖亦或继续持有的决策，而这些决策基本上跟企业的实际运营状况没什么联系，也脱离一些基本的经济学概念，如重置价值（replacement value）。^[1]

在华尔街，人们对数学家和物理学家〔又称作“股市神算手”（quant jocks）〕有着很多的争议。有些人认为他们应该为第一个十年中所产生的经济问题买单，理由是他们的复杂交易活动导致了市场的萧条，或者加速了其到来。^[2]也有一些人认为，由于这些“股市神算手”带来了新式而灵敏的衡量风险与收益的方式，所以它们的存在活跃了整个市场，因此他们恰恰是最早发出金融危机警告的人。^[3]事实上，那些复杂的交易活动本身确实会起到一定的积极作用，但前提是这些活动必须遵循健全合理的规则。从一定意义上来看，复杂交易活动是股票估值所产生的一个结果，而非股票估值的实质所在。

事实上，一旦有股权投资者对某个公司的前景如此看好以至于他们愿意无条件地为公司提供资本时，股票估值的问题就产生了。正是股权投资者们这种对某个公司未来前景的信念，或者说希望，使得股票的价值甚至高于公司所有资产的现值（如果大幅折价出售的话）。再结合投资者个人对投资回报的时间要求来看，我们可以说，“希望”是证券估值的核心，而前景和时间则贯穿始终。

良好的前景可以提高公司股票的市场流动性，也是保证其在市场混乱中保持价格坚挺的重要因素。理解这一概念需要我们掌握有关估值的综合理论知识，包括资产（抵销掉负债之后）、收益、现金（流动性）、证券市场动态、可比价格等。同时，我们还需要考虑到所谓的“故事”，即除了财务报表和市场价格以外的有价值的信息。本书将依次对这些知识进行介绍。

当然，并不是所有的投资者都根据这个复杂的估值框架来进行交易，有些投资者偏爱指数分析，也有些投资者擅长模型计算，还有一些基金经理是根据风险分类来进行投资操作的。事

实上，只有不到一半的投资者会根据某个公司的实际表现和未来前景进行投资决策^[4]，此书正是为这一小部分的价值投资者所写的。

信息搜集的成本/收益

收集数据是要花费一定成本的，我早在标准普尔战略指数^[5]中就发现了这一问题。这一简单的战略之所以存在，理由之一就是，相比总支出，为实施这些战略而收集必要信息的成本往往太高了。试想，如果我整天在电脑屏幕上搜集信息，从而实施一些糟糕的主观投资策略（这些投资的夏普比率^[6]较低），我会变得富有吗？换一种策略，如果我找到一份在银行的工作，赚很多钱，然后买债券，我会变得富有吗？

——摘自 Scott Locklin, Algorithmic Traders Discussion Board, LinkedIn.com, April 19, 2009

估值的定义

所谓估值，指的是评估某一件东西的价值。在本书中，作者提出的所有与公司有关的因素都可以进行估值，而且本书也提供了具体的估值方法。

► 公司估值可以评估一个企业今天的价值（也就是它的现值）；对证券投资进行估值则把现值和终值（未来的价值）结合起来进行考虑。正如拉帕波特在《期望投资》（*Expectations Investing*）一书中所概括的，成功投资的法宝在于“估计出企业预期的业绩水平（这可以从目前的股票价格中去寻找），然后计算出实现某一预期业绩水平的概率。”^[7]

► 期望（expectation）这个词在价值评估过程中意义非凡，再没有哪个词比它更适合用在这里了。“估值”（valuation）这个词来源于拉丁语中的“valere”，意思是“在交换中相当于……”^[8]，“投资”（investment）这个词来自“vestire”，它本来是穿戴的意思，意指现在用钱去交换一些将来能换回更多钱的东西。

单纯的估值相对来说比较简单，而为了证券投资而进行的企业估值则是比较复杂的。通俗点说，单纯的估值考虑的是 A 今天值 X；而为投资所进行的估值则不仅要考虑 A 今天值 X，还需要考虑 A 在未来的某一天可能值 Y 的问题，也就意味着要将未来的价值折算成今天的价值来进行考虑。

估值并不是一次性的，它是一个过程，并不存在一套统一的标准步骤来对上市公司的股票进行估值，但总体上来说一般都离不开以下几个基本步骤：

- (1) 选择估值的对象（如：证券）；
- (2) 找出它的当前价格（如：当天的收盘价）；
- (3) 评估证券的当前价格是处于被低估、被高估还是合理的状态；
- (4) 根据评估的结果，并结合投资者本身的状况（如：对流动性以及投资期限的要求）做出相应的买、卖或继续持有的决策。

在第 3 步中，投资者还需要考虑以下六个影响证券价值的因素，并据此对第 2 步中所得到的结果进行调整：