

WILEY FINANCE

“十一五”国家重点图书出版规划项目  
世界财经管理经典译库子项目

威立金融经典译丛·达摩达兰系列

Second Edition

*Aswath Damodaran*

# Damodaran on Valuation

Security Analysis for  
Investment and Corporate Finance

## 达摩达兰论估价 (第二版)

——面向投资和公司理财的证券分析

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press

WILEY

WILEY FINANCE

“十一五”国家重点图书出版规划项目  
世界财务管理经典译库子项目



威立金融经典译丛·达摩达兰系列

Second Edition

*Aswath Damodaran*

# Damodaran on Valuation

Security Analysis for  
Investment and Corporate Finance

# 达摩达兰论估价 (第二版)

——面向投资和公司理财的证券分析

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连



WILEY

© 东北财经大学出版社 2010

图书在版编目 (CIP) 数据

达摩达兰论估价：面向投资和公司理财的证券分析：第2版 / (美) 达摩达兰 (Damodaran, A.) 著；罗菲主译. — 大连：东北财经大学出版社，2010.10  
(威立金融经典译丛)

书名原文：Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance  
ISBN 978 - 7 - 5654 - 0148 - 0

I. 达… II. ①达… ②罗… III. 资产评估 IV. F20

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 196899 号

辽宁省版权局著作权合同登记号：图字 06 - 2007 - 168 号

Aswath Damodaran; Damodaran on Valuation; Security Analysis for Investment and Corporate Finance, second edition.

Copyright © 2007 by John Wiley & Sons, Inc.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, (978) 750 - 8400, fax (978) 646 - 8600, or on the web at [www.copyright.com](http://www.copyright.com). Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, (201) 748 - 6011, fax (201) 748 - 6008, or online at <http://www.wiley.com/go/permissions>.

This translation published under license.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。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。

版权所有，侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持：(0411) 84710309

营销部：(0411) 84710711

总编室：(0411) 84710523

网 址：<http://www.dufep.cn>

读者信箱：[dufep@dufe.edu.cn](mailto:dufep@dufe.edu.cn)

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸：170mm × 240mm 字数：776 千字 印张：37 3/4 插页：1

2010 年 10 月第 1 版

2010 年 10 月第 1 次印刷

责任编辑：刘东威 王 玲

责任校对：文 心

高 铭 吉 扬

封面设计：冀贵收

版式设计：钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0418 - 0

定价：78.00 元

# 前言

没有什么事情比在一个无理性的世界中追求一种理性的投资政策更危险的了。

——John Maynard Keynes

不仅是凯恩斯勋爵一个人相信以上看法，即在一个价格与价值似乎鲜有联系的市场中以财务基本知识为基础去寻求真正的价值是徒劳的。在金融市场上，总是有投资者争论市场的价格是由买卖双方的看法（包括错误看法）决定的，而不是由像现金流或盈利等令人乏味的东西决定的。我并不否认投资人的看法会起到一定作用的观点，但是我也不同意投资人的看法决定一切的观点。本书的一个基本观点就是：虽然会有误差，但是对于大多数的资产而言，通过财务基本知识进行估价还是有可能的，而且市场价格不会长期偏离其价值。<sup>①</sup>从17世纪早期荷兰的郁金香球茎购买狂潮到19世纪英国南海泡沫事件，再到今天的股市，市场已经展现了其自我纠错的能力，而这往往是以相信上述情况永远不会发生的那些人的损失为代价的。

写作本书第一版时是我第一次尝试写书，希望我已经从那时起积累了一些经验。事实上，为简化起见，这一版与第一版有着很大的不同。我的另一本关于投资估价的书，也是由John Wiley & Sons出版社出版的，它是一本全面介绍估价的书。因此，如果在本书里以压缩的形式重复那本书中的内容，对我来说则是一种时间和资源的浪费。

本书分为三部分。前两部分包括前9章的内容，介绍了关于现金流折现以及相对估价模型的基本内容，这些应该是任何从事过或者学习过估价的人都非常熟悉的内容。第三部分包括后9章的内容，旨在研究被我称为“估价中的其他问题”，其在关于估价的书籍和讨论中很少被提及。这部分涉及的内容包括流动性、控制权、协同效应、信息透明度以及危机等，所有这些内容都对估价具有重要的影响，然而在通常情况下却是以零散的方式或以主观的溢价或折价的形式来体现的。读者将会看到，这一部分的内容和以前的书籍中关于上述领域的内容有着很多的联系，但在本书中它们将变得更加厚重，其部分原因在于目前关于证据到底是什么和我们应该在估价中做些什么的争论已越来越多。我不会给出控制权在一个公司到底有多大价值这一问题的答案，然而关于控制权的那一章内容应该会为读者提供一张路线图，

---

<sup>①</sup> 但是，Keynes又会这样说：“在长期的情况下，我们都已经死了。”

## 2 达摩达兰论估价

---

以帮助其自己找到答案。

我在本书第一版的前言中列举的四项基本原则，在本书中仍然适用。第一，我已经尽可能全面地介绍了分析人员在估价时可以使用的一系列估价模型，同时还介绍了这些模型的共性要素，并且提供了一个可以用来在任何估价情况下选择正确模型的框架。第二，模型的列举都伴随着现实世界中的例子，没有隐瞒任何不足，因此在使用这些模型时能够抓住其自身不可避免的缺点。很明显这里存在一个危险，那就是虽然一些估价在事后看来是无法挽回的错误，但是为其花费成本还是值得的。第三，为了坚持我提出的估价模型具有全球适用性而不仅仅适合某个特定市场的观点，本书中贯穿了以美国以外市场为例所进行的论述。第四，我尽可能使本书模块化，以方便读者选取章节来阅读，而不会受到阅读失去连贯性所产生的影响。

艾斯沃斯·达摩达兰  
纽约

# 译者序

说起估价，有些估价基本知识的人大概都会想到估价大师艾斯沃斯·达摩达兰的《达摩达兰论估价》一书，而本书是其又一力作（书名虽然相同，但正如作者前言所说，这是其第一部著作的第二版）。当然，正如作者本人所说，如果本书仅是对《达摩达兰论估价》（第一版）一书的重复或者是其缩略本形式，那么不论对于作者本人还是读者来说都是一种时间和资源上的浪费。

本书最大的亮点就是作者所谓的“估价中的其他问题”，其内容在关于估价的书籍和讨论中很少被提及，然而所有的内容都对估价有着重要的影响。上述内容主要包括对流动性、控制权、协同效应、信息透明度以及危机等所进行的估价。在其他关于估价的书籍和教材中，即使提到过这些内容，也只是以零散的方式来体现的。本书将这些问题与其他估价问题有机地结合起来，在对公司进行整体估价时还充分考虑了各项无形资产的影响。

本书具有非常强的实用性和广泛性，几乎包括了能够适用于任何一种资产进行价值评估的模型和方法。估价实际上是一个极其复杂的问题，然而作者在本书中尽量将复杂的问题简单化，力求语言平和，并用最通俗的叙述方式将其一一道来。书中还列举了大量的实务界案例，以世界上很多著名的大型企业为素材，让读者在略显枯燥的理论当中看清实务中的具体操作。

本书结构简洁清晰，重点突出，理论阐述严谨，既可作为高等院校财务专业、金融专业和其他相关专业师生的专业教材，也可供金融专业从业人员、公司财务经理，尤其是各类评估人员及对估价感兴趣的广大读者参考备用。本书实在是一本不可多得的权威之作。

本书是由东北财经大学会计学院组织翻译的，参加翻译的人员及其分工如下：杨月明博士研究生（第1、2章）、孔庆辉博士研究生（第3、4章）、孙晓琳博士研究生（第5、6章）、毕金玲博士研究生（第7、8、9章）、罗菲副教授（第10、17、18章）、万从颖博士研究生（第11、12、13、14章）、徐丹丹博士（第15、16章）。全书最后由罗菲统稿，由东北财经大学会计学院博士生导师刘淑莲教授审校。

在翻译过程中，我们力求忠实于原文，但同时也对一些著名的跨国公司的名称给出了国内公认的提法。尽管我们在翻译中已竭尽所能，但由于水平有限，译文中难免会有不妥之处，敬请读者批评指正。

译者

2010年8月

# 目 录

<b>第1章 估价简介</b>	1
1.1 估价的哲学基础	1
1.2 估价过程探究	2
1.3 估价方法	9
1.4 估价的作用	19
1.5 结论	22
<b>第1部分 折现现金流估价法</b>	
<b>第2章 估计折现率</b>	25
2.1 什么是风险	25
2.2 股权成本	26
2.3 从股权成本到资本成本	56
2.4 结论	69
<b>第3章 衡量现金流</b>	70
3.1 现金流的分类	70
3.2 利润	71
3.3 税收效应	82
3.4 再投资的需要	90
3.5 从公司现金流到权益现金流	99
3.6 结论	104
<b>第4章 预测现金流</b>	105
4.1 折现现金流估价法的结构	105
4.2 特别增长期间的长度	106
4.3 详细的现金流预测	108
4.4 终结点价值	129
4.5 估计方法	138
4.6 结论	141
<b>第5章 股权现金流折现模型</b>	142
5.1 股利折现模型	142
5.2 FCFE (潜在股利) 折现模型	158

## 2 达摩达兰论估价

5.3	FCFE 估价法与股利折现模型估价法	169
5.4	每股价值与总价值	173
5.5	结论	174
<b>第6章 公司估价模型</b>		<b>175</b>
6.1	资本成本法	175
6.2	调整现值法	192
6.3	超额收益模型	196
6.4	资本结构与公司价值	203
6.5	结论	210

## 第2部分 相对估价法

<b>第7章 相对估价：第一原则</b>		<b>215</b>
7.1	什么是相对估价法	215
7.2	相对估价法的普遍性	216
7.3	普遍性的原因和潜在的缺陷	216
7.4	标准化价值和乘数	217
7.5	使用乘数的4个基本步骤	219
7.6	协调相对估价法和折现现金流估价法	233
7.7	结论	234
<b>第8章 权益乘数</b>		<b>235</b>
8.1	权益乘数的定义	235
8.2	权益乘数的分布特征	238
8.3	权益乘数的分析	244
8.4	权益乘数的应用	254
8.5	结论	273
<b>第9章 价值乘数</b>		<b>274</b>
9.1	价值乘数的定义	274
9.2	价值乘数的分布特征	279
9.3	价值乘数的分析	282
9.4	价值乘数的应用	291
9.5	结论	300

## 第3部分 估价的其他问题

<b>第10章 现金、交叉持股及其他资产</b>		<b>303</b>
10.1	现金和准现金投资	303
10.2	金融投资	322
10.3	持有其他公司股票	327



10.4 其他非经营性资产	334
10.5 结论	335
附录 10—1 行业平均：现金比率——2005 年 1 月	336
<b>第 11 章 员工股权期权及薪酬</b>	<b>340</b>
11.1 股权为基础的薪酬	340
11.2 员工期权	341
11.3 限制性股票	367
11.4 结论	371
<b>第 12 章 无形资产价值</b>	<b>372</b>
12.1 无形资产的重要性	372
12.2 独立的且产生现金流的无形资产	373
12.3 产生现金流的公司范围的无形资产	376
12.4 拥有潜在未来现金流的无形资产	387
12.5 结论	403
附录 12—1 期权定价模型	404
<b>第 13 章 控制权价值</b>	<b>415</b>
13.1 控制权期望价值的衡量	415
13.2 控制权价值的表现形式	436
13.3 结论	449
<b>第 14 章 流动性价值</b>	<b>451</b>
14.1 非流动性的衡量	451
14.2 非流动性成本：理论	460
14.3 非流动性成本：实证证据	464
14.4 价值评估中非流动性的处理	471
14.5 非流动性的结果	485
14.6 结论	487
<b>第 15 章 协同效应的价值</b>	<b>489</b>
15.1 什么是协同效应	489
15.2 协同效应的估价	490
15.3 不确定的协同效应	507
15.4 协同效应的证据——价值的产生与价值增长	509
15.5 协同效应评估中的常见错误	517
15.6 结论	518
<b>第 16 章 信息透明度的价值</b>	<b>520</b>
16.1 一项实验	520
16.2 定义复杂性	521
16.3 复杂性的来源	521

## 4 达摩达兰论估价

---

16.4	复杂性存在的原因	527
16.5	度量复杂性	528
16.6	复杂性的后果	534
16.7	复杂性的交易	538
16.8	复杂性的治理	542
16.9	结论	544
	附录 16—1: 标准普尔的透明度和信息披露指数——关键问题	544
	附录 16—2: 对复杂性进行评分——一个例子	547
	<b>第 17 章 危机成本</b>	549
17.1	财务危机发生的可能性及后果	549
17.2	折现现金流估价	550
17.3	相对估价法	568
17.4	危机公司的公司价值到股票价值	572
17.5	结论	582
	<b>第 18 章 结束语</b>	583
18.1	选择估价模型	583
18.2	应该使用哪种方法	584
18.3	选择正确的折现现金流模型	587
18.4	选择正确的相对估价模型	591
18.5	什么时候应该采用期权定价模型	594
18.6	良好估价的十个步骤	594
18.7	结论	596

# 第 1 章 估价简介

了解一项资产的价值及其价值的决定因素是做出明智决策的先决条件——包括为投资组合选择投资项目、为收购制定合适的付款或收款价格，以及企业日常经营中的投资、融资和股利发放等决策。使用本书的前提是我们可以对大多数资产进行合理的估价，且运用估价的基本原理能够确定所有类型的资产价值，包括实物资产以及金融资产。有些资产的估价要比其他资产容易，估价中的具体细节也会因资产的不同而有所不同。另外，由于不同资产的不确定性因素不同也会使得不同资产的具体估价有所不同，但它们的核心原则是相同的。本章将会概括介绍估价的内容，并分析估价在投资组合管理、并购分析和公司理财中所起的作用。另外，本章还介绍了用于资产估价的三种基本方法。

## 1.1 估价的哲学基础

---

有效投资的假设是指投资者不会为一项资产支付超出其价值的资金。这个陈述可能看上去符合逻辑，并且是显而易见的，然而它总会在某些时候和某些市场环境下被忽略，然后又被重新发现。有些人会辩解说，价值只存在于看盘者的眼中，只要有其他投资者愿意以某一个价格进行支付，那么这个价格就是合理的。这很明显是荒谬的。如果目标资产是一幅绘画或者雕塑，那么个人的感觉或许起着决定性的作用；然而对于大多数资产来说，我们不能或者不应该仅仅出于审美或者感情因素的原因就去购买。我们购买某项资产的原因是能从该项资产中得到我们所期望获得的现金流。这样做的结果是：个人对于价值的认知得到了现实的有力支持，这也正意味着我们为任何资产所支付的价格都应该能够反映其所产生的期望现金流。本书的估价模型即试图将价值与这些现金流的不确定程度以及其期望的增长程度联系起来。

在估价问题上，在很多方面我们可以同意保留各自的不同意见，其中包括对于真实价值的估计和将价格调整到那个真实价值所需时间的长短等。然而，在一个问题上我们一般不存在分歧，即资产的价格不能够仅仅因为将来会有另外一个投资人愿意支付更高的价格来购买就被判定为合理。这就相当于在玩一场成本极高的听音乐抢椅子游戏，其中每一个投资人在玩之前不得不问这样一个问题：“当音乐停止时我在哪里？”如果在进行投资时就抱有这样的期望，即到时候会有一个更笨的投资者买走我的投资，那么这样的问题就会出现，即最终你可能会成为所有人中最笨

的一个。

### 1.2 估价过程探究

---

对于估价过程有两种极端的看法：一种极端的看法是，有些人认为进行正确的估价将是一门精密严谨的科学，很难存在分析人员的观点和人为错误的空间；另一种极端的看法是，有些人认为估价只是一门艺术，业务不熟练的分析人员也能够通过操纵数字来生成他们想要的结果。实际上，真理是存在于以上两者之间的。我们将会利用这一节来了解估价中没有得到应有重视的三个组成部分：分析人员带到估价过程中的偏见、必须设法解决的不确定性，以及现代技术和信息的更易获取性使估价更加复杂化的问题。

#### 1.2.1 先是价值，然后是估价：估价中的偏见

我们几乎从不会在头脑完全空白的情况下对一个公司进行估价。通常情况下，对于一家公司的看法，在我们着手往模型中输入数据之前就已经形成了。因此不足为奇的是，我们的结论会倾向于反映我们自己的看法。以下将从估价中对偏见的来源分析开始，然后进一步分析这种偏见如何在大多数估价中体现，最后讨论如何在估价中最大限度地减少这种偏见所带来的影响，或至少掌握如何处理估价中的偏见。

##### 1. 偏见的来源

偏见的来源始于我们选择要进行估价的公司。这种选择几乎从来都不是随机的，因此在做出选择时就已经为偏见的产生建立了基础。这有可能是因为我们在媒体中读到了关于这家公司的一些信息（好的或是坏的）；或是从专家那里听说这家公司被高估或被低估了。因此，实际上我们已经对这家将要进行估价的公司有一些了解了。然后，在收集估价所需的信息时又强化了这种偏见。年报和其他财务报表不仅包括会计数字，而且还包括管理层对于绩效的讨论，其往往是将最可能的溢美之辞置于会计数字之上。对很多大公司来说，想要得到一直追踪某公司股票的分析人员对该公司所持的观点是很容易的。诸如 Zacks、IBES 和 First Call 等提供此类服务的公司，可以提供很多分析人员对某一只股票看跌或看涨的信息汇总，而我们往往可以得到这些分析人员完整的估价过程资料。最后，我们还能拥有市场本身对此公司价值（市价）的判断。与市价相差过大的估价结果一般会令分析人员感到失望，因为这种差距很可能反映出他们在估价中存在很大的错误（而不会认为是市场的问题）。

在很多估价中，一些机构因素往往更强化了已存在偏见的严重程度。例如，资本研究分析人员往往更倾向于发出购买建议而不是卖出建议。也就是说，他们更容

易找到低估的公司而不是高估的公司。<sup>①</sup> 原因可能有以下几点：分析人员想从一个他已经发出卖出建议的公司那里获取信息将会很困难；他们承受着来自投资组合经理的压力，可能这些经理中有一部分人已经在这只股票上注入了大量的资金；他们可能还承受着来自自身所在公司投资银行部门的压力，因为这些部门与这些被质疑的公司之间有着其他的利益关系。

与被低估或高估公司相关联的奖励与惩罚结构也强化了偏见的严重程度。如果某个分析人员的薪酬与他是否找到被低估或高估的公司相关联，那么在其结论中就会存在偏见。这就可以解释为什么对兼并的估价往往会被有意识地进行高估。对于上述交易的分析常常是由负责兼并的公司的投资银行做出的，而且这家投行自然也会力求将交易引向成功。通过上述分析，我们通常可以得出以下两个结论中的一个。一个可能的结论是发现交易出价过高，并建议拒绝。在这种情况下，分析人员将会得到试图兼并公司的股东们所给予的精神上的激励，但其他的物质报酬就没有了。另一个可能的结论则是认为这个交易是合理的（不管价格的高低），并在完成的交易中获取丰厚的利润。

## 2. 偏见的表现

分析人员对公司的看法（包括偏见）通常以如下三种方式体现在估价之中：第一，是在估价中录入数据。当对公司进行估价时，我们往往会遇到需要进行假设从而让估价得以继续进行的交叉路口。这些假设可能是乐观的，也可能是悲观的。如果公司当前拥有高额的营业利润，则我们可以假设竞争将会迅速使其营业利润降至产业平均数（悲观），或者公司将会在未来很长一段时间内保持其现有的营业利润空间（乐观）。我们所选择的路径将反映我们所持有的偏见。最后估价的结果能够反映我们在整个估价过程中在乐观和悲观两者之间做出的选择，是不足为奇的。

第二，是所谓的“估价之后的修正”。在这种情况下，分析人员在做出估价之后重新审视做出的假设，试着将最终估价与其在开始阶段所期望得到的数值相靠拢。因此，一个将一家公司估价为每股股价 15 美元的分析人员，如果他在开始的时候就相信这家公司被低估了，那么当市场价格为 25 美元的时候，他将会向上修正其增长率，向下修正其风险，来得到一个更高的估价。

第三，是不修正估价，但是将我们估计的价值与我们认为正确的估价之间的差额归于某个定性因素，例如协同效应或战略性因素。这是一种在进行并购估价时分析人员所常用的手法，特别是当分析人员被要求调整其所无法调整的数字时。事实上，使用溢价或者折价来增加或减少已经得出的估计值，为我们的偏见提供了可行的途径。在并购估价中使用溢价（控制权和协同效应就是很好的例子）是很常见的，其中的偏见通常是将估价提高（来证明高价收购的合理性）。折价（以缺乏流动性和少数持有股权折价——译者注：因持有公司少数股权而无法参与公司的经营决策——为例）被典型地应用于私有公司针对税收和离婚法庭等所进行的估价之

<sup>①</sup> 华尔街分析人员所提出的买入建议的数量大约是其卖出建议的 5 倍。

中。在这种情况下，公司估值的目标通常是希望估计得尽可能低。

##### 3. 对偏见的处理

偏见既不能约束，也不能通过制定法律予以消除。分析人员毕竟也是人，难免会将偏见带到台面上来。但是，我们有方法可以减轻偏见对估价的影响：

A. 减少来自于机构的压力。正如先前所提到的，产生偏见的一个显著的原因即为机构因素。比如，除所有常见的偏见来源之外，20世纪90年代的股票分析人员还要和他们的雇主在其投资银行业务中所做的要求作斗争。想要得到诚实的卖出讯息，出具股市研究报告的机构应该保证针对某一家公司发出卖出建议的股票分析人员免于受到来自诸多方面的影响，事实上这些影响不仅来自于已被激怒的被评估公司，而且还来自于机构内部的销售人员和投资组合经理。

B. 将估价与赏罚相分离。任何估价在其评估结果成为赏罚标准时都会导致带有偏见的估价。换句话说，如果我们希望并购估价没有偏见，就一定要将交易分析和交易决策相分离。

C. 没有前期的承诺。在估价未完成之前，决策者应该避免在公众面前就一家公司的价值表示带有明显倾向性的态度。一家收购公司在估价完成前就给被收购公司报出一个价格，将会置分析人员于不堪一击的境地，因为他们只会被要求调整价格。从很多的例子中都可以看出，在估价分析结果出来前，即已对应对一家公司进行高估还是低估做出决定，将最终导致严重带有倾向性的分析报告。

D. 自知之明。对于倾向性最好的解药就是要有自知之明。当一个分析人员意识到其可能给估价带来偏见的时候，即可以尝试在采集资料信息时就积极地面对这些偏见，或者在将来对公司进行估价的过程中采纳更多客观的意见。

E. 诚实的报告。依据贝叶斯统计，分析人员应在对一项分析做出报告之前即表明其看法（偏见）。因此，一个环保主义者必须在提供实证证据用以证明平流层中有一个臭氧层空洞之前，就证明他们非常相信空洞是真实存在的。只有这样，回顾这些研究的人才会在看到结论的时候将其所包含的偏见考虑进去。如果分析人员在一开始就报告了其所持有的偏见，那么他所做的估价将变得更加有用。

尽管不能在估价中完全消除偏见，但我们可以通过设计一种免受外界干扰的估价流程，或在进行估价的同时即报告我们所持有的偏见，从而把偏见对于估价的影响降至最低。

### 1.2.2 这只是一个估计值：估价中的不精确性和不确定性

我们从小就知道这样的理论：如果进行正确的操作，就会得到正确的答案。换句话说，答案的精确性常被用来检验用以得出结论的过程质量。虽然这在数学和物理中可能是适用的，但是在衡量估价质量时其效果却很差。除极少部分资产之外，估价中总会带有一些不确定性，即使最好的估价有时也难免带有较大的差错率。在本节中，我们将探讨不确定性的来源及其对估价的影响。

### 1. 不确定性的来源

估价过程始终伴随着不确定性，不论是从估价这一时间点上来看，还是从随着时间的推移当我们获得了影响估价的新信息时估价发生变化的方式上来看。信息可能是只针对被估价公司的，也有可能是关于公司所在行业的更宽泛的信息，还有可能是关于整个大盘的信息（有关利率和经济的）。

当在任意一个时间点对一项资产进行估价时，我们都是在预测未来。既然没有人能够使用水晶球，那么我们只能用在进行估价时所能得到的信息来做出最好的估计。我们估计的价值可能因为许多原因而出现错误，这些原因可以被归纳为以下3类：

A. 估计的不确定性。即使信息源是完美无缺的，我们也必须将原材料转换成录入数据，然后再将这些数据录入模型。在这个过程中，任何一个环节出错都会导致估计的错误。

B. 公司独有的不确定性。我们所预想的公司未来的发展道路，也许最终会被证明只是一个不可救药的错误。事实上，公司可能比我们预想的要好得多或差得多，公司最终的利润和现金流量可能与我们估计的相差很大。

C. 宏观经济的不确定性。即使一家公司按照我们所希望的方式来发展，宏观经济环境也可能发生不可预计的变化。利率可能升或降，整体经济也可能好转或恶化。这些宏观经济条件的改变将会影响估价。

对于不同的公司来说，与估价有关的每一项不确定因素在整体不确定性中的地位可能会有所不同。在对一家成熟的周期性公司或大宗物资公司进行估价时，宏观经济的不确定性也许是造成实际估计数值与期望值之间存在偏差的最主要原因；而对于一家新成立的科技公司来说，分析人员则可能面临更多估计的不确定性和公司独有的不确定性。注意，在分析人员面前最明确的不确定性来源即为估计的不确定性。

即使对于任意时间点所做的估价都信心十足，价值本身也会随着经过时间的推移而发生改变。随着关于某家公司及其市场环境的新消息的不断推出，在信息不断流入金融市场的现实条件下，针对某家公司已经完成的估价很快就会过时，必须重新更新估价以反映现实信息。因此，根据“20世纪90年代的高成长率将会持续”这一假设，对高科技公司的估价于1999年后期变得非常高；然而随着未来公司成长前景的黯淡，在2001年早期，其价值则应该被低估一些。事后回顾一下，1999年对这些公司的估价（和分析人员的建议）应该受到批评，但相对于当时可获得的信息来说，这可能也是比较合情合理的。

### 2. 对不确定性的反应

分析人员在估价中的每一个转折时期都会面临一些不确定性，他们通常会以合理或不合理的方式来作出反应。合理的方式包括：

- 更好的估价模型。建立更好的估价模型使之能够在估价期间利用更多的可用信息是减少不确定性的一种方法。值得注意的是，使用最好的模型可能会减少估

计所带来的不确定性，然而它们却无法减少或者消除与未来相关的且真实存在的不确定性。

- 估价范围。一些分析人员意识到他们为企业进行估价后所得出的价值实际上只是一个估计值，因此试着为估计值设定一个范围。有些人使用模拟方法，其他人则推导所期望的最好及最坏估计值。因此他们提供的输出数字不仅反映了他们对于价值的估计，同时也反映了这些估计值的不确定性。

- 概率性描述。一些分析人员用概率的形式反映其估价所承受的不确定性。如果一个分析人员估计某种股票的市价为 30 美元，而其实际价格为 25 美元，则该分析人员就会报告这只股票有 60% 或 70% 的可能被低估，而不是用陈述性语句直接说明这只股票被低估了。同样地，带有陈述性质的概率数值反映了分析人员在估价中对不确定性的理解。

总的来说，对不确定性的合理反应是对其存在采取开放接受的态度，同时将相关的影响信息提供给使用此估价的人。使用者将根据估价来决定其采取行动时所应采取的谨慎度。

然而，不是所有的分析人员对不确定性都会采取有利于其做出更好决策的方式。对不确定性的不合理反应包括：

- 转嫁责任。一些分析人员尝试着将其他人的估价拿来作自己的估值以转嫁责任。例如，在为某家公司进行估价时，有些分析人员会使用其他分析人员的增长率来作为他们自己对于增长率的估计。如果估价最终被证明是正确的，则他们可以将其看作自己的功劳；但如果是错误的，则将归罪于其他分析人员对他们的误导。

- 放弃基本内容。大量分析人员在其无法面对的不确定性面前选择了放弃，且不做任何处理，特别是在全面估价模型中。经常发生的情况是，他们选择退步并使用更为简单的估价方法（例如，乘数估价法和比较估价法），且这些方法并不要求明确的关于未来的假设。一些分析人员在确定估价本身并无多大意义之后，就会退回到解读走势图和试图猜测市场反应这条路上来。

对一家公司进行股权估价后会让人感到不满意是正常现象。毕竟我们正在试图对充满不确定性的未来做出最好的判断。而在从对稳定的公司进行估价转到对成长型公司进行估价，从对成熟的公司进行估价转到对新成立的公司进行估价，从对发达市场中的公司进行估价转到对新型市场中的公司进行估价的转变过程中，这种不满意也会随之增长。

### 3. 对不确定性的处理

如前所述，将不确定性细分为估计造成的不确定性、公司特有的不确定性和宏观经济的不确定性具有一定的优势：它为我们提供了一个在估价中什么可以用于管理、什么可以进行控制、什么可以被忽略的窗口。建立更好的模型，接触一流的信息，将会减少估计造成的不确定性，但是对于减少公司特有的不确定性和宏观经济的不确定性却没有太大的帮助。事实上，即使建立最好的模型也无法彻底消除这些不确定性。



总体上讲，分析人员应该将其精力集中在公司特有信息上，并做出最好估计——公司将保持多久的高增长？在这个阶段，收益增长的速度是多少？公司将会赢得哪种类型的额外收益？——同时，还应避免加入个人对宏观经济变化的看法。这么做的原因是什么呢？试想一下，如果你认为目前的利率太低了，在明年它将升至1.5%，并将这种期望升息应用在折现现金流估价法（DCF）中，那么你所分析的公司价值将会降低。使用估价结论的人也将面临这样一个伤脑筋的问题，那就是他们无从知晓导致估价发生变化的影响因素中有多少是出于分析人员对宏观经济的看法，又有多少是出于其对这家公司的看法。

综上所述，分析人员应该集中精力并尽其所能建立最好的模型，运用尽量多的且可以合法取得的信息，对公司特有的因素做出最好的估计，而对宏观经济变量则应持较中立的态度。当取得新信息时，应该更新其估价来反映新的信息。这个过程不允许有虚荣心存在。估价将随着时间的推移而发生变化，如果信息证实了这种变化，那么这种变化就应被反映在估价之中。

#### 4. 估价的回报

即使进行了最为认真详尽的估价，其最终的得数也将具有一定程度的不确定性，它们将不可避免地受到分析人员对公司的未来和相应经济环境所做假设的影响。在估价中试图追求绝对的确定是不现实的，因为输入的数据只是估计值；同时，这也意味着在以估价为基础提出相应建议时，分析人员要给自己保留合理的差错余地。

由此可见，所做估价的好坏不能按照其精确程度来判断。对一些公司的估价比其他公司的准确，可能仅仅是因为其未来的不确定性较少。对成熟公司的估价我们通常会做比较少的假设，对估出的价值也更有信心；而对一家科技公司的估价所需做出的假设将远远超过对前者所需做出的假设；对成长型公司进行估价时也是一样的。审视这些公司（及其相关的估计错误）估价的科学家，很可能会认为对成熟公司的估价比较好，因为它是最精确的；技术型和成长型的公司则为其次，因为它们会带有更多和估价相关的不确定性。具有讽刺意味的是，当对数字具有最多不确定性的时候，估价的回报却是最高。毕竟，一个估价的有用性并不取决于其是否精确，而取决于与其他投资人对同一家公司的估价相比其估价精确到什么程度。任何人都能够对一支零利息、无违约债券做出精准的估价；对一家新成立的科技公司或者一家新兴市场公司估价，则需要一系列的预测技术，还需要对模糊情形的判断和对误差的容忍，而这正是许多分析人员所不具备的。因为大多数分析人员在类似的不确定性面前选择了放弃，所以能够坚持下来并做出最好估计（虽然也会带有偏差）的分析人员才会占有与众不同的先机。

我们不想留下这样的印象，即在不确定性面前无能为力。在本书的稍后部分，将以模拟法、决策树和敏感分析为工具来帮助我们对付不确定性，但还是无法完全将其消除。