

<<估值>>

图书基本信息

书名：<<估值>>

13位ISBN编号：9787111423393

10位ISBN编号：7111423399

出版时间：2013-6

出版时间：机械工业出版社

作者：（美）埃斯瓦斯·达莫达兰

译者：李必龙,李羿,郭海

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

<<估值>>

前言

前言本书第1版带有时代印记，但它是该书的本源。

创作本书第1版的灵感闪现于1999年年底，时值互联网的盛期之末。

这个灵感触发于两个现象：传统的估值模型似乎不能解读当时技术类公司（特别是新技术）的天价股。

面对估值难点，分析师放弃传统估值方法，却陷入一些“误区”——使用各种新的技法和讲故事方式，为所估价格作说辞和搪塞。

本书第1版的出版恰逢互联网泡沫破灭之时。

随着市场的演进与改变，焦点也发生了位移。

这种泡沫及其相关的新技法和新模型的辩词又张冠李戴于一组新股票（中国和印度的股权）和一些新型资产（次级按揭贷款）。

我逐渐意识到，一旦分析师遭遇困境，无法用传统模型和方法对公司进行估值时，就容易陷入某种“误区”。

这次的第2版反映的视角更加广泛：第1版聚焦于年幼公司和高科技（网络）公司，第2版的视野将扫描所有难以估值的公司。

第2～5章回顾了估值的基础性工具。

它们侧重概述传统的现金流贴现模型、概率模型（模拟算法和决策树）、相对估值模型和实物期权。这些内容多半都在我的其他估值著作里有过表述。

第6～8章探讨了影响所有估值的宏观变量的问题和争议。

第6章审视的是无风险利率——其他所有估值要素的必要组成部分，并挑战这样一种观念：政府债券利率永远是无风险利率的有效评估值。

第7章探讨股权风险溢价。

这是另一个在估值中被视为不言自明的数字，主要是因为长期以来成熟市场的风险溢价都很稳定。在不断演变且波动性大的市场里，风险溢价甚至在短期内也会发生很大的变化。

无视这种现实会导致对结果的误估。

第8章研究了其他一些隐含于估值中的有关实体经济增长的宏观经济假设。

本章还关注了汇率和通货膨胀率，讨论其评估的不一致性如何影响我们的结论。

第9～12章探讨不同企业周期面临的估值挑战。

在第9章，我们关注估值初创公司时面临的挑战：这类公司有了某种产品或服务的创意，但缺乏有形的商业化产品。

此时，它们的收入和市场都很有限，但该章还是探讨了这类创意演化为商业化产品的一些循序渐进的方法。

该章还审视了初创企业估值最初阶段所面临的那些挑战。

这些都是风险投资人在向小企业提供“天使投资”时所必须面对的挑战。

第10章顺企业生命周期阶梯拾级而上，审视年幼成长型公司——其产品和服务已经找到了市场，而且收入增长很快。

该章还研究了上市（相对于不上市）和保持增长的可持续性的估值内涵。

另外，该章还认真打量了闯过风险投资阶段并已经上市的成长型公司。

这些公司具有很好的增长表现，但它们的规模不够。

在第11章，我们把注意力投向了成熟公司——它们已不再成长，提升价值的主要方式是并购、业务重组和财务重组。

在这个过程中，我们也探讨了在杠杆收购的背景下，私募股权投资者如何看待成熟公司的价值及其控制权价值。

第12章关注处于衰落中的公司——负增长，且很可能陷入困境和出现倒闭。

第13～17章探究了出于各种原因很难估值的各类公司。

第13章审视了大宗商品类（石油和黄金）公司和周期性公司。

<<估值>>

它们的利润受外部因素（大宗商品价格和经济状况）左右、动荡不定，使得各种预测变得很困难。在第14章，我们梳理了与金融服务公司（银行、保险公司和投资银行）相关的特有挑战，重点放在监管的变化会如何影响价值上。

第15章所考虑的公司，其价值都依赖于无形资产：专利、科技实力和人力资本。

这些公司的资产性质及其会计处理准则的缺陷，为估值带来了很大的挑战。

第16章审视了在动荡和年幼经济体（新兴市场）中经营的公司，探讨如何更好地评估这类公司的价值。

第17章则设法了解在各国从事多元化经营的公司，探讨如何更好地处理这些公司内部不同部分的相互影响。

总之，本书的第2版涉猎了所有类别的公司（不仅仅是年幼的技术类公司）在估值上的负面行为和不良做法。

<<估值>>

内容概要

金融专业人士一直面临的挑战是：许多公司难以用传统方法进行估值。

20世纪90年代互联网公司蓬勃发展之际，估值问题就难倒了很多金融专业人士。

如今，金融专业人士依然面临着这样的挑战，对于新兴市场公司、金融服务类公司等来说，如何对其股权及证券进行准确估值呢？

作者在第1版的基础上对本书进行了彻底的更新，把范围拓展到所有难以估值的公司，包括技术型、人力资本型、大宗商品型和周期性公司，涵盖了公司的整个生命周期，包括初创期、成长期、成熟期、衰落期。

本书为公司生命周期的各个阶段、各种类型的公司，均提供了具体的评估指引。

此外，作者对金融领域予以特别的关注，阐述了当今急剧变化的信贷市场对估值的影响。

其间，他详细阐述了当前非常迫切的估值问题，如“美国政府债券是无风险的吗？

”“你如何在流动性严重匮乏的市场中评估资产？

”等等。

<<估值>>

作者简介

<<估值>>

书籍目录

译者序 作者简介 前言 第1章 估值的难点 11.1 价值基础 11.2 跨期估值 51.3 跨生命周期的估值 61.4 各类公司的估值 101.5 厘清估值的难点 151.6 结论 17 第2章 内生性估值 182.1 现金流贴现估值 182.2 现金流贴现估值的衍生版 412.3 内生性估值模型给我们带来了什么 492.4 结论 50 第3章 概率估值：情景分析、决策树和模拟算法 513.1 情景分析 513.2 决策树 543.3 模拟算法 603.4 概率风险评估方法综述 693.5 结论 71 第4章 相对估值 724.1 什么是相对估值 724.2 相对估值的普遍性 734.3 相对估值流行的原因和潜在的缺陷 734.4 标准化价值和倍数 744.5 应用倍数的四个基础步骤 764.6 相对估值和内生性估值的协调 894.7 结论 89 第5章 实物期权估值 905.1 实物期权的本质 905.2 实物期权、风险调整过的价值及其概率评估 915.3 实物期权案例 925.4 实物期权的注意事项 1035.5 结论 105 附录5A 期权及其定价的基础 105 第6章 摇晃的根基：无风险利率的“风险性” 1146.1 什么是无风险资产 1146.2 为什么无风险利率重要 1156.3 评估无风险利率 1156.4 评估无风险利率的问题 1226.5 有关无风险利率的最后想法 1306.6 结论 131 附录6A 国家的主权信用 131 第7章 风险投资：评估风险的价格 1337.1 为什么风险溢价重要 1337.2 风险溢价的决定要素是什么 1357.3 评估风险溢价的标准方法 1377.4 结论 152 第8章 基本面举足轻重：实体经济 1538.1 实体经济的增长 1538.2 预期通胀率 1578.3 汇率 1628.4 流行的做法 1668.5 难点 1668.6 药方 1678.7 结论 168 第9章 蹒跚学步：创业和年幼公司 1699.1 经济体中的年幼公司 1699.2 估值问题 1719.3 估值的难点 1749.4 估值的亮点 1789.5 结论 205 第10章 攀升的新星：成长型公司 20610.1 成长型公司 20610.2 估值问题 20910.3 估值的难点 21310.4 估值的亮点 22010.5 结论 241 第11章 长大成形：成熟公司 24211.1 经济体中的成熟公司 24211.2 估值问题 24411.3 估值的难点 24711.4 估值的亮点 25211.5 结论 277 第12章 日薄西山：衰落的公司 27912.1 经济中的衰落公司 27912.2 估值问题 28112.3 估值的难点 28412.4 估值的亮点 29012.5 结论 320 第13章 潮起潮落：周期性和大宗商品类公司 32213.1 关键词 32213.2 估值的难点 32413.3 估值的亮点 32913.4 结论 346 第14章 随行就市：金融服务公司 34714.1 金融服务公司：全局图 34714.2 金融服务公司的特征 34914.3 估值的难点 35114.4 结论 367 第15章 看不见的投资：具有大量无形资产的公司 36815.1 具有大量无形资产的公司 36815.2 估值的难点 37015.3 估值的亮点 37115.4 结论 392 第16章 波动性规则：新兴市场中的公司 39316.1 新兴市场公司的角色 39316.2 估值难点 39516.3 估值的亮点 39816.4 结论 415 第17章 章鱼：多元化全球公司 41617.1 跨国性 41617.2 估值争议 41817.3 估值的难点 42017.4 估值的亮点 42217.5 结论 440 第18章 直击要旨：消弭难点 44118.1 坚守原则、善用新工具、弹性评估 44118.2 关注市场，但不要让它们左右你的估值 44118.3 不要忽视风险 44218.4 增长不是免费的，不会总是加分的 44418.5 好事都有尽头 44418.6 小心遇上截断风险 44418.7 回顾过去，思考未来 44518.8 善用大数定律 44618.9 接受不确定性，相机处置 44718.10 把故事转化为数字 44718.11 结论 448

<<估值>>

章节摘录

1. 2 跨期估值 在不稳定的宏观经济环境下, 公司估值会变得很复杂。

实际上, 估值的三大基本要素——无风险利率、风险溢价以及宏观经济(实际和名义)增长率——在某些情况下会变得不确定, 这使得估值愈发困难。

在本节, 我们将探讨这些基本要素变动的原因以及它们如何影响估值。

1. 2. 1 利率 我们在对风险资产估值时需要回答一个基本问题: 你预期从无风险投资中获得多大的回报率? 答案是: 无风险利率。

在大多数估值情况下, 虽然我们把这个作为已知条件, 但有时很难确定这个值。

如果不知道无风险利率, 估值的其他问题也就无法解决了。

为了理解为什么无风险利率难以确定这个问题, 让我们先定义无风险利率。

无风险利率是你预期能从某项确保收益的资产中获得的回报率。

因为能带来此类收益的投资必须没有违约风险, 我们采用国债利率作为无风险利率。

此外, 对于投资者来说, 无风险利率的概念必须与一定投资期限联系在一起, 六个月期限的确保性投资收益与五年期限的差别很大。

那么潜在的问题是什么呢? 首先, 有些国债是由政府以其他国家货币形式发行或者是非公开交易的, 这就使我们一开始就不可能得到长期国债利率。

其次, 不是所有政府都不会违约, 由此产生的潜在违约风险会导致债券发行利率上升, 最终使得相关利率蕴涵风险。

最后, 当期无风险利率相对于基本面或历史数据来说可能(或者表面看来)过高或过低, 这也就带来了一个新的问题, 即我们是否应该在估值时把其作为长期利率锁定。

1. 2. 2 市场风险溢价 在对单个公司估值时, 至少有两个风险的估值参数, 我们要借助市场价格, 且今后每次估值时都会用到。

首先是股权风险溢价, 这是投资者投资于风险资产(或资产组合)而要求的超出无风险利率的额外风险补偿。

实际上, 我们可以通过观察长期的历史数据得到这个数字(这里内含的假设是未来的溢价最终会向这个数字靠拢)。

其次是债务违约风险溢价, 这是估值中计入债务成本的部分, 其数值通常可通过两种方式获取: 一是看不同信用等级公司债券的级差利率; 二是看公司当期按其负债面值所支付的利率。

在大多数估值情况下, 股权风险溢价与债务违约溢价被认为是已知或给定的。

所以, 分析师在估值时, 会专注于公司的特有变量(现金流、增长率及风险)。

此外, 在股票市场和债券市场中, 我们通常假设风险的市场价格会一直保持稳定, 但对于新兴市场这些假设难以成立。

即使在成熟市场, 我们也面临着两个问题。

第一, 经济波动会导致股权风险溢价和债务违约溢价明显变动。

如果在评估公司价值时, 不能反映风险溢价的这些变动, 则会导致低估或高估公司价值(这取决于风险溢价偏高还是偏低)。

第二, 某些情况下, 特别是在动荡的市场环境中, 我们所评估的短期(1~2年内)股权风险溢价与长期(5年以上)股权风险溢价会存在较大差异。

为了使公司价值评估更准确, 我们要把这些预期的变化因素计入到未来估值过程中。

1. 2. 3 宏观经济环境 脱离所处的宏观经济环境去评估公司价值是不现实的, 经济的不稳定会导致公司利润与现金流的波动。

在成熟经济体中, 评估公司价值更容易些, 毕竟成熟经济体中通胀率和实际增长率都是稳定的, 影响公司价值变化的往往是那些公司特有变量。

对于我们来说, 在不断变化的经济环境下评估公司价值是一种全新的挑战, 因为宏观经济环境的变化会明显改变所有公司的价值。

实际上有三大宏观经济变量会影响公司价值。

<<估值>>

第一个是实际经济增长率，它的变化会影响所有公司的增长率(包括价值)，特别是对周期性行业影响最大。

第二个是预期通胀率，因为通胀率的剧烈变动会对公司价值产生正面或负面的影响。

相对于没有议价能力的公司而言，有议价能力的公司可将通胀压力转嫁到消费者身上，其所受到的影响会小一些。

会计规范和税法对通胀的处理方式会影响到所有公司。

第三个相关变量就是汇率，将某种货币形式的现金流转换为另一种货币形式时，我们需要对未来的预期汇率做出假设。

在动荡多变的经济环境下评估公司价值，我们要面临多种挑战。

首先，我们在预测时没有考虑宏观经济变量的预期变化。

例如，使用当前汇率转换未来的现金流。

其次，对于宏观经济变量的预测会出现内在矛盾。

例如，一方面假设本币通胀率会上升，另一方面又假设本币币值会走强。

最后，对于宏观经济变化的预测与估值所使用的其他变量不一致。

例如，一方面假设通胀率在上升，导致预期现金流增加，另一方面又假设无风险利率不变，这最终会导致公司估值偏高。

1. 3 跨生命周期的估值 虽然对所有公司而言，评估价值的要素都一样，但不同的公司估值时所面对的挑战却明显不同。

在本节，我们依据所处的不同阶段，把公司分为四类，然后依次探讨每类公司的估值问题。

1. 3. 1 公司生命周期 公司的生命旅程一般会经历一个从初创，到成长，然后成熟，最后衰退的周期。

随着公司所处生命周期的不同，估值参数的评估难度也不一样，所以，最好从生命周期的五个阶段入手，分析每一阶段所面临的估值问题(见图1. 3)。

值得注意的是，不同公司在生命周期每一阶段所经历的时间也大不一样。

有些公司(如谷歌和亚马逊)很快度过初创期而进入成长期，其他公司则是逐渐过渡，正常发展。

很多成长型公司只有几年的成长期就进入了成熟期，而另外一些公司(如可口可乐、IBM、沃尔玛)的成长期可持续几十年。

在周期的每个阶段，都会有一些公司没能闯过去，或是因为资金链断裂且无法融资，或是由于无法履约还债。

P5-6

<<估值>>

编辑推荐

《估值:难点、解决方案及相关案例》编辑推荐：估值的权威指南：根据当今金融市场的现状，予以全部更新。

提供最佳实践和成熟解决方案：来自全球顶尖估值专家。

涵盖所有公司类型及公司的整个生命周期。

拓展全新领域：针对金融服务类和大宗商品类公司的估值。

一家公司或一项资产的价值几何？

这个问题比以往任何时候都迫切：我们已经看到了资产和公司价值错估所带来的灾难。

然而，有些资产很难用传统方法进行估值。

为了准确评估它们的价值，请从《估值:难点、解决方案及相关案例》介绍的技术和经典方法起步。

作为声名显赫的估值专家，达莫达兰在书中介绍了核心的估值工具，分析了当今的估值难点，然后系统地处理了公司生命周期各阶段面临的估值挑战，接着转向了难以进行估值的那些公司，包括大宗商品类公司、周期性公司、金融服务类公司、依赖无形资产的公司以及经营多元化的公司。

达莫达兰的真知灼见对涉猎估值的每个人都是不可或缺的，无论是金融专业人士、投资者，还是并购专家、创业家，都会从中获益匪浅。

<<估值>>

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介, 请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>