

巴菲特论估值

- 实质价值仍与帐面价值仍有一段不小的差距，不过我们无法告诉你实际的数字是多少，因为实质价值本身就是一个估计数，事实上光是查理与我自己本身所估出来的数字就可能超过 10% 的差距

伊索的投资寓言除了可以进一步扩大解释成资金，也一样可以适用在农业、油田、债券、股票、乐透彩券以及工厂等，就算是蒸汽引擎的发明、电力设备的引用或汽车的问世一点都不会改变这样的定律，就连网际网络也一样，只能输入正确的数字，你就可以轻轻松松地选择出世上资金运用的最佳去处。

一般的准则，诸如股利报酬率、本益比甚至是成长率，除非他们能够提供一家企业未来现金流入流出的任何线索，否则与价值评估没有一点关联，有时成长甚至对价值有损，要是这项投资计划早期的现金流出大于之后的现金流入折现值，有些市场的分析师与基金经理人信誓旦旦地将"成长型"与"价值型"列为两种截然不同的投资典型，可以说是无知，那绝不是真知灼见。成长只是一个要素之一，在评估价值时，可能是正面，也有可能是负面。

可惜的是，虽然伊索寓言的公式与第三个变量-也就是资金成本相当简单易懂，但要弄清楚另外两个变量却有相当的困难，想要明确算出这两个变量根本就不可能，求出两者可能的范围倒是可行的办法。

只不过范围过大通常会导致结论仿真两可，而且估计越保守所得出的价格相较于价值越低，也就是树从最终出现鸟儿的数量，(我们姑且把这个现象称之为 IBT-树从无效理论)，可以确定的是，投资人除了必须对于一家企业的经营有一定的了解外，并且要有能力独立思考以获致立论坚实的肯定结论，除此之外，投资人不须其它什么大道理或歪理论。

另一个极端，有很多时候，即使是最聪明的投资人没有办法提出小鸟确实会出现的证据，即使是在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在检验新事业或是快速变化的产业尤其明显，在这种状况下，任何资金的投入都难脱投机的嫌疑。

如今投机主义-亦即不管资产真实的价值，只看下一个人会用多少价格买进的观念-事实上，这不但不违法、也不算不道德，甚至不能说是非美国式，但也绝非查理跟我愿意玩的游戏，既然我们两手空空参加派对，那么我们又如何期望能从派对中满载而归呢？

投资与投机之间永远是一线之隔，尤其是当所有市场的参与者都沉浸在欢愉的气氛当中时更是如此，再也没有比大笔不劳而获的金钱更让人失去理性，在经历过这类经验之后，再正常的人也会像参加舞会的灰姑娘一样被冲昏了头，他们明知在舞会中多待一会-也就是继续将大笔的资金投入到投机的活动之上，番瓜马车与老鼠驾驶现出原形的机率就越高，但他们还是舍不得错过这场盛大舞会的任何一分钟，所有人都打算继续待到最后一刻才离开，但问题是这场舞会中的时钟根本就没有指针！(2000)

- 然而任何的泡沫都经不起针刺，当泡沫破灭，不可避免的会有一大票菜鸟学到教训，第一课，不论是什么东西，只要有人要买，华尔街那帮人都会想办法弄来卖给你，第二课，投机这玩意儿看似简单，其实岸潮汹涌。

在 Berkshire，我们从来没有妄想要从一堆不成气候的公司中，挑出幸运儿，我们自认没有这种超能力，这点我们绝对有自知之明，相反的我们试着遵循 2,600 年来既有的古老伊索寓言，耐心研究某些树丛里到底有多少鸟儿，以及他们出现的时机，(或许以后

我的孙子可能会把它改为五个电话簿上的女孩，不如一个敞篷车上的女孩)，当然我们永远没有办法精准地预估一家公司每年现金流入与流出的状况，所以我们试着用比较保守的角度去估算，同时将重心锁定在那些比较不会让股东错估情势的公司上头，即便是如此，我们还是常常犯错，大家可能还记得我本人就曾经自称是相当熟悉集邮、纺织、制鞋以及二流百货公司等产业的人士。

近来，我们最看好的树丛要算是经由协议买下整家公司，这种方法确实让我们感到相当满意，不过大家要记住，这类的购并交易顶多让我们有一个合理的回报，想要有超额的报酬一定要等到资本市场非常惨淡，整个企业界普遍感到悲观之时，机会才会出现，目前我们离那种状况还很远(2000)

- 最后站在这个肥皂箱上，我再发表一点个人的看法，那就是查理跟我认为 CEO 预估公司未来成长率是相当危险且不当的，他们通常是在分析师与公关部门要求下才这样做的，但我认为他们应该要坚决抗拒，因为这样做通常会惹来许多不必要的麻烦。

CEO 自己心中有一个目标不是件坏事，甚至我们认为 CEO 公开发表个人心中的愿景是很好的一件事，如果这些期望能够附带合理的条件，但如果一家大公司公开的宣称每股盈余长期可以维持 15%的年成长率的话，那肯定会招致许多不必要的麻烦。

其原因在于这种高标准只有在极少数的企业才有可能做得到，让我们做一个简单的测试，根据历史记录，1970 年与 1980 年代，在 200 家盈余最高的公司当中，算算到底有几家在此之后能够继续维持 15%的年盈余成长率，你会发现，能够达到这个目标的公司少之又少，我可以跟你打赌，在 2000 年获利最高的 200 家公司当中，能够在接下来的 20 年年平均成长率达到 15%的公司，绝对不超过 10 家。

过高的预估不但造成没有根据的乐观，麻烦的是此举还会导致 CEO 行为的腐化，这么多年来，查理跟我已经看过很多 CEO 不专注于本业而热衷于运用一些非经济的手段来达成他们先前所做的盈余预估，更糟的是，在用尽营运上的各种手段之后，被逼得走投无路的经理人最后还会运用各种会计方法无所不用其极的做假帐，这种会计骗术会产生滚雪球效应，一旦今天你挪用以后的盈余，明天你就要变本加厉地挪用以后的盈余，到最后从造假演变为贪污，(毕竟用笔偷钱要比用枪抢钱要来得容易得多了)。

查理跟我对于那些习惯以绚丽的盈余预估吸引投资人的 CEO 所带领的公司，总是报以怀疑的态度，或许少数的经理人确实能说到做到，但大部分的经理人最后都变成无可救药的乐观派，甚至可以说是骗子，不幸的是，投资人实在是很难事先分辨出他们到底是在跟哪一种人打交道。(2000)