

# 科学的长期投资决策有赖于理性和直觉

对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心 吴 革

长期投资决策具有如下特点：①决定性，它影响整个企业的经营方向；②长期性，包括使用寿命长、占用资金时间长、影响企业经营成果的时间长；③耗资大；④不可逆；⑤高风险性。从某种意义上说，企业的兴衰存亡取决于长期投资项目的成败。为此，公司理财中人们使用各种复杂的方法评价长期投资的财务可行性，其中最核心的是净现值法，即先估计

一个项目在项目期间的净现金流，再找一个贴现率，净现金流折现后净现值大于零，则项目在财务上可行。以笔者看来，净现值法涉及的三个关键参数（项目现金流量、贴现率和项目期限）的估计在中国现实企业环境中具有巨大的不确定性。估计一个项目30年的现金流跟瞎猜差不多，而且30年间的贴现率可能会变化很大，换一个贴现率很可能就得出相反的结论。正如美国哥伦比亚大学法学和金融学教授路易斯·洛温斯坦(Louis.Lowenstein)所指出的：净现值法在估计现金流量的过程中一点也不简单，一点也不直接。即使估计出现金流量，仍然还存在选择将这些现金流量进行贴现的最佳贴现率这个最困难的问题。这个技术含量很高的公式扣除了这两个因素外的剩余部分不过是技术含量很低的算术问题。

在长期投资决策中，以净现值为代表的大多数方法都将决策视为一种理性和合乎逻辑的过程。它们的重点都是如何高效地获得最优化方案，决策方法包括建立贴现模型、市场调查估计现金流量、开会讨论贴现率等。这种视角是基于职业经理人的。而在真正具有决定权的企业家眼里，一个投资项目的好坏根本无法用数字来论证，他可以“闻”出项目的好坏。商学院培养出来的学生实际上不是企业家，只是经理。经理只负责处理以前发生过的案例。企业家处理的情况是完全没有出现过的崭新情况，是具有不可重复性的、不可以用概率分布来描述的那种不确定性。对于以前没投资过的长期项目，企业家主要用直觉和嗅觉，依靠自身的判断和决断力。商学院培养的经理人式决策总体上是由理性分析主导的，而实战中企业家式决策和组织领袖式决策则更多地带有悟性决断的色彩。

实践中，中国许多企业家对于长期投资都有自己的一套决策原则。万通的冯仑就说：世界上的事算不准的居多，我从来都不算我们要赚多少钱，我们只算趋势、方向、危险和可能性等。同创伟业的创始人郑伟鹤的心得是：该做的调查和分析都要去做，但最后的决策可能靠的是一种感觉，有些项目一眼看上去就有戏，就没有必要用固定的标准去衡量它，而有的项目就要细细分析推算。海尔集团张瑞敏的投资策略是：如果有50%的把握就上马，有暴利可图；如果有80%的把握才上马，最多只有平均利润；如果有100%的把握才上马，一上马就亏损。

综上所述，以净现值为代表的长期投资决策方法主要是基于经理人视角的，其对于公用事业项目投资有一定参考意义，而对于致力于创新的竞争性企业而言则意义不大。科学的长期投资决策有赖于在理性和直觉之间达成平衡。巴菲特最主要的合伙人查理·芒格曾说过一句耐人寻味的话：“巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。对于长期投资决策，我比较欣赏巴菲特说过的一句话：宁要模糊的正确，也不要精确的错误。”