



HARVARD
BUSINESS
SCHOOL
PRESS

哈佛经管图书简体中文版
全球独家授权

颠覆性的投资方法 只给那些 **想跑赢市场的人**

〔美〕艾尔弗雷德·拉帕波特 迈克尔·J. 莫布森 著
王志强 等译

预期投资

读懂股票价格，获取更高回报

EXPECTATIONS INVESTING

Reading Stock Prices for Better Returns

恪守价值投资准则

独辟制胜选股蹊径

利用现价预测未来



商务印书馆
THE COMMERCIAL PRESS

EXPECTATIONS INVESTING

预期投资

——读懂股票价格，获取更高回报

[美] 艾尔弗雷德·拉帕波特 迈克尔·J. 莫布森 著



商务印书馆

2008年·北京

Alfred Rappaport & Michael J. Mauboussin

EXPECTATIONS INVESTING

Reading Stock Prices for Better Returns

Original work copyright © Alfred Rappaport and Michael J. Mauboussin.

Published by arrangement with Harvard Business School Press.

图书在版编目(CIP)数据

预期投资——读懂股票价格,获取更高回报/[美]拉帕波特,莫布森著;王志强等译. —北京:商务印书馆,2008
ISBN 978-7-100-05644-1

I. 预… II. ①拉…②莫…③王… III. 股票-证券投资-基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 155273 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

预期投资

——读懂股票价格,获取更高回报

[美] 艾尔弗雷德·拉帕波特 迈克尔·J. 莫布森 著

王志强 等译

商务印书馆出版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

商务印书馆发行

北京瑞古冠中印刷厂印刷

ISBN 978-7-100-05644-1

2008年6月第1版

开本 700×1000 1/16

2008年6月北京第1次印刷

印张 19

印数 5 000 册

定价: 39.00 元

商务印书馆—哈佛商学院出版公司经管图书

翻译出版咨询委员会

(以姓氏笔画为序)

- | | |
|----------------|-------------------|
| 方晓光 | 盖洛普(中国)咨询有限公司副董事长 |
| 王建柳 | 中欧国际工商学院案例研究中心主任 |
| 卢昌崇 | 东北财经大学工商管理学院院长 |
| 刘持金 | 泛太平洋管理研究中心董事长 |
| 李维安 | 南开大学商学院院长 |
| 陈国青 | 清华大学经管学院常务副院长 |
| 陈欣章 | 哈佛商学院出版公司国际部总经理 |
| 陈 儒 | 中银国际基金管理公司执行总裁 |
| 忻 榕 | 哈佛《商业评论》首任主编、总策划 |
| 赵曙明 | 南京大学商学院院长 |
| 涂 平 | 北京大学光华管理学院副院长 |
| 徐二明 | 中国人民大学商学院院长 |
| 徐子健 | 对外经济贸易大学副校长 |
| David Goehring | 哈佛商学院出版社社长 |

致中国读者

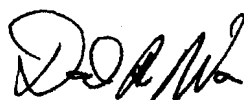
哈佛商学院经管图书简体中文版的出版使我十分高兴。2003年冬天,中国出版界朋友的到访,给我留下十分深刻的印象。当时,我们谈了许多,我向他们全面介绍了哈佛商学院和哈佛商学院出版公司,也安排他们去了我们的课堂。从与他们的交谈中,我了解到中国出版集团旗下的商务印书馆,是一个历史悠久、使命感很强的出版机构。后来,我从我的母亲那里了解到更多的情况。她告诉我,商务印书馆很有名,她在中学、大学里念过的书,大多都是由商务印书馆出版的。联想到与中国出版界朋友们的交流,我对商务印书馆产生了由衷的敬意,并为后来我们达成协议、成为战略合作伙伴而深感自豪。

哈佛商学院是一所具有高度使命感的商学院,以培养杰出商界领袖为宗旨。作为哈佛商学院的四大部门之一,哈佛商学院出版公司延续着哈佛商学院的使命,致力于改善管理实践。迄今,我们已出版了大量具有突破性管理理念的图书,我们的许多作者都是世界著名的职业经理人和学者,这些图书在美国乃至全球都已产生了重大影响。我相信这些优秀的管理图书,通过商务印书馆的翻译出版,也会服务于中国的职业经理人和中国的管理实践。

20 多年前,我结束了学生生涯,离开哈佛商学院的校园走向社会。哈佛商学院的出版物给了我很多知识和力量,对我的职业生涯产生过许多重要影响。我希望中国的读者也喜欢这些图书,并将从中获取的知识运用于自己的职业发展和管理实践。过去哈佛商学院的出版物曾给了我许多帮助,今天,作为哈佛商学院出版公司的首席执行官,我有一种更强烈的使命感,即出版更多更好的读物,以服务于包括中国读者在内的职业经理人。

在这么短的时间内,翻译出版这一系列图书,不是一件容易的事情。我对所有参与这项翻译出版工作的商务印书馆的工作人员,以及我们的译者,表示诚挚的谢意。没有他们的努力,这一切都是不可能的。

哈佛商学院出版公司总裁兼首席执行官

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'David A. Foray'.

万季美



序言：伟大的预期——投资 与艺术品收藏有哪些不同？

彼得·L. 伯恩斯坦

资

本主义体系到底是如何运转的？在《资本论》中，卡尔·马克思(Karl Marx)使用了一个非常简单的模型回答了这个问题： $M-C-M'$ 。用语言表述就是，资本家从货币开始，然后将其转换成资本，最后以比原有货币更多的货币结束运转。注意，货币出现在这个模型的开头和末尾。还要注意，马克思并没有描绘那个能够保证资本家从货币开始、最后得到比原始投资价值更多的资本的体系。马克思知道如何避免这个陷阱。如果资本永远不能为其所有者带来一笔现金流，那么它是没有价值的，无论从本质上考虑还是从实践角度考虑都一样。

《资本论》出版后的第 125 年，通用电气公司(General Electric)的传奇式 CEO 杰克·韦尔奇(Jack Welch)展示了他自己对作为通用电气公司驱动力的 M' 的认识，尽管他如何

感知公司目标的知识根源可能会令他吃惊。在公司 1995 年的年度报告中,韦尔奇解释道:通用电气“对于当前的一个比较流行的问题——‘你们打算生产出什么副产品’——的答案只有一个,那就是‘现金——大量的现金’”。

阿尔·拉帕波特(Al Rappaport)和迈克尔·莫布森(Michael Mauboussin)也完全认识到了现金的至关重要性。M'的基本概念构成了他们这本非凡著作的核心。他们以通俗易懂的语言捕捉到了马克思和韦尔奇重视现金的全部精髓,并利用它为投资策略开发出了一个独特、功能强大的分析结构。

如果马克思将他对资本主义的数学描述仅限于 M-C,那么这种资本到底能够达到什么目的呢?要是没有货币的回报,一个公司的拥有者就不能为他们的歌剧门票、梅塞德斯牌豪华轿车和花园大道公寓付款。没有货币,他们什么也支付不了。就连那些接受公司股票作为红股或并购支付的投资者,也设想在将来某个时间能得到一些现金流。除现金回报之外,任何其他预期都将是非理性的;只有那些搜集旧股权证书或艺术品等物品的收藏者才期望得到其他东西。

事实上,如果没有对现金流的预期,公司资产将会像金条或无期限的零息债券一样,其价值只能视市场的冲动而定,没有参照物,没有确切性,没有意义。我在上面提到的艺术品收藏者就说明了这一点:给那些永远不能为其拥有者带来现金流的资产定价的方法与给艺术品估价或赌马的方法相同。为什么一件雕塑值数百万美元而另一件却只值几百



美元？没有任何计算公式能够回答这个问题。雕塑拥有者仅仅希望其他艺术品收藏者在将来的某一时刻提高价格购买，以证明今天的出售价格是正确的。

产生现金流的资产最终将会为其拥有者带来回报，它不依赖于其他投资者的冲动。即使这些现金流在较远的未来产生，其未来前景也会赋予它们一个现值。金融市场只不过是一个今天需要现金的投资者通过向愿意为其资本回报等待的另一些投资者出售其未来现金流的现值而获得现金的竞技场。在这个转移过程中，支付媒介就是货币。其中的要点是：如果你的投资没有任何期望的未来现金流，那么你还不如收藏艺术品或玩赌博机。

本书中的悬念需要我们注意。它集中在未来现金流，但是我们永远不会确切地知道未来会得到什么。我们甚至不能指望来自美国国债的现金流——也许比其他现金流的不确定性小，但它仍然具有不确定性。投资的基本规律是未来的不确定性。

那么，一位理性投资者如何确定未来一组现金流甚至是债务工具中承诺的契约型现金流的值呢？就这个问题，拉帕波特和莫布森找到了他们自己的解决方法，他们告诉读者不要去回答这个问题。作为一种替代办法，他们向读者建议，要让其他投资者回答这个问题！而且，他们的回答响亮而又清楚地通过资本市场传达到为金融资产支付的价格之中。正如拉帕波特和莫布森一再提醒我们的那样，股票价格（债券价格也一样）是来自市场的礼物，是一份关于其他投资

者如何用钱冒险地估计未来现金流的价值的信息礼物。

如果市场在提供关键信息方面的慷慨是事情的全部,那么作者宁愿写了一个小册子而不是一本大部头专著。但是,市场价格仅仅只是事情的开始,而不是事情的结束。投资者仍然需要努力去做。我们也许能够收集到关于其他投资者的预期方面的信息,但是我们不应该无条件地接受这些预期。我们必须检验市场的信念,就这一点而言拉帕波特和莫布森做到了他们的最高水平。他们提出了一个系统的检验方法,能够指导投资者从公司本身和市场预期两个方面作出理性判断,并最终决定是否买入、卖出或持有。

资本市场中的长期实践告诉我们,很少有经验教训能够一直有效;但是,在作为职业投资者所经历的半个世纪中,我发现了一个特别稳健的经验:最大化本书中所提到的知识财富的成功秘诀在于沉默。这是投资者建议中最重要的一个,它尤其适用于预期投资。

你不需要听任何建议就可以采用拉帕波特和莫布森推荐的方法。你能在出版物中或互联网上很容易地找到你所需要的任何资料信息,特别是在那些能够反映投资者自我决定的投资意愿的市场价格中,在可公开获取的公司财务报表中,以及在有信誉的资料提供者出版的市场预测数据中找到。拥有这样一组资料数据,你就不需要听从时刻充斥在投资界中的推荐杂音,无论这些推荐来源如何令人兴奋或地位高深。你可以追随投资者的行动,而不是大师的建议。你在堵上耳朵不去听那些困扰投资者的声音方面做得越成功,你



在投资方面就会做得越成功。用你的眼睛，而不是你的耳朵，来告知你的大脑。

拉帕波特和莫布森所描述的读懂未来不是一件简单的任务，尽管他们推荐的方法是直观和简捷的。在一个你总是把握不住未来的动态经济环境中，没有一种证券选择方法将会保证你永远成功。成功的诀窍是知道你将要去哪里，你为什么要去那里，以及你为什么必须忽略那些缺乏通向价值核心的合理路径的方法。预期投资这种方法满足全部这三个要求。正如上面我建议的那样，不要将股票选择与艺术品收藏混为一谈。





前 言

股

票价格是市场对公司未来业绩预期的最清楚和最可靠的信号。成功投资的关键是估计包含在当前股票价格中的期望业绩水平,然后评估发生预期修正的可能性。只有正确地读懂市场预期并预见到预期修正,投资者才能提高其实现超常投资收益的概率。预期投资方法能够让你识别出正确的预期,并有效地预见到包含在公司发展前景中的预期修正。

预期投资方法与职业基金经理和个人投资者现在使用的选择股票的方式有着根本的不同。本书呈现给读者的是,采用预期投资方法能够获得的极具诱惑力的好处以及投资者实施预期投资方法所需要的各种工具。这些工具适用于所有公开上市交易的股票,包括旧经济股票和新经济股票、价值型股票和成长型股票,以及初创公司的股票。

本书能够为投资组合管理者、证券分析师、投资顾问、个人投资者和商科学生提供预期投资的能力。我们相信,预期投资方法将会给企业界和投资界带来重大的效益。毕竟,投

投资者和管理者都把股票价格当做公司业绩的“记分牌”。那些寻求战胜标准普尔 500 指数或同类指数的公司可以使用预期投资方法来证实其目标的合理性。

在第一章中,我们阐述了采用预期投资方法的理由,并解释了为什么说关注于短期收益和市盈率的传统分析方法追逐的是错误的预期。在本书的第一部分“汇集工具”(第二章至第四章)中,我们介绍了实施预期投资方法需要的所有工具。在第二章中,我们将证明股票市场的预期是基于公司的长期现金流;我们介绍了如何使用这种模式估算股东价值。第三章介绍了预期基础结构,它是一种能有效地帮助投资者理解预期修正的潜在来源的新工具。第四章提出了竞争策略分析框架,据此你能够提高正确预见预期变化的概率。

第五章至第九章(本书第二部分“实施过程”)介绍了预期投资方法在实施方面的问题。第五章、第六章和第七章是本书的核心,它们具体阐述了这种三步预期投资方法。第五章概述了方法的第一步,向你展示如何估计隐含在公司股票价格中并证明股价合理的市场预期。这一步允许投资者在不需作投机性的长期预测的情况下利用贴现现金流模型。第六章整合了前四章中所有的工具,用来识别潜在的预期机会(即对当前预期进行有意义的修正)。第七章介绍了预期投资方法的最后一步。在本章中我们建立了一个界限清晰的操作标准,用以决定买入、卖出或持有股票。在对大多数公司进行投资分析时,这种三步预期投资方法是你所需要的



全部。某些初创公司以及正在经历巨大变动和不确定性的已建公司则需要另外的分析方法,因为来自现有业务的现金流远远不能证明股票价格是合理的。第八章采用实物期权分析方法估计这些未来具有不确定机会的公司的潜在价值。在第九章中,我们将公司分成三种业务类型(实物型、服务型 and 知识型)。尽管每种业务类型具有不同的特征,然而我们将证明预期投资方法能够跨越不同经济景观,适用于所有类型的公司。

最后,在第十章至第十二章(本书第三部分“读懂公司信号”)中,我们考察了与股价有关并常常给投资者提供重要信号的三种公司交易行为(兼并与收购、股票回购和激励报酬)。具体来讲,我们揭示了融资收购、回购股票和使用股票期权作为激励报酬等决策如何反映管理层对公司前景的看法(相对于市场预期)。

请到预期投资网站([www. expectationsinvesting. com](http://www.expectationsinvesting.com))访问我们。



致 谢

有

很多人阅读过本书初稿的部分内容,并且提出了一些很有价值的建议。我们将最诚挚的谢意献给戴维·贝赞可(David Besanko)、杰克·赛斯列恩斯基(Jack Cieslielski)、马丁·L. 雷伯维兹(Martin L. Leibowitz)、蒂莫西·A. 鲁曼(Timothy A. Luehrman)、威廉·米勒三世(William Miller III)、托马斯·诺丁(Thomas Nodine)和理查德·塞勒(Richard Thaler)。我们向马莎·阿姆拉姆(Martha Amram)致以特别的谢意,她慷慨地贡献出她的重要见解,并使我们在第八章中对实物期权的讨论清晰易懂,同时丰富了我们对此主题的理解。

我们十分感谢瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston)公司现在和以前的员工,他们为我们提供了本项目所需的相关资料,并始终鼓励着我们。尤其要感谢的是:简·亚当斯(Jane Adams)、特伦斯·卡斯雷(Terrence Cuskley)、布雷迪·杜根(Brady Dougan)、杰伊·弗里德曼(Jay Freedman)、鲍勃·希勒(Bob Hiler)、阿尔·杰克逊(Al Jackson)、保罗·约

约翰逊(Paul Johnson)、斯蒂芬·卡瓦贾(Stephen Kawaja)、史蒂夫·克劳斯(Steve Kraus)、劳拉·马丁(Laura Martin)、帕特里克·麦卡锡(Patrick McCarthy)、迈克尔·里甘(Michael Regan)、亚历山大·谢(Alexander Schay)和查利·沃尔夫(Charlie Wolf)。

我们还要特别感谢梅利莎·利特尔(Melissa Little),她不仅帮助我们整理了书稿,还处理了其他所有的杂事——始终怀着毫不松懈的乐观精神和职业精神。

我们得到了 L. E. K. 咨询(L. E. K. Consulting)公司在人员方面所给予的大力帮助,包括合作伙伴马克·科津(Marc Kozin)、利昂·肖尔(Leon Schor)和约翰·托马斯(John Thomas),以及顾问委员会委员小哈里·M. 詹森·克雷默(Harry M. Jansen Kraemer, Jr.)、詹姆斯·劳伦斯(James Lawrence)、韦恩·洛厄尔(Wayne Lowell)、罗伯特·罗丝(Robert Roath)、尼尔·斯克梅尔(Neal Schmale)和艾伦·夏皮罗(Alan Shapiro)。拉帕波特是公司的研究咨询师,莫布森是公司顾问委员会的委员:我们俩在与 L. E. K. 咨询公司的合作中都受益匪浅。

作为一名在西北大学凯洛格管理学院工作了 28 年的教职人员,拉帕波特要感谢学院,因为本书极大地受益于学院提供的非凡的模拟教学和研究环境。同时,与阿尔卡尔集团公司(The Alcar Group, Inc.)——他与小卡尔·M. 诺布尔(Carl M. Noble, Jr.)在 1979 年共同创立的公司——的合作有助于学习如何将股东价值从理论转化成为有组织的现实。



我们非常感谢哈佛商学院出版社的工作团队,特别是我们的编辑柯尔斯滕·桑德伯格(Kirsten Sandberg),他那些富有见地的建议使我们的文稿得到了显著的提升;还有哈佛商学院出版社的社长卡罗尔·弗朗哥(Carol Franco),他的热心保证了本书的成功出版。我们还要感谢文稿编辑简·贾奇·波娜瑟(Jane Judge Bonassar),她以极高的职业水准和愉快的心情帮助我们通过了反复修改的过程;还有彭尼·斯特拉顿(Penny Stratton)和帕蒂·博伊德(Patty Boyd),他们的编辑建议有助于书稿的成型。

多年来,我们一直十分敬慕彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)的学术著作和实用性文章。现在我们感到非常荣幸,他同意为本书撰写序言。

最后,我们得到了来自家人的大力支持。阿尔(Al)感谢他的妻子莎伦(Sharon)以及他的儿子诺特(Nort)和米奇(Mitch)。迈克尔(Michael)感谢他的妻子米歇尔(Michelle)、他的父母、他的继母安德烈娅·马洛尼-莎拉(Andrea Maloney-Schara),以及他的可爱的孩子安德鲁(Andrew)、亚历克斯(Alex)、马德琳(Madeline)和伊萨贝尔(Isabelle)。

