

普华
经管

WILEY

• 全球金融投资新经典译丛 •

DEEP VALUE

why activist investors and other contrarians battle for control of losing corporations

反直觉

用价值投资理念在股市掘金

投资

【美】托巴尔斯·E.卡利斯勒 (Tobias E. Carlisle) 著
汤光华 汤泰萌 杨庆森 译

投资者不是因为挑选到赢家而获得回报
而是因为发现了错误的定价而赢得利润

本杰明·格雷厄姆 沃伦·巴菲特 卡尔·伊坎

等知名投资大师的案例研究

演化出更适合现代投资者的深度价值投资理念



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

• 全球金融精英进阶必修课 •

反直觉

用价值投资理念在股市掘金

投资

DEEP VALUE

why activist investors and of

of losing corporations

【美】托巴尔斯·E.卡利斯勒 (Tobias E. Carlisle) 著

汤光华 汤泰萌 杨庆森 译

人民邮电出版社

北京

图书在版编目(CIP)数据

反直觉投资：用价值投资理念在股市掘金 / (美)
卡利斯勒 (Carlisle, T. E.) 著；汤光华, 汤泰萌, 杨庆
森译. — 北京：人民邮电出版社, 2015. 10
(全球金融投资新经典译丛)
ISBN 978-7-115-40443-5

I. ①反… II. ①卡… ②汤… ③汤… ④杨… III.
①股票投资 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第211313号

内 容 提 要

这是一本探讨深度价值投资理念的典藏之作。作者托巴尔斯·E. 卡利斯勒作为金融界的新星，是一位资深的积极型价值投资者。从本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特，到卡尔·伊坎等其他知名投资人，本书用各位投资大师的趣闻逸事以及他们的理论研究成果，详细探讨了深度价值投资的原理与策略，揭示出积极型投资者及逆向投资者使用的一些不太为人所知的估值方法，用这些方法来识别那些有吸引力的、具备不对称投资机会的投资品种，这样的品种往往有着有限的下跌风险以及难以估量的上升空间。

希望各位机构投资者与个人投资者在阅读后，能培养出一种反直觉的投资思想，找出那些遭遇危机、被人忽视、让人回避，甚至令人害怕的被深度低估其内在价值的投资品种。

◆ 著 【美】托巴尔斯·E. 卡利斯勒 (Tobias E. Carlisle)
译 汤光华 汤泰萌 杨庆森

责任编辑 姜 珊

责任印制 焦志炜

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路 11 号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

固安县铭成印刷有限公司印刷

◆ 开本：700×1000 1/16

印张：18

2015年10月第1版

字数：170千字

2015年10月河北第1次印刷

著作权合同登记号 图字：01-2014-8586号

定 价：55.00 元

读者服务热线：(010)81055656 印装质量热线：(010)81055316

反盗版热线：(010)81055315

广告经营许可证：京崇工商广字第 0021 号

前言

股份公司的董事们所管理的是他人的钱而不是自己的钱，所以不能期望他们像私人合伙公司的合伙人对待自己的钱那样兢兢业业地监视钱财的用途。

——亚当·斯密（Adam Smith）《国富论》（*The Wealth of Nation*, 1776年）

发现贱股其实就是发掘具有深度价值而被严重低估了的股票，这是绕过企业灾难的迷雾，取得投资成功的利器。其理念很简单，但却是反直觉的，即在恰当的条件下，大跌的股票——其公司遇到危机，业务明显下滑，未来不确定——可能潜藏着异常有利的投资机会。

这一理念与人们普遍接受的市场智慧相悖。大多数投资者相信，好公司与好投资是一回事。好多价值投资者受沃伦·巴菲特（Warren Buffet）投资实例的启发，相信一家好的、低定价的公司是最佳投资。但研究似乎提供了与之相

矛盾的观点。一些拥有贱股的公司，看起来乏善可陈，也许就因为它们是如此乏善可陈，所以才提供了非常诱人的回报。人们常常发现这些公司正陷困境，股价处于低位，盈利还在下滑，股票看似毒药，更极端的是，这些公司也许还在亏钱，可能还面临清算。这些正是其股票便宜的原因所在。正如本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）在《证券分析》（*Security Analysis*）一书中指出的：“如果盈利一直稳定增长，很显然，股票不会以如此低的价格交易。拒绝购买这些证券的理由都是概率型的。比如，盈利可能会减少，亏损可能会持续，资产可能会流失从而使得其内在价值可能小于股价。”本书就是要考察上述观点的论据，探讨在什么条件下，这样贱股会带来不对称的机遇，因为这类股票的下跌空间有限，上升空间巨大。

深度价值投资的核心，简单来说就是有条理地运用过去 80 多年间被理论研究与实践证实的一些原理。其智慧基石源于本杰明·格雷厄姆的《证券分析》一书，该书是被现今投资界所熟知的价值投资流派的基础性文本。利用自己的天赋与经历，格雷厄姆从直觉上理解了研究人士在他首次出版《证券分析》一书以来长达 80 多年的时间内所进行的实证研究观点：当基本面处于商业周期顶点时，股票看起来最富有吸引力，但此时，股票代表着最差的风险—收益比率；当基本面处于商业周期低谷时，股票看起来最没有吸引力，但此时却是机会最佳的时期。这对投资者来说有几方面的含义。本书将要讨论的研究显示，市场价格对内在价值的贴现率，用价值投资的术语来说就是安全边际，它比盈利增长率，或比用于度量公司质量的投资资本回报率更为重要。这一点看起来似乎与巴菲特劝诫人们的要青睐“合适价格下的神奇公司”——可产生可持续的、高资本回报率的公司——相矛盾，他认为这样的公司要优于“神奇价格下的合适公司”——这类公司价格便宜，但不拥有任何经济优势。

在本书中，我们将考察巴菲特，这位格雷厄姆的最得意门徒、一段时期的雇员、长期的朋友及其智慧传人，在朋友及商业伙伴查尔斯·芒格（Charlie Munger）的影响下，为何要使自己的投资风格演变成偏离格雷厄姆的风格。我们还将考察为什么芒格要鼓动巴菲特寻找神奇的公司，这样的公司既能复合式增长，又能为股东支付现金。我们将分析教科书中出现的这类公司实例，搞清楚是什么使这样的公司变得“神奇”。然后，我们会检验理论，看买入这类符合巴菲特准则的股票是否可带来持续的、长期战胜市场的业绩。如果没有巴菲特那种定性分析公司的天赋，巴菲特的那些神奇公司是否能被选出？如果是，其真实缘由何在？我们知道，如果市场价格公正地反映了某家神奇公司的价值，这家公司将会获得一个平均收益。想要胜出，价格必须是折价的——折价越大，或者说安全边际越大，回报就会越高——或者，公司必须比市场预期表现得更加神奇。因而，神奇公司的投资者必须确定，超群的业务能力是否会使公司获得持续的超常盈利，以及股票价格在多大程度上就已能够预期到公司有能够做到这一点。这是很困难的工作，因为，正如我们将要看到的，极少有公司能做到这点。并且，我们还不很清楚到底哪些因素可确保公司做到这点。大多数时候，竞争作用于高盈利的公司，迫使其收益回到平均水平，有些公司甚至成为亏损大王。似乎，可让一家公司拥有超常强劲业绩的因素就倾向于该公司享有的异常有利条件，它恰好处于商业周期的顶点。

投资者面临的问题不仅在于高增长、异常盈利不可持续，更严重的问题是，很多时候，市场过度估计了公司前景，将股票价格推高到相对其潜力过高的水平。高质量公司的股票，即使假设其高成长与高盈利可以持续，其股价也被推高到与其长期收益不相称的水平。与之相对应的便是，表面上业绩差的公司，即使将来持续低成长、低盈利，如果市场价格过低地估计了其内在价值，反而

将会给投资人带来异常好的回报。这些发现为投资揭示出一个不言自明的真理：投资者的回报不是来自挑选会在竞争中胜出的公司，而是来自对错误定价的发现——证券价格偏离其内在价值。正是错误定价创造出战胜市场的机会。寻找错误定价的地方就在那些遇到危机、被人抛弃、遭到忽视、不受重视、让人回避、令人害怕的被低估其内在价值的公司中。这正是本书将要讨论的焦点。

如果希望公司能获得快速的盈利增长，相应的股票价格上涨，那么，在这样的公司中寻找机会就是反直觉的。最可能找到这种机会的地方就在那些低定价的股票上，这些公司正经历着重大的盈利压力，股价出现了大幅跳水。怎么会这样呢？其理由就是那个无处不在、持久不衰的均值回归现象。可以在基本的公司业绩、证券价格、股票市场、经济活动中观察到这一现象。它会使高成长股回归到平庸股，会使超高的投资回报率大幅降低，也让濒临绝境的产业起死回生，让刚刚诞生的产业走向死亡。虽然格雷厄姆将低定价股票回归其内在价格这一均值回归的确切机制描述成“我们商业中的神秘之一”，但微观经济学理论却很好地给予了解释。高成长及高盈利会吸引新进入者，它们参与竞争会降低盈利，带来成长停滞，同时，亏损及不佳的盈利又会让一些竞争者选择退出，给那些留守者带来一段时期的高成长 and 良好盈利。

尽管这一现象无处不在，但我们并不能凭直觉识别出哪些条件会导致均值回归。投资者，包括价值投资者，一次次地忽略这一现象，其结果是降低了投资回报率。我们将会看到，由被低估内在价值的股票组成的投资组合，平均来看会取得比市场更好的收益，会遭受更少年数的下跌。不幸的是，我们不是将自己的注意力集中于被低估内在价值的股票的业绩表现上，而是被媒体上的报道所分心。我们会过度反应。我们太重视危机的短期影响。我们过分看重这样一个事实，即任何单只股票似乎更有可能遭受永久的资本亏损。其理由在于，

即使自认为是价值投资者的那些人，也会存在认知偏差，也会出现行为偏误。这些都很容易出现，因为不正确的决策——拒绝低定价股票——会让人感觉是对的；而正确的决策——买入无精打采、盈利下降的股票——会让人感觉是错的。有研究显示，我们未经训练的直觉会做出幼稚的趋势推断——不管其对象是收入、盈利或现金流这些基础面因素，抑或是股票价格。当我们对盈利下滑公司的基本面进行推判时，得出的结论便是，其内在价值必定会变得比支付的价格更低。克服这些偏差——不要对基本规则视而不见，进而对均值回归一无所知——才是深度价值投资之所以获得持续回报的关键性贡献因素。

在本书中，我们还会探讨公众股票市场可能会通过什么样方式使管理控制权发生强制性变换，创造出一种途径来约束业绩达不到要求的经理，从而改进公司不良的经营业绩。高盈利业务会吸引竞争者进入，低盈利公司会吸引外部经理人进入。通过收购，或采用股东积极主义，这些外部经理人——典型的如财务买家，如私募股权企业、积极型投资者以及清算者——会瞄准那些公司控制权市场中有尚待开发潜力的公司资源展开控制权争夺。对于公开交易的公司来说，由于所有权与经营权相分离，这会产生出委托—代理冲突，导致管理层将自身利益置于股东利益之上。积极型投资者寻求各种途径来解决这一冲突，比如向董事会施压开除业绩达不到要求的经理、终止没有价值的并购、优化资本结构，或迫切要求出售公司，这样做的目的就是为了获得回报。因而，这些人会想方设法煽动一些催化事件，让这些被忽略的股票不再沉寂，这些人是深度低定价、业绩逊色股票市场中的重要参与者。

如果采用组合投资的方式，满足积极主义条件的深度低定价公司可提供不对称的、战胜市场的回报。积极型投资者通过大量买入这类股票的分散筹码，然后煽动公司变革，就可发掘出这里面的财富机会。除了曝光度高的代理权争

夺和收购要约外，还有什么比它们更好的平台可以用来凸显公司管理不善，用来实现公司有待发掘的内在价值，用来促进公司实行自愿改组，或让这些公司被同行业中的大买家收购呢？积极型投资可以理解成一种形式的套利。它们投资于业绩很差、低定价，同时有内在价值可供发掘的公司。通过修补其缺陷，或设法使公司的内在价值更接近于潜在的完全水平，在此过程中消除市场折价，他们就会获得溢值，这些溢值或来自公司内在价值的提升，或来自市场折价的消除。我们将详细考察积极主义的回报，以确定他们的回报在多大程度上来自于内在价值的提升，或只是因为他们挑选的是被低估内在价值的股票。最后，我们将考察估值指标，积极型投资者常用它们来识别目标公司的典型特征——低定价、大量的现金持有以及低红利支付。满足这些特征的公司一般有着所谓慵懒的资产负债数据，有着隐藏着的或尚待开发的潜力，其原因主要是因为公司采取了不适当的资本化方案。积极型投资人目标瞄准这样一些低定价、现金充足的公司，想方设法提升其内在价值，通过增加红利支付来减少过多的现金，从而降低市场折价。我们分析了这些指标所对应的收益率，并将它们运用于真实世界中的两个积极主义实例。我们发现这些指标能帮助识别受积极型投资者关注的好的候选目标公司，并且，即使没有积极型投资者出来提升这些公司尚待发掘的内在价值，其他修正力量也会作用于市场价格，同样可产生出异常高的回报。

本书立足于实务导向，兼顾学术界及实务界对内在价值的研究成果，分析管理层对价值的影响，探讨更换管理层带来的市场价格效应及公司价值效应。本书每一章都会介绍不同的案例，以此来展现深度价值投资的特性，尽力阐述清楚该类投资要求具备的真正反直觉的洞见。透过这些案例，本书探讨了若干投资思想，这些思想表明深度低定价股票可为投资者带来大量机会，可产生超

常的回报，不管这些股票是否受到积极型投资者的眷顾，都会如此。本书第一章开篇介绍的是前套利者兼期权交易者卡尔·伊坎（Carl Icahn）。他公开表示自己属于格雷厄姆—多德型的投资者，他很早就理解到持有股票的好处就如同吸食兴奋剂，让人表面上感觉很兴奋。他接受了本杰明·格雷厄姆的投资哲学，并运用这一哲学在他可控制自己命运的领域追逐可带来不对称回报的被低估内在价值的股票。伊坎的意义远不只是一名投资者，他与其他投资人不同的地方还在于，他个人的投资历程折射出了积极主义的演进。在后续其他章节里，我们将走进格雷厄姆、巴菲特、伊坎以及其他投资人的世界，透过他们领悟深度价值理论。

DEEP VALUE

why activist investors and other contrarians battle for control of losing corporations

目 录

第 1 章 伊坎宣言：	1
从公司狙击手到积极型投资者	

几乎没有人察觉到，一场静悄悄的革命即将来临。

第 2 章 门外的逆向投资者：	25
华尔街教父论清算、积极主义以及价值投资中	
伟大的均值回归的秘密	

要把对企业未来的分析看成是其分析结论必然要经历的一次冒险，而不是对未来的验证。

第3章 巴菲特，从清算者到经营者：

查理·芒格的理念与菲利普·费雪的技巧促使 45

巴菲特超越格雷厄姆

从巴菲特和芒格相见的那一天开始，有史以来美国商业伙伴关系中最为持久、最为成功的范例诞生了。

第4章 收购者倍数：

用神奇价格买入合适公司 69

我们的统计工具只是用来发掘一组容易识别且受到了强大的资产负债表以及大量的资产价值保护的低价股票。另外，由于满足我们检验准则的公司状态低迷，流动性尚可，它们常常成为收购计划的目标。

第5章 钟摆型市场：

均值回归与命运之轮 99

由于投资者未预期到均值回归，市场倾向于用过去的成长率来预测未来，极为乐观地对魅力股进行定价，定出一个相对于价值股来说高出许多的价格。在这些预期的作用下，魅力股的成长性不可避免地会让投资者失望，失宠的价值股则给投资者带来可靠的正面惊喜。

第6章 交易魅力股：

联合企业时代的投机、投资及行为金融

125

即使专业投资者可以免于认知错误，基金持有人却也难以避免。这些人会判断错误，认为魅力股比价值股“更安全”，正如我们前面谈过的，魅力股的风险其实更大。

第7章 接住落下的刀子：

解析逆向投资价值策略

149

投资者中有一些人信奉深度价值投资策略，他们热衷此道，既是因为这一策略可带来收益，也是由于这一策略能在基本面处于低谷、前景暗淡的公司中识别出被低估内在价值的股票。

第8章 公司袭击的艺术：

公司暴力史

187

通过持有低定价股票，然后借助于公司的某些催化事件，比如收购或清算，投资者可以获得投资收益，这正是一群被称为“收购型企业家”或者“公司狙击手”的投资者在20世纪80年代开始不断侵扰被低估内在价值的公司时所秉持的做事原则。

第9章 如何从胜利中获利：

积极型投资的回报

211

作为一种投资组合策略，投资于正在实施积极主义行动的公司可获得不对称的、战胜市场的回报。

第10章 深度价值投资策略的运用：

如何识别被深度低估了定价、潜在的积极型 投资目标

233

有研究显示，积极型投资者瞄准的典型公司近期都有着不好的股价表现，低估值、大量的现金持有，以及极少的成长机会。

译者后记

269

chapter **1**

第 1 章

伊坎宣言：

从公司狙击手到积极型投资者

有我俩，还有时间，世界已足够。
姑娘，你的娇羞没有一丝邪恶……

——安德鲁·马维尔 (Andrew Marvell),
《致娇羞女友》(To rllis Coy Mistres, 1650年)