

财金
前沿

Value Investing: A Balanced Approach

价值投资

一种平衡分析方法

(美) 马丁 J. 怀特曼 著
Martin J. Whitman

白钦先 杨涤 马力 译



机械工业出版社
China Machine Press

财金
前沿

Value Investing: A Balanced Approach

价值投资

一种平衡分析方法

(美) 马丁 J. 怀特曼 著

Martin J. Whitman

白钦先 杨滌 马力 译



机械工业出版社
China Machine Press

FB04/18

Martin J. Whitman: Value Investing : A Balanced Approach

Copyright © 1999 by Martin J. Whitman. All rights reserved.
Authorized edition for sale throughout the world.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-1999-3552

图书在版编目(CIP)数据

价值投资: 一种平衡分析方法 / (美) 怀特曼 (Whitman, M. J.) 著; 白钦先, 杨涤, 马力译. - 北京: 机械工业出版社, 2001.2
(财金前沿)

书名原文: Value Investing: A Balanced Approach

ISBN 7-111-08670-8

I. 价… II. ①怀… ②白… ③杨… ④马… III. 投资-基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第84001号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑: 张 鹤 版式设计: 陈子平

北京市密云县印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2001年2月第1版第1次印刷

850mm × 1168mm 1/32 · 11.375印张

定价: 28.00 元。

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

推 荐 序

“财金前沿”丛书英文版系国际知名财会类出版公司、西方出版金融学著作最著名的WILEY公司组织出版，著者中既有许多业界人士，也有知名的金融学教授，都是投资界明星人物，集多年投资实战经验与理论研究之大成，具有很高的权威性。同时此套丛书还具有观点鲜明，实例丰富，实用性强的特点。

此套丛书涵盖的内容极其广泛，涉及到公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、金融衍生工具、甚至宏观经济变化对投资活动的影响等多个方面，其最显著的特点是在直接面向企业经营和市场交易的实践活动的同时也探讨了目前国际金融学研究的前沿课题，适合广大投资者和金融证券从业人员、MBA及财会金融专业师生、相关的研究机构、企业经营管理人员及决策者等参考应用。

此丛书由机械工业出版社华章公司引进，由清华大学、厦门大学等相关领域的专家担当译者，除了通过传统的发行渠道发行外，还与《中国金融在线》网站通过互联网进行推广。

《中国金融在线》(<http://www.CF99.com>)是于1999年10月成立的，是国内首家通过利用现有网络和软件资源整合组建的大型金融证券资讯服务网站。现已与国内数十家单位、媒体、网站结为战略合作伙伴和媒

体伙伴。

《中国金融在线》的长期目标是涵盖金融投资的各个领域，为投资者提供全面的个性化投资交流服务，并开展相关行业的电子商务。

2000年初，《中国金融在线》与华章公司合办了华章网上财经图书专卖店，受到了广大网民的欢迎。

本次《中国金融在线》与华章公司联合策划发行“财金前沿”系列丛书，也是将互联网的宣传优势与传统出版业进行结合的一次有益尝试。希望能够得到广大读者和网民的支持！

最后，我们再次向广大读者郑重推荐机械工业出版社华章公司引进翻译、出版的“财金前沿”丛书。

董事长 尤晓东

《中国金融在线》

<http://www.CF99.com>

2000年4月

“财金前沿”丛书序言

金融学(Finance)是一门非常年轻的学科,一般认为,马柯维茨(H. Markowitz)在1952年发表投资组合选择理论,把数理工具引入金融研究,可以看作是金融学的发端。但也有人认为,应该是到1958年莫迪格里亚尼(F. Modigliani)和米勒(M. Miller)发表研究企业资本结构和企业价值关系(即所谓的MM理论)的研究成果时,最先采用“无套利(No-Arbitrage)”分析方法,才是金融学真正的方法论革命,使金融学的研究,从方法论的角度与一般的经济学研究相分离。上述两项工作成果先后获得诺贝尔经济学奖,对于金融学的奠基性意义是显然的。但不管怎么算,金融学从经济学中分离出来成为一门独立的学科还不到半个世纪。无疑,经济学是金融学的基础,金融学的发展过去、现在和将来都必须不断地从经济学的研究成果中汲取营养。从大的学科分类看,金融学仍是经济学的一部分。但是,金融学又特别强调财务决策和金融市场的实际操作,所以又应当从属于管理学。在西方发达国家(例如美国),金融学的发展主流在商学院,绝大部分重大的金融学研究成果都是在商学院诞生的。可以肯定的是,金融学从内容、方法到工具,都已经形成了自己独有的学科特色,已经真正作为一门独立的学科在发展。

在国外优秀的商学院发展的金融学,主要包括公司财务和资本市场两个组成部分(后者在课程设置上常常称

作投资学),这两个部分是互相紧密联系的,因为金融系统只有通过企业的财务活动才能真正和实物经济发生联系,而企业的价值又要经过金融市场的交易才能得到正确的评估,由此出发,因为金融学研究的核心问题是金融/财务决策,尤其是强调实际的市场交易和运作,所以数理工具的使用是必不可少的。金融学的基本分析技术,不是一般的经济学中的需求供给均衡分析,而是从前述MM理论的分析方法中引伸和发展出来的一整套无套利均衡分析技术。马柯维茨在投资组合选择理论中所开始的数量化研究和无套利分析思想相结合,酝酿了后续一系列重大的金融学理论突破,包括资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT),一直到布莱克—舒尔斯期权定价公式。到20世纪七、八十年代,金融学的基本理论框架已经确立,金融经济学基本定理(即等价鞅测度模型(EMM))、有效市场假设(EMH)和不完全市场一般均衡理论等重要研究成果纷纷问世。许多重要的理论成果经过反复的辩驳和大量的实证检验,验证了其内在逻辑体系的一致性,金融学研究的好几项重大成果都获得了诺贝尔经济学奖。

金融学的理论和金融活动的市场实践是平行发展的,二者之间又紧密地结合并产生了深刻的交互影响。七八十年代以来,金融创新和金融自由化的浪潮汹涌澎湃,这种发展趋势在很多方面是由金融学理论研究的进展来驱动的。一方面,因为国际货币制度的布雷顿森林体系瓦解,汇率波动传导至利率变化加剧和商品价格(加上石油危机的冲击)起伏不定,金融市场更加充满变数,风险

加大，重大金融事故屡见不鲜，几次大的金融危机对各国乃至全球经济都产生了巨大的影响，世人为之谈虎色变。另一方面，欧洲中央银行的建立和欧元启动，金融的全球化发展势不可挡，降低汇率风险，建立更为和谐稳定的国际金融新秩序亦在酝酿之中。企业财务管理和市场交易实践都在不断地向现有的金融学理论提出挑战，甚至向原有的理论基础发起冲击。进入90年代以后，金融工程开始大规模发展，一方面给金融创新以巨大的技术支持，另一方面公司财务和资本市场的金融工程活动又提出了许多现有金融学理论尚未能解答的问题。

现在在金融研究中，已经出现了业界走到学界前面，商务实践的需求拉动理论学术研究的趋势。许多前沿研究课题都是在企业财务管理和市场交易实践中提出的，对于这些问题的研究，又动摇着原有的理论基础，尤其是在资本预算、资产定价、金融市场效率和价格的可预测性等方面。例如，传统的项目评估的净现值法(NPV)已经招致很多批评，实物期权(real options)理论在资本预算中呈现出巨大的应用前景；资本资产定价模型的适用性也引起质疑，新的实证检验结果不对其提供支持；市场的有效率性假设看来是过于笼统，许多问题需要发展有关市场微观结构的研究才能给出正确的说明；而价格的可预测性方面新的研究进展则在更深的层面上重新为技术分析辩护，等等。这些前沿研究，驱使金融学教授们走出经院的“象牙塔”，密切地结合于企业和市场的实践活动；而在实践第一线工作的训练有素的专业人士，也兴致勃勃地参与到学术研讨中来。新的重大的理

论突破已经初露端倪，虽然重构新的理论大厦还有待时日，但这些前沿研究势必产生重要的历史影响。

因此，组织翻译和编辑出版这套“财金前沿”丛书对于目前国内的金融学科建设和教育培训具有重大的意义。由于历史的原因，中国国内金融学科的教学和研究体系，与国际上金融学的发展主流还存在不接轨的地方。最近这种情况已经开始有较大的转变，大批讲解规范的金融学理论的书籍被翻译介绍到国内，对金融理论界和实务界都产生了很大的影响。在建设具有中国特色的社会主义市场经济的发展过程中，我们要充分发挥后发优势，直接利用最先进的科学技术，避免走别人已经走过的弯路。对于金融来说，亦是如此。我们不但要引进成熟的经典理论，也要向国内的读者介绍最前沿的研究工作。这样，将可帮助读者把握金融科学发展的方向，迅速地将国内的教学研究推向前沿。

从这套丛书第一批出版的书籍内容看，其涵盖的内容非常广，涉及公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、衍生工具，乃至宏观经济环境变化对投资活动的影响，等等，其显著特点是直接面向企业经营和市场交易的实践活动。这套丛书的英文版是由西方出版金融学著作最著名的约翰·威利父子出版公司(John Wiley & Sons, Inc.)组织出版的，因此具有较高的权威性。著者中有许多是业界人士，也有知名的金融学教授，而这些教授们又都与企业和市场实践有紧密的联系。书中讨论的问题都是与实际的管理决策和交易活动密切相关

的，同时确实都涉及目前金融学研究的前沿课题。因此，这些书不仅是很好的教学和研究的参考资料，而且还特别适合业界人士阅读，对于他们的业务实践具有直接的指导意义。书的内容都写得相当深入浅出，因而适合于不同程度的读者。对于金融学理论和实务有兴趣或有需要的读者，选读这套丛书将能大大拓宽自己在金融领域的知识面，对提高业务水平和继续深造都大有裨益。

金融市场充满挑战和机遇，金融危机和金融的全球化发展趋势更向世人提出了许多严峻的课题。在一个动荡不安而充满风险的金融海洋里，要想驾驭航船搏击风浪，驶向光辉的彼岸，一定要掌握高超的趋利避险的技术，这套丛书讲解的就是这样的技术，它们实际上就是金融领域本身的高新科技。由于内容涉及前沿研究，因此具有一定的尖端性。在新世纪到来之际，中国金融系统的改革和发展正面临巨大的机遇和挑战。中国在加入世界贸易组织(WTO)后，国内金融系统势必加快与国际接轨的步伐，逐步融入金融全球化的潮流。金融学的教学、研究和培训体系，也就有迅速进行知识更新的任务。无论是学者、从业人员还是有志于学习金融学的学生，都有接触学科前沿发展的迫切需要。可以说，这套丛书的出版适逢其时，为此，我诚挚地将它推荐给读者。

宋逢明

国际金融工程师学会会员
中国数量经济学会常务理事
金融研究部主任委员
一九九九年十二月一日

译者序

日益加速的经济全球化和经济金融化进程是人类有史以来最为伟大而影响深远的势态发展，它对人类经济、金融与社会生活，以及人们的生活方式和思维方式的全部影响，一时还难以完全说得清楚。但有一点是肯定的，即这些影响在总体上将是革命性的和划时代的，这是毫无疑义的。

在经济日益高度全球化和金融化的新形势下，“金融在提高了对一个经济的资源配置能力与效率的同时，其自身的系统性风险也在不断累积与提升。”^①过去十多年来，国别性和区域性金融波动与危机发生的频率和震度不断提高，使金融安全成为国家安全的重要构成部分，金融问题成为全球政治家、企业家、金融家和个人高度关注的重大问题，这一事实更是前所未有的。

所有这一切表明，人们必须从战略的高度以不同以往的全新视野来重新观察与审视这全新的挑战与机遇。也就是说，在经济全球化和经济金融化日益加速的条件下，当代金融问题，首先是全球性问题，然后才是区域性、国别性问题；首先是宏观性、战略性问题，然后才是微观性、战术性问题；首先是理论性问题，然后才是决策性、政策性、行业性、实务性、技术性、操作性的实践性问题。20世纪六七十年代以来，宏观经济学、金融学理论研究的微观化，使宏观经济金融基础“愚置”、“淡出”，使宏观经济金融理论成为加总或

① 陆家骝：略论金融资源的可持续发展，金融时报，1998-7-11（理论版）

放大了的微观经济金融业务理论，使金融学理论蜕变为只对金融市场业务技术操作人员和公司财务管理人员有某种指导作用的技术性学问。经济学、金融学理论研究中的这种宏观理论的微观化倾向，工具化、技术化、数字化倾向，人文社会科学脱离人文社会历史的唯自然科学化倾向，以及脱离基础理论创新的纯技术化创新倾向，已经和正在造成种种不良的理论与实践后果。这一倾向是令人忧虑和值得高度警惕的。冷静理智的反思和研究表明，上述种种倾向是导致近年来频频发生的金融危机的更为深刻的原因，这也使人们认识到，无数微观体追逐利益最大化和风险最小化的理智决策行动，可能造成宏观上的全国性甚至全球性灾难性后果。在这个意义上，当代金融危机实际上是金融学的理论危机。形形色色的经济学、金融学理论越来越失去了对现实经济与社会生活的解释与预言功能，基础理论的创新严重滞后于实务理论与技术创新；当代经济金融理论学家们，包括西方主流经济学家们，在1997年亚洲金融危机爆发前的毫无察觉、无所作为和危机后的无能为力、无的放矢就是不容回避的鲜明例证。

有鉴于此，处于20世纪和21世纪之交的历史性转折时期的世界人民，尤其是经济金融学家们和理论工作者们，理应对此坚定地承担起拨乱反正这一伟大历史使命。

在人类金融历史的漫长发展进程中，一般是先有短期金融、间接金融，后有长期金融、直接金融，并且在相当长的历史时期内都是短期金融、间接金融的市场占有率大大超过长期金融、直接金融的市场占有率，我们将短期金融、间接金融与长期金融、直接金融间的这种不平行发展和不均衡发展现象称之为金融倾斜。显然，这种金融倾斜并不是任何人

为主观设计或构造的结果，而是商品经济、货币信用、银行制度、金融体制、经济发展水平、国民储蓄量、收入分配结构与方式不断变化以及科学技术一系列发展的产物。这是一种很少人为干预影响色彩的自然缓慢发展演变过程。然而这一历史态势在20世纪最后的二三十年中，在发达国家发生了历史性的逆转，即直接金融的发展速度大大地高于间接金融，直接金融的市场占有率日益加大，迅速接近、赶上乃至超过间接金融。这种历史性的逆转，是经济金融化，社会资产金融资产化，经济关系金融关系化，融资非中介化、证券化的必然结果和集中反映。在美国，商业银行、投资基金和保险各拥有1/3的市场占有率，就是这种最新发展态势的典型例证。

作为这一最新发展态势的典型表现，就是过去二三十年中，特别是过去十多年来，非银行金融机构、各类投资基金和资本市场突飞猛进地发展以及相应市场占有率迅速提高。正是在这一大背景之下，各种投资银行业务、投资理论与技术、资本市场期权定价理论、风险转移分散技术得到长足的发展，日益成为金融界的“宠儿”和主角，受到极大的关注与青睐。这一发展趋势有喜亦有忧，是福也是祸。

新中国建立50年来，我们在学习研究外国经验方面，走了不少弯路，从20世纪五六十年代的全盘“苏化”以及相应风靡的“东方教条”，到七八九十年代的或明或暗的某种全盘“西化”以及相应泛滥的“西方教条”，都使我们已经和正在付出极高的代价与成本。早在改革开放之初的70年代，笔者在一本书中就曾明确指出：“对外国的文化与经验，凡健康有用的一律拿来为我所用；不分青红皂白地一概排斥，

闭关锁国肯定要不得；然而，不分良莠、真伪、初始条件和适用条件，全盘照抄照搬，也不可取。学习研究外国，切忌只有因袭而无创造，只见别人而无自己。”^①

处在改革开放和迅猛变革大潮中的中国，国有企业的改革、资产的重组、经济结构与产业结构的高级化与调整、市场经济金融体制的建立与优化，都离不开发达、规范的资本市场和投资银行业。作为后发的、东方的、正在发展中的、转轨的、社会主义的中国，我们不必事事从头做起，也不必再“摸着石头过河”，可以直接学习与借鉴西方发达国家的经验与教训，从而加速发展、少走弯路，通过翻译这些国家的经济金融经典之作和有一定影响的著作来学习参考就是一条捷径。所以当机械工业出版社华章公司委托我主持翻译这本由美国耶鲁大学金融投资家马丁 J. 怀特曼所著的《价值投资：一种平衡分析方法》时，我便欣然接受。1999年10月中旬，由我指导的两位博士研究生杨涤与马力开始了紧张艰苦的翻译工作，于2000年1月中旬基本结束，此后又几经修改完善。

对西方国家的证券投资理论进行分类是一件困难的事情。如果考察美国等发达国家的有关著述，迄今为止怕有百余种“理论”或“学派”，不过，其中较有影响的大约也就有二三十种。本书所论“价值投资”，既是与所谓重视短期市场表现的“基本分析学派”相对的长期投资理论，也是更为均衡的一种分析方法，它不像“基本分析学派”那样过于关注某一项或某几项因素。作者马丁 J. 怀特曼，是一位曾经在华尔街颇为成功的金融投资家、美国注册会计师，是业

① 白钦先，白钦先经济金融文集，第2版，北京：中国金融出版社，1999。

绩显著的Third Avenue Trust 和 Third Avenue Small Cap Value Fund的董事长、执行总裁和资产管理人，他是当今西方价值投资理论领域的权威，并在这一研究领域居领先地位，目前在耶鲁大学管理学院工作。

我认为，翻译此书的目的并不在于给我国的证券理论界和实务界提供一种“正确”的投资方法，西方发达国家中证券投资理论学派林立就说明没有十全十美的投资理论和方法。我们的目的仅在于介绍一种当前在美国等发达国家较有影响的投资理论及方法，以拓宽大家的视野和思路。

由于原著序言对该书已有较详细介绍与说明，所以我在此就不再赘述。需说明的是，原著是一本证券专业性学术论著，其读者对象是西方国家中的证券研究人员和高级财务管理人员，这样书中的很多证券实务背景对译者和我国读者就可能是陌生和困难的。加之原书行文晦涩，艰辛难读，即使是由我们这些专业人士来翻译也会感到有相当的压力。而且，学术著作的翻译，不仅需要有较高的外语水平和娴熟的汉语语言文字能力，尤其需要有丰富的专业知识和较高的专业素养，此外，“外语”与“母语”之间又没有简单的一一相等对应关系，所以要实现“信、达、雅”的目标，也将是非常困难之事。更重要的是，翻译工作并不像它表面表现的那样仅仅是简单的“模仿与对号”，在某种意义上讲，是一种艰苦的专业性的“再创作”。但是，我们克服了种种困难，终于用最短的时间以较好的质量完成了这一工作。当我们在电脑上敲入最后一个字符时，不由感到充实和释然，毕竟这是后辈学子奉献给广大投资证券专业工作者和理论研究人员的一部微薄之作。我们也欢迎同行朋友对我们在译稿中可能出

现的遗漏和错误予以批评指正。

本书的译者分工如下：第1~7章由马力负责翻译，第8~15章由杨涤负责翻译，白钦先负责审阅统稿，赖溟溟、刘力负责校对，在翻译过程中得到了刘辉、杨洋、汤吉军的大力支持，在此表示感谢。

白钦先

于2000年2月 春节除夕之夜

前言

本书是从我在耶鲁大学管理学院多年任教的课程中自然衍生的一项成果。我所教授课程的名称中大部分有“投资”一词，也有一些课程涉及重组问题公司和投资银行。由于这三个问题密切相关，因此本书都将予以讨论。

就某种重要意义而言，本书的多数读者是理智的、消极的投资人，他们获取普通股，因为他们希望从一家永久性或非永久性公司中得到股息。本书并不适于那些获取普通股是为了或迟或早（通常是很快）再出售给其他人的投机者。

要成为一名理智的、消极的投资人不仅要了解一般金融环境，而且要了解投资过程中其他的参与者是谁？他们为什么这样做？他们的问题是什么？他们的利润是多少？在投资过程中，其他参与者大部分是积极的，而不是消极的。

本书第一部分，将首先描述什么是价值投资，然后与其他投资理念、理论金融、格雷厄姆-多德基础因素分析以及传统分析相比较。其中多数经纪公司研究部门的卖方分析家和从事资产管理的买方分析家在实际交易中似乎更多地使用传统分析。

本书第二部分，将通过对公司估价、证券的实质性特征、资本结构、发起人和专业人员的报酬、财务会计的使用与限制、信息披露的使用与限制以及语义学的重要性等几个分析题目的讨论来阐述价值投资的基本原则。

第三部分涵盖了资产转换。其中第12章通过描述一家理论上意义上公司各种资产的转换行为，阐释了投资银行的各种