



施慧洪 著

China Stock Market 2015:
Investment, Fluctuations and Governance

2015中国股市： 投资、动荡与治理

■怎样将2015股市动荡之危，转化为我国经济发展之福？上市公司倾心创造长期价值，股票市场促进先进产业结构的形成，政府治理与股市治理共同发力！这是个精彩的故事！

 中国金融出版社

首都经济贸易大学校级科研项目资助
北京自然科学基金资助 (9154025)

2015 中国股市： 投资、动荡与治理

施慧洪 著



中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴 王素娟

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

2015 中国股市：投资、动荡与治理 (2015 Zhongguo Gushi: Touzi、
Dongdang yu Zhili) / 施慧洪著，—北京：中国金融出版社，2016. 1
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8272 - 8

I. ①2… II. ①施… III. ①股票市场—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 311405 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14.5

字数 250 千

版次 2016 年 1 月第 1 版

印次 2016 年 1 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8272 - 8/F. 7832

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前 言

2015 年的股市将载入中国史册。在短短两个半月的时间内，大批投资经验不足而又贪婪的投资者的财富被“屠杀”了。当媒体把“中国梦”吹成绚丽的“财富梦”，把“四千点看作是牛市的起点”的时候，这些从财富梦中惊醒的人们，发现自己的财富已经所剩无几了。翻开“资本”发展的几百年的篇章，总是在罪与非罪、繁荣与萧条之间摇摆。历史的进步不都是符合道义的，金融业的发展并不都是阳光的。世界经济每隔十年左右就要爆发一次金融危机，在这样的规律面前，我们不要侥幸中国能够幸免。金融危机是“资本发展”特有的方式，它破旧立新，推动着“资本”向前进步。

这种资本的破坏性与我国的人情文化发生着系统性的文化冲突。我们不能完全避免资本的破坏性，这次避免了危机不代表下一次能避免；下一次也避免了危机不代表总能避免危机。我们不可能消灭“资本”的运动规律。资本“危机”的这种规律与自然界春夏秋冬的循环是类似的，资本在“春天”里的疯长，需要“冬天”来平衡。

投资者已经形成了这样一种风险文化。每当大小危机发生的时候，投资者将眼睛盯向政府，认为政府理所当然应该承担救助责任。这样做没有后果吗？有。微观主体对风险的熟视无睹，使金融市场不断逆向选择。市场不能这样运转，否则，这种失效的市场最终是要出大问题的。举几个例子：在债券市场上，利率低的风险小，利率高的风险大。如果投资者总是购买利率最高的，而风险发生时，政府却承担了责任，这样的市场资源配置必然导致错误。好的企业拿不到钱，差的企业却胆大包天，投资者也胆大包天。如果投资者试图获得高收益，却拒绝承担相应的风险，这样的系统运行结果能

好吗？不能。比如说，理财或信托业的刚性兑付，是市场效率的倍增器。再以 P2P 为例，你要的是年收益率 40%，结果血本无归了，你怨谁？在市场经济里，市场主体独立承担风险是市场经济的基本要求。

从时间节点上看，“中国梦”、“一带一路”、亚投行的故事为国人所信服，经济下行压力大，经济结构调整需要资本市场，东海、南海摩擦不断，“全球金融危机又要周期性爆发”的理论很有市场。这些利多因素与利空因素齐聚。

从下跌的强度看，以沪深 300 现货为例，第一大波下跌，从 5380 跌到 3537，下跌 34%，下跌了 1843 点；第二大波下跌，从 4103 跌到 2952，下跌了 1151，约 28%，共下跌 $5380 - 2952 = 2428$ 点，约 45%。如此大的强度，直接从牛市跌到熊市。

从危机中的投资机遇来看，对于投资高手来说，此次危机是难得的投资机会。如果运用得当，能够获得一两倍的回报。对于那些错过上涨泡沫的价值投资者，终于迎来了新的投资机会。旧的一批人退出市场，新的一批玩家又将进入市场。

从转危为机来看，危机就像一盆冷水浇在人们的头上，它迫使人们继续扩大改革开放，同时股灾暴露出来的问题也向人们提示了改革的方向。股市治理、上市公司治理、政府协同、投资者教育、混业监管等问题都暴露在人们的面前，未来的道路反而更加清晰了，尤其是政府协同，以及政府自身的能力建设问题，如此明显地暴露着。换句话说，政府与新的市场经济形势的摩擦迫使政府继续深化改革，简政放权，优化重组政府职能。

作者试图站在这样的高度，从价值投资、股市治理等角度分析这次股市动荡，并期望该书对投资者和监管者都有所启发。

目 录

第一章 价值投资理论、方法及拓展分析	1
第二章 其他投资流派及比较分析	29
第三章 巴菲特参与企业重整的价值投资实例	40
第四章 国内外经典股灾实例简析	53
第五章 股市分析基本理论	63
第六章 近年来我国股市及监管简要回顾	86
第七章 本次股市动荡的原因分析	107
第八章 我国股市治理分析	121
第九章 2015 股市动荡与救市概述	153
第十章 2015 股市动荡沪深 300 期货主力分时图与 K 线分析	161
参考文献	219
后记	222

第一章 价值投资理论、方法及拓展分析

民间有不少反对政府干预市场的声音，因为股票市场有其自身的规律，政府干预会使市场发展依赖于政府的干预，就像“吸毒”一样。当然，当股市真的出现流动性危机时，救市是必需的。但是，政府不断干预股市是一条不利于股市长远发展的路径，不利于我国建立完善的市场经济制度。政府的使命在于为科学的股市治理创造条件，确保公平、公正、公开的环境，而本文所倡导的价值投资理论将为科学治理股市提供重要思想与方法。

一、价值投资的基本思想

对于股票价格是否可以被预测，西方存在激烈的争论。诺贝尔经济学奖获得者认为价格是随机的，无法预测；行为金融学者等认为有限理性、羊群效应等使金融市场失效时，可以获得超额利润；价值投资者认为当价格远远低于股票基本价值时，可以获得超额利润，因为证券价格最终要回归基本价值。证券的基本价值可以被勤勉的投资者估计出来，如巴菲特。

是不是投资者都是价值投资者呢？哥伦比亚大学价值投资研究院给出了答案：不是。首先，认为市场是有效的投资者主要采取分散投资、资产配置、成本最小化等方法。其次，短期投资者也不是价值投资者，包括技术派和基本面分析派。技术派有动量投资（追涨杀跌）、价格成交量范式、K线分析等，基本价值分析则要分析宏观和微观方面的变化，依据市场价格及预测价格的变化做出投资决策。最后，长期投资者进行基本价值分析，比较证券的内在价值与价格，这是价值投资。

但是，美国的价值投资者到了中国，也会变成投机者。比如说，巴菲特并没有长期持有中石油股份，中石油上市后很快就抛售，中国的股市投机性太强，价格变化太快，基本面没有变化，但是，价格已经几个月上涨一倍。

价值投资主要比较股票内在价值与价格，如果价格太高，中国的股市又没有资本利得税，巴菲特自然就售出中石油股票了。证监会所希望的慢牛，意指投资者将定价确立在公司股票内在价值基础之上，随着经济形势逐渐好转，公司盈利不断增加，进而股价不断上扬。但是，我国的投资者主要是投机者。

1. 我国股市投机文化的社会文化基础

没有强大的精神支柱，中国要在美国的 C 形包围圈中冲出重围，要成为一流的世界民族，充满变数。我们经济上大而不强，社会矛盾也较多，还不是成熟的社会。从大国向强国转变，任重而道远。

所以，慢牛只是一种美好的愿望，需要系统性地创新与改革。

2. 价值投资的吸引力在于赚得更多

为什么要进行价值投资呢？业绩统计表明，价值投资赚得更多。而且，一些杰出投资者投资成就突出，是难得的常青树，以沃伦·巴菲特为代表。历史是最好的试金石，而技术派却难有最后的成功者。

其他投资方法不能产生持续的超额回报。（1）宏观基本面分析者相信，理解宏观经济基本面有利于产生超额投资回报。但是，股市与经济基本面并不总是同步的。（2）技术原教旨主义者通过数据处理获得回报，但是，强化这些策略可能导致对信息十分敏感。技术指标总有失灵的时候，而模型回测时的盈利，可能仅仅是因为运气。一种情形下盈利，到了另一种情形下就可能亏损。对于波浪理论，主观色彩非常强，是技术与艺术的结合，稍有不慎，就会亏损。技术派试图将这些技术实证化，但任重道远。（3）市场效率信仰者相信回报是对风险的补偿，因而集中于交易成本的效率。但当市场发生系统性风险时，交易者会发生亏损，回报是负的。此时，如果亏损比股票指数小，则称为跑赢大盘。

3. 价值投资的缺陷

（1）寻找不显眼的不被别人看好的公司，回避光芒四射的公司。前者往往价值低估，后者往往价值高估。价值投资者有时会选择正处在危机中的昔日辉煌的公司，只要团队强大，就有希望。巴菲特投资 IBM、可口可乐等，都是在公司危机中捡到了便宜货。（2）别人都不敢投资时，你去投资。（3）需要耐心和不作为。当市场很热闹时，可能并不是好的投资机会，你要持有现金，做好研究与调查，并等待投资机会的出现。（4）与基金经理比较起来，价值投资者持有头寸时间较长，资金周转率低。当然，在美国这样做，有减少税收的好处，还有可以避免频繁操作带来的投资失误。（5）价值投资者愿

意持有现金等待好的投资机会，而市场的交易此时可能非常火爆。(6) 价值投资者承认人的心理缺陷，不断地审视自己的投资决策，谦虚而且自律。

价值投资经理人的特点：(1) 低的资金周转率；(2) 高的资产集中度；(3) 高的现金水平。

4. 价值投资者认为：市场会犯错误，最终它会正确

$$P = F + O$$

其中， P 代表市场价格， F 代表基本价值， O 代表未来卖给其他投资者的期权。

价值投资者要求 $P < F$ ，否则，就等待，因为经济有周期，市场有危机，机会之窗总会打开。

市场犯错误的原因是什么呢？投资者的行为是有偏的，在个体和集体层面都是有偏的。个体有偏是基于心理学，并且专门有一个学科“行为金融学”在研究这个问题。

集体性有偏是因为基金经理人的激励驱动的，导致了错误定价。机构投资者也存在羊群效应。经理人厌恶表现不尽如人意，厌恶当别人都在赚钱的时候，他们却在赔钱。所以，他们持有相似的股票，也就是个体也愿意持有的股票。机构投资者往往选择追涨杀跌的策略，并不很关心公司内在价值。这些投资行为导致公司股票总存在错误定价的机会，价值投资者就是要抓住这样的投资机会。

个体层面的有偏效应。(1) 抽奖效应使人们对高科技股票追高。例如 IT 股票如果投资正确的话，奖励巨大，甚至 100 倍的回报。所以，人们愿意忍受在一些 IT 股票上的投资失败，期望一次好运能够弥补多次损失。高科技风险投资确实有这个特点。(2) 损失厌恶与不认错的本能使人们赢小赔大。人们从一笔钱中获得的幸福要小于他损失同样的钱所遭受的痛苦，所以，在盈利时，倾向于落袋为安。而一旦亏损时，则容易死扛，直到跌破心理承受范围时，割肉卖出。(3) 过分自信与后视效应使投资者忽视风险，最终酿成重大损失。投资者显示的信心要大于证据所能支撑的，这增大犯错误的概率。投资通过回忆过去来认识未来，也可能酿成损失。特别是那些不断盈利的人，容易骄傲自满，忽视风险，甚至贪婪任性，最终酿成巨大损失。

5. 价值投资方法强调：有形的可靠的信息，并正视风险

有形的可靠的信息。(1) 价值投资者规避净现金流方法，因为该方法脱离实际，人们无法准确地计算未来的现金流；(2) 价值投资者规避乘数倍数法，如市盈率，因为价值投资者不想过于依赖市场；(3) 价值投资者强调透

彻地分析信息，但也不是无穷无尽地收集信息；（4）交叉验证：利用可获得的多种信息来源来改善价值评估，如 AV、EPV 等，均提供了不同的价值故事；（5）阅读财务报表，但不让财务报表模糊我们的价值判断。

6. 关键的问题：如果我买，别人为什么不买

价值投资者要思索：他们知道我不知道的信息吗？为什么他们与我的看法不同？为什么只有我一人看到了投资机会？

7. 规避标准的风险定义

金融学术派的风险定义，概念上是正确的，但不实际。在 CAPM 模型中， β 是衡量风险的。这个概念依赖于多元化，只有不能多元的东西才有溢价。但是，极端的多元化是对知识的蹩脚替代，不能带来价值。价值投资给风险下的定义是：风险是由于错误计算或者运气不佳带来资本的永久性损失，较高的安全边际能够较好地保障投资本金的安全。

安全边际。安全边际意味着，即使你投资错了，或者运气不好，也不至于亏损。在价值评估过程中，我们注意获取充分的保障，即使犯了错误，也能保证本金的安全。你的投资必须有极大的成功概率。

市场总是波动的，或者是由于与风险相关的新闻，或者是与现金流相关的新闻，或者与前二者无关的心理学原因。

价值投资者即使算出了公司股票的内在价值，也要打一个六折。这样，在市场波动的情况下，也能不亏损。我国的房贷首付 40%，这个 40% 就是银行信贷的安全边际。如果房价下降幅度不超过 40%，银行的信贷资产就是安全的。这就是当房价下跌时，银监会等官方机构发声说，银行不会爆发系统性危机的原因，银行资产是安全的。当然，中央必须保证房价下跌的幅度不超过 40%，否则就会发生系统性金融风险。

8. 群众并不聪明

群众向过去看，并据此推断未来。他们假定过去做得不好的公司，将来也做得不好。这就为价值投资者带来了投资机会。

那些刚入市的股民，极容易犯错误。那些没有经验的投资者，信息处理能力不强的投资者，投资纪律不强的投资者都会亏损，真正的赢家恐怕不到 10%。但是，人们依然不断涌向股票市场，只要这个市场公平、公正、公开，就值得人们去冒险。对于有经验的股票投资者，股票投资的回报要远远超过银行储蓄。银行储蓄不能使你变富，只能为你准备应急的资金。

二、价值投资的优势

值得价值投资的公司，其账面价值与市场价格之比相对较高；增长型公司，账面价值与市场价格之比，相对较低。

（一）价值公司的平均回报更高，风险却并不高

1. 方法

六月份，将所有的上市公司按照 BE/ME，即将 Book Equity 与 Market Equity 之比进行排序，等分成十组，计算每个月的回报。第二年六月，清算资产组合，并重新按照 BE/ME 来排序，形成新的组合。

2. 投资组合的价值策略

卖出账面价值与市场价值之比较低的股票，买入账面价值与市场价值之比较高的股票，这个组合叫做 HML (High Minus Low)。

表 1-1 按 BE/ME 排序分组的回报率 (1927—2011 年)

BE/ME 分组	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
价值为权重	0.86	0.93	0.95	0.93	1.00	1.04	1.05	1.20	1.27	1.36
等权重	0.76	0.96	1.09	1.27	1.29	1.35	1.42	1.51	1.75	1.98
价值为权重的 BE/ME	0.25	0.44	0.59	0.73	0.88	1.06	1.28	1.60	2.21	4.88

数据来源：根据 COMPUSTAT 计算。

3. 策略结果分析：为什么 BE/ME 高的投资组合回报率高

回答这个问题的思路有两个：一是高风险对应着高收益，二是市场定价错误，实实在在的低风险高收益。

（1）思路一：风险高，高收益是高风险的补偿。如果 CAPM 是对的话，那么 BE/ME 高的组，其 β 也应该高。

表 1-2 按 BE/ME 排序分组，各组溢价与 β (1927—2011 年)

BE/ME 分组	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
溢价	4.55	5.53	6.08	6.16	5.91	6.94	7.67	8.18	9.32	10.83
β	1.07	1.01	0.98	1.00	0.91	0.92	0.87	0.89	0.93	1.07

从上表可见， β 变化不大，但是，溢价变化却很大，这否定了价值投资组合风险更高的说法。

我们仔细考察收益。价值投资组合比增长投资组合：①灾难时期表现好，比如技术泡沫破裂时、俄罗斯危机、20 世纪 70—80 年代的石油冲击时期等。②技术泡沫时期表现差。

所以，金融学术圈所说的溢价是风险的补偿，并不对，因为 β 不能很好地描述风险。

（2）思路二：市场定价错误。

这需要行为金融理论来解释。Lakonishok, Shleifer 和 Vishny (JF, 1994) 认为：价值组合是由最近收益表现欠佳的股票组成的，投资者据此判断它的未来表现也不好。一旦这些股票表现变好，回报将更高。也许，现在表现太好的股票是有些过头了，终会下滑。

（二）价值投资的过程一：寻找廉价的、丑陋的、被人遗忘的股票

1. 搜寻方法与搜索的公司范围

搜寻方法。（1）筛查。（2）新闻、对话、行业期刊。（3）本地搜寻。（4）特殊形势。

搜索的公司范围。（1）不显眼的或被人瞧不上的公司，规模小的、分拆的、分析师报道有偏见的。（2）别人不想要的公司。财务困难，甚至破产的公司；问题缠身的公司，诉讼、子公司业绩不佳、处于坏年头的公司；行业性困难的公司。坏账困扰、过度扩张、受到监管威胁的公司都是考察的对象。（3）行业供需不平衡的公司。

2. 投资的依据：这些不起眼的公司投资回报率更高

根据 Statman, Fisher 和 Anginer (2008) 在期刊 Financial Analysts Journal 上的研究，这些廉价的、丑陋的公司投资回报较高。样本选取是这样的，10 000 位 CEO、分析师、经理人评出他们行业的十家最好的公司。Statman 将最高分放在一组，将最低分放在一组，跟踪这两个资产组合 2—3 年的投资绩效，结果如表 1-3 所示。

表 1-3 两组资产组合比较表

	得分最低的资产组合	得分最高的资产组合
平均年回报	18.99%	15.65%
CAPM 的 α	4.37%	1.94%
α 的 t 统计量	2.43	1.67
CAPM β	1.04	0.98
t 统计量	30.84	44.82

从表 1-3 可见,那些得分高的让人津津乐道的知名企业的资产组合,回报比那些不被别人看好的企业资产组合的回报率低,即 15.65% 小于 18.99%。而且,后者的 α 更高,即 2.43 高于 1.67。

3. 搜寻方法一: 筛查

以服装业为例:(1) 范围在 AEO、AFN、URBN、PSUN、ARO、GPS 等公司里挑选。(2) 根据 PE 进行排序,从 Compustat、Capital IQ 等获取所需数据。(3) 其他指标:账面价值与市价之比、ROIC 等。

采取双排序的方法。第一个标准是规模,即公司总市价,第二个标准是账面资本与市价之比。根据规模,分成 5 个组;根据账面价值与市价之比,每个组又可细分为 5 个小组,共有 25 个组。

4. 搜寻方法二: 新闻、故事

(1) 阅读。通过杂志挑选趋势和包含信息的故事,如阅读服装杂志和一般新闻杂志:华尔街日报、金融时报等。

(2) 行业接触。与经验丰富的经理对话是有巨大价值的,他们知道行业趋势、竞争优势;保持在法律的边界内,别触犯红线;行业会议。

(3) 财务历史。从过去的危机中学习,了解企业怎样应对银行危机和主权债务危机;国际经历也是无价的。

5. 搜寻方法三: 本地搜寻

本地优势是重要优势。在你的地理范围内的公司,你可以更好地接触经理人,更好地检查运营情况。(1) 小公司倾向于有本地客户和分布网络,你有第一手的公司经济与组织效率情报。一旦你是股东,你可以接触董事会成员、经理和年会。(2) 本地优势导致超额回报的证据存在吗? Coval 和 Moskowitz (2001) 的研究支持了这个结论。本地投资者比遥远的投资者获得更多的投资回报,差异显著。

6. 搜寻方法四: 特殊情形

(1) 分拆、销售及处于困难时期的公司。立即着手调查这些公司。(2) 主权债务危机。投资者往往将主权债务危机与公司危机相混淆。希腊有好的投资机会吗? 肯定有。(3) 银行危机。对于身陷困境的银行,不对经营良好的公司提供融资是符合其自身利益的。这导致经营良好的公司为流动性所困扰,二级市场的交易价格大打折扣。(4) 监管创新。监管创新对不同的公司有不同的影响。如果你具有较好的行业知识与经验,你就可以判断这些监管新政对特定的市场的影响是加强还是削弱。这通常会影响到公司特定的部门,

进而影响公司收益。

(三) 价值投资的过程二：评价资产价值 AV、收益能力价值 EPV 与特许权价值 FV

1. 几种不同方法介绍：比率法、净现值法

(1) 比率分析法：现金流测量 $\times$ 乘数倍数。现金流可以是 EBIT、EBIT-DA 等。乘数倍数受到经济形势、周期形势、杠杆、管理质量、资本成本、增长前景等因素影响，简单计算时，可以选类似上市企业的市盈率作为乘数。

(2) 净现值法： $value = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \frac{CF_0}{r-g}$ 。等式的右边是戈登增长模型

的内容， g 是现金流的增长率， r 是贴现率，是常数， CF 是现金流。净现值 NPV 是正的，但是，我们无法精确地执行该计算。

净现值法的分析流程是：收益 $\rightarrow$ 毛利润 $\rightarrow$ 投资 $\rightarrow$ 现金流。分析的因素有：客户行为、竞争者行为、成本压力、技术变化、管理绩效、市场规模、市场份额、市场增长、价格与成本之差、存在的技术等方面。

NPV 方法应用了不精确的信息： $NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{1+r} + \cdots + \frac{CF_{20}}{(1+r)^{20}}$ 。当期信息是准确的，但是，多少期以后的信息则是没有办法预测的，复杂多变。

我们假设 g 与 r 是常数，但是，我们并不知道精确的值。即使 10% 的误差，也会显著影响结果。假设 $r=5\%$ ， $CF=1$ ，则 $Value=20$ ；如果 $r=4.5\%$ ，则 $Value=22.2$ ；如果 $r=5.5\%$ ，则 $Value=18.2$ 。由于 r 和 g 都是在分母的位置上，且接近 0，所以，NPV 对参数值的变化比较敏感。如果公司的增长率 g 较高，特别是，当 r 与 g 接近时， $value$ 理论上趋于无穷大。

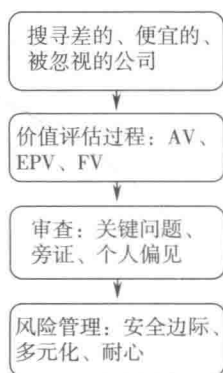
2. 价值投资方法的优势

价值投资者做投资决策时，一定程度上能够通过安全边际来保证资金的安全。但是，价值方法有更丰富的内容，包括三个价值核算：(1) 资产负债表的资产价值。(2) 资产产生的可持续收入能力价值。(3) 特许权价值导致的增长价值。我们在后面还要详细介绍。

价值投资方法的优势。(1) 决策更多依赖于可靠信息。它依赖于资产负债表上的信息，并对商誉等做较保守处理。而现值法依赖于未来的收益增长率、贴现率等参数的估计，而且估计结果对这些参数极度敏感。所以，价值

投资法估算的企业价值更加可靠。(2) 资产价值、可持续盈利能力价值与特许权价值的概念彼此相互支持。这三个概念之间存在清晰的逻辑关系，价值投资偏好这三个价值逐渐加大的企业。(3) 这些概念合成的故事支撑了我们科学决策： $AV = EPV$ 反映了公司没有竞争优势，或者行业自由进入时的价值； $EPV > AV$ ，则反映了企业拥有竞争优势；如果市场价值 $AV > EPV$ ，则市场认为特许权价值 FV 会继续增长。

我们考察这些概念之间的关系，以便更好地确认投资价值，以及这些价值的源泉是否可持续。(1) 这些概念与公司的竞争形势有关，如 $AV = EPV$ 反映了公司没有竞争优势。(2) AV 与 EPV 的差异反映了管理的有效性。只有 $EPV > AV$ ，公司的管理才创造了价值。(3) AV 与 EPV 的差异是否是由管理质量驱动的？如果管理质量卓越，公司增长潜力巨大，公司价值就大。(4) AV 与 EPV 的区别是否是由不同寻常的增长前景驱动的？如果客观上存在一个不同寻常的增长前景，则投资价值的保障更加有力，而且定价也会更高。



注：FV：Franchise Value 特许权价值。

图 1-1 价值评估的操作流程

(四) 价值投资的过程三：再审查——关键问题、旁证、个人偏见

1. 关键问题

我们要对影响价值评估的关键问题进行审查，具体行业并不相同，比如竞争优势、商誉、会计制度、存货等，以及影响供给、需求的因素，一些可能的重大风险等。这样做的目的是使估值结果能够经得起考验，尽量客观。

2. 旁证

尽量寻找更多的证据，交叉验证。其实，技术分析、基本面分析也可以作为旁证。而将价值分析与技术分析、基本面分析、战略分析等结合起来，则可以寻找更好的买入点和卖出点。

3. 个人偏见

审查自己是否过于偏好该公司，是否还有考虑不周全的风险点。

（五）价值投资的过程四：风险管理

通过安全边际、多元化、耐心来保证有效的风险管理。

1. 安全边际

安全边际一般选 40%，尽管这个要求比较高，但安全性也高了。这样，价值投资者经常空仓持有现金，但一旦抓住机会，盈利的概率将很大，这是价值投资与动量投资等明显不同的地方。

2. 多元化

多元化并不是价值投资者所推崇的，因为多元化，实际上证明你拥有的知识或信息不足以给你带来利润。那么，你要继续做功课，对于小资金的散户来说，多元化不是好的投资策略。对于大资金来说，适当的多元化可以降低资金对股票价格的影响。

3. 耐心

价值投资者是不提倡多买多卖的交易策略的，动得越少，赚得越多。

三、价值投资理论

价值投资的主要概念是资产价值（Asset Value）、收益能力价值（Earning Power Value）、特许权价值（Franchise Value）。资产价值是有形的，基于资产负债表的，没有外推。收益能力价值基于当前收入，有外推（Extrapolation），但没有预测（Forecast）。

（一）如何评估资产价值

资产由流动资产、PPE、声誉（Goodwill）、延迟纳税组成，负债由流动负债、长期负债、延迟税收、优先股、股东权益等组成。复制一个已经存在的公司需要多少钱呢？

1. 相关概念与计算公式

(1) 资产复制的价值, 包括: 现金与可交易证券, 调整后的应收账款与投资、调整后的 PPE, 调整后的声誉, 被忽略的含产品、顾客和员工的无形资产, 资本化的政府许可, 调整后的在子公司的投资。

(2) 整个负债的价值, 包括可“忽略”的自发负债 (spontaneous liability) (应付账款 + 应付工资 + 应付税收), 间接负债 (诉讼费、罚款等)、债务。

(3) 净资产的复制价值 = 整个资产的复制价值 - 自发负债。

(4) 股权的复制价值 = 权益价值 + 调整后的流动资产 + 调整后的 PPE + 调整后的声誉 + 被忽视的无形资产 = 净资产的复制价值 - 间接责任 - 债务。

(5) 企业的资产价值 = 股权的资产价值 + 账面债务 - 现金

这里, 我们对资产价值做了调整, 因为: 资产负债表上某些项目, 在进入一个行业时, 复制可能需要多付, 也可能需要少付; 而无形资产虽然不在资产负债表上, 但进入一个行业时, 是需要复制的; 负债这一边, 自发负债是运营时必须发生的费用, 需要减去。

为了更好地表达上述逻辑关系, 我们以表 1-4 和表 1-5 来概括。

表 1-4 价值投资理论的资产价值计算调整表

调整项目	调整方式
流动资产	
现金与可交易证券	按照面值
应收账款	减去违约的, 加上违约后又偿还的
存货	FIFO, 或者 LIFO
延迟税收	按照面值
PPE	历史成本减去折旧 市场价值小于历史成本, 冲销 土地或建筑物等可以按照市场价计价 特殊设备依赖于特定买方, 取决于交易价格
声誉	先前收购时记账的声誉记为 0
延迟税收	
无形资产	产品组合、客户关系、组织资本、许可证、特许权

注: 产品组合: 生产周期和过去的研发费用, 客户关系 & 组织资本: 雇佣员工需要花多少钱, 机构的市场价格。