

HZ BOOKS  
华章经管

WILEY

首创价值投资新视角  
打破“永续经营”假设，关注资产重组与业务转型

# 马丁·惠特曼 的价值投资方法

## 回归基本面

Value Investing A Balanced Approach

华章经典 · 金融投资

M A R T I N J . W H I T M A N

[美] 马丁 J. 惠特曼 著

白钦先 杨涤 马力 译

*Martin J.  
Whitman*



机械工业出版社  
China Machine Press

# 马丁·惠特曼 的价值投资方法

回归基本面

**Value Investing** A Balanced Approach

华 章 经 典 · 金 融 投 资

M A R T I N J . W H I T M A N

[美] 马丁·J. 惠特曼 著

白钦先 杨滌 马力 译



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

---

马丁·惠特曼的价值投资方法：回归基本面 / (美) 惠特曼 (Whitman, M.J.) 著；白钦先，杨涂，马力译.—北京：机械工业出版社，2013.9

(华章经典·金融投资)

书名原文：Value Investing: A Balanced Approach

ISBN 978-7-111-44062-8

I. 马… II. ①惠… ②白… ③杨… ④马… III. 金融投资 IV.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 217272 号

---

### 版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2013-6497

Martin J. Whitman. Value Investing: A Balanced Approach.

Copyright © 1999 by Martin J. Whitman.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

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。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

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：黄姗姗 版式设计：刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2013 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 17.75 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-44062-8

定 价：49.00 元

---

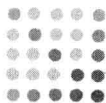
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com



## 前 言

Foreword

本书是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、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、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意义上公司各种资产的转换行为，阐释了投资银行的各种业务：杠杆收购、首次公开发行、无力偿付、敌意接管、溢价并购。第 13 章概括了股票市场的积极参与者批量购买股票所使用的方法和他们事先要考虑的种种因素。第 14 章回顾了问题公司的重组，最后一章讲述了定价、股东诉讼经济学与法定评估经济学、首次公开发行、杠杆收购、管理层收购和公司股票回购的实际操作。

如果读者已经掌握了一定的经济原理，就比较容易理解本书的内容。

- 除风险套利外，本书并不涉及交易。就本书目的而言，风险套利仅存在于某个特定时期具有决定性意义预测事件发生了的情况中。
- 价值投资的目标是决定公司价值和可能的变化原因，它们都不依赖于公司发行普通股的交易价格。与此相反，其他消极投资原理的目标是估测普通股在外部消极小投资人（**outside passive minority investors, OPMI**）构成的市场上能够抛售的价格。
- 价值投资中，公司与它的股东之间并没有实质性合并。公司是一个单独的个体，与它的股东毫不相关。
- 所有财务关系，包括公司之间、管理人员之间、股东之间的关系，都有共同利益和利益冲突。
- 公司估价很复杂，包括资产质量、资产数量和创造长期财富。其他投资原理中估价的重点是预测收益流量或现金流量的贴现值。控股证券在本质上与 **OPMI** 证券不同，它们是在不同的市场、利用不同的估价方法、由不同的人进行交易的证券。
- 所有市场都趋于有效。然而，大多数市场不能达到瞬时效率。在众多市场中，大多数参与者都有可能长期获得高于他们的成本的超额收益。

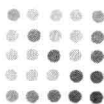
本书不是专门针对一般 **OPMI** 而写的。深刻领悟本书的思想，对于

公司管理人员、投资银行家、经济学家以及从事理论金融的学者、会计师和律师都是有价值的。许多人把本书视为对理论金融的直接攻击，有一定的道理。理查德 A. 布雷利 (Richard A. Brealey) 和斯图尔特 C. 迈尔斯 (Stewart C. Myers) 在他们关于金融理论的著作《公司财务原理》(Principles of Corporate Finance)<sup>⊖</sup>前言中写道：“阅读本书除了代数和英语以外不需要其他知识，然而，掌握会计、统计和微观经济学的一些基本知识对于理解本书是有帮助的。”事实上，阅读本书并不需要代数知识，只需对会计原理有较深的理解。

马丁 J. 惠特曼

---

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。



# 目 录

Contents

## 前言

## 第一部分

### 投资过程中使用的不同方法 / 1

#### 第 1 章 什么是价值投资 / 2

1.1 控制投资方法的优势 / 10

1.2 OPMI 的投资优势 / 11

1.3 价值投资的基本概念 / 14

#### 第 2 章 理论金融：有效市场假说和 有效资产组合理论 / 33

2.1 实质性合并是最重要的 / 36

2.2 结构从属是一个重要因素 / 39

2.3 均衡定价是普遍适用的 / 42

2.4 OPMI 市场是唯一的相关市场 / 49

2.5 投资分散化是防范非系统风险的一种必要保护 / 50

2.6 存在系统性风险 / 51

2.7 价值由贴现现金流量的预计值决定 / 52

2.8 将公司基本视为持续经营企业，将持有可流通证券  
的投资人视为投资公司 / 53

2.9 投资人是单一的：他们一致的目标是连续获取风险  
调整后的总收益 / 56

- 2.10 市场效率意味着缺少一贯地或持续地获取超额收益的市场参与者 / 57
  - 2.11 普遍规律是重要的 / 60
  - 2.12 风险被限定为市场风险 / 63
  - 2.13 宏观因素是重要的 / 63
  - 2.14 债权人控制是一个并非问题的问题 / 64
  - 2.15 交易成本是一个并非问题的问题 / 65
  - 2.16 自由市场优于有管制的市场 / 65
  - 2.17 OPMI 市场比任何单个投资人能获得更多的信息 / 67
  - 2.18 市场是有效率的或者至少是趋于瞬时效率 / 68
- 第3章 格雷厄姆－多德基础因素分析 / 69**
- 3.1 市场风险与投资风险 / 72
  - 3.2 信用分析 / 73
  - 3.3 宏观因素 / 74
  - 3.4 微观因素 / 76
  - 3.5 几点结论 / 81
- 第4章 经纪人－交易商的研究部门与一般资产管理人 / 83**
- 4.1 研究部门和一般资产管理人如何思考 / 84
  - 4.2 研究部门和一般资产管理人面临的问题 / 87
  - 4.3 结论 / 97

## **第二部分**

### **现实世界状况 / 99**

#### **第5章 公司估价 / 100**

- 5.1 价值投资与成长股 / 111
- 5.2 价值投资与卖方 / 111

#### **第6章 证券的实质性特征 / 114**

#### **第7章 资本结构 / 127**

- 7.1 从公司前景观点看资本结构 / 127



## VIII

- 7.2 影响资本结构的因素 / 132
- 7.3 稳健的资本结构 / 139
- 第8章 发起人和专业人员的报酬 / 141
  - 8.1 对价值投资很重要的市场 / 142
  - 8.2 在许多市场上随处可见的超额利润 / 142
  - 8.3 产生超额利润的原因 / 143
  - 8.4 在金融界赚取超额利润 / 146
  - 8.5 缺少外部制约的市场 / 147
  - 8.6 有效率的发起人懂得“知道对象是谁”和“知道该如何做”的重要性 / 154
  - 8.7 超额利润的智力难题 / 155
- 第9章 财务会计的使用及其局限性 / 156
  - 9.1 传统方法 / 157
  - 9.2 用作客观依据的财务会计报告 / 160
  - 9.3 出于特殊目的而使用 GAAP / 165
  - 9.4 把 GAAP 当成节省精力和减少调查的向导图 / 166
- 第10章 叙述性信息披露的使用和局限性 / 174
- 第11章 语义辨析 / 177
  - 11.1 是投机者还是投资者 / 178
  - 11.2 是公司、管理层、普通股还是普通股持有人 / 178
  - 11.3 是价值还是价格 / 179
  - 11.4 谁是债权人 / 180
  - 11.5 什么是安全边际 / 181
  - 11.6 什么是风险 / 181
  - 11.7 总是存在权衡吗 / 182
  - 11.8 投资人保护是否等于公众利益 / 185
  - 11.9 接受人所得的利润价值是否等同于公司的成本 / 185
  - 11.10 进入资本市场是免费或低成本的吗 / 185
  - 11.11 信息能及时地反映在市场价格上吗 / 185

- 11.12 管理层是为股东的最大利益而工作吗 / 186
- 11.13 不知道信息没有代价吗 / 186
- 11.14 价格机制扭曲导致生产率下降吗 / 186
- 11.15 价值投资中存在完美吗 / 186
- 11.16 公布破产倒闭文件有坏处吗 / 187
- 11.17 市场监管不好吗 / 187
- 11.18 在有效率的市场上每个人都可以赚取额外利润吗 / 187
- 11.19 价格高估的普通股就一定表现不好吗 / 187
- 11.20 所得税税率是衡量税务负担的标准吗 / 188
- 11.21 市场上有蠢人吗 / 188
- 11.22 GAAP 能准确地反映实际情况吗 / 188
- 11.23 收入和现金流哪一个优先考虑 / 188
- 11.24 多数公司的目的是创造收入吗 / 189
- 11.25 目前美国的存款机构比以前要健康吗 / 190

## 第三部分

### 资产转换 / 191

#### 第12章 一个简化例子 / 193

- 12.1 XYZ 公司传奇 / 193
- 12.2 结论 / 200

#### 第13章 批量收购证券 / 201

- 13.1 普通股收购的方法 / 202
- 13.2 现金收购普通股 / 203
- 13.3 通过证券交换来收购表决股票 / 209

#### 第14章 重组问题公司 / 214

- 14.1 自愿交易 / 220
- 14.2 用破产法第 11 章中的常规方法寻求债务免除 / 221
- 14.3 事前计划好的破产重组 / 225
- 14.4 信用工具的评估 / 227

14.5 破产法第 11 章的背景 / 228

14.6 购买凯马特公司债务的深层原因 / 229

**第15章 其他资产转换问题 / 236**

15.1 定价 / 236

15.2 股东法律诉讼经济学 / 244

15.3 法律裁定经济学 / 248

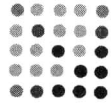
15.4 首次公开发行 / 249

15.5 杠杆收购、管理收购、私募和股票回购 / 252

15.6 红利和股票回购 / 253

附录 15A / 255

**结束语 对“价值投资”的评价 / 261**



第一部分  
Part I

# 投资过程中使用的 不同方法



## 第1章 Chapter1

# 什么是价值投资

对于我们中的大多数人而言，困难并不在于创造新的观念，而是如何摆脱随着我们成长而根深蒂固地蔓生于我们头脑中每一个角落的旧观念。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

价值投资不同于其他类型的投资，与技术性分析和图表分析也完全不相关。价值投资的基本方法和目标迥异于理论金融中所讨论的有效市场假设（efficient market hypothesis, EMH）与有效资产组合理论（efficient portfolio theory, EPT）的方法和目标，也迥异于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）、戴维·多德（David Dodd）和西德尼·科特（Sidney Cottle）等人在不同版本的《证券分析》（*Security Analysis*）中进行基本因素分析所使用的方法和目标，尽管它们使格雷厄姆与多德声名鹊起。同时，它也不同于一般资产管理人、经纪人/交易商雇用的研究人员进行证券分析的“看家本领”。这些根本差异主要体现在以下7个方面。

（1）价值投资采用均衡分析的方法，在估价时没有任何一个因素处于绝对重要的地位。用会计学术语说，价值投资认为每一个会计数字都同等重要，因为每一个会计数字都源自所有其他会计数字，即是所有其他会计数字的函数，并且因它们而修正，所

有会计数字作为综合的统一体来考察。一家企业拥有资源的数量和质量与它长期财富创造潜力都是价值投资中的重要因素，并且彼此密切相关。如果现存的大量优质资产不能产生营业利润、增加现金流量或提高潜在接管价值、进而创造未来财富的话，那么，要么这些资产就根本不存在，要么即使存在其运用也是不恰当的。如果未来收益或现金流量不能创造财富（即公司、股东各自拥有的或者共有的资源），那么这些收益最初也不是真实的。

与价值投资的三重分析方法不同，理论金融、格雷厄姆与多德以及一般资产管理人所采用的分析方法注重对未来流量的预测，不管是现金流量、报告利润还是调整利润，或者是这3种流量的综合评估。由于未来流量评估的重要性不断提高，使得其他的会计数字、特别是资产负债表中数据的重要性出现相对下降。

（2）在价值投资中，实质目标是评估一家企业或对问题公司所发行证券的走势进行预计。在其他方法中，目标是预测在外部消极小投资人（OPMI）为主体的市场中证券能够卖出的价格。在预测证券市场价格时，企业价值可能是一个需要考虑的因素，但它从来不是唯一的，而常常是一个无足轻重的因素。

（3）在价值投资中，除风险套利外，通过股票控股企业被看成永久性或半永久性承诺。只有在某一特定时期具有决定意义的预测事件发生时，风险套利这种例外情况才会发生，比如一项兼并交易被公开宣布后。在其他方法中，由于重点放在短期市场价格表现上，因而股票投资被视为一种交易工具。

（4）价值投资不注重诸如股票平均指数水平（例如，道琼斯工业指数）、预期利率水平或国内生产总值（GDP）等宏观因素。它把重点严格限定在对公司有长期特殊影响的微观因素上。在其他方法中，通常首要考虑的因素是宏观因素。

(5) 在价值投资中, 作为均衡分析的一部分, 企业既被看作一个持续经营者, 又被看作一个资源转换者, 可以将资产和负债配置或重新配置到新的领域, 如并购、控制权变动、巨额再融资、首次公开发行 (IPO)、杠杆收购 (LBO)。其他方法则趋向于把公司严格限定为在特定产业从事日常经营的、按照典型的方式进行融资和管理的持续经营者。

(6) 在价值投资中, 公司分析与市场分析被认为是毫不相关、截然不同的两种方法。在其他方法中, 公司分析与市场分析几乎总是相互交织在一起。在公司资本没有受到永久性损害的任何情况下, 价值投资将一种证券价格的一次下跌视为一种暂时的现象, 而在其他方法中, 一次价格的下跌被视为价值的损失。

(7) 在价值投资中, 分析者在评判证券时特别需要价格意识。在其他方法中, 更注重前景意识, 而不是价格意识。一般资产管理人就是依据一般或特定的前景分析做出投资决策的。而在价值投资中, 资产的配置则取决于价格和一个企业的 3 个内在因素之间的关系, 这 3 个内在因素是: 资源的质量、资源的数量与长期财富创造潜力。

价值投资所用的工具似乎很一般, 但在工业化世界中很重要, 这些工具不仅为金融业的交易商所利用, 而且大多数私人企业也用这些工具进行企业分析和融资。然而当 OPMI 投资于公开交易的普通股时, 这些工具很大程度上被忽视或被视为不重要。事实上, 所有有关投资问题的各种书籍、论文 (无论是介绍交易体系、学术专著中的阐释或是格雷厄姆与多德及其追随者所倡导的基础因素分析方法) 都直接有助于众多的 OPMI。好像所有的商业电视节目、报纸上的文章也直接有助于一种特定的 OPMI——普通投资者。在华尔街, 价值投资似乎只是那些企图通过投资、进而控制

公司的投资人使用的一种非主流方法。而在主街（Main Street），大多数公司为个人独立拥有，价值投资的分析方法似乎成为主流方法。

价值投资意味着买入安全、低价的证券。这里所说的安全、低价的证券是基于了解公司状况（即其资源的质量和数量），使用分析技巧的结果，而不是基于相对短期内的流量（比如，在之后的12个月）的预测。安全是指一家企业自身的可生存性，没有任何迹象表明这家企业所发行证券的价格易变。安全性通常由财务状况的良好程度来衡量，如果投资者对诸如普通股的次级证券感兴趣，就要侧重企业的资产质量；如果投资者乐于购买公司债，就要侧重契约保护条款的健全程度、资产覆盖率或收益担保率的合理数量性特征，或者对上述二者进行综合考虑。如果公司是一家私人企业或者接管候选对象，低价则指其普通股的购入价格相当于普通股价值的大的折价。对于一种债务工具而言，低价就是其到期收益率的评估值或预计收益率比一种与该工具具有同等信用风险的信用工具的这两种比率至少多出500个基本点（一个基本点，是1%的1/100，即0.0001）。

根据安全、低价的含义，1998年11月，在东京证券交易所挂牌上市的丰田自动织机工程有限公司普通股似乎是一种安全、低价普通股的合适例证，原因在于该公司财务状况良好，又以大约35%~40%的折扣买进丰田汽车公司的普通股，该普通股是蓝筹股。丰田自动织机工程有限公司普通股的交易价格大约为每股2300日元或16.5~17美元。其调整后的、以美元为单位的资产负债表如表1-1所示。



表 1-1 丰田自动织机工程有限公司资产负债表

(调整后的净资产价值以 1 000 美元为单位)

		6.0×	8.0×	丰田每股 <sup>①</sup>	
• 营业收入	251 570	1 509 420	2 012 560		
减: 不可转换长期债务		259 917	259 917		
		1 249 503	1 752 643	3.97	5.56
• 192 725 股丰田汽车公司普通股, 每股价格 25 美元		4 818 125	4 818 125	15.30	15.30
• 1998 年 11 月 13 日可流通证券剩余投资组合		1 990 129	1 990 129	6.32	6.32
• 丰田作为股份固定投资公司的净资产价值		8 057 757	8 560 897	25.58	27.18
• 丰田公司普通股市场价格 16.59 美元相对于净资产价值折现				35.1%	38.9%

① 调整后已发行股份 315 000, 1998 年 11 月 13 日丰田自动织机工程有限公司股票价格 16.59 美元; 汇率为 122.65 日元兑换 1 美元。

1995 年 11 ~ 12 月, 凯马特公司的优先债券和商业债权是符合安全、低价含义信用工具的合适例证。凯马特公司的情况我们将在本书第 14 章中详细讨论。这些在公募和私募市场上交易的优先证券的平均价格大约为 74 美元。与市场上到期收益率约为 9% 的 BB 级工业股票和到期收益率为 8% 左右的 BBB 级债券相比, 这些优先证券的到期收益率平均达到 18% 左右。BBB 是标准普尔投资服务机构信用等级分类中投资级的最低信用级别。标准普尔投资服务机构把 BBB 级信用定义为: “一种债券被评定为 BBB 级表示足够的保护参数。然而不利的经济状况或变化的环境很可能导致债务人对所发行证券的财务承诺履行能力的减弱(与评定为 AAA 级、AA 级或 A 级信用相比较)。被评定为 BB 级、B 级、CCC 级和 C 级的债券被认为具有显著投机特征。” BB 级是具有投机特征证券的最高等级。