

第一部分

# 投资过程中使用的不同方法

## 第1章

---

# 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里的旧观念。

——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名声鹊起。同时，它也不同于一般资产管理人、经纪人/交易商雇佣的研究人员进行证券分析的“看家本领”。以下7个特征诠释了这些根本差异。

(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，所有的会计数字被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

注重预测未来流量，不管是现金流量、报告利润还是调整利润，还是这三种流量的综合评估。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（Outside Passive Minority Investor, 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，但它从来不是这些方法考虑的惟一因素，而常常是一个无足轻重的因素。

(3) 在价值投资中，除风险套利以外，通过股票控股企业被看成是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，企业既被看做是一个持续经营者，又被看做是一个资源转

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的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三个内在因素之间的关系，这三个内在要素是：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，所有的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所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，或0.0001）。

根据安全、低价的含义，1998年11月，在东京股票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		
• 营业收入	251 570	1 509 420	2 012 560		
减：不可转换长期债务		<u>259 917</u>	<u>259 917</u>		
		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%

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等级。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。

那时问题是凯马特公司是否必须依照美国破产法第11章的规定寻求救助。如果凯马特公司确实依第11章要求救助，凯马特公司债务利息的所有现金偿付都会终止，但是我认为，如果凯马特公司的状况确实符合破产法第11章的规定，它得到救助的可能性极大，重组后凯马特公司证券的预计结果至少会达到100美元或者更可能是100美元加上应计利息。对最终预计结果的信心在很大程度上基于这些信用债券和交易要求权的优先权。

尽管价值投资者中没有两个人恰好使用完全一样的投资技巧，但是所有价值分析人员所注重的分析变量与目前关于证券分析或公司财务所有文献中所强调的分析变量有很大不同，后者是针对 OPMI 的。文献的另一部分是理论著述，包括有效市场假设、有效资产组合理论、格雷厄姆-多德基础因素分析（Graham and Dodd fundamentalism）和现代资本理论（Modern Capital Theory, MCT）的最新发展，如新金融理论<sup>⊖</sup>。另外，价值投资方法与所有技术性行情图分析家的观点完全不同，这些声称能预测和解释市场总体价格水平或在市场上交易的特定证券的价格水平的文献浩如烟海，很受 OPMI 的偏爱。

对于既通晓学术理论（如有效市场假说和有效资产组合理论中的详细阐述），又通晓格雷厄姆和多德在许多著作中描述的传统基本因素分析的人来说，价值投资方法的用处越来越大。例如，有效市场理论适用于一贯以获取风险调整后总收益的最大化为唯一目标的证券交易者（即自始至终）。有些投资人对所持有的或考虑持有的证券的发行公司知之甚少，格雷厄姆和多德对这些投资人提出严重警示。比较而言，价值投资方法侧重于深刻了解企业、企业发行的证券两个因素或其中一个因素，价值分析人员努力了解其他

---

⊖ Robert A. Haugen 新金融：有效市场的反例（*The New Finance: The Case Against Efficient Markets*）. Prentice Hall, 1995

市场参与者是哪些人，这些参与者为什么这样做以及他们为什么这样解释，这些都是分析过程中重要的部分。

格雷厄姆和多德在1962年版的《证券分析》( *Security Analysis* ) 中阐述了OPMI交易与私人企业市场所依赖的分析方法的差异：

证券分析人员……应充分考虑这些相当惊人的实际情况，只要企业是一家私人企业或合伙制企业，其资产负债表上的资产净值可能就是决定企业价值大小的推算起点，但是一旦它成为一家公众持股公司，即使公众持有的股份仅占全部股份的一小部分，资产净值概念实际上就失去了其全部意义，“价值”几乎惟一取决于预期未来收益 ( p.551 )。

格雷厄姆和多德敏锐地指出，在评价一家私人企业与估算OPMI持有的普通股的交易价格时，有使用不同变量或赋予同一变量不同权重的强烈倾向。试图控制公司（和公司经营）的价值投资人积极地利用公司价值与OPMI市场价格之间的差异套利。他们所使用的套利工具将在本书第三部分中予以讨论，在那里将简要地讨论问题公司重组、并购（Mergers and Acquisition, M&A）、争夺控制权、杠杆收购（LBO）、管理层收购（Management Buyout, MBO）和首次公

开发行（IPO）等问题。

作为消极的而非积极的投资人，价值投资人会意识到一家私人企业的价值与 OPMI 买卖普通股价格之间的不一致。在价值投资方法中，由于 OPMI 价格与私人企业价值或接管价值之间的差异，最终会发生套利行为；如果企业价值大大高出 OPMI 市场价格的某一水平之上，就会发生杠杆收购或并购。另一方面，按照格雷厄姆-多德基础因素分析和有效市场假说，一个基本假设是：在绝大多数情形下，普通股在 OPMI 为主力的市场上交易的公司仍模糊地被作为一个持续经营者，一直从事现在所从事的经营，以现有的方式进行管理，以现有的形式持有资产，以现有的方式进行融资。

马丁 J. 怀特曼和马丁·萨比克（Martin J. Whitman and Martin Shubik）在1979年出版的《进取的稳健投资人》（*The Aggressive Conservative Investor*）一书中对 OPMI 这一概念给出如下定义：作为证券市场参与者的外部消极小投资人，无论是个人或是机构投资人，可以从两个方面与其他投资人相区分：

首先，他们无法单独控制或影响已经持有或准备持有股票的发行企业；其次，他们获得的信息与公众通常可得到的信息并无二致。

私人企业分析比 OPMI 分析赋予资产净值更大的权数是符合逻辑的，也是有效率的。控股人影响着公司

资产的使用和融通，而 OPMI 对此没有影响。对一些小投资人来说，没有机会去影响公司资金的运用与重新配置。同样在 OPMI 市场上，有偿付能力的公司所公布的收益情况对其近期股价的影响要远远大于它所公布的资产价值变化情况对此的影响。

最出色的价值分析家，包括沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)、卡尔·艾卡恩 (Carl Icahn)、泰德·福斯特曼 (Ted Forstmann)、亨利·克雷维斯 (Henry Kravis)、罗·佩瑞曼 (Ron Perelman) 和理查德·瑞渥特 (Richard Rainwater)，都跟踪研究企业价值和公司动态。无可否认，这些优秀的投资人基本上都是积极参与者而不是 OPMI，并且他们的基本分析方法对 OPMI 是十分有意义的。在这些优秀投资人自己的投资行为中，当他们无法对决定一种证券价格产生影响时，似乎就没有兴趣再预测这种证券价格的变化。此时他们不研究市场的走势，而是去利用市场行情，这样，他们比大多数 OPMI、有效市场假说支持者、格雷厄姆-多德基础因素分析追随者以及所谓新金融的始作俑者所背负的分析负担要轻许多。

理解价值投资方法和技巧对 OPMI 证券投资者的成功投资有极大的帮助。实际上，对于在平均期限与较长期限之间寻求获取超额收益的 OPMI 而言，尽管他们是消极的，但价值投资仍是较有希望的方法之一。

即使都采用价值投资分析方法，成功地控制投资

方法所获取的收益也要高于利用 OPMI 投资正常获取的收益。控制投资方法有很多内在的优势，同样，OPMI 投资方法也有许多内在的优势。显而易见，大多数投资人永远不能成为控制投资人，但是只要拥有几千美元或自我管理 401 (k) 计划，任何人都能成为 OPMI。

## 1.1 控制投资方法的优势

虽有过于笼统之嫌，但控制投资方法的内在优势，特别对于那些已经获取控制要素的投资者而言，可以概括为以下几点。

1. 控制投资方法创造出很多优势条件，使得控制人能够获得高于直接来自证券所有权的额外报酬。这些优势包括三个方面：

(1) 离任补偿、薪金、奖金期权、酬金、费用报销、豪华旅行和娱乐福利。

(2) 为交易融资和处理其有吸引力的高基准值的能力（即使用别人资金的能力 [OPM]）。

(3) 创造优越税收环境的能力（即避税港 [TS]）。

2. 在控制状态下寻求投资机会的过程中，证券买入者通常有能力、资源、时间来做广泛、深入细致的调查，这比仅仅依赖于公开披露的信息更为全面（一个值得注意的例外是敌意接管的情况，潜在接管会遇到缺乏内部信息的障碍）。

3. 控制投资方法使投资人能够影响、控制公司的

生产、经营与投资，其中任何一项都使控制投资人有机会通过改变利用或拥有资产的方式和公司再资本化来创造价值。

4. 控制投资方法使投资人能够获得长期控制权，他们可以决定何时利用有利的 OPMI 市场行情，以及是否完成首次公开发行、私募发行、巨额债务再融资或者全部或部分利用发行普通股进行兼并。

5. 控制投资方法使投资人能够获得自我保护，他们几乎总是有不受约束地利用公司库存证券获得自我保护融通的能力。

6. 控制投资方法使投资人有酬劳其他专业人员（例如投资银行家、律师、会计师）的能力，有对经营公司的人或试图经营公司的人撤消利益或优惠待遇的能力。

## 1.2 OPMI的投资优势

尽管控制投资方法有诸多优势，但如果 OPMI 采用与控制投资人所遵循的价值投资相同的基本分析原则，OPMI 也有许多内在优势。大致概括一下，OPMI 有如下优势，即不仅在价格下跌时存在安全边际，而且在价格上升时，可能获得额外长期收益。

(1) OPMI 能够以超低价格获取证券。通常 OPMI 市场上的证券价格仅是用企业价值衡量的公司价值的一小部分。OPMI 市场价格会大大低于、也会大大高于经

验丰富的企业管理人员通过谈判达成的价格。例如，1998年9月，就有可能以远远低于专门为高新技术企业融资的第一阶段风险投资家所能获得的价格获取主要半导体设备制造商的普通股。FSI International普通股、硅谷集团（Silicon Valley Group）普通股和Speedfam普通股都有至少相当于其账面负债95%的现金库存，这些普通股按有形净资产价值的折扣出售，价格不超过1997年该产业受到严重萧条打击之前一两年的最高收益的7倍。

(2) 购买证券时，OPMI将投资限定在信誉好、财务状况健康的公司，而这对于控制投资者而言，这常常是无法做到的事情。购买信用票据时，OPMI将投资限定于具有健全保护性契约的优先证券，因为其定价使其到期收益率或其事项收益率远远高于平均值。

(3) 对于OPMI而言，利用价值投资技巧寻找有吸引力的投资机会，比以往容易得多，且竞争也弱得多。OPMI中的少数人采取购买-持有战略，强调企业资源的质量和数量以及长远发展前景，典型的价值投资人就蕴含其间。大多数OPMI却极为热衷于预测企业的近期发展和证券价格水平，特别是对每股报告收益尤为关注。例如，1998年9月，投资者能够以净资产价值30%~75%的折扣价格购买财务状况极为良好的日本非人寿保险公司的普通股，如东京海上火灾保险公司（Tokio Marine Fire Insurance）的普通股，当时这些

公司的净资产几乎都是由可交易证券和正常贷款构成。但是 OPMI 中很少有人对这些证券感兴趣，因为报告收益所反映的近期发展前景很糟糕，而且从长期来看，保险公司的经营也必定面临愈来愈激烈的竞争。

(4) 尽管在许多情况下 OPMI 所能获得的保护远不及控制投资者的自我保护能力有价值，但 OPMI 可以得到政府、自律组织与非正式法规的规章性保护，这些保护手段会使分别代表 OPMI 和公司自身利益阶层的诉讼与派生诉讼案件增多。利用价值投资技巧的 OPMI 可以通过监管当局要求的信息披露、公平交易的市场和受托人与半受托人的微弱理性行为得到相当大的自我保护能力。

(5) OPMI 使他们投资具有流动性和可交易性。这意味着在其他条件相同的情况下，OPMI 失误的可能性远远低于控制投资人。

(6) 在都使用价值投资技巧的条件下，OPMI 对既定情况的分析比控制投资人容易得多。OPMI 仅仅需要从价格、价值角度鉴别有吸引力的证券，而控制投资人则不仅需要鉴别有吸引力的情况（即可得到控制要素的情况），而且还要鉴别出切实可行的交易。鉴别有吸引力的证券要比鉴别切实可行、有吸引力的交易简单得多。

理解价值投资方法的另一种方式（无论是获取控

制要素、保持绝对消极，还是或者对最终目标不做出决策，或者对在OPMI市场出售不做出决策）是分析每一种情况，比如像投资人拿出1亿美元或更多的自有资金来从事永久性或非永久性的证券投资。然而现实情况是，尽管许多应用价值投资技巧的人在分析中把自己当做永久性或非永久性投资人，但事实并非如此。应用价值投资技巧的较短期参与者包括：

(1) 以某个特定时期的、合理的、具有决定意义的预计事件的预期为基础从事投资的风险套利者。通常风险套利针对发布上市公司公告的交易而发生。风险套利的一个例子是，KLA设备公司与Tencor设备公司宣布对二者普通股进行并购。在1997年1月以1:1比例进行普通股交换的公告发布以前，KLA普通股的售出价格为40.875美元，Tencor普通股的售出价格为30.5美元。公告发布后市场上随即展开了风险套利，涉及了或者以KLA普通股售出价格的折扣价购进Tencor普通股，或者是既以该折扣价格购进Tencor普通股、同时又以高于Tencor普通股售价的溢价卖空KLA普通股。合并完成之后，套利者进行交割。比如说，套利者以每股39美元的价格卖出10万股KLA普通股，又以每股35美元的价格买进10万股Tencor普通股进行平仓，则35美元与39美元之间4美元的差价可以使套利者获得交易成本和扣除税收前40万美元的利润。

(2) 持有不良贷款的债权人。无论是通过院外协商