

## 第一部分

# 价值投资简介

# 第 11 章 价值投资

## 定义、特点、结果、风险和原理

### 11.1 什么是价值投资

本杰明·格雷厄姆和大卫·多德最初定义的价值投资以金融市场的三大特征为基础：

(1) 金融证券的价格受一些影响深远但又变幻莫测的因素的支配。格雷厄姆拟人化地称这种随时都能支配证券价格的非人力因素为“市场先生”。市场先生每天都现身来买卖金融资产。他是一个奇怪的家伙，根据各种各样难以预料的情绪波动，使价格落在他所愿意成交的位置上。

(2) 尽管金融资产的市场价格涨落不定，但许多资产具有相对稳定的基础经济价值。训练有素且勤勉的投资者能够以精确合理地衡量这一基础经济价值。换句话说，证券的内在价值是一回事，其当前交易价格是另外一回事。尽管价格和价值在某一天可能相等，但这二者通常是不等的。

(3) 在证券的市场价格明显低于计算所得的内在价值时购买证券，最终必将产生超额回报。格雷厄姆将价值和价格之间的这一差距定义为“安全边际”；理论上，这一差距约等于基础价值的 33%，而且至少不低于基础价值的 25%。他希望能用 25% 的美分购

得员美元；最终的收益可能更大，而且更重要的是，还很安全。

以这三条假设作为起点，价值投资的核心过程就极其简单了。价值投资者先评估某一金融资产的基础价值，并将之与“市场先生”所提供的现价相比。如果价格低于价值，并能获得足够的安全边际，价值投资者就买入该证券。我们可将这一规则视为格雷厄姆和多德价值投资理论的要诀。该理论的合理衍生理论可能各不相同——每个人都可加入自己的特色和嗜好——不同之处恰恰在于对整个投资过程中某些步骤的处理方式上。这些步骤包括：

- 选择要评估的证券。
- 估计证券的基础价值。
- 计算每一证券所要求的合理的安全边际。
- 确定每一种证券的购买数量，包括证券组合的构造和投资者对多元化程度的选择。
- 确定何时出售证券。

这些并不是微不足道的决策。搜寻正以低于其内在价值的价格出售的证券是一回事，找到它们又完全是另一回事。正是由于后人在前人的基础上又设计了许多替代方法，价值投资才得以在格雷厄姆和多德首次出版《证券分析》后的六十多年里依旧保持核心地位。本书后半部分介绍了其中一些主流人物及其理论。

## 员圆 什么不是价值投资

的证券。每个人都想低买高卖<sup>①</sup>。真正的价值投资者实际上是非常罕见的，那么，如何区分真正的价值投资者和在证券市场上交易的其他投资者呢？

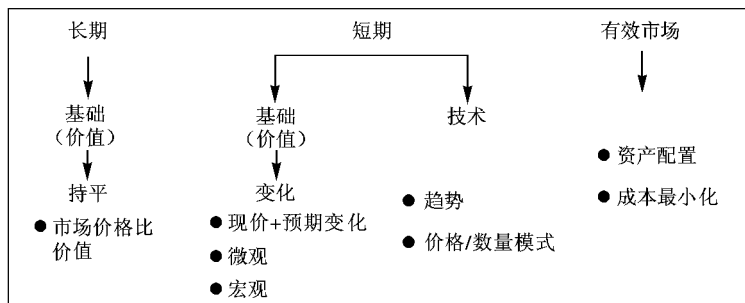


图 4-1 投资的方法

“技术”分析师或“技术人员”很显然不能被称为价值投资者（参见图 4-1）。技术人员从不进行任何基础分析。他们不关心公司的资产负债表或收益表、公司所在的行业、产品市场的特征，或者是其他任何基础投资者都会关心的问题。他们对投资对象的经济价值毫不关心，而是将精力集中于交易数据，即证券价格的波动性和交易量。他们认为，这些有关波动性的历史数据反映了该证券在不同时间的供求关系，根据这些关系可以预测证券未来的价格走势。他们用图形来反映这一信息，并且认真研究这些图形，寻找预示价格未来运动趋势的信号，从而使他们的交易有利可图。例如，动量投

① 本书中的讨论仅限于“多头”的投资，而不考虑那些“卖空”（卖出自己并不持有的证券）价格高于内在价值的证券的投资者。格雷厄姆在其一生中也曾采用“空头”的方式为他所拥有的其他头寸进行套期保值。现在，的确也可能有一些真正的价值投资者大量进行卖空交易。但是，从大体上来说，价值投资等同于发现基础价值并以市价成交。

投资者推断现价的运动趋势，买进那些价格正在上升且有望持续上涨的证券。有时，他们将证券的当日价格与近期 30 日均线、60 日均线、120 日均线或其他均线进行比较。向上或向下穿过均线意味着价格变动方向的变化。毫无疑问，他们都想低价买进，高价卖出，但此时的“低价”指的是证券的历史价格，“高价”指的是证券的未来价格，它们都与证券的基础价值无关。对于技术投资者而言，市场先生是投资领域中唯一的游戏规则，而且它是一种利于短期投资的规则。很少有投资者会忽略技术信息。

甚至在那些理所当然地把自己看作基础投资者的人中，格雷厄姆和多德型价值投资者很明显也只占少数。这些基础投资者都很关心其投资的证券所在公司的实际经济状况。

我们可将基础投资者分为两类：一类主要关心宏观问题，另一类主要关心具体证券的微观状况。宏观教旨主义投资者关心影响全体证券或大部分证券的宏观经济因素：通货膨胀率、利率、汇率、失业率、国民经济增长率，甚至国际经济增长率。他们密切关注政府决策机构，如联邦储备委员会的举措，并综合考虑投资者和消费者的观点。他们利用所得信息预测宏观经济走势，然后利用这些预测来判断哪几组证券（甚至或者是一些个体的证券）最可能受这些变化趋势影响。他们的方法通常被认为是自上而下型——从整体经济出发，再具体到特定的公司和证券。他们期望自己能具有远见卓识，比整体市场意识反应快，以实现与其他投资者一样的目的——低买高卖。尽管宏观分析方法经常需要计算，但他们并不直接计算某个证券或某些特殊种类证券的价值。虽然也有一些知名的宏观价值投资家获得成功，但大部分传统的格雷厄姆和多德型价值投资者是以微观分析为基础的微观教旨主义者。

甚至在微观教旨主义者——那些分析公司的经济基础因素并对证券逐一进行考察的人中，传统的格雷厄姆和多德型价值投资者也是少数。微观教旨主义者常用的投资方法都是以股票或其他证券的现价作为出发点的。这些投资者研究证券的历史情况，观察其价格如何随那些具备影响力的经济因素的变化而变化。这些被认为具有影响力的因素包括：收益、行业背景、新产品的引进、生产技术的进步、管理整顿、需求增长、财务杠杆变动、新厂房和新设备投资、公司兼并及多元化经营等等。然后他们试图预测这些因素中的关键变量是如何变化的。这一预测主要基于公司和行业的原始资料以及他们的常识。

公司的收益是大部分预测的焦点。证券价格中包含了市场整体对未来收益的预期。如果这些投资者发现他们对未来收益及其他重要变量的估计值超出市场预期值，他们就会购买这些证券。他们认为当有关收益及其他方面的新消息被公布时，他们的预测将生效，市场将追高这些证券的价格。而他们已经根据其对未来的预测低价买进了证券，现在他们想做的只是高价卖出。

尽管这一方法与价值投资有相同点，即都关心经济基础因素和具体的证券，但它们之间仍然存在重大差异。首先，这种方法注重对价格的先期预测，而不注重与基础资产价值相关的水平价格。这一分析方法可同等地应用于以 1 倍、2 倍或 3 倍于预测收益的价格交易的股票。价值投资者却不会视这些情况为同等情形。第二，这一方法也不涉及明确的安全边际，以保证投资者免受市场先生反复无常行为的损害。众所周知，对利好消息，市场先生最终是以降低价格作为回应的。所以，尽管格雷厄姆和多德型的价值投资者通常采用微观分析的方法，但却并非全部，甚至大部分的微观教旨主

义者都是价值投资者。

这些价值投资方法如果能被谨慎而不懈地加以运用，都能够使投资成功。统计数据越来越多地表明证券价格和数量都沿着一致的、可识别的模式发展(短期呈正序列相关,长期呈均值回归)。成功的技术投资者有很多。宏观经济变量可以比较精确地预测出来,而且以一种系统的、可识别的方式影响证券市场。同样也有很多成功的宏观教旨主义投资者。那些积极地跟踪来自公司及行业信息,并能先于大家找出市场发展趋势的分析家在理论上——有时在实际上——应该能获得高于平均水平的投资收益。

但是,证券交易是一个零和博弈。每一位买家都对应有一位卖主,未来必将证实他们两人中有一人当初的决策有误。事实上,在付出的努力和花费的成本方面,与那些采用消极的、低成本投资策略(即只买一支能够代表全部证券的市场指标股)的投资者相比,约有 ~~死~~ 犹豫的能动型职业投资者表现更差。我们应承认,在消极管理方式下,无需预测市场先生所提供的证券价格就能实现有效管理,这取决于对基础价值的最优估计。

## 员 价值投资是否有效

无论从理论的角度还是从实践的角度看,价值投资都是一种非常好的方法。我们通过深入探讨现代价值投资的过程来详述理论。我们认为这些方法比其他最流行的方法更现实地应用了经济学和统计学。但投资也和其他接触性运动一样:结果是对该理论最好的证明。历史数据证实,价值投资方法的确有效。从长期来看,价值投资法所创造的投资收益比重点选择法和整体市场法更高。

有三项资料可清楚地证明该投资方法的优越性。第一项资料来自一组机选测试。它们是按以下程序进行的：

(夙) 取某一全球性交易所，如纽约股票交易所或计算机统计数据库中的全部股票。

(圆) 按一定的价值标准，如  $\frac{\text{市场价格}}{\text{账面价值}}$ ，或  $\frac{\text{市场价格}}{\text{每股收益}}$  (即市盈率)，将这些股票分组 (夙组，夙组，夙组)。那些  $\frac{\text{市场价格}}{\text{账面价值}}$  低或市盈率低的证券就构成了价值投资组合。

(猿) 记录起始日的证券价格，起始日通常为当年的第一个交易日。

(源) 在固定的时间段内 (通常为一年) 持有这些投资组合。

(缘) 记录年末的证券价格。

(远) 将价格变动数与所获股息相加，求得持有每一投资组合一年所得到的总收益。

(苑) 比较每一投资组合的总收益。

这一方法的不同形式被应用于许多研究中。研究结果几乎都证明在各种时间段、各种市场下，价值投资组合的收益率均高于平均收益率 (此处的平均收益率指整体市场收益率)。自 20 世纪 60 年代以来， $\frac{\text{市场价格}}{\text{账面价值}}$  比值低的投资组合在一年或一年以上的期间内，其收益率比市场收益率高 猿豫 ~ 缘豫，低市盈率的投资组合也是如此。相应地， $\frac{\text{市场价格}}{\text{账面价值}}$  比值高和市盈率高的股票所构成的投资组合则表现不佳。有些研究人员称这类组合为魔力投资组合。这些证券定价高的主要原因是这些公司在过去几年里销售和收益的高速增长。不幸的是，这些公司已获得的成功以及对其未来更乐观的预期都已经在构造投资组合之时体现在股票价格中了。

这些通过机械方式选出的股票构成的投资组合，看起来的确很

像是经一位认真的价值投资者在对每一支股票进行分析后所构造的组合，尤其像早期应用价值投资方式所得到的组合。但是价值投资与机械方法——一个以价格孰高孰低为统计准则进行股票甄选的计算机程序——并不相同。计算内在价值通常更复杂，而且需要对该公司和产业经济有更详细的了解，这些知识远远超过了简单的财务比率所能提供的信息。尽管如此，机选价值投资组合所获得的巨大成功仍然向我们提示了一个积极的价值投资战略所应达到的标准。苑缘的基金管理人士的运作业绩低于市场平均水平，想想看，能够多年来一直保持每年超越市场平均水平 猿缘~ 缘缘的业绩是多么令人叹服。

其次，一些大型投资管理机构，如奥本海默，特迪和布朗尼，采纳了格雷厄姆和多德理论精髓中的系统性价值投资战略后，它们的业绩可与机选价值投资组合的业绩相媲美，并且超过了市场平均水平<sup>①</sup>。这些机构的业绩再一次证实了价值投资能产生超额回报这一理论。机选程序的研究只是对历史数据所进行的后台检测，而这些机构则不同，它们为真实的客户带来了真实的盈利。价值投资除在实验室里能够成功外，在现实世界里也同样获得了成功。

最后，那些被沃伦·巴菲特称为“格雷厄姆和多德指引下的超级投资人”的基金经理也是对该理论有效性的证明。在极大程度上，在业绩能够长期优于市场平均水平的价值投资者中，有大部分是格雷厄姆和多德传统理论的追随者<sup>②</sup>。

① 自 苑缘年到 苑缘年，苑缘的年平均收益率为 苑缘，远远超过自其成立以来的平均水平。同期，奥本海默资本价值混合公司的年收益率为 苑缘，特迪和布朗尼的共同基金股票投资组合每年盈利 苑缘。

② 我们给出了在本书的后半部分中所介绍的一些价值投资者的长期业绩。自巴菲特发表他的论文后，他们的收益水平经年来一直十分好，甚至在历史上最大的牛市时期也如此。

## 问题 超额利润是否为超额风险带来的回报

机选投资组合、以价值为投资导向的机构，以及格雷厄姆和多德型个体投资者能实现高收益的原因很可能只是因为这些投资组合的风险高于市场总体风险。如果果真如此，那么他们的超额回报就仅仅是由于承担超额风险而应得的收益，不值一提。金融理论家们不仅一直强调高风险可得到高收益，而且认为不承担超额风险就不可能获得高于市场平均水平的收益。

这一论断的问题在于，当计算我们的价值投资组合的标准理论风险衡量尺度时，无论是计算年收益波动率，还是计算现代金融理论中所定义的  $\beta$  系数，所得的结果通常都低于市场总体水平。此外，计算其他风险衡量尺度，如出现利空消息时股票价格的下跌程度，熊市时股票的下滑幅度，或是历史最大损失水平等，所得到的结果也证明，价值投资组合比市场总体风险更低。这些尺度十分接近于我们通常理解的风险概念，也更适合于价值投资者。因为价值投资者将价格波动看作交易机会，而非证券内在价值的正确估计值。

至于那些完全依照统计研究而确定的机选价值投资组合，它们的平均年收益率、平均三年收益率、平均五年收益率一直都更高，它们在萧条时期也能产生超额回报，在股票市场总体处于低谷的时期它们仍能脱颖而出。价值分析方法，甚至在以机械的方式利用该方法的情况下，都是一个能适应各种市场条件的好帮手。

我们可以看看沃伦·巴菲特对他为何购买大量华盛顿邮递公司的股票所作的解释，这可作为另一种看待风险的方式。在 1962 年末，经济、股票市场、国民的情绪，当然还有大量的投资者都处于低迷

的状态。华盛顿邮递公司的资本市值跌至 1.5 亿美元。那时，整个公司很可能就会以最低 1 亿美元的价格售给任何 1 个买主。很明显，市场先生当时的状态很糟糕。现在，巴菲特问，如果股票的市场价值再一次下降，是否会使得购买该股票风险更大呢？根据现代投资理论，答案是肯定的，因为这将增加价格的波动性。而巴菲特的答案却是：根本就不会，因为价格的下跌使原本已经很大的安全边际进一步提高，从而降低了在购买过程中可能存在的任何风险——他认为一开始就没有风险。安全边际作为计算风险的一种尺度，与证券价格波动性迥异。使用这一尺度的前提是承认存在内在价值并相信自己有能力估算出内在价值。

## 寻找价值

证券及其他投资工具，如衍生产品和共同基金等正在以比物质世界更快的速度膨胀。为了使自己不致于迷失在投资的广袤空间中，价值投资者一直以来都依靠以下“三阶段法”来指导自己的工作：

(1) 调查策略，用以确定潜在的价值投资领域。

(2) 定价方法，必须有效而且灵活，能够找出隐藏在各种伪装下的内在价值，同时保证投资者不受乐观情绪或其他具有诱惑力的表象所迷惑。

(3) 构造投资组合的策略，可用于降低风险并作为选择单个证券时的检验尺度。

在后面的章节中我们还将具体介绍每一步骤的情况。

价值投资是一种明智的投资理念，但要获得成功，却很可能是气质方面的素质影响多于理智因素。首先，价值投资者必须了解自

己能力的局限性所在。你必须知道自己有何学识，并要能够区分一般的能力和与生俱来的理解力。大部分价值投资者或者是某一行业的专家，或者是某些特殊情形方面的专家，如破产问题专家。并非每一支看起来廉价的股票都具有更高的价值。你必须能够区分低估的股票和低价的股票。即使是知识最渊博的投资者也只是在自己能力所及的范围内才表现出色。

其次，价值投资需要耐心。你必须等到市场先生给你报出低价。幸运的是，没人强迫你在低价位出现之前就采取行动。按沃伦·巴菲特的推理，投资就像是没有挥棒打击动作的棒球运动。你可以在多次投球中选择，直到你找到你所喜欢的那一个。然后你才开始行动，如果你所做的分析很明智，那么你成功的机会就会很大。有哪一支大球队的击球手不愿意按此规则比赛呢？在购买证券后也必须要有耐心。即使你对内在价值的估计是正确的，市场上的其他人也需要一定时间才能意识到这一点。别忘了，正是因为该证券失宠于人你才买它。市场对其价值的估价不会在一夜之间突然改变。价值投资者应该能够沉得住气。

沉得住气并不意味着什么也不干。当价值投资者找不到既在自己能力范围以内，又处于足以产生安全边际的低价位的证券时，他们应该做些什么？沃伦·巴菲特在其职业生涯中的某一时期就将他管理的资金还给了有限公司的合伙人，因为那时市场上的证券都定价过高，他找不到可投资的对象（他的确说服了威廉姆·厄森建立一个共同基金来吸纳那些仍想投资的人）。但是大部分基金经理都不愿意将其所控制管理的资金分割出去。通常，价值投资者会将资金暂时投在货币市场或其他安全的投资项目上。这是一种消极的策略。还有其他的消极策略。例如，一名机构投资经理的业绩是通过与基准

组合，如标准普尔 500 指数相比较来衡量的，他就应该选择该基准组合作为其默认投资组合，而只当股票满足了他所设定的标准时才会单独购买这些股票。我们还将探讨投资组合结构和多样化策略时进一步讨论这一问题。

## 源 本书其他章节的内容

第 8 章介绍了价值投资者可采取的适当的搜索策略。正如地质学家为寻找石油、金矿或其他宝贵资源而建立模型，以确定在哪类区域钻探可能有所收获一样，价值投资者也有鉴别潜在的高回报投资机会的方法。我们阐释了为什么某些种类的证券更可能比市场整体定价低，以及如何识别出这些证券。

第 9 章探讨如何正确估价的问题。我们考察了估价的标准方法——折现现金流分析法，并指出了应用该方法的缺陷。然后我们介绍了其他一些由格雷厄姆和多德发明的方法。第一种方法是，先从公司的财务报表开始对公司资产进行估价，然后对其中某些资产进行调整以反映其真实的经济价值，即以重置成本来反映被调整资产的价值。非常明显地具有价值的证券是正以低于扣除全部债务后所余流动资产(包括现金、应收帐款、存货)重置成本的价格出售的股票。这就是本杰明·格雷厄姆著名的按“实净法”找到的股票。尽管在大萧条时期发现这样一些股票比在当今时代发现这样的股票更容易，但如今偶尔仍能找到这种机会。

第二种计算公司内在价值的方法是考察它在一定年限内的收入情况，以估计该公司在一个商业周期内的平均收益。所得数据应该符合该资产内在(重置)价值的市场平均收益。如果所获收益总是超

出市场平均水平，则该公司的获利能力可能使公司的价值高于调整后的净值。这些情况并不常见，但是比格雷厄姆按“实净法”计算所得的情况还是多一些。最后，对那些拥有足够竞争优势的少数公司而言，其公司的增长前景也应该体现在估价中。

第 5 章进行了更为详细的探讨，并举了一个如何在重置成本基础上对公司价值进行评估的实例。第 6 章提出了一种分析获利能力的方法。一家在其净调整价值基础上能获得高于市场平均水平收益的公司，必然有其特质，这种独特性就是其独有的、排他的竞争优势。我们阐释了这类竞争优势背后所隐含的经济学原理，说明了应如何判定特质，并展示了如何对存在特质的证券进行评估。第 7 章将这一方法用于分析一家具有特质的公司近年来的历史状况。

第 8 章分析的是价值评估中最不可信因素：成长的价值。华尔街喜欢成长的事物，公司也愿意发展，这是天作之合。管理者们获得了赏识和权力，他们可以胜任更多的职位，可以获得大幅度的晋升，预算增加，公司增长动力十足。增长意味着层次的提高。但问题在于大部分的增长严格地说都是无利可图的。严格意义的盈利应该是在收回为实现增长而投入的资金后仍有赢余。利用特质实现增长是惟一的、可盈利成长方式。这也很难实现，由此，价值投资理论向投资者灌输反对为特质外增长或未具体化的特质增长投资的理念。本章为决定购买成长性证券且愿意为成长性投资的投资者阐述了将成长性投资放入价值评估框架中的方法，从而帮助他们避免净损益警报无休止地长鸣。本章例举了英特尔作为一家公司及一个潜在投资对象的历史。

第 9 章论证了价值投资者如何构造投资组合以降低高出个体证券安全边际的风险。当市场先生心情愉快时，他将市场上全部的东

西都定高价。价值投资者不得不只能说“不”，然后一直等到市场先生情绪正常——或者等到他消沉而将所有的东西都便宜出售。同时，每一个价值投资者都有尚未找到有价值的投资项目的资金头寸。默认策略取决于投资者衡量的标准及情况的变化。我们列示了一些备选默认策略。

在第三部分，我们研究了八位价值投资者各自独特的方法。其中一些人是家喻户晓的，其他一些人只在价值投资迷中享有盛名。对其中大部分人，我们都给出了一两个生动的实例来展示他们如何将理论应用于实际。我们相信价值投资是一门名副其实的理论学科，它与经济和金融理论密切相关。但它也是进行实际投资的一种方法，这一点已为市场结果所验证。

# 第 四 章 寻 找 价 值

## 临渊而渔

投资领域提供的选择总是太多，任何一名谨慎的投资者在进行分析之前都必须先在这一领域挖掘出有限的一部分作为分析对象。我们通过忽略投资世界中的政府和财政机构发行的债务、州和市政债券、银行存款账户、大额存单、通货、商品、收藏品、直接投资（对整个企业拥有所有权）、衍生产品、共同基金，以及其他不属于股票或公司债券的任何事物来简化问题。尽管也有一些价值投资者购买债券、可转换债券及其他证券，但在这本书里，我们只关注如何选择股权投资。我们所说的评估方法是对公司进行评价的方法，与汇率、商品，以及其他所提到的投资工具无关。公司证券可能只是投资世界中的一小部分，但仅仅是找出正以低于内在价值出售的证券这一项工作已足以使投资者无暇顾及其他的了。

## 四 圆 员 用于揭示价值的行业分析法

第 四 章 里 我 们 提 到 过 大 量 利 用 机 械 方 法 选 股 以 检 测 各 种 投 资 模 式 的 研 究 工 作 。 这 一 研 究 方 法 在 开 始 时 采 用 一 个 或 多 个 变 量 将 股 票 分 级 ， 将 分 级 后 的 这 些 股 票 分 为 规 模 相 等 的 几 组 ， 然 后 比 较 各 组 （ 现 在 被 称 为 投 资 组 合 ） 在 一 年 或 更 长 时 间 段 内 的 投 资 收 益 。 从 总 体 上 看 ， 这 些 研 究 工 作 都 显 示 价 值 级 别 高 的 股 票 组 合 优 于 市 场 平 均 水 平 ，

它们是具有绝对优势的投资组合。但这并不足以说明全部结果，我们还必须理解价值为何具有如此巨大的魔力，从而能使机械的方法转变成适合我们自己口味的办法。

让我们首先看看用于股票筛选和分级的变量。它们可以分为三大类：

第一类是基础变量。基础变量仅指与公司业绩有关的变量，它不能揭示公司业绩和股价之间的关系。在研究中常用的基础变量有以下几个：

- (员) 股本收益率或总资本收益率。
- (圆) 一年及多年的每股收益增长率。
- (猿) 销售增长率。
- (源) 资产增长率。
- (缘) 利润率。

基础变量值高的公司是成功的公司，它们的股票人人都想买。采用这些变量构造投资组合时出现的惟一问题就是，通常是股本收益率或利润率低的公司为投资者带来的收益更高。西泽尔曼(泽普森)形象地表达了这一现象：“寻求不幸”是比“寻求卓越”更好的投资准则。

第二类变量只考察股票价格的变化，而不关心任何基本面的数据。此时我们处于关注动能的技术投资世界，最常用的衡量尺度是相对优势，即某一股票相对于其他股票的业绩表现。选择上一年表现最突出的股票构成投资组合，其实是在赌这些绩优股能够继续超越其他股票，而这一赌注的确能带来盈利。自员怨缘年到员怨源年，基于相对优势选出的前缘支股票比市场总体收益每年平均高出猿豫(欧沙那希，员怨源年第员猿页)。这也是对那些箴言的佐证：“不要与历