

价值理念再思考（上交所）

每当 A 股持续走熊、投资者亏损累累之时，“股市赌场论”就会卷土重来，这已经是国内市场舆论的定式——在中国，股市的博弈性质已经被演绎到了此种地步：任何标榜自己是“价值投资者”的人，会立刻招致鄙夷和戏谑。由此可见，A 股市场先天的动机不纯和长期的制度不善，已经给投资者造成了深刻的伤害，并留下了难以磨灭的成见。

但即便除却制度环境，我依然在一定程度上赞同“A 股赌场论”：如果一个市场里充斥着赌博成性的参与者，它不是赌场又是什么呢？文化习性也罢，体制倒逼也好，既然没有价值理念和估值尺度，那么处于信息弱势方的赌徒在不对等博弈中只能听凭宰割，别无前途。

写就本文的目的，在于就价值源头、价值实现路径和相应的投资方法展开讨论而抛砖引玉，欢迎批评斧正，切磋共进。

一、安全边际与估值考量

“我们在买入价格上坚持留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们对买入产生兴趣。”

——沃伦·巴菲特

“安全边际”是价值投资流派的核心概念，其定义为：资产的市场价格相对于其“内在价值”的折价，或者说，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度或幅度。

安全边际的存在，一则能够弥补投资主体在评估价值时犯下估算错误招致的损失，二则在于为未来不可预知因素引发的系统和非系统风险引发损失留足余地。由此可见，价值投资宗师们重视安全边际的本质原因在于对自身分析能力的保留态度和对未来不可知性的敬畏——如果买入时留足了安全边际，则在情势发展比预期差时，仍然可以企望完身而退甚至获利离场。这种对安全边际的执迷，使价值投资流派从诞生起便带有强烈的保守主义特征。

格雷厄姆衡量股票安全边际的计算方法来源于债券投资。他认为：若公司过去几年连续保持税前利润远超应付利息费用（5 倍以上），则超出部分就是债券持有人拥有的安全边际，因为即使公司未来盈利出现下降，也照样能够还本付息，这个逻辑经过修正可以运用到股票投资上。格雷厄姆称普通股投资的安全边际是指未来预期盈利能力超过债券利率水平的部分。比如根据每股收益除以当前股价计算的投资收益率是 9%，而债券利率是 4%，那么股票投资人就拥有 5 个百分点的安全边际。

安全边际(%)=股票收益率-债券利率

巴菲特对股票内在价值的估算方法有别于他的导师格雷厄姆，他在伯克希尔1996年的股东手册中对内在价值定义如下：“一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。”而股票价格的安全边际就是市价与内在价值的差值。

安全边际=股票内在价值(预期未来收益的现值)-股票市价

稍有金融学常识的人都知道，股票与债券的定价方法都是基于现金流折现理论(DCF)，因此用百分比还是数值来表达超额回报没有本质差异。但由于股票与债券具有完全不同的风险性质，前者的风险明显高于后者，所以股票理应获得较高的风险溢价，这样看来，格雷厄姆的安全边际定义就有很大的问题：股票收益率高于债券利率的部分中，有很大比例是“理所应当”支付给投资者的风险溢价，而不是什么安全边际。

相比之下，巴菲特的价值模型更加吻合现代资本资产定价模型的理论假设，如果用百分比形式表达巴菲特对安全边际的定义，那就是：

安全边际(%)=预期未来年化收益率-按市价折算的到期收益率

“安全边际”究其本质是一个估值概念，所以估值方法的有效性决定了追求安全边际的成果。现代股票估值方法中最为直观易懂者，莫过市盈率和市净率两大比率指标，因此其滥用错用尤为广泛。

回想股改制度红利爆发，牛市壮阔之下，基金募集蜂起，山寨巴菲特遍地。尤其在“5.30”惨案之后，公募基金高擎“价值投资”大旗主导了A股历史上最大的一轮蓝筹行情：银行、地产、钢铁、煤炭等权重“四大金刚”大肆发动“估值填平”，最终却在业绩大幅增长，PE大幅摊低之时见顶崩盘，亏损无数。除却货币因素和消息冲击，其投资逻辑本身理当遭到市场的无情拷问。

由于市盈率指标是面向过去的比率指标，具有滞后性，因此产生“顶部价值陷阱”的风险非常之大。这种风险来自两个大的周期运动：

其一为宏观经济周期带来的业绩周期性波动，由于货币周期的先导特性，周期性行业的估值水平在牛市中会不断被成长的业绩填平摊低，因此从股价运动无从窥测景气顶部，而由于估值倍数效应的存在，见顶后的去泡沫化过程格外迅猛，几无脱身机会。巴菲特不轻易涉足周期性行业，奥秘正在于此。

其二为行业生命周期带来的永久性成长轨迹。大部分行业都要经历从新生到成熟，最终衰退的过程，伴随这个过程的是业绩成长速率的由高转低，成长期的公司若治理得当，完全可以匹配几十上百倍的市盈率(如八九十年代的微软)，而已处于生命周期末期的公司估值不宜过高(比如钢铁行业的国际通行估值中枢就只有十倍PE)

市盈率指标由于其天然滞后性而产生误导作用，已经为多数吸取教训的投资者所理解。而另一个类似的比率指标——市净率的滥用风险，相对而言更加隐蔽。

有经验的投资者都了解所谓“破净见底”定律，该理论指出：当出现成批公司股价跌破净资产的情况时，往往预示股市大底将成。其依据在于：股价低于净资产意味着收购公司的价格低于重置一家同样公司的成本，所以产业投资者应进场抄底，先破后立之势可成。看上去，似乎净资产为股票投资提供了可靠的安全边际。

实际情况是，很多重资产公司的股价往往会在跌破净资产之后继续下挫，同时出现净资产同步跌价的情况，使依据市净率抄底的投资者深度套牢。为什么会出现这种情况呢？

最为常见的原因是货币周期与基本周期的共振，导致资产价格本身的泡沫化和去泡沫过程，因会计法则的机械迟滞，资产价格变动不能及时在报表上反映，就会出现账面价值虚高，从而误导投资者。这种估值陷阱最容易出现在常用 RNAV 法估值的地产公司身上。

另一种可能原因是营运资产的内在价值遭到损失甚至湮灭，同样不能由报表及时反映，直到清算。格雷厄姆在《证券分析》中例举了海边-全佛罗里达铁路公司的清算案例说明：营运资产的账面价值在公司遭到清算时可能大幅缩水——该公司的资产抵押债券在 1931 年的价格只有一美分。这是因为营运资产的价值基于公司持续运营假设之上，一旦公司倒闭(更严重的是行业生命周期走到了尽头)，其内在价值将损失殆尽，账面价值则全无意义。想象一下一批彻底淘汰的纺机，只有拆散卖废品一途，绝不可能以其账面价格出售。

此外，土地资产的价值变动很容易干扰价值判断，这取决于土地是作为可交易资产还是营运资产的定位。鄙人曾在某百货公司调研报告中看到如下评价：“据调研，该公司所处地块近年来升值巨大，远超入账价值，一旦获得重估则可能大大提升公司估值水平。”——对百货公司而言，所处地块的价值已经被其区位优势带来的客流量和营业利润所反映，公司估值只能由预期营运现金流计算得来，叠加土地价格将导致重复计价。该公司的土地市价要得到体现，只有变卖——如果土地价格超过了公司的营运价值，说明管理层严重经营不善，应该立刻停业清算，为股东兑现更高价值。投资者不应对“清算”一词抱有疑惧，其实在近十几年里，许多主业亏损的企业，都通过卖地重组获得了再造机会。

以上从“安全边际”诉求切入，在业绩和资产两个方向上展开讨论了现行估值方法在应用中的注意事项，也表达了一些笔者的个人观点。其实对安全边际的把握，完全不应局限于估值方法这个狭义的技术领域。先驱者巴菲特把他对安全边际的定义扩展到了方法论层面，并被后辈总结为所谓“巴菲特天条”：

1、了解自己认知能力的范围，并且只在自己的“能力圈”内从事投资，只投资自己能够看懂和把握的品种。坚持重复简单的成功，就能积小胜成大胜。

2、好的公司治理和营业前景是最高的安全边际。保守主义哲人查理芒格曰：长期来看，质地必将战胜价格。巴菲特曾孜孜不倦地实践导师的“低估折价”策略，也因此而捡了不少看似便宜的“烟蒂”。在查理芒格启发下，巴菲特把对公司质地和前景的判断置于价值评估之前，方才超越格雷厄姆成为一代宗师。巴菲特因此把查理芒格尊为“帮助我从猿猴进化到人类的伟人”。

3、适度分散：巴菲特曾经自称集中投资者，这是建立在他的团队极强的分析能力和牢固的股东地位基础之上，对投资标的的掌握程度越高，越应该增加其持仓比重，这与“能力圈”理念异曲同工。但尽管如此，他依然是以组合管理而非单一品种赢得超额利润。因为安全边际只能保证赚钱的可能性大于亏钱，并不保证不会亏钱。但随着购买的具有安全边际的证券数量越来越多，根据大数定律，投资组合中赚钱股票的盈利总和应会超过亏钱股票的亏损总和。这就和保险业务盈利的基本原理是完全一致的。

适度分散策略的另一个优点在于：同时买入多支股票并实施跟踪管理，根据后续增量信息修正观点、调整权重，相当于含美式期权的资产组合，其内在价值会因为调整权的存在而提高，另一位投资宗师彼得林奇就是这种“分散投资、长期跟踪，动态管理”投资方法的成功实践者。

二、论组合管理

是集中?还是分散?这是个问题。

所有投资者在投放鸡蛋之前必须回答自己这个问题，基本上，你的回答取决于以下几个因子：

第一，对投资标的的了解和把握程度。“不在未理解的事物上下注”是所有投资大家的共同点。反之，对投资标的物了解得越透彻，把握得越准确(极端情况是亲自掌控)，持仓的比重就应该越大。

第二，自有资金的规模大小。对趋势投资者而言，由于买卖行动而影响盘面称为“流动性冲击”。对大额投资者来说，除非打算作为战略投资者接管公司运营，否则因为持股过多而陷入日常管理甚至法律事务纯系自找麻烦。

第三，投资者的风险偏好和盈利模式对持股集中度起到决定性作用：偏好主题驱动的趋势投资者显然会倾向于集中投资，虽然这看上去偏离“价值理念”的命题，但我并不把合理利用估值模型漏洞和流动性冲击的行为当做“离经叛道”——下一章我将展开讲这个问题。

资本市场已经存在了几百年，对投资集中度的问题已经有了比较成熟和一致的看法：适度分散，组合投资。1952年，Harry Markowitz 发展出一套体系完整的投资组合理论，这便是“现代投资组合理论”。此理论提出，投资者应该利用分散投资来组成他们的投资组合，达到回报与风险之间的最理想平衡。该理论的诞生，将提高分散度的看法在业内推广到登峰造极的地步。

Markowitz 的假设首先建立在投资者“风险厌恶”的基础假设之上，其意为对预期回报相同的证券，投资者理应偏好其中波动幅度较小的品种，而预期回报与风险成正比。如果投资者想在不增加风险承担的前提下获得尽可能大的预期回报，或者在预期回报既定情况下尽可能压缩风险，有没有可能呢？

有。分散投资组合就提供了这种可能性。

由于 Markowitz 的理论用标准差衡量风险，所以假设两种具有不同收益-风险特征的证券 A 和 B：A 的期望回报率是 11%，标准差是 15%，而 B 的期望回报是 25%，标准差是 20%，当投资组合内同时包含 A 和 B 的话，组合的预期回报就是股票 A 和 B 的个别预期回报率的加权平均数。但此组合的标准差却不是 A 和 B 的个别标准差的加权平均数（除非两者完全正相关）。只要股票之间的相关系数小于 1，投资组合的标准差会小于个别股票标准差的加权平均数。

现在我们可以在这个投资组合的风险-回报特征图上寻找到相对合理的组合点，即相同标准差坐标上预期回报较高者，如组合 X 就明显比全仓 A 证券要合理。

A 证券占比 (%) 100 80 60 40 20 0

B 证券占比 (%) 0 20 40 60 80 100

组合期望回报 (%) 11 13.8 16.6 19.4 22.2 25

组合标准差 (%) 15 13.7 13.7 14.9 17.1 20

遗憾的是，当代投资组合理论以标准差度量风险，成为致命硬伤——如果不利波动使回报降低，那么有利方向上的波动为什么也要被当做“风险”呢？这不是很荒谬的看法吗？

在实践中，参数选择是无法克服的技术难题，因为从理论上讲，任何根据历史数据得到的参数都可能是伪回归的结果，尤其是当投资主体的规模足以诱发“反身性”运动的时候，依据这些数据作出的模型可能招致灾难性后果。第一资产管理公司的破灭不是什么“黑天鹅”作祟，而是顺理成章、天经地义的。

以巴菲特为首的成功的积极投资者都对“市场有效理论”嗤之以鼻，将投资组合理论看做庸碌基金经理的遮羞布——根据该理论在有效市场假设下的推论，指数策略就是最佳策略，成份组合就是最佳组合，那投资人还养你们做神马？

1993 年巴菲特在致股东的信中描述道：“多元化只是起了保护无知的作用，我们采取的策略是防止我们陷入标准的分散投资教条。若你是学有专长的投资人，应该能够找出 5 到 10 家股价合理并享有长期竞争优势的公司，此时分散风险的理论对你来说就一点意义也没有……我实在不了解那些投资人为什么要把钱摆在他排名第 20 的股票上，而不是把钱集中在排名最前面、最熟悉、最了解

同时风险最小而获利可能最大的投资上。”

尽管如此，他依然是以组合管理而非单一品种赢得超额利润。这样做的最大好处是可以减少不可预知因素带来的损失，从而依据大数定律获得预定回报。也就是说，良好的投资理念和充分的调查研究是成功的前提，分散投资的目的不应该是降低波动性(标准差)，而是为了更好地实施管理。

以方法论而言，承认人类认知能力的有限性与未来的不可知性，并不是逃避责任，轻视分析，草率决策或者消极投资的理由。恰恰相反，正因为世界的运行具有连贯的不可测性，所以根据新增信息作出分析，动态调整组合成分就成为投资者的必需手段。

举例：你看好某新兴产业的行业前景，但业内有四家公司，依据初始信息无法判定谁能够最终胜出。假设该行业逐年淘汰一家公司，在上一年中经营成功的公司股价增长 50%，失败者跌价 50%且过程不可逆，那么支付矩阵如下(为计算方便，初始资金为 192 单位)：

初始投入 第一年末 第二年末 第三年末

A 48 72 108 162

B 48 72 108 54

C 48 72 36 18

D 48 24 12 6

你可以选择的策略包括：

全仓押注某支股票，但你不知道哪家公司能够最终胜出，在第三年末，你得到的收入期望值是 240。

平均分配资金到四家公司的股票上，第三年末你的收入期望值仍然是 240，但风险比第一个策略要低得多。

初始时平均分配资金到四家公司的股票上，每年末将被淘汰公司的残存市值变现，平均投入到剩余几家公司的股票上，第三年末你能够得到期望收入 280，且实现这个数字的概率非常大——因为持有过程中你定期把变烂的柿子择掉，提高了整个组合的质量。

初始投入 第一年末 第二年末 第三年末

A 48 72 120 210

B 48 72 120 70

C 48 72 40 N/A

D 48 24 N/A N/A

以上举例使用了简化模型和易于计算的数字，只要“淘汰过程不可逆”这条假设不变，无论如何修改盈亏比例都将得到相同结论：那就是融入动态管理“期权价值”的组合，其期望回报必然高于消极的平均持有或孤注一掷的集中投资，且可靠性较高。

调整组合的动因有很多，基本原则是：只要预计前景良好便应持仓甚至加码，出现不利基本因素，确实应调低评级则应坚决出仓，避免“铲除鲜花，浇灌杂草”的“回补”操作。如此这般，即便将所有假设剥离，一个由具有高度专业水准的投资者管理的分散组合，其价值也理应高于非专业人士持有的消极组合。“分散持仓，长期跟踪，动态管理”是主流机构投资者人普遍认可的方法。

将投资理解成一个过程非常重要。国内市场在引入价值理念初期，出现过“价值投资即集中持有，雷打不动”的歪理邪说，戕害了无数梦想“孤注一举，高枕成家”的投资人。其实，投资行为和其他创造价值的经济行为一样，是要付出持续不断的工作学习、殚精竭虑的研究思考，还需要可遇不可求的机缘运势，方有可能成就财富硕果，舍此了无捷径。

抛开成见，纵观 A 股二十年坎坷历史，剔除辟荒时代的野蛮炒作，我们依然能够发现耀眼的成长故事和价值实现，不仅为数不少、而且有章可循。不论在国内还是海外，不论在资本市场还是实业界，价值源泉只能是诚信经营和优良质地，而非金融骗术。在殚精竭虑地揣摩“主力行为”和打探“内幕消息”之外，投资者其实可以有另一种选择，选择超脱博弈的价值理念，选择简单易行的价值尺度，选择稳健的投资风格和淡定的人生态度。

长城证券天台山东路营业部

二〇一二年八月