

WALL STREET TRADER
NEW CLASSICS



华尔街操盘手阅读新经典

*A Contrarian Strategy for
Growth Stock Investing*

成长型股票投资 的反向策略

理论基础与实践验证

Theoretical Foundations & Empirical Evidence

[美] 唐纳德·J·彼得斯 Donald J. Peters



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

为数不多的学者和从业人员对成长型股票进行过系统的探究。成长型股票通常是指那些销售额和利润的增长速度明显快于其他同类公司和整体经济的公司的股票。本书研究发现，高预期成长型股票或者是那些备受众人关注的股票通常收益都较差，而低预期成长型股票却有很优秀的业绩。作者使用市盈率/增长比将市场对股票的预期进行排序。本书还说明了投资者如何才能确定上市公司管理层的利益与股东的利益是否是一致的。

有经验的投资者和机构投资者会发现本书对成长型股票进行了全面的分析，见解独到，信息丰富。本书还是一本理想的投资管理和金融课程的补充读物，书中：

- ◆揭示了成长型股票的短期平均数复归现象
- ◆讨论了其他市场微观结构的异常情况
- ◆强调了实用的交易理念和投资组合多元化的必要
- ◆论述了交易成本的构成

唐纳德·J·彼得斯 Donald J. Peters

唐纳德·J·彼得斯是Geewax Terker投资咨询公司的投资组合经理。毕业于宾夕法尼亚大学沃顿商学院和杜兰大学，荣誉学会成员。他的成长型股票研究已经在《投资组合管理日报》（*Journal of Portfolio Management*）和《华尔街日报》（*The Wall Street Journal*）上发表。

全国各省市新华书店、大书城
网上书店www.dangdang.com

www.joyo.com

www.bol.com.cn

www.99read.com

均有售

本轮**牛市**前所未有。
在风云变幻的**股海**，知识才是硬道理。

读股票书必须从**经典**开始
中青文推出“**华尔街操盘手阅读新经典**”书系

投资大师的经典之作
为读者提供股市投资向导



他们是当今美国炙手可热的投资明星，正在创造与巴菲特、索罗斯一样的股市传奇
他们是传统投资大师思想的成功实践者，又在缔造华尔街投资界新的经典
华尔街顶尖操盘手也在阅读他们的书



《把握股票的买点和卖点》

作者：[美]克里斯托弗·埃姆博格

定价：39.00 元

ISBN 978-7-5006-7621-8

2007 年 8 月出版

把握
股市好时机，
牛市熊市
都获利。

本书告诉你，如何在动荡的股市把握股票的买点和卖点，从而在不稳定的市场环境下挖掘出稳定的利润。无论你是新股民，还是基金经理和交易员，都可运用书中的建议和方法获得更高的收益。



《股票投资的特别通道：如何利用内线信息获利》

作者：[美]乔治·穆茨

定价：38.00 元

ISBN 978-7-5006-7580-8

2007 年 7 月出版

股市中常胜的秘诀在于投资要跟内线人，切莫随大众盲动。投资专家乔治·穆茨向你展示如何才能成功而又聪明地评估股市并发现大多数人尚未发现的有价值的信息。



《在股市赢得高额回报的解决方案》

作者：[美]大卫·罗杰

定价：39.00 元

ISBN 978-7-5006-6854-1

2007 年 8 月出版

不管你是基金经理还是个体投资者，这本书都会成为你追求高额利润的基石。



《投资的弥天大谎》

作者：[美]迈克尔·艾得西斯

定价：39.80 元

ISBN 978-7-5006-7622-5

2007 年 8 月出版

本书能给你投资中必需的清醒头脑和明厉的眼光，识破种种谎言，获取收益，避免将辛苦赚来的钱再白白浪费在冒牌“投资专家”身上。



《股票投资的25个致命错误》

作者：[美]戴维·E·瑞

定价：39.80 元

ISBN 978-7-5006-7570-9

2007 年 7 月出版

投资者要做的唯一的事情是选择正确的股票进行投资，不要犯任何致命的错误。

《选股决定盈亏》

作者：[美]拉里·威廉姆斯

定价：36.00 元

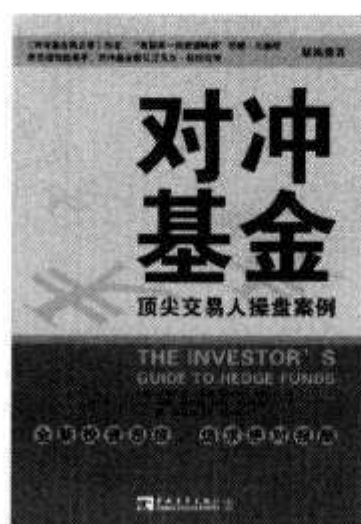
ISBN 978-7-5006-7583-9

2007 年 8 月出版

拉里·威廉姆斯是最具声望、被广大投资者所追捧的股票及期货咨询家之一。本书中，他以识别专业投资者建仓或清仓的股票为基础，向读者介绍了一整套立竿见影的选股秘诀，还介绍了许多他从未公开过的黄金交易秘诀。



“华尔街操盘手阅读新经典”书系



《对冲基金顶尖交易人操盘案例》

作者:[美]山姆·克西纳等

定价:46.00元

ISBN 978-7-5006-7579-2

2007年10月出版

全新投资思维,追求绝对报酬。对冲基金不再神秘!

十余位业界菁英,完整揭露顶尖对冲基金经理人如何看待市场,如何追求获利的最大化。

“美国第一投资策略师”

巴顿·比格斯

世界级短线杀手,对冲基金教父

迈克尔·斯坦哈特

联袂推荐



《在每次股票交易中如何赢利》

作者:[美]奥利弗·瓦莱士 & 保罗·兰格

定价:36.00元

ISBN 978-7-5006-7582-2

2007年8月出版

称雄美国股坛14年的短线交易硕士——奥利弗·瓦莱士的最新力作!

帮助您判断长、中、短期走势,识别和利用趋势,规划自己的方案,准备迎战股市一切波澜。



《利用阿莫斯指数在股市中博弈》

作者:[美]小理查德·W·阿莫斯

定价:39.80元

ISBN 978-7-5006-7568-6

2007年8月出版

一本里程碑式的著作。这本将成交量与价格相统一的经典融合了股票市场专家小理查德·阿莫斯的两大惊世发明——阿莫斯指数和等量图分析方法。



《利用股指期货使资产每年翻两倍》

作者:[美]乔治·安杰尔

定价:39.80元

ISBN 978-7-5006-7581-5

2007年8月出版

第一本从国外引进的权威股指期货操作手册。百万畅销书作家、短线狙击手乔治·安杰尔又一巨著。深受专业人士推崇的经典力作。



《如何在期权投资中获利》

作者:[美]麦克米伦

定价:39.80元

ISBN 978-7-5006-7569-3

2007年7月出版

荣登“交易名人堂”、在期权投资领域久负盛名的麦克米伦,透露期权交易获利良方!



《利用基本面分析在股市获利》

作者:[美]迈克尔·C·托姆塞特

定价:39.00元

ISBN 978-7-5006-7567-9

2007年7月出版

选好股票很简单,
基本面分析是关键

证券管理顾问师,活跃的期权交易人,美国颇具影响力的金融财务作家托姆塞特教你快速掌握基本面分析方法。

“不懂得股票技术分析,就不要炒股!”

——华尔街操盘手

☞ 华尔街最成功最值得信赖的操盘手的成功秘诀!



作者:[美]克利夫·卓克/定价:39.00元/2007年6月出版



ISBN 978-7-5006-7664-5
2007 年 10 月出版

《积极投资》

作者:[美]彼得·桑德尔
定价:38.00 元

买入并持有? 这已经不灵了。

进行日交易? 没有时间,或是没有胆量。

买共同基金? 其业绩表现不如市场,投资者还要承担一些隐含成本。

对最近的投资业绩表现失望吗? 要为养老金重新计划吗? 对瞬息万变的经济感到焦虑吗?

在当今的投资中,已经没有确定性的事情了。那么,在这个动态的市场中,如何来安排自己的投资呢? 要成为一个成功的投资者,必须深入其中,切身体验。

积极投资是一种管理投资策略,它不需要你整天都在盯盘,糅合了最好的投资风格和投资工具——股票、债券、共同基金、期权、技术分析、短期交易、波段交易,帮你获得优于市场的回报。

世上只有一种成功——即能以自己的方式
度过一生。这就是赤脚投资者的成功。

今天,你是否会感到力不从心,因为传统的成功三部曲——努力学习,找份好工作,然后衣食无忧——似乎已不能完全代表这个时代,它只会给你带来微薄的薪水,日益增加的账单以及随之增加的债务,还有凌晨 5 点在路边就餐的漫长工作时间。

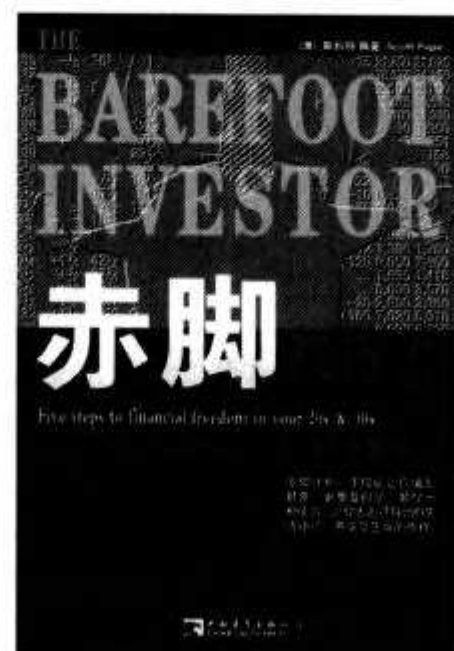
你是否也认为通向人生未来的航班不能在经济舱里度过。那么,一条与众不同的道路——赤脚之路,可以使你在 30 岁左右就实现财务自由。

赤脚投资者是这样一群人,开始时他们与我们一样,也一无所有,但他们年轻,有激情,敢于特例独行,有精明的理财意识,并能追寻自己独特的财富之路。

本书将为你提供一份“赤脚计划”,它将指引你走向富足,心灵的平和,并获得追寻自由生活的能力。

《赤脚投资者》

作者:[美]斯科特·佩普
定价:28.80 元



ISBN 978-7-5006-7578-5
2007 年 8 月出版



《如何在卖空中获利》

作者:[美]威廉·欧尼尔

吉尔·摩拉里斯

定价:36.80 元

ISBN 978-7-5006-7223-3

出版:2006 年 11 月

• 证监会决定,中国股市开通融券和股指期货交易,中国股市从此步入可以卖空的时代。

• 威廉·欧尼尔作品,华夏基金王亚伟、上投摩根吕俊、广发基金朱平郑重点评。



《如何利用图表在股市中获利》

作者:[美]威廉·吉勒

定价:36.80 元

ISBN 978-7-5006-6857-2

出版:2007 年 1 月

“不识图表就不要碰股票!”

• 华尔街投资人的最佳帮手,45 年畅销不衰。

• CRB 期货价格指数创始人、图表分析权威威廉·吉勒经典著作。

• 标准普尔首席市场分析师保罗·切尼也把本书作为必读本精心收藏。



《像巴菲特那样管理资金》

作者:[美]詹姆斯·奥洛克林

定价:33.80 元

ISBN 978-7-5006-5809-5

出版:2006 年 11 月

真正的沃伦·巴菲特绝不仅仅是个简单的伟大投资者,伯克希尔·哈撒韦公司的成功也绝不仅仅是巴菲特表演股票魔术的成功!

最畅销



《股票投资的24堂必修课》

作者:[美]威廉·欧尼尔

定价:38.00 元

ISBN 978-7-5006-7294-4

出版:2007 年 1 月

• 世界上首屈一指的投资顾问威廉·欧尼尔带给投资者的不是短暂的时尚,而是长期的投资铁律。

• 让投资新手,迈出成功的第一步;让投资老手,挑战财富巅峰。这是所有投资者人手一册的必备基本读本。



《股票投资的一号法则》

作者:[美]菲尔·汤恩

定价:39.80 元

ISBN 978-7-5006-6661-5

出版:2007 年 1 月

“一号法则”解决的问题就是如何使低风险与高报酬并存,让你拿着富裕的钱早日过上无忧无虑的退休生活。

• “价值投资之父”本杰明·格雷厄姆创立,全球顶级投资人沃伦·巴菲特鼎力推崇的投资第一定律。

• 每年向 50 万人传授如何运用“一号法则”的“投资原理教师”菲尔·汤恩现身说法,讲述从一贫如洗的河川导游到百万富翁的成功投资史。



911
B738/4

中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

A Contrarian Strategy for
Growth Stock Investing

成长型股票投资 的反向策略

理论基础与实践验证

Theoretical Foundations & Empirical Evidence

[美] 唐纳德·J·彼得斯 Donald J. Peters

图书在版编目(CIP)数据

成长型股票投资的反向策略/(美)彼得斯著;王建民译.

—北京:中国青年出版社,2007

ISBN 978-7-5006-7913-4

I.成... II.①彼... ②王... III.股票—证券投资—基本知识

IV.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第167666号

A Contrarian Strategy for Growth Stock Investing: Theoretical Foundations and Empirical Evidence

Chinese translation Copyright © 2007 by China Youth Press

Translated from the English Language edition of *A Contrarian Strategy for Growth Stock Investing: Theoretical Foundations and Empirical Evidence*, by Donald J. Peters, originally published by Quorum Books, an imprint of Greenwood Publishing Group, Inc., Westport, CT, USA. Copyright © 1992 by the author(s). Translated into and published in the Simplified Chinese Character language by arrangement with Greenwood Publishing Group, Inc. All rights reserved.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical including photocopying, reprinting, or on any information storage or retrieval system, without permission in writing from Greenwood Publishing Group.

成长型股票投资的反向策略

作者:[美]唐纳德·J·彼得斯

译者:王建民

责任编辑:于明丽

美术编辑:王晋荣

美术总监:夏蕊

责任监制:于今

出版:中国青年出版社

发行:中国青年出版社北京中青文图书有限公司

电话:010-65516875/65516873

网址:www.antguy.com www.cyb.com.cn

制作:中青文制作中心

印刷:北京凌奇印刷有限责任公司

版次:2008年1月第1版

印次:2008年1月第1次印刷

开本:787×1092 1/16

字数:165千字

印张:11.5

京权图字:01-2007-5065

书号:ISBN 978-7-5006-7913-4

定价:38.00元

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动,敬请广大读者协助举报,经查实将给予举报者重奖。

举报电话:

北京市版权局版权执法处

010-64081804

中国青年出版社

010-65516875

010-65516873

中青版图书,版权所有,盗版必究

Contents
目录

图表索引	005
序言	009
第 1 章 什么是成长型股票	011
市场效率 /015	
成长型股票的多样化定义 /016	
成长型股票的可行定义 /017	
广泛的可供投资的领域是有利的 /020	
第 2 章 关于成长型股票市场定价的假设	023
预测和市场效率 /025	
估价标准 /027	
成长型股票假设 /030	
被忽视公司的异常现象 /034	
将分析师覆盖程度与市盈率 / 增长比结合使用 /036	
预期收益的假设检验 /041	
总结 /044	
第 3 章 市场预期以及市场对新信息的反应	047
历史定价标准 /049	
意外收益和调整 /053	
收益操纵 /055	
给投资者的信号 /057	
更新市场信息 /062	
总结 /064	

第 4 章	使用基本面分析分离错误定价的成长型股票	067
	融资增长 /070	
	应收账款 /073	
	存货 /076	
	未来增长 /077	
	管理质量和公司治理 /081	
	警告信号 /087	
	总结 /091	
第 5 章	竞争性分析	093
	竞争动力 /097	
	成熟行业中的成长型股票 /103	
	总结 /105	
第 6 章	策略执行	107
	股票交易成本的构成 /111	
	交易方式 /116	
	交易评估系统 /125	
	规模的逆经济因素 /127	
	总结 /129	
第 7 章	对交易起着重要作用的市场异常现象	131
	收益反转 /133	
	首次公开发行的股票 /141	
	一月份的收益 /142	
	一周的交易日 /145	
	假期 /146	
	月形态 /146	
	总结 /147	
第 8 章	多样化、风险和市场效率	149
	风险 /154	
	信息有效的市场 /161	
	为什么基金经理业绩不佳 /163	
第 9 章	一些结论性思考	167
	市场预期 /174	
	具体细节 /176	

Figures and Tables

图表索引

图

图 2.1 1982 年 6 月到 1991 年 6 月成长型股票的平均市盈率/增长比	029
图 2.2 成长型股票定价可能性边界	031
图 2.3 在 30 个季度时间段中,业绩优于一般成长型股票的频率	033
图 2.4 在 30 个季度时间段中,业绩优于标准普尔 500 的频率	034
图 7.1 在 97 个月的时间段中,业绩优于一般成长型股票的频率	135
图 7.2 在 97 个月的时间段中,业绩优于标准普尔 500 的频率	136

表

表 2.1 投资于市盈率/增长比十分位数的投资组合的 1 美元的增长情况	033
表 2.2 投资于市盈率/增长比各类投资组合的 1 美元的增长情况	035
表 2.3 从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的	

增长情况,该组合首先根据市盈率/增长比分类,再根据分析师覆盖程度分类	037
表 2.4 从 1987 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据市盈率/增长比分类,再根据分析师覆盖程度分类	037
表 2.5 从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据分析师覆盖程度分类,再根据市盈率/增长比分类	039
表 2.6 从 1987 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据分析师覆盖程度分类,再根据市盈率/增长比分类	039
表 2.7 从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据资本市值(公司大小)分类,再根据市盈率/增长比分类	040
表 2.8 从 1987 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据资本市值(公司大小)分类,再根据市盈率/增长比分类	041
表 2.9 根据预期收益,投资于市盈率/增长比各组投资组合的 1 美元的增长情况	042
表 3.1 International Widget 5 年期估价基准	050
表 4.1 平均收款期(日)	073
表 4.2 平均收款期(日)	074
表 4.3 存货周转	076
表 4.4 单位员工的研发支出(百万)	080
表 6.1 International Widget 公司最近的交易历史	118
表 6.2 Conshohocken MedTech 公司最近的交易历史	120
表 6.3 International Widget 当日交易的时间和成交量	121
表 6.4 Conshohocken MedTech 当日交易的时间和成交量,第一天	123

表 6.5 Conshohocken MedTech 当日交易的时间和成交量,第二天	124
表 7.1 从 1982 年 8 月到 1990 年 8 月,在上个月业绩基础上投资到投资组合里的 1 美元的增长情况	135
表 7.2 从 1982 年第四季度到 1990 年,在上一季度业绩基础上投资到投资组合里的 1 美元的增长情况	137
表 7.3 每 6 个月为持有期的平均组合投资收益减去平均成长型股票收益(18个时间段)	139
表 7.4 在最初时期业绩基础上描述成长型股票投资组合的特点	140
表 7.5 月收益反转的一月效应	144
表 8.1 两位平均收益率都达到了 10%的经理的比较	161

序 言

很久没有遇到一本值得一读的投资类书籍了。多数有关投资的著作都是广告宣传，因此没有特别的用处。所以，开始考虑本书的构思时，我发现有机会从一种方便读者的角度，通过我自己以及其他人对成长型股票的研究，对投资这个复杂但却重要的问题给予解释。

本书的目的并不是要揭开所有成长型股票投资组合管理的神秘面纱，也不是要描述一个金钱机器。从某种意义上讲，本书是关于投资的理论探讨，旨在向投资组合管理者以及其他投资者提供有关如何按照客户要求构建最佳投资组合方面的建议。我并不相信有管理投资组合的最佳方式，客户的需求和目标决定了投资组合将如何构建出来。投资者可以选择谨慎的方式，或者冒险的方法，但要记住，对于资本市场的参与者来说，没有保证可言。高风险策略不一定会带来高收益；同样也没有什么原理可以说明低风险策略的表现就一定不好。

交易是资本市场令人着迷的地方。之所以强调交易，是因为它的重要性有时候会被忽视。尤其是执行那些如同纸上谈兵策略时的交易成本可能会远远超过该策略的预期收益。

一些朋友和教授协助我完成了本项目。我要首先感谢我的妻子劳拉。如果没有她的耐心和帮助，能否完成本书就值得怀疑了。没有她的帮助，本书肯定不会像现在这样。她在编辑和精神上不断给予我莫大的支持。

我也要感谢那些帮助我理解资本市场的人。一些教授向我介绍

了该领域的相关理论著作。他们是：唐纳德·凯姆，奎格·麦肯利，莫里斯·汉伯格，山迪·葛劳曼，丹尼斯·尧和马修·布卢姆。实践方面的知识来自于许多前沿大师的著作：约翰·吉瓦斯，布鲁斯·特克，查理·杰弗，杰夫·米勒，保拉·海伯，迈克尔·伯恩斯坦，雷·克里安，特德·安德森，大卫·海德，汤姆·卡尼亚以及安德鲁·兰伊。我很感谢他们给予的知识上的帮助。同时感谢史蒂夫·汉德姆，吉娜·欧尔，乔尼·吉以及乔纳森·杰弗在计算上的协助。我要感谢汤姆·加曼，是他给了我写作本书的灵感。

第1章和第2章的部分内容主要摘自我于1991年春季发表在《投资组合管理杂志》(*Journal of Portfolio Management*)上的文章。很感激他们能允许我使用这一材料。

我很享受这一写作的过程，知识也得到了丰富。我希望今后的努力能给我同样的机会。最后，读者对于本书的任何评论和想法，我都有浓厚的兴趣。请通过出版商将这些意见转送于我。

第1章

什么是成长型股票

WHAT IS
A GROWTH
STOCK



多年以来，成长型股票投资的话题吸引了众多投资者的注意。早期支持者，如 T·罗·普来斯和朱利叶斯·哥罗丁斯基，对该策略的相对优势深信不疑。至今它仍是使用最广泛的投资手段之一。

尽管该策略已经被专业投资经理普遍接受，但很少有人会对其学术研究感兴趣。研究的主要障碍，或者更准确地说，根本不可能实现的，是对成长型股票的组成做出一个严谨并且为大众普遍接受的定义。虽然，整个股市被广泛研究，但对于活跃的投资经理所探求的高于市场收益的部分却很少有人问津。由于在这个问题上有很多合理的学术观点，选择哪个观点往往带有任意性。在判断某只股票是否是成长型股票时，不可能证明某个重要因素或方法比其他的方法优越。同样在这个话题上，无论是成长型股票投资组合经理，还是学术专家，都没有达成共识。他们的不同观点会在本章后半部分讨论。

在决定对股票进行系统的分析时，我所希望采用的方法是多数人认为合理的方法，就是用预计收益增长将成长型股票和其他上市公司的股票区别开来。考虑到投资者执行策略的能力方面的其他重要因素，我进一步将范围缩小。最终的结果是得到了一个包含上百个公司信息的数据库，这样，不同的理念可以在不同的年度跨度下进行测试。

我采用的理论框架主要是根据市盈率与增长比率来确定市场是如何评价某只特定股票表现的。同时给出的一些实例暗示出市场并不一定会有效地对成长型股票进行定价。我做的主要假定是一些成长型股票的定价反映出整体乐观的事件集合。那些具有高预期的成长型股票后期的表现往往不如其他成长型股票，或者说不如市场的表现。同时，市场对某些成长型股票的预期又过低，这是因为它们的定价容易使投资者联想到将来可能出现的很多负面消息，然而一般而言，低预期的成长型股票往往具有相对优秀的业绩。

一个基本的假定是你我都不是无所不知的。没有了这个能力就

意味着我们无法预知未来。事实上任何人都不能预测出股票市场的方向,因此应该只拿出部分资产进行投资。此外,一旦投资者相信他们具有某种神奇的能力能够预测公司和行业的发展,他们实际上是在欺骗自己。简言之,人们试图对股市的长期走势进行预测是徒劳的。

成长型股票投资不存在银弹(silver bullets)。理想的成长型股票定价较低,并且在迅速发展的行业中获得了一定的市场份额。该股票可以是卓越成长的公司,具有不错的资产负债表、积极的现金流以及有效的管理,这些都与公司的股东利益紧密相关。不幸的是,现实迫使投资者不得不考虑众多的不完全因素。迫切需要的是投资者要有良好的判断能力,投资者需要认识到“大公司的股票不一定就好”。

我建议投资者在股市投资时,看准机会再行动,推荐使用所谓“接受市场所提供的”反向策略方法。今天备受欢迎的股票,通常将来的表现并不是很好。而那些低价或者“打折扣”的股票表现都不错。多样化是策略的另一个重要方面。

有关资产配置的问题重要但却不简单,它超出了我们讨论的范围。要判定在不同资产种类中分配不同比例的财富,这个问题比较特殊。它取决于很多因素,包括投资者风险态度、其需求以及所处的生命阶段。在进行资产配置时,没有所谓神奇的可以机械应用的计算公式。这里需要的仍是良好的判断能力。

投资管理中,交易往往未能得到正确评价。策略执行成本难以量化,但该成本对投资表现具有实质影响。交易成本可能远远超过很多投资策略所产生的超额收益。相应地,投资经理应该调整交易策略,将成本的影响最小化。这些问题很重要,本书予以高度重视。本书除了包括有关股票市场微观结构的相关学术研究外,还涉及了一些交易异常情况。理想的交易方法是全面了解信息并且看准机会。这点对于投资经理的表现至关重要,不能盲目地交由经纪人负责。

尽管那些小股也是股市的一部分，但由于其交易成本高昂，故本书对成长型股票的定义将其排除在外。交易那些最小股票，成本是最高的，因此许多小股票策略带来的应收帐面收益往往是短暂的。

最后，本书在投资这个大的主题上与其他著作所不同的是没有讨论特定的股票。书中避免了挑选几只在过去几年内表现相当不错的股票予以讨论。我想要澄清的是，我的投资方法不具有某种魔力，并且不能得出如果采取我的观点，投资者就能非常成功地完成投资的推论。此外，我不会推荐特定的股票。今天的投资机会和本书出版的时间相差太大，使股票诱人的不同因素可能在相对短的时间内发生了根本性变化。

市场效率

值得注意的是，成长型股票在定义上的困难可能会影响资本市场该部分的效率。尽管数千亿美元的资金投资于此类型的国内和国际股票市场，对成长型股票的学术研究少之又少。相反，股票投资的价值方法在 S·弗朗西斯·尼科尔森于 1960 年发表的低市盈率 (PE) 论文以及随后强调异常性的研究中提出。值得一提的是，尼科尔森认为高市盈率在某些情况可以被证实，但“由于公众认可或者甚至某种魔力的影响，往往会走极端”。他坚持认为高市盈率的股票比低乘数股票更脆弱。

我们可以依据是否所有上市股票都被充分考虑，并能代表成长型股票这一问题，对任何有关成长型股票的研究提出质疑。结果由于方法上的问题，任何论文的结论都变得值得怀疑了。因此，学者们没有得到足够的激励去调查研究资本市场的这个领域。他们一般只考虑所有上市公司，并且忽视了股票市场中的这个狭小部分。

然而，没能引起学术注意并不是一件坏事。由于该领域并没有

被完全调查，一些尚待开发的异常因素可能存在于成长型股票世界中。本书话题之一就是其潜在的异常性。

前面几段做出了一些推断，要完全将观点予以说明，需要对其进行清晰论述。本书不可避免地要对成长型股票做出“武断”的定义，这使本书中经过讨论得出的结论只能是有关成长型股票这一广泛实践投资方式研究领域中的初步结论。本书将不会是本话题的最终定论。

成长型股票的多样化定义

清晰准确地对成长型股票进行描述或者定义，就如同所罗门国王所从事的任务。博学且理性的人士具有完全不同的观点，倡导不同的策略方法，但也面临着强烈的争论。概念本身是模糊的，因此在此话题上达成一致意见几乎是不可能的。

这里是一些定义的例子，按顺序给出，以便于对该特殊的投资方法做出严谨的描述。一个著名的教授指出成长型股票具有相对较低的收益。一个主要的投资管理咨询公司 will 将相对较高的股价净值比 (price-to-book-value ratios) 作为其定义的基础。对于那些“喜欢那种不惜牺牲当前收益进行未来投资的公司”的投资经理来说，对研发经费的投入是一个重要的参数指标。然而另一个投资经理则认为：“成长型股票必须具备两个特点：它们必须显示出高比例的单位成交量增长，并且它们的市场必须迅速扩张。”

可能成长型股票由这些预计增长率高于平均水平的股票组成。对一些大型共同基金样本的研究表明，不仅不存在一个普遍接受的定义，而且收益的重要性也一样难以理解。“新兴的成长型公司是指这样的公司……公司处于生命周期的发展阶段，并且已经显示出或者预计到收入或者收益将会实现较快的增长。”另一只基金致力于投资具有较好收益增长纪录的公司。它强调：“当公司的收入增长速度超过通货膨胀以及总体经济增长水平时，最终市场会将

这一成功的长期表现通过较高的股价表现出来。此外,公司要能够伴随收入增长提高股息。”在一次有关成长型股票投资特定品牌的采访中,一个集中投资于 25 只股票的基金经理对其投资风格做了如下描述:“我所购买的股票具有满足某种需求的特殊性。平均下来,它们的收入每年可以增长达 20%到 30%。”另外一个成长型基金的目标是“实现资本增值”。最后,一个丹佛的基金经理的策略是:“跟随收入流,并且顺势而动。”

有数百个投资经理支持成长型股票理论,他们的例子表明公司在某一方面的增长率要比其他公司快。多数基金经理将收入增长视为成为成长型股票的必要条件。然而,如果预计到很强的相对销售或股息增长,也可以被视为值得注意的合理参数指标。或者说,如果将成长型股票定义为这些价格增长最快,并且在风险调整基础上呈现出最佳表现的股票的话,很少有人会抱怨。换句话说,如果成长型股票经理的长期表现记录支持他或她通过选择具有最高收益的股票进行投资的观点,那么很有可能的是,很少有消费者会对成长型股票的语义有所质疑。因此对成长型股票这一话题的讨论不可避免地会带有一定的武断性。

多数成长型股票投资者所采取的策略中,明确指出或者暗示出来的一个重要概念就是预期。这些股票预计在某些方面优于或者增长速度快于其他股票。市场的预期是任何股票价格的物质事实,但是对于成长型股票,这至关重要。预期对于这些股票所起的重要作用在本书中将显现出来。

成长型股票的可行定义

本书对成长型股票的定义考虑到了一些重要的投资因素,包括预期、流动性和财务质量。尽管很多人可能不同意我所采取的这个方法的某些特定方面,但是其目的在于使大多数公司能够被投资

者归在成长型股票一类中。

用于将这些公司从所有上市公司股票中区分出来的首个参数指标是“平均预期收益增长”。收益一般是公司内在价值预测所依赖的关键。未来收益的预期是成长型股票定价的关键部分。特别是使用了来自机构经纪人预测服务系统(IBES)的12%或以上的平均长期预计收益增长标准。要想成为成长型股票,公司增长率要高于经济增长水平。在20世纪80年代,名义国民生产总值(GNP)的平均增长率约为8%。就像后面所显示的,证券分析一般对其预测过于乐观,相应地,我要求高于经济增长基础之上的一个足够溢价。

一些分析师喜欢使用公司以前的增长率来预测未来。或者说,其他人将公司过去的股票收益和重新投资业务的资金作为预计增长的基础。对于这些方法可以给出合理的解释,但是达成一致的预测更具吸引力,这是因为分析师在进行预测时可以输入历史数据、竞争条件以及其他相关数据。

我选择收益增长,而不是其他重要因素,是有原因的。所产生的销售增长本身不能给股东带来任何利益。然而,较高销售所产生的利润正是投资者所感兴趣的。拒绝股息增长作为标准有两个原因。尽管相对于价格增值来讲,获取股息的预计收益的可能性更高,但是投资者注重投资的总收益。此外,基于股息的定义将把很多被视为成长型股票的公司排除在外。

流动性是另一个重要因素。小股以很难交易著称。尽管一些研究发现小股的收益更高,但也有人认为,由于策略执行等相关的交易成本的存在,小股收益更高的结论是不可靠的。“随着资本市值的降低,不仅基本的造市商差价迅速增加,而且交易的总成本(差价加上价格让步以及经纪佣金)也会随着板块增大而显著增加。”一些人争辩道,所发生的交易成本足够大,以至于扣除风险调整的因素后,投资者可以获得投资于小股的正常收益。

因此,本书尝试将成长型股票界定在机构投资者可以进行的、并且不会扭曲市场的交易股票。尽管在该领域中的一些股票是相

当小的股票,但平均股票的资本市值达到数亿美元。因而,考虑到流动性,最少需要 500 万美元的销售,并且需要至少两个分析师覆盖(销售额标准在 1984 年根据通货膨胀因素进行调整)。此划分的目标是对最具流动性的股票不予考虑,但保留相对大的较小股。流动性和交易的重要性在后面的章节会进一步讨论。

此外一些机构赞助是重要的流动性因素,因此另一个筛选条件是要求最少有两个长期增长预测。要求最少两个预测是为了排除非正常数据的风险,因此,一般来说更多的评估的效果优于较少的评估。

财务强势是任何反向策略都需要考虑的一个重要因素,这是因为,简单来讲,一些股票由于某些合理的理由定价较低。实际收益或者市场对经营收益的预期是公司资本形成的基础——公司必须向其投资者提供风险调整之外的一个合理的收益。因而,财务强势条件的成立要求公司在非经常项目和非连续经营之前要具有 24 个月的良性经营,以便于排除破产的公司。然而,此筛选条件的局限性就是将处于衰退期的周期性增长的公司排除在外。

总之,本书中的成长型股票界定需要满足下列筛选条件:

1. 预计增长率大于或等于 12%。
2. 至少有两个增长预测。
3. 上一年度销售额最少为 500 万美元(1984 年 9 月之前最少为 400 万美元)。
4. 过去的 4 个季度是正收益。
5. 整个阶段的历史定价。

这些筛选条件每期可以产生大约 600 只股票。由于机构经纪人预测服务增长预测在 1982 年之前的限制,后面提到的对不同研究的实证验证终止于 1982 年。

我仅仅使用季度初期可以得到的财务数据,来避免对未来预期产生偏见。例如,在 9 月开始的那个季度,使用公司从 6 月开始那个季度以及之前的 3 个季度的公司收益数据来计算其市盈率。本

书不带有任何生存偏见，实证验证反映了每个对应期间内上市的所有公司。注意，本书可能没有充分反映收购或首次公开上市的影响，这是因为它需要整个季度的历史定价。

广泛的可供投资的领域是有利的

我们不建议将某个具有成长型股票特征的部门或行业排除在投资组合考虑范围之外。投资组合经理将多数计算机相关的公司拒之门外，因为它们的产品周期很短，并且收益不可预测。然而，很少有哪个行业的产品周期能像 10 年前那样长。另外，根本不再存在某个行业，业内所有股票都是成长型股票。竞争的水平以数量级速度增长。易波动行业中公司的股票定价可能会贴现其激烈的竞争性经营环境。此外，这些股票的风险特征也可能使它们成为组合中的有利因素。

多样化是投资的重要方面，投资组合不应像部门基金。投资者持有的股票应具有经济体中众多部门和行业的代表性。多样化的重要性在后面予以讨论，但值得一提的是可投资股票领域远不局限于美国的公司。

国外公司的股票可能比美国公司有更好的投资机会。因此不必要地限制机会往往是不明智的。商业活动逐渐成为国际性的，美国公司从美国以外的市场活动中获取的销售和收益比例逐渐增大。“就像他们曾经将生产工厂移到国外一样，美国公司目前将产品研发扩展到世界各地，推动技术创新转化为跨越边境的经营活动。”此外，其他一些国家的发展速度超过了美国，还有其他很多市场不如美国成熟。考虑到美国公司在本土的角色：“除了战争和其他国家紧急情况外，美国公司从没有特意致力于服务本国的目标。我们的系统也没有向美国的经理们警示这些目标的存在，没有强加给美国经理们特殊的满足这些目标的要求，没有给予特殊的激励来实现这些目标，也没有确立相应措施确保美国经理们为实现这些

目标负责。”无论公司处在什么位置,它都要遵守当地风俗习惯和法律,就是说,它应成为好市民。一些美国公司在本国之外的员工超过在国内 50 个州的员工,还有一些本部在国外的公司在美国的人数超过其在本土的人数。例如,美国可口可乐公司收入的 80% 来自跨国经营,瑞士的雀巢公司利润的很少部分来自瑞士国内。有趣的是,美国跨国公司并不是国际多样化的良好替代。

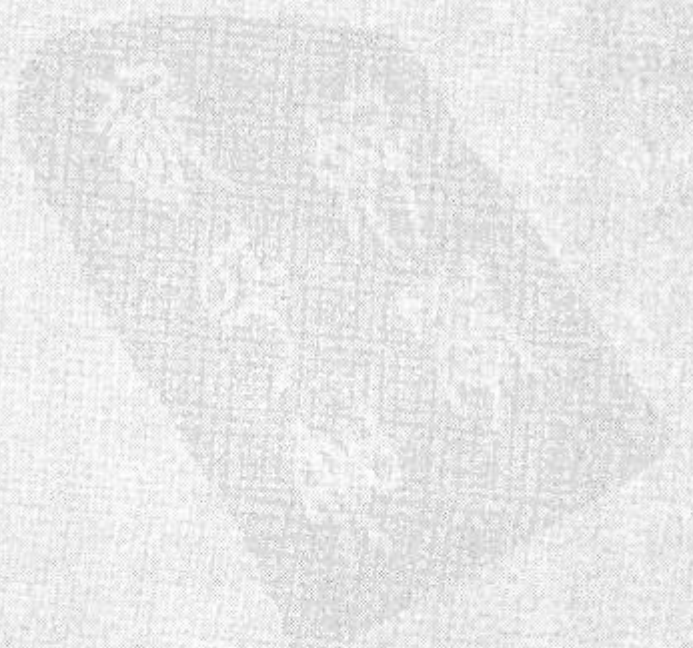
尽管美国投资者可能直接购买国外的股票,但最简便的方式是购买美国存托收据(ADRs)。一些并没有在美国定居的大型跨国公司在美国交易所上市。美国存托收据使美国的投资者像美国公司一样交易国外公司的股票,此外,非粉单市场(Pink Sheet)美国存托收据的财务报表(证券和交易委托表 20F)必须符合普遍接受的美国会计准则。结果,投资者不必知道不同国家会计标准的细微差别,就可以把这些公司与本国公司进行比较。在我的可投资股票范围内,包括了满足前面讨论的成长型股票标准的美国存托收据。

直接购买国外的股票,是比较复杂的,同时可能产生较高的交易成本。然而,外国公司大的投资者可能会发现购买这些公司在当地证券市场的股票比较有利。很多美国存托收据的流动性很低,持续持有某种不具流动性的股票可能对市场产生充分的影响。直接购买较小公司的股票可能会带来更多的国际多样化的利益,这些公司的收益越发取决于国家的特定因素,而不是国际因素。政治和汇率风险是投资者应该考虑的两个额外因素,而投资于国内市场不存在这两个风险。然而美国证券市场和国外市场之间较低的相关性使投资者可以购买国外股票来加强投资多样化(美国证券市场和国外市场从 1971 年到 1988 年间的相关性为 0.48)。研究发现,美国投资者如果持有国际多样化的投资组合,而不是单单持有本国股票,他们就可以以更低的风险获得更高的收益。

第2章

关于成长型股票市场定价的假设

A HYPOTHESIS ABOUT
THE MARKET'S PRICING
OF GROWTH STOCKS



投资者对成长型股票抱有极大的期望。从成长型股票身上,投资者不得不接受一些残酷的事实,成长型股票的消亡,萎缩或闭锁都不是玩笑话。正如本研究所定义的,成长型股票类型的公司的增长速度要显著快于经济中其他部门以及其他上市公司的增长速度。关键词是预期。本书的主要议题之一就是预期对于成长型股票的定价发挥了重要的作用。市场对这些公司前景的一致意见将反映在它们的股票价格上。

投资者必须判断市场是否是过于乐观,或者是过于悲观,进而采取相应的行动。此决定可能取决于一些因素。投资者可能相信他或她比其他人具有更优越的信息,这可能是通过努力研究得出的结果。投资者进而可以对股票当前价格与其“真实”价格之间是否存在价差做出判断。或者说,投资者可以根据股票的历史价格分析股票的估价。高于正常水平的价格可能暗示市场对该公司过于乐观。

预测和市场效率

在进一步充分探讨预期和成长型股票之间的关系之前,有必要做出如下声明:作者发现未来本身完全是不可预测的(至少在人类现有的发展水平上)。这点的提出并不是陈词滥调,考虑到作者的观点,此声明具有重要的含义。这些偏见对本书具有重要影响,应该清楚地予以说明。

股票市场受经济因素影响比较严重。股价随经济衰退而下跌,随经济扩张而上涨,因此,对经济周期的准确预测会增加采用“买进并持有”策略的投资者的收益。然而,计量经济学模型和复杂的预测技术与它们最薄弱的环节一样。一些因素很小的变化可能产生完全不同的结果。简言之,整个世界相当复杂,完全超过我们全面建模的能力。基于对利率、石油价格或者股票市场收益的预测而

进行的投资是失败者的游戏,因此,这种游戏还是留给别人为好。

作者倾向于同意诺贝尔得主威廉·F·夏普教授的观点,即:要想取得优于“买进并持有”策略的成绩,投资者必须要以70%的概率准确预测出市场的方向,正因为此,应该避免进行市场时间选择。此外,夏普发现完全预测所增加的长期收益大约是每年4%——小于地壳断裂的概率。

如果某个投资者完全知道经济转折点的相关知识,并且他所采取的策略是在衰退到来之前的6个月从股票转向购买短期债券,在经济达到谷底之前的6个月重新转向购买股票,这样投资者就可以在1802到1990年之间获得每年12%的收益。此期间完全投资于股票的年收益率为9%。相反,如果某个投资者所做出的预测稍微延迟,在衰退开始6个月后转向持有现金,在经济扩张开始6个月后持有股票,那么他在此时期的年收益率将为5.9%。

从二战后一直到1990年,经济转折前的6个月,对经济周期的完全预测以及资产投资策略所产生的年收益率将达到15.5%。完全投资于股票的收益率为12.5%,而在转折点后6个月变换策略将产生8%的年平均收益率。在市场时间选择上,考虑到预测工作的难度,对经济周期的完全预测所带来的附加收益相对来讲很一般。由于忽略了交易成本,不完全预测的代价是真实且毫不夸张的。

除了准确预测经济周期的难度外,以必要的准确度来预测特定行业或者公司的发展也是人力所不能及的。最近几十年来,公司和国家间信息和技术的迅速传播加剧了全球竞争。怎样才能准确预测创新或者政治风险?世界和市场的动态关联过于复杂。历史已经证明,如果经济学家、分析师和其他预测人的薪水只取决于他们预测的准确性,他们早就成为本国最低工资法的最强烈支持者了。

许多大型的,有才能的投资机构所采取的策略就是尝试获取比其他投资者更准确的有关公司和经济的信息。由于此策略比较流行,该投资方法所带来的收益已经到了逐渐缩小的程度。然而,基于准确预测未来能力的策略需要承担的负担很重。如果投资者的

预测是错误的,那么投资者比其他人更好地了解公司或行业的事实很可能也毫无意义。就像预测市场方向一样,准确预测公司或者行业发展也是失败者的游戏。显然,作者提倡的方法既包括对于选择分配给股票的资产部分采取完全投资的方法,也包括不依靠预测技巧的股票选择方法。提出此策略的理论基础是本章后面讨论的重点。在此,有必要讨论一下投资者如何通过估价来确定市场对公司的期望。

估价标准

积极的股票经理或者这些没有构造投资组合来复制特定指数的投资者必须决定股票价格是高还是低。投资者应该避免购买或者应该卖空这些昂贵的股票,并且购买这些低于平价的股票。投资者使用不同的标准来协助他们的分析。市盈率比是最普遍使用的指标之一。该比例简单来讲就是股票价格除以每股收益,将股价与单位收益关联起来,市盈率在比较股票价格高低时较有帮助。在比较十分类似的资产时,投资者可以直接使用该比例。如果投资者所分析的两家公司实际上是一样的,但是具有不同的市盈率比,此时卖出较贵的股票,并买进等量的另一只股票会是有利的。

然而,对成长型股票进行估价并不简单。事实上对某些成长型股票进行定价有时候需要抛弃理性思考。传统的比例措施如市盈率或者价格对现金流比一般更适合成熟的公司,因为这些工具用于成长型股票时受到限制。

考虑这个例子。两个处于同一行业的公司具有 5,000 万美元的销售额和 2,500 万的净收入。两家公司均不派息,并具有类似的资本结构,所有的成本均可变。他们之间唯一的区别是一家公司以 8% 的速度增长(假定市场具有同样的增长速度),而另一家公司的增长速度为 12%。5 年内,增长速度慢的公司会有 73,500 万销售额,并获得 3,700 万利润。增长速度快的公司将会有 88,100 万销售

额,并获得 4,400 万净收入(收入比另一家公司多 19%)。如果增长速度慢的公司的目前估价是按照市场的市盈率乘数得出的,那么增长速度较快公司的市盈率比是多少呢?

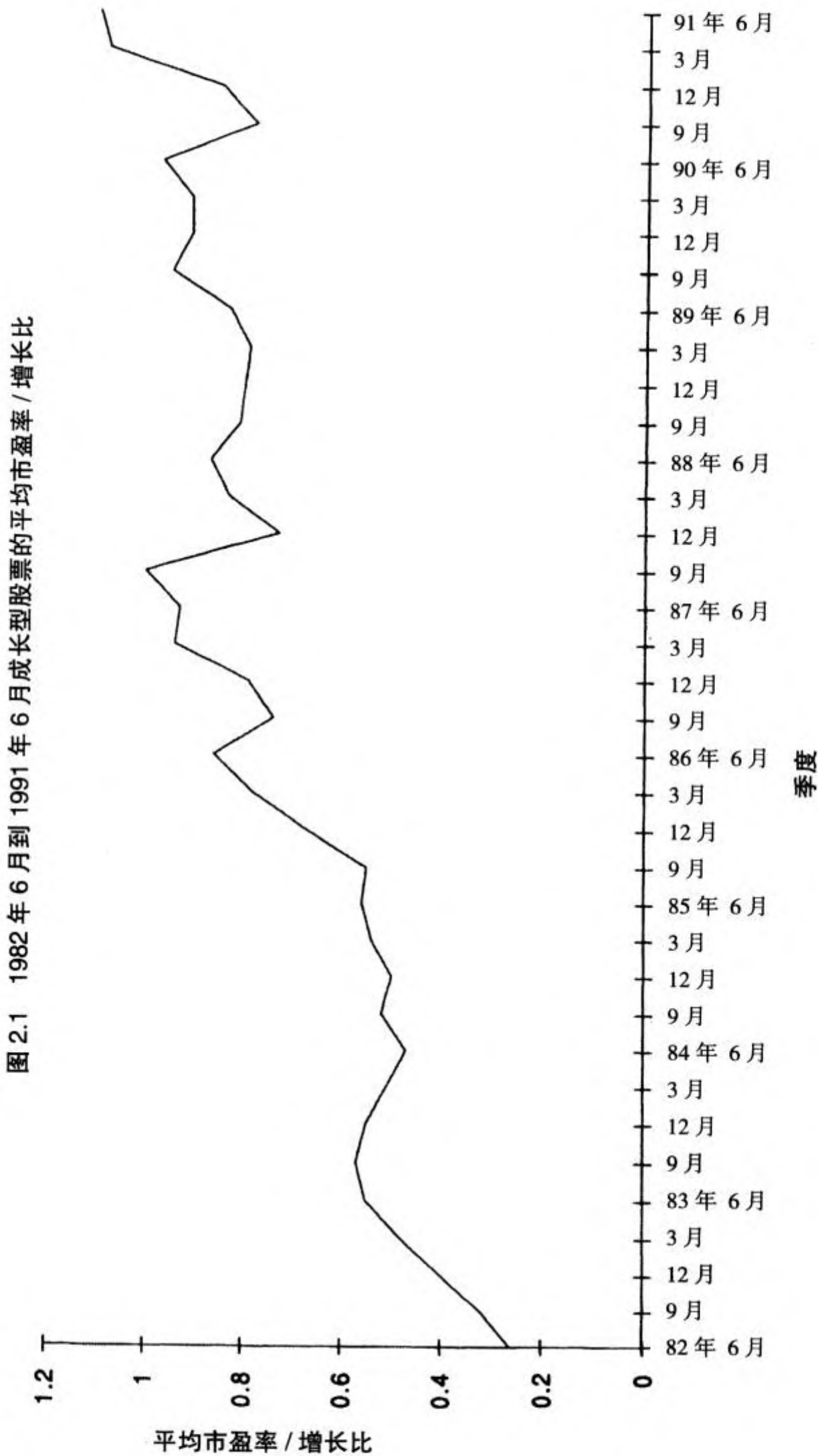
很明显,增长速度较快公司的市盈率乘数至少要等于另外的公司。此外,从股息贴现模型知识知道股票的市盈率是增长率的函数。成长型年金的现值为 $P=D/(r-g)$, 此处 r 为无风险收益率, g 是常数增长率, D 是初始派息或者现金收入。如果投资者假定常数股息支付比例(d), 方程两边同时除以收益, 公式转变为: $P/E=d/(r-g)$, 相应地, 增长速度较快公司的市盈率将大于增长速度较慢的公司, 但是溢价多少来对公司进行定价才合适呢? 如果不事先做出不现实的简单假设, 没有哪个运算法则能够得出结论。

正如前文所讨论的, 市盈率在判断股票的相对价格上是有用的, 并且是被广泛使用的工具。所分析的股票越相似, 越容易使用该比例对其进行比较。然而, 我们给出的例子表明了在不同种类股票情况下使用市盈率比的困难。

解决该问题的一个方法就是市盈率/增长比: 使用每股收益除以其平均长期预计增长率而得出的股票的市盈率比。市盈率/增长比用来衡量具有不同增长率股票的相似性。该指标将股票的市盈率置于单位增长框架内。

该比例指标使得将股票和一般成长型股票进行比较成为可能(平均增长率股票是成长型股票具有的代表性特征)。它可以帮助分析师判断某只股票的定价是否与其他具有类似基本因素和特征的股票的定价相一致。例如, 如果具有平均增长率股票的市盈率/增长比为 1, 但某特定行业的成长型股票的比值为 0.75, 而该行业某只特定股票的该比值为 1.5, 投资者就可以得出股票定价较高以及对公司期望较大的结论。

投资者频繁凭直觉即时使用市盈率/增长比例。投资者经常会听到这样的建议: 依据市盈率乘数, 投资者的支付不应该超过公司的预计增长。例如, 成长型基金经理“想要拥有年收益增长率高于



市盈率比的股票”。比例1有什么神秘性？图2.1跟踪了1982年6月到1991年6月成长型股票的平均市盈率/增长比。成长型股票的平均价格有较大的波动。比例为1的股票有时预期最高，有时却处于平均水平。此外，投资者应对传道者的“投资法则”持怀疑态度。如果听到基金经理说道“我仅投资于市盈率比小于10的股票”，这是很平常的。该“法则”的基础是什么？当市场的市盈率比为16，而不是偶尔的乘数8时，使用该原则，投资者会选择不同类型的股票。

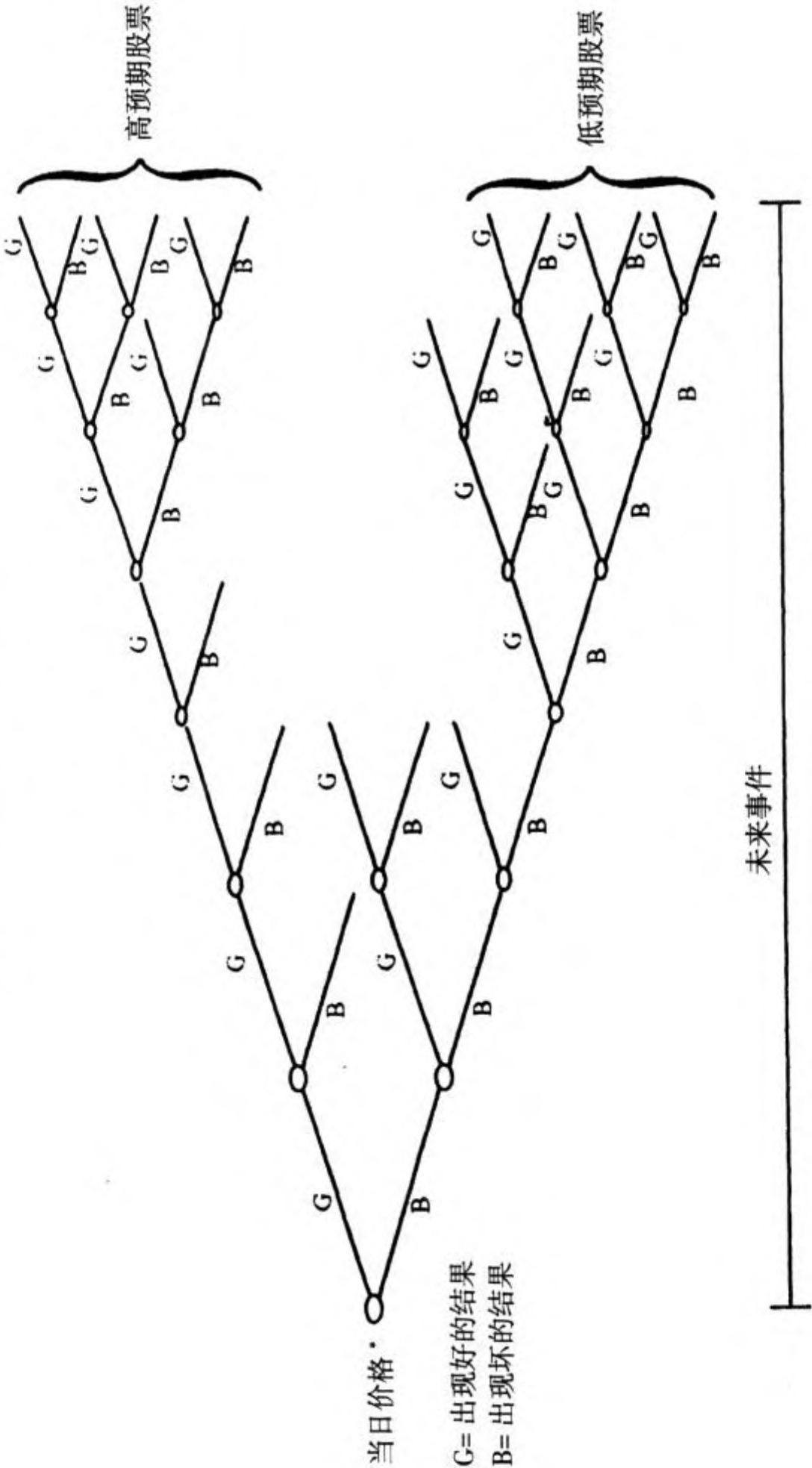
市盈率/增长比是个有用的分析工具，但不能只是偶尔使用。注意该比例的绝对数值往往达不到预计目标。由于建议使用完全投资策略，最好使用相对值。在下一节，该比例被用作确定成长型股票市场预期的量度。

成长型股票假设

对于如何对成长型股票定价的难题，我并没有很好的答案，但是我确实使用市盈率/增长比对成长型股票进行假设检验。假设如下：一些成长型股票估价过高，因此业绩不如其他成长型股票。考虑此假设的一个方法是将其置于决策树（参见图2.2）的结构中，决策树中的节点反映出不同的将来的选择和对应的概率，并且股票的预测价格是基于所发生事件的。高预期成长型股票或者这些具有高市盈率/增长比的股票追随定价树的上部路径。就是说，这些股票的定价反映出将要实现的好的选择。低市盈率/增长比的股票走下部的路径，它们的价格很少反映出好的一面。

研究侧重考察成长型股票在30个季度期的表现。该时期开始于1982年1月1日为起点的季度，结束于1989年6月30日。检验采取单纯的策略，根据市盈率/增长比将成长型股票分成10类。我使用投资组合的方法，因为这样得到的结果比考虑单个股票少一些干扰。正如前面所提到的，分析少数业绩极佳或者极差的股票，

图 2.2 成长型股票定价可能性边界



* 假设有派息, 当日价格是基于将要实现的不同选择预期的未来价格的股价现值。

不是有效的实例。持有多样化的投资组合至关重要。考虑到成长型股票的业绩，使某些股票非常成功而其他股票大败的某些特殊因素往往会掩盖其中的系统原因。

投资组合所占比重相同，并且按季度进行平衡调整。表 2.1 显示出投资 1 美元带来的混合收益（本研究不考虑交易成本）。该表将最后 30 个月的时期分离出来，以判定此现象是否仅仅与 20 世纪 80 年代早期的牛市有关。

低市盈率/增长比的投资组合和较高的相对收益之间确实存在直接的关系。投资组合中的股票若具有最低的市盈率/增长比，该组合的业绩优于指数策略和其他类股票的业绩。相反，高市盈率/增长比投资组合的业绩远远不如标准普尔 500 和其他一般成长型股票。

投资组合是具有最低还是最高市盈率/增长比，其产生的混合收益会有显著的不同。最低投资组合中的 1 美元将涨到 15.36 美元，但最高投资组合却只到 1.38 美元。这些结果不仅仅归结于 20 世纪 80 年代早期的牛市。1987 年后的时期内的收益比较类似，最低投资组合中，1 美元涨到 1.59 美元，而最高的组合仅达到 1.14 美元。由于成长型股票在 20 世纪 80 年代失宠，低预期的成长型股票的业绩很是惊人。大公司收购以及其他因素使价值投资盛行。

具有最低市盈率/增长比的投资组合，具有持续的优秀业绩（参见表 2.3 和 2.4）。最低比例的投资组合，在考察的 30 个季度中，26 个季度的业绩都优于一般成长型股票，有 21 次都优于标准普尔。对于比例次低的投资组合，有 25 次业绩都超过一般成长型股票，22 次超过标准普尔。

表 2.1 投资于市盈率 / 增长比十分位数的投资组合的 1 美元的增长情况

混合收益		
	1982 年 1 月 ~1989 年 6 月	1987 年 1 月 ~1989 年 6 月
1	15.36	1.59
2	6.69	1.42
3	4.77	1.45
4	3.66	1.28
5	3.00	1.32
6	2.02	1.25
7	1.82	1.28
8	1.55	1.30
9	1.31	1.12
10	1.38	1.14
平均值 成长型股票	3.04	1.31
标准普尔 500	3.56	1.43

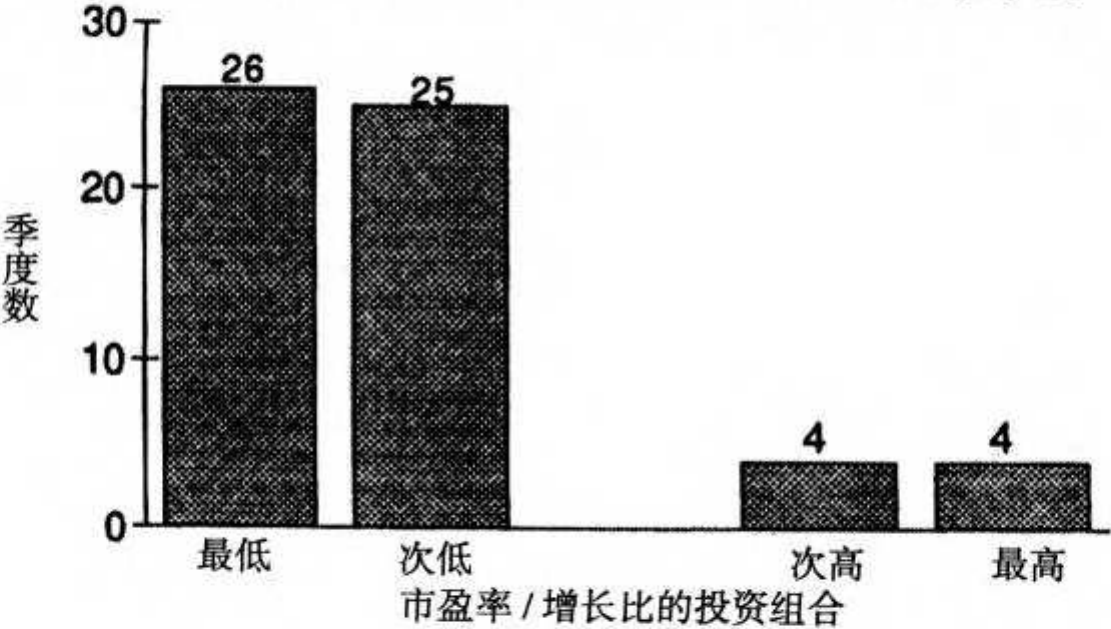
注：具有最低市盈率 / 增长比的投资组合首先列出。

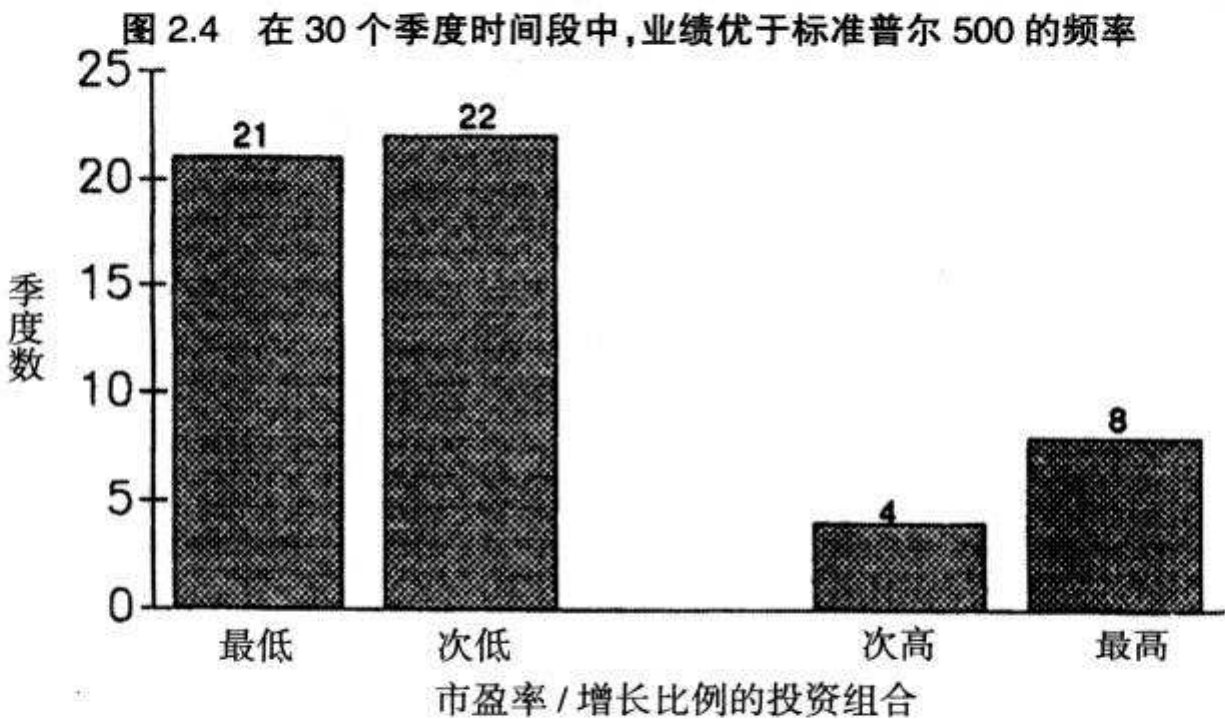
对于具有最高市盈率/增长比的投资组合，其收益显著不同。30 个季度中有 4 次业绩优于一一般的成长型股票，8 次优于标准普尔 500。比例次高的投资组合有 4 次业绩优于一般成长型股票以及标准普尔。

这些结果支持了成长型股票投资的反向策略：低预期的成长型股票优于高预期的股票。迹象表明当前的高价股很容易坠落并烧毁。

在推断这些结果时，投资者仍需谨慎。表 2.1 中反映出的 1 美元收益的增长源于账面投资组合，其中没有考虑交易成本。季度调整是一种高换手策略，并且交易对投资组合业绩有重要影响。

图 2.3 在 30 个季度时间段中，业绩优于一般成长型股票的频率





被忽视公司的异常现象

使用这些关于高预期和低预期成长型股票的结论,我推测出使用“被忽视”成长型股票投资的策略可能会是有利的。一些研究称投资于这些分析师覆盖程度最低的公司(被忽视的公司)可能会获得超额收益。根据这些研究,阿夫纳·阿贝尔和保罗·斯特莱贝尔发现,当控制尺度效应(size effects),并且根据风险因素调整组合收益条件时,仍存在异常的情况。他们将股票分成分别由小、中、大公司组成的投资组合,然后进一步根据分析师覆盖程度情况将每组细分,他们发现每组中都存在被忽视公司的异常现象。在他们 10 年的研究中,他们发现小股的收益最佳,分析师研究最多的小股组合的收益少于平均小股收益的一半。相反,分析师研究最少的投资组合,其业绩显著优于平均小股。

阿贝尔和斯特莱贝尔假定这种异常情况可能归结于研究那些更容易查询的公司的信息时所产生的额外费用。可比较的公司信息越少,投资者越会低估其股票价格。类似的现象是,当消费者知道自己的偏好是低价普通产品还是新的替代品时,他们就会愿意为知名的产品支付更高的价钱。除了名字品牌,他们对其他信息知之甚少,需要进一步引导才会购买。在这里我将确定成长型股票是

否呈现出阿贝尔和斯特莱贝尔所发现的一般股票所具有的形态。稍后我将分开考察分析师的研究和市盈率/增长比，以分析每个因素的影响。

我使用下面的方法检验被忽视公司的成长型股票的异常现象。依据追随公司的分析师数目将所有股票分成 10 类（投资组合所占比重相同，并且按季度进行平衡调整）。分析师研究由向机构经纪人预测服务系统递交评估的分析师数目确定。回忆一下：要想成为成长型股票，至少需要两个分析师对其进行研究。毫不奇怪的是，从此部分研究可以观察到股票数目和分析师研究高度正相关。随着每组分析师研究的平均数目的增加，该投资组合的平均资本市值增加。该关系在整个研究期间持续存在（30 个季度中，根据分析师研究和资本市值，平均和中位斯皮尔曼等级相关系数为 0.73）。由于证券经纪公司总会受到激励去分配其资源，以取得最大化收益，该结论是直观的。这些公司的收益来自交易佣金。由于较大的公司拥有相对较大的平均成交量，经纪人就会指派更多的分析师对其进行研究，对较小公司的研究相对较少。

表 2.2 投资于市盈率 / 增长比各类投资组合的 1 美元的增长情况

	混合收益	
	1982 年 1 月 ~ 1989 年 6 月	1987 年 1 月 ~ 1989 年 6 月
1	4.73	1.36
2	3.46	1.21
3	2.51	1.21
4	2.98	1.32
5	3.08	1.43
6	3.64	1.37
7	2.95	1.35
8	2.18	1.22
9	2.80	1.24
10	2.81	1.40
平均值 成长型股票	3.04	1.31
标准普尔 500	3.56	1.43

注：具有最低市盈率 / 增长比的投资组合首先列出。

表 2.2 表明了对成长型股票单纯采取被忽视公司策略的结果

(忽略交易成本)。研究覆盖程度最少的股票存在异常现象,拥有相对最好的业绩,优于一般成长型股票以及指数策略。在1982年应用此策略所投资的1美元能涨到4.73美元,但要是投资于标准普尔500,只达到3.56美元,若投资于一般成长型股票则仅达到3.04美元。

然而被忽视公司策略在1987后的那段时期并不是最佳的策略。再次将该时间跨度进行分割,以判断结果是否只与牛市早期阶段相关。研究覆盖程度最少的组合业绩不如标准普尔和其他3组,同样此期间大股的业绩优于小股。该时期内的收益也呈现出一定的任意性。

比较单纯低市盈率/增长比策略和被忽视公司策略,可以发现单纯低市盈率/增长比策略具有某种优越性。表2.1展示了根据市盈率/增长比,将股票进行分类所得到的混合收益。市盈率/增长比最低的4组,收益结果明显优于被忽视公司策略下的对应各组收益。相反,市盈率/增长比最高的组合收益最差。就是说,相对业绩和两种策略实行的程度二者间的形态比市盈率/增长比方法更加特别。换句话说,存在更加异常的现象。使用市盈率/增长比策略在1982年投资的1美元在预期不同时涨幅不同,预期最低的组合达到15.36美元,最高预期的组合涨到1.38美元。相反,对于那些最被忽视的组合,1美元可以涨到4.73美元,而对于一般研究覆盖程度的组合,1美元涨到2.81美元。

预期最低的组合,其业绩也优于最被忽视的组合。在30个季度内,预期最低的组合,收益分别超过标准普尔和一般成长型股票的70%和80%;但被忽视的组合在该时期仅仅超过标准普尔60%,超过一般成长型股票73%。

将分析师覆盖程度与市盈率/增长比结合使用

尽管被忽视公司策略并没有产生相对好的结果,我假定将分析师覆盖程度与市盈率/增长比结合使用可能会影响小公司的市盈

率/增长比结果。成长型股票起初根据市盈率/增长比分为 5 组, 每组再进一步根据研究覆盖程度进行分类。组合所占比重相同, 根据季度进行调整。

表 2.3 和 2.4 显示出采取该策略产生的混合收益。收益表明市盈率/增长比最低的组合业绩最好(忽略交易成本)。对于整个研究期间以及 1987 年后的时期, 低预期成长型股票投资组合的业绩优于其他同类股票和标准普尔。最佳组合的收益从 1982 年投资的 1 美元达到 1989 年 6 月的 14.01 美元, 而 1 美元投资于标准普尔仅达到 3.56 美元。市盈率/增长比最高组的业绩一般都是最差的。对于整个研究期间以及 1987 年后的时期, 高预期投资组合的业绩从没有超过指数策略。

表 2.3 从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月, 投资于投资组合的 1 美元的增长情况, 该组合首先根据市盈率 / 增长比分类, 再根据分析师覆盖程度分类

		分析师覆盖程度				
		最高				最低
市盈率 / 增长比		1	2	3	4	5
最高	1	1.53	1.23	1.48	1.14	1.42
	2	1.88	1.81	2.09	1.13	1.78
	3	2.35	2.47	2.48	2.60	2.66
	4	4.65	3.50	3.83	4.04	4.23
最低	5	8.24	14.01	11.78	8.19	10.24

表 2.4 从 1987 年 1 月到 1989 年 6 月, 投资于投资组合的 1 美元的增长情况, 该组合首先根据市盈率 / 增长比分类, 再根据分析师覆盖程度分类

		分析师覆盖程度				
		最高				最低
市盈率 / 增长比		1	2	3	4	5
最高	1	1.16	1.09	1.29	1.00	1.10
	2	1.26	1.46	1.50	1.13	1.16
	3	1.24	1.17	1.29	1.36	1.39
	4	1.41	1.44	1.20	1.47	1.23
最低	5	1.60	1.65	1.78	1.22	1.44

买进具有一些机构支持的低预期成长型股票是值得一试的策略。市盈率/增长比最低的股票组中, 分析师覆盖程度第二高的投资

组合业绩最佳。该组合中股票的平均分析师为 11.2 个,而一般成长型股票的平均分析师为 11.1 个。同样,1987 年后的时期内收益最佳的 3 个组合,市盈率/增长比最低,分析师覆盖率最高。对于这 3 个组合,在 1987 年后的时期内分析师提交收益评估的平均数目分别为:21.7、10.5 和 6.7。由于平均有 6 个或 6 个以上公司向机构经纪人预测服务系统提交了评估,可以说这些组合中的股票是被“发现”了,而不是被忽视了。这些发现也引发成长型股票定价中市场效率水平的问题。

成长型股票首先根据市盈率/增长比分成 5 组,再根据分析师覆盖程度分类,按照这种分类进行分析的问题是是否新事件得到了确认。前期研究将股票分为 10 组,发现低市盈率/增长比的股票组合的业绩超过高市盈率/增长比股票组合。正因为此,如果将股票分成 5 组,并且发现了类似的结果,这也就不足为奇了。

为了进一步强调这个问题,将分组顺序颠倒。先根据分析师覆盖程度对股票进行分类,再将每组按市盈率/增长比分类。和以前一样,投资组合所占比重相同,并且忽略了交易成本。

表 2.5 和 2.6 显示出采取此策略的结果。对于分析师覆盖程度的每组,好的业绩和较低的市盈率/增长比之间存在直接的关系。对于 1987 年后的时期,也具有类似的形态,但关系不是很严密。

首先根据分析师覆盖程度分类的结果就是,可以观察到成长型股票成递增顺序排列。各组分析师向机构经纪人预测服务系统递交评估的平均数目分别为:24.7、13.6、8.7、5.5 和 2.9。这种覆盖的集中程度存在于整个研究期间。此外,研究覆盖情况与每组平均相对资本市值强烈对应,就是说最大的公司得到的分析覆盖程度最高,最小的公司得到的分析覆盖程度最低。

分析师覆盖程度最高的组中,如果在 1982 年将 1 美元投资于市盈率/增长比最低的组合,将会涨到 6.47 美元,而对于标准普尔和一般的成长型股票,1 美元分别涨到 3.56 美元和 3.04 美元。由于分析师覆盖程度最高的股票有近 25 个分析师负责,可以据此做出

合理推断：这些股票的定价应该是有效的，但各组的收益结果却有些让人出乎意料。分析师覆盖程度最高的一组中，高低预期不同的组合，它们的收益不等引起研究的兴趣。在信息有效的资本市场，投资者预计这些研究充分的组合收益应该类似。值得一提的是，分析师覆盖程度最高的一组中的投资组合，在其他市盈率/增长比最低的各组中收益是最低的。最佳的投资组合收益将达到 13.42 美元。

基于公司大小与分析师覆盖程度之间高度相关的事实，本节的一个结论是：低市盈率/增长比投资组合的好的相对业绩不仅仅归结于小公司效应。每个分析师覆盖程度中，较低的市盈率/增长比和好的相对业绩之间存在直接的联系。此外，高预期投资组合的业绩相对于不同的分析师覆盖程度不一定有显著不同。这些发现对于市场效率以及投资者执行贴现的成长型股票策略的能力都有重要意义。

表 2.5 从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月，投资于投资组合的 1 美元的增长情况，该组合首先根据分析师覆盖程度分类，再根据市盈率 / 增长比分类

		分析师覆盖程度				
		最高				最低
市盈率 / 增长比		1	2	3	4	5
最高	1	1.71	1.43	1.75	1.15	1.64
	2	1.75	2.03	1.29	1.50	2.20
	3	1.95	2.14	2.90	2.56	3.17
	4	4.17	3.13	3.33	3.90	5.13
最低	5	6.47	6.67	13.42	7.36	10.40
平均资本市值(百万)		3237	889	488	321	201
平均分析师覆盖程度		24.7	13.6	8.7	5.5	2.9

表 2.6 从 1987 年 1 月到 1989 年 6 月，投资于投资组合的 1 美元的增长情况，该组合首先根据分析师覆盖程度分类，再根据市盈率 / 增长比分类

		分析师覆盖程度				
		最高				最低
市盈率 / 增长比		1	2	3	4	5
最高	1	1.20	1.28	1.18	1.09	1.08
	2	1.10	1.36	1.15	1.21	1.11
	3	1.19	1.22	1.34	1.16	1.33
	4	1.51	1.26	1.35	1.34	1.32
最低	5	1.65	1.67	1.91	1.39	1.44
平均资本市值(百万)		3627	904	581	392	189
平均分析师覆盖程度		25.2	13.2	8.2	5.3	2.9

为了确定使用分析师覆盖程度作为公司大小指标的有效性,我根据资本市值和市盈率/增长比将成长型股票分组。表 2.7 和 2.8 显示出从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月以及 1987 年 1 月到 1989 年 6 月两段时期内,采取此策略投资 1 美元的收益情况。结果和前面讨论的比较类似。在每个资本市值中,市盈率/增长比低的投资组合的业绩显著优于其他成长型股票。

表 2.7 和 2.8 也显示出每组的平均资本市值情况。同时我也计算了基于分析师覆盖程度情况分组的这些平均值(表 2.5 和 2.6)。两者比较发现基于资本市值的最大组实际上要大于基于分析覆盖程度分类的组,然而对于所有其他各组,反过来也是正确的。根据资本市值进行分类得到的最小一组太小(6,500 万),以至于收益很可能是不可靠的。相反,根据分析师覆盖程度分类得到的最小组的资本化水平为 20,100 万。尽管资本市值只有几千万的公司股票可能交易起来比较困难,但是比起买卖规模只有这些公司 1/3 的那些公司股票来说,已经是容易得多了。

对这些因素的分解发现表明,低预期成长型股票投资组合的好的结果不仅仅归结于小公司效应。此外高预期股票的业绩进一步印证了这些股票令人失望的业绩。

表 2.7 从 1982 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据资本市值(公司大小)分类,再根据市盈率/增长比分类

市盈率 / 增长比						平均资本市 值(百万)	平均分析师 覆盖程度	
最高					最低			
大小		1	2	3	4	5		
最高	1	1.53	1.87	2.77	4.32	5.80	3,854	21.4
	2	1.47	1.66	2.19	3.31	8.65	775	13.3
	3	1.15	0.96	2.49	4.11	11.30	337	9.3
	4	2.22	1.16	2.51	4.13	8.92	165	6.8
最低	5	1.53	1.62	2.97	4.20	17.17	65	4.9

表 2.8 从 1987 年 1 月到 1989 年 6 月,投资于投资组合的 1 美元的增长情况,该组合首先根据资本市值(公司大小)分类,再根据市盈率/增长比分类

市盈率 / 增长比						平均资本市 值(百万)	平均分析师 覆盖程度	
最高					最低			
大小	1	2	3	4	5			
最高	1	1.36	1.23	1.22	1.54	1.59	4,298	21.6
	2	1.26	1.23	1.16	1.34	1.63	827	12.9
	3	1.09	1.12	1.42	1.24	1.98	340	8.9
	4	1.27	1.05	1.27	1.38	1.61	162	6.7
最低	5	1.00	1.07	1.19	1.25	1.35	65	4.7

预期收益的假设检验

前面的研究中,我使用追踪收益来计算市盈率/增长比。然而,很多投资者在做出他们的投资决定时使用分析师的预测。现有信息提供了专家对不确定事件的看法。

由于不同公司预计增长的差异,使用预估收益代替追踪收益对定价比例进行分析,投资者可能会得到不同的观点。一些研究表明,分析师对股票未来评估的调整会对股票价格产生重要影响。考虑到对这些股票预期的重要性,这样的新观点对成长型股票的影响可能是巨大的。因此,我使用这些预测对成长型股票假设进行检验。

本节反复使用原始假设检验所采取的方法,但是用预估收益代替 12 个月的追踪收益,其他步骤一样,根据市盈率/增长比将所有股票分为 10 组,按季度进行调整。

对于投资者可能认为重要的预估收益,我试图做出一些现实的假设。正如试图给成长型股票进行定义一样,理性的人对这些关于点估计的假设观点可能是不同的。使用这些数据时,对于使用哪种预测方法,潜在的分歧是不可避免的。尽管存在这些合理的批评,该方法也是值得采用的。

12 月份的财政年度对成长型股票做出的收益预测以下列方式给出。对于 1 月开始的季度,使用当年机构经纪人预测服务系统预测的平均每股收益,从前一年 12 月算起。例如,对于公历 1988 年的

第一季度，投资者将使用从 1987 年 12 月开始的对 1988 年成长型股票的平均预测。此方法的基本原理是投资者集中考察次年(1988 年)的未来收益,并且从 1987 年 12 月开始,对下一年(1989 年)的预测相对较少。对未来的进一步预测往往带有投机性。此外,使用 12 月的数据可以避免预测偏见。

对于 4 月 1 日开始的季度,该比例以当年预测为基础,在 3 月进行修改。选择此预测数据的原因在于分析师一般对近期的预测比未来一年的预测有较高的信心。使用 3 月修改的信息是现实的,因为它反映出该年前几个月内市场信息汇集条件下的增长情况。第三个季度使用 6 月更新的该年度预测数据。最后一个季度,研究将考虑本年度和下一年度 9 月进行的年度预测。每股收益预测以这两个预测所占比重相同的平均值为基础。此方法反映出当年的预测大部分已经完成,并且投资者对次年的预测越来越关注。

对成长型股票假设的检验采取单纯的策略,将成长型股票根据市盈率/增长比分为 10 类。本研究中所使用的收益点预测最适合以 12 月为财政年度的公司,因此本分析仅仅包括那些以 12 月为结束月的公司。

表 2.9 展示了采取此策略投资的 1 美元的混合收益。市盈率/

表 2.9 根据预期收益,投资于市盈率 / 增长比各组投资组合的 1 美元的增长情况

	混合收益	
	1982 年 1 月 ~1989 年 6 月	1987 年 1 月 ~1989 年 6 月
1	5.04	1.60
2	3.46	1.38
3	3.19	1.35
4	2.63	1.27
5	3.20	1.28
6	2.86	1.39
7	2.32	1.30
8	2.60	1.30
9	2.64	1.32
10	2.24	1.36
平均值 成长型股票	3.04	1.31
标准普尔 500	3.56	1.43

注:具有最低市盈率 / 增长比的投资组合首先列出。

增长比最低的一组,其业绩优于其他各组 and 标准普尔;比例最高的投资组合业绩最差。1982 年 1 美元投资于市盈率/增长比最高的投资组合,将涨到 5.04 美元,而对于一般成长型股票为 3.04 美元,标准普尔为 3.56 美元,比例最高的组为 2.24 美元。

然而,相对于使用跟踪每股收益(表 2.1)方法的收益情况,这些结果令人失望。使用追踪收益时,较低的市盈率/增长比(低预期的股票)与好的相对业绩之间存在直接的联系,但是使用预测数据时,这种关系并不明显。尽管在最低和最高比例组内,成长型股票的假设得到了支持,其他各组的混合收益似乎具有任意性。此外,预期最低一组(根据预计收益研究)的投资组合,其收益超过采取标准普尔 500 指数策略所得的收益。

1987 年后的时间内的收益情况类似于整个研究时期。预期最低一组的业绩优于一般成长型股票,市盈率/增长比最高的投资组合一般业绩最差。此时期内较低的市盈率/增长比与好的相对业绩之间不存在直接的联系。

本研究使用预计每股收益,所得结果支持成长型股票假设:对于成长型股票投资采取反向策略,结果最好。市盈率/增长比最低的组合,其业绩优于一般成长型股票,而市盈率/增长比最高(高预期的股票)的投资组合,其业绩不如其他投资组合以及一般成长型股票。然而,这些结果不如使用追踪收益所得到的结果那样明显。这些结果同时缺乏持续性,好的相对业绩与较低的市盈率/增长比之间的直接关系也不像使用追踪收益研究的结果那么明显。

对于使用预测数据进行检验得到的相对不好的结果,可能是由于如下因素。首先,对于投资紧密关注的收益预测,我所做出的假设可能是错误的。另一个更有趣的原因在于分析师所做出的乐观性预测可能对各组的排列顺序产生重要影响。例如,如果根据跟踪的每股收益,某股票位于市盈率/增长比最高的一组,并且如果相对于一般成长型股票,分析师对未来一年的每股收益增长预测显著高于一般水平,那么该股票将移动到较低预期的一组(假设这些组

内其他股票具有平均的每股收益增长),排列顺序的重组可能会使市盈率/增长比相对低的股票退出低预期成长型股票组合的范围。以追踪收益为基础的比例可以更好地捕捉高低预期成长型股票的排列。

为了检验排列顺序的假设,我计算了斯皮尔曼相关系数。计算结果决定了以市盈率/增长比为基础的股票排序之间的相关性,该比例通过每个季度内追踪收益和预测每股收益两种方法得到。3个季度平均相关系数为0.54。这些发现支持使用预测每股收益可以显著影响排列顺序的结论。

总 结

值得一提的是成就巨大并且利润丰厚的大公司可能并不一定是最好的投资目标。它们的价值可以反映出发现癌症新药、维护世界和平和平衡联邦预算等情况。一些研究的实证检验结果表明,高预期股票业绩令人失望,预期较低的股票具有相对好的业绩。这些结论不受小公司的影响,若将成长型股票分成不同规模的5组,结果是类似的。每个分组内都存在异常现象。

市盈率/增长比对于评估成长型股票是有价值的工具。因为它帮助衡量已经归入股价的增长部分,它是比较增长速度不同的股票的标准。使用灵活是市盈率/增长比的重要优点。比例越容易计算,越可能得到应用。该比例可以用来确定某只成长型股票是否具有相对高的预期。值得一提的是,以追踪收益为基础的比例,比以预期收益为基础的比例,能更好地捕捉市场预期。本研究的原则是,如果市场对某股票的定价依赖于有利结果的预期,投资者适合采取反向策略。

该方法的另一个优点在于不依赖预测技巧。该方法认为公众预测能力欠缺,并且了解自己所不知道的信息是值得的。

观察成长型股票假设的一个方法是：通过购买财务健全、预期较低的成长型股票，投资者接受市场所给与的投资机会。考虑足球的类似情况：一个队员进攻，争球线上有 8 个队员防守，此时运球是愚蠢的。如果试图传球，获得长传，或许好情况发生的概率将更高。买进高预期成长型股票等于进行防守并进行强侧跑动。几次尝试之后，队员会被迫踢悬空球。

第3章

市场预期以及市场 对新信息的反应

MARKET EXPECTATIONS AND RESPONSES TO NEW INFORMATION

虽然市盈率/增长比对于分析成长型股票的估价是有用的工具,但是完全依靠该比例的投资策略并不是最佳的策略。投资者可以使用此基准来获取有关某只股票相对于其他成长型股票的估价和市场预期方面的同时性分析,但是在为投资组合选择成长型股票时,投资者必须考虑一些其他重要的因素。

公司市场评价的长期前景是分析过程中要考虑的重要因素。股票的历史定价可以给出一些目前市场对公司前景的观点。此外,意外收益和对预测收益的调整也是整体分析的重要部分。由于意外的收益或者对预测收益调整的评估成为了市场信息集的一部分,这样价格就会发生明显变动。市场对令人失望的预期的反应是迅速且剧烈的。有趣的是,有证据表明意外收益和收益调整是可以预测的,并且意外收益的影响也并不一定会立即反应在股票价格中。

投资者知道,内幕人士比公众拥有更多有关公司及其公司前景的信息。分析管理层信息和行动的含义称为信号理论。解读上市公司发布的信号在某种方面类似于应用博弈理论。内幕人士的动机与投资者的动机不完全一致,并且考虑到他们之间信息的不对称,公司所有者密切监视管理层的公众活动,这对公司的财务或者福利产生重要影响。市场参与者听取管理层对其决定的解释,然后参与者再考虑行动之间的分歧。有时,投资者对特定的公司行动的理解与内幕人士的解读是显著不同的。

历史定价标准

了解某只股票的前期估价是投资分析的重要部分。历史定价模式使投资者能够将估价标准规范化,并且确认股票当前定价是否反映出高预期。历史观点使投资者得以知晓市场通常是如何对公司股票进行估价的。

信息服务,如 Value Line 和 DAIS,提供了前期估价标准的数

据。使用市盈率、收益或者价格-销售额比等参数,投资者就可以对市场在过去的 5 到 10 年里对某只股票的看法进行分析。投资者进行此分析可以采取绝对比例的形式,也可以采取相对于标准普尔或者一般成长型股票等基准的形式。

起初,投资者可能会考察某一时期内股票的高、中、低估价,并且将这些估价与当前价格进行比较。价格范围通常反映了股票的波动性。如果股票的定价接近上限,市场对公司的期望比平时要高。反之,定价接近下限,表明预期较低。

考虑 International Widget 的例子,由于该公司医用催化剂的生产在世界市场处于领先地位,该公司被公认为是成长型股票。在过去的 10 年里,Widget 的股权收益处于上市公司中的最高一组,其销售额和收益增长速度超过其他成长型股票的 30%。华尔街分析师预测公司会拥有持续的业绩。

表 3.1 International Widget 5 年期估价基准

	高	低	中	当前价
面板 A:绝对值				
市盈率	22.0	10.0	15.5	19.0
市盈率 / 增长	1.8	0.6	1.1	1.5
收益	3.1	0.4	1.8	0.9
价格 / 销售额	2.3	1.1	1.5	2.0
面板 B:相对于标准普尔				
市盈率	1.6	0.8	1.1	1.2
市盈率 / 增长	1.4	0.7	0.9	1.0
收益	1.0	0.2	0.4	0.3
价格 / 销售额	1.1	0.6	0.8	0.9
面板 C:相对于一般成长型股票				
市盈率	1.4	0.6	1.0	1.1
市盈率 / 增长	1.3	0.6	0.8	0.9
收益	2.1	0.5	1.4	1.2
价格 / 销售额	0.9	0.5	0.7	0.8

表 3.1 展示出市场是如何对公司优秀业绩进行定价的。面板 A

反映出过去 5 年内相对于高、中、低价来讲股票的当前价格。以 5 年为限的好处在于它可以给出很好的历史定价信息，同时又不会过分依赖于有关公司的陈旧观点。较长的时间跨度反映出的信息可能没有什么意义。10 年前，市场对某公司或者某行业的前景可能会有完全不同的观点。此外，随着公司和行业走向成熟，公司业绩可能与 10 年前的业绩关系不大。

从该表可以明显看出，International Widget 在过去的 5 年中的定价接近上限。International Widget 的市盈率在过去的 5 年里超过平均值的 20%，并且接近最高水平。其平均市盈率/增长比为 1.1，而基于目前价格得出的比例为 1.5。该股票 0.9% 的相对较低收益与相对较高估价一致。

面板 B 和 C 跟踪了与两个基准相一致的公司定价。面板 B 用标准普尔代表市场，面板 C 使用一般成长型股票。“一般成长型股票”这一术语说明了成长型股票的一般特征。对这些面板的分析可以揭示出 International Widget 与正常定价更接近，这一结论不能根据绝对参数分析得出。

与一般成长型股票相比，Widget 的市盈率/增长比的贴现部分小于通常水平，这与高于通常水平的定价相一致：Widget 目前的市盈率/增长比是 0.9，而 5 年的中值为 0.8。其他的基准具有高于中值等量的溢价，但若以百分比形式给出，它们仍小于绝对值比较所得到的溢价。在相对于一般成长型股票的定价问题上，面板 C 得出类似结论。

从这些面板中所得到的不同观点反映了市场高于正常水平的定价。虽然 International Widget 绝对价格看起来很高，其相对价格符合过去 5 年的一般定价方式。

图 2.1 的曲线图跟踪了成长型股票在 1982 年 6 月到 1991 年 6 月之间的平均市盈率/增长比。它表明一般成长型股票的平均市盈率/增长比在此期间有所增加。这一增加解释了定价的区别。该增值是否有所保证的问题很大程度上是无法回答的，并且显然也超出

了本书的研究范围。

绝对价格高不足以构成卖出股票或者投资组合的充分理由。显然,很多因素保持市场或者成长型股票的价格高于正常定价水平。股票或者市场的收益或者销售额可以立即加速它们价格的下降。国际贸易壁垒、利率的降低或者国家间敌对状态的缓和都可以解释市场价位为何高于历史水平。持续的低利率以及稳定增长的非通货膨胀的经营环境是股票高于正常水平的理想状况。

特别地,比起其他多数股票,成长型股票对利率变化的敏感度更高。成长型股票预期收益或者股息的贴现率对当前价格有重要影响。例如,为了简便,假设某成长型股票为永久增长的年金,价格公式为: $P = \text{当前股息} / (r - g)$ 。如果某股票的股息为1.5美元,增长率 g 为12%,合理的贴现率 r 为14%。根据这些数据得出价格为75美元。贴现率降低50%将使价格变为100美元,增长33%。增长速度较慢的公司对于利率的削减,增值不会这么多,利率的增加也不会使其价格降低很多。如重复上面的例子,将预计增长率修改为8%,其正常价值为25美元。利率降低50%使股价上涨9%。因此利率的波动对成长型股票的定价有重要的影响。正如本例子所显示的,比起增长速度较低的股票,成长型股票对利率的敏感度较高。

图2.1中向上倾斜的线显然不会永远持续下去。但是投资者不能单纯根据该线的方向可能变化这样的预期就卖出投资组合。预计该线何时变平或者甚至向下倾斜,本质上是市场时间选择问题。正如前文所讨论的,要想从预测市场方向的尝试中获利,投资者几乎需要是无所不能的。完全知晓市场转折的信息将会带来相当丰厚的回报,但是多数人仍偏好于“买进并持有”的策略。

依我看来,虽然这个结论有些令人不安,但该策略的好处在于满足了投资者对安稳睡眠的需求。因此,投资者应该根据他们风险容忍程度调整其资产组合。一些人建议采取动态调整战略。在资产组合的反向策略中,投资者将资金从近期业绩良好的投资中撤出,投资于业绩不佳的股票。此策略的结果就是,投资者的股票投资组

合或者不同股票资产类别,每年都得以调整,这样投资于股票的资产始终占总资产的适当比例。投资者可以轻松将此策略应用于资金的多种股票投资形式中,使暴露在股市部分的资产保持在希望的水平。

股票历史价格的信息虽然有用,但也存在一些缺点。绝对和相对定价基准都存在的一个缺点就是它们对非周期性公司给出的信号较为清晰,对周期性公司来说,信号较模糊。随着经济周期达到高峰,周期性公司的收益和销售额将会达到最高水平。它们的定价将因此处于谷底,并且它们的股票显得比较便宜。然而,在收益和销售额高峰买进这些公司的股票,一般不会是有效的策略。

当经济即将走出衰退时,这些股票价格似乎是最贵的,但经历了经济谷底之后,这些股票一般具有较高的相对业绩。这些用于周期性股票并违反直觉的策略是逢低买进原则的明显例外。因此,对于这些对经济周期较为敏感的股票,意外收益和收益调整的方向和程度一般是更为有用的指标。

意外收益和调整

影响市场的一些最重要的事件就是意外收益。当公司宣布的季度收益报告显著不同于预期时,这些意外事件就发生了。当公司要员通知分析师或者公开宣布华尔街的预测不准确时,也会出现类似的现象。

收益公告是管理层向投资者就公司市场营销情况做出的定期报告。这些数据的发布减轻了内幕人士和投资者之间信息的不对称现象。一些研究表明,股票可以迅速消化这些新信息。意外的好坏与股票后续的业绩之间存在强烈的正向关系。如,International Widget 报告称其第三季度的收益为 1 美元,而分析师的一致评估却为 0.8 美元,那么该意外收益就是积极的。市场对其的反映一般比较有利。此外,信息出乎意料之外的程度和股票后期相对业绩存在

较大的关系。就是说，如果一家公司的意外收益如果比其他公司大，其股票收益相应地也会增大。

然而，价格并不是完全同时进行调整的，一些人发现围绕收益报告的公布，短期会有优秀业绩产生。敏锐投资者也许能够根据意外收益及时行动进而获利，并根据最新的市场信息调整投资组合。

同时也有证据表明意外收益可能并不是偶然事件。它们可能是序列相关的。本季度具有负面意外收益的公司更有可能在下一季度出现同样负面的意外收益。同时也会出现一些信号，能够增加意外收益出现的概率。分析师做出调整的方向与未来收益报告的潜在意外有很大关系。例如，如果一些分析师提高对公司的预测，很可能在下一个报告期出现积极的意外收益。

除了预测能力之外，收益调整本身也是很重要的。分析师可能根据收益公告和其他媒介提供的信息对股票后期收益预测做出调整。一些研究发现，分析师的预测要优于源于时间序列数据的预测，投资者抛开旧的未更新的预测信息就可以提高预测准确性。现在来看看1991年12月的一个例子：Acuson的股价跌了4.625，达到28.625，交易量为160万，而平均日成交量为155,000。摩根斯坦利分析师保罗·布鲁克将对该医疗超声成像设备生产商1992年的收益预测从每股2美元削减到1.77美元，部分原因在于公司计划增加研发支出。随着投资者重新对股票进行评估，市场对新数据的消化可能产生重要影响。高预期成长型股票以及很少有分析师跟踪研究的股票对收益评估负面调整尤其敏感。

一项有关收益调整重要性和影响的研究得出如下结论：收益预测的调整会影响股票价格，并且价格效果是调整量的函数。然而，价格消化信息的过程很慢。奇怪的是，伴随调整而产生的异常收益按照调整方向持续6个月。这些发现暗示，正如意外收益一样，当收益调整公布之后，投资者应该根据调整信息采取行动。利用此股价的无效率事例对投资者是有利的。

值得一提的是，分析师经常在当日对其评估进行反向调整，他

们一向对自己的预测过于乐观。1980年1月到1991年6月这11年半的时间里,向机构经纪人预测服务系统提交的分析师中,每一个上涨调整平均对应1.5个负面调整。为了剔除不必要的交易,投资者应该集中考查收益调整的趋势,而不是审查每个调整。交易成本对基金经理的业绩有重要影响,因此投资组合的换手率应该保持最小。

由于这些收益调整通过不同的机制转化成市场信息的一部分,成长型股票因此对预期的调整极为敏感。这些股票的定价根据将来事件预测出来。如果初期预测过于乐观,股价将会下跌,以反映出新的信息。反过来说,如果公司前景看好,情况一样。如果收益公告明显不同于市场预期,一天内成长型股票资本市值变化15%或以上是很正常的。

根据我对高预期和低预期成长型股票的研究,投资者可以通过买进具有积极评估调整和意外收益的低预期成长型股票来增加收益。“当分析师提高他们的预测利润时,他们还会这样做。并且毫不奇怪的是,收益评估增加的公司,其业绩倾向于优于其他公司。”而且,“充分的实践经验对该观点给与支持:近期,分析师增加收益评估的股票倾向于产生异常收益。”

相反,应该避免购买或者应该卖出这些具有负面调整的高预期股票。这两个因素的结合,情况就是危险的。高预期成长型股票没有失望的余地。对公司做出的负面收益调整表明权威人士正在重新对未来事件的预测进行修正。收益预测的降低强烈表明对公司未来几年竞争地位的前期预测过于乐观。简言之,分析师就高预期股票发出的这个信号意味着“走开”!

收益操纵

意外收益以及它们对股价的影响在20世纪60年代首次在学术界予以讨论。雷·鲍尔和菲利普·布朗发现收益意外以及股价在

公布之日的变动是正向相关的。很多后续研究确定该现象的存在。投资者现在更加意识到这些预料外事件的重要性。

由于意外收益的效果已众所周知,并且大多数分析师会针对收益预测与管理层商议,这样就产生了一个有趣的问题。管理层,作为效用最大化之人,总会想要做比华尔街分析师的报告好的收益报告,因为这些评估是上市公司的可获得数据。对于该假设也存在传闻证据,并且一些观察者称有些公司提供不真实的低收益引导,仅仅是为了提高正面意外收益的概率。其他因素一样时,管理层偏好分析师提高收益预测而不是降低预测。如前文所讨论的,收益调整会影响股价。管理层因此有动机向分析师提供保守并且较低的评估,随后告诉分析师业绩比预计得要好。推销员和分析师并不反对这一做法,因为人们喜欢传递给客户好消息。经纪人同样也喜欢使用这个“新”信息,作为获得佣金的机会。

很多因素构成公司管理层关注股价的强烈动机。管理层一般拥有公司的期权和股票,所以他们具有直接的个人利益。他们也肩负着股东的责任。此外,在美国以及其他国家,公司掌控着灵活的市场。对应较高预期估值的持续低股价使其他人有动力去挑战公司的领导权。对于业绩不佳的上市公司,代理之争或者收购提案是司空见惯的事情。内幕人士同样在意其声誉,他们不想让人们看见自己管理的公司不能发挥出潜力。

考虑到意外收益和股票业绩之间的关系,管理层至少需要关注意外收益。其次是最小化负面意外,最大化正面意外的动机。我的意思并不是说所有公司都要操纵收益。对于一些公司来说,即使他们很想,但做起来很难。例如,采掘行业的公司,其收入取决于产品的价格,而公司对产品的价格没有影响(假设不存在售出期货的情况),该公司就没有会计手段来减少收益变动。

然而一些公司确实具有从持续经营中操控或者调整报告收入的能力。华尔街喜欢看到显著并且平稳上升的销售额和收益图形,这已不再是秘密。然而,并不是很多公司都会以两位数速度增长。

尽管人们渴望简单和有序的状况,老天很少满足他们这个心愿。

此外,公司可以管理收益,并且仍能完全符合普遍接受的会计法则。虽然管理层分配公司的资产以最大化股东价值,收益管理绝不是不道德或者错误的。然而,可能很少有理想的时机来管理公司,以获得稳定和持续的收益增长。

这里讨论中出现的一个疑问是:如果公司的管理以能够调整公司收益而著称,一旦该公司经历收益下降,这对于公司达到未来收益预期的能力意味着什么?可能这样说比较合理:此情况下,管理层已经黔驴技穷了,此时公司面临挑战。对于公司的未来业绩,不确定性同样也有所增加,这样分析师的预测也越发不确定。这种不确定可能会给股票价格带来影响,因为投资者可能认为该股票更具风险。事实上,一些基金经理将负面意外收益视为公司无力经营的标志,并且通过卖出持有的该公司股票来对公司失望业绩做出反应。由于分析师一般会与内幕人士就其收益预测商议,这一有关管理层管理能力的指示性观点具有直观吸引力。

如果几个时期以来收益增长显著超过销售额增长,一旦公司管理其收益,此时投资者应该尤其注意。此情况表明收益增长来自利润扩大或者通过降低成本带来的经营效率的增加,但是每股收益增长模型在长期难以为继。它们是优秀业绩的很好来源,但并不是收益增长的动力。

给投资者的信号

尽管针对上市公司是否操纵收益的问题存在争议,投资者确实知道在其目前和未来前景的问题上,市场信息与公司官员的内幕信息之间存在缺口。差距的大小有时可能成为股东诉讼的对象。一些公司的公告对公司股票价格有重要影响。内幕人士就股息、资本需求或者管理混乱等问题的交流可能有重要的含义。评级机构是有关公司重要数据的另一个来源,尤其是关于公司还款能力方面

的信息。监视管理层的业绩成本较高,因此,投资者可以通过关注公司发布的信号这一节约成本的方式进行。

通过会议、与分析师交流或者公开宣布的方式,管理层可以传递信息,使市场预期更加接近公司管理者的期望或更贴近现实。正如前文所讨论的,公司总会有动力来避免令市场预期失望的结果出现。然而,当公司不得不降低预期时,通常最好的办法是内幕人士立即行动,这样他们就可以维持在投资者和分析师中的信誉。

来看一下 Mobil 公司是如何弥补管理层和市场参与者之间的信息缺口的。它于 1991 年 12 月 18 日在华尔街日报上刊登广告,标题为“Mobil 将 1991 年资本预算降低 10%”。文章部分内容如下:“虽然我们公司长期前景看好,但是目前石油行业处于困难期,为谨慎起见,我们推迟一些投资项目……新年在即,我们将继续发挥公司优势,争取在所擅长的领域和业务上有所增长。通过将公司做强,并与投资者分享收益,我们为股东创造了价值。”

相反,1992 年华尔街日报上有一篇文章,名为“一些生物科技公司擅长技术发展水平炒作”。文章指出一些公司突显好消息,对于困境却很少预先提出。该行业很少有公司拥有很多完全被认可的产品,很多都不能盈利。但是,一些公司却有忙碌的投资关系部门:“新闻报道打探出所有事情,从研究调查到新的生产地址。并且一些股票分析师和投资者称时常会看到夸张的新闻报道,夸大生物科技公司下跌的股价,根本不能揭示那些使股价下跌的重要的坏消息。”

减少管理层和市场参与者之间的信息不对称,可以降低公司的资本成本。公司股票的流通性也可以根据增加的消息发布而得到加强。当造市商不再担心交易商可能拥有内幕信息时,大宗交易的市场影响就减弱了。当大买家或者卖家要求立即交易低流通性股票,而这种股票的前景又具有很大不确定性时,交易员就变得比较激动。

从这些信号可以得出清晰的结论。穆迪或者标准普尔的提升信

息显然优于反面信息。首次公开发行之后,打开市场以获得额外资本是在发出一个负面信号。当公司宣布二次发行时,平均收益会损失预计收益的 31%,而且有关公司没有在发行中获得现金的问题(就是说,内幕人士获得了销售的所有利润)会使公司价值减少预计收益的 78%。此外,公司在决定发行额外股票时,要掌握市场时机。股票发行一般伴随着市场或者股价的上升,因此投资者会担心选择偏见问题。

结果是,公司有动力在适当的时候公布发行公告,以最小化内幕人和市场之间的信息不对称。投资者要综合考虑发行中的选择偏见问题,并且要判断是否要与内幕人士一致,站到交易的另一边。交易各方不确定性的降低可以使公司发行得到更好的价格。为了消除这些担心,发行公告集中在季度收益发布和年报发行期间。个人责任构成内幕人士在这些主要公告日做出公布并完成交易的另一个动机。市场对二级公告的负面反应随着公司上一次重要信息的发布开始增加。这一反应与投资者因信息不对称的扩大而要求高风险溢价的行为是一致的。

公司资本需求或者资源分配相关的信号对股价有重要影响。“现金流出(股票回购和股息增加)被视为股价上涨的积极信号。相反,如果公司需要股市的现金流入(通过发行或者减少股息),这会被理解为是负面的信号,会导致股价下跌。”这些结果具有直观性,投资者偏好能够增加其投资回报的行为。

公司如何将资本返还投资者同样重要。所有的方法都不是平等的。股票回购优于现金股息公布之处在于即使这些项目的实质是类似的,股票回购时,股东和公司都不用支付所得税。此外,公司也可以使用税收优势的借入资本来为回购提供资金(公司未使用的负债能力是经常被忽略的有价值资产)。因此,投资者可以合理地推断出,回购是公司向股东派分现金的更有效方式。

正如前文所讨论的,回购公告伴随着异常积极收入已不足为奇。然而,公司得到股票的方式却是重要的。公开市场回购得来的

平均公告收入为 2.3%，来自减价拍卖的收入为 7.7%，来自固定价格要约的收入为 11.9%。市场对这些不同的公司决定的反应透露出这些行动的相关信号。由于减价拍卖或者固定价格发行时，价格位于股票当前市场价格之上，这些回购公告给出管理层认为股票低估的信号。值得一提的是，这些行动往往伴随着相对不好的业绩。固定价格发行给出相当明确的信息，这是因为对于出价的人来说，虚假信号的成本是很高的。如果公司价格确实没有低估，内幕人就是在将资金转移到其他股东。公开市场回购公告的一个相对缺点在于不够确定，而出价确实是实盘。对于何时进行公开市场回购以及公司怎样执行该决定，管理层一般有不同的考虑。

公司知道市场对股息减少的反应，因此非常不愿意迈出这一步。一些公司已经在一段持续的时间内使用现有的负债能力来避免减少股息，股息是不能通过操作现金流来达到支持的。公司不能无限制地卖出资产或者借款来维持对股东的支付，此外，当股息减少时，这表明公司的经营环境十分不利。

公司管理问题本身也是很重要的，它们也可以给投资者提供一些信号。责任管理层受到阻碍或者使公司控制难度增大等方面的提案对公司所有者有负面的意义。例如，“绿票讹诈”支付或者选股回购就有负面宣传效果。

此外，州收购法案的有关条款也会降低公司的价值。在该领域，各州的态度比联邦政府更加激进。某个州的大雇主一般可以从可怜的立法者那里得到发言权。“不少例子中，州公司法都是为了迎合某个单独公司的需求而更改的。华盛顿保护波音公司；马萨诸塞迎合诺顿公司；宾夕法尼亚州掩护阿姆斯壮世界工业公司。”一些争论称，上市公司利用其影响力促使各州就公司控制法彼此竞争。通过修订州法律来加强管理层抵御不必要起诉者的管理地位。由于这些法律对股东不利，我认为舆论和资本竞争的市场是解决这些立法和法院问题的有效场所。股东广泛分布于整个国家（实际上分布于整个世界），因此要他们集中起来有效挑战这些法律几乎

是不可能的。

繁琐的毒丸收购防御计划 (poison-pill takeover defenses) 的实行也具有负面信号的效果。公司章程的修改有很多不同形式,但是它们一般都致力于使恶意收购更加困难,修改的实行无需股东许可。这些名副其实的防御对于上市公司来说越来越普遍。关于毒丸计划的争论是它们消除了恶性二级要约收购,一些人认为这是强加于人的。这些修正理论上可以使董事会与收购方达成更好的交易。另外,其他人认为毒丸计划仅仅会阻碍责任管理。

有关公司做出这样修改的研究发现,这些公司通常有针对二级要约收购的保护措施,多数是独立董事,并且内幕人拥有 3% 的股票。各种防御措施的实行一般会引发明显的负面反应。公布采取毒丸计划的效果对于收购目标公司来说一般是负面的。当采取这些防御措施来挫败收购提案时,这些公司平均都会经历 14.4% 的市场调整性下跌。研究称,当采取限制性毒丸计划时,这些行为中有证据支持管理壁垒假说。由于州收购法律的存在,股东对这些公司行为没有任何追索权。但是,如果另外一个股东质疑对公司章程所进行的限制性毒丸计划修改,其他股东支持其行为是值得的。

股票拆分和股息似乎也传递着一些信息。从经济方面看,这样的公司宣言应该对公司价值没有影响。当 150 美元的股票宣布 3 对 1 拆分时,3 只新股在理论上价值为 50 美元。然而,在拆分公告日会产生正面的异常收益。需求更鲜明的姿态可能是公司行动背后的驱动力。“知道‘好消息’的经理有动力去吸引证券分析师的注意,这样他们就可以发现这些好消息,并且将这些好消息通过收益预测告知客户。”内幕人拥有的有关未来收益的数据可能优于目前的预期。拆分和未来预期收益之间的关系表明股票拆分公告是该信息的信号。

公司重组公告是信号理论研究的领域。“尽管听起来比较残酷,大规模裁员、销账或者重组等公司公告通常会使公司股价飞涨。但是‘剔除公司脂肪’能否真正提高公司利润,并最终实现更高

的股价？最近研究表明一般情况下，答案是否定的。” Mitchell 公司的研究指出，考虑到 16 家公司的业绩，投资者在预测结果时应极为谨慎。但它确实引发一些有意思的问题。某些情况下，尽管其领导和决定导致了重组，同样的管理团队仍然掌权。他们的工作业绩能比以前更好么？其他情况下，由于老路不是最好的，新的管理层转向新的方向。规模缩小和“新策略”对公司的成长、资本结构和风险态度有什么影响（重组也是值得一提的，因为它们有时和“洗大澡”有关。这一问题在下一章予以讨论）？

这里在讨论不同的公司行为的信号效应时，必须认识到管理层通常知道不同决定所能产生的信号。一旦关于公司行为影响的研究在主要学术刊物上发表，管理层至少会意识到其行为所产生的信号效果。当管理层知道市场的反应是他们需要避免出现的时候，投资者可能花上几个小时来分析公司为什么会决定这样做。通常这就是完全投资的时机了。例如，为什么公司管理层明明知道他们将不久就要发行股票来为新项目筹集资金，而偏偏要提高股息呢？

更新市场信息

市场参与者感兴趣的信息，如收益意外和调整，会经常发布。公司公告以及一般经济新闻的传递是其他有用信息的两个普遍来源。投资者随即分析新信息的重要性，并且考虑调整投资组合。了解传递新信息给股市参与者时所采用的不同技术是很重要的。

市场信息得到更新来整合调整的预期和预测的方式在过去几十年里不断变化。传统上，证券公司的销售人员起着门卫的作用，限制公司的调查被传播到客户那里。随着分析师调整他们对所跟踪股票的观点或收益评估，公司的销售人员将忠实地将该调整转告消费者。数据通常在市场开盘前传递。由于世界上的投资公司几乎是同时获得该信息，该信息是否仍有价值是比较值得考虑的。但

是市场对调整和意外信息的反应表明其价值或重要性不是同时反应在股价上。

投资数据通讯如此发展,减弱了销售人员的能力。集中控制的传真已经代替了晨呼。首次呼叫(First Call)是基于个人电脑的产品,作为“卖方”公司发布分析调查的公告栏。它向基金经理提供了关于评估调整和其他相关信息的及时数据,该服务无需与销售员接触。投资管理公司必须注册,遵守提供信息公司的规定,以便直接进入该系统并获取其分析(打印版报告在几天后送达)。维持“许可客户地位”需要大的基金经理支付相对少量的佣金。

很多成长起来的公司不仅提供交易执行服务,而且不需要支付较高的股票调查经费。这些公司的佣金一般较低。传统的全方位服务的经纪商的生意输给了这些廉价的替代公司,因为投资经理最小化交易成本的动机强烈。作为反击,全方位服务经纪商试图通过“软性成本”安排来增强客户的品牌忠诚度,通过此安排,基金经理通过佣金向指定研究服务支付,而不用与公司的分析师接触。

其他信息服务以有效的回应方式传播华尔街的研究。扎克斯投资研究所和机构经纪人预测服务系统从投资分析师那里收集财务信息数据。这些服务的注册用户可以轻松确认市场平均预测的调整。收益预测只是这些服务提供的众多项目中的一个,它们也计算当日意外收益的数量和方向,通过传真或者电子方式将信息传递给注册用户。

经纪人对他们的信息流动失去了控制,而且面临着顺风车的问题。除非公司拥有良好的交易状况,否则投资公司总有动机只支付所需的最低水平的佣金以获取其研究服务。执行成本对投资经理来说至关重要,不容忽视。大公司的基金经理也争辩称,他们向小公司提供补贴,这样信息的获得就是平等的。很多研究表明,投资银行做出的收益预测数据是市场信息的重要组成部分。判定这些公司如何以及为何放弃这些有价值的信息产品是很有趣的。

对于经纪商来说,区分他们的服务不是件容易的事,因此,他

们的股票部门将继续在竞争性环境中经营。基金经理有很强的动机以及必要的经验向经纪商施压,以便减少交易成本。然而,一些经纪商试图维持传统的买卖双方的关系,并且避免使用交易和更新市场信息方面更为有效的技术手段。他们致力于建立品牌忠诚,并且维持特许经营的努力可能只是一般程度的成功。其他小商贩可能会非常感激这些传统经纪商所给予的满足基金经理信息和交易需求的机会。

总 结

了解市场对成长型股票的历史定价是投资分析的重要部分。参照历史价格考察股票当前价格可能会揭示出市场预期。比较历史定价与其他成长型股票或者市场代理的关系一般要优于单独比较自身的以往定价。

在相当有效的资本市场,只有未预期的事件对成长型股票的定价有重要影响。意外收益和分析师对收益预测做出的调整是更新市场信息的重要事件。意外和调整与股票业绩存在正向关系。调整后的结果同样对未来收益公告具有预测的成分。这些事件不一定同时被交易商获得,因此及时了解信息并采取行动可以增强基金经理的业绩。

成长型股票的预期性质使它们相对于其他股票而言,对市场预测的变化更加敏感。高预期的成长型股票对乐观预测的偏离尤为敏感。内幕人和市场参与者之间的信息不对称极大地刺激了投资者从管理层探寻公司业绩的线索。管理层的行为可能是为了使市场预期贴近内幕人的观点。因此,投资者需要密切关注公司前景方面的信号。对预测调整、意外收益以及其他重要信号的密切监视对于成长型股票投资者至关重要。

由于一些研究已经确定了意外收益和调整的重要性,推测上市公司是否试图做出反应是很有意思的,即使从巴甫洛夫意义上讲,

它们已经受到了限制。分析师在公布预测之前经常与管理层进行讨论。在后续的交流中,分析师试图确定初期预测的准确性。考虑到此交流,投资者怀疑公司指引目的是否在于确保积极的公告。然而,当公司不能兑现这些预测时,是否能得出失败反映了管理层能力的结论呢?观察市场信息更新方式的进化是很有趣的。降低交易成本以及减少顺风车问题的竞争迫使传统的经纪商重新设计有价值调查传递给消费者的方式。

第4章

使用基本面分析分离 错误定价的成长型股票

USING FUNDAMENTAL ANALYSIS TO SEGREGATE MISPRICED GROWTH STOCKS

反向策略是要从合理低价股票中分离出错误定价的股票。一旦投资者剔除了高预期的成长型股票和那些具有消极意外收益和调整的股票,简单的筛选工作就完成了。股票选择过程的进一步提炼需要更多的工作和判断,因此,这部分更加特殊。基本面分析是此提炼过程的必要部分。它使成长型股票的 10K、财务报表、竞争头寸的研究成为可能。投资者的风险规避水平以及股票对投资组合风险的影响也有必要考虑在内。投资者的偏好、目标及风险容忍不同,因此他们持有的投资组合也不同。

基本面分析要在投资者采取初期筛选,剔除存在发展问题的股票,并且找到高质量、低预期成长型股票之后进行。例如,本书对成长型股票的定义包括筛选财务质量。公司必须拥有积极的 24 个月往绩收益(非经常项目和停业发生之前),同时必须是低预期股票,增长速度也要快于其他上市公司股票。投资者的定价应基于至少 3 年内单个公司的业绩以及行业的趋势。在分析某特定成长型股票时,如若将趋势分析、业内比较同财务分析结合使用,对于判断是否存在隐患是很有用的。更重要的是,基本面分析可以帮助理解公司是如何增长融资、如何进行现金流投资的——这些都是成功企业必须要考虑的。此外,基本面分析可以提供公司存货和应收账款控制实践方面的信息。迅速扩张的公司需要有良好的存货和应收账款控制,否则公司业务增长就会超出有效管理能力范围。股东也需要判断内幕人是否有与所有者类似的动机。后面给出一些例子来说明这一点。

这里分析的目的是汇集点滴信息得出合理的结论。然而,投资者知道他们和内幕人之间的信息不对称,因此,从此评估得出的推断只能是主观性的。所以,记住自己所不知道的以及不可知的是有帮助的。如果所投资的公司股,部分由公司管理层持有,那么这就是减少不确定性带来的忧虑的有效手段。

接下来是深入考察公司的财力。公司财力使用一些财务指标,给出公司作为成长型股票某一方面的有用信息。这里所提到的各

项不是所有的重要因素。会计参考书给出了关于财务报表的较完整讨论。我只看重这些对成长型股票尤其重要的项目。多数项目最好按照行业和公司差异予以考察。这些对公司业绩考察的最终结果是期望获得突发问题的提前预警。

当投资者在或有权益分析(contingent claim analysis)框架内研究股票时,这些基本面分析在投资组合的构造方面的作用就会突显出来。当公司破产时,债券持有者和其他贷款人对公司资产比提供权益资本的人有较高的要求权。此外,债权人要求合约保护他们的利益,防止管理层以牺牲债券持有者的利益为股东谋利。例如,如果派息会对偿还债权人的可能性产生重要影响,那么公司决不会允许向股东派息。决不能牺牲债券持有人的利益来增加股东利益。因此股东拥有公司价值的看涨期权,执行价等于负债价值。随着公司价值升高,其价格也会升高,但是一旦公司倒闭,要最后才能得到偿付。股票投资者必须看重公司的剩余利益。基本面分析揭示了威胁公司生存能力和股东投资的风险因素。

融资增长

投资者需要评估公司的现金流以及它对公司资本结构的影响。有关公司获得资金的能力可以在其现金流量表中找到。该会计信息的目的在于描述公司从经营和其他资本来源获取的现金的量,以及资金投资的方向。分析以此报表为起点并不是巧合。现金流是任何公司的血液,负面的现金流只会是短暂的。尽管有时候情况并非如此,即使联邦政府也不能无限地在负现金流下运转。

分析公司的现金流决不能仅仅局限在最近一年。考察公司在3到5年时间内的资金来源和使用情况可以更好地了解公司情况。通过分析公司几年来的趋势,投资者可以了解到公司经营的变化。公司对经济周期和行业趋势的敏感度可以通过将公司业绩与其竞争者业绩、经济增长数据进行比较得到。公司现金流相对于同行的

波动性可以反映出其竞争地位。该信息是现成的，几年的数据由10K或者年报提供。

分析师通过分离和计算公司业绩反映的现金流量表开始。最简单的情况是，该数据仅仅是公司的净收入加上折旧和无形资产摊销。下一步就是要判定资金流向。多数资金用于购买额外厂房、财产和设备，或者留存为当前资产。这些支付是业务发展所必需的。由于生活并不容易，期盼财务分析有所不同也是不现实的！计算公司现金来源和用途常常不是直接和容易的，但是这项任务不会是特别困难的。

理想情况下，在比较现金消耗所带来的现金后，投资者发现公司获得可观的盈余，这表明公司通过内部资金为增长融资。具有持续正现金流的公司，其业务灵活性远远高于没有正现金流的公司。

然而，很多成长型公司都有负的现金流。快速成长的公司花费资金是平常的。期望投入到项目的资金具有正的净现值。在此情况下，投资者需要考虑公司其他的资金来源。公司的现金流量表会详细描述出此期间的融资来源。公司可能也有足够的来自前期产权或负债的现金等价物。

如果公司持续出现负的现金流，并且预计在短期不能改变，就会产生一些问题。如果没有资金注入公司还能运转多长时间？由于其消极的信号效应，发行额外股票成本较高。贷款人可能愿意提供新的债务融资，但他们并不一定总会答应。杠杆融资的进一步增加取决于公司的负债能力，不同的行业和公司有不同的支持负债的能力。投资者想要确保公司目前和将来的债务资本比例不得高于行业平均值。如果超过了行业平均值，公司可能将要达到无忧负债能力的极限了。投资者也可能想要比较公司当期与前期、以及与其他公司之间的利息保障倍率（支付利息前的经营利润除以利息支出）。此外，公司的会计脚注描述了现有负债的期限和支付时间。

如果公司被迫依靠外界融资，公司控制命运的能力就受到严重摧毁。例如，1992年1月16日刊登在《华尔街日报》上的故事，标题

为“财务苦难导致大有前途的生物科技癌症疗法面临破产”。该文章描述了一个能够做出抵抗癌症疾病早期诊断结果的公司是如何面临资源短缺,迫切需要资金注入的。其 CEO 东奔西走寻求资金来挽救公司。负现金流和现存现金余额导致公司只剩 8 名员工,以这一烧钱的速度,公司将在 6 个月内消耗所剩资金。该故事表明依靠外界获取资源的公司所面临的危险,不可能保证公司在需要资金的时候就能得到资金。文章也指出资本市场并不是完美的,并非所有的正净现值项目都能获得融资。

一些公司自愿公布现金流预测,但多数是下降的。当局外人试图评估公司的未来现金流时,结果最多是合理的猜测。然而,做出合理推测并继续进行是值得的(由于投资者预测的不确定性,应该使用灵敏度分析)。投资者想要确定不同结果可能发生的概率,而后,投资者需要考虑公司对这些不同结果的选择,或者可能做出的反应。例如,可能会出现更坏的情况,并且投资者衡量公司的预期反应和市场反应。杠杆融资公司或者这些持续存在负现金流的公司可能面临财务苦难并且需要资金注入,或者面临重组或破产清算。

对于具有正现金流的公司来说,预测同样是重要的。关于公司未来资本结构的预测使投资者对其剩余资金进行使用预测。选项包括收购、股息增加和股票回购。预测必须考虑公司对经济周期的敏感度和竞争地位等因素。影响行业的问题可能需要支出大量资金,如化工行业有害废弃物的处理等,这可能对公司如何进行现金流投资产生重要影响。其 10K 可能给出公司前期投资于厂房、财产、设备以及资本折旧的详细信息,这有助于评估未来资本需求。投资者在做出这些预测时,也可能需要考虑公司竞争者前期的投资决策。

应收账款

对于任何公司来讲，信用管理都是至关重要的。随着业务发展，应收账款往往占用大量资金。投资者希望看到成长型股票公司应收账款的增长速度不大于销售额的增长。无论是内幕人还是投资者，考察应收账款的一个很好的标准都是平均收款期。平均收款期定义为 365 倍应收账款余额除以销售额。计算得出所需的收取应收账款的平均天数。应收账款的账龄是关于该账款能否收回的很好指标。账龄越大，最终注销的可能性就越高。

考虑应收账款时，趋势分析也是重要的。表 4.1 显示了 5 个假定的专业化工公司几年的平均收款期。确定行业标准是有用的，但比较不同行业公司的平均收款期往往是容易被误导的。医药公司的平均收款期一般长于零售商的平均收款期。比较这两个行业内公司的收款天数是无意义的。不相关的行业会有所差别，该差别会严重影响它们的可比性，并且即便是相关行业的公司之间进行比较也应该谨慎。

表 4.1 平均收款期(日)

公司	最近	前一年	前二年	前三年	前四年	前五年
Alpha	49.6	50.7	50.6	48.6	48.7	49.1
Bravo	65.4	67.2	67.1	72.0	70.1	69.0
Cappa	49.7	47.2	44.8	45.0	44.1	43.3
Delta	55.6	58.4	56.8	57.2	58.4	58.3
Echo	53.4	54.2	53.9	55.0	54.4	55.0
平均	54.7	55.5	54.6	55.6	55.1	54.9
最小	49.6	47.2	44.8	45.0	44.1	43.3
最大	65.4	67.2	67.1	72.0	70.1	69.0

对表 4.1 仔细考察发现 Bravo 公司比其他公司具有较长的收款期。这一时滞可能反映出其信用期限或者收入认定政策与其他公司不同。然而，也可能表明信用管理问题。Bravo 公司的平均收款期正在下降，这是一个积极的信号，但是投资者仍应进一步考察该领域。

Cappa 公司的应收账款发展趋势不佳。其收款期从 43 天稳步增长到 50 天。相反,其他公司一般都在降低其应收账款期限。Cappa 公司仍然在行业中拥有最佳的收款表现。对此收款期增加的貌似合理的解释是前期 Cappa 由于其信用期限过紧而失去很多业务,但是投资者不希望看到这种趋势的延续。

表 4.2 显示了一些假设的医药公司的平均收款期,说明了行业间不同的收款期标准。该行业应收账款的分析没有出现异常情况。

投资者除了考察应收账款的可回收性外,还有其他考虑。虽然对于局外人来说很难确定是否发生欺诈,投资者需要尽力寻找可能的警告。一些公司的应收账款源于编造的销售额,以增加当期的销售额和收益。这些公司最终命运是法院的宣判,股票进入粉单市场(如果还在交易的话)。这一诡计很难揭开,但是相对于与销售额增长之间的历史关系,应收账款增长速度高涨也许是潜在的销售额膨胀。

表 4.2 平均收款期(日)

公司	最近	前一年	前二年	前三年	前四年	前五年
Foxtrot	59.7	58.3	60.0	58.0	53.4	52.1
Golf	87.3	75.6	74.6	70.5	77.0	94.8
Hotel	62.1	63.8	64.5	71.6	78.3	86.0
India	73.3	77.2	81.7	79.7	73.6	74.3
Juliett	60.6	70.2	75.9	85.7	71.9	73.6
平均	68.6	69.0	71.3	73.1	70.8	76.2
最小	59.7	58.3	60.0	58.0	53.4	52.1
最大	87.3	77.2	81.7	85.7	78.3	94.8

当公司为产品购买融资时,就产生了另一个棘手的会计问题。打折安排有时是一个警告信号。当公司给顾客的信用超过了一贯的短期记帐,或者以低于风险调整后的利率来辅助耐用品销售,这实际上是在为这些销售补贴。此类打折安排有时可以视为警告信号,是因为这些交易的支出很容易被隐藏,并且与相应的收益或收入不能合理对应。因此有必要判定此活动的收益率,将其与公司资本成本和应收账款风险相比较。

例如, International Widget 允许耐用品购买者通过公司 5 年期 8% 年率的安排为其购买行为融资。然而, International Widget 公司的资金成本为 10%。由于此行为确属销售融资工具, 投资者必须识别其本质——一项补贴, 并且确定它与销售实现期内的收益和收入匹配。

一个简单但并不是十分完美的判定长期应收账款是否在接受补贴的方法如下。首先用利息支付除以负债来估计公司的资金成本。平均长期应收账款收入是用此活动所得利息收入除以这些应收账款的价值。投资者不可能准确判定这些应收账款的风险, 但可以做出合理猜测。继续 International Widget 的例子, 假设该公司是 AA 级公司, 投资者可以得出结论: 如果这些使用融资工具的顾客比 International Widget 有更好的信用风险, 他们就不会通过此方式进行融资 (除非收费低于市场利率)。他们可以直接以低于 International Widget 提供的利率获得贷款。此外, 很可能上市公司的信用评级较高, 或者比多数顾客风险低。

如果这一融资活动之间的差价, 由于应收账款风险的存在, 并不是合理的值, 投资者需要做出一些调整。融资补贴不应该被分配于整个应收账款期, 因为它与其他时期的收入是不相关的, 但当销售收入实现时应该予以支付。

一个相关问题是特许人对特许经营费和其他长期应收账款提供内部融资的做法。一些公司发现他们不善于评价受许人的信用等级。一旦这些应收账款能够收回, 公司的内部冲突就突显出来。公司内部很多人强烈鼓吹增长的迅速, 并且提倡帮助新的受许人融资, 而且如果哪个信用经理经常持反对意见的话, 就有被人唾弃的危险。公司经常为那些鼓励增长的人提供个人奖励, 而信用经理则常常被这一政策所遗忘。结果就是, 投资者更偏爱于那些非银行业的受许人。

存货

该资产是另一个吸引资金的领域。正如应收账款一样,存货的增长速度应小于或者等于销售额的增长,否则就会消耗过多资金。

存货周转对于维持新鲜产品买卖是重要的。较低或者下降的周转是即将出现问题的警告。它表明公司的产品已经过时,或者说不再能满足顾客的需求了。周转定义为公司已出售的产品的成本除以其平均库存。该数值是每个公司存货管理和行业因素的函数。表 4.3 包含了化工行业(面板 A)和医药行业(面板 B)中一些公司的存货周转比例。与处方药公司相比,化工企业的该比例有所不同,这使得将它们进行比较很难。然而,投资者仍可以分析化工公司相对于其前期的库存周转的水平。

表 4.3 存货周转

公司	最近	前一年	前两年	前三年	前四年	前五年
面板 A						
Alpha	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5	5.3
Bravo	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7	2.0
Cappa	5.4	5.5	5.9	6.7	6.6	6.9
Delta	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4	4.3
Echo	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
平均	3.6	3.6	3.7	3.9	3.9	3.9
最小	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
最大	5.6	5.5	5.9	6.7	6.6	6.9
面板 B						
Foxtrot	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6
Golf	1.7	1.7	1.8	1.6	1.5	1.6
Hotel	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.0
India	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
Juliett	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.1
平均	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0
最小	1.7	1.7	1.8	1.6	1.5	1.6
最大	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6

表 4.3 中, Cappa 公司是唯一一家在过去的 6 年内库存周转比例发生较大变化的公司。目前的存货周转速度是 5.4 倍, 最近的周转达到了 7 倍。为什么公司的产品不动了? 回想一下公司这段时间的应收帐款也在增加。这两项负面趋势结合给出了强烈的警告, Cappa 公司可能出现什么问题, 除非有令人信服的理由, 否则投资者是不会对其置之不理的。

这里讨论的目的在于给出有关投资者如何解除迷惑的见解。一旦一些项目引发对股票是否确实是贴现的成长型股票产生怀疑, 该怀疑应该通过进一步考虑而消除, 因为该股票定价可能应该更低。

对不同库存配比或者定价方法的完整解释和分析更多的是会计教材所讨论的范围, 而不是本书的内容。每个不同的普遍接受的技术由于情况的不同都有其自身的优点和局限。理想情况是, 公司希望识别所售每单位产品的成本, 但是对于多数公司来说该方法是不可行的。在持续高通货膨胀的经济中, 后进先出的方法也许是更好的, 因为它既可以避免多报利润, 也可以使税收最小化。要不然, 投资者唯一关注的就是一个始终可行的方法, 以较低的成本或者市场价值为产品定价, 并反映公司的盈利水平。会计原则的改变所引发的的问题将在本章后面予以讨论。

未来增长

除了判定公司是否为其增长融资外, 投资者还想要确定公司将如何增长。开始讨论之前, 有必要对一些可能已经很明显的东西予以说明: 对公司如何增长的问题, 并没有明确的答案。很多成功的公司采取完全不同的策略达到目前的地位。然而, 研究公司未来增长的来源问题还是有必要的。至少分析师将给出一些有关公司策略以及如何实现增长方面的建议。它可能揭示出公司的漏洞。在本章中, 重点讨论的是可能影响未来增长的项目, 下一章将讨论竞争

策略和动力。

公司的增长可能与所在行业增长相一致。从经济角度上讲,公司及其竞争者生产的产品或者提供的服务,要么优于目前替代品,要么满足以前不能满足的需求。对于一个新兴行业,缝隙市场的发展以及对行业潜在顾客的宣传通常是个缓慢的过程,但最终发展势头会增大。因此,推测行业前期的增长率可能不能给出投资者有信心的数字。一般来讲,盲目延长回归线以便预测未来增长是危险的策略。依赖行业分析师的预测是更好的方法。

本质上,假设某公司相对于同行没有特殊优势或劣势的预测,若能导致公司竞争地位或者市场份额的变化,那么这就是一个特殊情况。它只是一种可能情况。在该特殊情况下,公司的增长是行业增长的函数。

然而,如果公司的增长开始落后于行业的增长,那么该公司在市场份额上正在输给其竞争者。市场份额的损失表明公司业务基础正在恶化。尽管20%的增长看起来很不错了,但是如果行业以25%的速度增长,这就值得忧虑。该公司可能会成为快速增长行业中的失败者,市场份额的永久损失一般是不妙的。市场地位下降的不祥征兆可能未被察觉,因为管理层对较大的原始数字很满意。公司可能没有发现这个问题,直到变成行业落后者,面临破产。

一旦公司或者行业发展成熟,其短暂的增长即将消失,并且新产品和服务必须开发出来。未来增长取决于将新产品理念付诸于实践。这些新产品理念可能来自顾客反馈或者学术研究,以及公司内部调查活动。一些公司对新产品开发有很强的纪录,就是说,他们目前销售中的大部分产品都是最近几年推向市场的。

公司鼓励其员工进行创新的文化显然是开发新产品的良好环境。投资者和其他局外人很难确定公司的文化,但是很多人深知该无形资产的重要性。企业文化是解释为什么有些公司是多产的,而其他公司却是功能不全的重要因素。高层离开公司或者对公司高层的过高补偿水平所显示出来的管理混乱,可能暗示组织正面临

困难。领导权和公司标准的确立源于高管。形成公司文化,鼓励员工个体发展,向他们提供发展机会,对公司管理层和公司都是有益的。

对于局外人来讲,评估公司在研发上所做的努力几乎是不可能的。出于竞争的原因,公司一般不愿意公开其在该领域的活动。他们可能想要等到产品授予专利或者推向市场后再公布。

衡量公司在创新上的努力的一个粗略方法是其研发支出。虽然基于此公布信息的分析可能有较严重的缺陷,该方法还是能提供一些有益信息的。使用这些方法时,有两点很重要:首先,不同的公司对其成本的分类不同,其次,投资者并不知道公司研发人员的水平或者项目的质量。很多公司在研发上的工作很长时间以来都是公司资源的黑洞。

然而,绝对人均研发水平和支出可以给出公司发展活动的信息。花在每项专利上的研发支出也具有知识吸引力。公司研发的支出数量一般反映出所在行业及其规模。比较行业巨头和小公司之间的资源是有必要的。这并不能给出有关工作产出的任何信息,不过,它能显示出小公司面临的挑战。

每位员工相对研发支出给出了行业内追求创新的公司的密集度信息。它们以单位资本的形式表明公司是否付出同样的努力。表 4.4 显示了化工行业(面板 A)和医药行业(面板 B)中一些公司的单位员工的研发支出。很明显,处方药生产厂商属于研发密集型。两个行业都显示出通货膨胀条件下该领域的增长潜力。

面板 A 揭示出 Bravo 公司是个例外。回想一下其存货周转比平均水平慢很多,并且公司的应收帐款较高。公司业务似乎比其他公司具有较高的专业化程度。同样,比较 Bravo 公司与其他化工公司是容易被误导的。

其他化工公司的单位研发支出水平类似。Echo 公司的支出小于其他公司,但是在过去的 5 年里上涨了 51%。前期研发支出只是其他公司的一半,目前该公司的研发支出几乎接近于公司竞争者。

投资者需要考察绝对支出，但也要考虑 Echo 早期的决定是否将其置于竞争劣势。

表 4.4 单位员工的研发支出(百万)

公司	最近	前一年	前二年	前三年	前四年	前五年
面板 A						
Alpha	6.4	5.5	5.1	5.1	4.9	5.2
Bravo1	13.7	12.4	11.9	10.8	10.2	9.1
Cappa	7.7	7.4	6.9	6.9	6.8	6.3
Delta	7.9	7.5	6.8	6.7	6.2	6.2
Echo	5.3	4.9	4.4	3.8	3.8	3.5
平均	8.2	7.5	7.0	6.7	6.4	6.1
最小	5.3	4.9	4.4	3.8	3.8	3.5
最大	13.7	12.4	11.9	10.8	10.2	9.1
面板 B						
Foxtrot	7.6	6.8	5.9	5.6	5.2	4.6
Golf	21.6	22.2	17.4	14.8	9.6	7.0
Hotel	23.1	21.8	20.9	18.2	15.6	13.8
India	23.1	20.3	17.9	17.3	15.2	13.8
Juliett	23.5	21.5	20.3	18.1	14.7	13.2
平均	19.8	18.5	16.5	14.8	12.1	10.5
最小	7.6	6.8	5.9	5.6	5.2	4.6
最大	23.5	22.2	20.9	18.2	15.6	13.8

当投资者考察面板 B 中的 Foxtrot 公司时，类似但严重的问题出现了。该公司目前的单位研发支出是研发密集型医药行业中其他竞争者的 1/3。此外，其单位研发支出在过去 5 年里增长了 65%，但是其竞争者在较高的基点上增长了 91%。这给投资者警告信号，对于公司的竞争地位和未来增长有重要意义。

个人如若能找出公司未来增长来源问题的答案，那么就能更好地了解该公司。这些疑问迫使投资者考虑公司相对于那些在市场寻找同样机会的竞争者的竞争地位。投资者的结论要进行敏感度分析，这样就可以达到有关公司风险的更准确评价。

管理质量和公司治理

良好的公司管理是被人普遍称赞的,但是很多人争辩道,好的管理供不应求。除了做出战略决定、激励员工和分配资源外,管理者要在残酷的竞争环境中带领团队。尽管这是项挑战性工作,但仍有很多人具有成为首席执行官的天赋。

没有人会低估管理的重要性。公司文献中很多例子都说明了成功公司和失败公司之间的区别在于这一关键因素的质量。然而,投资者很难区别好的、坏的或者一般的管理团队。投资者需要建立一些标准,为该问题给出一些启示。

产量和利润分析能提供公司管理的相关信息。公司在行业内的业务收入反映出相应管理层的决策。净利润率、营业毛利和股本回报率是可用于比较的3个较好基准。作为一般原则,公司的股本回报率应大体上高于国库券利率。同样,相似公司的历史趋势分析是开始分析的最好方法。

两个标准给出了公司员工生产率的信息。一个是每个员工的销量水平,使得投资者可以比较行业内不同公司销售效率。另一个是单位员工的净收入,显示出公司借助其人力资源相对于其他竞争者的创收表现。虽然这些标准是有用的,但它们是一些复杂问题的简单解决方法,所以在使用这一数据时应谨慎。

对于任何公司管理的评估,首当其冲的目标就是确定他们的动机。当管理层的利益与股东自己的利益一致时,股东们就放心了。公司的委托声明可能会给出有关此问题的有趣数据。委托声明中得到的第一个信息就是公司管理的所有权。投资者希望看到公司较大比例的股份由指导公司业务经营的人拥有。任何公司的所有者都希望这些公司领导者将个人财物的大部分投资于公司。在此共生的条件下,随着业务发展,管理层和股东都将受益。股东知道他们在信息上的劣势,因此他们想要管理层的个人动机也对他们

自己有利。

也许，管理层不持有股票，并且主要通过工资和奖金得到支付。这种情况似乎是美国公司中普遍存在的现象。一位薪金专家，格拉芙·克里斯多尔计算得出美国 CEO 的收入是普通员工的 160 倍，而在日本，该乘数是 16。读者自己决定出现此不平等的原因是否是美国公司的管理优于其他国家。

今天，股东和管理层的利益不像以前那样紧密相连了。最大上市公司的一个研究发现，公司股票的市场价值上涨 1,000 美元，CEO 的平均财富仅上涨 2.59 美元。另一个结论是“CEO 持有的股票数在过去的 50 年里显著下降，目前还在持续下降。”

股东在判定其报酬的时候，也要考虑股票期权的管理层赠与问题。虽然公司没有义务从收益中扣除期权的价值，但是这些长期的、通常以期权赠与时的价格购买公司股票的权利，是很有价值的。这里也要考察其合理性。公司所有者希望控制公司方向的人持有大量公司股票，但希望内幕人通过过于慷慨的股票期权之外的方式获得股份。近期有关 CEO 现金补偿的反面宣传可能导致董事会更多地使用期权。克里斯多尔教授认为，作为相对单调的现金报酬的交换，公司将提供有利的期权条款。作为一条经验法则，年度赠与管理层公司优先股 5% 或者以上时就会产生适当与否的问题。有时股东可能不反对这类安排，但投资者一旦发现该情况就应该做出进一步询问。此外，如果公司股票在赠与后下跌，董事会降低期权的执行价，这种情况也是听说过的。

如果委托声明描述了过度的补偿水平，就是一个明显的警告信号。这种情况下，内幕人的动机与股东附带要求是不同的，内幕人使管理层继续享受舒适的生活方式，并维持现状。管理团队可能对现状很满意，并且回避好的业务风险。事实上，CEO 以年金作为其管理公司的报酬可能对他们来说是最有利的。如果他或者她只在这个职位呆上几年，并且没有持有大量股票，他可能没有动力去进行在其任期不能带来收益的项目。如果新项目有风险并且成本较

高,就尤为如此。强有力的董事会永远都是需要的,但是这里绝对是急需的。

董事会的重要性常常被忽视。强有力并且有能力的独立董事是公司领导权的重要成员。董事会有责任确保管理责任人至少是有能力并且适合公司发展状况的。

判例法赋予董事会有关股东委托责任的广泛处理权。近期法院判决使“仅说不”的收购防御制度化,进一步隔离了董事会。值得一提的是多数董事会成员是公司自己的 CEO 推荐的其他公司的 CEO。这些相当忙碌的人群组成的董事会引发了分配给公司事务多少时间的问题。例如,唐纳德·P·雅各布斯除了担任西北大学凯洛格管理学院院长外,在 1990 年一年里就因服务于联邦爱迪生 (Commonwealth Edison)、第一芝加哥 (First Chicago)、哈特马克斯 (Hartmarx)、优尼科 (Unocal) 和维特曼 (Whitman) 公司而得到 198,000 美元的报酬。

一些人争论道,除了公司治理外,董事会会在惩罚管理层和监管公司福利等问题上都是无效的。很少有哪个 CEO 由于不良决策或者表现不佳而受到惩罚。本书的目的并不在于对此问题进行争论,然而,若公司业绩落后于行业其他公司并持续一段时间,董事会又没有对此采取强硬行动,就会引起管理层和董事会质量方面的问题。公司股票定价应该较低的假设也是合理的。

一个让人震惊的例子是当公司私下向一些公司优惠发行大量 (可能达到控股水平) 股份时,公司的运转并没有给股东带来任何利益。有时投资者从这类交易中可以得到可转化为 5% 或者更多公司股票的证券。但这种情况存在很多问题。为什么管理层发现这种形式的资本增置优于其他形式? 假设拥有公司大量股份的新所有者是公司最大的利益,那么公司或者公司的投资银行是否应该组织一个拍卖会,这样公司就可以收到此大额股份拍卖得到的最高价呢? 如果投资者拥有公司所需要的特殊技术,那么咨询协议是否是更合适更合理的方法呢? 股东是否应该通过这些对公司部分产

权做出的“私人安排”呢？参与此活动的公司股东必须决定他们的利益与管理者的利益有多接近，决定董事会的工作是否有效。

从委托协议中得知的另一点是公司是否存在裙带关系。该文件将说明董事会成员或管理层是否是有关系的。很多家族公司都很成功，然而，投资者更关心公司是否能够吸引有才能的非家庭成员进入。严格的家庭式管理或者公司高级管理层中家庭成员的存在是否阻碍了高级经理加入公司？公开上市公司一般规模较大，并且需要素质较高的外界人士来帮助其成长。任何公司都想要吸引最好的人才，因为这一资产一般是他们相对于竞争者的特殊能力的来源。

还有，家庭成员经营公司是否是为了自己的利益，而不是为了其他股东的利益？非家庭成员能否指导公司发挥其潜力？投资者可以做出如下令人信服的推断：一旦公司发展达到了临界点，成为上市公司，该公司很可能超出了家庭式管理结构。内幕人的严格控制排除了资本市场的一些惩罚措施，因此可能导致无效率。正如上市公司所熟知的，公司控制权市场赋予了经济体以高于市场定价收购公司的权利。业绩不佳的公司对此类拍卖极为脆弱，然而，内幕人控股可以阻止控制权的转移。

家族所有制可能影响公司资本结构的决策。对完全股权公司的一份研究发现，公司资深管理层中很大比例是有关联的，这一比例高于同一行业类似规模的负债公司。这些完全股权公司的50%都是至少有一位成员与另外的内幕人有关联。由于负债具有税收优势，资本结构确实很重要。实际的扭曲与弗兰科·莫迪里阿尼和默顿·米勒在影响理论中所假设的完全市场是不一致的。证据表明，家族控制的公司可能倾向于减少内幕人丧失控制权给债券持有人所产生的不可分散风险。内幕人具有很强的动机去保护他们的人力资本和投资于这些公司的个人财富。如果成长型股票公司的管理结构中有一些家族成员，那么在购买公司股份之前，投资者应该仔细考虑这些问题。

当所考察的上市公司由母公司控股时,同样会出现管理激励的问题。当母公司向公众出售或者向投资者派发某一子公司相对较少利益时,就会出现这些问题。母公司一般持有主要所有权。如果母公司并没有持有较大的股份,公司管理层的行为是否会有所不同?公司法保护大众股东,但怀疑者可能会想要弄清楚母公司经营子公司是否完全是为了母公司自己的利益。转让价格和公司管理费是否旨在将母公司的价值或者收益最大化?子公司是否在协助母公司管理收益?由于商业判断法则是个很难逾越的障碍,那么除了卖出股票之外,投资者在此情况下对无效的管理有怎样的追索权呢?

对于那些业绩没有达到标准的上市公司,公司控制权市场是主要的惩罚机构。对于没有有效地分配资金的公司,负有责任的管理层就会面临挑战,而且挑战代价较高。股权收购要求愿意对公司价值支付高于当前市场价格的人组成优于当前公司管理层的管理团队,安排交易融资,并且要克服公司的防御。在有效资本市场的理想情况下,合格的投标人可以轻易地克服这些障碍;在不完全市场,这些障碍很难消除。此外,由于管理层在这种争斗中具有一些优势,委托书竞争一般会失效。判断股东,并与股东沟通看似简单,但其实很难。这种做法经常引发诉讼,并且正如多数人所知道的,投标人可能要在出庭之前承担巨额的法律费用和其他成本。一份研究发现,尽管管理层一般都会在这种斗争中获胜,但委托书竞争实施3年后,这些经受挑战的公司中只有不到20%能保持独立的上市公司状态,并由同一管理团队领导。

挑战公司负有责任的管理层是件比较困难的事情,其中一个因素就是投资者对公司治理问题比较反感。很少有投资者愿意介入。充分公布就是支持美国证券法的典范,并且相关的资本分配原则如下:如果投资者对公司或者其管理没有信心,投资者不应该购买其股票。就是说,市场参与者基于目前方向和机会来判定公司的合理价格。投资者用他们的美元投票。不足为奇的是,上市公司不希

望鼓励股东更积极地介入公司治理。公司坚持认为该领域投资者的更多介入不会带来任何利益。个体投资者的力量是分散的,因此他们缺乏足够的影响力以吸引管理层的注意。然而值得一提的是,即使投资者可能成为一位更为积极的股东,国家的证券法也会成为主要障碍。

众所周知,机构投资者没有积极介入他们所充分持股公司的管理层的动力或者能力。此外,这些负责公司年金计划的人一般是公司财务部门的成员,他们雇佣投资管理公司或者对资产进行内部管理。投资管理公司由高素质人才组成,股东的积极性问题即使没有明确说明,也是众所周知的。表决权代理几乎是所有机构投资者参与公司治理的内容。对于代理权是如何表决的没有任何秘密,管理层能够巧妙地提醒基金经理他们最佳的经济利益。此外,抚恤金计划主办人也会主要根据他们的收入业绩对其投资经理进行评价。多数基金经理喜欢采取卖出或者不买进他们觉得这些管理无效公司的股票的方式来进行表决。

一些大型的国家计划的出资人属例外情况。他们直接并公开挑战一些公司的管理层,因为他们很少有其他的选择。这些计划一般是如此得大,由于巨额股份的市场冲击的存在,卖出这些业绩不佳公司的股票的成本是巨大的。加州公共员工退休系统(Calpers)的资产总值是700亿,它是该领域的领导。它把目标瞄准那些董事会未能恰当考察股东的利益,并且带来拙劣的公司业绩和相对贫乏的股东收益的公司。加州公共员工退休系统积极参与到公司的管理中,并取得了一定的成功。

这些国家计划出资人的介入可能是机构投资者更多参与公司治理的前兆。以收购提案或者代理争斗的形式进行控制竞争的方式不仅成本较高,而且在其他方面是有争议的。然而在有关公司策略、发展方向或者其他重要事项(这些环节不会透露出敏感的商业信息)的公共讨论过程中,公司的监督可能是获得良好业绩的更为有效的方法。

由于国家计划出资人在该领域的积极介入,对公司治理政治化的担心有所增加。一些突出问题如下:这些“政府官员”是否会利用其权力来促使公司开展那些为社区谋利的活动?他们是否会觉得有必要提出那些对公司没有任何益处,但却是国家“热点问题”的社会问题呢?我希望当地政界不要成为国家计划出资人的考虑人选,因此该做法可能会使他们所提出的一些其他有关公司治理的问题不足为信。而且,计划出资人对计划受益人负有信托责任。

投资者必须密切监视公司治理情况,以确保资金的有效分配。由于上市公司的所有权和控制权一般是分离的,投资者希望判断出管理层是否为公司提供有效的领导。如果内幕人持有公司相当份量的股份,并且现金和奖金支付标准更接近日本标准而不是美国现行标准的话,投资者此时是最舒适的。

警告信号

除了 CEO 的附信和年报中令人眼花缭乱的图片外,财务报表的注释也需要阅读。很多细小信息都隐藏在财务报表的这一偶尔浮夸的部分,几乎所有的脚注都有一些实际意义。读过上百份这样的篇章后,投资者就会喜欢直接和保守的会计法则。本节讨论其他重要的项目。

其中之一就是公司退休金的资金状况。投资者想要将支付给养老金人的所有预期负债的现值与其资产进行比较。决定资产和负债增长预测的合理性也很重要。对养老金或者医疗和其他福利做出的不切实际的低增长假设给出了警告:负债的现值和计划资产的实际差距并不是注释中计算得到的数字。有时,投资者发现惊人的负债,但是多数最大的未提拨基金的养老金计划属于那些排除在成长型股票之外的公司。

脚注或者 10K 中讨论的或有事项是最不可预测的。如果负债是可以预测,并且是合理的,而且值域也可得,那么它们就会显示

出来,并且资金也会得到分配。然而,有关诉讼或者担保问题的结果是不能准确预测的。投资者应警惕表外负债,应该了解它们的后果。然而,投资者对或有事项的潜在影响应进行整体解读。就是说,将公司作为一个整体来考虑。

脚注和趋势分析可能会给出公司收益质量方面的信息。可以使用很多手段来实现希望的收益数字。绝不能低估首席财政官面临压力时的创造力。会计准则规定,当财务服务公司必须通告某项资产减少时,才能允许这些公司公布与经济现实关系不大的报表。下面是需要考虑的几项内容。公司税率的波动如果不是政策法规引起的,这就暗示低质量的数值。对任意项目,如广告或者维护的操纵可能是编造数值的另一个线索。投资清算和不是一再发生的事件的出现是其他信号。

投资者也应考虑“洗大澡”理论。该理论指出,如果公司未来季度业绩不佳,管理层也可能做好了准备。作为公布重组的一部分,公司可能对问题项目大肆花费,这样就可以达到或者超过未来收益目标。确定公司为什么在其财务报表中承认已知负债,如环境保护或不良投资的过程可能是件有趣的事。经理提高“洗大澡”发生的概率可能是有个人动机,他们的奖金可能与收益增加或者高股本回报挂钩。

无形资产的定价和摊销是很主观的。商标、专利和其他无形资产可能会很有价值,但有关其价值的点估计是难以形成一致意见的。公司对信誉的看法也是浪费型兼并的另一个定义。市场信息和内幕人之间的不对称在小公司里一般是最大的。因此,如果被忽视的成长型股票,其资产的较大比例被划分为无形资产,那么投资者就需要谨慎了。

根据 S-K 规则——《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》规定的表格填写标准指南,关联方交易(related-party transactions)应予以公布。公司和内幕人主要商业关系的公开是这部分证券法的延伸。这类关系包括向董事支付咨询费、向公司高管租赁空间或者

向内幕人借出一定量款项。交易描述中必须包含一两段文字,专门论述公司将如何从这些安排中获利。不过,考虑到内幕人和投资者之间的信息不对称,上市公司牵扯到这种情况是不合适的。它们会引发公司管理质量的严重问题。关联方交易也可能导致上市公司欺诈。关联方交易也会促成上市公司的欺诈行为。自我交易(self-dealing)被认为是麦克斯维尔通讯公司(Maxwell Communication)破产的原因,公司向罗伯特·麦克斯韦尔控股的其他公司出售地产被登记,并且利润也被认定,即便麦克斯维尔通讯公司并没有得到支付。为了维持市场参与者的信心,上市公司应该将内幕人的私人业务从公司业务中分离出来。

美财务会计标准委员会(FASB)编号 14 的报表要求上市公司公布经营的业务部门和地理区划方面的信息。对于每个部门和地理区划,如有可能,公布销售额、营业利润和可辨认资产的信息。部门信息是有用的,这是因为它给出了公司业务和薄弱环节的进一步信息。有关国外业务的数据可以帮助投资者了解该公司是如何通过进入国际市场而不断成长的。然而,不同商业活动数据的混合使问题比较模糊。如果公司拥有不同业务生产线或者众多国外业务,那么该公司财务报表的可理解性由于这种划分而得到提高。要决定究竟是哪些部分组成了单独的部门,不会总是明显的,美财务会计标准委员会报表指导方针是部门划分必须达到公司销售额的 10%。公司必须考虑产品性质和产品生产过程以及产品的目标市场。

投资者应该按部门对多元化的公司业务进行评估。例如某地区灾难性的结果可能被其他地区成功的业绩所抵消。如果公司的盈利部门面临强大的竞争威胁,其风险和前景就会急剧变化。如果目前创造大量现金利润的业务部门需要将其资源投资于面临挑战的公司部门时,公司脆弱部门会发生什么?

不成功部门的结果本身也带来一些问题:什么时候业务会转好?由于投资者很容易多元化投资,那么将该部门卖给其他公司是

否是更明智的选择？管理者保留长期业绩不佳的部门需要清楚和合理的理由。投资者很容易持有多元化的投资组合，他们不需要公司帮助他们。

当公司自动选择修改一直所采取的核算惯例时，投资者会对此极为不安。看一下一个垃圾管理公司采取新的间接成本处理方法后市场的反应：“华尔街喜欢增长，并且一直到昨天为止，钱伯斯发展公司（Chambers Development Company）似乎都呈现出增长。之后钱伯斯更改了核算策略，并且宣布其利润远远低于前期所报告的，该公司股票立即下跌了60%以上。”

在此例中，公司程序的修改迫使公司耗费成本，而没有从中获利。其现金流虽未受该变化的影响，但市场对新的核算方法的负面反应强烈。一本会计教材针对公司更改核算手段列出了如下原因：1)新方法更好地报告出公司的财务结果；2)未来不确定的事件或状况现在得到了澄清；或者3)公司觉得核算方法的变更对投资者或债权人更有吸引力。投资者不会永远都能从管理层的原则中找到安慰。自动修改核算方法一般会严重损害投资者对管理层的信心。市场参与者想知道为什么管理者或者公司的会计师要求更改核算方法。一旦管理层的可信度受到质疑，各方之间信息的不对称性随之扩大。不确定性的增加迫使投资者全身而退。

清白的审计报告很重要。S-K规则要求公布公司和审计员之间的冲突。该问题的重要性可能不是那么明显。对上市公司进行审计是一项竞争激烈的生意。主要会计公司通常认为审计是项亏本的买卖，并且希望通过向客户提供附加服务来盈利。然而，会计师也把审计上市公司的责任看得比较简单。由于会计职业的竞争压力和会计并不是一门精确科学的看法，当遇到如何核算某项交易时，公司有足够的调整空间。因此，有关会计问题的公开的不一致很少见。

有必要选择国际领先的审计公司进行审计工作。尽管小公司或者当地的会计公司可能和这些公司一样好，甚至比这些知名公司

都优秀,这些大公司的财力具有优势。

总 结

本章所讨论的分析技术给出了能够帮助投资者进行股票选择的相关信息。然而,不存在投资者能够机械使用的固定不变的原则。投资者不能单纯依靠一个或几个方法,而排除其他手段。在解读这些数据时,投资者要做出独立判断。不同的人有不同的风险容忍度,因此财务分析领域没有绝对的情况。目的在于试图预测未来可能出现的问题。虽然当投资者成为受害者时,这种想法不会带来一丝安慰,局外人是没有机会发现欺诈现象存在的。决心搞欺诈的管理者有很多选择。如果公司的会计师不揭露该骗局,投资者也不可能知道。

关于本章的讨论,有一点值得注意:“基于公布的财务报表的比例数值反应了历史和现实之间的关系,正如过去所存在的。不能误导对未来感兴趣的分析师去相信:历史数据必然反应目前情况或者未来预期。”总而言之,投资者基于会计信息做推断时一定要谨慎。下一章是本章的补充,讨论公司抵抗市场变化能力的问题。

第5章

竞争性分析

COMPETITIVE
ANALYSIS



了解公司所处行业的动态对于判定股票是否被错误定价是必要的。通过竞争性分析,投资者希望找到具有成长性竞争优势的低预期成长型股票,这种竞争优势表现为在迅速扩张并且价格无弹性的行业中市场份额的持续增加。同样,和上一章所讨论的基本面分析一样,此做法的主要目的在于预测未来。由于信息不对称对于异常经济利润是必须的,因而投资者想要发现公司独特的能力或者竞争优势。公司是否拥有独特的生产线、管理技术或者专利,使得公司摆脱竞争压力?公司的劣势是什么,如公司的增长是否依赖行业的增长?该分析的最终结果是得出有关成长型股票定价合理性以及有关财务困境或者破产风险的结论。

除了在决策时将某股票添加到投资组合中之外,竞争性分析可以协助基金经理构造投资组合。如果投资者决定购买某特定股票,竞争性分析可以帮助投资者决定该股票在投资组合中的比重。跟往常一样,投资组合经理的目标是按照客户的风险规避水平来最大化预期收益。新形势下出现的附加行业或者区域多样化的好处也要考虑在内。

本章从反向投资操作者的角度写起,旨在将定价错误的成长型股票从那些价格较低的股票中分离出来。本章的分析是上一章的补充,上一章集中讨论特定公司的项目以及未来经营困难的潜在警告信号。这里我考虑公司在市场的地位和竞争策略。

此分析的目的不是做出一个可用来与上一章描述为“信息交易商”进行比较的知识库。这些公司使用基本面研究,致力于比别人了解更多的有关公司和行业的信息,以便于对资产“合理定价”。他们希望在其可投资领域中的行业和研究方面成为前沿专家。一些大型并且完善的投资顾问公司和互助基金精于采取该策略。在一批精明分析师的帮助下,这些公司能够广泛实行该策略,因此,新来的人发现该领域竞争激烈。采取该方法的公司将发现集中精力考察低预期成长型股票也是有利的。虽然本章和前一章中所强调的考虑因素或者方法与这里的投资管理方法不一致,

但是利用所积累的信息就可以将“信息”方式和本书中推荐的方式区分开。

信息交易商使用基本面研究来决定资产的“适当价格”。此价格确定的质量取决于交易商预测未来的能力,这(正如前面所讨论的)是一个危险的职业。例如,在完成一项调查后,提出 International Widget 股票的合理价格是每股 47.75 美元(该价格之下应买进,该价格之上应卖出),除此之外,实际上是在预测未来经济冲击和消费者偏好对 International Widget 及其竞争者的影响。仅仅根据公司以往业绩进行预测,给股票定价带来不必要的限制。该限制提高了不良预测出现的概率。不可否认,对公司价值做出准确评估是极为困难的工作,即便对内幕人也是如此。因此,信息交易商对公司价值所做出的点估计是否优于市场对内在价值做出的噪声估计是有争议的。

除非某人准备出价投标收购一个公司,否则信息交易商在很多预测中都是准确的,但是该问题是很抽象的。一些情况可能会阻止投资者从该预测中获利。股票交易的价格可能在相当长的一段时间内明显背离其内在价值。利息率和整体的市场定价水平也可能发生显著变化。此外,公司也许会采取出乎意料的可能影响股票价值的战略决策。投资者为了预测公司的内在价值付出了努力,耗费了资源,但对于为什么没有从中获利,却有无数种可能。我建议将竞争性分析单纯用于筛选定价较低的成长型股票。谨慎的做法是让别人集中精力判定 International Widget 股票值 45 美元还是 50 美元。投资者的时间如果用于从初始低预期成长型股票中挑选出股票列表并建立多元化的投资组合,会更有效率。

此外,仅仅依靠自己的行业分析师的信息交易商,相对于那些主要依赖经济商分配的专业分析师的研究的交易商来说,几乎没有任何优势。华尔街分析师一般熟知他们的公司和行业。传真和第一次缴付使最新的研究结果能够方便并且同时到达各方。此外,一些“信息”公司委员会的决策所产生的瓶颈和动力可能会抵消其研

究的利益。然而,这里讨论的目的不是为了说明信息交易商和其他市场参与者的研究工作做得好,市场定价就是有效的。如果是这样的话,就不会有股票分析——正如桑福德·格罗斯曼和约瑟夫·斯蒂格里茨所指出的。股票市场,从长期来看,必定是无效能的,这样公司才能从其调查工作中获得适当的收益。否则,没有哪个理性的机构会参与此活动。市场效率将在后面的各章里详细讨论,但是暂时的异常以及我对成长型股票做出的假设都是有效的资本市场的例证。

正如前面所讨论的,经纪公司的分析师为了解所跟踪的行业,传达突出事件以及更新市场信息而做了充分的努力。然而,除了华尔街分析师外,也有其他的有关公司和行业信息的来源。有关公司竞争地位的数据可以从 10K 或者年报中得到。商业期刊,如《福布斯》(*Forbes*)和《经济学人》(*The Economist*),给出了很好的公司特定信息和公司背景信息。对金融和商业报告具有坚决承诺的报纸,如《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)、《纽约时报》(*The New York Times*)、《巴隆周刊》(*Barron's*)都是优秀的资源。同时也不能忽略个人知识。该信息对于在公司和竞争者之间进行比较是很有帮助的。投资者与公司或者公司产品之间的相互影响可能反映出其他消费者的情况。尽管不满意的消费者将其经历告知他们的朋友,但几乎很少能传达给公司。没有完全满足消费者需求的公司可能会花费相当大量的时间和资源用来判定这是否是问题所在。多半甚至都觉察不到这一隐藏问题,一直到其销量落后于其他公司一段时间。投资者应该注意到,得到一个新的客户的成本是维持现有客户成本的好几倍。

竞争动力

理解公司业务起点是其 10K 报表。该文件是证券和交易委员会所要求的,它描述了公司的很多方面以及有关公司劣势的重

要因素。它一般给出有价值的信息,如生产的商品和提供的服务、竞争性质、政府管理机构介入的内容、生产能力,以及某些情况下的增长策略。该信息有时以法律术语形式给出。在下面的讨论中,我首先描述那些可以从 10K 中得到的信息,然后给出一些例子来说明很多成长型股票公司所面临的竞争环境。

10K 报表中最重要的部分讨论了公司业务中商品生产和服务提供方面的内容。它给出了有关项目如何使用、其目标市场以及一些消费者或者行业是否构成销量一部分的信息(大买家一般利用其权利为自己谋利)。此外,也描述了有关产品如何销售或者分派的营销问题。公司的营销和分销技巧是决定公司兴衰的重要因素。同店销售额(same store-sales)比较是衡量零售公司在其环境下经营情况的有益指标。这一指标一般以月为基础,使投资者得以知晓哪种形式或者哪家公司更能吸引消费者。公司公告和华尔街分析师是这些数据的一般来源。公司业务的季节性特征和在国际市场上的表现也会在 10K 报表中突显出来。

公司所在行业竞争的强度以及主要的竞争对手是公开的。有必要回顾一下经济事实:“行业竞争的持续迫使资本投资的收益率下降,接近竞争性收益率,或者说经济学家称为‘完全竞争’行业得到的收益率。”作为上市公司不可避免的劣势是,公司必须向公众公布其盈利能力的信息。竞争者或者潜在的竞争者就可以判断公司的收益是否高于经济利润。如果情况确实如此,其他公司可能就会进入该领域。因此,公司相对于其他公司的市场份额以及竞争对手的资源是需要考虑的因素。计算公司以及行业内其他公司的利润率和收益率可以得出行业竞争水平的相关信息。根据公司的盈利能力,投资者可以做出有关公司行业领导地位的推断。趋势分析和行业内比较是考察该因素的有用工具。公司收入的增长应该与销售额相一致,否则,落后的利润增长可能表明其竞争地位在减弱。相反,如果利润增长速度明显快于销售额,那么对于发生此现象的原因也必须进行了解。

全球化经营使投资者有必要考虑强大跨国公司竞争者可能采取的行动。那些大型而又坚定地定位于本国市场的跨国公司的出现可能是竞争性业务环境的前兆。跨国公司可能愿意不惜成本在其认为具有战略意义的国家或者市场建立阵地。由于其规模、繁荣程度以及稳定性,美国可能被所有跨国公司认为具有战略意义。跨国公司可能将其投资视为开发未来技术的选择。公司可能在其他国家有业务,可以对该投资进行补贴,而且其本土的竞争地位可能受到保护,免受国外公司的竞争。此外,试图在国外市场建立分公司的国内公司,如果想要与当前服务本国市场的公司竞争的话,可能会遇到较大并且成本较高的障碍。不熟悉当地法律和习俗可能是令人畏惧的挑战。证券分析师可能是有关公司行业地位信息的最佳来源。

政府介入是影响行业的另一个重要因素。联邦和地方政府的各种机构对所监督的商业有重要影响。因此,投资者有必要知道公司的产品和生产过程由哪个管理部门监管,以及这些政府部门将如何影响公司的竞争地位。对于成长型股票来说,最重要的一些中介机构有环保署(EPA)、美国联邦通信委员会(FCC)、美国食品药品监督管理局(FDA)。美国食品药品监督管理局在美国医疗健康领域发挥着突出作用。它向该行业提供设备、药物和其他资源。其漫长的评审过程以及专利等因素对公司在医疗行业的竞争有巨大影响。该机构对待罕见并且重要的创新的态度,明显不同于对待那些只是对现有产品进行小幅改善的态度。此外,如果美国食品药品监督管理局将某产品指定为“罕用药”(Orphan Drug),生产该药品的公司就会得到某种特权,使一些生物科技和医药公司受益于《罕用药法案》(*Orphan Drug Act*)。

地方性行业因素,如规模经济和进入壁垒也是重要的考虑因素。容易进入以及低退出成本的行业竞争一般都相当激烈,参与者获得的只是正常利润。相反,如果公司面临强势的市场领导者,该领导者竭力抵御新厂商,维护其市场份额,这种情况下新厂商就面

临恶劣的竞争环境。盈利能力或者能否生存都是不确定的。由于建立和维持公司声誉成本昂贵,并且富有挑战,强大并且完善的竞争者是危险的。新厂商和其他公司可能迫使市场领导者的利润降到正常水平,但是新挑战者的收益可能不会优于经济利润。回想一下,很多公司的最终目的与最初计划并不一致。采取该策略的成长型股票公司应该相应地定价。

生产能力是需要研究的另一个关键领域。如果公司将生产部分分包给其竞争者或潜在的竞争者,那么考虑一下该公司的竞争地位。该公司集中精力在设计和开发领域,以此来竞争,事实上,它在进行技术创新。虽然新产品开发是增长所必需的,但该公司依靠其分包商的生产技术。

对生产过程缺少直接控制可能导致产品供应问题。公司可能会遇到部件供应中断,这可能是由于质量问题或者不能产生令人满意的产量。不能保证这类原料供应中断在将来不会再次发生。如果分包商不能或者不愿意提供充足的供应,公司的业务以及与顾客的关系就会受到负面影响。在经历政局混乱的地区,公司可能还会在该区域选择国外分包商。不依赖分包商的竞争者可能是相当大型的公司,做出更多的研发努力,并且也可以从垂直整合中获取利润。这种垂直整合公司通常具有在严峻环境下生存的财力。这里讨论的要点不是为了说明将生产过程交给分包商是拙劣或者有缺陷的策略(的确,该策略也可能会很成功),而是为了强调投资者应该意识到这个潜在缺陷。

由于利润受销售价格和成本的影响,投资者应该会知道影响公司成本状况的外界因素。财务报表是公司主要原材料信息的很好来源。投资者需要注意公司对“不稳定”原材料的依赖,以及这种依赖性会如何影响公司以低成本生产产品和及时向顾客供货的。例如,波斯湾的动荡政局将如何影响石油这种化工行业原料的价格和供应呢?如果环保署因为某种原料来自濒危物种列表中的植物而阻止医药公司获得该重要原料的话,那么该医药公司应怎么办?

劳动力成本同时也是公司成本的很大一部分。投资组合经理应该知道那些能够影响公司以合理成本维持有能力的劳动力的因素。需要解决的问题有：公司的劳动关系是什么类型的？公司经营区域是否具有较低的失业率或者是否缺乏公司所需要的熟练劳动工人？

当公司依靠单一产品或者一小组产品时，就会出现另一个不利情况。类似的情况是公司销量的很大部分集中于少数一些顾客。这种依赖性重要的风险因素。很明显，这些公司面临替代品或者不幸事故发生的威胁。然而，最近几年来，尽管单一产品的公司面临风险，但一些并没有任何产品的公司成了上市公司。这些公司的股票投资者承担风险资本家的风险，起到风险资本家的作用。这些公司的收入通常来自于同行业大型公司签订的研究调查合约。完善的竞争者一般将营销或者生产权力从他们目前资助的特定研究项目中分离出去。较大型的公司使用授权许可作为获得技术的手段。一旦他们发现一些合法并且重要的信息，他们就可以直接开展自己的研究，不再需要任何外界技术的援助，把这些“研究”公司弃之不顾。

或者，大众投资者可能为处于发展阶段的公司提供现金储备，以支持公司开展调查。起步阶段的公司，其未来取决于开发新产品的能力以及发展达到一定规模不再依靠外界支持的能力。公司也应具有成功推销所开发产品的能力。公司从头开始建立起竞争性营销机构以及营销方案绝不是件小事。建立合理的分销渠道既耗时间又耗成本，但它却是业务发展至关重要的方面。由于多数处于发展阶段的公司都处于负现金流困境，为谨慎起见，需要回顾一下前面讨论的公司所面临的问题。风险资本投资者以往的记录反映出公司达到临界点并且开始赢利的可能性。投资者有可能会成功，但更多的投资者是失败的。

在任何对成长型股票的研究中，确认公司的增长规划都是重要的。兼并中预测的增长策略可能会出现。一些大公司成功地通过定

期兼并实现增长,但是其他公司却因为构想拙劣的收购而搁浅了。管理层整合兼并公司以及协商有利价格的能力,一直到收购完成两年后才是可以判断的。管理层和投资者之间对于兼并的不确定以及信息不对称是投资者担心的合理理由。市场参与者对管理层经营公司目前业务的能力有较大的信心,因为那是他们日常的活动。对于多数公司来说,如果兼并过程中管理层技术没有展示出来,这种情况是罕见的。

当发生一系列兼并或者较大规模的兼并时,对公司当前业务与前几年业务进行比较一般比较困难,有时候几乎是不可能的。兼并和收购的会计程序可能是主观和复杂的。兼并如果能反映公司共同的利益,就可以增强投资者分析公司趋势的能力,优于收购的方法。联营的优势在于它不考虑所收购公司资产的估计或定价,而是将公司看成一个结合体来进行交易。此外,如果使用收购核算,兼并中重要的一部分就会划分为商誉。正如前一章所讨论的,无形资产的定价比较特殊。采取联营手段进行兼并之前需要满足几个条件,因此,公司可能不能使用该方法。不同的技术有其特征和优缺点。

兼并的数量和规模是重要的因素。发起并最终完成收购的过程可能会转移管理层的注意力,对管理层提出挑战。相对于收购方来说,新业务越大,成功交易所需要的努力和技术就更多。未预料问题和复杂性所带来的风险就越高。即使前期的兼并运转良好,也不能保证未来的兼并就会运转良好,同样也不能保证就能找到合适的人选。为这种交易融资可谓困难重重。公司在兼并后能否实现增长,其可预见性很低。

其他条件相同时,采用该策略并且经常进行兼并的公司比起那些内部增长的公司,一般具有更多的特定风险。反面推论就是如果兼并比公司自己开展同类业务成本低的话,一般就会选择收购的方式。换句话说,公司在“做还是买”的框架内做出决定,选择具有较高净现值的做法。虽然有很强证据反对这种不相关的兼并,但是

如果交易能增强公司现有的业务就是有利的。

市场领导者没有什么可满足的。“特定公司（或者供应商或者其他相关方）的产品和生产过程趋于大众化。随着时间的推移，技术更加完善，知识更加普及。”专利到期和产品生命周期问题是投资者在分析完善或者稳定公司增长需要考虑的。有时候这些信息在 10K 中给出，但是投资者最好避免从股权分析师那里获得此类型的信息。公司研发的产量和质量一般是决定能否保持市场领导地位的关键因素。一旦公司黔驴技穷了，投资者就希望至少能得到有关公司是否达到华尔街预期方面的信息暗示。其他条件相同时，如果公司增长发生的概率较高，投资者对该公司股票定价就会比其他股票要高。

成熟行业中的成长型股票

如果把成熟或者衰退行业中的公司股票确定为成长型股票，似乎有些奇怪。一般来讲，单位销量增长平缓或者下跌但是收益上涨，这给出一个强烈的警告信号。投资者怀疑管理层可能使用激进的会计核算方法或者一些其他技术来获得与公司经济情况不一致的收益。然而，也会有例外，比如出现十分有利的投资机会时。

成熟或者衰退的市场可能具有可取的特征，并且投资者可以经常找到贴现的或者低预期的成长型股票。例如，成熟行业中公司之间的市场竞争趋于稳定。该稳定性可以确保这些行业的公司具备高于一般水平的可预见性。寡头垄断控制下的竞争可能促使公司在反托拉斯法的限制内参与博弈性合作。如果该行业中的公司先后提高其价格，他们的顾客可能没有能力或者不愿意反对这种提价。

很多成熟行业中的上市公司具有很强的现金流，但是没有足够正的现金流项目来投资多余的资金。这些公司面临它们所不习惯考虑的选择。传统意义上讲，上市公司都心照不宣地忍受着“或成

长或者死亡”的商业规则。类似于抱有“建立帝国”野心的官僚,上市公司的执行官也有类似的动机。经常会听到公司高管基于公司规模对补偿金进行的辩解;基于公司盈利能力的论断则很少见。

尽管一些公司投资所在行业是浪费资金的做法,但它们仍旧持续这样做。其他公司则尝试多元化经营。商业教材中有很多不相关的兼并最终带来灾难性结果的例子,还有一些例子是关于仅仅带来现金的风险项目。由于投资者将其投资组合多元化是比较容易且有效的,不相关的兼并几乎总是不好的点子。公司的多元化水平越高,或者它所竞争的行业越多,公司生产率就越低。幸运的是在20世纪80年代后期,为了有效分配资金,单一行业上市公司的数目增加了54%,并且公司经营的平均行业数目下降了14%。公司控制市场给与那些没有恰当分配公司资金的管理层一种平衡的力量。管理不善的公司如果拥有不错的现金流和很强的市场地位,可能会吸引兼并者的注意。

或者说,成熟行业的公司可以探索其他既能增加股东价值又能使之成为成长型股票的方法。如果公司的现金流不需要正净现值投资,那么使用公司的现金流回购公司股份就可以带来收益增长。正如前文所讨论的,此时股东获得的资本收益非常类似于股息,但是它能避免两头交税。很多具有强现金流的稳定公司都被低估了,并且由于债务资本的税收优势,借款来回购股份可以增加股东价值。此行为是对公司资金的有效使用。以此方式对公司资金进行投资而不是以浪费的方式投资,给股东积极的信号。如果管理层认为公司的股票价格被低估了,它应该考虑固定价格或者减价拍卖式的回购。

对股东的“特殊”分派是另一个有趣的问题。在一项关于公司对恶意收购反应的研究中,公司选择特别股息的做法可能具有很强的积极宣传效果。一般来讲,这些股息应该先于公司控制竞争两个月就超过公司市场资金。这一做法的结果是,内部所有权平均增加3倍,长期债务与总资产的比例由14.6%上升到32.4%。有趣的

是,这些公司中的多数后来采取重组方案。由于特殊股息的存在,管理层的动机发生了显著变化,管理层拥有公司更多的股份,但是所面临的风险要高于债券持有者能够掌控的水平。投资者可能会争论称该收购威胁可能迫使内幕人比以前更有效地对资金进行投资。

公司收购者或者另一个感兴趣买家的存在不一定能促使公司内幕人考虑对公司多余的现金流进行资金分派。融资资本充实就是使用具有税收优势的债务资本的做法,公司宣布特殊的股息并且派发现金给股东。考虑到公司有能力承担此融资做法带来的额外债务负担,该现金股息是合理的。随着公司从其负净额头寸重新建立资金,公司就可以实现快速的收益增长。资本充实也可能导致公司更有效率,因为公司的精力集中在减少债务负担上了。

资本充实的另一个积极方面是可以避免产生与管理层领导的杠杆收购(LBOs)相关的道德风险。在这些杠杆收购中,管理层必须对自己竞价,以履行对股东的义务。效用最大化的经济机构一般不会经历这种复杂的利益冲突情况。由于杠杆收购对留在公司的内幕人的潜在回报,管理层为将公司私有化所进行的出价低于完全定价的提议是不足为奇的。

总 结

根据投资者对公司业务以及公司竞争威胁的分析,投资者想要确定公司以及行业内其他公司的策略和地位。在考虑公司以及行业的预期增长时,投资者必须决定公司策略的风险和可行性。投资组合经理必须根据这些因素评估股票价格的吸引力。基本面分析如果应用到那些很少有华尔街分析师跟踪的成长型股票,就是最有用的。回想一下第2章这些具有低预期的成长型股票具有最高的相对收益。

了解公司在行业的竞争情况是至关重要的。相似产品的价格竞争所产生的收益一般接近于经济利润。差别产品的竞争方式可能不会这样直接。广告和研发努力可能会显示出竞争的性质。由于非弹性价格的存在,这些公司可能获得异常收益。

判断哪里可能会出问题以及相应的概率是这行工作的另一方面。需要考虑的项目包括:(1)公司业务对经济周期的敏感性;(2)政府调节在行业中的角色和影响;(3)原材料或者关键原料的依赖程度和供应;(4)公司的投保情况(即保险是否成本巨大或者不存在);(5)公司获取人力资源的劳动市场性质。10K 报表或者会计脚注给出了有关这些问题以及相关信息的线索。我意识到投资者不可能完全回答这些问题。这里的讨论强调了内幕人和投资者之间信息的不对称。然而,了解管理层的动机是否与公司所有者的动机一致确实能带来更多自信。

再次强调,当投资者完成公司竞争地位分析时,并没有正确的答案。是否将股票添加到投资组合中,并且如果添加到投资组合的话,该股票要占多大的比例,这一决定取决于投资者的风险忍耐和证券多样化对投资组合的贡献。充分的部门和行业多样化是成长型股票投资组合的显著特征,因为这些股票的收益比那些增长速度较慢的股票呈现出更大的波动性。投资组合经理对于承受风险的愿望,只有他自己或者他的客户能够回答。为配合其他基本因素分析,投资者应该使用公司市场前景和市场劣势评估得出的信息,以便得到是否该将某股票添加到投资组合中的结论。

第6章

策略执行

IMPLEMENTING THE STRATEGY

费雪·布莱克就任美国金融协会总裁时题为“噪声”的就职演说,可以是发展策略执行理论框架的很好的起点。在该演说中,布莱克称如果市场是有效的,那么所有相关信息都会反映在股票价格中。此情况下,交易将仅限于这些调整资产分配或者财富发生变化的投资者。对不同水平和质量的信息或者噪声的相信程度对流动性市场来说是必要的。因而,缺乏流动性成为这些有效市场的一个特征。考虑到美国证券市场每天的成交量达数亿美元,该统计信息本身并不能否认市场效率,也不能说明市场参与者的非理性行为。噪声交易商引入市场的无效率,激励其他人寻找信息以便于对证券合理定价。然而,这些自认为自己比其他市场参与者拥有优越信息的交易者,最终会意识到他们可能并没有这类信息,或者意识到他们可能犯了错误。投资者如果不确定他们能否从完整信息库中选取合适数据样本来确定股票的内在价值,这就是投资管理令人不悦的一点。基金经理担心如果他们与市场普遍情绪不一致,就会受到“赢家诅咒”。“换句话说,噪声造就了交易获利的机会,但同时噪声也使交易难于获利。”

交易,与其说是一门科学,不如说是一门艺术,因此,交易很难研究。一旦投资者超出了事件研究和经济轶事的范围,分析不同策略的有效性就面临极大困难。该话题与投资者采取本书所提出的反向策略进行成长型股票投资的能力有关。它是投资管理的重要方面:“业绩方面的证据表明积极的基金经理常常未能克服交易成本障碍。因此优化策略执行过程是成功的投资管理过程的关键因素。”

简言之,没有哪个交易技术能满足所有投资者的需求。适当的方式受一些因素的共同影响,是股票投资组合管理的整体方法。一些方法可能比其他方法更适合某个投资者的需求。每个公司都要致力于发现最佳的将想法付诸于实践的方式。本章给出了一些有关股票交易成本和方法方面的见解,尽管主要是从机构的角度给出的。

流动性与交易商的关系就像是水和鱼的关系,没有它,你这一天过得就比较困难。流动性问题是投资策略的重要方面。对于非流动性股票,高换手策略在长期可能不如指数策略。交易成本可能会轻易超过策略的预期收益。本章讨论交易商用来解决流动性问题或者用来得到所研究股票特征的方法。

在第3章中,意外收益和预测收益调整的影响和重要性已经说明。调整和意外也对股票的流动性产生重要影响。分析师在股票收益预测上的不一致可能与交易量正相关。围绕一致预测较大的标准差与较大的流动性和不确定性有关。股票预测越是发散,股票交易的流通股比例越大。此外,“成交量与分析师预测的月调整量是正相关的”。

从波动性困扰中发现流动性并且见机行事是交易商工作的重要部分。成长型股票比其他股票更易波动,其收益标准差高于标准普尔所定义的市场水平。很多成长型股票的价值在很大程度上依赖于未来事件的预期。市场预期更改,这些股票的定价就会发生剧烈变化。这些股票对利息率的变化也比其他证券要敏感。交易商喜欢波动性,因为他们可以利用日内价格波动。而且,投资者购买波动型股票的补偿丰厚。虽然指数套利是有争议的,因为它对股票定价有显著和重要的影响,但是它对交易商是有利的。投资管理公司的交易商应该对指数套利或者程式交易做出有利反应。因此,指数套利既辅助了交易,又可以使有耐心的交易商在程式交易商要求立刻交易时得到较好的执行价。由于套利交易的存在,积极的经理或者自然的买家和卖家可以捕捉到买卖价差或者市场影响。

投资者应该注意股票当天交易所呈现出来的独特型态。开盘和收盘时段比其他时间更易波动。此外,市场在交易时间内的差异是周末非交易时间的70倍。就是说,市场交易时段的波动性远远高于非交易时段的波动性。为什么在有效信息市场会发生此现象是一个尚无定论的问题。波动性在衰退时也会增加。

投资者有必要识别并记住投资管理公司和卖方公司在很多方

面都存在固有的对立交易关系。考察一下他们的动机：经纪人鼓励交易，基金经理希望周转最小，经纪人希望得到高佣金，投资者希望低佣金。投资银行过去在掩饰这些利益冲突以及建立品牌忠诚上工作出色，很少有哪个行业能够实现这样的成就。一些人忘记了交易可以是零和游戏。

股票交易成本的构成

一旦投资组合经理决定修改他的投资组合，他希望最小化获取期望投资组合的成本。将他的想法付诸于实践的成本可以分解为 4 个不同参数：

1. 佣金
2. 机会成本
3. 市场影响
4. 价差

佣金是最直接的。佣金是投资者支付给经纪人的费用，经纪人代表投资者本人来进行交易。该成本是最容易衡量的。计算的简单可能解释了为什么在 1975 年美国纽约证券交易所废除固定佣金率以来，佣金率得到了广泛关注并且显著降低的原因。今天机构投资者一般对代理交易只支付几分钱。

由于很难区分经纪公司的交易能力，代理交易市场竞争异常激烈。对此，经纪人使用不同的策略来维持品牌忠诚。获取研究分析以及额外好处是两个常用的技术手段。在很多方面，竞争是普遍存在的，并且将持续存在，经纪人可能会持续面对成本降低的压力。1987 年牛市后，纽约证券交易所席位价值的急剧下降反映出代理交易“利润率较低并且没有扩展前景”的事实。然而，一项研究发现，佣金成本明显高于市场影响的成本。佣金是本金的 18 个基点，而市场影响的成本为 5 个基点。该研究有一点需要注意，那就是该研究考察了 1985 年的一段时期，从那时开始佣金率显著下降。

机会成本反映了不进行交易的成本。该衡量方法是判断交易商技巧的粗略方法。该成本围绕着交易商执行订单时的股票价格与交易商获得该订单价格之间的差别。它不仅考察了确定证券当前供给和需求的能力,还考察其预测短期市场波动的能力。投资者可能认为机会成本衡量了交易商的全知全能。

然而,他们是执行成本的重要部分。一些人认为机会成本是交易成本中最大的一部分:“事实上,未完成的交易往往总是最昂贵的交易。”机会成本相对于市场影响的重要性是投资者投资策略的函数。信息交易商优先考虑最小化机会成本,而异常现象投资者强调流动性和最小化市场影响。一些信息交易商相信通过其研究努力,他们拥有优于市场参与者的信息,时间至关重要。他们希望在市场意识到错误定价之前将其捕捉到。

机会成本给了立刻交易以动机,市场影响需要耐心。交易的这一侧面反映了供给和需求不平衡所带来的成本,与立刻交易的愿望相关。市场影响一般定义为大笔异常交易发生时的价格与股票在其前后交易时的价格之间的差别。有证据显示大笔交易的市场影响,其完全效果不是即刻发生的,而是随着市场逐渐调整的。大宗交易,或者超过 10,000 股的交易,在最近几十年稳步增长。这种交易形式目前在美国股票市场中占据主导地位。从 1986 年到 1990 年,大宗交易在纽约证券交易所总成交量中达到了 51.3%。而在 1970 年,这种类型交易的比重只有当年交易量的 15%,1980 年也只占总交易量的 29%。

如果投资者试图获得这样一个头寸,即单笔交易的成交量相当于几天的平均成交量,那么他就会很快理解市场影响的含义。交易对股票的供给和需求平衡破坏越大,发起者支付的价格就越高。随着大宗交易量的增加,大宗交易对股票价格的显著影响也有令人信服的学术理论证据。正如前面提到的,研究得出的结论是佣金成本超过市场影响成本。然而,市场影响也许不能完全计算出来。投资者不能衡量这些由于市场影响巨大以至于出资人从中撤出的交

易。对非流通性股票,立即执行的请求基本上是不可能完成的。交易商不得不下功夫寻找匹配方,因此,投资组合经理被迫接受不利的市场条件和公司特定风险,因为不可能立刻就能确定交易的匹配方。有趣的是,研究发现市场影响不会因为支付较高的佣金而有所减少。

投资银行和其他卖方公司提供的楼上市场 (upstairs market) 是减少市场影响成本的主要因素。一般来讲,这些公司起到中间商的作用,将交易各方集中起来并且协助完成交易,否则就会造成订单不平衡的混乱。股票市场大宗交易的重要性促成了经纪人所提供的这项功能的发展。“在美国,楼上市场逐渐成为市场组织进行普通股票交易的主导形式,这多亏了大批公司股票集中在相对少数的大型退休基金、共同基金以及其他机构持有者手中。由于这些机构持有者对投资组合进行的小幅调整大大超出了任何专业公司能够吸收的范围,单一股票的大宗交易或者有时候整个投资组合都被搬进了投资银行公司所维护的楼上市场。”

楼上市场的“场外”(off-the-floor)交易活动对股票市场的顺利运转起到重要作用。投资银行的交易商了解,或者可以快速确定顾客对某特定上市股票或者场外交易股票供给和需求间的函数。因此,当顾客通知经纪人他想要交易的参数后,交易商的公司就可以利用该股票的信息找到交易的匹配方。经纪人与机构投资者广泛接触,并且尝试在当时就判定出其对某股票的供给需求函数。如果交易商在其机构内未能找到匹配方,他就可以很容易地将其意愿转递给其他机构。例如,他可能会称他的公司是中等规模的 International Widget 股票的卖家,通过电子通讯向其他机构投资者同时传递信息。他也可以告诉其场内经纪人他客户的需求。买家可能收到这些通告,这样交易就达成了。而且,交易商可能使用公司的资金,成为交易的匹配方。虽然投资银行在过去 10 年里贫乏的收益可能说明情况并非如此,但当这些公司的交易商利用公司资金辅助交易时,他们得到了他们认为是风险调整的正常收益。

经纪人通常努力工作以通过楼上交易获取佣金。这些投资银行的交易商也许会发现，这反映了他们可能在将来为很多客户工作的方式。为了降低其佣金，基金经理可能会更多地使用比投资银行成本低的方式，进行简单的交易，当它们需要进入楼上市场时，他们会转向传统的经纪人。经纪人可能发现给与他们的交易很难完成，而那些“简单的”交易则给了其他公司。买家的理由是：由于流通股的交易是通过成本最低的结构完成的，那为什么为不需要的服务花费呢？

楼上市场的另一个方面是，在其他买家公司交易商知道存在大买家或者卖家时，就会采取策略行动。他们会根据此信息来调整他们得到各种股票理想头寸的方式。如果没有将他或者她的想法告诉其他人的买家甲通过楼上市场得知，一个咄咄逼人的买家乙想要购买大量同一股票的股份，而且超出了股票的正常流动性，那么这时买家甲可能更加积极地积累头寸。使用楼上市场的隐性成本是不可避免的，而且几乎是不可量化的。投资者因此必须将领跑的风险和从楼上市场发现流动性的收益进行平衡。

另一可能情况是，如果卖家从楼上市场获知买家的存在，他或者她将使用这一信息优势。卖家将试图确定买家的最佳价格，并在那个价位执行订单。卖家可能在楼上市场做出反应或者相对于买家的预计需求向场内送出小额订单以得到买家的一些信息。本例中的卖家可能会意识到有可能得到买家需求函数的完整理解，但可以采用不同的策略来找出买家的最高价。理想情况是，交易以买家对交易漠不关心的价格执行。如果卖家相信买家没有表明真正意图，卖家可能会通过场内交易专家、场内经纪人或者电子交易系统向场内开出高于市场水平的出价。通过场内交易专家设置大限价单（large-limit order）的卖家，该价格高于买家愿意支付的价格时，卖家可能会感觉意外惊喜。然而，卖家同样面临其他卖家可能愿意接受买家出价的风险。一些其他类似的情况也可能出现。然而，这里要说明的一点是，交易商根据股票供给和需求方面的新信

息,采取策略行动,并且对其他交易商的行为做出反应。

价差(spread)是指市场买卖报价之间的差异。它们由一些因素决定:“交易员在所交易的股票上寻找深度、连续性和买卖价差的最佳组合。这一最佳组合或者特定股票的‘适当’市场要能吸引订单、满足竞争压力、具有潜在利润并且能使交易员晚上睡个安稳觉。”价差反映了造市商的成本以及持有存货的成本。一些交易商,通过楼上市场或者支撑当前价值的基本因素分析,可能拥有更多(更好)的有关股票供给和需求方面的信息,优于市场交易专家或者造市商。场内交易专家是为了维持有序的市场,但是他们不愿意被利用。专家的资金相对机构投资者所需要的进行大宗交易的资金来讲是微乎其微的。大的价差可能反映了专家对增加目前头寸和股票流动性的不适应。一些投资者耗费相当的资源进行基本面分析,以便于在其他市场参与者获得这些数据之前发现股票合理定价的重要信息,如果交易是由那些发现一些新的重要信息的投资者发起的,交易员对成为交易匹配方就会很警惕。因此,交易员试图最小化反向选择的风险。

交易规模是判定买卖价差比例成本的另一个因素。“最小公司的价差/价格成本是最大公司价差/价格成本的12.6倍。这可能反映出流动性的差别,但部分原因也可能是股票的报价最少是1/8美元的间隔,而不是每股几分的间隔。”造市商不想持有大量流动性股票存货。专家和交易商的时间范围很短,理想情况是他们不想持有存货过夜。因此,如果另一方的时间范围比这些中间商为大交易确定的时间范围长,出资人可能会得到更好的执行价格。

价差具有值得注意的特征。它们在开盘和收盘时最大,在当天其他时间较小。买卖出价尺寸或深度在开盘和收盘时也比一天当中要小。这些结果对于不同规模的股票是一致的。

机构具有缩小造市商的价差以减少成本的能力。投资管理公司比造市商对股票持有的长期前景长,因此,有时投资者有必要减少价差来辅助交易。投资者可以使用很多方法。投资者可以使用电子

交易设备,如 Instinet,通过该设备,投资者可以使用更好的买价或卖价,走在交易员的前面,进而缩小市场。此外,在 Instinet 或者第三个市场上,交易商的交易价格不必限制在 1/8 美元的增量上(对于低价股票,专家将接受 1/16 美元的买价和卖价)。投资者也可以通过交易所会员设置一个优于当前市场的出价或竞价,来缩小在纽约或者美国证券交易所上市的股票的价差。专家将接受新的出价或竞价。

价差是交易成本重要的部分,不容忽视。由于交易员在很多情况下不想冒风险用自己的资金辅助交易,投资者可以采取行动来最小化这些成本。此外,机构投资者可以通过使用限价单并避免支付价差的方式成为流动性提供者。

交易方式

和生活中很多事情一样,没有执行策略的最好的方式。交易方法应该与公司的投资策略一致。一些管理方法,如有些人觉得自己所拥有的信息优于市场的其他人,可能比别人需要更多的即时性。此外,也可能需要其他交易商“协助”他们完成订单。

执行任何策略时,重要的一点就是要知道所有的交易都会对未来交易产生反馈效应。市场参与者在他们与其他交易商的接触中不断学习或者分析每笔交易的信息。下面的描述说明交易顺序是重要的。International Widget 是具有良好的流动性的上市股票。假设该股票的买卖价差是 1/4 点,买卖方都有 20,000 股。随后几分钟内卖方出价上出现了 5 笔 7,500 股的交易,这表明一些买家为该股票竭力竞价。他们可能得到了其他人并不了解的信息,并且捕捉到了市场对该证券的错误定价。反过来则表明卖家出现了,因为 5 个成功的交易都在出价方。现在考虑一下另外一种似乎更随机的情况。买卖之间存在两笔交易,一笔在出价方,下一个居中,一个在竞价方。

该交易顺序传递的信息完全不同于前面两个例子。正如掷 5 次硬币全是正面的情况一样,5 笔几乎同时发生的交易都在买家也算是巧合了。掷 5 次硬币得到背面、正面、背面、背面和正面 5 个形态比 5 个正面或者 5 个背面的可能性更大。这个例子的要点在于交易商评估的数据是杂乱无章的,并且可能给出错误的信号。不过,交易商的行为依赖于其他市场参与者的行为。

与立即执行策略交易方法不同的是,令一种替代方法反映了市场微观结构和此信息的应用。如果投资者的投资原则决定消除或者减少某头寸,以相对强度卖出是行得通的。如果激进的买家愿意接受价差以及获得头寸的市场影响,另一方会因提供流动性而得到支付。构造买卖价差而不是对其支付的长期影响将会对经理的业绩产生积极影响。由于机构投资者的时间范围远远长于投资银行的交易商,一旦有人要求立即执行订单,机构投资者有很强的动机成为匹配方。如果某人由于公司的投资过程成为自然的交易方,那么他一般会由于提供市场流动性得到很好的补偿。

信息交易商的行动可能有所不同。该方法要求交易商在获得所期望的股票头寸上比较激进,如果在市场识别突出事实前机会很小,但只要能在有利的价格上交易就可以。例如,一些研究表明,这些比市场更准确做出收益预测的人将获得极大回报。具有信息优势的交易商有很强的紧迫感,急于发现当前价格和他们认为合理价格之间的差距。一直到交易商完成交易任务或者有利价格不再存在时,他们将得到期望的股票头寸。由于这些信息交易商要求立即执行以最小化机会成本,他们可能会消化市场影响。

另一方面,没有要求立即执行的交易商,试图通过“处理”订单的过程来最小化市场影响。该方法的目的在于避免打破股票正常的供给和需求平衡。有大量头寸需求的机构要反应灵敏,避免影响想要买进或卖出股票的价格。由于其他交易商会对信息做出反映,大买家或者大卖家本身对股票价格有重要影响。“快三码扬尘”(three yards and a cloud of dust) 这种处理订单的策略在于将投资

者的买卖分成小份。大小取决于时间和销售数据所反映出的股票正常交易形态。考察股票在过去几周内的日交易形态给出未来交易形态的信息。该信息反应出平均交易水平和流动性。

表 6.1 International Widget 公司最近的交易历史

日	高	低	最后	成交量
-1	31 7/8	31 3/8	31 1/2	590,000
-2	32	31 1/2	31 3/4	810,000
-3	31 3/4	31 1/4	31 5/8	410,000
-4	31 1/2	31 1/4	31 3/8	290,000
-5	31 5/8	31 1/4	31 1/4	880,000
-6	31 1/2	31 3/8	31 1/2	680,000
-7	31 3/8	31 1/8	31 1/4	570,000
-8	31 3/8	31	31 1/8	770,000
-9	31 3/8	30 7/8	30 7/8	620,000
-10	31 1/4	30 3/4	31	580,000
-11	31	30 3/4	30 7/8	270,000
-12	31 1/8	30 3/4	30 7/8	490,000
-13	30 3/4	30 1/2	30 3/4	360,000
-14	30 7/8	30 1/8	30 5/8	910,000
-15	30 7/8	30 1/2	30 3/4	710,000
-16	30 3/4	30 1/4	30 5/8	650,000
-17	30 3/4	30 1/2	30 1/2	320,000
-18	31 1/8	30 5/8	30 7/8	440,000
-19	31	30 5/8	30 7/8	390,000
-20	31	30 1/4	30 5/8	770,000
-21	30 3/4	30 3/8	30 3/8	300,000
-22	30 5/8	30 1/4	30 1/4	460,000
-23	30 7/8	30 1/4	30 3/8	610,000
-24	30 5/8	29 7/8	30 1/4	380,000
-25	30 1/2	29 3/4	30	520,000

此外,投资者需要考虑特定股票交易的细微差别。考察表 6.1 和 6.2。投资者交易这些股票的方式不同。International Widget 比 Conshohocken MedTech 更具流动性,并且不易波动。Widget 的日成交量超过几十万股,并且股票的交易区间很窄。相反,Conshohocken 只在某些天进行交易,而且由于大买家或者大卖家的存在,当天最高价和最低价的摆动很大。值得一提的是“大买家和大卖家”这一说

法是相对的。就是说,对于 Conshohocken 股票来说的大卖家,到了 Widget 那里同样的股份很可能就微不足道。

International Widget 有代表性的日交易在表 6.3 中给出。该点对点(tick-by-tick)数据显示出时间、价格、股票的交易量,以及对应的即时买卖价数据。对交易仔细研究发现,买卖方一般都超过 10,000 股,价差为 1%。较小的买卖价股数一般与积极经理削减价差相对应。10,000 股左右的交易不会影响股票的价格、买入股数(bid size)、卖出股数(ask size)。总之,该股票存在很多买家和卖家,International Widget 具有流动性和深度。那些不会影响股票供给和需求的大宗交易,被市场消化,没有引发市场混乱。然而,市场能消化并且不会造成市场混乱的股票数目是有限的。这一有限的数量,受一些因素的影响,与特定时间有关。

对于 International Widget 这样的股票,如果某一价格点上需求足够大,当另一方试图达到同样的目标,并且这一方的订单已经在专家的账目上时,在当前市场之前采取行动是有利的。第一个买家的需求可能足够大,使他之后的订单执行的概率极小。因此,投资者不设置同一个价格的止损单是有利的,因为在此情况下,要拥有股票就要给出更好的出价。

基金经理一般可以走在交易员前面,最小化价差的成本并且增加交易执行的概率,拥有最佳的出价,这是因为,正如前文所讨论的,基金经理的投资视野比造市商要宽。该方法使交易商从日内波动性中获利。除了使用市场订单来消化价差外,投资者使用限价单来构造价差。对于场外交易的证券,Instinet 系统给出了最小化价差的最容易的方法。Instient 也具有楼上市场的特征,使机构来指明完成高于正常交易量的条件。该策略是耐心优于即时行动的又一个实例。投资者也可以在出价的中间位置进行交易,并且要求最低的佣金。

表 6.2 Conshohocken MedTech 公司最近的交易历史

日	高		低		最后		成交量
-1	32	3/8	31	1/2	31	1/2	168,000
-2	32	5/8	31	3/8	31	3/4	46,000
-3	32		32		32		0
-4	32	1/4	31	5/8	32		2,900
-5	32	3/4	32		32	1/4	19,000
-6	32	1/2	31	3/4	32	1/4	79,000
-7	32	1/8	31	5/8	31	7/8	1,200
-8	32	1/4	31	3/4	31	3/4	5,900
-9	31	1/2	31	1/2	31	1/2	0
-10	31	7/8	31	3/8	31	1/2	8,100
-11	31	5/8	30	5/8	31	3/8	112,000
-12	31	1/2	30	5/8	30	7/8	31,000
-13	31	1/4	30	1/2	30	1/2	7,800
-14	31	1/4	30	1/4	30	1/4	800
-15	31		30		30	1/4	6,600
-16	31	1/8	30		31	1/8	63,000
-17	31		30	5/8	30	5/8	13,000
-18	31		31		31		1,700
-19	31	3/8	30	1/4	30	1/4	33,000
-20	31	3/4	30	1/4	30	1/2	7,300
-21	30	1/4	30	1/4	30	1/4	0
-22	30	1/4	29	3/4	30	1/4	2,200
-23	30	1/2	30		30	3/8	5,400
-24	30	3/4	29	7/8	30	5/8	26,000
-25	30	1/4	29	1/2	30		4,600

进一步观察 Widget 的交易数据可以发现：除非投资者想要进行该股票的异常大的交易，否则投资者的注意力应该集中在最小化佣金和价差成本上。由于投资者不需要使用经纪人楼上市场的专门知识,订单执行是商品服务。交易 International Widget 这种股票的最有效方式可能就是使用 DOT 机器。除了最小化佣金成本外,投资者使用该设备构造订单以便于抓住价差,并且简单执行分别向上向下倾斜的供给和需求函数。因此,日内波动性对交易者有利。投资者可以从时间和销售数据上观察到股票的交易情况。如果出现异常情况或者投资者想要使用楼上市场,很简单,拿起电话就可以办

表 6.3 International Widget 当日交易的时间和成交量

时间	价格	成交量	买方出价	买入股数	卖方出价	卖出股数
9:32	30 1/8	49,000	30	10,000	30 1/4	10,000
9:34	30 1/8	400	30	10,000	30 1/4	10,000
9:35	30 1/8	25,000	30	10,000	30 1/4	10,000
9:39	30 1/8	900	30	10,000	30 1/4	10,000
9:44	30 1/4	25,000	30	15,000	30 1/4	2,000
9:45	30 1/4	500	30 1/8	5,000	30 3/8	2,000
9:47	30 3/8	2,100	30 1/4	4,000	30 3/8	20,000
9:49	30 3/8	800	30 3/8	3,000	30 1/2	20,000
9:53	30 3/8	1,100	30 3/8	2,000	30 1/2	20,000
9:57	30 3/8	24,000	30 3/8	2,000	30 1/2	20,000
9:59	30 3/8	400	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:02	30 3/8	1,200	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:03	30 3/8	300	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:07	30 3/8	600	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:12	30 1/4	4,000	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:15	30 3/8	700	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:16	30 3/8	2,500	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:16	30 3/8	200	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:18	30 1/4	5,000	30 1/4	20,000	30 1/2	20,000
10:19	30 1/4	3,000	30 1/4	15,000	30 1/2	20,000
10:21	30 1/4	16,000	30 1/4	15,000	30 1/2	20,000
10:22	30 1/4	600	30 1/8	25,000	30 1/2	20,000
10:22	30 1/4	10,000	30 1/8	25,000	30 1/2	20,000
10:24	30 1/4	7,500	30 1/8	25,000	30 3/8	20,000
10:25	30 1/4	800	30 1/8	25,000	30 3/8	20,000
10:26	30 1/4	100	30 1/8	25,000	30 1/4	5,000
10:27	30 1/4	400	30 1/8	25,000	30 1/4	5,000
13:30	30 8/3	500	30 1/4	30,000	30 1/2	25,000
13:41	30 1/4	300	30 1/4	30,000	30 1/2	25,000
13:43	30 3/8	2,000	30 1/4	30,000	30 1/2	25,000
13:50	30 1/4	1,100	30 1/4	30,000	30 1/2	25,000
13:53	30 3/8	800	30 1/4	30,000	30 1/2	25,000
14:01	30 3/8	2,500	30 1/4	30,000	30 3/8	8,000
14:05	30 3/8	5,000	30 1/4	30,000	30 3/8	5,000
14:07	30 3/8	15,000	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
14:11	30 3/8	200	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
14:13	30 3/8	600	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
15:00	30 1/2	6,000	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
15:03	30 3/8	400	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
15:05	30 3/8	500	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
15:05	30 3/8	1,000	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000

(续表)

时间	价格	成交量	买方出价	买入股数	卖方出价	卖出股数
15:06	30 3/8	2,500	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
15:10	30 1/2	28,000	30 1/4	30,000	30 1/2	20,000
15:11	30 1/2	10,000	30 1/4	30,000	30 3/4	30,000
15:12	30 5/8	400	30 1/2	20,000	30 3/4	30,000
15:14	30 5/8	300	30 1/2	20,000	30 3/4	30,000
15:17	30 5/8	1,700	30 1/2	20,000	30 3/4	30,000
15:18	30 5/8	2,900	30 1/2	20,000	30 3/4	30,000
15:25	30 3/4	55,000	30 1/2	20,000	30 3/4	3,000
15:26	30 7/8	700	30 3/4	25,000	30 7/8	2,000
15:27	30 7/8	2,000	30 3/4	25,000	30 7/8	40,000
15:30	30 7/8	200	30 3/4	25,000	31	40,000
15:32	30 7/8	500	30 3/4	25,000	31	40,000
15:35	30 7/8	1,600	30 3/4	25,000	31	40,000
15:35	30 3/4	2,000	30 3/4	25,000	31	40,000
15:39	30 7/8	400	30 3/4	25,000	31	40,000
15:44	30 7/8	15,000	30 3/4	25,000	31	40,000
15:46	30 7/8	500	30 3/4	25,000	31	40,000
15:47	30 7/8	900	30 3/4	25,000	31	40,000
15:50	30 7/8	3,000	30 3/4	25,000	31	40,000
15:52	30 3/4	1,000	30 3/4	25,000	31	40,000
15:52	30 3/4	800	30 3/4	25,000	31	40,000
15:53	30 3/4	2,400	30 3/4	25,000	31	40,000
15:55	30 3/4	5,000	30 3/4	25,000	31	40,000
15:58	30 3/4	800	30 3/4	25,000	31	40,000
16:00	30 3/4	44,000	30 3/4	25,000	31	40,000

到。买方交易商总是保留这个选择。

对于 Conshohocken MedTech 这种股票，交易需要更努力的工作。观察表 6.2 可以发现，不存在“典型的”交易日。同时也说明交易非流动性股票的异步性。由于流动性稍纵即逝，尝试买卖这些股票是 99% 的厌倦加上 1% 的疯狂行动。流动性只在某些天内存在，其他天内没有。表 6.4 显示的时间和销售数据反映了股票流动性很差的交易日。只有一笔交易超过了 5,000 股，而且很可能在楼上市场做出了安排。

考察一下表 6.5。交易日开始时的情况与表 6.4 所显示的相类似。价差超过 3%，并且买卖都很轻。然而，10:48 之后出现了一个买家，他给出异常大的出价。买家可能找到了经纪人来协助完成具

有特定参数的交易。他的经纪人可能相应地宣称他是 Conshohocken MedTech 的大买家。此情况下,买家的需求可能超过所显示出来的 15,000 股。

在特定价格点上,交易一方立即出现提供完全供给是不常见的。总有动机去判定另一方的交易原则,并确定是否存在其他大的买家或者卖家。卖家可能会设置一下小的卖单并等待市场的反应。其他买家可能依靠小额成交量将价格拉高,这样就使卖家获得了更为有利的执行价。而且,如果另外的买家中标,卖家面临失去交易的风险。在表 6.5 的例子中,大卖家在中午的时候到来。他将价差从 50 分缩小到 25 分,但是他想要买家承担价差。在下面的几个小时里,交易商进行协商。最终他们决定在中间价交易。该交易过后,股票回到更为典型的情况——交易很薄,并且价差扩大。

像 Conshohocken MedTech 这样的股票,要求交易商在流动性提供时迅速做出反应。交易商可以通过宣传其意图来制造流动性。对于非流动性股票,经纪人的协助是无价的。从他们对顾客供给需求方程的理解,代理商为基金经理提供了必要的服务。经纪人其实是通过协助这些交易而获得了佣金。然而,投资者可以尝试通过电子设备来交易这些股票。投资者完全可以结合使用两种方法来实现投资管理公司的目标。

表 6.4 Conshohocken MedTech 当日交易的时间和成交量,第一天

时间	价格	成交量	买方出价	买入股数	卖方出价	卖出股数
9:52	30 1/2	2,900	30	1,000	30 3/4	1,000
10:27	30 3/4	1,100	30	1,000	31	1,000
11:12	30 3/4	300	30 1/2	1,000	31 1/4	1,000
12:25	31	500	30 1/2	1,000	31 1/4	1,000
13:02	31 3/8	7,400	30 3/4	1,000	31 1/4	1,000
13:27	30 7/8	200	30 3/4	1,000	30 1/2	1,000
14:12	31 1/4	500	30 3/4	1,000	30 1/2	1,000
15:39	31	400	30 3/4	1,000	30 1/2	1,000
15:47	31 1/8	700	30 3/4	1,000	30 1/2	1,000

表 6.5 Conshohocken MedTech 当日交易的时间和成交量,第二天

时间	价格	成交量	买方出价	买入股数	卖方出价	卖出股数
9:51	30 5/8	200	30	1,000	31	1,000
10:17	30 1/2	300	30	1,000	31	1,000
10:48	30 1/2	500	30	1,000	31	1,000
11:29	30 7/8	1,000	30 1/2	15,000	31	1,000
11:53	31	600	30 1/2	15,000	31	1,000
12:08	30 3/4	4,500	30 1/2	15,000	30 3/4	15,000
12:19	30 5/8	500	30 1/2	15,000	30 3/4	15,000
12:59	30 5/8	400	30 1/2	25,000	30 3/4	15,000
13:07	30 1/2	900	30 1/2	25,000	30 3/4	15,000
13:21	30 5/8	2,500	30 5/8	10,000	30 3/4	15,000
13:49	30 5/8	12,000	30 5/8	10,000	30 3/4	15,000
13:55	30 5/8	800	30 1/2	25,000	30 3/4	30,000
14:19	30 5/8	300	30 1/2	25,000	30 3/4	30,000
14:26	30 5/8	100	30 1/2	25,000	30 3/4	30,000
15:23	30 5/8	35,000	30 1/2	25,000	30 3/4	30,000
15:48	30 3/4	200	30 1/4	1,000	31	1,000
16:00	30 3/4	2,200	30 1/4	1,000	31	1,000

另一个交易方法是“单纯”代理的方式,但是该方法有风险。在此策略中,公司依靠经纪人的执行技术。该策略的原理简单而且直接:买方经理告知股票行情自动收录器的对应一方以及他想要购买或者卖出的股份。经纪人随后,作为代理,使用相应的技术和判断来完成客户要求的交易任务。当天结束时,交易商向经理报告买进和卖出情况。

此安排有一些因素需要考虑。对股票表现密切持续关注至关重要。经纪人总有动机,采取最简单并且给公司带来最低成本的方式来执行订单。不管对客户交易的关注程度如何,佣金可能都是一样的。此情况的信息问题和道德风险可能导致交易商的做法并不是以顾客的最大利益为中心。多数经纪人不会过分利用这种情况,他们知道未来的业务取决于他们目前的表现。该名誉因素可能起到平衡的作用,促使经纪人采取恰当的行为方式。

沟通也是主要问题。代理人不可能知道在所有的情况下该采取怎样的行动,因此,不希望看到的活动(一般是消极怠工)就会发

生。想一想,如果暂时无法同一个基金经理取得联系,但他之前已经指示代理人竭力购买 International Widget 公司的股票。该股票和市场在随后一小时下跌了 2%。当罕见大卖家出现,代理人此时应该怎么做?很多情况要求交易商立即采取行动,他们一般没有机会考虑行动过程。交易商要么看准机会采取行动,要么放弃机会。

对该交易方法的怀疑是恰当的。该策略很难成功执行。至少,投资者必须是(或者有潜力成为)大的佣金制造商,以便于从经纪公司员工那里获得所需的知识和指示。否则,经纪人没有兴趣动用必要资源来做出工作安排。而且,即使是出色的客户,在这些情况下,仍会猜想为什么经纪人使用他或者她的时间在交易时间内寻找新的业务或者充当新的代理。此策略的使用者需要对这种晦涩放心。此情况下各方的冲突并不是难以克服的,但这些处境下的经理们应该充分了解他们的缺点,并且应该建立控制,以便最小化不良业绩和通信不畅的风险。

交易评估系统

既然已经知道了交易的重要性,投资经理将能够很容易地分析交易商的技术。尽管从概念上讲,理解交易的组成是很直观的,构造合理并且恰当的交易评估系统是一个重要的挑战。主要的分析障碍就是建立能够比较交易的基准。使用简便和成本较低是设计评估系统的重要因素,因为它将用于较大成交量的交易。系统必须要恰当并且难以操纵。

一个潜在的基准就是股票的收盘价。该信息是现有的,并且计算简单。然而,它并不是评估交易者技术的恰当方式。该方法迫使交易商猜测市场方向,并且确定每只股票当日的高峰价格。此外,如果交易商对他们预测当日价格波动的能力不满,它就会给与交易商动力去设置收盘市价委托订单。如果收盘价成为现行标准,并且很多人试图“博弈”该系统,此时再将订单打包,市场就会在收盘

价附近经历更多波动。

另一个基准是股票的平均价格。一个标准是当日高低价的中间价。另一个是平均值，给当天不同价格点交易的股份赋予不同权重。数据有效性和数据计算不如使用收盘价简单。然而，它们并不是难以应付的。因为这些基准承认了日内波动，它们比收盘价更具直观吸引力。加权平均方法能够更加恰当地反映证券的交易形态，进而实现可能的交易。

成交量调整的价格面临的最大异议是它可以轻易地被钻空子。很多报价服务给出持续更新的成交量调整价格信息。大约下午 3:00 的时候，这些数据的大部分就已经确定了，因此，交易商就可以采取策略行动。他们持续以高于平均水平的价格卖出股票，并且买进那些交易价格低于平均水平的股票。此外，交易商可能停止卖出那些低于平均价格水平的股票，也不再买进那些高于平均水平的股票。

这些策略可能不是最佳的，因此，根据成交量调整价格可能给交易商负面动机。成交量和波动率集中在市场开盘和收盘前后。由于流动性和波动性是两个较重要的辅助交易的因素，公司不愿意其交易商为当日后段时间的交易开脱。

一个恰当并且成本较低的交易评估系统是机构投资者以及受托监督投资经理最想要的。尽管该系统有其缺点，根据成交量调整价格仍是目前最好的交易评估基准。它在理论上优于收盘价和股票高低平均价格。其他标准，如监视每单笔交易前后窗口所给出的可能有价值的信息，成本可能较高。根据成交量调整的价格标准要求应用时具有灵活性，以确保良好的决策，管理层需要避免钻衡量系统的空子，并且要最小化机会成本。然而，对于一些信息交易商来说，无论是这个标准还是其他标准都是不可行的。只要存在有利价格，这些交易商只会关心获取所需头寸。

规模的逆经济因素

由于交易的存在,基金经理面临规模的逆经济因素。最终策略执行的成本会超过其收益,投资者可以通过尝试获得所需不同股票头寸来变动市场价格。相对于指数策略来讲,策略执行的边际成本超过策略预期边际收益的点取决于管理者的风格。一些策略可能达到几十亿美元,而其他策略达到高峰时收益也比较小。一般成长型股票小于标准普尔 500,并且小股比大股难于交易。因此,投资策略必须包括能尽可能多地承认并减少潜在的逆经济现象的交易原则。计划出资人和基金管理公司需要对何时确定资金的规模做出良好预测,因为这种方法下管理更多资产会对其业绩产生破坏性影响。

值得一提的是,由于交易所引起的逆经济现象,基金经理的经济利益可能与客户的利益发生冲突。经理的补偿可能是基于他所委托的资产的规模。他因此有动力增加管理的资产。然而,不可避免的是,如果由于交易成本的存在,当他不能成功执行策略时,他的业绩就会遭受损失。但是对于何时会出现特定基金增长过快的问题,他的客户将会难以判断。对于为什么业绩可能跟踪恰当的标准,也存在其他与规模的逆经济因素不相关的原因。局外人不能最终证实经理已经超出了收益减少点。事实上,当达到规模逆经济点时,经理甚至不了解自己,但他确实知道他的费用结构会增加管理的资产。

如果客户感觉基金经理成长过快,终止其服务是一个选择。但是替换经理对于计划发起者来说成本是高的。除了搜索成本外,随着新的经理重组投资组合以反映其风格,计划可能带来新的成本。这些交易成本是不可收回的沉淀成本。另一种可能是调整经理的补偿方式。如果业绩超过适当的标准,基金经理就可以分享业绩收益,这种安排可能会给经理足够的激励,以便于集中在业绩而不是

市场上。理论上说,基于业绩的费用结构似乎能提供足够的动机使经理的利益与其客户的利益相一致,然而,难于落实到书面上。对基于业绩费用的讨论超出了本书讨论的范围,但一些重点可以简单强调一下。基金经理需要一个基本的收入水平,这样他们就不用老是担心没有业务。他们需要补偿小年的费用支出。找到一致同意的积极标准也可能是个问题。基准问题在后面会详细讨论。然而,当基金经理试图寻找市场某个部分的无效率时,使用广泛市场指数作为标准既不是最佳的也不是合适的。因此,恰当的基准对这些合约来说至关重要。考虑到经理所承担的风险,计划出资人必须根据一致同意的积极标准对经理业绩进行判断并且相应做出调整。该激励机制的目的在于区分技术和运气。计划出资人做出这些安排的目的在于看到相互受益的行为,并合理对经理进行评估。

业绩费用可能具有期权的特征。如果基金经理的业绩未达到其标准,他可能会改变方式或者承担更大的风险,以期望得到更高的收益回报。当经理的表现优于基准时,他可能通过在剩下的时期内保留该标准来锁定其费用。这些行为对于客户来说可能不是最佳的。这里的讨论说明:由于计划出资人试图调整其利益,使其与基金经理的利益一致,基于业绩的合同是个复杂的问题。计划出资人必须紧密监视经理的表现,因为经理的补偿结构会给他错误动机。当经理的业绩高于或者低于基准时,就是说,当经理手里资金丰厚或者资金缺乏时,情况尤为如此。

业绩费用可能给经理的动机平衡是声誉的考虑。因为他们的声誉可能会遭到不可修复性的损坏,很少有人会参与这种高风险赌博式策略。投资顾问和计划出资人社区组织是相对严密的,因此对于经理来说,臭名昭著行为不会具有永久后果是不太可能的。此外,多数专家试图在为他们的客户尽着最大的努力。

总 结

在竞争日益激烈的投资管理行业,交易成本常常得不到应有的重视。如果这些成本对经理的业绩有重要影响,他们就有动机将这些成本最小化。准确计算交易成本是极为困难的,但是交易商应致力于将其最小化。经理应密切监视他们的执行成本和交易商的技术,并且要尝试让交易具有竞争优势。

公司的交易方式必须与投资原则吻合。证券市场中有可能发现错误定价股票的部分将对交易方法产生重要影响。从某种意义上讲,交易是一个零和游戏,因此它是高度竞争的。股权交易也具有反馈效应。由于其他交易商使用交易数据为自己谋利,所采取的激进态度就有影响。交易问题将同时决定投资产品在遭受规模的逆经济因素之前,能增长到什么水平。

第7章

对交易起着重要作用的 市场异常现象

MARKET ANOMALIES OF IMPORTANCE TO TRADING

在完全高效的市場，價格沒有記憶功能。也就是說，以前的交易模式沒有任何預測價值。然而，正如我的成長型股票假設和其他假設所顯示出來的，資本市場並不是完全有效率的。利用這些無效率因素通常是有價值的。在這部分，我們將討論股本收益持續交易模式的出現。儘管由異常引起的這些收益可能不足以支付交易成本和恰當的風險調整利潤，但投資組合的表現能通過戰略性的回應得到改進。至少，交易商應意識到異常，這也許是值得公司抓住的能改進業績的機會。

正如對市場微观結構的理解能幫助減少交易成本一樣，對異常交易模式的机会主義反應也可能對戰略執行有正面效應。儘管交易能簡化到拿起話筒，通知經紀人你要購買的股票這種形式，但這通常是一種強烈的、以細節為導向的挑戰。交易商被各種信息炮轟着，他們必須擁有高度集中的注意力來過濾掉噪音並吸收相關數據。他們必須能夠在這些數據和當時的情況下迅速做出決定，並採取最好的行動。然而，一個交易商的交易數量通過一些持續的股本收益模式得到改進。本章首先考慮短期收益反轉。接着對1月份小股的相关強烈表現進行分析。最後，我將討論1周不同時日的收益模式，月份前後的收益模式以及與假期相關聯的收益模式。

收益反轉

高效市場的擁護者假設股票價格的變化有利於新信息的到來。其他人認為價格變化比其他任何因素更能保證市場信息的更新或資產價格經歷的變動比標的資產(underlying asset)要多。沃納·德邦特和理查德·塞勒檢驗了一個關於投資者是否“打算對預料之外的和戲劇性的新時間做出過激反應”的假設理論。他們分析前期最好和最壞表現的投資組合所產生的後期收益，發現失敗者收益相對較好，而成功者的收益較差。從這些發現得出結論：市場確實反應過激，這引出關於市場效率的重要問題。然而安德魯·羅和克雷格·麥金

雷坚持认为,在解释短期反转投资组合战略利益时,股本交叉反应及大股市决定小股市比过激反应更重要。

考虑到该发现涉及整个股市,那么就存在一个重要的问题。成长型股票也会有过激反应吗?人们也许会认为答案是肯定的,因为这些令人出乎意料的股票比普通股票经历更多的变动。为回答这个问题,我对从1982年6月30日开始的8年时间进行了考察。在这8年中,标准普尔500平均每季度有4.7%的收益,标准偏差为8.6%。然而成长型股票平均每季度的收益为4.2%,标准偏差为11.5%。如果这些收益模式持续更长的时间,将会产生为什么投资成长型股票指数基金是一项有效的活动的问题。标准普尔500在更小的变动和风险下产生更高的收益。然而,低预期成长型股票比标准普尔有更好的相关表现。

该研究以下列方式分析了收益反转假设的月度反应和季度反应。成长型股票在最初阶段开始之前产生。以最初阶段的表现为基础进行分类。因此投资组合在后期产生。

测试阶段从1982年6月开始,以每月的或每季度的表现为起点,划分出97个月或33个季度。对投资组合进行平等衡量,且在检查期间,此过程每月或者每季度都重复一次(忽略了交易成本)。该研究避免了生存偏差(survivorship bias),但是不足以反映接管的影响,因为它要求每个季度都有价格记录。为说明该程序,看一下下面的例子。1988年7月1日开始的那个季度,成长型股票是在1988年6月30日公布的公共信息基础上建立的。基于1988年第三季度的表现,将股票进行了分类。这些投资组合一直持有到第四季度,然后针对收益反转是否是我的焦点做出决定。在接下来的季度里过程不断重复。例如,在1988年第四季度结果的基础上,1989年第一季度被认为有过激反应。

表7.1显示的是在上月业绩基础上,从朴素战略形成的投资组合中获取的月混合收益。月收益总的来说有一个持久的模式,在这个模式下,最初的月份里经历过惨淡业绩的股票下月有比较好的

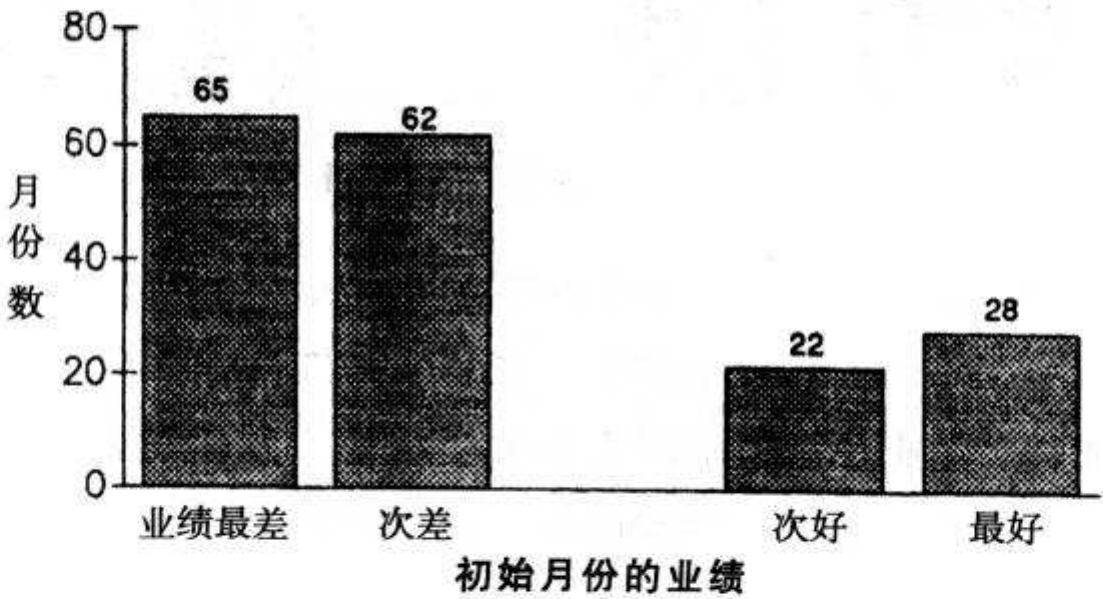
业绩。上个月投资在成长型股票投资组合中亏损的 1 美元将涨到 5.36 美元（与标准普尔 500 的 4.15 美元和平均成长型股票的 3.46 美元相比）。投资于上个月盈利股票的 1 美元仅升值到 1.12 美元，且在其他成长型股票投资中业绩极差。最初阶段业绩最好的投资组合将升值 1.79 美元，而业绩最差的投资组合达到 6.13 美元。尽管盈利股票在接下来的 1 个月里拖了市场和其他股票的后腿，当经济 and 市场的“向上漂移”(upward drift)产生正面收益时，卖出盈利股票的战略将不再有利可图了。

表 7.1 从 1982 年 8 月到 1990 年 8 月，
在上个月业绩基础上投资到投资组合里的 1 美元的增长情况

	8/82~8/90	8/82~7/84	8/84~7/86	8/86~7/86	8/88~8/90
1	5.36	2.07	1.87	1.47	0.95
2	6.13	2.09	1.99	1.38	1.07
3	4.28	1.91	1.55	1.33	1.09
4	4.88	1.87	1.87	1.27	1.09
5	4.76	1.87	1.89	1.19	1.14
6	3.63	1.56	1.67	1.16	1.20
7	3.08	1.53	1.55	1.03	1.25
8	2.91	1.43	1.45	1.13	1.24
9	1.79	1.43	1.34	0.93	1.00
10	1.12	1.29	1.20	0.73	1.00
标准普尔 500	4.15	1.54	1.71	1.23	1.28
平均成长型股票	3.46	1.68	1.62	1.15	1.10

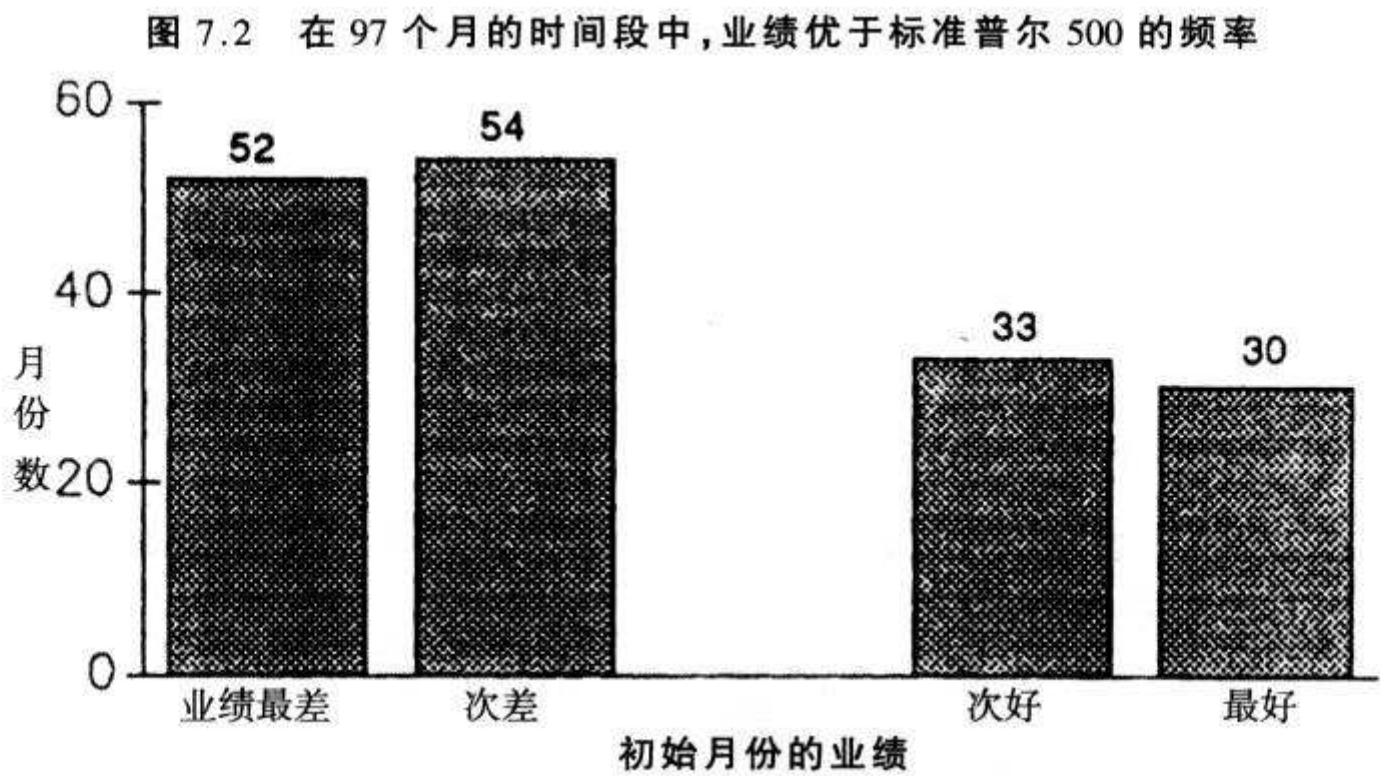
注：有最差初始业绩的 10 组最先列出。

图 7.1 在 97 个月的时间段中，业绩优于一般成长型股票的频率



月收益反转的持续性或者任何潜在异常性都是很重要的考虑因素。可以从两方面入手。首先,它通过将研究分解为 4 个两年段来检查(1988 年 8 月到 1990 年的 25 个月)。表 7.1 列出在上述时期中朴素战略取得的结果。前三个阶段论证了一种持续的反转模式,但是过激反应假设未能坚持到最后。

其次,研究表明了业绩优于平均成长型股票和标准普尔 500 的频率。值得一提的是在考察的这段时间,成长型股票的业绩优于标准普尔 500。在 97 个时间段,亏损战略投资的业绩有 62 次优于平均成长型股票,52 次优于标准普尔 500(见图 7.1 和 7.2)。接下来的 10 类最差初始业绩股票有 62 次优于平均成长型股票,54 次优于标准普尔 500。而盈利投资组合的业绩仅有 28 次优于平均成长型股票,30 次优于标准普尔 500。同样的,接下来的 10 类最好初始业绩股票分别在 22 和 33 个时间段中优于平均成长型股票和标准普尔 500。总之,月结果完全支持成长型股票的效益反转假设,并与其保持一致。



在尝试做出反转模式是否能持续较长时间的决定时,我以季度和半年为持续时间段进行研究。季度结果与月结果不同,表 7.2 显示在前一季度业绩基础上持有朴素战略的投资组合得到的季度综合收益。从这些数据中得到的唯一清楚的模式是有最差初始业绩

的两只投资组合拖了后面其他投资组合的后腿。在 33 个季度中，亏损投资组合业绩 25 次低于标准普尔，24 次低于平均成长型股票。业绩最差的投资组合有类似的结果，其业绩 22 次低于标准普尔，21 次低于平均成长型股票。来自两只有最佳初始业绩的投资组合的收益比平均水平高，但它们和其他投资战略在很大程度上似乎都是很随机的。因此，季度结果不支持收益反转假设。

表 7.2 从 1982 年第四季度到 1990 年，
在上一季度业绩基础上投资到投资组合里的 1 美元的增长情况

1	1.26
2	2.24
3	3.66
4	2.80
5	2.65
6	3.70
7	3.59
8	2.60
9	3.49
10	3.15

注：有最差初始业绩的 10 组最先列出。

从该分析中，大家可能会问为什么月持有时间段只有一个收益反转？一种解释是基于价格的信息角色基础上的。一只股票也许会对新闻有过激反应，因为交易商从交易本身及相应的交易数量和价格中提取信息。相信自己有关于某只特定股票的消息的交易商可能在其他交易商一味向相反方向前进的时候，从真正的消息中寻找偏差性的样品。当市场影响对初始方来说不是一种实质考虑因素时，他们可能观察交易中的大宗交易。在不同寻常的大数量和大规模的大宗交易不存在时，在递盘虚盘中小型交易的数量会出现不成比例的现象。因为股票价格是价值的干扰评价项，本例中的买方可能担心他们是“赢者诅咒”的牺牲品。如果他们仍然相信自己的消息是准确的，这对他们坚持自己悬而未决的需求函数来说是有利的，因为要求立即交易的交易商吸收了市场的影响。显然，

这个过程不会无止境地继续下去：在某一点上，任何人所得到的补偿将抵消股票的流动性，或者在风险调整基础上的期望收益为交易的另一方提供了保证。最终，价格将在下一阶段得到调整，以便更准确地反应资产价值。

罗和麦金雷讨论的大型股票和小型股票的过激反应以及导致落后的模式对市场效率有很重要的意义。然而高效市场假设的辩护者有一个很有说服力的论述，那就是在证明无效之前，你必须能够成功地执行一种战略。由于将交易成本量化非常难，追求高成交量战略，买入上个月的亏损股，对指数化是否有益尚不清楚。克服买卖差价，市场影响，机会成本和佣金并不简单。也许一家投资银行的职业交易商能抓住这点异常，但是我怀疑许多其他人都不能执行该战略。而且，一旦被发现，将很快被套汇。

然而，该研究对成长型股票投资者确实具有实际意义。首先，不可以追逐盈利股。假设这个时间段的消息已确定，它们过优的短期业绩也许已经发生。在接下来的1个月里，也许能够以更低廉的价格购买到这些股票。另外，交易商必须遏制欲望，以使成长型股票短期收益反转的机会成本最小化。立即得到预期投资组合的尝试可能导致在盈利股到达最高点时错误买入，或在亏损股到达最低点时错误卖出。

考虑到盈利和亏损投资组合在季度平衡调整基础上的业绩，我采用半年的持股期。以市场微观结构为基础对成长型股票异常短期反转模式做出的解释有直觉吸引力，然而，季度结果仍是个谜。在一个季度收益上产生其他收益的假设基础上形成的理论与建立在底边或超级碗(Super Bowl)盈利股基础上的理论具有同样的说服力。举个极端的例子，价格动量假设显示今天的盈利股升至无限而亏损股降至0，这违反了常理。

我对6个月持有期的期望是将找到随机模式。结果将与效率市场假设一致，因为它主张人们无法在股票历史收益的基础上预测其未来业绩。在该研究中，我分析了从1982年下半年开始到1991

年上半年结束的共 18 个时间段。在这个阶段中，我根据业绩将整个成长型股票分成 10 类，并在接下来的 6 个月持有投资组合。也就是说，收益反转测试从 1983 年开始一直持续到 1991 年。表 7.3 显示了 10 类投资组合的平均收益少于平均成长型股票收益。这些结果与每季度的数字相匹配。最后的或极端的那些，在随后的连续阶段有相似的业绩。盈利股在接下来的 6 个月里增加了 2.7%，而亏损股却将平均成长型股票拉后 5%。其他组的这些额外收益是随机的。

表 7.3 每 6 个月为持有期的平均组合投资收益
减去平均成长型股票收益(18 个时间段)

1983~1991	
1	-0.0489
2	-0.0117
3	0.0000
4	-0.0017
5	0.0083
6	-0.0033
7	0.0100
8	0.0000
9	0.0056
10	0.0272

注：有最差初始业绩的 10 组最先列出。

盈利和亏损投资组合在季度和半年期测试中的业绩是不可能受它们前期收益或价格动量影响的。季度和半年结果可能表明与蟑螂理论有关。业绩惊奇可能不止发生一次，或者亏损股和盈利股之间有很多基本的因素是相关联的。很明显，买入亏损股的战略不适用于寡妇和孤儿。

另外，因为数字是可用的，我分别对每月和每季度的初始阶段投资组合做了分类图（请记住这些都是在业绩基础上分成的 10 组），表 7.4 中显示了对赚钱机器进行探索的结果。

研究发现，有更好业绩模式的投资组合平均市盈率/增长比更低。统计数据证明最好和最差业绩的投资组合都有低于平均水平

的中等市场资本总额。然而，令各投资组合都有大约 10 个分析家向机构经纪人预测服务系统提交评估，因此都不可忽视。其他投资组合资本总额和分析师的覆盖范围实质上没有不同。这些发现表明小股有更大的波动性，而且高期望成长型股票容易让人失望。

表 7.4 在最初时期业绩基础上描述成长型股票投资组合的特点

	中级市场资本(美元)	分析师覆盖程度	市盈率/增长比
月			
1	240	10.1	1.00
2	307	11.0	0.99
3	363	11.4	0.97
4	392	11.4	0.97
5	392	11.6	0.95
6	408	11.7	0.92
7	415	11.8	0.92
8	390	11.8	0.90
9	338	11.5	0.89
10	245	10.2	0.89
平均	349	11.2	0.94
季度			
1	236	9.8	0.91
2	314	11.2	0.91
3	328	10.9	0.91
4	393	11.7	0.85
5	409	11.7	0.85
6	385	12.0	0.82
7	437	11.8	0.78
8	438	11.7	0.80
9	350	10.8	0.77
10	261	10.6	0.74
平均	355	11.2	0.83

注：有最差初始表现的 10 组最先列出。

也有一些证据显示，机构投资者采取相反的方法进行交易。一项研究表明他们以一种不成比例的方式买入那些目前表现很差的股票，并卖出盈利股。

首次公开发行的股票

一个英明的人曾经说过，首次公开发行的股票不是用来买的，而是用来卖的。为这类股票支付给经纪人的佣金远远高出平均水平，这就是经纪人极力推荐该类股票的因素之一。当并不经常和你联系的销售人员给你打电话时，他推销的是首次公开发行的股票还是二手交易呢？尽管很明显，股票和汽车是不同的商品，但是两行中的销售员会用相同的战术。

首次公开发行的股票的收益只有高效市场假设的极度扭曲版本才能解释。在发行的第一天，首次公开发行的股票的收益很高。然而，在长期业绩中，它们的收益比其他股票低。杰伊·瑞特尔对首次公开发行股票收益做了研究。他发现在首次公开交易开始后的3年的持股期后，投资到首次公开发行股票组合中的1美元涨到1.34美元，而投资到非首次公开发行股票的同数量和行业特点的组的收益达到1.62美元。首次公开发行股票投资组合的业绩实际上也比一般市场指数低。运营时间最长的公司有最好的收益，但是只有那些存在至少20年的公司的业绩比同类公司的非首次公开发行股票投资组合好（这些发现说明，也许投资组合经理们应为他们自己的比赛买票）。

值得注意的是，书中对成长型股票的定义阻挠了首次公开发行的股票，因为它要求一个完整的季度定价历史。既然假设许多公司的首次公开股票都被视为成长型股票是公平的，那我在第2章中的结论有一定的偏见。但是，论证显示，任何避免首次公开发行股票的战略最初都有一个好的开始，除了一个例外——在第一个交易日进行首次公开发行股票投资或者卖出存在过量需求的新股，这种策略是可以获利的。否则，他们的业绩似乎与高期望成长型股票有相似性。因此，当加入首次公开发行股票时，需要仔细选择。一旦首次公开发行股票带来的愉悦感消失后，股票可能更便宜。在新上

市公司的首次交易股票完成几个星期后交易可能比较困难，因为同其他股票一样，市场资本总额相对较小。实际上一些论证显示，有最好首次收益的首次公开发行股票之后的业绩是最差的，这种现象对小公司尤其适用。

投资者的另一个考虑因素是决定上市后，公司开始对市场计时。他们在该行业正流行时选择时机，那时市场对首次公开发行股票很热情，以至于他们可以将发行价格最大化。一些投资者宣称，一些公司在首次公开发行股票前忙于“橱窗装饰”(window dressing)。这些投资者坚持认为随意消费延期导致公司在发布前将收入最大化，且保持更高的首次公开发行股票价格。值得注意的是，刚刚上市的公司的负面发展能引起控诉的恐慌，控诉针对的是低效的内容计划书。近年来，这种抱怨的数量戏剧般地急剧上升。

从首次公开发行股票接下来的业绩来看，似乎市场对公司和行业的前景异常乐观。投资者对有前景的理念或者增长情况的诱惑反应过激。尽管用相反的方法买入首次公开发行股票是有利的，人们仍然冒险成为鸡尾酒会上的焦点。

一月份的收益

“一月效应”是一个公认的异常现象，以至吸引着投资者和学术界的注意。在一月份，市场资本总额小的股票有较好的相关业绩。相反，在一年的其他月份里，建立在资本总额基础上的收益没有实质不同。

上市交易公司的收益和相关数量之间的关系几十年来一直都很让人很好奇。有证据显示，长期以来小公司比大公司有更高的收益。小公司很大一部分的良好业绩来自他们一月份的收益。值得注意的是，这种异常现象的实质部分集中在短期时间内——小股的很大一部分异常收益来自于一年的前5天。

有几种假设可以解释一月效应。每种假设都非常有道理。我猜

想这种现象可以归因于所有这些理论，包含来自税赋损失销售的压力，每周的异常收益和年底报告的“橱窗装饰”。“橱窗装饰”理论认为资金经理清除了那些错误购买的或有高风险的股票，并把它们换成更方便的股本。经过一年的转变，他们投资于有更大投机性的股票。这种行为解释为一月收益反弹。

另一个基本原理考虑到交易模式中的偏差。在一年的最后这些日子里，股票倾向于向买家关闭，但是在一月前几天对卖家关闭。也就是说，来自一月的异常收益也许部分是因为买卖差价。十二月份模式的一个隐藏原因也许可以归咎于避税。但是答案仍然不清楚。一年的最后几个交易日流动性比平时小。买家在一月份而不是十二月末现身的动机也尚不清楚。

上一个月的盈利股和亏损股所经历的短期收益反转(在前一节中讨论过)不包含在一月效应里。最新研究发现“尽管在一月份异常过激反应发生的频率是二月份到十二月的3倍，但一月份以外的其他月份里的过激反应也是很严重的。”

表 7.5 显示了将一月份收益从我研究的成长型股票收益反转分开的结果。发现结果是相似的。反转通常在一月份发生得较多，但是在其他月份也会发生。在一月份，上个月的亏损股收益业绩比平均成长型股票好 1.6%，但盈利股却拉后了大约 70 个点的指数。该表格再次强调收益反转那一节的一点：股票的业绩可能会通过利用这种现象得到提升，但是这不是单纯的战略。每个月的额外收益一旦减去交易成本，将比买入和持有战略更成功，这一点是很让人质疑的。A 组的额外月收益表明了一个成长型股票经理相对于成长型股票指数的收益中，有多少是由反向交易战略资助的。对于一月份以外的其他月份，每个月通过不购买盈利股可以避免 119 点的损失，而买入亏损股可以将业绩每月提升 0.5%。对每月额外业绩所做的回顾显示出了一个非常持久的收益反转模式。

表 7.5 月收益反转的一月效应

	一月	其他月份
A 组:从 1982 年 8 月到 1990 年 8 月 10 组投资组合的收益减去平均成长型股票的收益		
1	0.0159	0.0048
2	0.0074	0.0063
3	0.0061	0.0022
4	-0.0168	0.0052
5	0.0008	0.0036
6	-0.0019	0.0007
7	-0.0059	-0.0011
8	-0.0033	-0.0018
9	-0.0085	-0.0070
10	-0.0067	-0.0119
B 组:从 1982 年 8 月到 1990 年 8 月 10 组投资组合的 收益减去标准普尔 500 的收益		
1	0.0353	0.0015
2	0.0268	0.0032
3	0.0255	-0.0009
4	0.0026	0.0024
5	0.0202	0.0006
6	0.0176	-0.0023
7	0.0135	-0.0040
8	0.0161	-0.0048
9	0.0109	-0.0099
10	0.0127	-0.0149

注:有最差初始业绩的 10 组最先列出。

股票市场的拐点年收益模式激励交易商采取更有战略性的行动。表 7.5 的 B 组表明一月份效应有利于成长型股票。一月份所有与标准普尔 500 有关的 10 组投资组合的额外收益都是盈利的。值得注意的是上个月的亏损股比盈利股表现更好。一月份买入亏损股收益平均增加了 3.5%,而买入盈利股平均增加了 1.3%。这些额外收益也表现出持久的收益反转模式。

在条件相同的情况下,应在一月份而不是十二月买小股。反过来也成立。人们更喜欢在十二月买入小股。因此买家应抓住差价。如果卖家要求立即执行,它可能会受大市场的影响。这应承了在年底的收盘价周围,卖家不应使用收盘市场订单的交易模式的论述。买

家应利用年底气氛,在4点左右成为场外交易市场上和上市股票的最佳买家,使用市场收盘订单,在收盘价基础上忙于收盘后交易。

一月份早期,买家和卖家应采取相反的措施。卖家不能过于激进,而是通过提供流动性获得收益。作为选择,如果资金经理决定买小股,他将发现需要与其他买家竞争。在新的一年的前几个交易日,小股买家的耐心是很有利的,除非那里有一个非常好的交易机会。总之,应该考虑通过操纵潜在交易来利用一月效应。该策略将为业绩增加基点。

一周的交易日

一周的交易日也与收益异常有关。每周的第一个和最后一个交易日显示了最显著的模式。周一的证券收益通常都是负的,相反,周五的小股却有很好的收益。

在周一,大中小股都亏损。也就是说,没有一只股能幸免(这适用于在1987年这灾难性的一天发生的市场崩溃)。尽管周五收盘到周一开盘的收益是负的,周末效应也不能完全被开盘交易抓住。然而,周一负收益的一部分在交易的前几个小时内发生。在接近收盘时,股票一天中的亏损状况会得到恢复。这种接近收盘的恢复在其他交易日也同样存在。

为响应周一的交易模式,资金经理可能想要利用这种异常性。在上一个周五应避免或完成卖出操作。买家可能发现,在前几个小时持有订单对他们来说是最有利的。异常大量的卖出对市场的影响在周一应该很大。在下跌的市场中,当其他买家在场时,要求及时性是很昂贵的。相应地,如果是大买家,周一是通过提供流动性获得收益的大好时机。

对投资者来说,周五是个让人开心的日子。这天的收益比其他任何一天都多,而且收益与数量有直接关系。这天的业绩与股票规

模的大小成反比。股票越小,收益越好。更明显的是小股过半的长期业绩来自于周五的业绩。

对于周五来说的反向策略是卖出小股,尤其是在接近收盘时。这天,人们希望为激进的买家提供流动性。如果必须在这天成为买家的话,应该在开盘时进行大股交易。

假期

通过 1963 年到 1982 年利用证券价格研究中心的数据进行的研究,罗伯特·安里尔发现:“假期前收益的平均值在平均加权和价值加权指数上分别超过了非假期前平均收益 9 个系数和 14 个系数。”正收益的频率在假期前的平均加权指数为 86%,但是一年中的其他日子是 56%。尽管异常性在新年非常有影响力,这与一月效应相一致,异常状况在其他假期也会发生。这不仅在小公司得到了验证,也不只是周末效应的替代品。

股票开盘价比前一天的收盘价高,但是假期效应不是一夜之间能完全被掌握的。股票在其他日子也会上涨,尤其是在最后几个小时内。交易商应相应地调整订单,对这些数据进行整合并从中受益。

月形态

最后讨论的暂时的异常性是股票收益的月模式。“二战”后 19 年的研究发现“月初的正收益从上一个月最后的交易日开始一直持续到这个月的前 15 天,然后就是负收益。”另外,月效应不包含在一月效应中。一月对异常性有提升,但是效应在其他月份都存在。这种异常表明应在每月的早期成为卖家,晚期成为买家。

总 结

本章介绍了能影响成长型股票战略的几种异常。一个重要的提示是没有一个是单一的战略。也就是说,交易成本和风险淹没了市场无效带来的期望收益。

另外,我不提倡“壁橱”市场择时。本章讨论的交易战略不与先前提到的其他关于市场方向的论述冲突。很明显,能成功进行市场择时的机率太小,没有什么实际价值。

这些异常不能推动投资过程。然而,有战略地交易将提高基金经理的业绩。了解这些异常现象将为那些使用这些知识投资和交易的人带来收益。对异常状况及其对交易的作用可以总结如下:

- 股票通过对新消息的过激反应或领导—落后效应展示了短期收益反转模式。不应该在有很好业绩的情况下追加股票。亏损股在下一个月有更好的业绩,然而,这些收益显示了季度和半年期之间的关联性。

- 首次公开发行股票通常在极其乐观的情况下定价。机构投资者能够通过进入“火热”交易和出位交易来抓住新股的首日交易业绩。否则通常理应推迟购买首次公开发行的股票,因为在第一天后它们的业绩都没有同类股票好。

- 小股在一月份有较好的业绩,尤其是前几天。人们应该在一月而不是十二月卖出不再投资的小股组合。在一月早期,卖出的可能性更高。

- 周一通常有负收益;周五小股票有较好的业绩。股票通常在接近市场收盘时反升。一个反向交易商通常在一个星期开始时买入任何价位的股票,在周五即将收盘时卖出小股。

- 股票在假期前,月末和每月前几天有正收益,但在其他月份倾向于负收益。相应的,在假期前和月初应为纯卖家,而在其他时间应为纯买家。

第8章

多样化、风险和市场效率

DIVERSIFICATION, RISK, AND MARKET EFFICIENCY

投资者很早就注意到多样化所带来的益处。没有多少人愿意拿投资于股票市场的资产来冒险,仅将其投入到一小部分股票中。除了那些相信自己无所不知的人,高度集中的投资组合伴随的风险如此之大,以至于经纪代理都选择持有能带来最好利益的多样化投资组合。效用最大化的投资者将在他们风险憎恶程度的基础上选择投资组合。他们尝试在既定风险水平上将预期利益最大化。

哈里·马克威治因为证明了投资组合中各股票的相关性是投资组合风险中很重要的因素而获得了诺贝尔奖。许多股票不能保证一个多样化的投资组合。因为这些股票可能相互间紧密关联,投资组合可能几乎不存在多样化的特征。因此,投资者选择没有什么关联的股票来构建投资组合。

多样化的目标是让股票暴露在很多影响因素下,以此来避免过于集中于某一特定领域。从实际角度出发,这意味着投资组合包含多样的部门和行业。下面是一个多元化投资组合在某一领域和行业的分类。

基本材料

矿物

木材

塑料

钢铁

纸张

铝合金

化学物

其他材料

资本设备和技术

飞机及其零件

医疗设备

运土设备

办公计算机
半导体
防卫和空间
工业机器
引擎和涡轮
电子设备
实验室和测试设备
通讯设备
摄影设备及替代品
软件
连接器和电器零件
耐用消费品
家用电器
汽车
家具
房车和休闲车
住宅
轮胎
刀具和手工工具
油漆和油漆工具
摩托车和休闲设备

非耐用消费品
衣服
零售品
珠宝和玩具
食物
饮料
烟草

出版物

药品

肥皂和洗涤剂

鞋

香水和化妆品

客户服务

宾馆和旅游

娱乐

个人服务

健康中心

能源

油

石油提炼和营销

开采

天然气

金融

大型银行

区域银行

人寿保险

财产和意外伤害险

金融服务

证券经纪人

联邦征信所

不动产投资信托公司

个人信贷

交通

卡车

铁路

飞机

交通服务

商业服务

电子通讯

有害废物和垃圾处置

商务服务

分销商

工程和建筑服务

公用事业

电

水

天然气分配

不把精力全部投入到小股和不流动性股票也是有利的。

风险

确定多元化投资组合的风险是投资组合经理和计划出资人需要频繁做的一项工作。这是通情达理且见多识广的专家所不认同的。风险可以用多种方式来诠释，但是没有哪个标准能被普遍接受。

贝塔(beta)是投资组合风险中最常用的计量单位。这是市场中证券收益的协方差。在许多分析中,贝塔值为 1 的市场被定义为标准普尔 500。这把证券风险分成市场成分和特定股票成分。一只股票的贝塔系数通过将几年时期的股票收益与市场收益做回归(作为从属变量)得到。投资组合的贝塔值等于各种股票贝塔值的平均数乘以相应的权重。贝塔值大于 1 的股票和投资组合被认为比市

场和贝塔值小于 1 的投资组合风险大。理论上讲,多样化的投资组合可以消除非市场风险,而且一个投资组合的贝塔代表它的系统的或非多元化的风险。

值得注意的是,与那些只有少数股票组成的组合相比,贝塔在大的投资组合上提供了更可靠的信息。当贝塔捕捉市场的波动时,大约 90% 的良好多元化投资组合收益能通过市场共同运动来解释。另外,50 股的投资组合的贝塔与其未来的贝塔值紧密相关 ($R^2=.96$)。但是独立股的贝塔预测力较小 ($R^2=.36$)。

资本资产定价模型(CAPM)的核心观点是市场在一定程度上是高效的,价格反映了现有的信息。投资组合的风险通过统计贝塔值得出,任何期望得到高于市场收益的人都必须持有贝塔值大于 1 的投资组合。资本资产定价模型的分离定理指出:所有人都应该持有市场投资组合,并且投资者可以通过以无风险利率借贷来调整他们的风险偏好。由于基本面分析或者其他方法可能得不到任何收获,所有投资者将持有市场投资组合。

该模型给出了有帮助的学术框架。经常表述为:

$$ER=R(f)+\beta[R(m)-R(f)]$$

这里 ER 是股票或者投资组合的预期收益; $R(f)$ 为无风险收益率; β 是 beta 值; $R(m)$ 是市场收益率。 $R(m)-R(f)$ 被认为是市场的风险溢价。该模型的一个关键假设是除了市场之外没有其他系统因素。

然而,研究人员发现该模型并不是没有缺点的。下面的例子是金融教材所讨论的一些问题,说明了该模型不能完全或者准确地描述资本市场。根据资本资产定价模型,没有市场风险的投资组合应该具有无风险的收益率。然而,使用零贝塔投资组合对该模型进行检验,得到的收益超过无风险收益。这些结果表明,投资者采用市场中性(market-neutral)的投资组合或者策略就可以得到免费的午餐。同时也出现了有关贝塔系数稳定性和模型的检测性问题。除了贝塔外,杠杆和其他因素可能也是重要的。多因素模型在后面予

以讨论,但是一项关于规模效应的研究发现,股票收益和杠杆的使用是正相关的。低市盈率股票、小股票以及其他异常现象产生的过多收益不能准确地用资本资产定价模型来解释。因此,投资者绝对应该拒绝模型和市场效率的主张(我对市场效率的观点在本章后面讨论)。这些问题使一些人得出这样的结论:作为风险解释变量,贝塔的能力还不够强,并且使用贝塔作为衡量风险的唯一标准的益处也是有争议的。

贝塔作为投资组合收益的风险调整工具的作用也是用于计算的指数的作用。由于标准普尔、威尔夏 5000 指数(Wilshire 5000)、以及资本加权纽约证券交易所指数不是完全相关的,股票和投资组合对这些标准的敏感度不同。在评估基金经理时,因所使用的独立变量指数的不同,投资者得到的结果也不同。因此,不同的结论反映了个人对市场构成的定义。

理查德·罗尔的一篇很有影响力的论文指出,除非在实证检验中知道并使用真正的市场投资组合,否则从市场替代处得到的结果就是有问题的。从市场代替,如标准普尔 500 或威尔夏 5000 指数中得到的贝塔值就是投机的。此分析中的问题就是:什么是市场投资组合?例如,它应该包含固定成本证券或者不动产吗?美国股票市场占据了世界股票市场价值的 1/3,因此包含来自国际市场的股票似乎也是合理的。然而,在什么构成市场投资组合的问题上达成一致意见是很困难的。

这里的例子表明,使用贝塔作为投资组合唯一的风险决定因素是不准确的。为达到一个特定的贝塔值,任何投资者都可以从标准普尔 500 指数中的几百只大股票中选出一些很容易地构建投资组合。投资者还可以用类似的具有部门和行业多样化性质的小股来组成具有一样贝塔值的投资组合。虽然这些投资组合具有同样的贝塔值,没有人会认为它们具有同样的风险。事实上,一项研究认为,小股的异常收益是它们较高的杠杆作用和薄弱的竞争地位的反映。这些公司因此对积极的经济信息极其敏感。此外,基于赋有

大公司较高权重的指数的资产定价模型无法捕捉到较小公司的较高风险。

在长时间持有的情况下，小股的业绩一般优于市场指数。然而，这些股票不错的相对收益很大程度是美国强势经济的结果，因为美国经济在大衰退后经历一段强劲的增长。未来是否反映过去也是值得争议的。当投资组合赋予小公司较大权重时，仅使用贝塔值来评估投资组合的风险是不恰当的。例如，如果一般投资于大公司成长型股票的基金经理突然相信过去小股票的长期业绩反映了它们未来的收益，他可能会通过将小股票添加到其投资组合中来尝试对基于贝塔值的衡量系统下赌注。贝塔值可能不能区分基金经理不同的投资方式。

例如，如果投资者试图真正购买这些组合，投资组合流动性的差异就会变得明显。如果投资者假设每个投资组合代表 10 亿美元的投资，这一点就需要再次强调。要想不产生极大的市场冲击，至少需要几个星期的时间才能偿付这些小股票投资组合。流动标准普尔 500 股票的投资组合可能在几天内出售。从这个例子可以明显看出，尽管两个投资组合的贝塔值相同，它们却具有不同的风险。因此，贝塔值并不是衡量投资组合风险的唯一重要因素。它是有用的基准，但不是风险的有效衡量标准。

考察风险的另一个方式是以马克威治的半方差为基础的。该衡量方法与贝塔值的不同之处在于贝塔值是股票收益相对于市场收益的情况，而半方差将股票的波动进行分解。它侧重“负面方差”。当股票业绩优于市场时，它是有利的，并且通过坚持“利滚利”的原则，股票相对波动的那个方面就被忽略了。然而，业绩不佳也是重要的，因此也对其进行衡量。因此可以根据其半方差将股票进行排序，并确立基准。

一些人称，除了市场外，其他因素也驱动着资产收益。这些多因素模型认为，附加的财务或者经济项目具有重要的解释能力。一位基金经理称，除了市场因素之外，国民生产总值、通货膨胀、利息

率以及投资信心(安全和风险债券的差距或者风险溢价)都是重要的变量。还有一些人称,另外一些不同的因素是重要的,如规模、收入以及行业会员制。在金融领域,关于什么以及多少个因素是重要的这个问题还悬而未决。

这些具有很多独立变量的模型可能具有较高的 R^2 , 但它们很少被使用,因为这些变量之间相互关系的统计问题很难解决。虽然有人会担心多因素模型中的数据挖掘和变量解释的问题,经验验证可能会提供一些支持。然而,由于在市场之外哪个因素重要的问题上难以达成一致意见,这阻碍了多因素模型作为判定投资组合风险的工具的广泛应用。一旦,或者如果专家在市场之外哪个因素更重要的问题上达成了共识,下一步就是判定每只股票对这些因素的敏感性。单个股票的收益数据是极为杂乱的,因此这一步可能是比较困难的。

一个替代的策略就是通过建立更好的贝塔值来改善单因素模型。通过研究可能会找出一个更好的因素,解决前面提到的市场模型的局限性问题。无论如何,尽管存在缺点,资本资产定价模型仍是一个有用的工具,也是金融经济领域被广为接受的模型。其使用简便以及可理解性是重要的优点,但正如前面所提到的,该模型确实有一些不足。因此,虽然该模型不能被抛弃,但也不被随意使用。

这里的讨论又引出了本章的主要问题:确定投资组合的风险。贝塔值是有用的,但不是需要考虑的唯一的因素。困扰基于贝塔值的投资组合衡量系统的问题是它们缺乏预测能力。经理根据投资组合的贝塔值而得出前期 α 或者正残差与未来的 α 没有任何关系。一个教授称,至少需要知道 25 年的基金业绩,才能以 95% 的显著性水平来判定基金经理是否具有超凡的技术,以及判定作为结论证据的数据是否完全是噪声。因此,有人也许会问:如此依赖这种形式的风险调整有何道理呢?

很多研究使用贝塔值来对收益进行风险调整。然而,由于刚刚讨论的缺点,最好使用一个优于贝塔值的基准对投资组合进行调

整。正如前面所讨论的,对经理的评估取决于所使用的用于计算投资组合股票的贝塔值的指数。如果评估是基于标准普尔 500,经理看上去就是有能力,如果基于其他标准,那么经理可能就是无能力的。

我将成长型股票投资组合的收益与一般成长型股票或者这种投资方式的代表收益进行比较。当考虑股票市场的某一划分时,这一风险调整手段是更合理的。这些股票的特征与那些被认为具有“价值”的股票或者更广泛地讲那些非成长型股票的特征是不同的。如果从市场子集中选择了投资组合,其业绩就要和股票市场相应领域的收益进行比较。对照该标准,对经理风险调整业绩进行的分析比较了经理基于其股票选择技术所增加的收益和基于该市场领域被动标准的收益。它区分了技术和运气。使用不恰当的标准可能会得出错误的结论。

对经理业绩进行分析的计划出资人必须考虑相应的被动基准。评估应该考查经理业绩的费用净值,对于共同基金来说,要考查附加工作或者销售支出的净值。例如,将投资于小资本股票经理的收益与投资于标准普尔 500 的经理的收益进行比较,对于评估经理的能力是没什么价值可言的。此情况下将标准普尔 500 作为衡量标准不能说明他的业绩是源于智慧还是源于运气。在此强调,这一做法的目的在于量化经理的能力水平。

此外,在评估股票市场异常时,必须考虑指数的选择或者持有市场投资组合。因此我是将成长型股票的收益与标准普尔进行比较。计划出资人必须判断积极管理的较高费用在面临超过市场收益的机会时,是否得到了担保。出资人资产分配决策反映出他们在可探求市场无效率问题上的信念。

很多人仍使用贝塔值来衡量风险,因为很难建立好的基准。回想在第 1 章中对成长型股票的定义。这些标准的建立面临同样的障碍,但是要判断经理的能力或者增加的价值,这又是必要和值得的。然而,计划出资人可能必须为每个投资经理构造一个基准,以

便整合他们间的细微差别。这解释了为什么贝塔值,尽管有缺陷,仍被广为使用。

除了根据恰当的基准投资组合来分析经理业绩外(并且,由于多数问题都涉及投资管理,判断是经理评估的重要部分),还需要考虑投资组合的持有情况以及对应的权重。由于经理的业绩最有可能归结于三个部分:市场时间的选择、部门或者行业的权重、以及股票的选择,追踪评估时,就需要确定经理在这三个领域的的能力,并确定他或她的业绩与经理的基准投资组合业绩之间偏差的来源。然而,很多时候,投资组合的敏感度和就其目标而言的适合程度是不言而喻的。投资者希望从本章开头的部门和行业列表中找到广泛的代表。

将投资组合的某一部分集中在少数证券或者行业会增加风险。持有大量非流动性股票相对于一般日成交量来说,其风险是贝塔值不能衡量的。然而,风险本身是存在的。

一些投资者在长时间内使用该策略取得了成功,但集中化的投资组合不容易出错。这些持有相对少量股票或者将投资组合集中在少数几个行业的投资者一般只是短期业绩的赢家和输家。当先于市场发现定价有误的证券时,他们称自己是天才,在对出色收益做解释时,他们成为了可效仿的典范。然而,采取类似集中投资策略,但却业绩不佳的投资组合经理很少得到称赞。有一点值得注意:很少有短期业绩好的经理能被列入到长期良好业绩的行列中。他们易变性的风格不能带来长期好的业绩。表 8.1 表明最小化波动和复合能力的重要性。经理 A 和经理 B 都实现了 10% 的平均收益,但经理 A 使年初投资的 1 美元增长到了 2.59 美元,经理 B 使之达到 2.09 美元。这一实例是一致性和多样化的强有力支持,因为波动性较少的投资组合比包含大股票或者行业赌注的投资组合更有可能获得收益。

因为市场时机选择谬论已经被揭露出来,除非客户指示要这样做,股票基金经理应始终完全投资于股票。想要分配一部分可用资

产到流动短期债务工具或者现金的计划出资人，可能比股票经理发现更有效且低成本的选择。摩擦成本将一直存在,但投资者想要通过提高其现金水平来确保投资组合经理没有进行市场择时。

表 8.1 两位年平均收益率都达到了 10%的经理的比较

年	经理 A 的收益率	经理 B 的收益率
1	10	20
2	10	-25
3	10	15
4	10	-20
5	10	20
6	10	-10
7	10	35
8	10	30
9	10	-5
10	10	40
年平均收益率	10	10
一年内投资的 1 美元的价值	2.59	2.09

投资组合评估中没有绝对的情况。个人努力的最终结果是为了了解投资组合的敏感度以及投资组合经理的策略。基金经理的客户应该签订一份协议，建立一个得到一致认可并且有效的评估系统,使他的利益与经理的利益一致。他必须了解并且对投资组合的倾斜或者赌注放心。换句话说,必须全面了解并接受其风险。酸性测验关乎计划出资人能否睡个好觉或者关乎他是否觉得自己是公正的。

信息有效的市场

资产定价模型可以帮助投资者了解投资组合面临的风险。然而,它们的有用性是基于它们描述现实的好坏程度,而不是理论有多华丽。在资产定价模型的讨论中,不可避免地会强调市场效率。

教授和实践者已经争论了几十年了,并会继续争论。投资者必须自己做出决定。这些坚持市场是有效的人,深信资本资产定价模型的基本原理准确代表了市场的行为。因此,他们应该买进并持有市场投资组合。对于这些投资者来说,投资于指数基金可能是最好的策略。指数基金使投资者能够以较低的成本构造被动的国内和国际投资组合。如果投资者想要了解这些股票,被动成长型股票投资组合就可以很容易地建立和维持。

很明显,作者相信股票市场并不是完全有效的。信息有效市场的概念已经面临着前沿挑战。收益逆转模型对弱式效率(weak-form efficiency)提出了挑战,主要集中在基于以往价格是否可以预测未来价格的问题上。其他暂时的异常情况也反驳了这一有效性。半强型效率(semistrong version)称市场反映了现有上市信息,但却得不到持续的情况。例如,一项使用时间序列数据(考虑到当天的信息集)的研究发现,围绕收益公告的收益意外和异常收益,对于未来4个季度来说,都是可预测的。投资者可以从收益意外和收益调整的预测特性的序列相关知识中获利。此外,一些变量,如股息收益和一些利率价差,对股票收益有预测能力。本书中成长型股票定价假设并非与完全有效市场一致,高低预期成长型股票的明显不同的收益形态不能用该理论的半强型效率恰当解释。最后,甚至学术界也会不同意市场在严格意义上是有效的,或者坚持股票价格反映所有信息的观点。内幕交易的研究对于有效水平给出了令人信服的证据。

股票市场波动性研究也给出了一些数据,表明有效市场理论存在问题。股票收益波动性的很大部分不能用微观变量来解释。市场在交易时间的波动性比收盘时的波动性要高,这给理论带来了其他问题。

此外,使用单因素和多因素定价模型、根据过去经济发展形势进行的分析研究只能在一定程度上解释收益,使用月数据,这些模型得出的单独股票的平均 R^2 为 35,使用日数据得出的值为 2。如果

不考虑公司新报告的情况,模型的解释能力仅仅提高了一点。

然而,基金经理的业绩证实了这样的猜测:市场不是非常有效的。在我们的社会,投资是一项声望很高并且评价很高的活动,该行业吸引了很多积极进取的有智慧的人才。他们努力工作,试图发展某些竞争优势,这样就不用再期待发现很多容易赢利的投资机会了。一些对共同基金和公司退休金计划的研究得出如下结论:能获利的投资明显落后于恰当的基准。彼得·波恩斯坦恰当地指出:“基于我与专业经理长期和广泛的接触,我相信他们中的很多人所获得的财富都来自于客户支付的费用,而不是源于将自己的资金进行投资。”投资经理提供有价值的服务,但没有人制造出印钞机。对他们服务的评估应参照其他替代服务。因此,计划出资人为满足他们特定的投资需求,而寻找最有效的解决方案。

为什么基金经理业绩不佳

虽然在该领域充满有智慧的人才,“旅鼠”心理有时还是会蔓延,就是那些达到法律高级投资者要求的人也会有这种心理。想一想,近期投资者蜂拥进入房地产、风险资本、杠杆收购投资的情形。这些资产类型在机会消失前可谓是金钱满贯,投资者随后就会陷入自己的投机泡沫中。下面的原则是正确的:如果你做的事情和其他多数人做的一样,此时已经太晚了,不可能抓住机会了。换句话说,反向的投资策略是最佳的。这种说法的不同版本如下:有效市场检验发现,价格波动伴随着意料外信息。单纯购买成长型股票并不是最有利的策略,投资者需要去发现那些增长前景高于市场预期的股票。投资者应该避免购买那些价格预测过于乐观的成长型股票,而是要购买高质量并失宠的成长型股票。

前面我讨论了集中化投资组合的一些问题。现在我进一步讨论在少数股票上下大赌注的问题。尊重竞争对手的能力是明智

的,尤其要尊重那些靠投资维持生计的人。对于其他市场参与者,这一尊重的自然结果就是投资者可以发现,在投资世界只有少数的股票,其定价将是错误的。确定这些证券需要相当的技术和功夫。然而,投资者从不知道他对股票内在价值的判断是对还是错,因为他很容易判断错误。投资者希望正确的时候多一点,错误的时候少一些,但是他不会知道某只特定股票是好还是坏,一直到后来才能发现。投资组合经理根据当前的信息来判断股价是否被低估,它可能是完全准确的,然而未来可能会发生意料之外的情况,使股票落伍。谦虚考虑自己的能力是否超过其他富有才华和专注的投资专家,能提高投资者长期业绩优于集中化投资组合业绩的概率。如果出于某种原因,公司的投资原则要求经理只能为其客户的投资组合选择 30 或 40 只股票,那么他所选择的业绩超过相关指数的股票数量就会少于那些投资组合中拥有 100 或 100 只以上股票的能力相当的经理。持有很多似乎定价错误的股票,而不是持有较少这样的股票是谨慎的做法。没有人是不犯错误的,一些决策不可避免地会是错误的。使用该策略的投资者下更大而不是更小的赌注在市场的观点是错误的问题上。此外,几百只股票的投资组合比这些拥有三四十只股票的投资组合更有可能实现多样化。

执行集中化投资组合策略的难度是反对采用该方法的另一个原因。任何经营大型基金的人,单纯获取需要头寸的行动就可能将错误定价的股票排除在外,因为交易商评估并使用总体交易数据所生成的信息。此外,当某人持有大量非流动性股票,发现某个错误并试图脱离该头寸,此时会发生什么情况呢?要求立即执行的大买家和卖家支付较高的价格。这些投资组合缺乏流动性,因而增加了其风险,但是这些投资组合的贝塔值不能给出有关该问题的信息。这些经营集中化投资组合的人因为交易成本的存在,一般必须将投资范围限定在大型流动股票上。相反,具有很多股票的投资组合要求每个公司较少的头寸。交易仍是该策略的一个重要问题,但

是它并不会阻止投资者从大部分股票中做出选择。而且,拥有大量股票并从中捕捉到存在的潜在错误定价是有利的。少数人拥有更多的机会。

投资组合的集中度可能被掩饰。虽然它包括很多股票,但却只有相对较少的头寸在起主导作用。就是说,投资组合可能包含 200 只股票,但只有 10 只或者 20 只构成其价值的 50%或者 60%。另一个确定经理是否将大赌注下在股票错误定价上的方法是,将他在投资组合中的比重与他在试图超越的恰当基准中的比重进行比较。当该股票所占比例少于可投资股票总数的 0.1%时,而一些经理持有的股票在投资组合中所占比例却达到 3%或者以上,超出基准位置 30 倍。这些相对较大的头寸的结果是,要么证明他是天才,要么就是魔鬼。很少有哪个经理使用集中化策略的业绩会接近他或她的基准水平。回想一下本章前面的例子:混合收益由于使波动性最小化而达到了最大。两个经理可以有同样的平均收益,但是波动率低的经理为客户带来更高的收益。

对于一个积极的经理来说,决定一只股票在其投资组合中所占权重的合理方法是,使用经理被评估时的被动衡量标准或者使用广泛的市场指数来比较该股票的权重。他所赋予的权重过高将是相对适度的,并且结果是,他将持有更多股票。经理因此最大化投资组合中业绩突出并且定价错误的股票数目,同时也可以避免赋予那些他最终决定出售的股票过大的比例。在进行股票选择时,经理也必须考虑投资组合中部门和行业的多样化。

以此方式权衡投资组合中股票的权重并不是“壁橱标定指数”(closet indexing)。经理的附加价值将基于股票选择和投资组合的权重。他不会复制指数,因为多数投资领域包含 500 到几千只股票。持有 100 只以上股票不会总是值得和可行的。积极的经理将从股票领域中筛出具有低预期并且业绩优于指数的概率较高的股票。如果他成功了,他的收益费用净值就会超过被动基准。

本书的一个前提条件是,投资者不能预测未来,因此投资者应该投资于低预期成长型股票。市盈率/增长比在判定哪些成长型股票目前失宠,哪些过于受宠的问题时是有用的分析工具。阐述该思想的另一个方法是:接受市场所给与的。虽然存在一些争论,投资者仍应持有多元化的投资组合。

第9章

一些结论性思考

SOME CONCLUDING THOUGHTS

尽管投资管理行业仍是比较小的行业,但该行业投资顾问的待遇良好,该行业的竞争也日益激烈。一些老练积极的基金经理相信年收益超过适当基准 200 点才算是突出业绩,这个事实反映出行业的竞争强度。股票投资组合管理因此成为位置的博弈。要想成功就必须把很多事情做好,一个任务完成情况不好或者无效率可能会影响积极经理的竞争力。

最近几年来,行业的增长速度放缓。有人称,个体公司仅仅通过获取市场份额而实现增长。另一方面,股票共同基金的业绩优于那些定位于《职工退休收入保障法》(ERISA)和捐赠基金市场的公司的业绩。这些行业动态导致了有趣的情况。根据 Morningstar 公司的研究,股票共同基金的平均费用从 1980 年的 1.19% 上升到 1991 年的 1.57%,而其他基金经理在同一时期面临下降的压力。共同基金行业固有的规模经济使该现象看起来很奇怪,费用应该随着管理资产的大幅增加而不断增加。

很多计划出资人得出这样的结论:被动接近股票的费用净值是很好的替代方法。由于这些计划出资人将其资产的大部分进行指数化处理,积极的基金经理就遭殃了。目前美国公众养老基金股票资产部分的三成都指数化了,尽管在 1980 年指数化的比例很小。股票要想被纳入标准普尔 500 指数中,通常其股票价格在一天内相对于市场水平,要有大幅变动。不过,在不是完全有效的资本市场,基金的管理层可以增加价值,但并不容易做到。机智的富有才华的竞争者使任务更具挑战性。

最有可能在竞争如此激烈的环境下取得成功的人是那些试图通过对股票市场某个领域进行调查进而发现市场异常的人。在股票市场财务经济领域这样的调查很少见。调查者通过广泛考察市场的特点来发掘资本市场的效率。专业的观点对普遍投资方式的详细分析很不友好。教授要么出版,要么销声匿迹。该领域的学识研究,以及很多其他领域,写出的东西只是给其他学术研究看,很少考虑实践者是否执行他们的观点。这种情况显然并不是最佳的。现代投资

组合理论的前期研究工作可能会持续几十年。缩小教授和实践者之间的缺口是投资管理的必要步骤。需要进行更多的研究调查工作,并且用简单直白的语言沟通调查结果。投资专家也有责任与金融经济的创新和实践的发展同步。

股票市场里积极的经理面临很多机会。对成长型股票来说更为如此。成长型股票的投资方式是最普遍的方式之一,尽管对于成为成长型股票的特征永远不会达成一致意见。一些定义上的任意性最终是不可避免的。术语问题使该领域的研究大部分由学术界完成,因此学术专家的这一疏忽可能正是机会所在。

成长型股票的投资者并没有觉得受到定义问题的限制,对于大多数投资者来说,它从不是考虑因素。买卖设计出新产品或提供新的服务的公司的股票是何等兴奋。拥有火箭发射般增长速度的股票,同时拥有较少的停滞不前的股票,这个梦想就是成长型股票的吸引力之所在。市场参与者完全没必要抱怨投资产品。

大卫·杜兰德在 1957 年写道:

就像现在一样,当投资者尽情地寻找升值机会时,考虑评估成长型股票的困难是有必要的。毫无疑问的是,当其他情况相同时,相对这些没有成长潜力的股票来说,具有远见的投资者更偏好那些具有成长潜力的股票。但是其他情况就不太一样——尤其是在对增长极其敏感的复杂的市场中。当某股票的成长潜力被广泛熟知时,其价格预计会上涨,远远超过缺乏增长吸引的股票,因此市盈率和股息收益与常规标准不一致了。然后成长型股票和非成长型股票之间的选择不再明显,并且敏锐的投资者需要考察市场价格是否正确体现了增长潜力。

我常想杜兰德的想法是否是永远适用的。

虽然在杜兰德的时代是可行的,但是市场不会总是由敏锐的,能做出理性决策的投资者驱使的。一般来讲,人的行为不会永远都是理性的。由于不确定性的存在,人们选择那些具有低预期价值的替代品,并且他们的决策由于不同的原因而遭受损失。因此,一些

成长型股票的定价似乎毫无道理。预测决定很容易产生问题。市场专家希望他们和天气预报员一样,能对长期情况做出准确的预测。现实世界过于复杂,并且和模型完全相关。然而,不能毫无理由地做出猜想,因为那就相当于除以零,并且几乎可以用该假设去检验所有的事情。值得一提的是,市场效率拥护者会认为有效的市场并不一定必须是理性的。只要投资者不能以系统方式从非理性定价的市场获取利润,市场就是有效的。

我的研究结果说明,市场并非完全有效,也不是完全理性的。然而,确定市场的哪个领域可能表现出极度热情或者极度悲观是有用的。投资者可以通过识别那些可能定价不当的成长型股票来获得丰厚收益。市场期待一些公司的突出业绩,并且其股票价格反映了这个一致意见。一些高预期的股票表现相当不错,并且市场将被证实对这些股票的前景过于悲观。管理专家书写有关新兴公司如何占领市场,并且在市场上击败竞争对手的案例研究。他们成为一些投资者心目中的传奇人物,这些投资者然后尝试发现其他未来业绩不错的股票。这些惊人的公司是例外情况,多数高预期的股票令人失望。这些股票的高预期没有给意外情况留下任何空间。管理迅速增长的公司面临极大挑战,近几年来,由于经济全球化加剧了竞争,使管理这样的公司更加困难。一些公司的执行官甚至称世界和市场变化太快,以至于长期计划根本就是没用的。此外,小公司面临着财力的问题;较大的公司必须抵制官僚主义,以便于和更精明的对手竞争。所有公司都生活在严峻的竞争环境下,很可能高预期股票将遇到比市场预期更为困难的商业环境。在名为“100 倍收益”的文章中,评论员称:“科技股票就像喷气歼击机。跑得越快,它们就有能力跑得更快,因为引擎会注入更多的空气。直到坠毁之前,就是这样的情况。”我觉得这一类比也适合一般的高预期成长型股票。

高预期成长型股票投资组合的业绩是不容乐观的。这些结果反映了不断调整的预计业绩,进而支持市场并没有有效定价这些股

票的说法。我对成长型股票的研究表明高预期成长型投资组合和它们的业绩之间存在着单一递减的关系。

低预期成长型股票的表现与那些期待值较高的股票显著不同。低预期股票的市场定价反映出很少会出现有利结果，但它们具有相对好的业绩。除了比高预期成长型股票业绩优越外，它们的收益也优于一般成长型股票和标准普尔 500 定义的市场业绩。低预期投资组合与它们惊人的相对收益是一致的。该策略的业绩分别优于同期一般成长型股票和标准普尔 500 业绩的 87% 和 70%。而且，这些结果出现的时间正是成长型股票落后于其他投资方式的时期。

基于低预期成长型股票的积极的投资方式是比指数策略有利的策略，这是因为市场对这些股票的定价不是有效的。这些股票是受欢迎的，因为一些过于乐观的事情预计会发生在一些股票上，而其他股票则会被华尔街所遗弃。这些股票的异常收益不能归结于小公司的效应。前面所讨论高预期和低预期成长型股票的形态存在于不同规模的股票类别中。我的研究支持了如下观点：当投资于股票市场时，成长型股票的反向策略是恰当的。

相对于其他积极的投资手段来说，首先了解市场的预期，然后以反向策略进行投资的一个优势是投资者不需要进行预测。人类对未来不确定事件的预测能力是缺乏的，尤其是对这些随机事件。例如，约翰·B·威廉在 1938 年的著作中，根据公司未来预计支付的股息，建立了股票定价模型。该理论是完备的，但是使用它来获得超出恰当基准的收益是困难的。该方法在过去的时间里多次修改，但是股息贴现模型的缺点在于它们需要做出一些预测。这些模型的目的是为了根据未来对投资者的现金支付的现值来判断股票的内在价值。很多这种模型都是基于公司发展经历的三个阶段：起初发展迅速，在交易阶段增长放缓，公司到了最后阶段，增长就与经济水平保持一致了。正如前文所讨论的，任何模型都有最薄弱的环节。使用股息贴现模型，投资者必须做出有关未来现金流的判断：

1. 什么是未来现金流预测所使用的恰当的贴现率？

2. 该贴现率是否根据财富结构进行调整?
3. 对于一个时期的所有公司, 投资者是否应该使用同样的贴现率呢?
4. 公司何时完成这三个阶段?
5. 所有的公司是否具有同样的生命周期?
6. 收益增长率预测是怎样的?
7. 当公司达到稳定阶段或者年金阶段, 经济增长速度是怎样的?

这里所列出的并不是全部情况,但是它表明了任何依赖投资者预测未来能力的投资模型的弱点。简言之,财务预测是不可能准确的。这里的讨论表明,看上去复杂的模型得出的有关股票正常价值的预测很容易与真实情况大相径庭。这些模型可能看起来奇怪而且复杂,然而它们得出的结果可能毫无价值。

信息交易商(或者基于广泛基础调查的投资方式)也会依赖投资者的预测水平。他们对行业或者特定股票当前和历史事件的了解并不一定会带来丰厚的投资收益。一些使用该策略的公司的历史业绩强有力地支持了这个观点。到目前为止,我都在避免讨论传统的技术分析。图形分析师——这些声称能够根据一项资产前期定价或者交易的几何数据来预测市场或者股票未来走势的人——并没有给出任何系统证据支持他们的这项声明。然而,他们确实在宣传他们的观点上浪费了很多资源。而且目前也已经发表了一些反驳技术分析师的观点的论文。留给图形分析师的版面空间反映了作者在他们对投资管理贡献上持有的态度。正如波顿·麦基尔所指出的:“技术理论只是富裕了两种人,一种是为技术服务做好准备并积极推销的人;另一种是经纪公司,这些公司聘用技术员,希望他们的分析能鼓励投资者进行更多的进出交易,并因此为经纪公司带来更多的佣金。”

市场预期

确定成长型股票市场预期的最好方法是市盈率/增长比。该标准通过将股票的市盈率放在单位增长的框架内，建立了不同成长型股票价值比较的基础。它使投资者将庞大的投资世界缩小到可能驾驭的规模，因此极大地提高了投资组合经理的效率。该比例克服了市盈率的局限性，因为市盈率本身在投资组合经理经常遇到的问题是不充分的分析工具：投资者如何为增长速度不同的股票定价？市盈率/增长比是简便易行的标准，使用该标准，基金经理就可以为市场预期水平排序，以便于衡量市场的观点，它不用事先假设：某个分析师是比其他人更优秀的预测员。事实上，证据表明，一致的预测比那些高度评价的分析师更准确。

投资者不能强调市盈率/增长比的绝对水平。它们的用途在于它们是成长型股票市场预期的衡量尺度。数值为 0.5, 0.75 还是 1，本身是没有意义的。下面一篇文章来自《金融日报》(*Journal of Finance*)，标题为“成长型股票和普通股票的价值”，该文章列举了单纯依赖比例数值的缺点：“如果股票以高于 25 倍收益或者高于 35 倍股息的价格卖出，甚至是那些最为活跃的成长型股票也可能价格过高，不适宜理性投资和价值投机，除非即将发生异常增长或者价格水平膨胀。”25 倍收益来自哪里？也许 23.684279 或者 28.141406 更好呢？当一般成长型股票的市盈率是 15 时，“原则”的含义与值是 25 时是不同的。可以看出，坚持该原则是不利的。此外，它迫使投资者为市场计时，并且对于成长型股票增长率的不同也没有做出调整。基于投资股票的排序如市盈率或者市盈率/增长比的分析是优越的选择。

对于跟踪收益和预期收益，市盈率/增长比更适合跟踪收益。跟踪收益比预测更能准确地捕捉市场预期。华尔街分析师做出的预测可能给股票一个较低的市盈率/增长比，低于投资者跟踪 12 个月

收益得出的比。然而,这些乐观的预测使股票成为高预期股票,尽管市盈率/增长比已经下降。我的研究结果表明收益预测会给成长型股票的排序带来负面影响。我使用这两种方法分别进行了检验,发现在计算市盈率/增长比以确定市场预期时,跟踪收益要优于预测收益。

收益预测本身是重要的。收益意外和调整对投资者的预期和股票的价格有重要影响。这些项目反映了市场信息更新和对预料外消息的整合。值得一提的是,收益意外是可以预测的。除了给市场效率支持者带来容易混淆的问题外,预测该事件的能力对投资者也是有利的。收益调整和意外都具有预测能力。例如,正面调整一般先于正的意外收益,反过来也是一样。投资者有必要根据这些数据见机行事。而且,高预期成长型股票很容易出现负的收益意外。将这些定价危险的证券比作钢索上摇摇欲坠的物品似乎是再恰当不过了。令人失望的消息公布后,随着投资者重新对公司未来前景进行评估,市场的反应可能是迅速并且剧烈的。

市场也解读和分析公司管理层所发出的种种信号。内幕人自己了解到的信息和公布给投资者的信息数据之间存在差距,这是众所周知的。因此,市场对公司的公告进行评估,以寻找隐藏在表象之下的可能含义。有关公司现金流信息的传播具有重要意义。

将现金返还投资者的做法是积极的信号,但是那些提高额外股权或者降低股息的做法具有强烈的负面效应。二级发行所募集到的大部分资本被市场对公告的反应所抵消。相反,股份回购得到有利的反应。由于虚假信号的成本,以及减价拍卖和固定价格发行的有限性,这些事件的公告比市场回购产生更大的反应。

局外人充分了解自己的信息劣势。投资者因此希望内幕人的利益与股东的利益一致。事实上,减少管理层和投资者之间的信息不对称在理论上讲应该会减少公司的资金成本,因为不确定性降低了。而且稳固管理层的措施拉大了股东和内幕人之间的差异。例如,市场对公司使收购更为困难的行为做出负面反应。公司控制的

市场,除了管理职位内部竞争外,能够考核负有责任的管理者对公司资产的监护情况。

由于投资者并不是全能的,拥有多元化的投资组合是必要的。投资者持有的股票应该广泛分布于不同的部门和行业。投资组合不应该只关注公司是流动性的还是非流动性的,而应该对一些经济因素比较敏感。特别是,多元化低预期成长型股票的多元化投资组合是强烈推荐的。这些因素都是重要的,并且投资者不应该在选择一个的同时而排除另一个。

具体细节

一些低预期成长型股票当然定价很低,基本面分析帮助投资者将这些股票从初始筛选得到的股票中剔除了。趋势分析和经营特征的业内比较使投资者预计到潜在的问题。需要对现金流特别注意。迅速扩张的公司对资源胃口巨大。事实上,一些公司对产品过于专注,以至于它们资金不足或者错过了市场机会。因此,投资者必须确定这些公司将如何为其增长融资。现金流分析可以揭示出公司当前或者近期必须做出的决策。然而,记住一点很重要,那就是财务报表是基于历史事件完成的,而且这些历史事件有时可以被恰当地认为是古代历史。

对成长型股票进行提炼的一部分就是理解公司的策略。投资者想要判定公司相对于其竞争对手的定位、优势和弱点。该分析过程需要很强的判断力,但是考虑到它能协助投资者构造投资组合并赋予组合中的股票以不同的权重,又是值得的。公司的竞争地位,以及行业动态和地方管理因素,强烈影响公司的生存能力。任何投资评估的重要部分都是在充分研究这个问题:“什么地方可能出错?”

交易是投资管理的一个重要但经常被低估的部分。执行策略的成本可能很高,并且可能抵消基金管理公司在其他领域的技术。但

是,该成本难以量化。

不同的投资方式要求适当的交易方法。执行策略并没有唯一的方法,基金管理公司必须不断根据投资方式来开发交易方法。公司必须理解市场的微观结构和不同交易手段对其他市场参与者的影响。交易流动上市股份的方法明显不同于交易非流动性股票的方式。场外市场的细微差别与专业市场是不同的。

交易商以投机的方式对其他人的行为做出反应。从股票交易和楼上市场的时间和成交量信息中可以得到重要信息。这些数据使投资者声称某股票的供给和需求函数,以便更有利地采取行动。投资者从这一信息分析中得出的结论是极具价值的,它使投资者能够预测其他人的行为。日益增加的交易复杂性使公司得以降低此行动的成本。例如,很多投资银行由于应用了它们的交易知识,并且开发出了专门的技术而获得丰厚回报。使用这些策略,拿公司的资金进行冒险的经纪人发现,这才是他们最大的利润中心之一。

一些暂时的异常现象可能会协助投资者最小化交易成本。一周中的各个交易日、一年中的转折点以及一月中的某个部分所呈现出来的形态具有统计意义。这些历史定价形态对未来市场活动具有预测效果。此外,投资者不应该追随成功者或者追随那些近期业绩相对不错的股票。这些股票在下个月就会落后于其他成长型股票。相反,上个月失败的股票在未来一个月内会表现良好。如果交易商见机行事,捕捉这些异常形态,投资组合的收益就会提高。

本书建议采取成长型股票的反向策略。今天最受青睐的股票定价如此之高,它们未来业绩的投资预期不可能也是现实的。投资者很容易陶醉于那些产品或者服务能完全满足目前需要的公司的迅速增长所带来的兴奋。投资委员会的团体动力(group dynamics)使他们很容易追随当前的赢利股。如果投资者不认同备受推荐的受青睐的股票或者抱以反向观点,那么他可能会觉得很孤单。委员会在进行决策时也倾向于采取最小公分母的方式。

由于我相信投资者不能准确预测股票市场的方向以及未来很

多其他方面，我建议投资者对定位于股票的投资组合采取完全投资的策略。对于这些要投资于成长型股票的资产，集中在具有强势的财务和竞争地位的低预期成长型股票将会被证实是有回报的。至少使用该策略获得收益的可能性会高于投资于高预期成长型股票的概率。然而，正如阿德米鲁·海曼·里格弗经常告诫的：“细微之处见精神。”投资者必须毫无瑕疵地执行投资策略的所有方面。尽管市场不是有效的，但并不是完全的无效。很多聪明和勤奋的人都被吸引到投资管理领域。要保证竞争力，就必须不断创新、进步和学习。