

把握投资的能力范围|长线•大鱼第 15 期

进行价值投资需要对业务进行分析。它要求投资者把握公司的运营环境，而要成功地做到这一点，投资者必须专注于那些自己能够理解的公司。投资者的智力水平能够掌握的那些公司，被称作他的能力范围。价值投资的一个基本原则就是投资者必须明确划定自己的能力范围，并保证不越过其边界。

PART 1: 投资对象

价值投资者通过评估自己对一个公司的产品、客户和运营环境的熟悉程度来判断自己是否能够理解一家企业。投资者个人的兴趣和偏好会影响其能力范围。投资者个人的本业往往是建立自己能力范围的很好起点，另外一个是根据投资者个人消费习惯，第三个则是那些基于品牌忠诚度的公司。

● 投资对象的基本面评估

价值投资者会进行**自我测试**。

他们会问：自己将要买入的公司生产什么产品或提供什么服务？这些产品或服务的用途是什么？消费者是否需要它们？需求是否稳定以及企业在将来如何满足这一需求？与可能的替代品相比，所投企业的产品有何独到之处？对此，消费者是否在意以及在多大程度上在意？所投资企业提高所销产品或服务的价格却不导致销售业绩下滑的可能性有多大（这被称为特许权价值或经济商誉）？

谁是所投资企业的目标客户或基本客户？该企业的营业收入主要依赖一个或者有限的几个客户，还是拥有几百万个客户？企业和客户的依赖关系有何影响，以及主要客户的财务状况是否稳定？

该企业如何销售自己的产品？其市场的地理分布是怎样的？市场对经济形势恶化敏感程度如何？该企业能否对经济和市场形势的变化做出快速响应？其供应链有多稳固？公司的劳资关系如何？公司运营的地区是否有潜在的政治或经济风险，这些风险是常规的还是非常巨大的？该公司是历久弥新还是暮气沉沉，抑或是后起之秀？

价值投资者还要检视**有关的业务模式**，包括产品及其品牌认知度、商品特色、供货来源及其成本、配送链、客户习惯和偏好以及业务组织和设计。他们会询问一家企业是如何处理诸如全球化、互联网和电子商务的兴起，以及缩减固定资产、向基于服务的利润中心转变等因素的。

对以上基本面进行评估可以**解决两个问题**：可以确定某一企业是否在投资者的能力范围，并且可以着手评判该企业是否是合适的投资对象。

对那些不能合理地确定这些信息的投资者来说，该企业就超出了他们的能力范围；对那些能

做到这点的投资者来说，他们要考虑的是以上这些因素会如何影响该企业今后的盈利能力。

● 确定投资对象所需的信息

要回答这些问题需要很多信息。

公开披露的信息和新闻报道对投资者评估企业的状况非常重要。费雪应对信息评估挑战的著名做法被他自己称作“小道消息”——和所有了解某一企业的人交谈，从供应商到工人再到顾客，以及其他工业界有关人士和专家。

专业投资者拥有这么做的时间和影响力，而大多数非专业投资者必须依赖公开的信息，而且今天这类信息的数量相对于过去在成倍增长。尽管有效市场理论的拥趸否认这些信息对投资者选择投资目标是有用的，但价值投资者认为它们是进行业务分析不可缺少的。

在充满竞争的环境中，一个公司的**特许权特征**与其能否创造佳绩密切相关。特许权特征能够带来较高的资本回报率，即股东投资的产出会高于融资成本，而且特许权还可以保护公司免受竞争导致的收益损耗，从而维持较高的回报率。

典型的例子包括为对手设置法律壁垒，如专利或政府核发的执照；稍微隐藏一点的例子是由品牌忠诚度带来的消费者特许权，如可口可乐或哈雷——戴维森摩托车。有些价值投资者相信，这种特许权特征是这些企业能够在较长时期内持续保持高资本回报率和健康营收增长的关键因素。

通过评估**某一公司的竞争能力**而获得的洞察力是任何价值分析中关键决策的基础，与此有关的因素包括利润率和融资成本等。为了把握这些因素，需要评估业界的经济形势、公司的优势与劣势以及相关的可持续性。

然而要达成这些判断并正确使用这些工具，价值投资者必须明确投资者的对象应处于自己的能力范围之内。

能力范围中还包括了对**企业管理质量**的关注。对这一价值投资的重点，当下有个时髦的说法叫“公司治理”。之所以注重这一点，是因为其建立了将公司的利润输送给股东或其他人的渠道。股评人常常提到的能力范围的组成部分包括采纳业界最优方法、保持最佳的董事会规模以及建立恰当的董事委员会等。

与以上这些同样重要的是要注意到，**管理人员**是公司治理中最重要元素。一方面，价值投资者总是寻找那些由能力出众而又诚实的经理人管理的公司作为投资对象；另一方面，即便是最优秀的公司，其股东利益也会因糟糕的管理而受损。利用所有可获得的信息，价值投资者师徒找出那些能够按投资者的利益行事的经理人。所以，除了关于公司基本面的问题以外，价值投资者还会问一些苛刻的问题，比如谁在管理公司，这些人是否能够胜任以及是否值得信赖，如果得不到关于这些问题的答案，则该潜在的投资对象很可能被排除出投资者的能力范围。

PART 2: 会计与能力范围

会计对价值投资来说非常关键，因此是否掌握必要的基本会计知识关系到能力范围的大小。

● 正确理解会计报告

会计是资本分配的枢纽，运用得当的会计方法可以把资本这块好钢用在刀刃上；反之，误导性的会计报告或者对报告的错误理解则会浪费宝贵的资金。价值投资者把会计报告作为呈现信息的一种方式，而不是止步于信息本身；非价值投资者往往并不能理解这一点。

一个经典的案例。

某公司的董事会需要作出关于分红的决定。该公司持有另外一家公司的股票，这笔投资的课税基础为 3000 万元。股票当前的市值为 400 万美元。现在董事会决定撤出这笔投资，他们可以通过两种不同的途径做到这一点。

- 计划 A: 将该股票作为分红发放，这样做会减小公司资产负债表上的资产和所有者权益两栏的数字，而股东们实际仅分得 400 万美元。
- 计划 B: 将股票卖掉，在账面上承受 2600 万美元的营收损失，但这样做会减少大概 800 万元美元的应付税款。公司不仅可以像在计划 A 中那样给股东 400 万美元的分红，还可以将节省的 800 万美元税款也派发给股东。

尽管计划 B 从经济上看更合算，但是董事会还是选择了计划 A。之所以这样做是因为其断定很多市场参与者对营收数目的关注远超过对资产规模的关注，因此董事会会竭力避免因营收损失造成股价下跌。尽管受到股东们的责难，但法官倾向于认定董事会的判断是正确的，因此裁定其决议是有效的。

很多时候，市场确定对**形式上的东西而不是基本面**有更多的反响。

这种市场偏好造成的一个后果是，在企业文化中，过多地注重对数字的装饰而不是做出合理的业务决策，这完全是本末倒置。安然公司就是这样一个例子。安然将做出漂亮的财务数据（将财务报表中的营收数字最大化）的重要性置于产生优良的经济效益（将股东税后可获得的现金最大化）之上。安然的风险管理政策明确地采纳了这一做法，向“会计表现而不是经济效益”倾斜。其政策中声明：“报告的利润应遵循会计制度和原则，其结果并不一定总是能和作为基础的经济效益相吻合。但是，公司管理层的表现一般是以账面营收而不是基本的经济效益来衡量的。因此，风险管理战略应以会计而不是经济效益为导向。”

这完全是在舍本逐末，错误地把会计报告当作了目标而不是一种工具。**会计本应该是一种记录现实并对其进行分析的手段。**会计报告本身不是现实，而是呈现了一幅图画，使得人们可以从不同角度来进行分析。正如艺术家和批评家为作品建立的规范检验，会计报告在将复杂的现实状况简化为报表的过程中，也受到主观判断和理念的影响。因此，与业务以及公司治理知识一样，会计知识也是价值投资者能力范围的一部分。（见图 1）



图1 投资者应了解自己能力范围的边界

注：价值投资者选择投资目标的范围限定在那些自己能够理解其业务、能对其管理结构和经理人素质做出评估以及能够理解其基本会计方法的公司。与非价值投资者相比，这个范围可能偏小，但是其界限却非常清晰。换句话说，投资者能力范围的大小并不那么重要，关键是要有明确的边界。

关于这一点，有个老笑话。

一个经理问他的会计：“2+2 等于多少？”会计回答说：“您想让它等于多少呢？”与从经理和会计口中知道答案究竟是 3 还是 4，抑或是 5 相比，更重要的是知道他们使用了什么样的规则来得出他们的答案。

● 掌握基本的会计知识

当牵扯到财务问题时，与上面类似的情况就会发生，而且更加复杂。例如，应该在什么时候确认销售已经落实；应该为产品已经发货但客户却不付款的可能性预留多大的储备；如何来衡量那些用来对冲财务风险的交易。这些决定可能对投资者有利，也可能不利，而价值投资者应该了解他们打算投资的公司是如何做出决定的。

那么怎样才算是具有了基本的会计知识呢？

注册会计师是会计专家，能从根本上掌握会计原则。具备这种知识的投资者在这方面会占有优势，但这并不是必须的。价值投资者没必要做到精通，但应该具备一定会计方面的基础知识和洞察力。

投资者需要熟悉基本的图景——涉及哪些财务报告以及他们之间的关系是怎样的，在这些报告中涵盖的主要账户有哪些，会计报告的权威性如何，会计准则对会计师或管理人员主观判断有多大的容许程度，以及这些主观因素的必要性如何（还有会不会因此诱导管理人员操纵数据）？这些内容在基础会计课程中都会教授。

尽管会计中要涉及数据的记录、度量和综合等内容，但最关键的挑战是**判断应该在什么时候以何种方式将涉及财务的业务往来进行归类**。在每一个阶段，都需要做出选择。为使最终的报告对投资者具有意义，会计师会试图形成对各类时间的处理方式的标准“答案”。

通过这种方法，所有的数字甚至是利润表上最后一行数字都可以提供一个良好的基础，帮助我们理解一家公司和它的前一个财务周期或竞争对手相比，是表现得好还是更糟。要做到这一点，**需要颁布和使用统一的准则**来处理会计过程中需要解决的各种各样的交易。通用会计准则的来源有很多，其中的主要准则来自会计行业领军人物之间的共识，这个组织被称作财务会计准则委员会。

很多会计方面的公告背后都有长时间的分歧、谈判、争议和妥协。通用会计准则是财务会计准则委员会权衡再三后的选择，这一选择不是一个可验证的科学过程的产物。通用会计准则应该被理解成一组惯例，其目的是使企业在不同时期的财务数据具有可比性。在现实中，对同一个财务事件的处理可能有不止一个“正确的”方式。在这种情况下，财务会计准则委员会允许使用不同的方式来解决同一问题，但前提条件是采用的方法应该已被通用会计准则所接受，且在财务报告中全面公开。

会计准则的制定者以财务会计和报告应达成的一系列目标为指引，其中包括一些非常基本的理念，如给外部人士特别是投资者提供有用的信息，包括与资产、负债和股权相关的信息，以及这些信息随时间的变化。

上述活动的**最终结果是建立一个详细的系统，通过将大量的数据和各类交易归结为一组财务报告，把复杂的决策简化**。通用会计准则中的一些做法常常与人们的直觉不相符，但它有其自身源自上述根本理念和基本准则的逻辑。

对这些具有启发性的原则，价值投资者并不感到陌生。会计复杂度会随着业务复杂度上升。价值投资者将所选投资对象，限制在那些自己能够理解并且有能力对其会计报告进行评估的公司。

他们还会关注会计报告产生过程中的一些特点。在将实际的经济状况转化为有用的财务的过程中，会计仍会面临着非常多的挑战。

（未完待续。。。）

来源：《价值投资原理与实战》，（美）劳伦斯 A.坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。