

试论本杰明·格雷厄姆的公司价值评估模型及应用

文/王伟东

如果你在1957年把1万美元交给本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)的学生巴菲特去投资,时至今日,你可以赚回2.5亿美元的投资回报。巴菲特的个人资产从1957年几千美元的投资资本增长到今天的323亿美元,位居世界第二;巴菲特所控制的伯克夏·哈撒韦(BerkshireHathaway)公司所发行的股票每股交易价竟在6.5万美元左右,高居纽约交易所榜首,投资回报平均每年增长率达22.2%。巴菲特在投资方面有如此卓越的业绩,他是遵循什么样的投资原则?他的投资理论和投资方法是什么呢?是靠运气还是靠技术?他的投资定力从何而来?笔者根据巴菲特投资实践的资料中总结出,沃伦·巴菲特的投资思想和经验绝大部分是来源于他的老师本杰明·格雷厄姆的投资方法法则。

本杰明·格雷厄姆(1894年-1976年)是哥伦比亚大学教授,他在投资方面除了自己在股票上进行投资实践外,大部分是在代理他人进行投资,从1920年到1956年30多年来,由于他独特的投资方法加上其对客户的责任心,虽然历经股市大崩盘、经济大萧条以及两次世界大战,格雷厄姆的客户平均年投资报酬率为17%,名声显赫。几十年的投资经验,使他在投资领域总结出一门独特投资方法—价值投资法,而该投资法则的核心就是其公司价值评估模式。巴菲特就是在哥伦比亚大学读书时成为他的学生,言传身教,使巴菲特的投资方法论主要沿用格雷厄姆的投资思想。

笔者经过研究后认为介绍巴菲特的文章汗牛充栋,但是专门介绍其老师格雷厄姆的具体投资方法特别是其方法论中的核心的核心—公司价值评估模型的几乎没有,少而又少。现笔者尝试在本文将格雷厄姆的投资思想浓缩做成一个模型供读者参考和效仿。

一、正确估测公司价值:格雷厄姆投资模式的核心

从格雷厄姆投资实践的资料看,正确评估公司的价值是格雷厄姆投资模式中的核心之核心,他不论是投资股票还是收购公司,都要离不开这种法则。

格雷厄姆的公司估价投资模型实际上就是从企业的获利能力与资产负债这些基本要素着手,分析被投资公司的财务状况、负债水平、资金收入、投资报酬率以及业务与业绩增长的潜在能力等,评测企业的价值和股票价格,从而采用审慎的态度决定是否值得投资,不去过多地过问企业的未来预测,更不去附和股票市场的波动。

与传统的投资方法相比,两者既有联系又有区别。联系在于两者都是从财务角度去了解公司内部状况。区别在于:传统投资法只关注企业当前状况和未来状况,而估价投资法则注重公司的内在价值和投资安全性,这也是格雷厄姆的投资方法的主要特点。

使用公司估价投资法最重要是寻找投资安全边际,笔者认为这种安全边际也是格雷厄姆的公司估价方法的中心内容,寻找和建立投资安全边际,从方法论上讲主要从以下三个方面入手:1、获利资产分析;2、资产评估;3、评估公司内在价值。而这三个方面的信息主要从企业资产负债表和损益表这两种财务资料中去分析取得。

(一) 资产评估与资产赢利分析

资产负债表能反映企业的内涵价值,分析资产负债表的目的在于了解公司资产价值的真实性和偿还负债的保障程度。损益表能反映企业一定期间生产经营成果,分析损益表的目的在于了解公司的获利能力。

实践证明,企业的资产从价值的角度上看,有一定程度的稳定性和增值性,特别是固定资产,增值的可能性很大,股票有随时下跌的可能性,但资产有一定的稳定性。

资产按其存在形式有有形资产和无形资产,两类资产在投资中所体现的价值各有不同:

1、要想真实地评估有形资产价值,格雷厄姆认为最好采用重置成本法,这样可以使投资者确切地了解企业当前的真实价值。

有形资产是企业存在的实体资产,这些资产价值虽有一定的稳定性,但由于过去资产评估方法不同、存放时间长短、提取折旧方法差异以及资产管理等方面原因,而使这些资产的帐面价值与实际价值相差甚远,特别是固定资产。所以,企业的帐面价值有的会远远低于市场价格,许多股票价格会被这些虚价资产掩盖。但也有一部份资产会超过市场价格,股市也常常因为这些资产的增值而使股价上扬。正因为如此,了解企业有形资产的价值特别是赢利资产的真实性是投资人决定是否投资的首要步骤。

2、估价无形资产格雷厄姆认为要用收益法,即这些资产每年能给企业创造多少收益,其每年给企业所创下的平均收益与未来存在年份的乘积就是该无形资产价值。

无形资产包括商誉、商标、专利权等。投资人在注意有形资产的同时，还需深入了解企业的无形资产，因为一种有价值的无形资产会给企业带来无比丰厚的经营回报，因此靠无形资产挣钱的公司要比靠现金投资的挣钱的公司更具竞争力，有时往往会使投资者带来意想不到的收效。因此了解企业的无形资产价值也是投资人所做出的又一个必要步骤。

无形资产价值有的企业帐面上已经体现，有的企业帐面上没有体现，对于没有体现的无形资产要特别注意。

资产评估和分析的要求除了上述情形外，还需对企业的流动资产进行分析。流动资产是企业的营运资本，特点是流动快、周转快，也称企业的主要赢利资产。因此流动资产比例越大，企业盈利的机会就越大，其比例因行业的不同而异，一般来讲应保持在50%以上才合适。衡量流动资产的另一目的还要评价其短期偿债能力，格雷厄姆选用主要分析指标有：

1、净流动资产：流动资产-流动负责；净流动资产评估和分析是格雷厄姆公司估价投资法的独到之处，净流动资产是企业盈余价值的重要体现，能显示出企业是否有足够的资源来支付流动负责，如净流动资产>0，则显示支付流动负责有保障；如净流动资产<0，则显示无能力支付流动负责。

2、流动比率：流动资产/流动负责；健全的公司流动比例应该是2，即流动负责不能超出流动资产的50%。

3、速动比率：（流动资产-存货）/流动负责；库存小、应收帐款小的公司在营运上较为稳妥，速动比率会较高。一般来讲，速动比率大于1的企业，表示支付流动负责的能力较强。负责也是体现公司内在价值的重要因素，因为过大的负责会使企业财务陷入困境，使企业内在价值降低，但适当的负责也会有利于企业的经营。格雷厄姆分析和衡量企业负责的指标主要有：

1、负责总额对股东权益的比率：总负责/股东权益；格雷厄姆认为正常情况下，指标值大约为50%左右，最高不超出55%，也就是说，投资人希望每1元的股东权益对应0.5元左右的负责，投资才算安全保险。

2、每股净资产：（资产总额-负责总额）/流通股数；按格雷厄姆的思路，投资人若要做到风险分散，所投资的企业净资产比率不能小于1/3，应该说投资会有比较大的安全程度了。

（二）评估公司的内在价值

格雷厄姆认为正确地评估公司的内涵实际价值是建立投资安全边际的关键因素。投资方法论的根本目的就是寻找股票价格等于或小于内在价值的健全企业。确定股票的内在价值除了资产负债表外，更重要的资料还得来源于损益表。

格雷厄姆分析损益表主要从如下二个方面来分析：

1、会计角度：收入的计入、成本的摊配等是否符合公允原则，是否真正反映了企业的收益，是否公正地反映了企业经营状况；

2、企业角度：所反映的收益对于企业未来的获利有什么意义，是否反映了一个稳定、成长的企业实体；企业真正源源不断的收益是主营业务收益和较好的对外投资收益，而那些变卖资产、抹消坏帐和剥离不良资产等带来的收益，只不过是暂时现象，稍纵即逝。一家公司要称得上获利稳定，必须满足两个条件：一是最近10年获利增长一倍；过去10年获利下降不超过2次，且每次下降率不超过5%。

（三）公司估价的计算公式

通过上面的二个方面的分析，格雷厄姆可以开始对公司内在价值进行计算，他的公式为：每股内在价值 = 每股收益 × (2 × 预估收益增长率 + 8.5) × 4.4 / 目前AAA级公司债利息率

如果用E代表企业的每股收益，r代表预期增长率，Y代表目前AAA级公司债的利率，8.5为增长率为0时的本益比，则公式为：

每股内在价值 (P) = E (2 × r + 8.5) × 4.4 / Y

得出每股内在价值就可以看出股票市价与内在价值的差别了。评测的公司内在价值应大于当前股价，最好是有大于20%以上的空间，这样可以建立一个让人放心的安全边际。

上述对公司内在价值的分析和估测虽然可以了解企业的总体价值，但仅凭这些结果去断定投资安全边际是远远达不到要求的，从格雷厄姆做投资实务分析，建立投资安全边际，除了上述各指标的测评外，还需计算分析以下几项指标：

1、本益比（市盈率）：股价与每股收益之间的比值，即是股价以企业收益多少倍的价钱在市场上出售。是衡量股票内在价值的一项重要指标。

本益比（市盈率）：股价/每股收益

格雷厄姆认为本益比应在7-10倍之间的股票为佳，过高则使投资人赔钱的机会会高得多，风险也会随之增加。过低则表示企业的盈利能力欠佳。

2、边际利润：是获利性的资讯，也是衡量成本控制、效率与竞争力的指标。

边际利润 = 利润总额 / 净销售总额

边际利润与股价息息相关，低的企业，股价通常不太理想，但选择一种边际利润较同行低，但未来

大有可为、边际利润可能大幅提高的公司投资是最为划算的。

3、投资报酬率：资本投资报酬率 = (净收入+利息费用) / 总资本额

一般企业的投资报酬率大约在12%-15%之间，如果企业的税后资本投资报酬率在15%-25%，那也是很优秀了。

(四) 投资的安全边际的确立

从以上阐述并结合格雷厄姆投资实践经验，我们认为建立投资的防火墙（即安全边际）主要由下列几个因素构成：

- A、适当的经营资本—总资产不得小于年营业额的50%，流动资产不得小于总资产的50%；
- B、坚实的财务状况—流动比率不小于2，速动比率不小1，负债总额不超过股东权益的55%；
- C、可靠的权益保障—企业净资产比率不能小于1/3；
- D、稳定的经营收益—最近10年获利增长一倍，过去10年获利下降不超过2次，且每次下降率不超过5%；
- E、较好的获利能力—股票的本益比应在7-10倍之间，企业的投资报酬率大约在12%-15%之间；
- F、合适的内在价值—股票的内在价值应大于当前股价，最好有大于20%以上的空间。

二、可供参考的公司价值评估和投资的操作流程

根据上述方法法则，笔者根据格雷厄姆投资实践的操作的记录、文献、讲演现总结出一套格雷厄姆投资实践操作方法，供读者参考。

(一)、选股步骤和策略

1) 寻找投资目标

根据格雷厄姆实践经验数据，一个值得投资的股票，应符合下列标准：

- A、本益比不超过10倍；
- B、股息利率大约在3%-6%之间；
- C、股价应该在每股帐面价值以下，最好不超过帐面价值的2/3；
- D、股价应远低于先前的高点，最好是近两年来历史高点的1/2；
- E、相对于过去获利状况的股价，本益比应低于过去7-10年的平均值。

根据上述标准去寻找目前被人忽略且暂时受挫的公司，其股票价格往往被低估。被低估股票的10个特征：

- A、该公司本益比的倒数是一般AAA级公司债利率的两倍。如目前一般AAA级公司债利率是6%，那么这家公司的本益比倒数应是12%；
- B、该公司目前的本益比应该是过去5年中最高本益比的2/5；
- C、该公司的股息红利率应该至少为等于或低于AAA级公司债利率的2/3；
- D、该公司目前的股价应该等于或低于每股有形资产帐面价值的2/3；
- E、该公司的股价应等于或低于每股净流动资产或净速动资产价值的2/3；
- F、总负债低于有形流动资产价值；
- G、流动比率应在2倍以上；
- H、总负债不超过速动资产清算价值；
- I、公司的获利在过去10年来已增加了一倍；
- J、公司的获利在过去10年当中，下降年份不超过2年，下降率不超过50%。

2) 透析资产负债表与损益表，获知公司内在价值的大致范围

内在价值的范围应在资产价值与收益的保守倍数之间。最有潜力的公司在过去7年平均收益的20倍、或是过去3年的平均收益的15倍以内。

3) 寻求安全边际

评测的内在价值应大于当前股价，最好是有大于20%以上的空间，这样可以建立一个让人放心的安全边际。

4) 评估定性因素

当同时有几档股票都具有吸引力，而投资人基于财力又只能选择一档时，定性因素就是可参考的决定因素，其内容包括企业的规模、企业的品质、产品的声誉和产品线、卓越的管理队伍等。

(二)、卖出和变现时机

投资人进场时首先必须设定每档股票在未来两年内，达成成本价的50%以上的获利目标，然后应抱定尽可能长期持有的信念，有耐心等待时机。因为频繁的买进卖出会付出许多证券交易税和手续费等冤枉钱而降低投资报酬率。

但持有时间也并非一成不变，当达到下列三个条件时，可以卖出：

- 1、股价的增值率已达到50%以上；
- 2、已达到投资人预期的目标；
- 3、所有没有在两年内达到获利50%预期目标的个股，应该在两年以后以市价抛出。

以上这些都是对格雷厄姆的投资实践精华的一个归纳总结，读者有意进行实践的话，可以逐

步按步骤进行操作。

三、格雷厄姆的公司估价模型在我国投资市场

应用的局限性和应用前景

中国的投资人能不能学国外的规范式投资模式？自从中国有股市以来，这都是个争论不休的话题。本文介绍的格氏模型能否真实为国人所用呢？下面做一个简单的分析。

(一)、格雷厄姆公司估价模型在目前国内投资市场上的局限性

虽然格雷厄姆的投资模型对于我们的投资者来讲有着很高的价值，但鉴于我国目前投资市场还存在一定的局限，我们的看法是格雷厄姆模式只可以借鉴，不可照搬。

首先在国内当前证券市场状况下，类似格雷厄姆那样的绝对价值投资机会相当少，因为国内证券市场价值普遍高于企业的内在价值。这可能也是国内投资人不得不面对的一道难题。国内市场上的公司在很大程度上存在被市场高估的现象，这在一定程度上不符合格雷厄姆具有较高“安全边际”的选股标准，而且“所有者收益”也低于格雷厄姆的指标；

其次是当前国内很多公司在治理结构上存在较多的问题，这些问题造成了很多上市公司的经理人存在损害股东利益的行为，这与巴氏股票选择标准中要求经营者诚实理性的要求相冲突。而格雷厄姆喜爱完全拥有一家公司，但国内大量不流通的国有股决定了其他投资人难以超越而成为控股股东；

其三格雷厄姆所选择投资公司力求业务简单、容易理解、前景看好，但是国内市场在信息披露制度上还存在较多的缺陷，存在较多的信息不对称，而正是这种不对称造成了投资者对上市公司缺乏了解；并且也很容易形成内幕交易，侵害投资者的权益；

其四尽管我们国家的会计制度越来越完善，但是目前还存在一些漏洞，再加上信息不对称，使得上市公司很容易进行盈余管理，很容易形成内部人侵害投资者利益的机会；业内人士指出，在投资感兴趣的公司之前，因为金额庞大，持有股权甚多，所以，格雷厄姆投资法需要有很多机会去接触公司负责经营管理的阶层，了解公司的真实情况和发展前景，这显然也是一般投资人难以得到的优势。

(二)、格雷厄姆公司估价模型应用于国内投资市场的前景

尽管格雷厄姆投资思想目前对于我国的投资市场还存在一定的局限，但结合我国证券市场的走势，我们认为，格雷厄姆投资论随着我国投资市场的逐步规范，会越来越显示出重要的参照价值。

首先，虽然国内股票市场价格高于公司内在价值者普遍存在。但随着中国加入WTO的日益深入，日趋成熟的投资市场跻身于世界市场行列将成为必然。如此以来，格雷厄姆投资思想也就会逐步被国内投资人所运用。

其次，我国证券市场主要由小额散户投资人构成，他们在投资决策时不可能象专业投资人一样，没有精力、时间和背景去对个股进行深入的研究和分析，但如果由基金公司的专家来代为运作，那么格雷厄姆的估价投资法则在我国证券市场就会有相当的运用价值了。目前许多专业投资机构和投资人在投资以前，对上市公司所作的一系列财务分析和对公司状况的了解，其很大一部分内容就涉及到格雷厄姆的公司估价模型。

其三，格雷厄姆的投资方法不仅可以控制投资风险，而且可以揭露国内上市公司存在的隐患。格雷厄姆的投资方法如果在我国得到广泛的运用，那么一些上市公司的虚假陈述、内幕操纵等证券欺诈行为也会随之减少，证券市场也因此而走向健康、步入正轨。

综上所述，价值投资法是格雷厄姆投资方法论的核心，而公司估价模型又是价值投资法的核心部分，格雷厄姆之所以投资非常成功，同时他的学说影响力巨大，就是他始终不渝地坚持使用这种模型。伴随我国投资市场的日趋规范，我们相信，格雷厄姆的这种估价投资模型也会成为大家广泛的研究并会逐渐地在国内投资市场中得到推广和运用(作者单位：北京大学经济学院特华企业博士后工作站)

相关链接

[日本的文化产业](#)

[日本养老保险制度及其对我国的启示](#)

[试论本杰明·格雷厄姆的公司价值评估模型及应用](#)

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：(010) 65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心