

普通股投资理论

《证券分析》 CH27

陈泽理

2024/03/19

投机环境分析技术面临困难

- 权益投资的核心是给公司估值。
- 有形资产价值反映在资产负债表中，可以很好的衡量。
- 无形资产（软件、客户群、品牌等）不好估计。
- 管理费用可以不计入雇员报酬的股票期权。
- 长期合同未实现利润可以计入营业收入。
- 资产折旧衡量问题。
- 企业成长期真实投资支出可以费用化。（微软将售后服务成本算作销售成本的组成部分）

普通股蕴含的投机因素大，但是

- 普通股在个人财务决策中有着根本的重要性，并且许多人为之狂热。
- 普通股的持有人与其可能的买家都迫切地想知道其真正的价值。
- 即使持有人购买股票的动机只是单纯的投机与贪婪，人的天性也会驱使他们用各种堂而皇之的理由来掩盖这个动机。

假如上帝并不存在，那就必须把他创造出来。

——伏尔泰

普通股投资理论是否有效？

- 科学可靠的价值分析结论**仅在个别普通股上显现**。
- 价值分析方法只对进行投机判断做出**可能的帮助**，或作为一种评判标准，来确定一些无法计算但又不得不估算的股票价值。

普通股投资理论=永续债券投资理论？

- 证券分析的目的在于寻找符合价值投资要求，还能为价值增值提供最佳机会的证券。
- 普通股被当成永续债券时，若其能给出：
 - 合适且确定的股息回报
 - 稳定且充足的盈利记录，
 - 公司的有形资产有安全保障，那其无疑是可以投资的好证券。
- 一战前的普通股投资理论确如上述。

转变

- 一战结束后，特别是在**1929**年大牛市后期，公众对普通股的评判标准发生了彻底的改变。
- 股息率对股票价值的影响很小；
- 由于资产和盈利能力无显著联系，分析资产价值的大小毫无意义；
- 既往盈利记录的意义仅在于它们预示着未来盈利状况的可能趋势。
- “普通股的价值完全取决于它的**预期收益**”

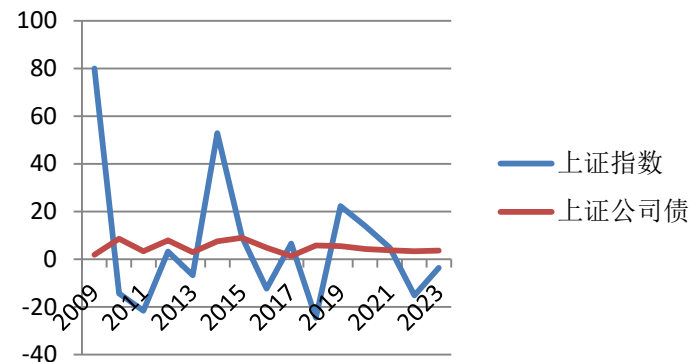
原因：不确定性

- 经济变化速度加大，企业长期存在的事实不能被视为构成稳定性的一种保证。
 - 伴随着新兴运输行业兴起，有轨电车（Street Railways）有价证券价值损失大半；
- “最意想不到的失败与最光彩夺目的成功往往相伴相生。”

普通股作为长期投资工具的理论

- 研究表明，在长达多年的考察期内，分散化的股票投资带来了稳定的价值增值。
- 相较于普通债券而言，分散化的持股策略将带来更高的投资回报率以及更为丰厚的资本利得。

- 新普通股投资理论可概述为：
 - 普通股的价值取决于它的未来收益；
 - 好的普通股盈利呈上升趋势；
 - 好的普通股都是高品质、高利润的投资工具。



- “投资是成功的投机”？

普通股投资价值与价格无关？

- 新时代理论可以直接推导出此结论，但该结论是极其荒谬的。
- 美国诸多投资信托基金摒弃投资策略的研究和统计分析，投资过程变为简单的发现具备盈利上升趋势的著名公司购买股票而不考虑价格，结果是面临破产。
- 普通股作为长期投资品种的根本优势在于，相对于融资成本而言，他们可以获取超过债券利率的收益率。
- 一旦价格被推到一个相对于每股收益无法企及的高度，这个优势就荡然无存了。

根据趋势判断未来的危险性

- 行业与宏观的不确定性，导致平均收益无法成为预测未来的可靠指标，收益变动趋势亦不能。
- 从广泛的经济学来讲，收益递减及竞争必然会压平收益曲线。
- 在一段良好的收益变动趋势上的价值判断是完全随机的，也是投机行为，会不可避免的受到人为夸大。