

价值投资的制度基础

君合资本创始合伙人 王国斌

5月12日,由中国基金报主办的第四届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛在深圳举办。知名投资人、东方证券资管前董事长、君合资本创始合伙人王国斌做了题为《价值投资的制度基础》的演讲。中国基金报记者特将王国斌的演讲整理如下,与读者分享。

从20多年的投资经历看价值投资在中国的实践

我今天想从过去20多年的投资经历来讲讲价值投资。去年底以来,价值投资在中国,不管在媒体上或是日常的交流中,都成了一个很热门的词,但其实大家心目中,都觉得中国的投资者并不是真正在做价值投资。

我差不多可以算是第一代投资者。1992年在学校,我就已经开始价值投资的实践了。我的体会是,中国股市从诞生之初到2007年,大多数投资者还是按基本面来投资、来交易的,但投资者只是基于三表(资产负债表、利润表、现金流量表三大财务报表)来投资,至于这三表到底是真是假,是没有能力鉴别的。

1998年首批公募基金基金公司成立,2003年股市爆发了“五朵金花”行情,公募基金成为价值投资的倡导者和引领者。但在2007年以后,第一代公募基金基金经理,由于各种各样的原因出走创立私募,加上公募基金在股市的市值占比和话语权下降,在公募领域价值投资没有得到很好的坚持。另外,由于IPO时宽松,监管规则不断变化,加上监管套利、概念驱动的事件性投机盛行一时,价值投资在中国的实践之路比较曲折。

在中国做投资比较辛苦,做投资中最重要的事(作者马克斯曾经说过,他有一个朋友是做飞行员的,马克斯曾问他,做飞行员有什么感受?这个朋友说,我大部分时间是无事,偶尔会胆战心惊。马克斯说,我做投资的时候也是大部分时间无所事事,偶尔胆战心惊。

我在中国做投资这么多年,感觉是大多数时间胆战心惊,偶尔无所事事。

国外著名的价值投资者,以同样的方法在A股进行投资,也有折戟而归的例子,因为中国的上市公司有很多造假做假案例。

我亲身经历过琼民源、蓝田股份、银广夏,这些都是在中国证券史上非常有名的做假案,而且都是以价值投资的名义、以绩优股的名义进行的。我能幸运地规避这些股票,靠的是股市的常识。有一个业内非常著名的投资者,在当年东方电子如日中天的时候,他来找我,我说你赶紧卖了吧,他说不卖,我说不看好它,因为大家都觉得它特别好的时候,应该多一份谨慎,你关心的是有人在买入,我关心的是为什么有那么多人卖出,交易量太大了。所以我差不多在交易量最大的时候把东方电子卖掉了。

还有银广夏,我原先的一个手下当时在杭州给我打电话,说今天发生了怪事,我们一天从另外一个投资者那里买入了2000万股。我当时就说这肯定有问题,海南有个朋友因为我说了银广夏存在问题,居然很长时间不理我。为什么有问题?很简单,这么好的一个公司,为什么随随便便2000万股就卖给你了,这样卖肯定有问题。我原先的手下买入以后,银广夏从20元一直涨到40元,但我从来没有参与。

欧洲的股神安东尼·波顿也折戟A股。

安东尼·波顿在28年的欧洲投资经历中,创下了146倍的增长奇迹,被封为欧洲股神。他特别看好中国,2010年4月开始运作富达中国特殊状态基金,波顿把重点放在中国消费行业,这非常正确,但波顿青睐私人个体或家族经营的中小规模上市公司,而不是大型国有企业,这与他在英国成功的秘诀一致。而这些成立时间短、治理结构不规范的小公司,使波顿频频踩“地雷”,味于中国和霸王集团,分别遭遇了“骨汤门”和“二恶烷事件”,当年股价分别下跌了34.53%和64.08%;西安宝润被控欺诈,股价跌幅超过90%。再加上波顿使用杠杆操作,放大了损失。

2014年波顿彻底退出中国市场,离开前,他说:“错误不在我的交易策略,也不在于这个不成熟的市场,而是我把自己的策略放在了在这个不成熟的市场。”

在中国,投资者从一开始是抱着一种价值投资的、从基本面分析的角度进行投资的。我们中国的投资者没有一开始就是乱投机的,只不过我们这个市场



在草创的过程中,存在着各种各样的乱象,令投资者无所适从。

价值投资需要制度基础

大家都说我做价值投资,但我很少讲,因为价值投资是需要一些基础和前提的。西方国家,比如美国,学者做资本市场的研究,可以从1802年一直做数据分析分析到现在,200年的历史,而我们A股也就不到30年的时间。

从本质上,价值投资的基础是对财产权利的尊重、对合同的保护以及对市场制度的坚定信念,这三者缺一不可,缺少其中一个环节价值投资都无从谈起。另一方面,资本市场中的价格的变动,还需要“野蛮人”等多样性存在,才有一个和平的纠错机制和价值发现机制,任何一个制度如果没有纠错机制就是一个坏的制度。

我们一开始,各地政府不断扶持上市公司,这也损害了价值投资的基础,万一政府不扶持了呢,所有事情都是有双面性的。好的制度是扶持市场,而不是扶持企业。

价值投资的制度基础,首先必须拥有一个良好的制度环境,因为只有在一个良性、正确的制度环境下,我们才会从经济、企业角度考虑问题,才会考虑是周期性还是结构性问题。否则,我们就要去考虑政治问题了。

另一方面,一家企业是通过寻租性努力还是致力于生产性努力,这非常重要。为什么美国有最多的企业,欧洲没有,其他国家也没有?美国有一个非常特殊的地方,美国在实现工业化的时候,政府的财政收入占GDP的3%,企业要想获利,只能通过生产去努力。欧洲、日本不是这样,其他国家也不是这样,它们实现工业化的时候,政府的收入很高,政府的支出也都很高。我们如果要有一个价值投资的良好制度基础,必须要为治理改革努力,治理改革是中国保持增长必不可少的一部分,而且我认为是最重要的部分之一。

当然,我们一直在持续的改善中,我们不能指望它一蹴而就。我前面说了,我们以前做投资大部分时候是战战兢兢,偶尔无所事事,但是从去年开始,我跟任何人交流的时候都说现在做投资非常简单,因为现在我几乎不需要胆战心惊了,市场有些震荡也不用担心,很多人担心去杠杆,你根本不用担心,你选择企业只要按基本面严格分析,就根本不需要担心。对我们投资者来说,在中国做投资进入了最轻松、最愉快的时候,非常简单。

规则重于一切

资本市场最重要的是规则,规则重于一切。像我们打牌,大家说2是最大的,拿到几个2很开心,突然变了规则说3最大,那就傻眼了。我们资本市场最重要的是规则不能轻易去改变。

2015年,大家对股灾总结,有个场合让我去发言,我那时候就讲了三个故事。

我讲的第一个故事,我刚到上海

去同学家玩,我们一块去菜场买虾的时候,摊主说了多少钱一两,我们准备买五两。挑好了,摊主却说是16两一斤,我们傻眼了。资本市场最重要的是规则,多少两等于一斤必须非常明确,千万不能让投资者买完以后,告诉他一斤是16两。

第二个故事,是我去米兰参观世博会,越南、柬埔寨展馆前面有一片水稻,朋友的孩子已经大学二年级了,我说这水稻长得真好。他说:我以为是小麦。在有些人心目中习以为常的事,在另外一群没有相关知识、经验的人看来,是没法辨别的。有一本书叫《散户至上》,是美国以前的证监会主席阿瑟·莱维特写的,他做过证券经纪人,创立了花旗银行前身的那个公司,有20多年证券公司的经历,他去当主席的时候,由于规定必须把他手中所有的证券处置了,他决定去购买基金,然后去看基金的条款,到最后他感慨说,这些基金的条款连我都读不懂。资本市场需要理论和实践的高度结合,但往往熟练和专业很难区分,机构投资跟大户或者散户,真要说谁专业,从日常交流中不一定能分辨得出来。这是由于三个因素造成的:第一,股票内在的价值是很不确定的;第二,它是高速流动的,换手很容易;第三,任何一个金融产品,它的法律文本都是非常复杂的。所以,我们也需要有非常专业的监管。

第三个故事很简单。我在家里只要听到惊叫声,就知道家里发现蜘蛛了,我们家几个人都特别怕蜘蛛。但我看到蜘蛛就很亲切,因为我从小就是在蜘蛛的包围中长大的。在美国让人最害怕的十种动物里面,蜘蛛跟蟑螂名列前五名。其实蜘蛛在某个意义上是有益的,有些东西你如果知道它,就不会害怕,在资本市场也一样。比如涨跌停板制度,如果放开涨跌停板,可以让股民的杠杆降到最低。我们投资港股,国内的银行拒绝融资,因为香港没有涨跌停制度。

政府对投资者的重要性 要扶持市场 不要扶持企业

股市里绝不是非黑即白的生态系统,因为永远有一半人有不同的意见,一定要统一所有人意见的话就没有股市了。卖出的人都觉得比买入的人聪明,买进的人都觉得卖出的人是傻瓜。美国证监会前主席说:美国的监管体系数十年以来,多数情况下是与市场中最不正义的地方作斗争。我们这些在证监会里工作过的人都知道,证监会不是全能的,证监会没有任何责任保证我们每个投资者获利,保护投资者免受欺诈和市场操纵的损害是我们的职责,但投资者为追求回报及可能遭受损失的权利也是不可剥夺的,同样也需要我们的保护。”

电视剧《人民的名义》里说,中国的企业家不是走进了监狱就是走在进监狱的路上,如果是这样根本无价值投资可言,皮之不存毛将焉附。当然,这是一种极端的说法,但部分企业家的这种状态,说明市场和政府都有失灵的地方。由于政府的不当干预,给某一特定集团不公平的补贴或者特定企业特殊的垄断权,如果这些企业获得特定的权利,价值投资也无从做起。大多数的时候,规则是用

来保护特定的既得利益者的,会妨碍企业创新、企业进入、阻碍竞争者的出现,缺乏竞争是目前世界上所遇到经济方面问题的主要根源,所以我们要扶持市场,千万不要去扶持企业。

再讲一讲公司治理,为什么公司治理对价值投资而言尤其重要?因为价值投资者购买股票的时候,已经做了调查分析工作,因此他们期待所投资企业的内在价值能逐渐在市场价格中体现出来。如果企业的管理层阻碍了市场价格对内在价值的体现,就破坏了投资者的动力,所以没有良好的公司治理结构也无从谈价值投资。

有些外国投资者跟我交流的时候,我经常说在中国必须具体问题具体分析,每个企业都需要自下而上的分析。美国不需要,因为你不用太多怀疑它的公司治理,但中国的公司治理问题是五花八门的。不是说中国没有好公司,中国好公司很多,但是不能用一个普遍的规则去看待。

市场环境持续改善

我前面说了为什么现在我们胆战心惊的次数在逐步减少,原因很简单,我们确实在持续改善的过程中,去年以来,证券稽查监管在大规模展开。不过,对上市公司的欺诈处理,我认为还是不够重,因为任何时候投资者都是弱势群体,即便操纵市场的人在上市公司面前,也是弱势群体。

我在统计资金的使用情况,在2016年上半年以前,A股市场的资金使用效率是非常低的,大部分资金交易都集中在小股票、差股票上,在整个2010年到2016年之间,整个市场的市值增长,都体现在业绩差的公司上,交易也一样。但现在情况开始好转了。

两年前我说过,2亿元以下利润的公司,不要给我看了。在中国市场体量已经做成这么大的时候,在中国经济增速下降的过程中,没有足够体量和利润的公司是经不起周期波动的,是没有竞争力的。我们在做各种统计的时候,会把利润很低的公司放在一边。不是说利润低的没有好公司,但是因为现在上市公司太多了,我们投资就是翻石头,翻100块石头才能找到一块好看的石头,我们翻不过来,就用一些量化指标筛选,会采用一些能够找出更有竞争力的公司的指标。

2016年开始发生了变化,业绩好的公司在A股市场总市值的占比开始上升,并且,总市值增加最大的是净利润在10亿以上的公司,这个统计数据是从去年开始变化的。另外一个统计数据,在2010年至2016年间整个市场(剔除金融地产)的成交额一直集中于业绩较差的公司,不过在2017年这个趋势也发生了明显的变化,净利润较好的公司成交额特别是净利润超过10亿的公司成交额开始上升。融资买入也体现了投机资金的流向,在2010年至2016年期间整个市场融资买入主要集中在业绩较差的公司,但是在2017年这个指标也发生了巨大的变化,白马股受到了资金的追捧。

在A股市场,绩优股、大市值公司长期估值都较低,这些股票其实应该是溢价交易的,原因有两个:一是A股市

场习惯于给予流动性极高溢价,比如IPO公司的高估值,以此类推,白马股理应获得更高溢价;第二个溢价其实是潜在的,中国人很善于创新,从0到1可以层出不穷,但因为我们的文化、制度、治理等各种各样的因素,中国人较少从1做到N的企业家。这些真正的绩优股已经被证明是从1做到N的一些企业群体,是比较稀缺的,理应得到溢价。

市场环境的持续改善体现在很多方面,一方面是加快发行速度、减少审批流程,Pre-IPO投资就是一个监管套利,美国是不存在Pre-IPO投资的,中国大量的钱、PE的钱集中在监管套利上而没有去鼓励创新,没有用在支持一级市场创新上。我们一级市场大量的钱是在为监管套利存在的,而不是为支持创新创业活动的,只有通过加快发行速度,我们才能让一级市场更加专注于我们的创新创业。

加大对欺诈等行为的处罚力度

鼓励上市公司分红是能够优化企业治理结构的举措。企业不分红是滑稽的事情,如果不分红,投资股票只能靠博取差价。另外,加强了对操纵股价、财务造假等行为的稽查和惩处。财务造假在中国太厉害了,但我们的处理却还是太轻了。参照美国的情况,2001年,美国安然公司的财务造假丑闻被曝光,美国证券交易委员会立刻介入调查,事实确认以后,安然公司宣告破产,安然公司CEO杰弗里·斯基林被判刑24年并罚款4500万美元,安然公司的投资者通过集体诉讼获得了高达71.4亿美元的和赔偿基金;有89年历史的安达信宣告破产,从此全球五大会计师事务所变四大;三大投行遭到重罚,花旗集团、摩根大通、美洲银行因涉嫌财务欺诈被判有罪,向安然公司的破产受害者分别支付了20亿、22亿和6900万美元的赔偿。之后,美国国会和政府加速通过了《班斯法案》(又名《公司会计改革与投资者保护法案》),法案的第一句话就是“遵守证券法律以提高公司披露的准确性和可靠性”,旨在保护投资者。该法案对美国《1933年证券法》、《1934年证券交易法》做出大幅修订,标志着美国证券法律从披露转向实质性管制。

另外,加大对知识产权等的保护,对价值投资特别重要,如果不加强对知识产权的保护、加大对环境保护的治理力度、加强对健康的保护以及对劳动者权利的保护,就会黑天鹅频出,价值投资也缺乏基础。我们有很多著名的品牌的产品,是经不起检测的,但我买一只消费类股,首先要相信它的产品是安全的,我才敢买,可喜的是,我们现在正在逐步收紧过程中。

在中国做价值投资应该是时机越来越成熟,原因在于我们整体环境的改善、整体法律的健全,使得致力于生产性努力的企业家越来越多。改革开放前半段,大量企业家都是从开始的生产性努力起家,很快就滑向寻租性努力,现在大量的企业家已经明白过来了,要长治久安,成为百年老店只能靠生产性努力,随着生产性努力的企业家越来越多,我们价值投资的春天真正到来了!

(中国基金报记者杨波 刘明 整理)