

由能力边界价值投资理论所想到的

王纪平 吴会香

能力边界理论是查理芒格的价值投资理论体系中的重要论断。其主要内容是,每个投资者都要清楚自己能力所及的范围,知道能胜任什么、不能胜任什么,知道自己的长处和短处。对于散户投资者(相对于机构投资者,包括未设置专门投资机构的上市公司)来讲,如果不能明辨一个上市公司的投资价值,那么企图通过选择股票而获利就是在能力边界之外的事。

成功投资者的能力边界

成功的投资者不但要有一双发现股票的慧眼,还要有坚持己见、不为外界所干扰的心理素质。笔者所谓成功投资是指在多个经济周期的投资活动中保持高于市场平均收益水平的投资。而衡量成功与否的标准不是短期市场收益率的高低,而是能否在企业价值实现过程中分享企业的收益,其业绩不会因为市场的起伏变化而受到影响。

巴菲特和查理芒格是一对成功的投资者。他们成功的理由就在于不盲目投资于自己不懂的行业。一旦他们认为

某股票符合其投资标准,就会果断出手并长期持有。巴菲特对股票的了解源于大学时代扎实的金融投资学功底和格雷厄姆的价值投资理念,几十年来他孜孜不倦地阅读和学习,伴随着每一笔投资的始末。查理芒格更是以勤学而著称。他通过大量阅读不同专业、不同领域的书籍,掌握了一种独特的“思维格栅模型”,能运用多学科的知识来评价一只股票。除此之外,为了投资一只股票,巴菲特会将自己的决策告诉查理芒格。有时查理芒格会说:“这是一笔好的投资,为什么我们不赶快做呢?”当查理芒格觉得巴菲特的想法不对时,也会旗帜鲜明地表示反对,他经常对巴菲特说:“你可能是聪明的,但你最后会发现我是对的。”

与股神相比,散户投资者大多没有系统学习投资学的基础理论,有的甚至连财务报表都不会解读。大多数投资者没有时间和精力去阅读浩如烟海的上市公司年报、公告以及各种研究报告。这种先天不足决定了散户投资者在投资决策中的盲目性和非自主性。因此

我们看到了每当股市下跌时,“受伤”的总是散户。

芒格认为,有些人天生就不适合投资。他们要么过于急躁,要么缺乏耐心。做投资最主要的是需要有心理承受能力。投资是一场无情的游戏,身在其中必须要能忍受亏损带来的痛苦。芒格奉劝散户投资者在投资股票时不要试图分辨两个具体公司的好坏,因为那太难了,每个人都有自己的边界,要成功就要去竞争力弱的地方,寻找市场失灵的地方。

心性在投资中有多重要

往往智商很高的人作为投资者却很差劲,因为他们的性情很糟糕。因此我们说,好性情比好脑子更重要。你必须控制狂野不羁的情绪,你需要耐心、自律以及面对巨盈和巨亏喜怒不形于色的能力。

有很多散户朋友是通过探听小道消息来投资的。先不说这些小道消息的真实性如何,即便是真的,恐怕也不是第一个知道这消息的人,等听到这消息时,可能也就是股价快要跌的时候了。况且

考虑好哪类投资品种具备更好的价值回报。按传统理解,投资不动产可以有效抵御通胀,但由于目前国内楼市价格已普遍高估,未来市场风险远大于交易溢价,所以2011年再希冀借用商业楼宇应对通胀已不恰当。剔除长期存款的投资

属性,美元和欧元依然属于可长期配置的资产类别,澳元、加元等则适合中、短期投资。而对于证券市场,2011年的A股存在短线交易机会,而大部分时间内,稳健投资者可适当留意增强型债券基金和平衡型基金。至于激进投资者,交易

娴熟且经验丰富的应继续关注商品期货市场,有一定资金实力的可适时参与股指期货,利用不同阶段的市场变化实行跨市场分期套利,但不可频繁进行盘中交易。

责任编辑 刘莹

假消息总是无处不在。

巴菲特的老师曾经用这样一个故事来隐喻小道消息。一个老石油开发商蒙主宠召，在天堂的门口遇到了天使，天使告诉他一个好消息跟一个坏消息，好消息是他有资格进入天堂，但坏消息却是天堂里已没有位置可以容纳额外的石油开发商，老石油开发商想了一下，请求天使让他跟天堂里的住户讲一句话，天使觉得没什么大碍就答应了，只见老石油开发商对人大喊：“地狱里发现石油了”，不一会儿，只见天堂的门打开，所有的石油开发商争先恐后地往地狱奔去，天使大开眼界地对老开发商说：“厉害！厉害！现在你可以进去了”，但只见老开发商顿了一下后，说道：“不！我还是跟他们一起去比较妥当，传言有可能是真的”。这则寓言告诉我们，小道消息是靠不住的。即便是造谣的人也可能被谣言所害。因此，成功的投资者必须学会对这些噪音充耳不闻。

股评师可靠吗？

散户投资者在投资过程中具有非自主性和盲目性，因而很容易被股票经纪人（俗称股评师）的意见所左右。股评师的能力边界虽然比散户投资者要宽广，但这个职业的动机却值得怀疑。芒格说：“要记住那些竭力鼓吹你去做什么的经纪人，都是骗别人支付佣金和佣金的。”在美国，大家认为经纪人的道德水平至多是中等，因为你可能会碰到一个正要靠每月的佣金提成给孩子付学费的家伙，有太多的诱惑会导致经纪人的不正当行为。

经纪人推荐的股票有一个共同特点，那就是波动率很高。经纪人通过指导散户投资者买入和卖出股票，不但可以使其证券营业部赚足交易手续费，而且自己也能从交易量中获益，但绝不会对投资者的损失负责。

某些散户投资者认为，如果我亲自操作我的股票账户，每笔买入卖出都赚

钱，这点经纪成本是值得的。但没有人能保证每笔买入和卖出都是赚钱的，手续费恐怕只能徒增交易成本。有个证券公司的营业部就有位大户，在股市上操作一年没赚多少钱，但却支付了天价手续费。这样的事很常见。营业部就是靠手续费活着的，股民交易越频繁，它们越高兴。

哈佛商学院要求学生必看的一部关于金融诈骗的商战影片叫做《开水房》，它描述了证券经纪人在私欲驱使下如何欺骗散户投资者。片中的无赖企业家勾结利欲熏心的证券经纪人，以种种办法坑害投资者的行径令人触目惊心。经纪人出卖灵魂的背后是证券经纪机构扭曲的激励机制。经纪人创造的交易量越多，证券公司得到的佣金也就越多，因此经纪人自己得到的财富也水涨船高。但是所有的交易都是由投资者自己承担风险的。因此，不要听从证券经纪商的建议，因为他们是从中小散户的交易中获取利润的。

投资指数基金也许是个不错的选择

指数基金是散户投资者的最佳选择。从某种程度上说，证券市场就像是一头疯狂肮脏的猪，如果你敢于和它摔跤，只能弄得自己和它一样脏。尽管市场给很多人带来了不菲的回报，但它从散户身上揩去的油水比散户赚的钱更多。散户投资者不如先从指数基金入手，指数基金由一群具有专业知识的职业基金管理人管理，他们的能力边界无疑要比散户投资者宽阔，且个人化的因素较少。如果你没有希望成为一个熟练投资者，就应当投资指数化证券投资基金。

指数基金是一种投资工具。投资者把钱交给基金管理人，管理人把这些钱投资到构成指数的很多种股票上去。而这些股票是从组成某一个指数的成分股票当中选择的，指数其实就反映了这些股票的总体走势，如果指数上升，说明指数范围内的所有股票总体是上涨的，反之则下降。基金管理人把钱投资于构

成指数的一部分股票，使得这部分股票能够模仿指数的走势，但是不可以投资构成指数的成分股票之外的股票。

芒格和巴菲特的长期投资业绩是以标准普尔500指数作为参照的。在投资者眼里，只要能战胜指数就是伟大的投资者，如果收益不如指数高，还不如投资指数基金。在美国，第一只指数型共同基金是在1976年创建的先锋500指数型基金。指数型基金的产生造就了美国证券投资业的革命，迫使众多竞争者设计出低费用的产品迎接挑战，其意义十分重大。在1985～1997年的12年里，指数型共同基金迅猛发展，增加了近140家，其资产额也飙升了近200倍，高达1320亿美元，呈现了其无限的魅力。

我国证券市场上最常见的指数有上证综合指数、深证成分指数、沪深300指数、中央企业100指数以及各个行业指数等。在指数的基础上开发出的、常见的指数基金有：沪深300指数基金、央企100指数基金、上证180指数基金、深证100指数基金等。

为什么要选择投资指数基金呢？因为从历史经验来看，有很多投资者的业绩跑不赢指数。如果投资业绩能和指数同步增长，那就是相当好的成绩了。指数型基金可以说是撑起了基金投资的半边天，从长期来看，指数基金的投资业绩甚至优于其他基金。

结语

著名的能力边界理论告诉散户投资者，要清楚地知道自己的能力边界，不要企图在自己不熟悉的领域里获益。虽然证券经纪人的能力边界要比散户投资者宽广，但是他们不承担散户投资者的投资风险，且他们为了赚取佣金会鼓励散户投资者频繁交易。将自有资金投资于指数基金是散户投资者较好的选择。

（作者单位：北京工商大学

河北省财政厅）

责任编辑 刘莹