

价值投资与商业模式

孙旭东

巴菲特是受到广泛认可的价值投资大师，但是巴菲特并不容易学。要成为一个成功的价值投资者，不仅要在投资上有天分，建立适合价值投资的商业模式也很重要。

“悲剧英雄”败于商业模式

刚刚故去的巴顿·比格斯先生在其新著《对冲基金风云录2——悲剧英雄》中为读者塑造了一个失败的巴菲特学习者的形象。主人公乔从小就对数字着迷，研究起会计学来总是全神贯注，从事投资行业后更被认为是“一根筋”的价值投资者。乔曾风光一时，最终却以悲剧收场。

乔投资失败，笔者认为很重要的一个原因是商业模式不当。乔的投资平台是一家对冲基金。在成立基金BA时，乔和他的搭档米奇被公司老板告知，如果资金损失超过10%，BA就会被关闭。在基金的销售备忘录中，乔和米奇还承诺BA的在险值不会超过7%（后期变成5%），也就是说，他们要保证投资组合在单月内损失超过7%的可能性微乎其微。

从2004年开始，组合基金成了BA的主要投资人。组合基金痛恨业绩波动和所谓的失水。失水是指在某个时间段内一家基金的净资产价值有所降低。偶尔

一次月度失水还能被原谅，但季度失水，哪怕很小的规模，也会被亮起红灯，引起快速赎回。

在这样的商业模式下，乔和米奇想真正做价值投资几乎是不可能的。客户对短期内基金净值损失的苛刻要求使得他们不得不高度关注股票的价格，乃至忘掉了投资的真正风险其实并不是股票的价格波动，而是资产永久损失的可能性。于是，他们将不少精力放在了对市场短期走向的预测上，却对给美国经济带来巨大危害的次贷市场一无所知。乔和米奇也不可能像真正的价值投资者那样，在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪，而是只能随波逐流。在市场下跌时，他们和市场上大多数投资人一样，忙着快速降低杠杆，降低多头仓位。

基于以上原因，笔者将乔和米奇的失败称为“伪价值投资者的悲剧”。

巴菲特精心打造 适宜价值投资的商业模式

然而，从某种程度上来说，乔和米奇的失败并不足为奇，即便是巴菲特和芒格这样的价值投资大师，也很难满足BA客户对业绩波动和失水的苛刻要求。芒格在经营自己的合伙企业时，1973年、1974年曾分别损失了31.9%和31.5%，而

同期的道琼斯指数也不过下跌了13.1%和23.1%。巴菲特比芒格更稳健些，但伯克希尔的投资组合在1974年也损失了近三分之一。

虽然如此，巴菲特却从未像乔和米奇那样狼狈不堪过，这是因为他一直在精心打造适宜价值投资的商业模式。巴菲特起初经营合伙企业，他为合伙企业制定的投资目标是取得超越道琼斯工业平均指数的长期业绩。在给合伙人的报告中，他多次强调不要关注基金某一特定年份的绝对收益，“在我看来，如果道琼斯指数下降25%，而合伙基金仅下降15%，这样的结果比基金和道琼斯指数同步上涨20%要好得多”。因此，巴菲特合伙企业的投资者们不会对他提出过于苛刻的短期业绩要求，这就使得他能够真正去做价值投资。

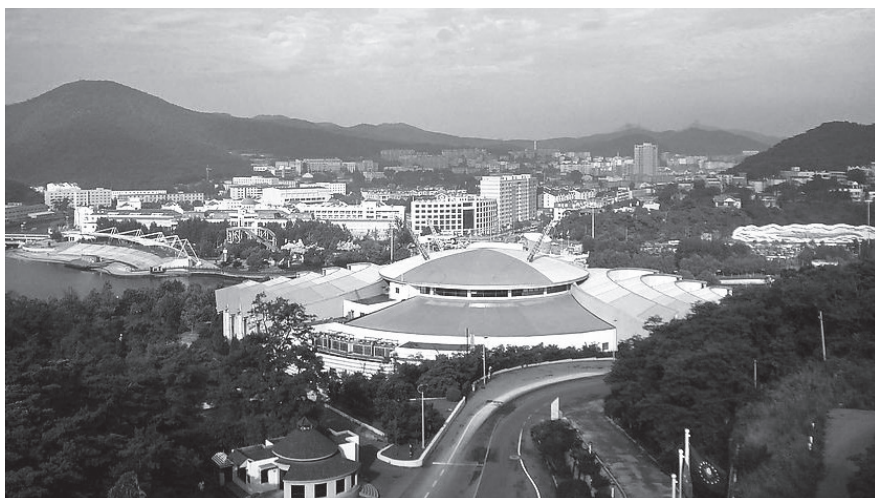
巴菲特合伙企业有这样一条规定，使得追求短期暴利的人难以成为它的合伙人：“我们接受合伙人和潜在合伙人的预付投资款，并自投入日至当年年末，按照6%的利率支付利息。虽然我们并不强制要求年末一定要将该笔款转化成对合伙基金的投资，但是在合伙人或潜在合伙人预付款时应有此意思表示。”如果是在大牛市，短期投资者一定不会满意每年6%的收益，而是会转身去寻找能够

或唯一可以选择的，只是出台更多应对政策以尽力缓减冲击波对自身经济造成的损失。

双方都会利用实体经济变化寻求支持的理由。投资者应清醒认识到，国际经济环境仍处于风雨飘摇之中，一时尚难摆脱窘境，而各国和地区实体经济能做的，

或唯一可以选择的，只是出台更多应对政策以尽力缓减冲击波对自身经济造成的损失。

责任编辑 刘莹



马上接纳他们资金的投资管理人；反过来，如果是在大熊市，巴菲特的上述条款却有可能吸引那些已经将投资回报率期望值降下来的投资人。作为真正的价值投资者，当然是希望在股价下跌的熊市时能够拥有更多的资金，而在股价飞涨的牛市时却会对资金说不，因为投资机会已经很少甚至没有了。问题是，能像巴菲特这样做的投资管理人少之又少。

巴菲特后来解散了合伙企业而全力经营伯克希尔公司。在笔者看来，这是因为公司制企业比合伙企业更具稳定性，更适合价值投资。如果合伙企业的合伙人对投资业绩不满，他们可以退伙，这样会导致企业可运用的资金减少，如果退伙的资金多了，就将严重影响企业的投资行为和投资业绩；如果公司的股东对投资业绩不满，一般情况下他们只能转让股权，公司可运用的资金不受影响，也就不会影响公司的投资。因此，尽管公司制企业比合伙企业要承受更重的税收负担，巴菲特本人也只领取固定薪酬而不是业绩提成，但巴菲特并没有为此而后悔过。

浮存金不是最重要的

尽管商业模式对巴菲特的成功起到了很大的作用，但过分夸大商业模式的作用却不可取，毕竟，如果没有高超的投资能力，再好的商业模式也只能是无源之水、无本之木。

有一种观点认为，巴菲特的成功主要是商业模式的成功，而巴菲特商业模式的要点在于大量使用零成本浮存金。这种观点可能会误导投资者。

之所以会有上述观点，是因为有人发现，伯克希尔的保险浮存金非常多，多年平均大约能占到股东权益的一半，而且是零成本的。换言之，巴菲特的投资使用了1.5倍的杠杆。伯克希尔过去47年的净资产年增长率为19.8%，除以1.5，则真正投资收益率仅为13.5%。

这样的看法是没有道理的。因为，尽管保险浮存金是零成本的，但由于不知道什么时候这些资金会被用于支付保险成本，因此它们不可能像自有资金那样进行投资，具体来说，就是不可能大比例地用于股票投资。

在伯克希尔，证券投资主要是在“保险和其它”业务分部进行。从伯克希尔近年来的报表来看，在其“保险和其它”分部，股票占投资的比例并不高，即使是在2008年也不例外。在这种情况下，如果将浮存金视为和股东权益一样的自有资金，显然会低估巴菲特的投资能力。

事实上，伯克希尔的业务非常庞杂。据2011年年报，它有“保险和其它”、“铁路、公用事业和能源”、“金融和金融产品”等三大业务分部，因此，我们很难根据公开信息准确估算它的证券投资业绩，更何况，巴菲特还并非包揽了伯克希尔所有的投资决策。但是，巴菲特早年

经营合伙企业的出色业绩足以说明他的投资能力，而随着年龄的增加，作为芒格眼中的学习机器，他的投资水平还在与日俱增。

因此，片面地强调甚至夸大浮存金的作用而有意无意地低估巴菲特的投资能力，会误导初学者急于求成，在投资水平不够的情况下，热衷于追求管理的资金规模。

事实上，要像伯克希尔那样获取低成本的浮存金并不容易。巴菲特在今年致股东的信中指出，“让我再次强调一点，无成本的浮存金不是整体财产保险业预期都能产生的结果，我不认为有很多伯克希尔式的浮存金在保险业中存在。在大多数年份里，包括2011年，该行业的保费收入已不足以支付索赔和费用。”细心的读者可能已经发现，巴菲特谈论的是财险行业而非寿险行业。事实上，伯克希尔旗下的保险业务绝大部分是财险业务。这从一个侧面说明巴菲特并非一心追求浮存金的多少，否则他会去收购和经营寿险公司，那样有可能获得更多的长期资金。

巴菲特在今年致股东的信中还指出，一个扎实的保险业务要求四个原则：①对于所有可能导致保单发生损失的风险有一个基本的理解；②对于实际损失和潜在损失的任何承保风险之间的概率都要有保守的估计；③承保利润的制定，平均来讲，发生在预期中的承保损失和营运成本能够被覆盖；④如果无法得到合适的承保利润，那就放弃这个业务。

由此看来，经营保险业务和做价值投资需要的能力和秉性高度一致。对投资来说，同样需要确定投资一家公司的股票会遭遇什么样的风险，有多大的概率会遇到风险，在什么样的价格下买入才会有安全边际。如果没有安全边际，就不能买入这只股票。■

(作者单位：北京群鲤投资有限公司)

责任编辑 刘莹