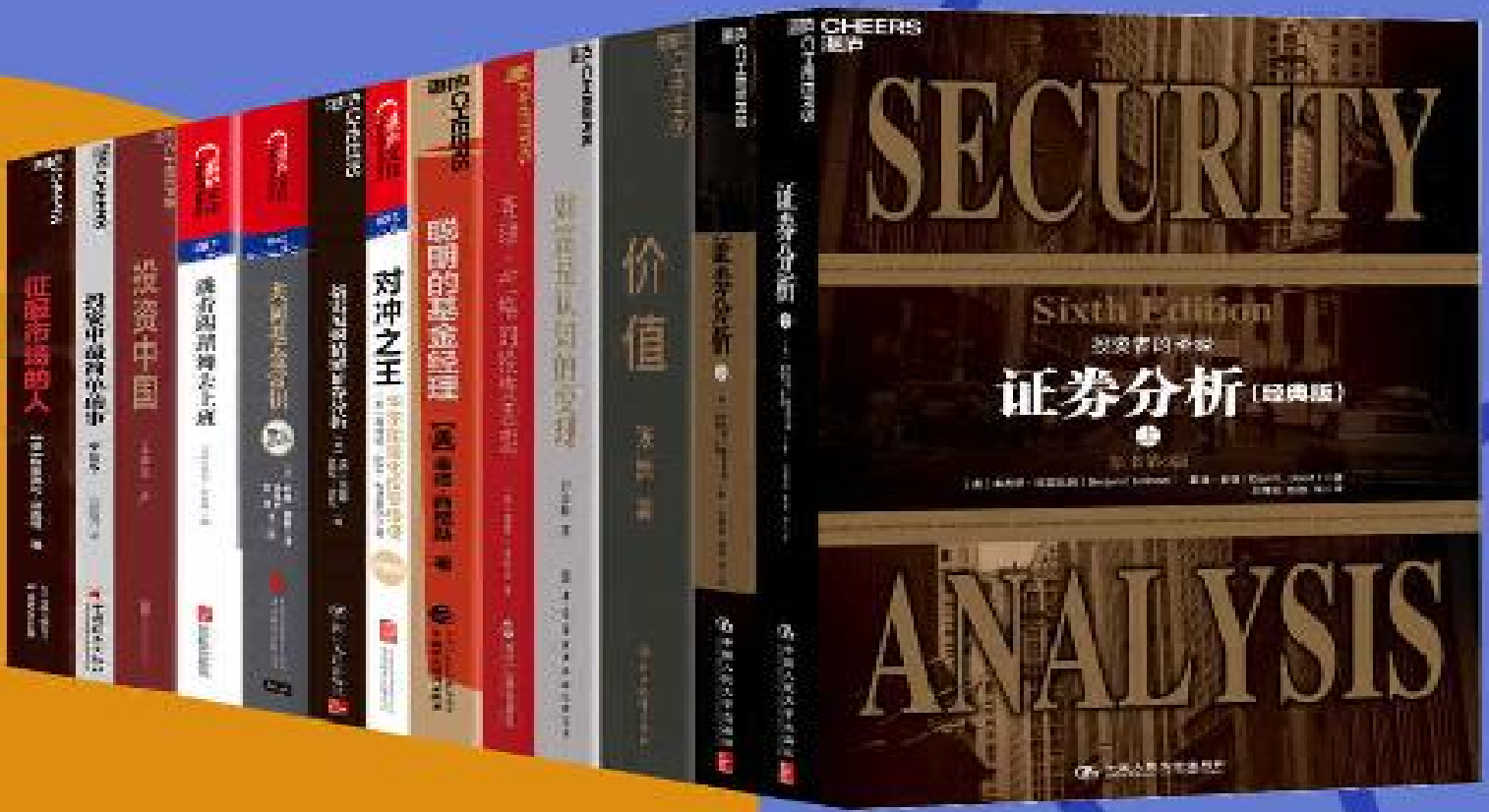
湛庐 CHEERS

金融投资的逻辑思维系列套装

（套装12册）



版权信息

本套装纸版浙江人民出版社于2019年10月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有•侵权必究

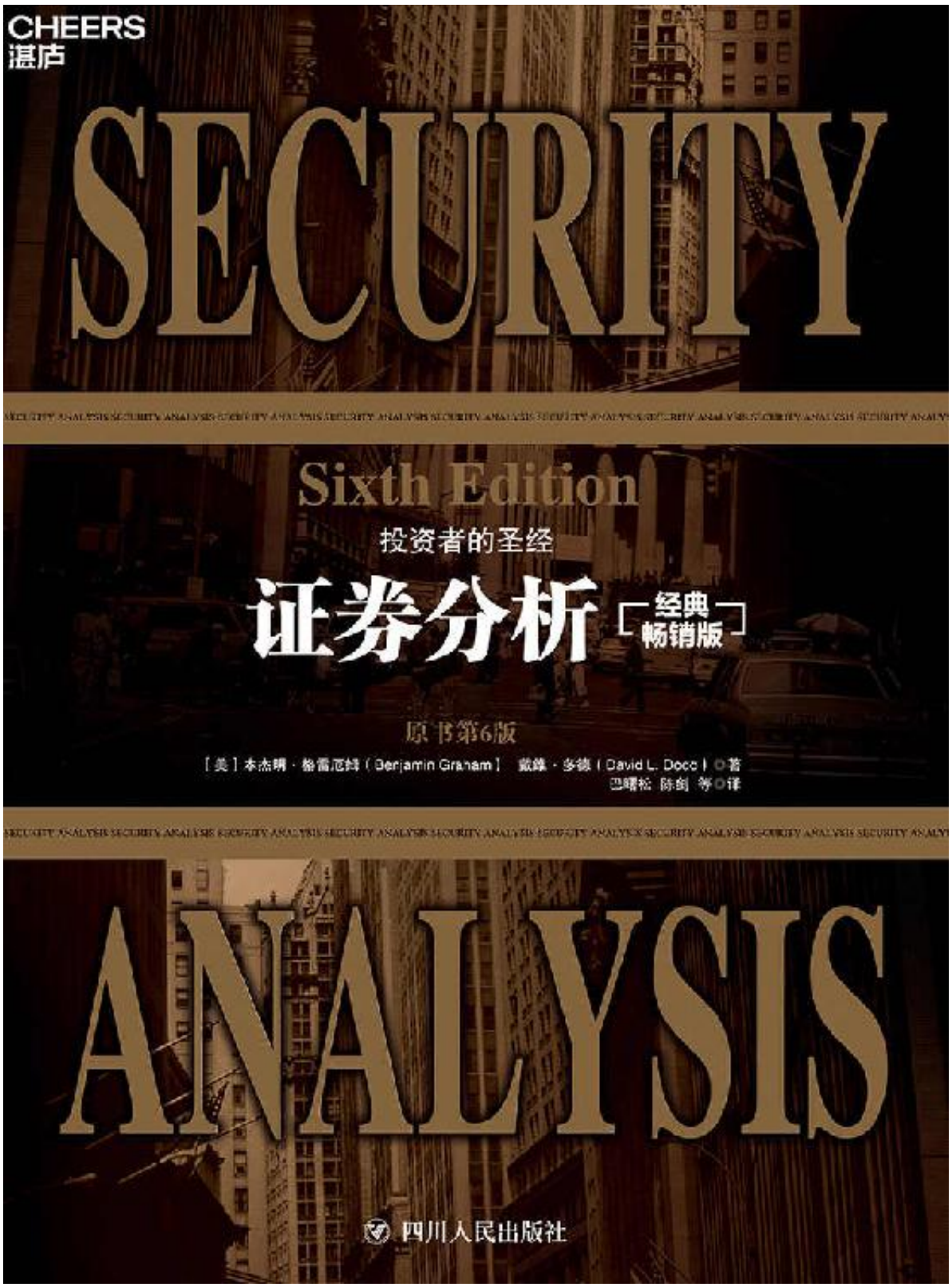
书名：金融投资的逻辑思维系列套装（套装12册）

作者：王国斌;舒泰峰;泰德•西德斯;张磊;詹姆斯• 欧文• 韦瑟罗尔;约翰•博格;卡萝尔•卢米斯;戴维•克拉克; 本杰明•格雷厄姆;戴维•多德;邱国鹭;杰森•茨威格;罗德尼•沙利文;格里高利•祖克曼

电子书定价：1090.99元

总目录

证券分析
价值
财富是认知的变现
查理•芒格的投资思想
聪明的基金经理
对冲之王
格雷厄姆精解证券分析
共同基金常识
跳着踢踏舞去上班
投资中国
投资中最简单的事
征服市场的人


CHEERS
湛庐
SECURITY
Sixth Edition
投资者的圣经
证券分析
经典畅销版
原书第6版
[美] 本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham） 戴维·多德（David L. Dodd） 著
巴曙松 陈剑 等 译
ANALYSIS
四川人民出版社

版权信息

本书纸版由四川人民出版社于2018年8月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有•侵权必究

书名：证券分析

著者：本杰明•格雷厄姆　戴维•多德

电子书定价：152.99元

Benjamin Graham, David L. Dodd

Security Analysis: Six Edition

ISBN 978-0-07-159253-6

Copyright © 2009, 1988, 1962, 1951, 1940, 1934 by McGraw-Hill Education

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。
现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。

贺拉斯《诗艺》

各方赞誉

黄红元　上海证券交易所理事会理事长

在金融市场上，市场的波动、时间的流逝会对投资理念进行无情而公平的检验，吹尽狂沙始到金，经过近八十年市场动荡的检验，《证券分析》成为投资经典著作的代表作之一。巴曙松研究员主持翻译的《证券分析》第6版，由专业人员来翻译专业经典，这对促进当前中国证券市场投资理念的转型和价值投资理念的确立，会发挥积极的作用。

金　旭　国泰基金管理公司总经理

对比研究投资历史上一些伟大投资家的投资理念，尽管他们观察市场的角度、把握市场的方法等会有不同，但是都程度不同地十分强调要有一以贯之的分析框架作为投资决策的依据，同时要不断在市场投资实践中深化和完善这种分析框架。《证券分析》之所以广受投资界推崇，我认为关键在于其具体体现了这种分析框架与实践的互动过程。

李仁杰　陆金所董事长

《证券分析》一直被国内外投资界视为价值投资理念的奠基之作，而从1934年以来，不同版本的《证券分析》都把同时期与价值投资相关的代表性投资实践补充到书稿中，这就使得格雷厄姆作为价值投资理念奠基者的分析框架与追随者在不同市场条件下的投资感悟相得益彰。例如，巴曙松研究员主持翻译的《证券分析》第6版中就新增了巴菲特的亲笔序言，以及十位当今华尔街的知名基金经理人针对每一部分内容撰写的导读等。因此，有着近八十年历史的《证券分析》不仅在当前的国际金融环境下依然有着很强的时代气息，而且对扭转

近年来中国证券市场上一度盛行的投机跟风的风气会发挥积极的推动作用。

沃伦·巴菲特　伯克希尔·哈撒韦公司总裁

57年来，我一直遵循着两位恩师阐述的投资路线图。对我而言，没有任何理由再去寻找其他的投资方法。

大卫·斯文森　耶鲁大学首席投资官

投资经典《证券分析》的第6版没有听信古老的谚语“若是经典，就不能改动”。由塞思·卡拉曼和詹姆斯·格兰特带领的顶级评论员，跨越了20世纪30年代单纯的金融世界与新世纪日趋复杂的投资领域之间的鸿沟。读者将从金融界最优秀的开拓者和敏锐的顶级市场观察家的经验与智慧中获益。最新版的《证券分析》应该出现在每一位认真钻研的金融研究者的书架上。

杰克·迈耶　捐献基金领袖，Convexity资本管理公司管理合伙人兼首席执行官

当代的精英们使昔日的经典焕发青春，就像老虎·伍兹获得的高尔夫美巡赛冠军数超越了本·霍根一样。《证券分析》第6版对你必定大有助益。

杰米·戴蒙　摩根大通主席兼首席执行官

《证券分析》，1940年版加上当代最优秀的金融界人士撰写的导读，对于当下任何一位训练有素的投资者来说，都是一本必不可少的学习工具书和参考书。

布瑞恩·罗杰斯　T.Rowe Price资产管理公司主席

尽管可口可乐公司发现自己难以改善为时间所验证的经典可乐，塞思·卡拉曼、詹姆斯·格兰特和布鲁斯·格林沃尔德等人却证明了一部伟大的著作能够更上一层楼。塞思·卡拉曼的前言值得所有投资者仔细阅读，总的来说，特约编辑们的导读本身也堪称经典。历史经验告诉我们，对人类行为的解读是证券分析的关键部分之一。

丹尼尔·奥克　对冲基金大鳄，Och-Ziff资本管理集团创始人

《证券分析》这一经典之作经由几位当代最伟大和思虑最周全的投资者重新编辑，如今已提升到了一个全新的水平。该书值得好好阅读。

莫里斯·史密斯　富达麦哲伦基金前经理

读者将会发现第6版的《证券分析》较之早期的版本更为完善。两位伟大的价值投资者的不朽忠告继续引发共鸣，这些世界上顶尖的价值投资者贡献的导读使该书更值得阅读。这些投资者按照他们文章中所讲述的那样身体力行，共同让第6版成为《证券分析》最好的版本。我极力将这个版本推荐给所有的投资者。在今天波诡云谲的市场中，每个人都将受益于这些久经考验的正确原理和新近的应用经验。

梅森·霍金斯　Southeastern资产管理公司董事长兼首席执行官

没有哪一本书能像《证券分析》这样为您作出明智的投资策略提供如此好的工具。塞思·卡拉曼和他非凡的团队为21世纪打造了本杰明·格雷厄姆经典之作的新版本。

安迪·帕洛德　哈佛商学院乔治·冈德金融学教授

格雷厄姆和多德所倡导的投资理念在经历了各种市场条件考验和75年的反复审视后，与当下投资的联系越来越密切。卡拉曼和其他知名的价值投资者在评论中清楚地表明，虽然过去这些年资本市场发生

了巨大的变化，投资者的基本特征却没有变化。严格遵守《证券分析》所阐述的重要原理，仍然是投资的一把利刃。

霍华德·马克斯　特许金融分析师，洛杉矶橡树资本管理公司总裁

通过阅读全书，你会发现格雷厄姆和多德是真正的实用主义投资者。他们认为应该在全面分析的前提下理智地承担风险，而不是下意识地一味规避风险。

埃兹拉·梅尔金　加布里埃尔资本管理公司管理合伙人

如果说格雷厄姆和多德的名字是价值投资者的护身符，那么对于那些关注破产公司的人来说，他们的思想就是伟大的圣礼。

布鲁斯·伯考维茨　费尔霍姆资本管理公司创始人

格雷厄姆和多德是最先将细致的财务分析应用于普通股的人之一。他们认为，股票和债券一样，具有基于源源不绝的未来收益的明确价值。

格伦·格林伯格　特许金融分析师，酋长资本管理公司创始人

在1934年的大萧条中，整个美国的失业率高达25%，大部分公司在生死线上挣扎。然而，格雷厄姆和多德整理出的这套投资准则，却指引着许多伟大的投资者经历了之后75年的超级繁荣时期。而且，他们的真知灼见至今依然行之有效。

布鲁斯·格林沃尔德　格雷厄姆和多德投资海尔布伦中心负责人，投资经典《价值投资》作者

格雷厄姆和多德提出的一系列重要原则使证券分析理论持久有效，也是从过去到现在任何精心制订的投资策略的基石。

大卫·艾布拉姆斯　艾布拉姆斯资本管理公司总裁

在我阅读第七部分时，作者的文笔使我愉悦万分，印象深刻。他们清晰、有力地表达了观点，这种能力在金融领域除了他们最为优秀和知名的学生沃伦·巴菲特外，鲜有人能够企及。

托马斯·鲁索　Gardner Russo & Gardner公司合伙人

格雷厄姆、多德以及巴菲特的原则适用于美国市场，也同样适用于国际市场投资。而且，巴菲特的“简单的企业，强大的壁垒”方法为海外投资者提供了额外的保障。

塞思·卡拉曼　Baupost对冲基金总裁，投资经典《安全边际》作者

时至今日，当投资者彷徨在变幻莫测、反复无常，甚至险象环生的金融市场时，《证券分析》仍然是异常宝贵的投资路线图。

詹姆斯·格兰特　《格兰特利率观察家》创始人

格雷厄姆的作品让人觉得，作者必定是个自信十足、受过良好教育的华尔街赚钱高手。他的文章中无须引用专家意见，因为他与他所诠释的作品就是权威。

罗杰·洛温斯坦　美国顶级财经记者，畅销书《巴菲特传》作者

格雷厄姆的投资方法被少数忠实的专业投资者和个人投资者成功应用，也让《证券分析》成为历久弥新的路线图。本书至今仍然是帮助投资者避开那些危险的“结冰道路”的圣经。

推荐序一

改变一生的智慧之书

沃伦·巴菲特

伯克希尔·哈撒韦公司总裁

在我丰富的藏书中，有四本我特别珍视，它们都写于五十多年前。然而假使我今天才第一次读到它们，仍会受益匪浅。文字虽老，智慧不朽。

它们中的两本分别为亚当·斯密的《国富论》第一版（1776）和本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》（1949），而第三本就是读者手中的《证券分析》的原稿。1950—1951年，我在哥伦比亚大学求学的时候，就开始研究《证券分析》，并非常幸运地成为格雷厄姆和多德的学生。可以说，《证券分析》和两位恩师改变了我的一生。

以功利论之，当年所学为我后来的投资和商业生涯奠定了扎实的专业基础。在遇到本杰明和戴维之前，我早已对股票市场充满兴趣。在11岁攒足购买第一只股票所需的115美元之前，我已经读完了奥马哈公立图书馆（Omaha Public Library）中每一本与股票市场相关的书。我发现很多与股票市场相关的书都非常引人入胜，且妙趣横生，但可惜，没有一本是真正有用的。

直到读了本杰明和戴维的著作并聆听了他们的教诲之后，我才意识到我的“取经之旅”结束了。57年来，我一直遵循着两位恩师阐述的投资路线图。对我而言，没有任何理由再去寻找其他的投资方法。

两位恩师不仅教会我投资的方法，而且一直信任并鼓励我，我们结下了毕生的友谊。他们从未想过从年轻的学生身上索取分毫回报，

只是付出与帮助，这是我最佩服两位恩师的地方。如果聪慧与生俱来，慷慨和仁慈则是他们的选择。

愤世嫉俗者也许会对两位恩师的行为大惑不解。本杰明和戴维指导像我这样的年轻人购买廉价股票或参与套利交易，实质上是在培养数以千计的潜在竞争者，与本杰明投资的格雷厄姆－纽曼公司（Graham-Newman Corporation）竞争。值得一提的是，本杰明和戴维还会将真实的投资案例应用到课堂和著作中，这实际上是把学生要做的工作也完成了。恩师的言行和他们的学识给我和我的同窗留下了深刻的印象，我们不仅学会了聪明地投资，更学会了聪明地生活。

保存在我书橱里的《证券分析》是我在哥伦比亚大学求学时使用的1940年的版本，我至少反复研读过四次。不言而喻，这本书是如此与众不同。

接下来我要提到的第四本书更加弥足珍贵。2000年，戴维·多德的独生女儿芭芭拉·多德·安德森（Barbara Dodd Anderson）将她父亲那本1934年出版的《证券分析》送给了我。这本书中有许许多多的笔记，都是戴维为1940年出版的《证券分析》准备的修订意见。对我而言，没有任何礼物比这本书更有意义。

推荐序二

重剑无锋，大巧不工

张磊

高瓴资本创始人兼首席执行官

也许连本杰明·格雷厄姆与戴维·多德本人都无法料到，其写下的《证券分析》能够如此重要。这部诞生于1934年的巨著，被誉为投资者的圣经，书中闪耀的投资思想更被视为价值投资的路线图，我时常翻看，总是常读常新。世事变迁，无数投资人使出浑身招数，在迅速变化的市场中追星逐月，然而大道至简，唯有《证券分析》历久弥新，在价值投资的旅途中，给予人们无与伦比的智慧和启示。

在我看来，《证券分析》最重要的价值在于把投资变成一件可描述、可传授的事情。投资是靠理性与思考，通过严谨的分析、精确的洞察、巧妙的拆解、完整的应对，而不是靠瞬间的直觉、玄妙的悟性，更不是靠乱拳打死老师傅。本杰明·格雷厄姆与戴维·多德开诚布公地讲述他们投资实践中的方法、心得以及所坚持的思考原则，就好比传授的是剑意，而不是招数，正所谓“重剑无锋、大巧不工”。读《证券分析》，绝不只是读当时的年代、当时的资本市场、当时的投资选择，而是不断思考为什么：为什么要区分“投资与投机”，为什么要寻找“安全边际”，为什么要正确划分“新的证券分类”以及“筛选标准”，为什么要关注“新时代理论”以及“产生这种观念变化的原因”。这种思维上的理性及其阐发的行动原则，构成了投资的起点和基础。

格雷厄姆与多德将投资定义为“通过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率”，而价值投资更需要“既能从质的方面，

又能从量的方面找到根据”。今天的投资者们似乎并不满足于寻找“低价资产”，他们开始重新审视证券质量和安全等绝对观念，他们在做投资决策时更加看重企业的未来前景、预期收益和风险的关系，等等。我们应该看到，随着市场环境的变化和商业模式的创新，价值投资的内涵、理论和实践一直在发生着变化，可以说，今天我们对价值投资的理解会更加丰富——价值投资不仅关注已知的企业静态价值，也在不断挖掘潜在的企业动态价值。这种变化一方面来源于金融市场的参与者，无论是个人投资者还是机构投资者，关注企业本身、关注未来收益、关注风险控制的投资理念已经深入人心，投资技术和手段也更加敏捷、高效，金融市场的价值发现功能早已不同往日。另一方面来源于商业场景的复杂，包括产品和服务的创新、新一代消费者的更迭、资本与产业的互动以及市场预期的分散。这些特征都在重塑市场环境，我们似乎遇到了又一个无序的时代。但幸运的是，《证券分析》正是“试图赋予尚处于荒野时代的金融市场以秩序”，今天的回顾无疑会让我们重新站在巨人的肩膀上，在纷繁复杂面前找到新的康庄大道。

自从事投资以来，我始终在想，这个世界唯一不变的就是不断变化。市场在变、风险在变、企业的“护城河”与内在价值也在变，在这种变化中，价值投资的实质仍然是寻找到最有效率并持续创造收益的伟大企业。我们认为“真正的护城河，应该是没有护城河，而是不断地疯狂地创造长期价值，而且这个过程是不断变化的”。因此，拥抱创新与变化是最重要的投资原则。通过研究驱动，我们应该在真正理解行业的前提下，寻找最佳商业模式和最佳创业者的完美契合。但这远远不够，我们要做的不仅仅是发现价值，还有创造价值。我们要拥抱科技创新、拥抱具有伟大格局观的创业者，通过科技赋能、管理赋能、资源赋能、资本赋能等方式，帮助传统企业充分运用科技成果，实现创新发展。

我们仍需看到，尽管价值投资的“招式”在不断丰富、演进和变化，其“内功心法”却始终不变。高礼价值投资研究院名誉理事长、耶鲁大学首席投资官大卫·史文森先生对价值投资实践者应坚守的品质进行了这样的描述：好奇心驱动的求知欲（Intellectual Curiosity）、极致聪慧（Raw Intelligence）、自信心（Self-Confidence）、谦逊（Humility）、敬业（Work Ethics）、判断力（Judgment）和热忱（Passion）。这些独特品质构成了杰出投资者的“内力修为”，也成为我们在中国创办价值投资研究院的不变初衷——发现、培养、传承价值投资精神，在实践中求索笃行。

今天，当投资者可以运用技术手段和复杂算法对企业价值进行推演和预测时，投资再也无法回到本杰明·格雷厄姆用一支铅笔做分析工具的洪荒年代。然而我们仍然需要向80多年前执笔勾勒数字、图表的传奇场景致敬，那种对价值投资的笃信源于谦逊自律、求知探索的独特品质。无论我们今天怎样做投资，独立思考、追求真理的研究态度，以及敢于挑战、不断创新的企业家精神，都将成为我们对价值投资的新理解和新诠释。高瓴资本一直将自己定义成“我们是创业者，恰巧是投资人”，这也是我重读《证券分析》最大的启示。

在中国证券市场转型的过程中重温经典的价值——《证券分析》第6版译本序

巴曙松

香港交易及结算所有限公司首席经济学家，中国银行业协会首席经济学家

关于证券市场的经典著作不胜枚举，我们为什么要从中挑选出《证券分析》第6版这样一本被视为比较晦涩的投资经典来进行翻译呢？很重要的一点是，这是一本经受了时间和市场检验的经典，但更重要的是，我们判断，这本书对于当下的中国证券市场转型来说，应当有其独到的指引作用。

《证券分析》这本经典著作不同版本的译本不在少数，我们之所以选择这本书，也是因为在我们自己的研究、工作过程中，切身体会到这一版的独到价值。格雷厄姆有一句经常被引用的名言：“投资艺术有一个特点不为大众所知，门外汉只需要不大的努力与能力，就可以取得过得去（即使并不很可观）的投资成绩；但是如果要在这个入门级的水平上更进一步，则需要更多的实际锻炼与智慧积累。”历经约80年岁月检验的《证券分析》，已经发展到第6版，其中既体现了市场实际运作经验的积累，也可以说是对格雷厄姆投资智慧的印证和深化。

毫无疑问，当前中国资本市场正处于挑战与机遇并存的转型过程之中，无论是投资者、上市公司、证券公司等市场参与者，还是监管机构等，都在探索下一步市场发展的新趋势。在这个探索的过程中，以美国为代表的资本市场自然成为我们的一个分析和思考的参考。

我们现在常常把美国证券市场视为全球资本市场的领先者，实际上从其两百年的发展历史看，在差不多前一百年里，华尔街往往被冠以“操纵横行、赌博成风”的藏污纳垢之所，当时不少证券交易常常根据各种虚实难辨的消息传言，如同雾里看花，再加上监管不力而滋生的市场操纵等，导致市场乱象丛生，很难期望这样的资本市场能为实体经济的运行提供支撑和保障。直至美国“大萧条”时期过后，市场痛定思痛，才开始逐步走上专业理性的道路，其中，在证券分析方面最有代表性的著作也在这个时期涌现，那就是1934年出版的《证券分析》。**在这本书中，格雷厄姆与多德首次提出了价值投资的理念，强调建立完整严谨的证券投资的分析框架与理论体系，帮助投资者在市场中发现潜在的投资价值，《证券分析》一书也因此被尊为“投资圣经”。**以此为标志，价值投资理念被美国市场的投资者广泛接受，成为美国证券市场逐步走向成熟的重要标志之一。

从这个意义上说，我们现在重温《证券分析》这样一部历久弥新的经典著作，并不仅仅是为了证券分析史的探究，而更多的是立足于当下的中国证券市场的转型。**我的理解是，价值投资成为主导性的投资理念，应当是当前市场转型的重要组成部分之一。**

如果把经济发展史与证券分析的演变历史对照来看，可以发现，《证券分析》这部经典著作和经济危机颇有渊源。1929年到1934年是《证券分析》的孕育期，在这个时期，美国的“大萧条”给华尔街带来重创，却也让格雷厄姆的证券分析理论经受了危机的洗礼。格雷厄姆既在美国哥伦比亚大学商学院任过教授，又在华尔街创造过辉煌的投资业绩；既经历过让投资者得意忘形的大牛市，又经历过让投资者沮丧绝望的大萧条。泡沫膨胀时不得意忘形、危机肆虐时不放弃希望，市场锤炼了格雷厄姆，也更坚定了他对价值投资的信心。正如本书献词页上所引用的贺拉斯的诗句：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。”

纵观西方证券投资思想的变迁史，从不同的理论假定、分析视角和逻辑框架出发，市场在不同阶段分别形成了不同的理论与思想，与价值投资理论并行活跃的有技术分析理论和现代金融理论。

从演变脉络来看，技术分析理论从道氏理论发展而来，旨在从证券价格本身的历史走势中探寻规律，最早采用的是直觉经验化的投资策略，而后发展到图形化的投资模式，再到指标与模型化的投资决策方式。《证券分析》中对技术分析有不少评价：“技术分析是一门艺术，需要特别的才能方可成功。”书中将证券分析（书中代指价值投资理论）和技术分析类比为律师和音乐家两种职业，有才能的律师能过上不错的生活，而才华横溢的音乐家在探寻成功的音乐生涯道路上，会遇到许多令人痛彻心扉的障碍。由此可见，**遵循价值投资理论的证券分析师能从工作中获得满意的成果，而技术分析的持续成功却需要非同寻常的素质或运气。**

大萧条之后，格雷厄姆初步提出了价值投资理论的基本框架，其内涵和外延被价值投资的追随者不断扩充，成为证券投资实践领域最有影响力的理论框架之一。价值投资倡导的基本理念是：

（1）“价值远超过价格所带来的安全边际”，这也是《证券分析》这本书的核心理念之一。价值投资者所追寻的安全边际必须有足够的缓冲带，不是试图以20元的价格购买价值21元的证券。巴菲特曾将“安全边际”做过一个有趣的比方：“架设桥梁时，载重量为3万磅，但你只驾驶1万磅的卡车穿梭其间。”

（2）投资的理念。格雷厄姆认为“投资是一种通过认真分析研究、有望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机”。格雷厄姆引导市场逐渐理解到，投资股票不是击鼓传花的游戏，也不是投资者之间的零和博弈，“投资者不是从同伴手中赚钱，而是通过企业的经营赚钱”。价值投资者在拥有足够的安全边际时买入，当然这可能并不是价格的底部。

（3）寻求确定性的投资。在美国大萧条的背景下，很多优质资产的价格处于明显的低位，格雷厄姆也更多地采用定量分析的方法来分析有形资产的价值。巴菲特对定性分析和定量分析做过精彩的阐述：“那些能够做出正确的定性分析的投资者有可能赚到真正的大钱，但是根据显而易见的定量分析更有可能赚到有把握的钱。”后来价值投资者将格雷厄姆的分析框架逐步应用到无形资产等领域，寻找企业的护城河等。

（4）风险与收益的关系。格雷厄姆曾告诫投资者：“作为一个成功的投资者应遵循两个投资原则：一是不要亏损，二是永远不要忘记第一条原则。”价值投资者寻求的是企业价值回归的过程，因此从长期看，是一项低风险、高收益的投资。

进入20世纪50年代，马柯维茨的资产组合理论开创了现代金融理论的先河，随后现代金融理论迅速发展，MM定理、资本资产定价模型（CAPM）、套利定价理论（APT）、布莱克－斯科尔斯模型（Black-Scholes Model）、有效市场假说等都对金融市场的变革产生着深远的影响，尤其推动了衍生品市场的快速发展，现代金融理论中对收益与风险的衡量、均衡分析、资产配置、套利等的研究也闪烁着智慧的光辉。但这些理论上“优美”的模型在实践时往往暴露出程度不同的缺陷，受到较多批评的是“理性人”“市场无摩擦”等假设并不符合现实的金融市场。以有效市场假说为例，其主要的推论是任何战胜市场的企图都是徒劳的。该假说认为巴菲特等投资者持续战胜市场纯粹是运气使然，但如果我们进行分类研究，就会发现价值投资者这一群体持续战胜市场的概率会明显高一些。这并不是个体现象，而是群体现象，因此不是运气原因使然，而是价值投资者这一群体确有符合市场实际运行规律之处。20世纪80年代以后，行为金融理论推动了现代金融理论的又一次突破，其放松了传统理论中关于“理性人”的假设，强调参与人的认知缺陷，将人们的心理与行为引入模型分析，更好地

贴近了市场现实，但是总体上看，行为金融理论目前依然处于起步阶段。

综合对比上述不同的主流投资理论，我们便可发现，价值投资是经历了多次市场危机检验的、理论和实践经验结合得相对较好的分析框架之一。价值投资的理念历经八十年全球金融市场的风风雨雨、起起伏伏，在今天仍然闪烁着智慧的光辉，其历久弥新的根本原因就在于价值投资并不是一套刻板的操作守则，而是完整的投资原则与思想体系，这些原则与思想同证券市场的意义与运行规律有着良好的契合，因此能够“经受得了不可预知的未来的检验”。价值投资就像一套开源的系统，供投资者自由开发；而操作守则不同，如果一套很好的交易策略被市场所熟知，那它将立刻变得无效，这也是技术分析的缺陷之一。

我曾经与几位在国际市场从事交易多年的投资者分析比较上述不同投资理念，尽管在对不同分析方法的评价上有分歧，但是有一点共同的看法是，**价值投资是可以训练、积累、学习的，但是技术分析和行为金融等应用到投资上，更多的是一种艺术。**

时至今日，证券市场的发展日新月异，市场环境已与格雷厄姆时代迥然不同，然而《证券分析》所传达的投资理念，不仅没有被扔入历史的废纸堆，还在更广阔的领域有着越来越多的支持者与践行者。巴菲特就是价值投资忠实的追随者之一，他曾经这样分析过自己投资理论的成分：“我是15%的费雪加85%的格雷厄姆。”尤其在身处经济衰退、市场低潮时，价值投资者更有能力在市场寒冬中岿然不动，并最终获得成功。市场检验的结果显示，《证券分析》这部经典著作有着旺盛的生命力。巴菲特自己也强调：“对于刚刚开始起步学习投资的投资者来说，模仿那些已经被市场证明是行之有效的投资方法是事半功倍的做法，但是令人吃惊的是，这样做的人实在是少之又少。”

历史不会重演，然而总是押着韵脚。当前中国证券市场的转型，同样需要确立价值投资的理念。我决定组织力量翻译《证券分析》第6版的初衷，也正在于此。在更为关注金融更好服务实体经济主线的金融发展背景下，以企业基本面为对象的证券分析方法与原则，对增强社会资源配置效率无疑具有重要的促进作用。

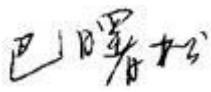
市场反复证明，《证券分析》是价值投资的经典之作。1934年以来，每一版《证券分析》都努力将当时的投资实践所得的宝贵经验补充进书稿中，细细地品读可以身临其境般地感受历代价值投资者的投资心得与感悟。第6版的最新内容不仅囊括了巴菲特的亲笔序言，还包括10位当今华尔街有一定市场影响力的基金经理人针对每一部分内容分别撰写的导读，另外也新增了美国资深投资银行家托马斯·鲁索最新撰写的“环球价值投资”部分，给这部接近80岁高龄的著作增添了时代气息。

本书的翻译由我主持和组织，我与陈剑博士共同进行翻译的协调和统稿校订工作，巴曙松、陈剑、罗泳涛、沈长征、李科、任志强、李琦、陈昊、殷铭、孙健翔、郑子龙、夏荧营、姜建军、吴凡等参与了初译，初译之后又经过四轮的交叉校订与统校。湛庐文化的编辑为促成此书的出版也做了大量工作，在此表示诚挚的感谢。同时，我们也十分感谢黄红元先生、金旭女士、李仁杰先生对该书给予的积极推荐。

整个翻译工作历时一年之久，我们尽可能以从容的心态，力求为读者献上一份经得起市场检验的译作，特别是在当前中国证券市场的转型过程中，期望这本书的翻译，可以起到它在美国证券市场发展历程中那样的独领风气的积极作用。当然，即使再细致的工作也难免出现这样那样的疏漏与不足，还望广大读者不吝批评指正，以便不断改进完善，就如同这本经典著作的不断完善一样。

最后，我乐意以格雷厄姆的名言与各位读者共勉：“很显然，价值投资需要坚定的信念，以不同于常人的方式思考做事，而且需要耐心等待遥遥无期的机遇。”

是为序。



2013年4月

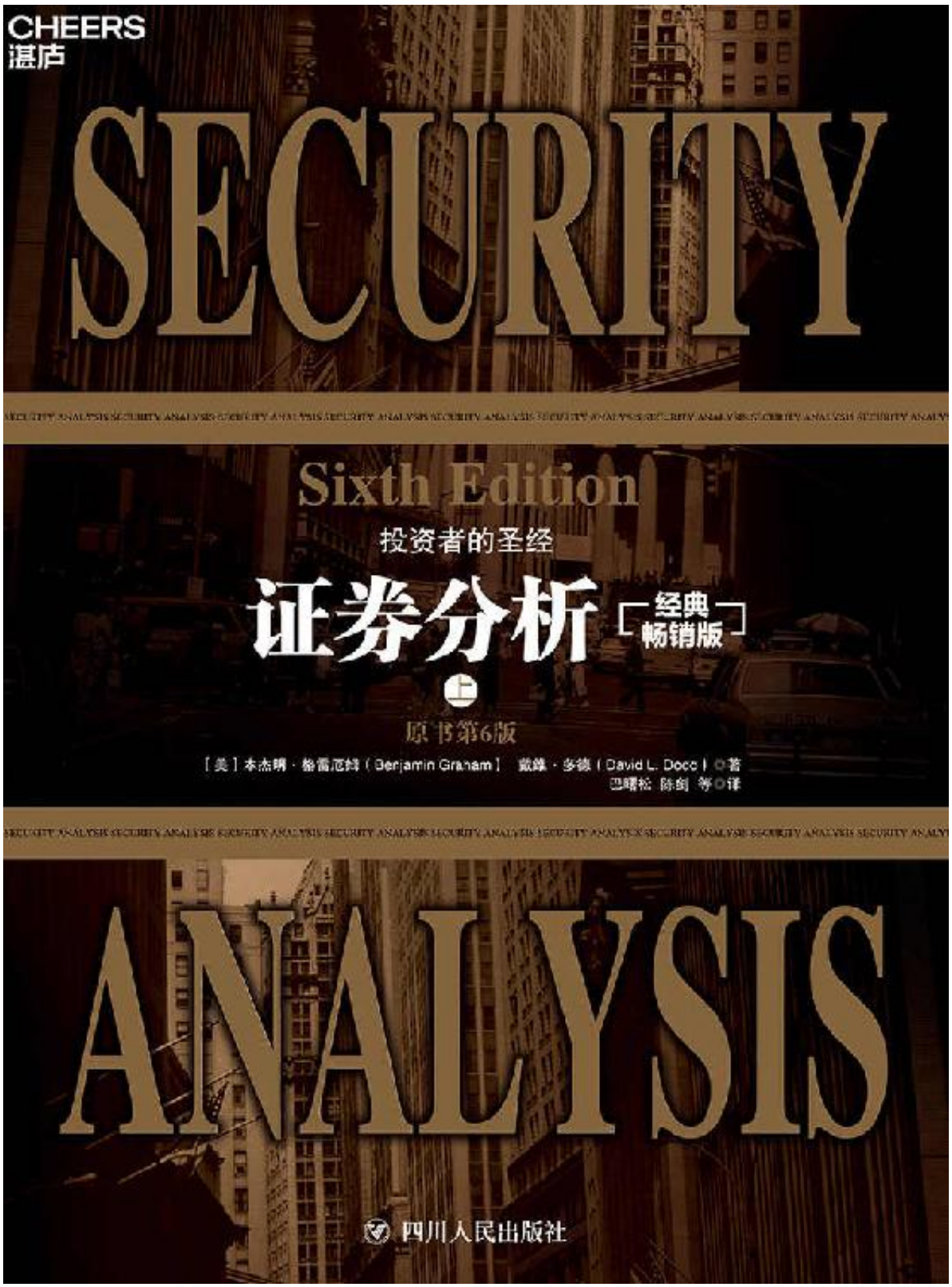
扫码获取“湛庐阅读”App，
搜索“证券分析”，
了解华尔街精英眼中的格雷厄姆。

目 录

各方赞誉
推荐序一　改变一生的智慧之书
推荐序二　重剑无锋，大巧不工
译者序　在中国证券市场转型的过程中重温经典的价值——《证券分析》第6版译本序
证券分析（上）
　第6版前言　格雷厄姆和多德的永恒智慧
　第2版前言　对金融行业新发展的探讨
　第1版前言　不可以蠡测海
　第6版引言　格雷厄姆与《证券分析》
　第2版引言　投资策略的难题
　第一部分　证券分析综览及方法
　　导读一　必不可少的教诲
　　导读二　为什么价值投资适合中国
　　01　证券分析的范围与局限以及内在价值的概念
　　02　分析问题的基本要素以及定量和定性因素
　　03　信息来源
　　04　区分投资与投机
　　05　证券的分类
　第二部分　固定价值投资
　　导读三　解开债券之谜
　　导读四　从危机出发
　　06　固定价值投资选择的第一原则
　　07　固定价值投资选择的第二和第三原则
　　08　债券投资的具体标准
　　09　债券投资的具体标准（续）
　　10　债券投资的具体标准（再续）

11　债券投资的具体标准（完）
12　铁路与公用事业债券分析中的特殊因素
13　债券分析中的其他特殊因素
14　优先股理论
15　优先股投资的选择技巧
16　收益债券和担保证券
17　担保证券（续）
18　保护性条款与优先证券持有人的补偿
19　保护性条款（续）
20　优先股的保护性条款与维持充足的次级资本
21　对所持证券的监管
第三部分　具有投机特征的优先证券
导读五　“冲动与理智”
22　特权证券
23　附带特权优先证券的技术特征
24　可转换证券的技术特征
25　附带认股权证的优先证券、参与型证券、转换与对冲
26　存在安全性问题的优先证券
第四部分　普通股投资理论与股息因素
导读六　跟随现金流
导读七　高安全性和高收益率的股票投资
27　普通股投资理论
28　普通股投资的新准则
29　普通股分析的股息因素
30　股票股息
证券分析（下）
第五部分　损益表分析与影响普通股估值的收益因素
导读八　追求理性投资
31　损益表分析
32　损益表中的非经常性损失和其他特殊项目

33　损益表中的误导手段与子公司的盈利
34　盈利能力与折旧及其他类似费用之间的关系
35　公用事业类公司的折旧政策
36　从投资者的角度来看折旧与摊销费用
37　过往收益的作用
38　质疑或否定过往收益
39　普通股市盈率与基于资本总额变化的调整
40　资本结构
41　低价普通股与收益来源分析
第六部分　资产负债表分析与资产价值的内涵
导读九　解析资产负债表
42　资产负债表分析与账面价值的重要性
43　流动资产价值的重要性
44　清算价值的意义以及股东与管理层之间的关系
45　资产负债表分析（完）
第七部分　证券分析的其他方面：价格与价值间的差异
导读十　股票市场大幻象和价值投资的未来
46　认股权证
47　融资成本与管理成本
48　公司金字塔结构的相关内容
49　同领域公司的比较分析
50　价格与价值的背离
51　价格与价值的背离（续）
52　市场分析与证券分析
第八部分　环球价值投资
导读十一　将格雷厄姆与多德的理论应用于世界范围内的投资
附录
第6版跋
致谢


CHEERS
湛庐
SECURITY
Sixth Edition
投资者的圣经
证券分析
经典畅销版
上
原书第6版
[美] 本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham） 戴维·多德（David L. Dodd） 著
巴曙松 陈剑 等 译
ANALYSIS
四川人民出版社

第6版前言

格雷厄姆和多德的永恒智慧

塞思·卡拉曼

Baupost对冲基金总裁，投资经典《安全边际》作者

在本杰明·格雷厄姆和戴维·多德完成《证券分析》75年后，越来越多的现代价值投资者发自内心地感激他们。格雷厄姆和多德是两位孜孜不倦、高瞻远瞩的思想家，生逢金融无序年代的他们倾尽心血，试图为混乱不堪的金融市场理清头绪，他们燃起的希望之火从此点亮了价值投资者前进的道路。时至今日，当投资者彷徨在变幻莫测、反复无常，甚至险象环生的金融市场时，《证券分析》仍然是异常宝贵的投资路线图。《证券分析》被誉为“投资者的圣经”，其论述鞭辟入里，全面细致，智慧之语犹如陈年佳酿，愈久弥香。尽管书中很多案例年代久远，但道出的真理却成永恒。尽管行文略显枯燥，但读者仍然能从中发现有价值的思想。1934年以来，金融市场已经发生了当时难以想象的变化，但格雷厄姆和多德的投资方法依然管用。

无论是在格雷厄姆和多德的年代，还是在今天，价值投资都是以低于证券或者资产价值的价格买入，就是众所周知的“用50美分买到价值1美元的东西”。投资廉价证券能提供安全边际（margin of safety），为应对失误、随机因素、运气不佳，或者经济与股票市场变化留有余地。很多人误以为价值投资是发现廉价证券的机械式工具，但实质上，价值投资是一种全面客观的投资哲学，强调深入分析基本面的必要性，追求长期投资价值，控制风险，抵御从众心理。

太多的人涉足股市是为了赚快钱。他们更像是在投机而不是投资，因为他们总幻想着股票价格会偏离价值快速上涨。投机者通常将

股票当作能够迅速来回交易的纸片，愚蠢地将股票价格与企业实际的经营情况和价值标准分离。投机者很少，甚至从不关注下行风险，尤其是在上涨的市场环境中。在行情好的时候，很少有人能遵守纪律，坚持严格的估值标准和风险规避策略，尤其是当大部分抛弃这些准则的人快速致富的时候。毕竟，牛市的功劳很容易被误认为是天才的成就。

近年来，人们试图将投资的定义扩展为“投资所有正在或者将要升值的资产”，如艺术品、稀有邮票和美酒收藏。这些标的没有确定的内在价值，现在或未来都不能产生现金流，其价值完全取决于买家的爱好，所以这种做法肯定是投机而非投资。

与一心想快速获利的投机者不同，价值投资者通过尽力避免损失来表达他们对风险的厌恶。一个典型的风险规避型投资者会把任何预期损失看得比等量的预期收益更重。对一个只积累了一点点资本的人来说，获得更多回报所带来的额外好处远抵不上资本亏损带来的痛苦(1)。假如要用抛硬币的方式决定你的资产净值增加一倍还是清零，你会如何选择？几乎所有人都会为了规避风险而有礼貌地拒绝这样的赌博。风险规避本是人类根深蒂固的本性，但可悲的是，一旦市场投机风气日盛，总会有很多人不知不觉地将风险规避抛诸脑后。

价值投资者认为，证券并非投机工具，而是代表了对标的公司的部分所有权或者债权，这一定位是价值投资的核心所在。当有一小部分业务折价出售时，不妨从假设整个业务全部出售的视角来评估，这样能更好地做出价值判断。这样的分析立场有助于价值投资者专注于追求长期回报，而不受短期交易获利因素的影响。

在格雷厄姆和多德的投资哲学中，最根本的原则是：“金融市场才是机会的终极创造者。”市场为证券定的价格，有时非常合理，有时则不然。事实上，市场在短期内会显得非常缺乏效率，甚至出现价格与内在价值明显背离的现象。无法预料的变化、日益增加的不确定

性、资本流动都会加剧市场短期波动，使得价格过度偏离价值[(2)]。用格雷厄姆和多德的话说：“证券价格通常是一个基本要素。一只股票在某个价格水平上可能具备投资价值，而在另一个价位则不值得投资。”格雷厄姆坦言，那些将市场视为一杆秤的人认为市场是一部能准确和有效评估价值的机器，这部分人极易被情绪左右；而那些将市场视为投票机的人则深知这只是一场由情绪驱动的人气竞赛，反而能够镇定自若地把握有利时机，在极端的市场情绪中获利。

尽管任何人似乎都能成为价值投资者，但价值投资者最基本的特征，如“耐心、自律和风险规避”却多是与生俱来的。第一次学习价值投资的方法时，你可能会与价值投资产生共鸣，也可能不会。你也许能够严于律己和保持耐性，也许不能。巴菲特曾经在他的文章《格雷厄姆－多德都市的超级投资者们》（*The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*）中指出：“面对用40美分购买1美元国债这样的机会，有人会马上接受，而有人却无动于衷，这让我大感意外。与注射疫苗类似，如果他一开始不接受，往后无论你怎样劝说，并试图用过往的记录说服他，也无济于事[(3)]。”如果《证券分析》让你心有戚戚焉，你又能够抵御投机心理，保持足够的冷静，或许你就具备了价值投资的潜质。如果不是这样，这本书至少有助于让你理解你在投资领域的位置，让你对价值投资者如何思考投资问题有所认识。

历久弥新

首次出版于1934年，修订再版于1940年的《证券分析》，最卓越的成就是其经久不衰的永恒智慧。一代又一代的价值投资者听从了格雷厄姆和多德的教诲，并将所学成功地运用到各种市场环境、国家和资产类别中。相信两位大师如果知道了也会备感欣慰，毕竟他们也希望能够制定一些“能经受不可预知未来的检验”的原则（见第25页）。

1992年，以价值投资闻名于世的公司——特维迪－布朗有限责任公司（Tweedy, Browne Company LLC）出版了一本包含44篇研究报告的合集，名为《有效的投资之道》（*What Has Worked in Investing*）。研究发现，真正的投资非常简单：廉价股票（由市净率、市盈率或股息率来衡量）的表现往往优于昂贵的股票，股价不佳的股票在3~5年内会超越近期表现较好的股票。换句话说，价值投资才是有效的。据我所知，没有哪一位长期投资者会因坚持价值投资理念而后悔，而且信奉价值投资基本理念的投资者，也很少会转而信奉其他的投资方法。

今天，当你阅读格雷厄姆和多德在20世纪30年代亲身经历金融市场起落的故事时，也许会觉得他们描写的是离奇、陌生而又久远的经济大萧条时期的情景，那时的人们极度厌恶风险，那时的商业规则模糊而又老旧。然而，这样的研究远比表面上看起来要更有价值，毕竟每一天都有可能出现离奇而又陌生的市场环境。大多数情况下，投资者倾向于假设明天的市场看起来与今天并无二致。但每隔一段时间(4)，传统智慧会被颠覆，循环的推理会被打破，价格会回归正常水平，投机行为会“败走麦城”。彼时彼刻，今天并不如昨天那样演绎，大多数投资者将感到无能为力。就像格雷厄姆和多德说的：“我们一直努力告诫学生，切记不可以只看表面和眼前现象，这些都是金融世界的梦幻泡影与无底深渊。”只有在金融市场动荡不安的时候，价值投资理念的优势才能凸显出来。

1934年，格雷厄姆和多德亲历了市场盛极而衰的5年巨变——1929年冲到顶峰，1929年10月崩盘，大萧条随之到来。他们为投资者制定的投资策略，使得投资者在任何环境下都能从成百上千的普通股、优先股和债券中找到最有价值的投资标的。值得一提的是，他们的方法与现代的价值投资者使用的完全一样。20世纪二三十年代他们成功应用于美国股票和债券市场的投资理念，同样适用于21世纪早期的全球

资本市场、房地产市场和私募股权投资等流动性较差的行业，甚至适用于在《证券分析》面世时尚未出现的衍生工具投资。

尽管经典的“净营运资本”（net working capital）这类测试对于投资分析而言是非常必要的准则，但价值投资并非一项按部就班的工作[(5)]，怀疑与批判是很有必要的。

- 第一，并非所有影响价值的因素都能反映在一家公司的财务报表中——存货可能一文不值，应收账款也许没法收回，负债有时并未记录，资产价值可能被低估或高估。
- 第二，估值是一门艺术，而不是一门科学。企业的价值受很多变量影响，因此只能在特定的范围内做出判断。
- 第三，所有的投资结果都或多或少地取决于未来，而未来充满不确定性，因此，即使有些投资分析非常认真细致，仍然未必能获利。

有时某只股票异常便宜是有原因的，比如失败的商业模式、隐性负债、官司缠身、不称职与不道德的管理层等。投资者应该时刻保持谦虚谨慎，意识到自己永远不可能知道关于公司的一切，坚持不懈地搜寻额外的信息。归根结底，**最成功的价值投资者必定具有强烈的企业调研与估值意识、充足的耐心、严格的自律精神、完善的敏感度分析能力、实事求是的思考态度，以及长期积累的投资经验。**

有趣的是，格雷厄姆和多德的价值投资理念不仅适用于金融市场。迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）2003年出版的畅销书《魔球》（*Moneyball*）指出，价值投资理念也适用于棒球运动员市场。造成棒球运动员市场和股票以及债券市场低效的原因有很多是相同的。无论是投资还是选择棒球运动员，没有一成不变的方法能够弄清楚其真实的价值，也没有一个很好的指标能够衡量其全部的价值。两个领域都

包含了海量信息，但人们在如何评估它们方面并没有达成广泛的共识。决策者都可能因为误解了有用信息而误入歧途，进而得到不准确的结论。棒球运动员市场与证券市场类似，很多球队为运动员支付了过高的报酬，原因在于害怕成为“出头鸟”。他们经常出于感性认识而非理性判断来做决策。他们口若悬河却又惶恐不安，有时甚至变得目光短浅，急功近利。他们不懂什么是均值回归，什么不是均值回归。棒球运动员市场的价值投资者，就像金融市场的价值投资者，假以时日必将获得令人艳羡的业绩表现。尽管格雷厄姆和多德没有将价值投资的理念运用到棒球运动员市场，但他们对于市场的真知灼见在体育人才市场的成功应用，印证了价值投资方法的普遍适用与永恒魅力。

今天的价值投资

大萧条期间，股票市场和国家经济危机四伏。股票价格和经济活动突然下行并有可能会长期处在崩溃边缘。乐观主义者接连遭到市场的无情打击。从某种意义上来看，没有亏损便是赢家。投资者可以购入在内在价值基础上有较大折扣的股票获得安全边际，而他们确实需要安全边际，因为世事变化无常。

即使面对最差的市场环境，格雷厄姆和多德仍然坚守着自己的投资理念，认为经济和股票市场时常要忍受痛苦的周期调整带来的煎熬。在那些黑暗的日子里，他们始终坚信，经济和股票市场最终一定会回升：“在写下这些文字的时候，我们仍然在和市场普遍预期的‘金融崩盘远没有走到尽头’抗争。”（见第25页）

诚然，投资者不仅要面对经济周期下行导致企业经营恶化以及股票价格一降再降的事实，还必须忍受经济周期上行时廉价股票稀缺以及投资资本泛滥的事实。以历史水平衡量，金融市场近年来的表现非常抢眼，吸引了大量急需管理的新鲜资本。今天，全球范围内以万亿

计算的美元资本中，有相当一部分是运用价值投资方法进行管理的，其中包括很多以价值为基础的资产管理公司和共同基金。例如，截至目前，约9 000家对冲基金的大部分，以及一些最大、最成功的大学捐赠基金和家庭投资机构均运用价值投资方法管理资本。

必须强调：并非所有的价值投资者都如出一辙。在前面提到的《格雷厄姆－多德都市的超级投资者们》一文中，巴菲特描述了无数成功的价值投资者，他们的投资组合很少有重合的。有的价值投资者持有不知名的“粉单股票”（pinksheet shares），有的专注于大盘蓝筹股（large-cap universe）；有的做全球投资，有的则集中做房地产或能源类的单一市场投资；有的在电脑上通过统计学方法发现价格低廉的公司，有的则通过评估“私有市场价值”，即行业内的买家收购该公司愿意支付的价值来寻找投资对象；有的激进主义者会推动企业变革，有的则寻找有资产分拆、资产出售、重大的股票回购计划或新的管理团队等催化剂的低估值证券，希望能够部分或者全部实现其内在价值。当然，和其他行业一样，有些价值投资者天生就比其他人更出众。

总的来说，价值投资者已不再是几十年前那样的小团体了。竞争能够有力地纠正市场运行的无效率和错误的定价。时至今日，资本充裕且投资技巧娴熟的投资者数量众多，那价值投资者的前景到底如何呢？结果肯定比你预期的要乐观很多，原因如下：

第一，虽然价值投资者的群体不断扩大，但市场中缺乏，甚至没有价值取向的投资者仍然为数众多。大多数投资者，包括成长型投资者、趋势型投资者或指数型投资者，都很少关注价值标准。相反，他们几乎都一门心思地关注公司的盈利增长，股票价格的趋势或是市场指数。

第二，几乎所有的基金经理，包括一些运气不佳的价值投资导向型基金经理，都迫于有形或无形的投资业绩压力而从事荒谬的短期投

资，周期短至一个季度、一个月，甚至更短。价值投资策略对于缺乏耐心的投资者来说是毫无用处的，因为只有坚持足够的时间才能利用这种策略获得收益。

第三，江山易改，本性难移。资本市场的疯狂总是会周期性地大规模上演：20世纪80年代末期的日本股市，1999—2000年的互联网和科技股泡沫，肇始于2006—2007年的次级按揭贷款危机，以及当下的另类投资。兵无常法，投资者往往很难采取逆向（如在多数人买进时抛售）的方法进行投资。即便是再精明的投资者，在市场无情地宣布他们犯错时，也会变得畏首畏尾。市场让人屈服的压力总是十分巨大，因此有很多投资经理担心一旦不随波逐流将会造成业绩损失。有一些投资经理放弃追求价值投资是因为身不由己（或迫于客户的压力），他们被禁止购买低价股票、小盘股、无分红派息或者亏损的公司的股票，以及投资评级较低的债务工具(6)。还有许多人通过运用管理技巧，比如在季末时粉饰投资组合，或在卖出亏损股票（尽管这些股票的价值被低估）的同时买入更多的绩优股（即使它们的价值被明显被高估）。诚然，对于那些真正具有长远眼光的价值投资者来说，这是一件求之不得的好事，因为那么多潜在竞争对手因各种约束而自缚手脚，不能或不愿参与有效竞争，选择了中途退出。

日趋激烈的竞争并不能阻碍当代价值投资者，其中一个重要原因在于如今的投资环境日趋广阔和多样化。格雷厄姆当年所面对的公开交易的美国股票和债券相对有限。今天，仅在美国就有数以万计的上市交易股票，世界范围内则不可尽数，还有数以千计的公司债券和资产支持型债务证券。以前的非流动性资产，如银行贷款，现在都能够正常交易了。而且投资者还可以从数不胜数的衍生工具中选择合适的投资标的，包括能满足任何需要的个性化合约。

然而，股票市场已持续繁荣了25年，很难说有哪些股票价值被低估。高估值和激烈的市场竞争加剧了价值投资者对投资回报下降的担

忧。同时，有些具备投资价值的公司的规模越来越大，而规模是投资业绩表现的敌人，因为官僚主义会降低投资决策的效率，而且较小的获利机会很难再触动投资者敏感的神经了。

另外，越来越多的买方和卖方分析师依赖成熟信息科技的支撑，很少会再有极其低估的证券成为漏网之鱼(7)。今天的价值投资者不太可能仅通过价值曲线的引导或翻阅股票的财务报表发现投资机会。尽管廉价证券有可能隐藏在众目睽睽之下，但今天的证券若是被错误定价，最可能的原因不是被无意地忽视了就是被有意地避开了。所以，价值投资者不得不仔细考虑分析的视角和重点。21世纪初，投资者对于很多韩国公司的资本分配过程感到非常失望，很少有人认为这些公司可能是有价值的投资。结果，很多韩国公司的股价大幅打折，估值远低于国际估值，仅为现金流的2～3倍，低于公司本身内在商业价值的一半；甚至有一些公司的估值低于资产负债表中的现金（扣除负债）。折价发行的浦项制铁公司（Posco）和SK电信（SK Telecom）等，最终吸引了大量的价值投资者。据报道，沃伦·巴菲特也因持有相当数量的韩国股票而获利颇丰。

今天的价值投资者也能从备受华尔街诟病的公司股票和债券中发现投资机会，这些公司因为与官司、丑闻、会计舞弊，或财务困境联系在了一起，所以它们的证券往往以很低的折扣交易。对于那些面对诸多负面消息仍然立场坚定的人而言，这些证券是很好的投资机会。例如，世界上最富争议的安然公司，在2001年暴露出会计舞弊丑闻后走向破产，公司每一美元债务合约的交易价格最低跌至10美分，最终这些债务的回收价值不出意外地达到该最低市场的6倍。类似地，近年来涉及烟草或石棉业务的公司周期性地面临严重的抛售压力，主要是因为诉讼的不确定性和由此引发的公司财务困境。总而言之，那些“业绩低于预期、出现会计问题、评级下调”的公司，反而更有可能比一贯表现强劲的公司带来更多的投资机会。

当折价的投资标的稀缺的时候，价值投资者必须保持耐心，对价值投资标准妥协意味着投资者将滑入灾难的深渊。新的机会一定会出现，即使我们不知道在何时何地。在没有引人注目的投资机会时，投资组合中至少保持一部分的现金等价物（如美国国债）以等待投资机会到来是最明智的选择。最近，沃伦·巴菲特就发表声明，称他持有的可用于投资的现金比其投资所用的现金要多。就像所有的价值投资者经常要做的一样，巴菲特也在耐心等待。

价值投资者都是自下而上的分析师，擅长通过某一个时点的基本面来评估证券价值。他们并不需要整个市场的证券价格都很便宜，只要有20~25只不相关的证券，就足以分散市场风险。纵使在价格非常昂贵的市场，价值投资者也必须认真分析证券和评估业务发展，获得有价值的信息和经验以备将来不时之需。因此，**价值投资者不应试图择时或预测短期市场的涨跌，而应该依赖自下而上的方法，筛选整个金融市场，寻找廉价证券，然后买入，不必在乎最近的市场走势和经济情况如何。**投资者只有在找不到合适的标的时才会持有现金。

灵活变通的价值投资方法

美国的开国元勋们深知自己没有办法预见到科学技术、社会、文化和经济等领域未来的演变，所以他们创立了一套灵活的宪法体系，使得这一体系在200年后仍然能够指导我们前进。与之类似，格雷厄姆和多德也承认，他们无法预料到席卷整个投资世界的商业、经济、技术和竞争性变化将接踵而至，因此写下了灵活变通的著作，使得我们能够在长期复杂多变的投资环境中游刃有余。

例如，很多公司现在出售的产品，在格雷厄姆和多德的那个年代是无法想象的。事实上，现在的很多公司，甚至整个产业，在当时都是无法预料到的。《证券分析》并未提供任何有关手机运营商、软件公司、卫星电视提供商或者网络搜索引擎如何估值的方法。但是书中

提供了分析任何一家公司所需的工具，如评估公司的有价证券价值并确定其是否存在安全边际。偿付能力、流动性、可预测性、商业策略和降低风险等问题，常常跨越了行业、国家和时间的界限，是普遍存在的。

格雷厄姆和多德并没有特别提出对私营企业或者公司整体（而不是拥有股权的部分）进行估值的方法，但是他们的分析原理对于不同类型的企业都适用。投资者需要思考：企业是否稳定？企业未来的发展前景如何？企业的盈利和现金流怎么样？持有该企业主要的下行风险在哪里？企业的清算风险如何？企业的管理层是否诚信有为？如果企业公开上市，你愿意为该企业的股票支付的价格是多少？哪些因素会使企业的股东折价出让控股权？

格雷厄姆和多德也从未指出购买写字楼和住宅楼时该如何估价。但房地产打折跟证券打折的原因是一致的，如急需现金、无法做出恰当的分析、看跌的宏观环境、投资者回避或忽视等。房地产行情不景气，紧缩的信贷政策会导致资产折价出售，即使是优质的资产也无法避免。格雷厄姆和多德的投资原理——稳定的现金流、充足的回报，加上细致的下行风险分析，允许我们在任何市场环境下识别出有安全边际的房地产投资项目。

即使是以前无法想象的复杂衍生产品，也可以用价值投资的眼光来合理审视。尽管现在交易商利用布莱克－斯科尔斯模型决定看涨、看跌期权的价格，但投资者仍然可以利用价值投资的定义——上涨潜力、下行风险，以及每一种可能情形发生的概率来分析这些工具。事实上，不管利用布莱克－斯科尔斯模型得出什么结论，一个便宜的期权也可能拥有价值投资合理的风险收益特征。

机构投资

75年来投资环境最重要的变化应该是机构投资占据了主导地位。20世纪30年代，个人投资者主导了整个股票市场。相比之下，今天大部分的市场活动都是由机构投资者推动的，如大额养老金、捐赠基金和个人资本集合。这些大额的、准永久性的资产池的出现理应使长期价值主导的投资方法得到广泛运用，但实际情况却并非如此。机构投资关注短期业绩表现，这让机构的投资经理很难采取逆向投资策略或长期策略。实际上，投资经理并不愿意特立独行。面对令人失望的短期业绩下滑可能招致的资本撤离，机构投资者通常偏好于停留在有把握但业绩平平的避风港里，因为要做到这一点只需要选择从众策略便可。

另类投资（Alternative Investments）是当下盛行的业务，这类投资的范畴包罗万象，包括风险资本、杠杆收购、私募股权和对冲基金。如今的投资专著无一不对这些领域的发展热烈追捧并加以阐述。

面对传统的股权和债券投资的业绩压力和对收益下降（甚至缺乏收益）的渐强预期，机构投资者开始将更大比例的捐赠基金和养老金投入另类投资，以求获得高收益和多样化投资。耶鲁大学首席投资官大卫·斯文森（David Swensen）在2000年写作的《机构投资的创新之路》（*Pioneering Portfolio Management*）中对另类投资进行了详细阐述。斯文森描述了历史上众多资产类别的无效率定价(8)。历史上很多另类投资经理的风险调整后收益水平都相当高，而且另类投资与其他资产类的业绩表现关联度较低。通过对行业内排名在前1/4和后1/4的另类投资经理的巨大业绩差异进行对比，斯文森重点强调了挑选另类投资经理的重要性。大批捐赠基金经理追随斯文森，投身到另类投资中。与斯文森当年入行时相比，可以确定的是现在的投资条件更恶劣，而且竞争越来越激烈。

所有主要的大学捐赠基金几乎都投入到同一类型的另类投资——风险投资中。如果格雷厄姆和多德还健在的话，他们一定会感到非常

忧虑。两位倡导安全边际投资方法的大师，绝不可能在任何风险投资中找到一个具备安全边际的投资标的(9)。尽管风险投资未来的上涨前景乐观，但同时也伴随着很高的下行风险。即使风险基金能够多样化投资，也很难分析清楚投资标的，进而判断潜在收益与风险是否匹配。因此，风险投资被描述为纯粹的投机活动，没有任何的安全边际。

对冲基金是机构投资者非常感兴趣的快速成长的领域。对冲基金的资产规模共计约2万亿美元。资产池所采取的投资策略非常广泛，但有着相同的费率结构，每年支付管理资产的1%~2%的管理费和超额收益的20%（有时更多）。对冲基金诞生于20世纪20年代，本杰明·格雷厄姆是对冲基金的第一批运作者之一。

格雷厄姆和多德会如何看待当前市场上运作的对冲基金？他们可能不赞成基于宏观评估或追求短期投机策略的对冲基金投资运作。这些对冲基金可能会愚蠢地规避甚至卖出低估值证券，不经意间为价值投资者创造投资机会。流动性不足、缺乏透明度、庞大的资产规模、嵌入式的杠杆，以及部分对冲基金高昂的费率无疑都是非常危险的信号。不过，格雷厄姆和多德可能会赞同那些以价值投资理念为主导来进行投资的对冲基金。

重要的是，当格雷厄姆和多德强调每一笔投资的风险控制时，他们也相信多元化和对冲策略能够有效限制整个投资组合的下行风险（见第118页），这也是很多对冲基金在努力实践的。虽然他们持有的证券，单独来看可能会存在一定程度的风险，但他们在设法抵消整个投资组合的风险，如通过卖空类似的但价值更高的股票，通过购买单个股票或市场指数的看跌期权，通过充分的多元化投资（尽管很多投资者过度追求多元化，因此对他们认为真正好的股票持有太少，而对表现平平的股票持有太多）。这样看来，对冲基金组合（至少理论

上）具备潜在收益较好而风险有限的特征，这是单个基金中的单个资产所不具有的。

今天的发展

正如前文所述，这些年来，商业和证券分析已日趋复杂。例如，电子数据表技术使得我们能够完成前一代人无法驾驭的极端复杂模型。本杰明·格雷厄姆的计算能力在当年是出类拔萃的，但放在今天也许就不足为奇了。另一方面，技术也很容易被误用。电脑建模需要基于一系列对未来的假设，正如格雷厄姆一向不以为然的，电脑建模可能会导致虚假的精确结果。当格雷厄姆对能够持续创造收益的公司产生兴趣时，他那个时代的分析师并不能准确地解释为什么这个公司能够比其他公司更持续地产生收益。现在的分析师不仅要考察业务状况，还要研究商业模式；投资经理和金融分析师更要对收益变动的盈亏平衡线、利润边际、产品组合以及其他变量进行细致研究。投资者知道业务模式并非虚无缥缈，竞争对手、供应商以及顾客的行为都会对企业的盈利产生重要影响，必须加以考虑(10)。

过去格雷厄姆将公司收益和股息支付作为公司是否稳健的晴雨表，而现在大多数价值投资者分析自由现金流，这是这些年另一个重要的焦点转变。自由现金流，即每年考虑营运资本变动及扣除资本支出后，企业经营活动产生的现金流。投资者越来越倾向于使用这一指标，主要是因为企业公布的业绩可能只是一个会计造假，以掩盖业务所产生的现金流或捏造正向的现金流。**现在的价值投资者认真总结后得出一个结论：追踪现金流（正如业务经理必须要做的）是评估一家公司最可靠、最能揭露真相的方法。**

另外，现在很多价值投资者认为资产负债表分析已经不如前几代人认为的那么重要。因为现在的资本回报率远高于过去，很多股票的交易价格也远高于账面价值，所以资产负债表分析对于理解股票价格

的上涨潜力与下跌风险帮助不大。持续的通货膨胀的影响也使得基于历史成本法计算的资产价值的准确性大打折扣，这就意味着两家拥有相同资产的公司可能公布完全不同的账面价值。但当存货与应收账款不断累积、债务上升、现金流蒸发时，对资产负债表敏锐的投资者总是能够率先观察到公司业务恶化或脆弱的迹象。对于持有业绩表现无法达到预期目标的公司股票和债券的投资者，资产负债表分析仍然是评估下行风险保障的可靠方法之一。

全球化越来越强烈地影响投资的格局，更多的投资者把目光投向本国以外的市场寻找机会，分散投资。格雷厄姆和多德的原则完全适用于国际市场。国际市场比美国市场更易受投资者情绪波动的影响，因此在定价方面更加低效。投资者必须认识到国际投资的风险，如持有外币的敞口，并考虑对冲敞口风险的必要性。此外，还有其他风险如政治不稳定、证券法规和投资者保护的差别（或缺失）、会计标准的变化，以及信息的有限可获得性。

让人惊讶无比的是，尽管价值投资者已经成功跨越了75年时光，但有些旁观者，如学术界人士，仍然严重忽视，甚至排斥价值投资理念。学者倾向于创造简明扼要的理论，并试图以此来解释真实世界，但事实上却过于简单化。学者提出的有效市场假说（Efficient Market Hypothesis）理论认为：证券价格总是能立即反映所有的现有信息，这一观点与格雷厄姆和多德提出的基本面分析具有重要价值的观点完全相悖。资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model）虽然将风险与收益联系起来，但经常将波动率与风险系数（Beta）等同于风险。现代组合理论（Modern Portfolio Theory）虽然赞同分散投资对于构建最优投资组合的益处，但却坚持认为高收益仅仅来自高风险，实际上否定了价值投资理念，以及经风险调整的长期投资所带来的高回报的业绩记录。不过，价值投资者没有时间深究这些学术理论，通常不予置评。

上述理论所提出的假设条件，包括市场连续、信息充分、交易成本低廉甚至没有，显然与现实不符。概括来讲，学者们沉醉于自己的学术理论中，无法接受价值投资有效的事实。学者们没有对沃伦·巴菲特50年非凡投资的业绩认真研究，而是将其视为一个特例。行为经济学最近颇受关注，行为经济学理论认为人的行为并不总是理性的，而且存在系统性的认知偏差，进而将导致证券市场无效率以及证券的错误定价。这些学说对于格雷厄姆来说并不陌生。尽管这些学说还没有成为学术主流，但发展势头良好。

数十年来，学者们只接受对他们有缺陷模型的略微修正。他们的成千上万的学生被灌输着以下观点：证券分析是没有价值的，风险跟波动率是对等的，投资者必须避免过度重视优良策略（因为有效市场不存在优良策略），多样化投资导致了平庸的或错误的策略。对于价值投资者来说，这些学术理论的广泛传播让人激动不已，因为这些理论对几代年轻投资者的荼毒造成市场极端无效率，使得精明的选股专家能够加以利用。

价值投资者需要考虑的另一个重要因素是金融市场一有异动美联储便会加以干预，这已经逐渐成为一种习惯。在市场剧烈动荡的时候，美联储频繁降息，以支撑证券价格和提振投资者信心。美联储官员意在维护资本市场的正常秩序，一些基金经理却将之视为现实的投机许可证。美联储的主动干预策略有时被称为“格林斯潘看跌期权”，现在则是“伯南克看跌期权”，这一策略在价值长期高估时鼓励投机，从而引发了道德风险。**只要价值投资者不被对证券的错误直觉诱惑，只要价值投资者能够坚持长期投资视角并长期持有，那么美联储的干预行动（或投资者的预期变化），最终可能成为投资机会的来源。**

另一个与投资相关的现代发展是无处不在的有线电视。电视对股票市场近乎疯狂的报道，加剧了大多数投资者短线操作的倾向。它鼓

动投资者尽可能，甚至有必要对有关金融市场的一切信息做出判断，这与格雷厄姆和多德所认可的耐心等待、精挑细选的方法完全不同。这种“简讯文化”使普通投资者更加认定投资是非常简单，无须勤勉和苦干的事情。那些专家在股市连续上涨和创新高的时候欢呼雀跃，在股市逆转时表示同情，旁观者则一厢情愿地认为股市上涨是唯一理性的市场方向，卖出股票或隔岸观火是不爱国的表现。每一次市场转向都会激发这种歇斯底里般的观点。例如，美国国家广播公司财经频道（CNBC）频繁使用的格式化背景屏幕是电子钟与各主要市场指数的实时更新。屏幕的时间不仅包括小时、分钟和秒，甚至包括毫无用处的百分之一秒，这个数字飞快闪动（就像煤气泵上的0.1美分），根本无法看清楚。此举的主要目的是吸引观众的注意力，同时刺激观众的肾上腺素，使之保持兴奋。

有线电视的商业频道将羊群效应的心理带进每一个家庭的客厅，使观众很难不随波逐流。只有在财经频道里，天性狂热的评论员才会成为名人，他的评论声明不时会导致市场波动。在一个投资和投机难以区分的世界里，财经频道毫无意义的评论只会让事情复杂化。格雷厄姆也对此感到震惊。价值投资者可以从这些因电视专家的咒语而倒下的投资者身上吸取教训，并因此获得唯一的救赎。事实上，人类的本性确保了永远都不会出现格雷厄姆和多德频道。

未解的投资难题

现在的投资者面对的很多投资问题在格雷厄姆和多德所处的时代就存在。其中的一个问题是应该致力于相对价值还是绝对价值。相对价值涉及一只证券是不是比另一只证券更加便宜，如微软是不是比IBM有更好的安全边际。相对价值比绝对价值更容易确定，因为可以从两个方面评估一只证券是不是比另一只更便宜，是否便宜到值得购买。运用相对价值方法管理对冲基金的勇敢投资者会买入相对便宜的证

券，同时卖空相对昂贵的证券，这就使得他们在多头和空头两边都有潜在的获利机会。当然，如果他们判断失误，也会遭受双重的损失(11)。

考虑绝对收益要比相对收益困难。一只股票在什么时候才是足够便宜且值得购买并持有，而且不需要采取任何的卖空操作来对冲？一个标准是：无论内在价值是按照清算价值、持续经营价值，还是私有市场价值（了解情况的独立第三方愿意为收购该公司所支付的价值）来计算的，当一只证券的价格在其内在价值基础上有30%、40%或更高的折扣时，便可以买入。另一个标准是，一只证券能够为长期持有者提供有吸引力的、可接受的收益水平，例如低风险债券以10%甚至更高的收益率定价，或者在无风险的美国政府债券名义收益率为4%~5%、实际收益率为2%~3%时，某只证券能够实现8%~10%，甚至更高的自由现金流收益率。事实上，如此严格的标准使得绝对价值投资变得非常罕见。

投资者冥思苦想的另一个问题是：哪些因素决定了好的生意。有人曾认为最好的生意恐怕是立一个邮筒，等着人们往里面投钱。但接受信用卡在线支付的网站的出现使得这个想法黯然失色。如今最赚钱的生意是销售固定投入类产品，如一款软件、一张唱片，以极低的边际成本卖上百万份。好的生意通常应具有以下特征：较高的进入门槛、有限的资本要求、可靠的客户群体、较低的技术过时风险、迅猛的发展势头，并且能够带来显著和日趋增长的自由现金流。

好的生意也会受到技术革命和竞争环境变化的冲击。因为互联网的出现，若干年前被认为是一笔很好的生意的报刊行业，以始料未及的速度倒下了。在科学技术高速变革的时代，投资者必须足够警觉，即使是那些与科技革新无关，仅仅是受到技术变革影响的产业，也应如此。简而言之，今天的好生意明天未必能够风采依旧。

投资者应竭尽全力来评估一家公司管理层决策的质量。某些经理人比同行更有能力或者更加严格认真，有一些更能胜任特定环境下的公司管理。然而，正如格雷厄姆和多德所言，“对管理能力的客观测试并不多见，而且很不科学”（见第97页）。不要忘记：管理层的智慧、远见卓识、真诚与积极性等都会对股东回报产生巨大影响。在如今这个财务备受关注的年代，管理层拥有很多可以积极地影响股东回报的手段，如股票回购、审慎使用杠杆，以及以价值为基础的收购等。不愿从“股东利益”角度做决策的管理层，事实上正冒着将公司变成“价值陷阱”的风险。估值便宜但最终很少有人投资通常是因为资产未被充分使用，这些公司常常会吸引那些期望解开“价值陷阱”的投资者。更困难的是，在管理层不总是以股东利益为重的情况下，投资者必须决定是否以某一价位冒险投资。这类公司的股票可能以大幅折价来出售，或许这一折价是合理价位，但今天属于股东的这部分价值，明天可能就会消失不见或被浪费。

古往今来，困扰投资者的一大难题在于如何弄清楚企业未来的成长价值。在《证券分析》第一版的序言中，作者提出：“一些至关重要的话题，如企业未来发展前景的决定因素在本书中所占篇幅较少，因为关于这个话题确定性的价值决定因素太少。”（见第24页）

显而易见，一家当下每股能够赚1美元（或能提供每股1美元的自由现金流），五年后每股能够赚2美元的公司，其价值显然大于每股收益保持不变的公司。尤其是在前者的增长率得以持续且波动较小的情况下，这一结论非常可靠。另一个难题在于公司的成长性各不相同：是以更高的价格销售相同数量的产品，还是以现价（甚至更低的价格）销售更多的产品；是改变产品组合（销售边际利润相对较高的产品），还是开发一条全新的产品生产线。很显然，某些成长方式明显要优于其他的。

为了增长而投入全部的资本显然得不偿失，执着于此可能要面对更高的风险。格雷厄姆和多德通过敏锐的观察指出：“分析应主要关注有事实支持的价值，而非那些建立在预期基础上的价值（见第99页）。”分析师只相信事实而不是各种可能性，他们认为：“未来是分析师必须在结论中考虑到的风险因素，而不是分析依据的来源”。投资者在分析时，尤其应该避免只关注成长性而忽略其他因素，如超额偿付的风险。格雷厄姆和多德再次提醒道：“避免走上逻辑极端：一只优质股票没有所谓过高的价格，即使它从每股25美元涨至每股200美元，都是同样‘安全’的。”（见第117页）20世纪70年代初以及1999—2000年的互联网泡沫时代，股票价格曾一度疯狂上涨，无疑是这一错误观点所导致的。

当期望的增长率不能兑现时，基于增长的定价方法的缺陷就显而易见了。当未来令人失望时，投资者应该如何应对？期望增长得以恢复？或者放弃期望转而卖出股票？事实上，当失望的投资者抛售手中未达到预期增长目标的股票时，股价已经跌到了极低的水平，此时价值投资者便能以极低的价格买入，成为公司主要的股东。2000年春季的时候，随着互联网泡沫破灭，许多科技股遭遇了惨痛的下跌。到2002年，上百只科技股被以低于其资产负债表上的账面现金的价格卖掉了，这正是价值投资者梦寐以求的机会。以色列音频、视频和数据提供商锐迪讯（Radvision）就是其中的代表。在市场疯狂抛售有所减缓后，投资者重新回归理性的基本面分析，该公司的股价从5美元迅速上涨到20多美元。

价值投资者需要弄清楚的另一个问题便是何时才是最佳卖出时机。交易划算是价值投资者最津津乐道的事情，虽然交易中多小的折扣可以接受是没有定论的。卖出是非常困难的，因为那意味着待售的股票价格接近最高价值。与买入一样，投资者也需要一套卖出的原则：

- 第一，卖出的对象一旦确定，应该对其进行适当调整以反映当前所有有效信息。
- 第二，个人投资者应该考虑税收的影响。
- 第三，经过充分的股票估价后，投资者是否用全部资金来投资直接影响到投资变现的紧迫程度。当然，一笔划算的交易也可能使卖出者急于卖出股票套现。
- 第四，当股价接近最高价值时，价值投资者应该及时全身而退，只有投机者才会持有过高估价的股票。

价值投资者通常在股票价格低于内在价值大概10%~20%的时候开始出售股票——主要是基于股票的流动性、促进价值实现的程度、管理层的管理能力、潜在业务的风险与杠杆，以及投资者信心水平等方面的考虑。

最后，投资者需要学会应对一个复杂的主题：风险。正如之前提到的，学术界和许多专业的投资者试图用“Beta”来定义风险，用它来表示过去股价的波动率。历史上波动较大的股票会被视为风险较高。但价值投资者认为上述观点是荒谬的，而倾向于将风险描述成一种可能性，即可能的潜在损失。事实上，波动较大的股票可能在很大程度上被低估了，反而变成风险非常小的投资。

价值投资者还要面对一大难题：可以冒多大的风险。投资头寸的规模及其对分散化投资组合的影响是这个问题的具体体现。当一个诱人的投资机会摆在面前时，投资多少才能感到满足呢？很自然的，投资者都希望赚得越多越好。然而，这一倾向会因为害怕出错和不走运而受到影响。无论如何，价值投资者应该将投资集中在根据自己的逻辑筛选出来的证券上。如果你能辨别一笔成功的投资和一笔失败的投资，也就能够区分一家伟大的公司和一家不错的公司。

价值投资者还应考虑投资于政治不稳定的国家所面临的风险，以及相关的货币、利率水平和经济波动带来的不确定性。你愿意把多大比重的资金投资在阿根廷或泰国这样的国家，甚至是法国或澳大利亚这样的国家，无论这些国家市场上股票的价值被低估的程度有多么严重？

价值投资者需要考虑的另一个风险，也是所有价值投资者都必须面对的，即是否使用杠杆。尽管一些价值导向的对冲基金，甚至一些捐赠基金会使用杠杆来提高收益，但我与那些并不乐意因边际负债招致连带风险的投资者想法一致。正如杠杆投资能够提高成功投资的收益，它也会加剧失败投资的损失。更重要的是，无追索权（边际）负债将风险推到了令人无法接受的水平，因为它使投资者失去耐心。一个与风险有关的考虑应该比其他的考虑更为重要：每晚都能睡好觉，无论明天如何，相信自己的金融头寸是安全的。

结语

在上涨的市场中每个人都能赚钱，价值投资理念就显得并不那么必要。但由于没有一种确定的方法能够预测市场会怎么走，所以投资者必须时刻牢记价值投资理念。利用准确的基本面分析，遵循严格的投资步骤，同时保持充分的耐心，价值投资者就能控制风险并减少损失，使下行风险可控并争取不错的业绩。也许你不能一夜暴富，但你能守住你所得到的，同时，如果未来的价值投资与过去一样，你就能逐步积累并富裕起来。尽管投资策略无穷无尽，但这一点是每位理性投资者都渴望做到的。

投资的真正秘诀也就是没有秘诀。自1934年《证券分析》第一版面世以来，价值投资的每一个重要的因素都已经向公众阐述过多次。正是因为有很多人没有遵循这一永恒且几乎万无一失的方法，那些采用这些方法的人才能一直保持成功。人性总有这些弱点：从众、渴望

暴富、奢望不劳而获。只要人们仍然屈服于这些人性的弱点，价值投资就会继续，正如75年来，价值投资者一直秉承着正确和低风险的方法，以确保成功的长期投资那样。

塞思·卡拉曼
于2008年

塞思·卡拉曼（Seth A. Klarman）

波士顿Baupost对冲基金总裁，哈佛商学院贝克学者奖得主。他运用格雷厄姆与多德的投资理念管理着一系列运作得非常成功的投资组合，在25年的长期投资实践中，获得了20%复利的杰出收益。卡拉曼是经典投资著作《安全边际》的作者，也是本书的首席编辑。

在前言中，卡拉曼强调了格雷厄姆与多德的投资哲学永远不会过时，但是价值投资者们必须努力适应投资环境的改变。那些无法回答的问题总是驱动着价值投资者更加努力地探寻解决之道。

对金融行业新发展的探讨

这本书问世至今已有6年时光了，是时候对本书进行全面的修订了。经济世界瞬息万变，根本不允许作者舒服地多休息一会儿。第二次世界大战给我们带来了一些新的问题，从我们要处理的投资政策中就能大致看出战争对于未来的深远影响。就证券分析的适用性而言，新的不确定性使这个问题变得更加复杂，但这些不确定性不会改变证券分析的基本原理与方法。

我们对全篇的文字做了一定程度的修订，对旧版的不足进行了校订，同时增加了一些新的判断。我们考虑了金融行业最近的一些新发展，尤其是美国证券交易委员会制定的一些新规章的影响。市场长期维持的低利率政策也证实了对证券分析这一主题进行内容更新的合理性。此外，华尔街一再表现出对趋势分析的依赖，也促使我们对这一现代投资理念进行更全面的评论，虽然这样的评论与之前并无本质上的差异。

尽管过于强调使用最新的投资案例可能会事倍功半，但由于时光飞逝，我们仍然选择了一些新的案例。如果这些案例发生在1939—1940年写作时，我们当时可能就会选择。但我们也意识到，许多老案例第一次提出时是对未来的挑战，现在则可以用来对当时提出的技术进行验证。因此，我们采用自己的想法，试图大胆地将1934年版的那些案例的后续作为实际证券分析的“实验室测试”。每一个这样的案例均会在正文或者注释中给出介绍，以便读者能够参照它们对自己的证券分析判断能力进行检验。

新增的内容主要包括大量的案例：其中有一部分是对一些观点加以说明的材料，而大部分则是对铁路股票分析的进一步深入处理，同时也增加了许多在纽约证券交易所上市的公司的数据统计材料。我们保留了原书的基本框架，尽管有一些将本书作为课本的人对此提出了不同的建议。我们坚信，读者可以根据阅读的需要适当调整本书的章节顺序。要做到这一点并不困难，那些喜欢从普通股票市场分析的理论和实践起步的读者完全可以自己调整。

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德

于1940年

不可以蠡测海

本书主要面向所有对证券价值评估有浓厚兴趣的人。然而，本书面对的并不是刚入门的初学者，而是对金融的专业术语和简单概念有一定了解的读者。本书涉及的范围并不局限于书名的内容。本书不仅讨论单个证券的分析方法，也涉及基本的选股标准，以及如何保护自己的证券头寸等基本问题。因此，本书特别强调区分投机方法与投资方法、制定合理且可操作的安全测试方法，以及了解高级证券投资者与普通股持有人的自身权利及真实利益所在。

在划分各部分内容篇幅的时候，我们主要依据内容的相对重要性，但这并不是唯一的标准。一些至关重要的话题，如企业未来发展前景的决定因素在本书中所占篇幅较少，因为关于这个话题确定性的价值决定因素太少。其他一些耳熟能详的话题，本书也只是一笔带过。相反，寻找物美价廉的证券在整个投资领域尤其重要，也是最能够展现证券分析师们独特才华的地方，因此我们特别强调了相关的技巧。基于类似的方法，我们对附带特权优先证券（可转换证券等）的特征进行了十分详尽的论述，因为目前一般的教科书对这类投资工具缺乏重视，但事实上，近年来该领域发展迅速。

不管怎么样，我们总的目标都是想把本书写成一部批判性的作品，而不是描述性的资料堆积。我们首先明确界定概念、方法、标准和原理，当然更重要的是逻辑。我们强调理论，但更强调理论的实际应用价值。我们试着尽量避免提出太苛刻而不可行的标准，或是一些得不偿失的技术方法。

本书最核心的难题在于如何提供一个视角，将现在那些存在分歧的经验与过去有机结合在一起，使之能经受不可预知未来的检验。在写下这些文字的时候，我们仍然在和市场普遍预期的“金融崩盘远没有走到尽头”抗争。本书一经出版，我们立刻看到投资者由来已久的弱点再次浮现——口袋里的钱把口袋烧了个洞（比喻投资冲动按捺不住）。保守的投资者更需要牢记1931—1933年大萧条以及历次金融市场崩溃的教训。我们所说的固定价值投资，用斯宾诺沙（Spinozan）的话说就是，只要从“危机的角度来考量”，便能做出很好的选择。**在面对其他证券投资方式时，我们一直努力告诫学生，切记不可以蠡测海，只看表面和眼前的现象。笔者以自己闯荡华尔街二十年的沉浮经验告诫读者，表面和眼前的现象是金融世界的梦幻泡影与无底深渊。**

最后，向在本书创作中给予我们支持和鼓励的朋友们致以崇高的敬意。

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德

于1934年

第6版引言

格雷厄姆与《证券分析》

詹姆斯·格兰特

《格兰特利率观察家》创始人

在1934年7月麦格劳－希尔公司出版《证券分析》第一版之前，世界正处在混乱之中，从柏林零星传来关于德国政府高层动荡的消息。美联社8月1日引述某消息人士的话称，希特勒已经由总理升级为独裁者。“如果总理在行事之前无须询问他人的意见，这将极大简化他的所有工作。”面对这种划时代的进程，一本介绍价值投资的近千页的教科书，不管在当时还是以后，都不太可能成为畅销书。

格雷厄姆（1894—1976）的自传《格雷厄姆：华尔街教父回忆录》（*The Memoirs of the Dean of Wall Street*）在他去世之后才得以出版。在书中，他庆幸自己在那个时候进入投资行业。不管是《证券分析》第一版还是六年后修订的第二版，出版时机似乎都不太有利。从1929年的股市高峰到1932年的谷底，道琼斯工业指数平均缩水87%；1933年的周期性低潮中，全美失业率达到了25%的最高峰。美国国家经济研究局在细致研究后判定大萧条在1933年结束，然而数以百万计的美国人，尤其是那些在无利可图的华尔街艰难谋生的人们有理由对此提出质疑。

20世纪30年代早期的熊市和信贷清算，让美国金融机构经历了自上而下的大洗牌，留给他们的就只剩下罗斯福第一届政府的新政。格雷厄姆19岁就在华尔街学会了交易，那时的市场监管还很宽松。当他开始撰写《证券分析》时，赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）政府首次尝试全面干预和平时期的经济。在他校对文章内容的时候，罗斯福

政府正在进行第一轮激进的宏观经济刺激计划。1934年，联邦政府制定了一系列法律法规，如联邦证券市场法规、联邦银行存款保险制度和联邦价格控制政策（并不是后来实施最高限价的政策，而是规定最低限价的政策）。为了力挺物价，政府让美元贬值，这是对格雷厄姆永恒智慧的验证。不要说美国金融市场的反复无常，即便整个经济发生了翻天覆地的变化，《证券分析》仍经久不衰，并未失去其现实意义。

在此书第一版出版五个月之后，路易斯·里奇（Louis Rich）便在《纽约时报》上撰文评论此书。没有人知道是为什么，或许是因为这位尽职的评论家逐页细读了这本书。无论如何，里奇对这本书推崇备至，虽然偶尔还是会流露出一丝遗憾。他在1934年12月2日写道：“尽管经历了历史上罕见的市场崩溃，仍然有人口袋里的钱把口袋烧了个洞，希望这些人能读读这本书。该书体系完整、成熟、细致，是学术探索和实践智慧完美结合的典范。尽管书的形式和写作宗旨与教科书并无二致，但却能让外行人也对其产生浓厚兴趣。”(12)

大萧条之后的连年经济不景气，使得华尔街（美国金融界）更为深刻地认识到，很少有外行人会关心投资。尽管交易量看起来小到不能再小，或者纽约证券交易所的席位价格低到不能再低，又或者股票估值已便宜到荒谬的程度，市场还是能创下新的令人沮丧的纪录。纽约证券交易所的杂志《交易所》（*Exchange*）的编辑们需要极大的勇气才能进行报道。瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔（Gustav Cassel）在《证券分析》第二版出版之际，以《增长会因此而不再出现吗？》为题发表论文（卡塞尔教授认为不会）(13)。“为什么证券经纪仍存在于市场，”编辑们自问自答道，“尽管经过长时间的市场疲软，但只要公众完全意识到近期市场规程中加入的这些保护措施的价值时，人们的信心就会开始恢复，投资热情也会上涨。”纽约市的一位地方法官曾对一群因当街聚众掷骰子赌博而被警察带上法庭的投资者百般揶揄，证券交易所的“同行们”听闻此事却并不觉得好笑。法官责备这

些嫌疑人说：“首先你们要知道，你们将会和那些拥有游艇和长岛豪宅的华尔街证券经纪商落得一样的下场。”(14)

如今可能很难想象，在那个时候，墨菲定律（Murphy’s Law）就是真理：凡是有可能出错的事情，总会出错。“大萧条”不仅是一个挥之不去的经济问题，更成为一种世界观点。哈佛大学经济学教授艾尔文·汉森（Alvin Hansen）和约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）尤其认同“长期停滞”的学术观点，他们预测美国人口增长将会面临长期下降。汉森在他1939年的论文中声称，这种减速“加上没有真正重大的创新来吸收大量资本投入，很大程度上解释了为何近期的经济复苏未能带来充分就业”。(15)

汉森和他的读者都不知道婴儿潮即将来临。当世界被欧洲的一场新战争笼罩，资本主义日薄西山之时，没什么比婴儿潮更不可能发生了。理所当然，汉森的观点势必引起了曼哈顿下城区那些长期失业的经纪商和交易员的共鸣。纽约证券交易所一直亏损运营，自1933年开始披露财务业绩到1940年，纽交所只在1935年这一年获得盈利（名义上盈利）。1937年，布朗大学经济学助教切尔西·博兰德（Chelcie C. Bosland）出版了名为《普通股投资理论》（*The Common Stock Theory of Investment*）的书。尽管听起来好像是老生常谈，但他仍在书中反复强调美国经济在20年前已达到顶峰，那时第一次世界大战尚未爆发。这位教授还引用一些不具名权威的观点，说美国人口增长预计将于1975年停止(16)。难怪格雷厄姆认为，对债券发行商偿债能力的严峻考验不是繁荣时期而是萧条时期（现在的住房抵押债券也在经历这样的考验）。总而言之，那时候的投资者已被告知要时刻警惕风险。“债券创下历史新高，”格雷厄姆在1940年的第二版中写道，“加上之前20年内两次灾难性的价格暴跌，以及尚未结束的世界战争，这些事件交织在一起，投资者难以对未来抱有任何信心。”（见第154页）

即便是20世纪20年代的繁荣时期，华尔街也不是一个很大的地方，而随后的崩盘使其变得更小。本杰明·格雷厄姆和他的合伙人杰里·纽曼构成了这个低马力机器的小齿轮，他们在华尔街52号合伙经营一项专业的投资业务。他们的强项是套利、重组、破产和其他复杂业务。1937年《财富》杂志公布的金融区简略图中并没有提到格雷厄姆-纽曼办事处。然而，即便是当时在华尔街地图上占有一席之地的公司，用21世纪金融的标准衡量其公司总部，规模也相当精简。华尔街40号的一层楼足够容纳美林公司的所有办公室，华尔街2号的单独一层楼足以容纳整个摩根士丹利——一家1936年的公司证券承销领袖，其初始资本为1.95亿美元。薪酬和业务增长步伐一样缓慢，特别是公司的基层员工(17)。1939年10月“联邦最低工资上涨20%”生效之后，经纪业务员工时薪才不低于30美分(18)。

1940年3月，《交易所》杂志刊登了其读者可能想知道的，有关所有（或者只是部分）公众参与到股市大幅下跌的详细信息。20世纪的前30年，每年的成交量几乎都会超过上市流通股的数量，有时甚至超出许多。1900—1930年，只有1914年的年交易量低于上市流通股数量的50%——这是一个例外，那年交易所关闭了四个半月，以让市场消化第一次世界大战的爆发带来的冲击。接着是20世纪30年代，年成交量占上市流通股数量的百分比好不容易上升到50%。1939年，尽管欧洲爆发的第二次世界大战造成短暂的交易激增，但成交量占比已经下降到18.4%的低点（相比之下，在2007年，交易量占上市流通股数量的比例达123%）。上述研究的作者或许会感叹：“公平来讲，如果农业有相同的表现，政府补贴必定在很久之前就获得投票通过了。遗憾的是，华尔街在政界少有拥护者。”(19)

如果读者觉得事情已经糟糕得不能再糟糕了，因此怀有希望，那肯定会再次失望。第二版《证券分析》出版之后仅仅几个月，在1940年8月19日，股票成交量仅有129 650股。这是自1916年8月5日创下49 000股的最低纪录以来最低迷的时期之一。1940年全年成交量为207

599 749股——相当于我在写作本文时，非繁忙时段两个小时的成交量，占无比繁荣的1929年成交量的18.5%。证券交易所的会员或席位价格也随着成交量和主要价格指数的下降而下降。在1942年的最低点，一个席位的价格仅为17 000美元，这是自1897年以来的最低价格，与1929年巅峰时期的最高价格625 000美元相比下降了97%。

小弗雷德·施韦德（Fred Schwed, Jr.）在其风趣睿智的书《客户的游艇在哪里？》（和《证券分析》第二版同于1940年出版）中不无讽刺地说："洗衣店并不是高级俱乐部。1932年，每个曾试图投机的人都成了洗衣店店员。"[(20)]只要投资者试图投机，在官方定义的大萧条时期想避免成为洗衣店店员都是绝对不可能成功的。1937年8月，市场开始猛烈抛售，到1938年3月，平均值被拉下了50%。非金融业的经济表现并不比金融业好多少，在短短9个月内，工业生产下降了34.5%，比1920—1921年经济萧条时期收缩得更猛烈。在格雷厄姆那个年代，这次暴跌可谓是在最短时间造成最大经济损失的范本[(21)]。虽然罗斯福政府坚称1937—1938年的暴跌不是萧条而是"衰退"，但1938年的全国平均失业率达到了18.8%。

1937年4月，10年内股市第二次触底之前4个月，布朗兄弟哈里曼投资公司（Brown Brothers Harriman & Co.）的合伙人罗伯特·洛维特（Robert Lovett）在《星期六晚邮报》（*Saturday Evening Post*）上向美国公众发出警告。洛维特是华尔街机构最核心的成员之一，他站出来证明没有所谓的金融安全，至少在股票和债券领域没有。洛维特声明的要点是，在资本主义社会，资本是用来消耗的，企业跟拥有它们的人一样是脆弱的，不是永生的。他邀请数百万读者像他曾经做过的那样去检验一个记录："如果投资者在1901年12月31日买入当时最热门的20只具有股息分红的股票各100股，并持有至1936年。在此期间，享受股份分红的'甜瓜'，以及股票拆分的'梅子'，并行使所有认购额外股份的权利。到了1936年12月31日，他持有的股份总市值将比最初投资额缩水39%。通俗来讲，投资者为这类投

资支付的平均294 911.90美元，到了1936年12月31日只值180 072.06美元。无论对谁而言，这都是一笔巨大的损失。”在这次崩溃前的天真岁月里，人们愉快地谈论着所谓的“长期投资”。华尔街一位著名的私人银行合伙人说道：“对于我们来说，我们深信的长期投资变成了完全不可挽回的损失。”(22)

事实证明洛维特是一位先知。在1937—1938年熊市的谷底，在纽约证券交易所上市的工业企业中有1/5的市场价值小于其净流动资产。这些公司的现金和速冻资产扣除掉所有的负债后，剩余的部分是大于公司的市值的。也就是说，这些公司的企业价值是负的。杰出的大西洋与太平洋茶叶公司（The Great Atlantic&Pacific Tea Company，以下简称A&P）就属于这类垃圾公司，但它在当时的行业地位堪比今天的沃尔玛。在1938年的低点，A&P普通股和优先股的市场价值是1.26亿美元，低于其现金、存货及应收款项的价值，这些价值保守估计为1.34亿美元。用格雷厄姆和多德的话说，这家仍然盈利的公司是以“垃圾”的价格出售的（详细例子见第798页）。

不一样的华尔街

属于那个时代的华尔街机构几乎已经销声匿迹了。如今，大的经纪商持有高达1万亿美元的证券存量；而在格雷厄姆时代，他们习惯不持有证券。现在，大的经纪商正处在一场“谁能做到最大规模的首次公开发行”的竞争泡沫之中。在格雷厄姆时代，没有哪家一线的公司会屈尊向公众公开发行股票，这种发行方式的风险和收益均由专业人士承担。联邦证券监管是20世纪30年代的新事物。在美国证券交易委员会出现之前存在一个同业裁决制度，但有些事情仍处于监管之外。在第一次世界大战期间和结束初期，自重的纽约证券交易所成员公司不会为客户从自由债券向潜在收益更多的供选方案转换（如果这一转

换算是缺乏爱国之心）提供便利，即便没有法律来约束这样的行为。就像格雷厄姆说的，那时候没有人会做这样的事。

在20世纪30年代的华尔街，很多事情尚未开始。新获得权力的监管层抵制金融创新，交易费用很高，技术仍处在初级阶段（至少用今天的数码标准来看），投资者意志消沉——经历了1937—1938年凶猛的熊市以后，很多投资者已经受够了。这一切有意义吗？格雷厄姆在第二版的一个公司融资的讨论记录中写道：“1939年6月，美国证券交易委员会开了一个好头：拒绝批准格里斯－弗莱格制革公司（Griess-Pfleger Tanning Company）在重组过程中发行‘资本收入债券’，理由是新型混合债券的设计已经太复杂了”（见附录注释4）。遵循同样保守的风格，美国证券交易委员同意通过由各州银行部门制定的“合法名单”，该名单明确规定了受监管的存款银行可以安全持有的债券。制定这样一份名单的想法是对千年以来一切良好监管理念的公然违背。格雷厄姆解释道：“高等级债券的选择是一个排除过程，它在制定剔除不适合债券的规则和标准的实际应用中相当有效。”（见第179页）对于价值投资之父来说，债务抵押债券不会含有次级房贷。

20世纪30年代迎来了财务信息披露方面的改革。新的联邦证券法规要求投资者拥有的公司在每季度和年末向股东披露财务信息。新标准没有立即应用到所有公众拥有的公司，大多数公司仍沿用旧的披露机制，拒绝披露公司财务信息。拒绝披露信息的公司包括本身就是金融咨询公司的邓白氏，格雷厄姆觉得邓白氏公司的做法相当滑稽，它竟然拒绝“向自己的股东披露公司收益”（见附录注释4）。总的来说，用21世纪的标准衡量，格雷厄姆时代的信息较少且传递速度缓慢，没有电话会议，没有自动更新的电子表格，也没有从远方市场不断传来的信息——事实上，美国48个州之外的市场交易并不多，《证券分析》甚少提及国外市场的存在。

这种制度设计不利于“有效市场”的发展，也就是现代经济学家所说的信息可以快速传递，人们可以没有损失地处理信息，而且价格可以瞬间反映信息的市场。格雷厄姆应该会嘲笑这样的想法，但他应该也会会心一笑，惊讶于人类进化末期的另一发现——经济学出现了一个叫作“行为金融学”的分支。读《证券分析》会让人不禁感到疑惑，投资有哪个方面是不属于人类行为的？在格雷厄姆看来，股市不仅有投资价值，还有娱乐价值：“即使购买股票的潜在动机只是单纯的投机与贪婪，人的天性也将驱使他们用各种堂而皇之的理由来掩盖这个不讨人喜欢的动机。套用伏尔泰的一句格言来说就是，即使根本不存在普通股分析，我们也有必要捏造一个出来。”（见第436页）

低估或者高估等反常的现象在本书中随处可见，这些现象让格雷厄姆感到困惑但并不惊讶，因为即使是在20世纪20年代的繁荣时期，也有很多上市公司的市值低于其净流动资产。紧随第一次世界大战而来的债券市场混乱，更是让投资者迷失了方向，导致票面利率为4%的联合太平洋第一抵押权债券（the Union Pacific First Mortgage），比美国财政部发行的票面利率为4.25%的第四自由债券（U. S. Treasury’s own Fourth Liberty）拥有更高的价格和更低的收益率。格雷厄姆写道：“股票市场总是过度反应。”（见第804页）即便他指的是“所有市场”，这句话也并不夸张。

虽然格雷厄姆没有仔细琢磨金融周期，但他一定意识到了。他清楚地看到价格和投资资产的分类都具备周期性变化特征。《证券分析》里对20世纪30年代早期抵押担保业务衰落的讨论，正是金融机构周期性卷入的竞争的完美缩影，这些竞争通常具有毁灭性。“新成立的、更为激进的房地产债券机构的崛起，对原有机构制定决策造成了非常恶劣的影响。”格雷厄姆写的这句话不仅适用于他那个年代，也适用于我们这个年代。“迫于竞争压力，原有机构也开始降低贷款标准。新抵押贷款的发放条件日益宽松，到期旧贷款通常以更大数额直接被展期。另外，抵押贷款担保面额上升至担保公司资本金的数倍之

高。如此一来，一旦房地产价格整体下降，担保将明显起不到保障抵押贷款安全性的作用。”（见第285页）

格雷厄姆认为，证券分析本身就是一个周期性现象，有时流行，有时落伍。对于那些对待股票如同对待自己的家族企业一样的商人，证券分析具有强大的吸引力。具备丰富常识的投资者更关心盈利增长动力，还是华尔街那些伪科学的经济前景推测？这样的投资者在评价普通股时，更想知道公司背后的价值，因此他会研究公司的资产负债表。格雷厄姆指出，当股价开始只以期望和预言为依据上涨时，这一类分析便过时了。因此，1927年前后，他和合伙人所遵循的、让他们获利颇丰的价值投资准则被算命和图表解读取代了。格雷厄姆对这种“新时代”投资方法的评价恰如其分，并未嘲笑揶揄。格雷厄姆承认自己那套古老和保守的方法有些过于向后看，强调过去多于未来，强调稳定的赚钱能力而不是将来的盈利前景。但是，新科技、新方法和新的公司组织形式为第一次世界大战后的经济带来了新的风险。“典型的企业越来越不稳定”的事实，使得“强调稳定赚钱能力多于未来盈利能力增长”的旧分析方法出现了漏洞。格雷厄姆只是略加思忖，并没有追随新时代的投资方法。“新时代的投资方法转而将盈利趋势作为价值判断的唯一标准……必将导致可怕的市场崩溃。”（见第454页）事实上的确如此，在21世纪由CNBC新闻推动的市场里，这种情况仍然时有发生。

天赋异禀的通才

本杰明·格雷厄姆本名叫本杰明·格罗斯鲍（Benjamin Grossbaum），1894年5月9日出生于英国伦敦，未满两岁便同家人移居纽约。年轻的本杰明精通数学、古典语言、现代语言、说明文（本书的读者也将看到这一点）和公立学校提供的所有课程。他拥有惊人的记忆力，同时热爱阅读，这注定他一定能够在学术上有所作为。其父

在35岁便英年早逝，这让他和他的两个兄弟以及母亲的经济陷入困难，生活举步维艰，所以本杰明很早就学会了自力更生。

在这里没有必要就《证券分析》主要作者的生平做介绍，因为这在格雷厄姆的自传中说得很详细，我只说一点就足够了。1911年9月，这位17岁的高中奇才获得了校友奖学金，进入哥伦比亚大学深造。由于他博览群书，吸收了许多知识，他在学期开始就获得了可能获得的、最高的免修学分(23)。在学习的同时，他还从事很多全职和兼职工作。1914年毕业之际，格雷厄姆进入纽约证券交易所的成员公司纽伯格－亨德森－洛布公司（Newberger, Henderson & Loeb），做一些打杂和跑腿的工作。不出一年时间，这个打杂工就参与了古根海姆勘探公司（Guggenheim Exploration Company）的清算，在买入其股票的同时沽空该公司小额投资的其他公司股票。这种策略让公司的资深投资人困惑不已，但事实证明其获利与计算结果一模一样，每个人都感到很高兴，尤其是格雷厄姆自己(24)。

《证券分析》并非横空出世。格雷厄姆通过给《华尔街杂志》（*Magazine of Wall Street*）投稿补贴其微薄的工资，其作品让人觉得，作者必定是个自信十足、受过良好教育的华尔街赚钱高手。在这些文章中，他无须引用专家意见，他与他所诠释的作品就是权威。格雷厄姆偏爱的那些话题，渐渐演变成了你手中的这本《证券分析》的观点。他尤其喜欢谈论格雷厄姆－纽曼公司走向成功的特殊案例，因此，当高高在上、结构复杂的美国国际公司（American International Corp）的形势在1920年急转直下时，格雷厄姆证实了该公司的股票价值低于其（尚未得到完全披露的）各种资产构成的投资组合的实际价值(25)。1921年，令人震惊的固特异轮胎橡胶公司（Goodyear Tire and Rubber）破产事件引起了他的注意。“即使目前的商业灾难层出不穷，固特异的垮台仍然是一件值得关注的事。”他以典型的格雷厄姆式语气写道。（当时和那以后，有多少金融记者将“层出不穷”一词挂在嘴边？）他精明地判断，固特异将会幸存下

来[(26)]。1924年夏天，他提出了一个贯彻《证券分析》全书的主题：股票的市值低于其发行公司的清算价值是没有道理的。本杰明·格雷厄姆在其署名的头条文章《不走寻常路的8只股票》中写道：“以现金或现金等价物支撑的股票，若公司没有发行债券和优先股，则该类股票将是非常有趣的证券。”以托诺帕矿业（Tonopah Mining）为例，其每股对应的流动资产为4.31美元，远高于每股1.38美元的价格[(27)]。

格雷厄姆认为，投资的理性思考时代终结于1914年左右。在那之前，典型的投资者像商人那样，用管理私人企业的方式分析股票或债券。商人投资者（男性为主）会自然而然地判定，证券发行企业拥有什么样的资产，这些资产上是否设有留置权。如果计划投资的是一只债券（债券往往是有潜力的投资），商人投资者会看发行债券的公司是否拥有渡过经济危机的财务优势。

格雷厄姆在回忆录中写道：“在我研究的领域中，我怎么也算得上是个聪明的人。”他的特长是谨慎认真地分析被人们忽视的投资，如被抛弃的股票或债券、清算、破产、套利等。20世纪20年代早期，格雷厄姆开始传播“安全边际”这一理念。由于未来充满变数，他在文章中呼吁，投资者是以自身来对抗未来的不确定性，因此应该以低于“内在”价值的成本进行投资。内在价值在《证券分析》一书中被定义为“由资产、收益、股息等事实和可以确定的前景决定，有别于被人为操纵和狂热情绪扭曲的市场价格”。（见第80页）

在格雷厄姆的投资决策生涯中，他自身也经历了从荒唐可笑到卓越的过程（有时仍不免迂回反复）。他能够轻松自如地运用数学，这让他成了天生的套利者。他会在卖出一只股票的同时，迅速买入另一只股票，偶尔也会针对同一家公司发行的可转换债券买卖股票，这样做，他几乎可以锁定利润水平，即使这种锁定不是完全确定的，他也能赚取盛衰无常的金融行业所能得到的最有保障的利润。在20世纪20年代早期的某个时候，他聪明地发现市场对杜邦公司和当时炙手可热

的通用汽车公司两者的股票定价并不合理。杜邦持有数量可观的通用的股份，而市场给杜邦公司的估值只相当于这部分股票的估值，这就意味着杜邦公司其他的业务一文不值。为了从这种异常中获取利润，格雷厄姆买入了杜邦公司的股票，并卖空了一定数量的通用汽车公司股票来对冲，当市场发觉到这一现象时，杜邦和通用的股票价格差异朝着预期的方向拉开了，格雷厄姆从中赚取了可观的利润(28)。

然而，格雷厄姆与许多追随他的价值投资者一样，有时候也并不完全遵循“安全且廉价投资”的原则。在他成为卖出通用买入杜邦的投资大师之前，这个年轻小伙儿也曾被一个来自几乎不存在的公司的诈骗促销员欺骗，把钱投入了一个被吹得天花乱坠的公司。曼哈顿上西区的哥伦布圆环广场有个电光广告牌，它记录着格雷厄姆的这一错误投资决策，即萨吾奥尔德轮胎公司（Savold Tire）。但是，这位《证券分析》的作者也在其回忆录中坦承，那个广告牌也许是能证实萨吾奥尔德轮胎公司存在过的唯一有形标记。格雷厄姆回忆说：“据我所知，并没有人到地方检察官办公室去对这个厚颜无耻的小偷诈骗公共财产的行为进行控告。”当然，根据格雷厄姆的自述，他也没有这么做。(29)

1929年，格雷厄姆35岁，他已经成为一个拥有大好名声和财富的人。他与妻子有一群佣人，包括他人生中首个也是唯一一个男仆。与杰里·纽曼一道，格雷厄姆创造了一个羡煞旁人的投资纪录，以至于鼎鼎大名的伯纳德·巴鲁克（Bernard M. Baruch）也来找他。格雷厄姆会放下自己的事业，帮助巴鲁克理财吗？格雷厄姆写道：“我回答他说，对于他的提议我感到非常高兴，更确切地说是受宠若惊，但我不能如此鲁莽地终止我与我的朋友、客户们的亲密且令人愉快的合作。”(30)然而，这些关系很快就变得不那么令人愉快了。

格雷厄姆回忆说，尽管他对市场高位表示担心，却并没有因为这一看跌预感而有所行动。格雷厄姆－纽曼合伙公司在1929年经历了大

萧条，公司当时拥有250万美元的资本。他们还控制着250万美元的对冲头寸——通过卖空股票抵消长期持有的股票多头。此外，他们持有大约450万美元的多头头寸。格雷厄姆后来意识到，他们的举债经营非常糟糕。让原本错误的战术更雪上加霜的是，他们固执地认为自己拥有的股票足够廉价以至于能够抵御任何想象之中的冲击。

他们不负众望地度过了这次大萧条，在1929年的第四季度，资产仅损失了20%，这几乎是个奇迹。但在1930年，他们损失了50%，1931年是16%，1932年则是3%（这又是一次相对出色的表现），累积损失达到70%[(31)]。“我所自责的并不完全是我没有成功保护自身以抵御预料之中的经济危机，”格雷厄姆写道，“更多的是我不知不觉地陷入一种奢侈的生活方式，而这并不是我的性格或我的能力所能承受的。我很快意识到，物质上的快乐来自适度的生活标准，而这几乎在任何经济环境下都能够轻易达到。”——安全边际的原则又一次运用到了个人理财方面[(32)]。

学术界并没有马上把《证券分析》奉为价值投资的核心教材。在格雷厄姆和多德作出过突出贡献的领域，切尔西·博兰德在《证券分析》第一版问世的三年后出版了《普通股投资理论》一书，引用了53部著作和43位不同的作者的观点，但其中并没有格雷厄姆或者多德。

然而，埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）却得到了博兰德的充分重视和尊重。史密斯在其1924年出版的《普通股的长期投资》（*Common Stocks as Long Term Investments*）一书中，对“债券天生优于股票”的传统观点提出了挑战和质疑。史密斯论述道，美元（即使是1924年金本位制度下的美元）具有通货膨胀的倾向，这就意味着债权人不可避免地处于劣势地位，但普通股的持有者则不同。如果股票持有者投资的公司赚取了利润，而该公司的管理层决定保留一部分利润作为未来的投资，同时这些留存收益的投资又产

生了更多的未来利润，那么投资者的投资组合本金就会“以复利模式不断增长”(33)。

史密斯选择的时机是无可挑剔的。他的书出版不到一年，著名的柯立芝牛市（Coolidge bull market）就出现了。只有短短129页的《普通股的长期投资》，为不断攀升的市场提供了便捷的理论支持。普通股在长期能够表现得更好，这一观点成为美国投资原则的真理之一（在20世纪30年代，还没有人这样认为）。格雷厄姆的观点似乎与史密斯的理论强烈相悖，或者更确切地说，他反对史密斯不加批判地将理论运用于牛市。格雷厄姆阐述道，以10倍于收益的成本进行股票投资是一回事，以20到40倍于收益的成本进行投资又是另一回事。而且，史密斯的分析绕开了股票凭证背后有多少资产作支持这一重要问题，只是鼓吹人们狂热而不加批判地去买卖股票。最后，史密斯的论证中包含这样一条假设，即普通股能够在未来重现其过去的业绩表现。显然，格雷厄姆并不相信这一点（详见第450至451页）。

格雷厄姆是一个严厉的批评家，也是一个宽容的批评家。1939年，他为《政治经济学杂志》（*Journal of Political Economy*）评阅约翰·伯尔·威廉斯（John Burr Williams）的《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一文（对于华尔街见习作家而言是个不小的荣誉）。威廉斯的理论简明扼要，他指出，普通股的投资价值是基于其未来所有股息的现值。但威廉斯没有强调这些有分量的词汇背后的真实意义。以这些知识为武装，威廉斯希望投资者能够克制自己，不要再次过分炒作普通股。格雷厄姆的头脑兼具理学素养和行为金融意识，因此他对威廉斯的预测表示怀疑。他指出，运用威廉斯理论的难点在于，人们既要对未来的利率变动、利润增长轨迹作出预测，又要对增长停滞时股票的终值作出预测。格雷厄姆思索道：“人们不禁要问，这些漫无目的的假设能否经得起高度精确的数学计算推敲？”格雷厄姆喜欢以机智的语言作为文章的结尾，他盛赞威廉斯令人耳目一新的、清晰稳健的方法，并说：“作者的公式中毫不掩

饰其保守，但如果作者能够运用高等代数方法说服投资者对普通股股价持理性态度，作为评阅人，我非常乐意为高等代数投一票。”(34)

格雷厄姆在证券分析领域取得的专业意义上的成就，并不足以令该书再版五次。在我看来，这本书的人文关怀和幽默风趣才是其能够长盛不衰并打动一大帮忠实读者的关键，当然也包括我。在他那个时代的金融史上，华尔街还有比格雷厄姆的古典文学造诣更高的人吗？我敢像一个购买了极廉价股票的价值投资者那样，充满信心地拍着胸脯说：“没有。”

然而，在一定程度上，这位伟大的投资哲学家也是他那个时代的囚徒。他可以预见到，他自身的经历是独特的，大萧条仅仅只是一个反常现象。如果说有谁知道运用自身经验去预测不可预知的未来显得多么愚蠢，此人必定是格雷厄姆。然而，这位投资哲学国王在用了近千页的篇幅（这还不包括附录，它可是格雷厄姆投资哲学的金矿）去描述一个谨慎的风险规避的投资者如何才能在不同的宏观经济环境中赚取利润之后，却得到了一个非同寻常的结论。

“机构投资者呢？他们应该怎样投资呢？”格雷厄姆问道。起初，格雷厄姆避开了这个问题——在美国慈善与教育机构的资深金融家面前，他认为自己还不够资格去为他们的问题开药方，但随后他大胆冒险尝试。他写道：“我们认为，一个机构如果仅依靠高等级固定收益证券带来的微薄收益就能维持运营，那么它就应该将投资限定在这个领域内。即使过往普通股综合指数表现较好，能为此承担更大的责任，然而经常出现的不明朗因素仍然存疑，而这些与普通股投资是紧密相关的。”（见第833~834页）

这位伟大的价值投资者真的是这个意思吗？在经历了大萧条年代毁灭性的损失，又继续创造着卓越的长期投资业绩之后，他仍然认为普通股不值得投资吗？1940年，新的世界大战撼动着罗斯福政府的财政和货币政策，高等级公司债券的收益率仅为2.75%，而蓝筹股的收益

率为5.1%。格雷厄姆是不是想说，债券比股票更安全？好吧，他确实这样说过。上至圣贤，下至平民，人人都会犯错误，格雷厄姆亦不能避免，把它当成一个教训吧。

詹姆斯·格兰特（James Grant）

《格兰特利率观察家》杂志创始人与总编辑，已经在金融市场与数据分析领域笔耕30年。他是5本书的作者，其中包括金融家伯纳德·巴鲁克（Bernard M. Baruch）的传记《伯纳德·巴鲁克：一位天才的华尔街投资大师》（*Bernard M. Baruch: The Adventures of a Wall Street Legend*），畅销书《泡沫年代：全球金融体系的错乱根源》（*Mr. Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond*）。他还是一家主要投资于日本的对冲基金公司Nippon Partners的创始合伙人。

在引言中，格兰特从历史的角度把我们带回了格雷厄姆与多德的时代。他也是本书的特约编辑。

投资策略的难题

虽然严格说来，证券分析可以在不参照任何投资标准和程序的情况下进行，但这样的专业化操作是非常不现实的。对资产负债表和损益表的严格审查，对相关或类似项目的比较，对债券和优先股背后的条款以及保护性协议的研究，这些证券分析中的典型活动，应该与买卖的实际想法相结合，并始终如一地进行，同时也必须在一个更广义的投资原则或投机概念的背景下进行。在这项工作中，我们并不力求严格划分投资理论和分析技术之间的界限，而应该根据它们在金融世界中的紧密联系将这两个要素结合起来考虑。

如此看来，在展开我们的阐述之前，最好简明扼要地回顾一下证券购买者所面临的策略难题。这一讨论，至少在某种程度上会受到写下该章节时的现实情况的影响。但人们希望我们讨论的结果能尽可能富于变化，而不是简单地罗列过往的业绩和价值。事实上，我们认为变化这一因素在金融领域占据着核心的位置。为了更好地理解这一观点，我们将以列表的形式列举一些数据（见表0-1，图0-1和图0-2），用以阐明过去半个世纪以来股票价值和判断标准的波澜起伏。

表0-1　三个参考期间的金融和经济数据

时期	1911—1913年			1923—1925年			1936—1938年		
	最高值	最低值	平均值	最高值	最低值	平均值	最高值	最低值	平均值
商业指数[a]	118.8	94.6	107.9	174.9	136.0	157.9	164.9	106.0	137.0
债券收益率[b]	4.22%	4.02%	4.09%	4.82%	4.55%	4.68%	3.99%	3.36%	3.65%
工业股价指数[c]	121.6	92.2	107.6	198.6	128.6	153.4	293.4	124.8	211.1
道琼斯工业平均指数（每单位）：									
价格区间	94	72	82	159	86	112	194	97	149
收益	8.69美元	7.81美元	8.12美元	13.54美元	10.52美元	11.81美元	11.41美元	6.02美元	9.14美元
股息	5.69	4.50	5.13	7.08	5.51	6.13	8.15	4.84	6.66
市盈率[b]	11.6倍	8.9倍	10.1倍	13.5倍	7.3倍	9.5倍	21.2倍	10.6倍	16.3倍
股息率[b]	5.5%	7.1%	6.3%	3.9%	7.1%	5.5%	3.4%	6.9%	4.5%
美国钢铁公司：[d]									
价格区间	82	50	65	139	86	111	178	53	96
每股收益	11.00美元	5.70美元	7.53美元	16.40美元	11.80美元	13.70美元	11.22美元	3.30美元（亏）	3.33美元
每股股息	5.00	5.00	5.00	7.00	5.25	6.42	1.40	无	0.42
市盈率[b]	10.9倍	6.6倍	8.6倍	10.1倍	6.3倍	8.1倍	53.4倍	15.9倍	28.8倍
股息率[b]	6.1%	10.0%	7.7%	4.6%	7.5%	5.8%	0.2%	0.8%	0.4%
通用电气公司：[d]									
价格区间	196	142	172	524	262	368	1 580	664	1 070
每股收益	16.72美元	12.43美元	14.27美元	32.10美元	27.75美元	30.35美元	53.50美元	23.40美元	38.00美元
每股股息[e]	10.40	8.00	8.80	19.80	19.80	19.80	53.50	21.85	38.90
市盈率[b]	13.7倍	10.0倍	12.1倍	17.2倍	8.6倍	13.8倍	41.5倍	17.5倍	28.2倍
股息率[b]	4.5%	6.2%	5.1%	3.8%	7.5%	5.4%	2.5%	5.9%	3.6%

续表 0-1

时期	1911—1913年			1923—1925年			1936—1938年		
	最高值	最低值	平均值	最高值	最低值	平均值	最高值	最低值	平均值
美国制罐公司：[f]									
价格区间	47	9	25	297	74	150	828	414	612
每股收益	8.86美元	0.07美元	4.71美元	32.75美元	19.64美元	24.30美元	36.48美元	26.10美元	32.46美元
每股股息	无	无	无	7.00	5.00	6.00	30.00	24.00	26.00
市盈率[b]	10.0倍	1.9倍	5.3倍	12.2倍	3.0倍	6.2倍	25.5倍	12.7	18.8倍
股息率[b]	无	无	无	2.0%	8.1%	4.0%	3.1%	6.3%	4.2%
宾夕法尼亚铁路：									
价格区间	65	53	60	55	41	46	50	14	30
每股收益	4.64美元	4.14美元	4.33美元	6.23美元	3.82美元	5.07美元	2.94美元	0.84美元	1.95美元
每股股息	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.00	0.50	1.25
市盈率[b]	15.0倍	12.2倍	13.8倍	10.9倍	8.1倍	9.2倍	25.6倍	7.2倍	15.5倍
股息率[b]	4.6%	5.7%	5.0%	5.5%	7.3%	6.5%	2.5%	8.9%	4.1%
美国电话电报公司：									
价格区间	153	110	137	145	119	130	190	111	155
每股收益	9.58美元	8.64美元	9.26美元	11.79美元	11.31美元	11.48美元	9.62美元	8.16美元	9.05美元
每股股息	8.00	8.00	8.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
市盈率[b]	16.5倍	11.9倍	14.8倍	12.6倍	10.4倍	11.3倍	21.0倍	12.3倍	17.1倍
股息率[b]	5.2%	7.3%	5.8%	6.2%	7.6%	6.9%	4.7%	8.1%	5.8%

注：a. 商业活动和工业股票价格的艾克斯豪顿（Axe-Houghton）股价指数都未经趋势调整；10只高等级铁路债券的收益率——由艾克斯公司（E. W. Axe & Co.,

Inc.）提供。

b．每个时期的最高、最低和平均股价都与平均收益和股息进行比较。

c．1936—1938年的数据经过调整以反映高达40%的股息率。

d．数据经过调整，用以反映1913—1930年的各种股票股息和分拆，这相当于将1912年的1股换算成1936年的25股。

e．排除了1925年电力债券和股份公司（Electric Bond and Share Securities Corporation）的股息份额。

f．1936—1938年的数据经过调整以反映1926年的6股换1股交易。

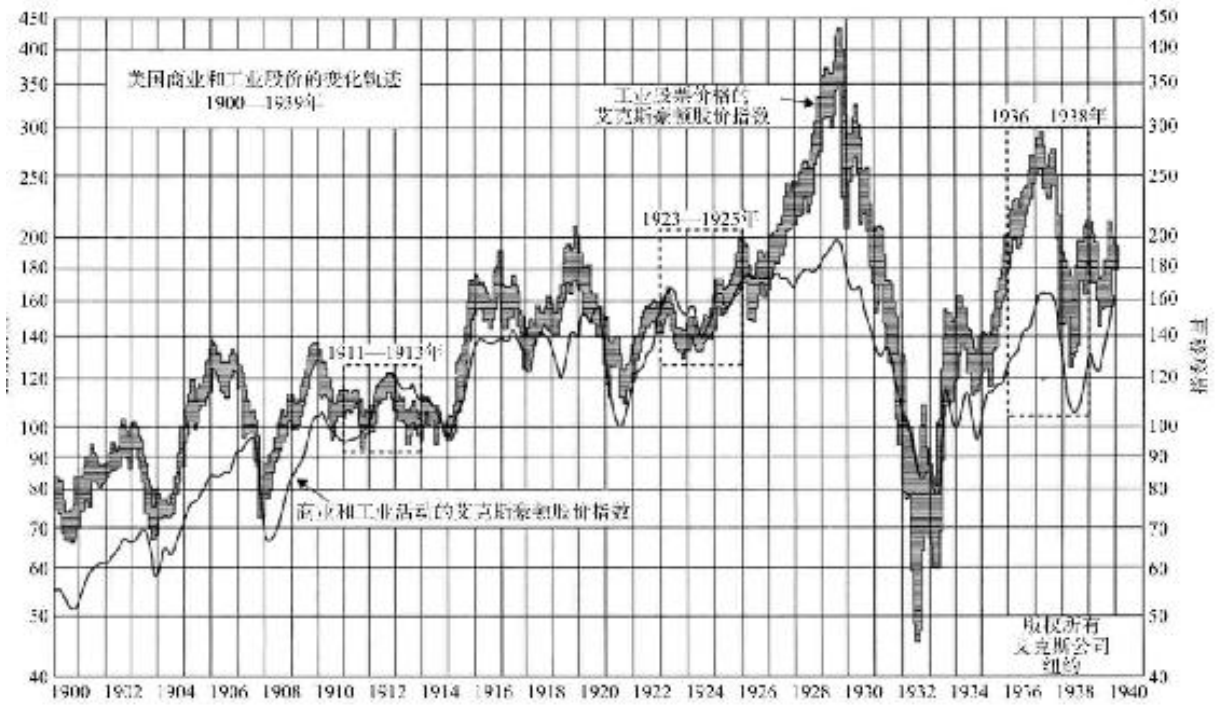


图0-1　1900—1939年美国股市走势图

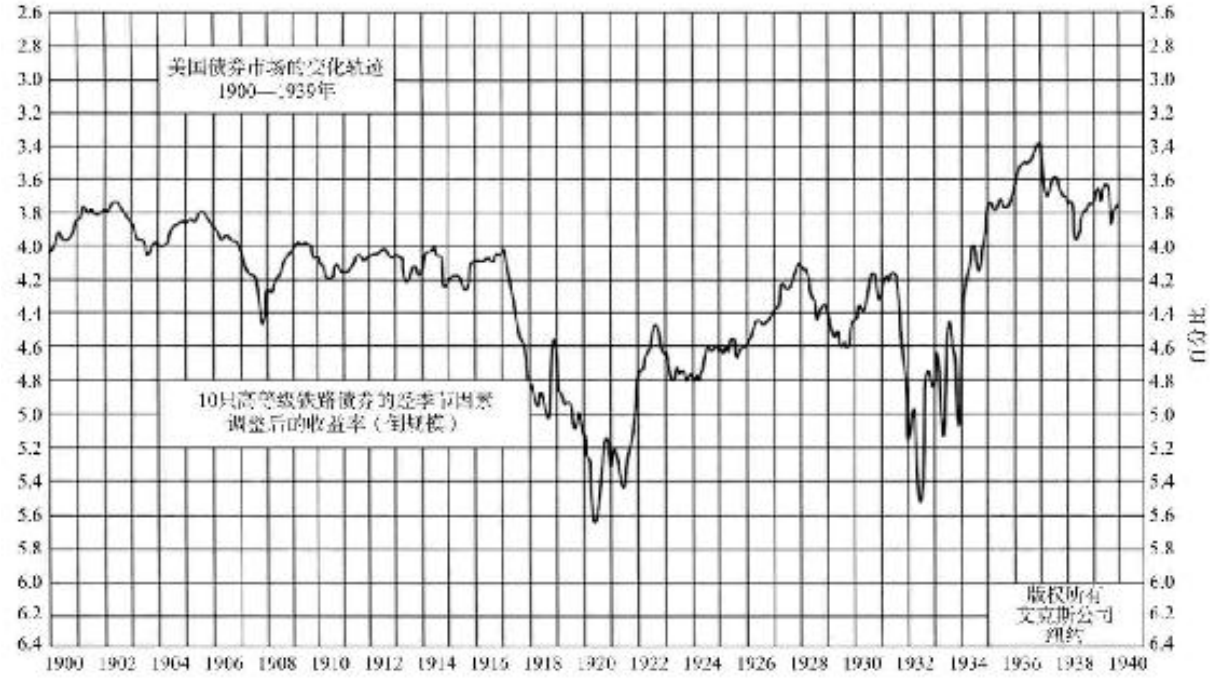


图0-2　1900—1939年美国债券市场走势图

选取三个参考时间段，分别为1911—1913年、1923—1925年、1936—1938年，它们都是股市最接近“正常”，或者说相对稳定的时期（如表0-1所示）。在第一个三年和第二个三年之间的时期，充斥着战争煎熬和虚假繁荣，紧接着是第一次世界大战后的经济停滞、通货膨胀和极度经济不景气。1925—1936年，又经历了“新繁荣经济时代”、大崩盘和大萧条，以及某种无序的复苏。但如果仔细审查这三个三年，一定会惊讶地发现，即便是在相对正常的时期，市场仍日趋向不稳定的方向发展。图0-1生动地展示了这一逐渐扩大的趋势，反映了一般商业和工业股票价格在我们讨论的三个三年中的波动情况。

仅从这些发展来推断未来市场将面临更大的不稳定是武断的。但对既成事实轻描淡写，草率地得出与1925年类似的观点，即我们将平稳地过渡到更稳定、更繁荣的时期，同样也是不明智的。这些时期似乎在呼吁人们谨慎地接受任何关于未来的和灵活开放投资策略的理

论，以这些警示作为引导，我们接下来简要地思考一些具体类型的投资难题。

A．投资高等级债券与优先股

如今的债券投资似乎比1913年呈现出更多令人困惑的难题，最主要的问题在于，如何在保证安全的条件下获得最高收益率。如果投资者仅满足于购买最低收益标准的证券（它们几乎都由铁路抵押贷款债券组成），他完全可以“闭着眼睛购买，然后就将它们抛诸脑后”。现在的投资者必须努力解决三重难题：利息和本金的安全性，未来的债券收益率和价格，以及未来的美元价值。要清楚描述这种困境很简单，但要很好地解决它们则几乎是不可能的。

1．**利息和本金的安全性。**过去20年间的两次严重大萧条，以及人们认为绝对安全的铁路证券的大规模崩盘，昭示着未来自鸣得意的证券投资者可能会遭遇突如其来的冲击。过去的“长期投资”认为无须担心变化、无须谨慎，毫无疑问，这种观点将永远消失。我们研究得出的结论是，通过足够严格的筛选标准和理性的反复审议，投资者可以避免大部分在过去困扰他们的严重损失，即使在萧条时期，投资者回收的利息和本金也都能达到令人满意的水平。仔细的筛选过程需要对前景的适当关注，但我们并不认为投资者需要具备极强的洞察力，或者必须将自己局限于那些特别承诺能够提供扩张性业绩的公司。实际上，这些观点也与投资高等级优先股密切相关，就像债券一样。

2．**未来的利率和债券价格。**长期债券和短期债券前所未有的低收益率都会引起投资者的担忧，但投资者并不会仅仅因为这些债券带来的利息收益太低就感到不满。如果这些低收益率被证明只是暂时的，随后会很快上升到以前的水平，长期债券的价格将下跌25%，甚至更多，这样的价格下跌大概相当于损失了10年的利息收益。在1934

年，我们认为必须非常认真地考虑这种损失发生的可能性，因为当时的低收益率只是不正常的商业表象。持续多年的低收益率，加上1936—1937年大规模的商业扩张，有力地证明了这种情况是资本过剩或政府财政政策，或者两者合力造成的必然结果。

随着1939年欧洲战争爆发，这一问题又增加了新的不确定性。第一次世界大战导致了利率的大幅度上升和高等级债券价格的剧烈下跌。1914年与1939年的情形有许多相似点，但也有许多不同之处，这也使得乐观的预测显得太过于冒险。显然，债券价格（从1940年早期的水平）很有可能发生大规模下跌。然而，采取一种不投资、等待该意外事件过去的策略，也招致了很多现实中的反对意见。面对这种不确定的情形，选择从购买日算起，到期时间不超过15年的证券，似乎是最合乎逻辑的行为。

对于小投资者来说，美国储蓄债券是一个完美的解决方案（同时也适用于前一难题），因为持有者的赎回选择权能够保护他们的利益，以避免债券价格下跌带来的损失。我们会在更详细的讨论中指出，这些新型债券的出现，真正改变了大多数债券购买者的地位。

3．**美元的价值。**如果投资者确定美元的购买力将大幅下降，他无疑应该购买普通股或者商品，而不是债券。由于通货膨胀在一般意义上仍有可能出现，典型的债券购买者的投资策略会更加令人困惑。支持或反对极端通货膨胀的争论都具有不同寻常的重要意义，我们必须在两者中做出抉择。1933年以来的价格运动轨迹似乎与我们对通货膨胀的担忧不相符，但过去并不能决定未来。谨慎会导致投资策略的妥协，即在投资组合中加入普通股或者有形资产，以抵御美元价值大幅下跌的风险。这样的混合策略本身就会引起严重的问题，所以在最后分析阶段，每个投资者必须根据自身情况就愿意承担哪种风险做出抉择。

B．投机性债券与优先股

这一类证券面临的难题并不是其独有的，但或多或少来源于债券和普通股投资，且介于两者之间。我们认为，购买投机性优先证券的一般原则与以前无异，分别是：

（1）本金损失的风险并不能仅由更高的收益率来抵消，还必须附加与风险相匹配的本金收益；

（2）将这些证券看作普通股，看清楚它们的限制性条款，而不是将之作为优先证券中较低等级的类别，是更为合理的做法。

C．普通股投资的难题

“普通股投机”一词并不难理解，但成功操作并不容易。投机者通过对整体市场、某只股票，或者公司业务未来的可能进展进行预测和判断，进而将自己的资金置于风险之中。近年来投机者面临的难题有了改变，但我们倾向于认为，成功所必需的素养和训练，以及有针对性的数学技能，自始至终仍然是投机者必须掌握的。但股票投机的难题，并不在这本书讨论的范畴之内。

目前的做法

我们暂且将普通股投资定义为，根据价值分析来购买普通股，同时根据本金安全的具体标准进行管理。如果我们参照目前的做法来识别这些标准，我们发现“好股票就是好投资”是一个比较模糊的概念。所谓“好”的股票无外乎满足以下几点：

（1）业绩良好、行业领先的公司，这些股票的组合能在将来产生良好的投资收益；

（2）任何财务状况良好的、未来盈利有望大幅增长的公司。

在1940年年初，可口可乐可以作为满足条件（1）的例子，雅培公司可以作为满足条件（2）的例子，而通用电气则两者均满足。

尽管股票市场对于购买或投资的普通股质量有非常明确和合乎逻辑的评判标准，但该标准决定了股票价格与其可决定价值之间的关系仍然是非常不确定的，甚至是几乎不存在的，资产负债表上的价值被认为与证券价值完全无关。只要存在明确趋势，（历史）平均盈利对企业价值的意义就不大。“市盈率”得到了各种各样的运用，有时用于过去，有时用于现在，有时用于不久的将来。但该比率本身几乎不能作为一种标准，因为它受到实际投资的控制，而不是反过来控制实际投资。换句话说，某一股票所谓的“合适的”市盈率不过是市场定义的，我们无法找到任何证据能够表明，从1926年到现在为止的任何时间，普通股投资者会因为市盈率非常高而出售他们持有的股票。

普通股投资者，包括几乎全部的信托投资公司如今的做法在多大程度上能被称为投资？由于控制标准的实际消失，所以我们不清楚。将之称为“对实力强劲公司的投机”也许更符合逻辑且有助于理解。当然，股票市场的这种“投资”的结果与过去的那些投机行为并无二致，除了可能没有安全边际以外。研究1929年大萧条以后的数据，通过对比1930年以来通用电气与一般普通股票的价格区间，我们可以更充分地证明以上说法。表0-2中的数据显示，通用电气的普通股在工业领域可能是最重要，并且毫无疑问是上市时间最长的股票，与普通股中的其他公司相比，通用电气的股票有着更大的价格变动幅度。

表0-2　1930—1939年通用电气普通股、道琼斯工业股票指数、标准统计工业股票指数的价格变动幅度　　（单位：美元）

年份	通用电气		道琼斯工业		标准统计工业[a]	
	最高价	最低价	最高价	最低价	最高价	最低价
1930	95.375	41.5	294.1	157.5	174.1	98.2
1931	54.75	22.875	194.4	73.8	119.1	48.5
1932	26.125	8.5	88.8	41.2	63.5	30.7
1933	30.25	10.5	108.7	50.2	92.2	36.5
1934	25.25	16.875	110.7	85.5	93.3	69.3
1935	40.875	20.5	148.4	96.7	113.2	72.8
1936	55	34.5	184.9	143.1	148.5	109.1
1937	64.875	34	194.4	113.6	158.7	84.2
1938	48	27.25	158.4	99.0	119.3	73.5
1939	44.625	31	155.9	121.4	118.3	86.7

注：a．1939年发行的350只成分股，以及1939年以前发行的347只成分股的每周股价指数（1926=100）。

股票市场认为通用电气1937年的市值为18.7亿美元，但仅仅一年后，公司的市值只剩下7.84亿美元，这一市场评判完全是无稽之谈。短短12个月时间里没有发生任何能够让这家大企业损失一半市值的大事，也没有投资者声称1937—1938年的收益下降会对公司未来造成永久性的影响。通用电气的股票能卖到64.875美元完全是因为公众的乐观态度，而以27.25美元的价格卖出，也是因为公众变得悲观。如果说这些价格反映了“投资价值”或者“投资者价值评估”，那简直就是对英语或常识的曲解，或者二者兼有。

四个难题

假设有一位普通股购买者需要寻找具体的投资标准以指导自己操作，那么他可以将注意力放在四个问题上：

（1）公司利润的未来走势；

（2）不同类别公司之间的质量差异；

（3）利率对于他所要求的股息率或回报率的影响；

（4）他的购买和出售行为在多大程度上会受到价格以外的时间因素的限制。

公司利润的未来走势。如果我们借鉴过去的经验来研究这些问题，最可能的反应是对就股票市场未来所有相关问题所作的判断，保持合理的质疑态度。表0-1中的数据很清楚地表明，1926年以前，市场在总体上低估了工业普通股的吸引力。它们的价格通常反映了对过去和现在收入的谨慎评估，但没有证据表明，该价格反映了作为快速扩张领域内的领先企业，其具备的增长可能性所带来的溢价。1913年，铁路和拖拉机占据了债券和股票投资的绝大部分，到了1925年，大部分的城市有轨电车投资遭遇了汽车行业发展的威胁。但即便如此，蒸汽铁路并没有遭受类似威胁的迹象。

事实上，当我们国家发展历程中最具影响力的因素（土地开发和人口的快速增长）不再发挥作用的时候，人们才达成普遍共识，首次提出普通股未来的成长性这一因素对股票市场的影响，同时承认我们的经济即将面临增长因素不稳定所带来的严峻问题。新时期的估值过高几乎蔓延到所有的证券，即便是那些收入增长持续时间过短而无法估价的证券，但人们最关心的仍然是公共设施和连锁集团。甚至到了1931年，人们仍然为这些证券开出过高的价格，表明人们还没有意识到这些证券的内在局限性，正如5年后市场没有意识到铁路债券和股票面临的形势已经发生了重大变化一样。

质量差异。1940年的股票市场有着鲜明的特点，这主要是基于最近的经验和较为明确的未来展望。市场比以往任何时候更倾向于青睐规模更大、实力更强的公司，这一趋势得到1929年以来的记录的印证。我们有理由相信，较好的萧条抵抗能力和较强的收入复苏能力，使得一流的公司比二流的公司更强。同时，市场也偏爱那些特定的工

业集团，包括这些集团中规模较小的公司。最突出的代表是化学股和航空股——前者通过研发可以获得非凡的业绩增长，而后者则拥有大量的军备订单。

尽管股票市场当前的这种偏好可以为人所理解，但也不免让怀疑者心存疑虑。首先要考虑的就是，表现突出的股票和不太受欢迎的股票的价格之间存在着不同寻常的差异。如果以1934—1939年的平均收益作为标准，“好股票”的售价大概是其他股票的两到三倍。就资产价值而言，这种分歧更大，因为那些受欢迎的证券显然能够为投入它们的资本赚取更多的收益。忽略资产价值的程度已达到非常严重的地步，就连流动资产都很少为人所注意，以至于即便是一家普通的企业，如果碰巧有大量的营运资本，也很可能以大大低于其清算价值的价格被出售。

“好股票”和其他股票的关系必须根据我们对美国商业的普遍预期来考虑，而对后者的任何预测都是非常不严谨的。但必须指出的是，过去15年的记录并不足以预测证券交易量和利润会有长期上涨的趋势。在参照过去来判断未来时我们必须认识到，与1924年相比，1940年已经完成了一个相对完整的转换。在早些年，产量的长期上升和数额的稳步提升都被认为是理所当然、情理之中的。但迄今为止，我们可以看到，1923—1925年的平均工业产量水平（该产量水平之前在联邦储备委员会对应的指数被定义为100[(35)]）现在仍然能够达到我们所能预测的正常水平。不用说，投资者不会否认新的长期上涨仍有可能出现，但关键问题在于，不能对此做过多期待。

如果这是现在股票市场的运行假设，那么它所依据的理念是，股票购买者普遍预期，大公司会通过牺牲小公司的利益获得进一步的增长，优势产业部门会通过牺牲其他产业部门的利益获得增长，这样的预期为某些公司股票的高价格，以及其他公司股票的低价格提供了理论依据。拥有良好的历史趋势和美好前景的公司的股票将比其他公司

的股票更值钱，这一点不言自明。但华尔街保持的这一偏好是否有些过头了，正如这个案例以及其他许多案例中说的那样，典型的大型成功企业也许不会受到以下两方面的限制：

（1）自身规模会妨碍其进一步增长；

（2）资本投资的高收益率使其容易受到冲击，这种冲击可能来自竞争，也可能来自监管。

无论是绝对意义上，还是相对于那些受欢迎的公司或行业来看，小型公司和相对不受欢迎行业的价值都极有可能被低估。这在理论上是成立的，因为在某些价格水平上，好股票的售价过高，而其他股票的售价则过低。极具说服力（即使不是那么确凿无误）的证据表明，1940年的市场上已经出现了这种（售价过高或过低）的现象，“好股票”的两个可能的弱点很可能已被其他相应的获利可能性平衡掉了。即使是在正常的市场环境下，大量证券以低于其净资产现值的价格出售，也强有力地说明了华尔街对大公司的偏好有些过头了。如果我们进一步分析，必然会意识到，小规模的上市公司是全国成百上千的、各种规模的私营企业的代表。显然，华尔街预测除了大公司外的其他商业活动都会持续衰退，而大公司却能够持续繁荣下去。在我们看来，这种持续繁荣在经济上是不可行的，在政治上也是不可能的。

人们在股票市场里太过偏好某些行业的现象也让我们产生了类似的疑虑。从事件的本质来看，这种事情肯定会做过头的——因为没有定量的指标来衡量公众喜好某事物的热情。不仅市场表现得过度乐观，人们对某些产业的极度偏好也令人觉得不可思议，结果这种情况很快发生逆转（如：1925年的面包烘烤业的股票，1927年的电台和制冷行业的股票，1928—1929年的公用事业和连锁集团的股票，1933年的酒类股票）。比较1939年投资者购买雅培公司股票的狂热和对美国家庭用品公司（American Home Products）的不屑一顾是非常有趣

的。作为制药企业的前者被认为拥有辉煌的前景，而后者则是前景黯淡。事实可能会证明，这种区分是正确而精明的，但只要人们还记得1927年市场对美国家庭用品公司及其行业内公司（尤其是兰伯特公司［Lambert］）的热情，就很难对这样的结果充满信心(36)。

利率。现在我们讨论第三个关键点，即普通股价格与利率的关系。与1923—1925年的情形相比，如果目前债券的低收益率是长期的，那么平均的股票收益率会相应下降，美元的预期收益能力则会相应地上升。表0-1中的道琼斯工业平均指数1936—1938年的数据显示了对收益更宽松的估价。从长期利率的变化来看，这种估价似乎已经被证明是有道理的。然而，令人困惑不解的问题接踵而至，利率水平是否下降与商业活动长期扩张的中止、与资本投入平均盈利能力的下降的关系并不密切。如果真是这样，股票价值中的借方因素的影响可能会超过低利率带来的信用因素的影响，而且，1936—1938年，美元的收益能力可能也不如其十年或五年前了。

时机因素。近年来我们越来越强调，在适当的时机买卖能带来满意的结果，而不仅仅是以好的价格买卖。早些时候，投资证券的价格波动幅度不大，买卖时机的考虑似乎并不重要。1924—1929年，人们对走势较好的股票的无限增长前景盲目自信，这种自信是极具误导性的，以至于人们认为任何买卖时机的错误判断都能被市场复苏和再创新高所矫正。过去十年，除了少数股票上涨外，股票市场在大幅波动中并未呈现出长期上涨趋势。在这样的条件下，毫不奇怪，成功的投资者就像成功的投机者一样，注重买入和卖出的时机选择。因此我们发现，现在，对主要的市场波动的预测已然成为普通股投资艺术不可分割的组成部分。

股票市场预测方法的有效性是一个被广泛研究并引发激烈争论的话题。在这一点上，我们必须对现有的概括性判断感到满意，这一判断反映了我们在调查时暴露出来的自我偏见。我们的观点是，除非买

入的时机与诱人的价格水平（可以通过分析标准来衡量）相联系，否则无法判断最佳的市场时机。类似地，投资者出售股票的信号不是来自所谓的技术市场信号，而是来自价格水平上升超过了一个客观的标准价值。在这些重要的限制下，股市预测技术的改进也许能带来更好的买卖时机和令人满意的投资结果。然而，我们不能避开以下结论，即被普遍接受的买卖时机选择原则——在股价回升已经确定无疑并显露出来以后进行购买，这从本质上与投资的基本要义是相悖的。传统的投资者是有耐心且能够按照自己的信念做事的人，他们在投机者急躁或沮丧地出售股票时买入。如果投资者现在变得踌躇不定，直到市场鼓励他买入才开始行动，那他与投机者还有何区别？又如何比一般的投机者赚取更多利润呢？

结论

我们对普通股购买者的具体投资标准的研究，得到的更多的是警示而非具体的建议。最终我们又回到了古老的原则，即投资者应该等到商业和市场不景气的时期再购买具有代表性的普通股，因为在其他时期不可能以这样的价格买入。如若不顾时机地买入，将来可能会追悔莫及。另一方面，除了牛市的全盛时期，成千上万的“二流公司”无论如何都能提供一些真实的投资机会，这一广阔但不太受欢迎的领域能够为真正感兴趣的投资者和聪明的证券分析师提供更多逻辑上的挑战。

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第一部分

证券分析综览及方法

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读一
必不可少的教诲

罗杰·洛温斯坦

美国顶级财经记者，畅销书《巴菲特传》作者

如果问现在的读者，20世纪80年代的垃圾债券、20世纪90年代末的科网股和21世纪的各种次级按揭贷款组合有什么共同点？第一个正确的答案是，它们的价格都经历了从高位暴跌至接近零的过程。世界上最“睿智”的对冲基金，长期资本管理公司（Long-Term Capital Management, LTCM）的声誉和资产净值也经历了同样过程。第二个正确的答案是，这些投资灾难都可能通过耐心阅读《证券分析》得以避免。格雷厄姆和多德于1934年合写了本书的第一版，在1940年进行了第一次修订，这个时间比“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯（Michael Milken）成为一个家喻户晓的名字早了约40年；比不需审查贷款申请人收入就为其提供的贷款（no-documentation mortgages），及浮动利率抵押贷款（adjustable rate mortgages）的热潮早了60多年。**作者倡导的不只是一般意义上的怀疑论，他们提出的是一系列具体训诫，其中每条训诫都可以防止一个到多个上述投资灾难和相关狂潮的出现。**

虽然这本书被严谨的投资者奉为经典，但我不认为它能够改变华尔街机构或公众的投机倾向。我认为即使是经验丰富的投资者，也可能表现得像初次驾车的年轻人一样——在听到“小心驾驶”“避开结冰路面”这样的忠告后置若罔闻，权当是父母的唠叨。他肯定不希望撞坏家里的车，但避免意外并不是他优先考虑的事，因为他不认为意外会发生在自己身上。与此相似，投资者常常只将注意力集中于赚钱，却对投资环境中无数潜在的风险置之不理。我怀疑那些误认为

“高收益必定来自高风险”的人一直将格雷厄姆和多德的话当作耳边风。但事实上，**避免严重的损失，是维持高复利增长的一个先决条件。**

在我25年的财经记者生涯中，我所知晓的能够一直获得丰厚利润的投资者，几乎都是格雷厄姆和多德的信徒。其中最有名的，当属沃伦·巴菲特，他也是最具说服力的实例。1950年，巴菲特成为格雷厄姆的学生，那时他还是个年仅20岁，瘦弱的年轻人。他曾向朋友透露过，他在哥伦比亚商学院两位“能人”（指的是本杰明·格雷厄姆及其助手戴维·多德）的指导下学习[(37)]。而几年后，他也是第一个承认涉足超出导师所熟知的股票领域的人。巴菲特是一个相机行事者，没有依葫芦画瓢地模仿他的恩师。他从格雷厄姆青睐的股票类型开始，如伯克希尔·哈撒韦公司——一个当时还苦苦挣扎在破产边缘的纺织品制造商。随后，他转向沃尔特·迪士尼（Walt Disney）和美国运通（American Express）等拥有较少的有形资产，但更具经济价值的公司。但他的投资理念始终坚持不变（即使因之选择的证券在变）。

后来，少数忠实的专业投资者和个人投资者坚持用这种投资方法取得了成功，也让《证券分析》成为投资者手中一张历久弥新的路线图。至今，本书仍可谓是投资者不可或缺的圣经，它提醒着投资者避开那些显而易见但十分危险的“结冰道路”。同时，它也是投资者不可多得的一部投资宝典，引领着投资者寻觅一些出众而安全的投资项目。

那些一边参加格雷厄姆所授课程，一边工作的投资者对此深信不疑。他们中的一些人曾中途溜出讲堂给经纪人打电话，交易格雷厄姆教授在课堂上举例子时提到的股票。一个后来取得成功的经纪人坚称，格雷厄姆的提示非常有价值，听他的课能赚足学费，可谓“课超所值”。无论这些记载是否属实，格雷厄姆确实是不可多得的集理论家和实践家于一身的学者。为了能更好地了解他的投资方法，我们先

简要地介绍一下他的特点。[(38)]在个人层面上，格雷厄姆是一个十分健忘的教授，他一心记挂着工作，甚至都意识不到自己穿的鞋子不是一双。同时，他也是古典文学的忠实爱好者，拉丁文和希腊文的研究者，西班牙语诗歌的翻译家。格雷厄姆对金钱没什么兴趣，但在学术上，他的好奇心无人能及。1914年从哥伦比亚大学毕业时，他同时得到了英语、数学和哲学的任教机会。但他听从了一名院长的建议，来到了华尔街。在这里工作时，他更像是面对学术界的另一个分支，一门遵循逻辑和可测试原则（尽管这些原则尚未被发现）的学科。他被资金管理深深吸引，并在该领域表现出色，最终将实践的成果融入他的写作和教学中。格雷厄姆花了二十多年的时间把他的投资理念凝练成了一门如欧式几何般严谨的学科。在这段时间里，市场经历了一个完整的经济周期——从20世纪20年代兴旺的大牛市，到20世纪30年代初黑暗的、接近毁灭的大萧条。

创立一个分析学科

读者不难从第1章的内容中找到格雷厄姆和多德提出的分析方法。事实上，这些分析方法是第一部分的奠基石，也是整本书的基础。两位作者承诺使用“已确立的原则和合理的逻辑”，或用他们的话叫“科学的方法”。但他们同时也承认，与法律或医学类似，投资不是硬科学，而是一门技能和机会同时发挥作用的学科。**在《证券分析》一书中，两位作者提供了最大化投资技能影响，最小化机遇影响的策略。**若你将你的投资组合寄望于运气，这本书不适合你。它主要面向投资者，而非投机者。格雷厄姆和多德对投资和投机的区分，亦为本书的重点。

当然，在格雷厄姆时期，投资者所处的环境与当今相比千差万别。当时的投资者遭受的是周期性的，且往往非常严重的经济萧条；有别于现在偶发的，且一般较为温和的经济衰退。他们对未来经济繁

荣没有太大信心，也没有关于特定证券的可靠信息。出于这些原因，他们更倾向于投资债券，特别是著名公司的债券，而不是投资股票。在行业中领跑的公司名单在几年，甚至几十年中都不会有太大变化。那时的美国，各行各业都受到越来越多的规范的约束，不似现在这般有活力。那时的华尔街是一个高级俱乐部，投资只是有钱人的游戏，而现在，投资已经成为一项大众活动。当年，投资机会的可选择范围也比现在窄。当时的“另类投资”可以理解成投资于新成立、尚未赚取任何利润的，但有机会扭亏为盈的公司。

市场发生的变化如此深刻，而这本20世纪30年代写的投资手册在今天却仍然适用，着实令人惊讶。但要注意，人性不会改变：人们仍然在狂躁的高点和抑郁的低点之间摇摆，渴求即时获利，却厌恶付出努力、认真研究和独立思考，现代投资者和他们的祖父辈，甚至曾祖父辈在这些方面都十分一致。无论是当时还是现在，大多数投资者的心魔（主要是情绪因素）都需要用纪律来克服。证券分析的要领，也没有太大的改变。

在20世纪30年代，普遍的观点认为：债券是安全的，适合“投资”，而股票是不安全的。格雷厄姆和多德不赞成这个机械呆板的规则。概括地说，他们反对单纯根据证券类型判断其风险程度的观点。他们认识到，企业为融资而发行的各种证券（包括优先债券、次级债券、优先股和普通股）并无天壤之别，而是息息相关的。虽然债券持有人比股东享有经济、法律方面的优先权是不争的事实，但他们指出：为债券持有人提供保障的是“负债公司偿还债务的能力”，而不是合同条款。因此，债券持有人的债权价值不可能超过该公司除去债务后所拥有的资产净值（不考虑利息开支提供的税盾）。

这点似乎是显而易见的，但在20世纪80年代末的垃圾债券狂潮中，美国联合百货公司（Federated Department Stores，旗下有布鲁明戴尔百货店[Bloomingdale]等多家高端零售商）的债权人却没有发

现这个问题。毫无羞耻之心的投资银行发现，它们可以不顾发行方的偿债能力，将垃圾债券出售给轻信投行及发行方的公众。1988年，联合百货公司接受了加拿大地产商和企业收购者罗伯·甘皮奥（Robert Campeau）的杠杆收购，这让该公司此后每年承受了6亿美元的利息费用。这个数字相当有意思，因为联合百货公司的年利润只有4亿美元[(39)]。因此，联合百货公司的债券违反了“债权人从公司所得不能超过其实际价值”这个规则（同时也有违常理）。不出两年，联合百货公司就申请破产，其债券暴跌。不用说，这些投资者肯定没有读过格雷厄姆和多德的书。

《证券分析》比现在的书籍花了更多的篇幅在债券上，这与大萧条年代的投资习惯相符（该时代的另一个特点是很少提及通货膨胀给债券持有人带来的风险）。但作者同时以犀利的笔锋抨击单纯根据证券类型对证券进行评估的做法。投资者可能已经克服（是过度克服）了对股票的恐惧，但他们又掉进了另一个同样简单的陷阱中，如假定投资于股市指数无论在过去还是将来始终都是精明的选择，以及直到最近才破灭的房地产“只升不降”的猜想。格雷厄姆和多德从未停止过对这种做法的声讨：**在某些价格上，任何证券都可以是一个合适的投资，但需要重申的是，没有什么证券单凭其形式就能确保安全，不是只要是“蓝筹股”（就是普遍受到尊重并被广泛持有的股票）就能保护投资者免受损失。**格雷厄姆和多德援引美国电话电报公司为例，其价格从1929年的每股494美元暴跌至大萧条时期每股36美元的低位。现在的读者则会想到贝尔大妈（Ma Bell）臭名昭著的“后代”朗讯科技（Lucent Technologies），[(40)]它在20世纪90年代末曾是蓝筹股中的蓝筹，机构投资者的宠儿，直到它的股价由80美元暴跌到不足1美元。

由美国电话电报公司的例子和20世纪20年代后期的狂潮可以看出，格雷厄姆和多德的投资准则不可能建立在知名度或声誉等“心理”因素上，否则，随着市场发展，会不断出现新的准则。这和20世

纪90年代末互联网泡沫时，所谓的投资者不断创立的新标准一样怪诞可怕。当时，新兴网络股的促销员声称，股票不再需要盈利；华尔街的精英公司，如摩根士丹利、高盛和美林等，都对兜售无望实现利润公司的债券完全没有顾虑。

谨防将希望资本化

当格雷厄姆和多德对“将仅凭推测的未来前景资本化”提出警告时，他们指的可能是20世纪末的传奇——为创立之初的网络科技公司（其中大部分尝试启动在线业务）提供种子资金的互联网资本集团（Internet Capital Group, ICG）。它投资了约47家这样的公司，总投资额约为3.5亿美元。随后，在1999年8月，ICG也以每股6美元的价格上市。到当年年底，在科网股热潮的带动下，其股价已经涨到了每股170美元。在这个价格下，ICG公司的价值为460亿美元。由于该公司除了在那些初创企业身上的投资之外几乎没有任何其他产业，这就意味着，市场假设其投资的47笔种子资金平均将产生至少百倍于投资额的回报，这就是所谓的“将希望资本化”！要知道，大多数投资者甚至倾尽一生，也未能实现百倍的回报。果然，ICG的股票在几年内就被市场重新定价为每股25美分。

这样的小故事虽然富有意义且能娱乐大众，但只是禁令型的——它只告诉我们什么不该做。只有当格雷厄姆和多德经多番讨论，划清了投资和投机之间的界限后，我们才第一次知道什么该做。“投资”（作者精心选择了这个词语）是一项“承诺本金安全和回报率令人满意”的操作。

这里最重要的词是“承诺”。它不意味着绝对的保证（终究有一些承诺不能兑现，有些投资会赔本），但意味着高度的确定性。没有人会说ICG曾“承诺”安全，但也许是因为这个案例太简单了。让我们来看一个历史更悠久，定价也更合理的公司，华盛顿互惠银行

（Washington Mutual，下文简称“华互”）。2006年年底，其大多数股东还将自己归类为“投资者”。华互规模庞大、在各地区均有分支机构，在2006年利润有轻微下滑之前，它的收益曾连续9年保持稳定增长。在那10年里，其股票价格也增长了一倍以上。

诚然，华互的资产组合中有大量的抵押贷款，包括次级抵押贷款。在美国各地，这些抵押贷款发放量的增加建立在一个日益脆弱的基础上（借款者信用存疑），违约情况已开始增加。但华互当时的声誉依然很高。据说它有最精密复杂的风险评估工具，而且其公开声明也足以安抚民心。华互的董事长在年终信中称赞他的公司的“定位是……在2007年取得更好的经营业绩”。无论是业余的还是专业的选股人，都顺理成章地将华互标榜为“投资”。

但格雷厄姆和多德坚持“安全性必定基于研究，源于准则”，特别是对公开的财务报表的研究。2006年，华互的年报显示，公司拥有200亿美元次级贷款，价值相当于其股东权益总额的80%（虽然华互没有明确将两者联系起来），而且次级抵押贷款投资组合在4年中增加了一倍。华互以往的做法是，将次贷打包为证券并出售给投资者，以将这类次级贷款从资产负债表上抹去。但要注意，如果拖欠率上升，投资者可能对次级贷款逐渐失去兴趣，华互最终会被次级贷套牢。后来，拖欠率果真逐步上升，次级贷款“不良率”在一年中跃升了50%，达到4年前的3倍。由于华互所放的贷款，许多都超过了房价的80%这个传统上限，这就意味着，如果房地产市场走弱，华互的一些客户将资不抵债，因而其拖欠风险尤为危急。

华互还拥有约1 000亿美元的传统抵押贷款（评级比次贷高），这个投资组合更大。但其中大部分并不是真正意义上的“传统”贷款。整个组合中六成抵押贷款的利率一年一调，这意味着客户可能面临大幅调高，甚至是负担不起的利率。华互声称，由于住宅价格稳步上升，贷款人物业被法院拍卖的可能性很小。这真可以称得上“坦诚相

告”，尤其是在该银行发现“过往5年的房价增值速度可能不会再持续下去”的情况下。事实上，房地产低迷已成为全民皆知的新闻。但华互孤注一掷，赌房地产市场将上行，结果楼市却在走下坡路。

仔细剖析这些披露的信息，看起来要费九牛二虎之力（华互的年报有194页），也确实有一定的工作量。但不厌其烦地看完华互年报的人必定不会得出华互能承诺安全的结论。因此，在房价下跌、次贷损失急剧升级的时候，信奉格雷厄姆和多德的投资者仍可免受其害。这种损失很快被证明是灾难性的。2007年年底，华互放弃了次级抵押贷款业务，裁员数千人。第四季度，该公司公告亏损近20亿美元，全年股票跌幅达70%。

由于市场趋势变化迅速（正如华互案例所示），格雷厄姆和多德劝诫读者要将投资建立在合理可靠的基础上，即以证券“内在价值”为基础进行投资。他们从未定义过这个术语（这点令人惊奇），但我们可以很容易地把握它的含义。“内在价值”是一个企业对“长期持有人”而言的价值。从逻辑上来说，它必须以长期持有人可以获得的现金流为基础，这有别于投机性评估得到的转售价值。

这个前提背后需要少许信仰支撑。偶尔，股票和债券的交易价低于其内在价值会带来机会，但认定证券价格迟早会恢复到内在价值，需要信仰支撑。（否则，为何投资于它们？）可以用一句通俗易懂的话来总结一下第一部分的核心内容：格雷厄姆和多德建议投资者寻找价格大幅低于内在价值的证券。

价值的范围

无论在当时还是在现在，困难都在于如何计算价值。我怀疑，作者是故意不给内在价值定义的，他们唯恐传达了“证券价值可被精准确定”的错误印象。考虑到人们预测（盈利报告、浪漫邂逅、天气变

化等各种事情）的能力有限，作者力劝投资者只需考虑一个价值范围。幸好，这已足够帮助投资者达到目的。援引格雷厄姆和多德的话：“很有可能只需通过观察，就能判断一个女人是否达到了投票的年纪，而无须知其岁数；或者判断一个男人的体重是否超标，而无须知其体重（见第82页）。”

精确估值并非必要，因为其目的是让买入价远低于内在价值，以提供安全边际。与负载相当于桥的最大承重量的货物过桥很可能是挑战命运一样，按股票的完全价值购入含有“投机成分”（因为价值计算可能会有所偏离）。

一个类似的警告是，有利的赔率不会赋予赌徒投资所需的安全要素。格雷厄姆和多德以虚拟的轮盘赌为例，它的赔率已转至19：18，对赌客有利。“如果赌客把赌注全部押在一个号上，略微有利的赔率也是无足轻重的”。事实上，即便赔率非常高，冒险把全副身家押在一局上也是很不明智的。

1998年，长期资本管理公司就下过这样一个，或者说一系列投注。它的每一笔交易都经过数学计算（基金由两位诺贝尔经济学奖得主坐镇），且过往经验表明，其每笔交易的赢面都比较大。然而，高杠杆之下，长期资本管理公司冒着远远超过它承受能力的风险。加之它的各种投注虽表面上无关，但实际上主题相连（每个赌注都押在债券的风险溢价将缩小上面）。一笔交易垮掉，全盘皆输，这家传奇的基金公司也随之退出舞台。

让我们回到何谓投资这个问题上来。一个广为流传的说法是，格雷厄姆和多德仅依靠公司的账面价值来确定安全阈值。内在价值衡量的是经济潜力（所有者可能从资产中获得的价值），而账面价值计算的是已投入的资产的价值(41)。仅有账面价值，还不能起到决定性的作用。如果你将相同的金额投资到两家汽车公司，比如说丰田汽车和通用汽车，那么两家公司的账面价值将是相等的，但其内在价值（或经

济价值）却有着很大的不同。格雷厄姆和多德没有犯这样的错误，他们直截了当地说，在预测股价走势方面，账面价值“从实用角度看几乎毫无价值”。

然而，以资产为基础对证券进行认真分析后，格雷厄姆经常发掘出满足“本金安全”原则的证券。20世纪30年代，市场非常低迷，以至于股票以低于其公司所持现金（甚至是减去债务后的净值）的价格出售的情况经常出现（这类似于购买一所附带着保险柜的房屋，所花的钱却比保险柜里的现金还少！）。如今这么超值的投资机会已经难得一见，因为对股市有兴趣的人越来越多，大量投资者时刻在电脑屏幕前搜索着这些超值的机会。

逢低吸纳

尽管如此，超值的投资机会仍然存在。当整个行业或板块的证券都被不分青红皂白地抛售时，个别股票往往是便宜的。例如，20世纪80年代初，储蓄和贷款业很不景气，主要原因是利率监管的上限取消后，储蓄机构不得不给短期存款支付高于长期贷款的利率。因此，为了募集更多的资金，互助储蓄银行（存款人所有）开始上市，并以非常低的价格出售股票。其中一个是塔科马联合储蓄银行（United Savings Bank of Tacoma，下文简称“塔科马”），成交价仅为账面价值的35%。虽然当时许多储蓄机构实力很弱，但塔科马盈利良好，且资金充足。“人们不了解塔科马，”一位熟谙内情的投资者说，“它刚（从互助所有权结构）转变过来，规模不大，还没有进入大众的视野。”不到一年，这位投资者的资金已是原来的五倍。

1997年，亚洲股市、汇市相继崩溃后，另一个机会却在向大家招手。不分好坏的抛售狂潮再现，格雷厄姆和多德的信奉者抓住机会，预订航班飞往香港、新加坡和吉隆坡。格雷格·亚历山大（Greg Alexander）是鲁安·坎尼夫－戈德法布基金（Ruane Cunniff &

Goldfarb）的管理人，在读遍他听说过的亚洲公司的年报后，认定最划算的投资机会在韩国。韩国此前不鼓励外国投资，因此资金尤为短缺。飞抵首尔后，格雷格还未适应时差，就清楚意识到这就是格雷厄姆和多德追随者的天堂。市场上超值的股票像枝头上熟透的水果，随手可得。当地的一家证券经纪商，新荣证券（Shinyoung Securities），在利率高峰期积存了高收益率的韩国政府债券，而当时其股票交易价竟不足账面价值的一半。令人惊讶的是，即使到了2004年，仍有一家叫大教（Daekyo）的家教公司，每股仅售20美元，却对应着22.66美元的现金资产外加持续经营业务。用格雷厄姆和多德的话说，这类股票承诺安全，因为其售价低于有形资产的价值。亚历山大买了十多只韩国的股票，其市价都在相当短的时间内成倍上升。

这种超值投资机会的争夺在美国更为激烈，但当市场中某个行业整体受到大趋势的负面影响时，仍可以找到一些超值的投资机会。例如，2001年的能源股很便宜（油价也很低）。格雷厄姆和多德不建议推测石油价格，因为油价取决于无数不确定因素，从石油输出国组织（OPEC）到中国经济的增速，再到天气等。但是，因为该行业不景气，钻井公司的售价甚至低于它们设备的价值。恩斯克国际（Ensco International）的成交价低于每股15美元，而其钻机的重置成本估计达每股35美元。帕特森－ UTI能源公司（Patterson-UTI Energy）拥有价值约28亿美元的350个钻机，该公司的市值却仅为10亿美元。投资者以巨大的折扣购得这些资产。虽然随后是石油价格的上涨推动这些股票价格上升，但关键点是，这笔投资不取决于石油价格。信仰格雷厄姆和多德的投资者是在可观的安全边际前提下购买这些股票的。

另一种更常见的选择资产的方式，是将企业的外壳层层剥离，直至各子公司层面。有时，子公司加总的价值会超过其母公司的市值。一个有趣的案例是2002年的埃克西尔能源公司（Xcel Energy）。埃克西尔能源公司拥有5个子公司，因此分析这只股票需要一些数学上的拆分解构（格雷厄姆天生擅长这类计算）。其中4个子公司是盈利状况良

好的公用事业机构；剩下的一个是负债累累，濒临破产的替代型能源供应商。母公司无须负责偿还子公司的债务。然而，受到安然倒闭的余波影响，投资者对公用事业控股的公司避之唯恐不及。“那时真是很奇怪，”一位对冲基金经理回忆道，“人们先抛售，后思考。市场是非理性的。”

当时，埃克西尔能源债券的成交价为56美分（因此，你可以用560美元买到母公司1 000美元的债券）。同时，这只债券的票面利率为7%，很有吸引力。但问题是埃克西尔能源公司是否能支付利息。一位对冲基金的投资者发现，埃克西尔能源公司在外发售的债券总额为10亿美元，其健康的子公司的账面价值为40亿美元（从公司信息披露中可以挖掘出无数这类非常有用的数据）。那么从账面上看，其资产足够赎回债券，且绰绰有余。于是，这位对冲基金投资者买下了他能找到的每一份埃克西尔能源债券。

已无债券可买时，这位投资者将目光转向埃克西尔能源公司的股票——因同样的原因，该公司的股票和债券一样不景气。该股票并非很安全（破产程序中，债券持有人优先获得偿付）。尽管如此，他经过计算之后，确信埃克西尔能源母公司不会申请破产。另外，盈利的子公司当时的利润为5亿美元，即每股收益超过1美元。而该公司股价为7美元，或者说市盈率低于7倍。因此，他一并购买了股票。

那家业绩不佳的子公司确实申请了破产，但一如所料，无损于母公司的价值。一年之内，随着对公用事业的恐慌消退，华尔街对埃克西尔能源重新估值，其债券价格从56美元涨至105美元，股价也一路飙升。这位投资者每笔埃克西尔能源的交易都赚了一倍。他的两个决策靠的都不是运气，而是将格雷厄姆和多德的投资理论作为量化的示范。该投资者称：“这是一个安全、稳定的行业，没有很大的商业周期风险，我想本杰明·格雷厄姆也是这样认为的。”

与埃克西尔能源公司这类谜题一样有趣的是大多数股票都是简单基于其盈利进行估值的。但实际上，这个过程并不“简单”。股票估值涉及计算公司往后每年的盈利能力，而不只是粗略了解它目前拥有资产的状况。格雷厄姆和多德勉强认同这种做法，说“勉强”，是因为未来不可能具有如当前一样的确定性。

预测现金流

无论信心多足，预测盈利都是非常困难的，最具指导意义的也只能是公司过去的盈利状况。但资本的收益总是波动的。企业盈利具有“天生不稳定的特质”，若要尝试估计，格雷厄姆和多德亦会蹙眉。由于技术发展飞速，许多高科技公司都是天生不稳定的，至少是不可预测的。20世纪90年代末，如果有人创造出更好的搜索引擎，雅虎将受到重创（后来谷歌确实做到了）。而麦当劳则不会面临这种风险，因为其业务主要依靠品牌，其实力在一两年间不会有太大变化，也没有人会重新发明汉堡包。不过，应当指出，即便是麦当劳也不能停滞不前。它最近推出浓咖啡，部分原因是为了击退星巴克这样的竞争对手。

但目前一些信奉格雷厄姆和多德的投资者错误地认为，所有高科技企业都是不可能分析清楚的，并因此视其为投资禁地（也许是因为巴菲特对高科技企业的厌恶广为人知）。这种木讷的规则违背了格雷厄姆和多德的信条：分析师应根据实际情况和公司特定的情况进行分析。亚马逊是一个符合格雷厄姆式分析的高科技公司。虽然业务只在网络上，但亚马逊本质上是一个零售商，它的估值方式可能与沃尔玛、西尔斯百货公司等完全相同。现在，又回到前面的问题，在给定的市场价下，企业能否提供充足的安全边际。亚马逊成立的时间不长，但其中绝大部分时间，它的股价被疯狂高估。在科网股泡沫破灭时，亚马逊的证券价格也崩溃了。大市崩盘后，有许多可怕的流言声

称亚马逊即将破产，但巴菲特买入了亚马逊的大幅折价的债券。债券价格随后回升到面值，巴菲特赚得钵满盆盈。另一个例子是英特尔，这家较成熟的制造商的芯片销售量随经济周期变化，与早年通用汽车公司的状况非常相似。事实上，英特尔现在存在的时间，远比格雷厄姆和多德写这本书时，通用汽车成立的历史长。

对于未来收益的估计（适用于任何行业），《证券分析》提供了两个重要的准则。

第一个准则，如上所述，具有稳定收益的公司更容易预测，因而估计结果更为可靠。不过，因为我们所处的世界越来越瞬息万变，所以这个准则还要做一点更新，即：公司盈利波动越大，在判断其未来时越要谨慎，在回溯其历史时也应看得更远。格雷厄姆和多德建议看10年。

第二个准则涉及盈利趋势的波动，至少是周期性的波动。因此，格雷厄姆和多德指出了一个重要（却被再三忽视）的区别。一家公司的平均盈利可以为预测未来提供粗略的指导；而相比之下，盈利趋势则不可靠得多。所以棒球迷都知道这个道理，一个击球距离在250码的击球手某个星期打出了300码的好成绩，并不意味着他一定会在赛季余下的比赛中也打出这么好的成绩。即使他做到了，他在下一年也存在回归常态的可能。但投资者被趋势诱惑——也许是他们想被诱惑，因为据格雷厄姆和多德观察发现，“在未来足够长的时间里，趋势可以产生任何期望实现的结果”。

为了理解平均值和趋势之间的区别，让我们来看看微软20世纪90年代后半期的每股收益。（把6月作为会计年度结束期。）

1995 年	0.16 美元
1996 年	0.23 美元
1997 年	0.36 美元
1998 年	0.46 美元
1999 年	0.77 美元
2000 年	0.91 美元

虽然此期间的平均值是0.48美元，但近期的数字更高，且呈现明显的上升趋势。用这个趋势预测未来，一个漫不经心的分析师在2000年世纪之交，可能会写下类似下列的数字：

1.10 美元
1.30 美元
1.55 美元

增减一点金额，就是这些所谓的分析师在做的事。2000年年初，基于盈利将继续飙升的预期，微软的股票交易价高于50美元。但2000年是新电脑订购周期的高峰，之后新订单下降，微软的收入随之锐减。2001年，每股收益为0.72美元；2002年，仅为0.50美元，几乎与其在20世纪90年代中期的平均值持平。股价因此跌入低谷，仅值20多美元。

但是，微软不是无信誉的互联网公司。20多年来，它一直盈利，而且除了2001—2002年周期性衰退以外，其收入一直在稳步增长。投资者只是对业务下滑反应过度，正如他们以前对利好消息反应过度一样。他们担心谷歌可能入侵微软的地盘，虽然这种担心很经不起推敲。微软继续称霸操作系统软件领域（事实上，它几乎一直垄断该业务），并产生着巨大的现金流。此外，由于它已不需要再投资，所以可以自由地支配这些现金。（相比之下，航空公司则必须不断地再投资于新飞机。）从这个角度看，微软生而是个好公司。到2007财政年度，它的市盈率只有15倍多，远低于其特许专营权所保证的内在价

值。当华尔街再次认清这一事实之后，微软的股价迅速从低点上升了50%。这也说明了价格和价值之间一直有着持久的、如双人舞般的关系。微软的证券价格较高时，它只是一个纯粹的投机选择；但在价格低时，则是可靠的投资良机。

《证券分析》一书中涉及的现金流内容，现在确实已经过时了。在20世纪30年代，公司并不需要公布现金流量表，也几乎没有公司会这样做。如今，详细的现金流量表是必须公布的，对认真的投资者而言也是不可或缺的。损益表提供公司的会计利润信息；现金流量表则报告资金流转信息。

像安然或美国废物管理公司（Waste Management）这样篡改账目的公司，总是能粉饰损益表一段时间，但它们不能操纵现金流。因此，当损益表和现金流量表开始出现分歧，就是公司盈利存疑的一个信号。光束公司（Sunbeam）是胸怀大志的、绰号“电锯”的艾尔·邓拉普（Al Dunlap）经营的家电制造商，根据当时的报告（由该公司自己报告），搅拌机的销售额大幅上升，但现金流却没有相应增加。后来事实证明，邓拉普撒了个弥天大谎。虽然他卖掉了光束公司，但光束公司不久后倒闭，而“电锯”也被美国证券交易委员会永久革除在上市公司担任主管或董事的资格。

同样，当朗讯的股票价比天高时，它销售出去的电话系统，特别是售往发展中国家的那部分，很多其实没有收回货款。事实上，这种推迟支付相当于是借款给客户。虽然这些“销售”被记到了盈利下面，但现金流量表又一次没能圆谎。

格雷厄姆之所以会发现这个问题，是因为未收项目在资产负债表上会成为应收账款，而他在阅读资产负债表方面是把好手。较损益表和现金流量表而言，格雷厄姆和多德更加重视记录财务某个时点情况的资产负债表。因为相比之下，前两类报表描绘的是上一个季度或上一年的变化，而这些信息可能是不可获得或不够详尽的。在20世纪40

年代，公布季度盈利的要求本身都是个新生事物，而损益表也不像今天这样内容充实，有着详细的注脚和对重大风险的讨论。

格雷厄姆对公开财务数据（尽管它们是他主要的资料来源）的补充来自对行业和政府出版物的高度兼收并蓄。研究煤炭行业的股票时，他会查阅美国煤炭委员会（U.S. Coal Commission）的报告；汽车行业则有《克拉姆汽车服务》（*Cram's Auto Service*）。对于当代的投资者而言，在大多数情况下，公开财务数据详尽又可靠。此外，如今的行业数据可以通过更多渠道获取。

因此，美国（当今）的证券投资者面临着格雷厄姆和多德难以想象的一个挑战。后者遭受了信息匮乏之苦，而当今的投资者则要面临信息过量之困。公司财务数据的公布更为频密，互联网上的信息也无穷无尽，种种资料的质量参差不齐，着实令人烦恼。剔除无关紧要的，甚至是根本错误的信息，或者确切地说，辨别出特别重要的信息，都是艰巨的挑战。其难度堪比要在股票跌价之前识别出朗讯的现金流问题或华互的次贷风险。

一个经验法则是，投资者应该在所研究的证券披露的信息上投入大量时间，亦要在竞争对手的报告上投入大量时间。重点不只是记住这些数字，而是要理解它们。正如我们已经看到的，资产负债表和现金流量表可以揭示盈利状况，这也是华尔街最关注的数据。

人与人的学习方式存在差异，因而没有一个对所有投资者而言都是绝对值得推荐的资料来源。沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）曾是格雷厄姆的雇员，后来自己成立公司，并成为著名的投资者。他和他的儿子兼合伙人埃德温（Edwin）共用一个电话，这样每个人都不会浪费太多时间讲电话。（施洛斯的办公室小得像个衣橱。）与施洛斯父子一样，许多投资者最适合团队工作。另一方面，众所周知，巴菲特总是独自待在奥马哈市朴实无华的办公室里工作；他的搭档查理·芒格，居住在奥马哈以西2 400千米的洛杉矶，他们每天联系一次。巴

菲特在很大程度上依靠自己经营。一些投资者严格依靠公开披露的财务信息，而另一些则做大量的调查走访。对冲基金经理埃迪·兰伯特（Eddie Lampert）在买下汽车零件零售商汽车地带（AutoZone）的控股权之前，走访了其旗下的数十家门店。这是兰伯特让自己放心的方式。

信息溢价

通常情况下，广为人知的公开信息让独家信息得到了更多的重视。独家信息最可能的来源（这里先向施洛斯表示抱歉）是电话。一些共同基金雇用曾做过记者的人深挖投资“独家新闻”。他们电话采访前雇员以获得对管理层坦率的评价，同时他们还与供应商和竞争对手交谈。某共同基金发现，一家卓越的金融公司新任首席执行官向合伙人坦承，他对接任工作感到紧张，因为他读不懂财务报表。这家基金本已关注该公司股票，但得知这个消息后立即对其失去了兴趣。虽然不是每个人都拥有聘请私人侦探的资源，但支付研究费用应该是完全没有问题的。一位积极进取的股票经纪人，为密切跟踪他的一只股票——琼斯苏打饮料公司（Jones Soda），特意与饮料贩售网点之一的星巴克的咖啡师聊天。当咖啡师告诉他，星巴克准备放弃这个品牌时，他迅速清仓。此外，某些信息只有从管理层对问题的即兴作答中才能收集到。但要事先声明的是，有一些高管会说谎。

格雷厄姆特别不信任高管（他不喜欢拜访管理层正是出于这个原因）。他和多德警告说：“客观考验管理能力的方法很少。”正如难以判断教练在球队的胜利中占多大功劳一样，确实很难说清公司的成功多大程度上应归因于高管。投资者往往把可能是由有利条件（或仅仅是运气好）带来的结果，归功于超凡的管理能力。在20世纪90年代初期和中期，可口可乐的盈利急速上升，积极宣传公司的首席执行官郭思达[(42)]被请上了《财富》杂志的封面。郭思达很有才能，他的能力

充分反映在可口可乐公司的盈利中，而这些盈利又进一步反映在了股票价格中。然而，投资者“得寸进尺”，将股价推高至45倍市盈率，皆因他们对管理层增加盈利充满信心。格雷厄姆和多德称此为“重复计算”，也就是说，投资者基于对管理者的信心购买股票，看到该股票上涨后，将此作为管理层能力的进一步证明从而认定股价会涨得更高。1997年，投资银行奥本海默（Oppenheimer）的一位分析师为郭思达所折服（郭思达在同年晚些时候与世长辞），他写到，可口可乐对“短期业绩有着绝对的控制”。(43)

有三点理由说明这样的信心是站不住脚的。第一，郭思达的才能已经作为考虑因素计入股价。第二，管理层“绝对控制”的说法，如神话一般缥缈，这在增幅收窄时就显而易见了。第三，它确实在一定程度上拥有控制权，但却是通过可疑的会计手段“控制”可口可乐的盈利。例如，可口可乐习惯把装瓶厂的股份出售并将利得计入营业利润，从而进行粉饰。认为郭思达是一个神奇的天才大师这样的说法是一个警告信号：它非但不能证明郭思达有能力让未来的盈利高入云霄，还对公司过去已经取得的收益提出了质疑。当真相浮出水面，可口可乐的股票陷入低谷达十年之久。

这样的例子表明，在今天，无论是投资风险，还是人性易受诱惑和易于犯错的弱点，一点儿都不比格雷厄姆和多德所处的时代少。目前的市场错综复杂，因此我们更需要一本直白详尽、逻辑性强、尤为审慎的投资指南，而这些正是作者的信仰。现将第一部分奉上——阐述内在价值的入门知识，探究投资与投机的差异，介绍格雷厄姆和多德的投资方法、哲学、谋略与指引、工具等。

罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）

美国顶级财经记者。他的文章经常发表在《纽约时报》《投资组合》《美国财经杂志》等权威财经杂志上。不仅如此，他还著有畅销书《巴菲特传》、《赌金者》（*When Genius Failed*）、《当美国变老》（*While America Aged*）、《华尔街的终结》（*The End of Wall Street*）。他还兼任红杉基金的外部董事。

在第一部分导读中，洛温斯坦向我们展示了他对于当代应用价值投资理念的真知灼见。

导读二
为什么价值投资适合中国

邱国鹭

高毅资产管理合伙企业董事长

对高毅资产的研究员以及高礼价值投资研究院的学员开展培训的过程中，我一直在思考应该选用一本什么样的书作为证券分析行业的入门阅读材料。比较了很多选项之后，我认为《证券分析》这本书可能是最好的培训教科书之一。它不仅提供了投资的方法论，还提供了投资的哲学和理念，能够帮助大家很好地把理论和实践相结合。纵观全书，格雷厄姆最主要的投资思想有三个：安全边际、市场先生、以实业的眼光投资。

本书的第一部分对一些基本问题进行了提纲挈领的分析，是对全书的综述，也是其他部分的基础。我曾给《格雷厄姆：华尔街教父回忆录》作过序，那本自传是对格雷厄姆一生经历的精彩回顾，读完可以了解他的投资方法产生的背景和原因。有些人把格雷厄姆的价值投资方法简单地归结为片面强调低估值的“烟蒂投资法”，其实他们忽视了格雷厄姆的投资思想产生的大背景是在大萧条之下。

《证券分析》采用的基础语言是会计用语，出发点是财务报表，它提供了一种可掌握、可运用的方式方法论，教给大家如何通过财务报表来进行基本面分析，而不仅仅是坐而论道。分析一个学生的能力可以通过分析他一段时间各科考试的综合平均成绩，分析一家公司也是类似的道理，我们通过一段较长时间的跟踪分析，可以大致评判这家公司的内在能力和内在价值。古希腊哲学家赫拉克利特说过，“人不能两次踏进同一条河流”，公司的护城河、核心竞争力、行业格

局、产业发展趋势也在不断地变化。特别是中国，在短短二十多年的时间里经历了别国上百年走过的路，从城镇化到城市化到工业化到信息化，中国的加速发展和变化，让我们在投资过程中面临更多的挑战。不过有变化并不代表经典的思想已经过时。凡事都有切入点，《证券分析》一书就提供了一个非常好的切入点。

我们知道，价格围绕内在价值波动，但内在价值看不见摸不着，我们能看见的是财务报表显示出的数据。公司的内在价值反映了公司的能力和本质，而财务报表的数据其实只是一种现象。就好比一个能力90分的学生，发挥优异时可能考95分，发挥失常时可能只考70分。现象能够反映本质，现象和本质都会变化，但是本质不如现象变化得快，核心是如何通过现象看本质。

我一直认为投资的三项基本要素是估值、品质和时机。在估值分析方面，《证券分析》一书提供了很多会计和定量的角度去解读和评判公司的基本面，从而解答公司的估值问题。判断公司品质的好坏则相对复杂，需要对行业的深入了解和多方面的积累，才可能透过财务报表挖掘公司更深一层的能力。比如，白酒在2013—2015年经历了较大的行业压力，体现为各家白酒上市公司的财报数据较差，但这并不会改变它商业模式非常好的本质。这类公司一把米一斤水就可以卖几百块钱，说明它们的品牌忠诚度、细分领域行业格局依然很好。再比如，2010—2011年市场认为医保改革将给医药行业带来巨大利好，开始爆炒医药股，那是风来了一拥而上的普涨行情。但其实各医药公司之间的分化非常大，创新药公司的竞争力强，而生产辅助用药和中药注射剂的一些公司竞争力相对较弱，会被逐步淘汰，未来还可能面临一致性评价无法通过的问题。虽然风来了垃圾也能飞，但是各家公司的内在能力差异巨大；虽然财务报表上看都在增长，但是有的公司是真正有能力，有的公司只是风口上的猪。

我们做证券分析时不能只停留在表面利润增长这个层面，而是需要透过财务报表去分析公司背后的能力。比如，2013年大家爆炒电影、游戏、P2P互联网金融，从报表的角度看这几个行业增速非常快，但几年过后一地鸡毛，本质是这些行业中的大多数企业的能力无法经受住时间的检验。那几年电影行业的票房每年增长约50%，从现象上看，基本面数据都很好，但从能力来看，定价权其实掌握在演员和导演的手里面。某部电影火了，演员和导演可以成立自己的工作室进行再创作，和制片公司没关系。手游也是类似的情形，一段时间的收入流水很高，但几个月以后老游戏没有人玩儿了，又要重新做新的游戏。P2P互联网金融更不用讲，当时说要颠覆银行，现在银行总资产200万亿了，而P2P互联网金融很多都跑路了，因为金融的本质是风控能力。《证券分析》一书为大家提供了一个分析公司的基本框架，但更重要的是能够让人们更深一层去看到报表背后的内在价值，而不是只看到报表层面的利润高增长这些现象。股价的波动本身也是一种现象，是财务数据的一种映射。

格雷厄姆提出的安全边际、市场先生、以实业的眼光投资这三个思想是相辅相成、辩证统一的。安全边际来源于两个方面：一个是基本面的低估值，另一个是基本面的坚实。另外，市场先生也是一种很好的说法。格雷厄姆曾形容，市场先生本身像一个极端的精神病人，有时候很乐观，会报出一个非常高的价格，有时候又很悲观，会报出一个非常低的价格，这种情形在A股市场屡见不鲜。我们要重点关注现象对本质的反映，股市至少是两层映射，第一层是价格对基本面数据的映射，第二层是基本面数据对内在价值和内生能力的映射。因为股价是两层映射的结果，所以它的波动度就特别大，这也说明了安全边际和市场先生两个思想的结合非常重要。正因为波动特别大，在价格通过两层映射对于内生价值存在明显低估的时候，就给了投资者一个很好的安全边际。如果以实业的眼光去投资，投资者就会更关注企业的本质，而不是简单地根据财报数据做出判断。企业的内在价值、核

心竞争力、护城河、行业格局、行业门槛、是否具备先发优势、管理层素质，这些是企业的内在，是第一层的内容，每季度、半年度、年度的财报是第二层的内容，而价格是第三层的内容。

这三个基本思想是我们做价值投资需要掌握的基本的逻辑思维框架，是道的层面；如何进行基本面分析和市场分析，是术的层面，有一定经济学或商科背景的人都能够完成。利用会计的方法去分析企业的基本面，一定程度上可以避免被管理层讲述的各种故事所误导。一个优秀企业的价值可以反映为较长一段时间的财务报表数据的高质量，例如，收入、利润的稳定增长，较高的净资产收益率水平。

价值投资在中国是适用的，而且从过去15年的历史来看，很多优秀价值投资人在中国的长期回报都很高。但是，在中国的资本市场，价格偏离价值的幅度经常很大，而且偏离的时间经常很长，所以在中国做价值投资非常考验投资人的定力和独立判断力。认真掌握《证券分析》这本书里的知识、技巧和投资理念，有助于形成这样的定力和独立判断力。基本面分析能力是价值投资的基础，《证券分析》这本书值得每一位价值投资者仔细研读。

邱国鹭

现任高毅资产管理合伙企业董事长。具有19年的基金业投资管理经验，曾任南方基金管理有限公司投资总监和投委会主席、普林瑟斯资本管理公司基金经理、奥泰尔领航者对冲基金合伙人、美国韦奇资本管理公司合伙人等职，曾获中国基金业20年最佳基金经理奖。所著的《投资中最简单的事》及合著的《投资中不简单的事》均曾登上金融投资类畅销书榜首。

01

证券分析的范围与局限以及内在价值的概念

分析，是指根据已确立的原则和合理的逻辑对可获得的事实进行仔细研究，并试图从中得出结论。这是科学研究方法的一部分。但是将分析应用于证券领域时，我们遇到了严重的障碍，因为投资在本质上并不是一门精确的科学。其实，法律和医学同样不是精确的科学，因为在这些领域中，个人技艺和机会都是决定成败的重要因素。然而，在法律和医学两个领域中，专业分析不仅有用，而且不可或缺。因此，在投资甚至投机领域应该也是如此。

在过去三十年里，华尔街证券分析的声誉经历了辉煌的崛起，也经历了耻辱的衰落——这段兴衰史与股价变化相关但并不同步。在1927年以前很长一段时间里，证券分析一直不断地向前发展，财务报告和统计数据分析得到了各方人士越来越多的重视。但是在始于1927年的“新时代”里，人们彻底放弃了分析方法。表面上看，事实和数字仍然受到重视，但实则却被一种伪分析所操纵，用以解释这一时期的假象。对头脑清醒的分析师来说，1929年10月的市场崩溃是意料之中的。然而这次股灾牵连的范围，以及对既有盈利能力的破坏程度，却超出了他们的想象。因此，最终的结果是，严谨的证券分析惨遭双重抹黑：

- 第一，市场崩溃之前，证券市值持续虚高，一“券”千金；
- 第二，市场崩溃之后，证券实际价值暴跌，一文不值。

1927—1933年的市场是如此非同寻常，以至于这段经验不大可能提供一个有效的标准来评判证券分析的效用。直到1933年以后，不同的评判观点才有了生存空间。我们相信，在债券和优先股领域，那些选择投资标的的合理原则已被证明较为有效，而在普通股领域，市场往往偏向于驳斥保守的观点，但反过来，许多分析时看似廉价的股票却表现得令人失望。另一方面，分析方法让人们有充分的理由相信，有代表性的股票的价格在1937年年初太高，一年后则太低。

证券分析的三大功能

证券分析的功能可以用三个标题来概括：描述功能、选择功能和评判功能。

描述功能

顾名思义，描述功能意指汇集某一证券有关的重要事实，并以连贯的、易于理解的方式把这些重要事实列举出来。对于市场上各种有价证券而言，手册、标准统计局（Standard Statistics）以及惠誉国际（Fitch）等已经充分地利用了这种功能。深入的描述性分析旨在揭示证券的优劣，将其特征与其他同类证券进行比较，对可能影响到其未来表现的因素进行评估。这种分析几乎适用于每一家公司的证券，而且由于它为判断提供了系统的事实基础，因而对投资乃至理性投机都有帮助。

选择功能

在选择功能中，证券分析更进一步，表达出明确的判断。它旨在确定某一证券是否应被购买、出售、持有或与其他证券进行交换。这

种较积极的分析最适合哪种类型的证券，在哪种情况下发挥作用呢？这项分析又会遇到什么样的障碍或限制呢？我们可以从一组实例入手，并以此为基础，进行更普适性的讨论。

分析判断的案例

1928年圣路易斯－旧金山铁路公司（St. Louis-San Francisco Railway Company）向公众大量发售票面利率为6%、售价为100美元的非累积优先股。历史记录显示，该公司没有一年的盈利能够达到固定费用与优先股股息之和的1.5倍。根据公认有效的选股标准，这只证券保护性不足，不应持有。

一个相反的案例：1932年6月，欧文斯－伊利诺伊公司（Owens-Illinois Glass Company）出售一只1939年到期、票面利率5%、售价70美元、到期收益率11%的债券。该公司的利润高于利息许多倍，不仅历史平均值如此，即使在严重的萧条时期也如此。该债券单靠流动资产就足以偿还。随后，公司还发行了普通股和优先股，即便是以最低的股价计算，这些股票也有巨大的总市值。通过分析，分析师认为这只证券非常稳定且价格极具吸引力，因而推荐投资者购买。

让我们举一个普通股方面的例子：1922年，航空证券兴起之前，莱特航空公司（Wright Aeronautical Corporation）的股票在纽约证券交易所的卖出价仅为8美元。但当时它的股息有1美元，有一段时间其每股收益超过2美元，每股现金资产甚至超过8美元。在这种情况下，分析师会毫不迟疑地确定该股内在价值远高于市场价格。

1928年，这只股票的价格已升至每股280美元。当时的股息为2美元，每股收益为8美元（在1927年为3.77美元），每股净资产低于50美元。对这一情景进行分析可得出结论：市场价格表现的大多是完全臆测的投资前景，换句话说，其内在价值远低于市场价格。

还有一种类型的分析结论可以通过对跨区快速地铁公司（Interborough Rapid Transit Company, I.R.T.）票面利率为5%的第一替续债券和票面利率为7%的抵押票据进行比较来说明。1933年，两种证券均以62美元的价格出售。利率7%的债券的价值显然大大超过利率5%的债券，因为每张1 000美元面值的7%票据都获得了面值1 736美元的5%债券的担保；且7%票据的本金已经到期，持有者有权选择全额兑付或出售抵押品获利。每张7%票据靠抵押品收到的年息约为87美元（实际上分配给了债券持有人），以至于7%票据的当期收益要大大高于5%债券。即使出现某些技术细节问题使得票据持有人不能及时、完全地主张他们的合同权利，也不会改变7%票据的内在价值大大超过5%债券这一事实。

另一个同类型的案例是1936年10月，派拉蒙电影公司（Paramount Pictures）以113美元销售的第一可转换优先股和同时以15.875美元销售的普通股之间的比较。持有人有权将1股优先股自由兑换成7股普通股，且累积股息为每股11美元左右。显然，优先股比普通股便宜，因为它会在普通股获得股息之前得到非常可观的股息，而且由于它可转换，持有者还可以充分享受普通股股价上升带来的好处。如果一个普通股的股东认同这种分析并将他的普通股按7：1的比例转换成优先股，他的股息和本金价值很快就会大幅增加。[(44)]

内在价值与价格

从上述例子可以看出，证券分析师的工作并非不能得到实用、具体的成果，而且他们的分析适用于各种各样的情况。在所有这些实例中，证券分析师似乎总是关注证券的内在价值，特别是内在价值和市场价格之间的差异。然而，我们必须认识到，内在价值是一个难以捉摸的概念。一般来说，内在价值是由资产、收益、股息等事实和可以确定的前景决定，有别于被人为操纵和狂热情绪扭曲的市场价格。但

是，臆测内在价值会像市场价格那样明确则是一个极大的错误。曾经有一段时间，人们认为内在价值（比如，一只普通股的内在价值）与“账面价值”基本一样，即它等于公允价值下的公司净资产。这种观点相当明确，但毫无实际价值，因为不论是平均收入还是平均市场价格，都不由账面价值决定。

内在价值与“盈利能力”

以上观点逐渐被一种新观点所取代，即一个企业的内在价值是由其盈利能力决定的。但“盈利能力”一词意味着对未来业绩的预期有十足的把握。仅仅知道过去的平均盈利能力，或是过去盈利能力表现出的明确的上升或下降趋势，都是不够的。必须有合理理由才能认为，这个平均盈利或升跌趋势能可靠地预测未来。经验表明，这个预测方法在很多例子中都是错误的。这意味着，我们无法放心地将明确的数字表示的“盈利能力”，以及由此衍生的、同样明确可查的内在价值概念，当作证券分析的一般前提。

案例

为了使这个推理更清楚，我们来看一个典型的例子。我们对1933年凯斯公司（J. I. Case Company）普通股的内在价值的分析将会有怎样的结果呢？该股票的市场价格是30美元，每股净资产为176美元，未支付股息；十年平均收益达到每股9.50美元，1932年的业绩是每股亏损17美元。如果遵循通常的估价方法，我们可能会用普通股十年内的每股平均盈利乘以10，得到95美元的内在价值。但是，让我们看看组成这10年平均值的具体数字（如表1-1所示）。很显然，平均值9.50美元只是从10个无关的数字得出的算术

结果，很难让人相信这个结果反映了这家公司过去的典型情况，或预测了其未来的趋势。因此，任何从这个平均值得出的“真实价值”或“内在价值”都是随机的或是虚假的。(45)

表1-1　凯斯公司普通股每股收益　　（单位：美元）

1932 年	17.40（亏损）
1931 年	2.90（亏损）
1930 年	11.00
1929 年	20.40
1928 年	26.90
1927 年	26.00
1926 年	23.30
1925 年	15.30
1924 年	5.90（亏损）
1923 年	2.10（亏损）
平均值	9.50

内在价值在证券分析中的作用

阐述内在价值在证券分析中的作用，有助于我们理清各个看似矛盾的例子。最重要的一点是，证券分析并不是为了确定某只证券的内在价值，而是为了证明其内在价值是足够的，例如能够为债券提供保障或者能够为购买股票提供依据。证券分析也可以用来确定证券的内在价值，或者该值大大高于或低于市场价格。要实现这一目的，只需对内在价值有个大致的估计。打个简单的比喻，我们很有可能只需通过观察，就能判断一个女人是否达到了投票的年纪，而无须知其岁数；或者判断一个男人的体重是否超标，而无须知其体重。

简要地回顾一下我们的例子，上述观点可能会变得更清晰。拒绝购买圣路易斯－旧金山铁路公司的优先股，并不需要对这个铁路系统的内在价值进行精确计算。它的盈余记录已表明，扣除了债权人的利

息和优先股股东的股息之后剩余的价值太小，因而不足以保障投资的安全性。欧文斯－伊利诺伊公司票面利率为5%的债券的情况却刚好相反。要对该公司进行公允精确的估值非常困难，但要判断该公司价值是否远超公司债务则相当容易。

在莱特航空公司的案例中，公司早期的情况证明公司价值远超过每股8美元，或共计1 800 000美元。数年后，事实也同样确凿地表明其价值达不到每股280美元，共计70 000 000美元。分析师无法确定莱特航空1922年每股的实际价值是20美元还是40美元，也难以确定1929年每股的实际价值是50美元还是80美元。但幸运的是，分析师没有必要精确地估计出每股的实际价值便可得出结论，即每股8美元有吸引力，而每股280美元没有吸引力。

凯斯公司的例子说明了更为典型的普通股情况，即分析师无法就内在价值与市场价格的关系得出一个可靠的结论。但即便如此，如果价格过高或过低，还是可以得出结论的。由于存在这种不确定性，在1933年年初很难确定该公司普通股的内在价值是接近30美元还是130美元。然而，如果股票以每股10美元的低价出售，那毋庸置疑，分析师将判断该公司股票的内在价值高于市场价格。

内在价值概念的灵活性

上述例子说明了将内在价值概念用于证券分析时是多么灵活。根据不同的情况，内在价值的概念或多或少会有些差别，差异的程度可以用假设性的“近似值范围”来表示。当市场前景不确定性增加时，“近似值范围”会扩大。例如，1922年，莱特航空公司的证券的价值范围为20美元到40美元，而1933年凯斯公司的证券的价值范围为30美元到130美元。即使内在价值的概念非常模糊，但当证券的估值大大偏离其价值范围时，我们仍然能得出结论。

特殊情况下概念更加明确

相比上文中其他案例，跨区快速地铁公司的案例更能清楚地说明这一点。在这个案例中，可以用票面利率5%的债券的市场价格对7%票据进行非常明确的估值。如果能确定抵押票据持有人可以获得抵押品，那么7%票据价值1 736美元，5%债券价值1 000美元，这个数学比例关系最终会在市场上体现出来。但是由于市场上种种复杂情况，这个关系可能不会完全实现。因此，在现实中，不能说7%票据的价值一定比5%债券高74%，但可以确定7%票据的价值高于5%债券。当两种证券以相同的价格出售时，这是一个非常有用的结论。

跨区快速地铁公司证券的例子是一个比较特殊的案例，在这个案例中，利用内在价值的分析可能会比平常情况得出更为明确的结论。在这个特殊情况下，可能会涉及清算，或引起“套利”“对冲”等技术操作。理论上说，这些技术操作可能是分析师工作中最令人满意的领域。但从更广泛的投资理论和实践上看，由于它们具有特殊性且不常出现，因此相对不太重要。

证券分析过程中的主要障碍

分析师不可能永远都是对的。此外，某个结论在逻辑上可能是正确的，但在实际应用中效果却很差。证券分析过程中主要面临以下三大障碍：

（a）数据不足或不准确；

（b）未来的不确定性；

（c）市场的非理性行为。

a．**数据不足或不准确。**第一个障碍虽然严重，但却不是最重要的。故意伪造数据的情况很罕见；大部分失实谎报是因为使用了会计手段，而优秀的分析师能识破这些手段。隐瞒比谎报更普遍，但随着多项法规的实施，隐瞒的程度已经大大降低。纽约证券交易所和美国证券交易委员会先后要求公司对会计实务进行更完整的信息披露以及更充分的补充说明。若仍有重要信息被隐瞒，分析师应该可以凭经验和技巧注意到这个问题。事实上，如果分析师通过适当的调查和施压，仍不能查明事实，那他应将该隐瞒事项考虑在内。毫无疑问，隐瞒有时无法察觉出来，并会因此导致错误的结论。

b．**未来的不确定性。**更多的时候，障碍是源于不断变化的未来。根据事实和明确的前景得出的分析结论可能由于事情出现新的发展而失效，由此引出这样一个问题：证券分析在预测条件变化方面的作用到底有多大？在对分析过程中涉及的各种因素进行讨论之前，我们暂不考虑这个问题。未来的变化显然是难以预测的，证券分析通常需要假设过去的记录至少能为未来提供一个粗略的指引。对这个假设的质疑越多，分析的价值越少。因此，将这项技术应用于优先证券比应用于普通股更为有效，因为优先证券是不受环境变化影响的；同理，将之应用于稳定的业务比应用于频繁变化的业务更为有效；最后，将之应用于正常情况下比应用于不确定性大、变化剧烈的情况下更为有效。

c．**市场的非理性行为。**证券分析的第三个障碍在于市场本身。从某种意义上说，市场和未来一样难以把握，分析师对这两者既不能预测也不能控制。但分析师的成功很大程度上还是依赖于这两方面。人们可能会认为，投资分析师的主要工作与证券的市场价格关系不大，他们的主要任务是选择优质的、有固定利息收益的债券，并通过调查判断利息和本金的安全性。证券的购买者不应该过于关注后续的市场价格波动，而只需留意这些债券是否仍是良好的投资工具。在我们看来，这种传统的看待投资者的观点是不正确的，而且有点虚伪。

证券持有人，无论其持有的证券有什么特性，都会对市场行情感兴趣，这个事实可以从投资实务中强调变现能力这一点得到证实。如果某只证券的市场流动性是重要的，那么有一个吸引人的价格则更为重要。相比投机者，高等级债券的投资者较少关注市场波动。然而，即便不考虑财务方面的影响，市场价格波动对于投资者仍有强烈的心理影响。因此，即使是在分析高等级证券，分析师除了要考虑到影响证券基本安全的因素，也还必须考虑到任何可能对市场价格产生不利影响的因素。

分析师的一部分工作是寻找可能被低估或被高估的证券，这与市场价格直接相关，因为他的判断是否准确很大程度上取决于证券最终的市场价格。这种分析工作建立在双重假设之上：第一，市场价格经常偏离证券的真正价值；第二，当这些偏差存在时，市场会有一个自我纠正的趋势。即使华尔街常常高调谈论“市场的判断绝对可靠”，并声称“股票的价值就是出售的价格，既不多也不少”，但第一项假设所阐述的是几乎确凿无疑的事实。

价值调整速度缓慢的风险

第二项假设在理论上同样是正确的，但在现实中的结果往往是最不理想的。因疏忽或偏见引起的对某一证券价值的低估可能会持续很长时间，而由于投资过热或人为的刺激因素造成的价值高估同样有可能会持续很长时间。分析师面临的风险是，由于存在这样的延误，新的决定因素在市场价格尚未回归到分析师判断的价值之前，可能已经出现。换句话说，等到价格最终反映了分析师判断的价值时，这个价值可能已经发生了很大变化，分析师做出投资决定所基于的事实和理由可能已经不再适用。

分析员必须想方设法地规避这种风险：

- 方法一是注重挑选不大可能突然发生变化的情况；
- 方法二是着重挑选那些具备公众吸引力的证券，一旦分析师识别出价值因素，公众会迅速做出反应；
- 方法三是通过调整自己的分析以适应一般的金融市场情况——在商业和市场条件平稳时更注重寻找被低估的证券，而在市场压力异常和不确定的情况下，更加谨慎行事。

内在价值与市场价格的关系

通过图1-1可以清楚看到证券内在价值与市场价格的关系，该图追踪了市场价格的影响因素和形成步骤。从图中可以明显地看出，我们所说的分析因素对市场价格的影响是局部的、间接的——所谓局部，是因为纯粹的投机性因素经常从相反的方向影响价格；所谓间接，是因为它要通过人们的投资情绪和决定才能影响证券的市场价格。换句话说，市场不是一个天平，不能根据每只证券的特性来精确、客观地记录它们的价值。相反，我们应该称市场为一个投票机，由无数的个人参与选择，这些选择部分出于理性，部分出于感性。

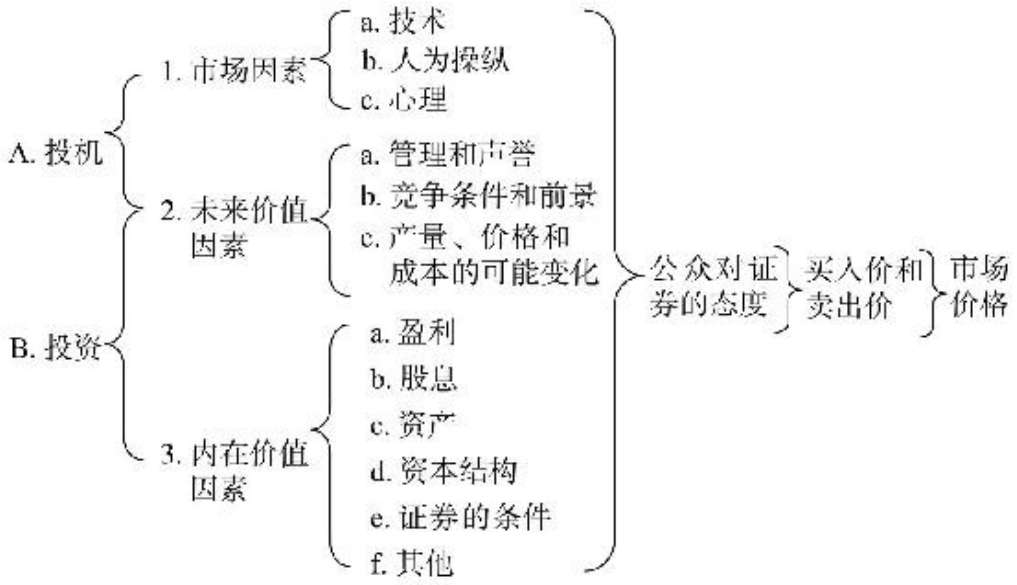


图1-1　内在价值因素与市场价格的关系

Ⅰ．一般市场因素

Ⅱ．个体因素

证券分析与投机的区别

人们可能会认为，合理的分析在任何情况下都应该产生成功的结果，即便是在不确定性很大、风险很高的投机活动中。如果用于投机的证券是在对公司情况进行专门研究的基础上选出来的，难道这种方法就不能给投机者带来明显的优势吗？在承认未来情况不确定的前提下，市场有利和不利的发展是否能够或多或少地相互抵消，使得最初的合理分析所建立起的优势平均而言能带来一些利润？这个说法似是而非，具有欺骗性，分析师若轻易接受这一说法，将误入歧途。因此，在力主依赖分析进行投机之前，我们有必要详细讨论一些正确的观点。

首先，“投机机制”对投机者十分不利，其危害可能超过分析研究带来的好处。这些不利包括为交易支付佣金和利息费用，即“买卖价差”，以及最重要的平均损失超过平均利润这个先天趋势，除非采用与分析方法相背离的特定交易技术来避免该趋势。

其次，在投机情况下，基本分析因素容易发生迅速而突然的变化。未待到市场价格反映其价值，证券的内在价值可能已经发生了变化。与投资情况相比，这个风险在投机活动中要严重得多。

最后，依赖分析进行投机的第三个阻碍来源于未知因素，这些因素有必要从证券分析中分离出来。理论上讲，这些未知因素有利还是不利的概率应该是均等的，因而长期来看它们能够相互抵消。例如，两家同业公司尽管有着相似的前景，但通过盈利的比较分析，我

们不难确定哪家公司的证券售价更低。不过，表面上极具吸引力的证券之所以售价低廉，很可能是因为另有一些尚未披露，但熟知公司内幕者已知的不利因素，而价格看似高于其相对价值的证券也可能因为类似的原因。在投机活动中，知道内情的人往往具备这个优势，从而使得市场的有利和不利变化能互相抵消的假设失效，而不了解内情的分析师的胜算则不大。(46)

随机因素的增多会降低证券分析的价值

依赖分析进行投机的最后一个障碍，虽然理由较为抽象，但其现实意义非常重大。即使我们承认分析会给投机者带来数学上的优势，但也不能保证他一定会获得利润。投机行为仍然存在风险，在任何情况下，都有可能出现亏损；而投机操作结束后，也很难确定分析师的建议是有益的还是有害的。因此，分析师在投机领域的作用是不确定的，还有点缺乏职业尊严。这就好像分析师和命运女神在投机这架钢琴上演奏一曲二重奏，所有的曲调都是由善变的女神决定的。

我们再举一个更为具体的例子，以帮助人们理解为什么分析从本质上说更适用于投资，而不是投机。（我们假设本章中的“投资”意味着预期安全，而“投机”则代表着承认风险。我们将在后面的章节中对此进行更详细的探究。）在蒙特卡洛轮盘赌中，赌场主的赔率为19对18。所以，赌客每下注37美元，赌场主平均可以赢得1美元。那些未受过训练的投资者或投机者面对的赔率也是如此。我们假设，通过一些分析，一个轮盘赌赌客能够在有限的赌博次数中，扭转赌场主的赔率使之变为18对19，从而有利于自己。如果他将赌注平均押在所有的数字上，那么无论结果是哪一个，他肯定会赢得一笔稳健的收入。这种操作可以比喻为在有利的市场环境下，根据合理的分析进行投资。

但如果赌客把赌注全部押在某一个数字上，与他所选的号码是否被选中相比，略微有利于他的赔率便显得无足轻重了。如果幸运的话，他的“分析”能帮他赢得多一点；但如果不幸运的话，他的分析就没有价值了。这个例子也许略带夸张，但它诠释了分析师在实际投机操作中的角色。确切地说，由分析带来的数学优势，在投资领域能够确保良好的效果，但在投机这种运气起压倒性作用的领域，则有可能被证明是完全无效的。

因此可以认为，在投机方面，分析不具有指导作用，它仅是一种辅助手段。只有在运气属于次要因素的领域，分析师才可能发出权威的声音，并对自己的分析判断的结果负责。

评判功能

金融投资的原理和公司金融的方法都属于证券分析的领域。将标准应用于事实，便能得到分析判断的结果。因此，分析师需要关注所选标准的合理性和实用性；还需关注证券，尤其是债券和优先股是否有足够的保障性条款；并重点关注执行这些保障条款的方法是否为公认金融实务的一部分。

对于分析师来说，公正地介绍事实是一件非常重要的事，而这意味着他必定会对会计方法进行评判。最后，他还必须关心公司策略对证券持有人的影响，因为他分析的证券的价值在很大程度上取决于公司的管理行为，其中包括公司资本结构、股息和扩张策略、管理层报酬，甚至包括是继续经营还是清算无利可图的业务。

基于以上各种观点，证券分析能够提供严谨的判断，避免错误，纠正滥用，并更好地保护债券或股票持有人的利益。

02

分析问题的基本要素以及定量和定性因素

在第1章中，我们站在分析师的角度，根据他们的目的，提出了一些用于分析的概念和材料。现在，我们问一下正在工作的分析师，他在选择解决特定问题的方法时，主要考虑了哪些要素？面对五花八门的待处理信息，他应持怎样的基本态度？

四个基本要素

证券分析的目的是回答或者帮助回答一些非常现实的问题。其中最常见的有：为了达到某个确定的目的，应该购买什么样的证券？应该买进、卖出，还是持有证券*S*呢？

所有这些问题都离不开四个基本要素。它们是：

- 证券；
- 价格；
- 时间；
- 人。

上述两类问题可以被更完整地表述为：投资者*I*是否应在*T*时刻以价格*P*买入（或售出，或持有）证券*S*？这又引出了关于四个因素相对

重要性的讨论。为方便阐述，下文将按照从后向前的顺序来考虑它们。

个人因素

每一次证券买卖都或多或少地涉及个人因素，其中最主要的是有意购买者的财务状况。一项对于商人而言有吸引力的投机性买卖，绝不是收入有限的受托人或寡妇想涉及的。对于那些不能从票面利率3.5%的美国自由公债（United States Liberty）中享受免税优惠的投资者而言，他们宁可投资于需要缴税但收益率较高的政府证券。(47)

还有一些个人特性可能也会影响个人对证券的选择，包括：财务素养和能力、性格以及偏好。虽说这些因素有时确实是至关重要的，但它们通常不是分析中的决定性因素。分析得出的结论大部分与主体无关，对投资者或投机者同样适用。

时间因素

分析证券的时间对分析结论的影响可能是多种多样的。公司的表现或前景在不同的时间段里可能有差异，而这些变化中的情况势必会影响分析师对证券的看法。此外，质量和收益率是用来选择证券的两个标准，它们（尤其是后者）通常会随着金融形势变化。1931年6月，最高等级的铁路债券的收益率为5%，这似乎是很有吸引力的，因为该类债券的平均收益率为4.32%。但同样的收益率在6个月后就没有任何吸引力了，因为此时这类债券的价格大幅下降，平均收益率已上升至5.86%。最后，几乎所有的证券投资都在一定程度上受到当时金融和商业前景展望的影响。在投机活动中，这些因素起到决定性的作用；在保守投资中，通常应该忽视这些要素，但在经济萧条、前景不明朗时，却又不能忽略它们。

作为一门学科，证券分析必须确保其采用的原则和方法在任何时候（至少在所有正常情况下）都是有效的。然而，须牢记在心的是，分析方法的实际运用要根据不断变化的市场环境进行调整。

价格因素

价格分析是完整的证券研究不可或缺的一部分。在选择优质的投资级别债券时，价格通常是一个从属的因素。这不是因为价格因素无足轻重，而是因为在实际操作中这类债券的价格极少过高。这时，分析重点几乎都放在“证券是否足够安全”上。但在特殊情况下，如购买高等级可转债时，价格和安全程度可能同等重要。例如，美国电话电报公司1939年到期、收益率为4.5%的可转债在1929年的市值超过200美元。该债券的本金（按面值计）及利息无疑是安全的，但若以这个价格购买该证券承担的风险极大。事实上，其市值随后跌至不足原来的一半。(48)

在投资普通股时，更有必要考虑价格因素，因为以错误价格买入证券带来的风险不亚于买入错误的证券。我们将在后文指出，新时代的投资理论忽略了价格因素的作用，这可能会造成灾难性的后果。

证券因素：企业特征与证券条件（价格、条款及状况等）

现在，我们从不同的角度来重申问题，以便更清楚地展示证券因素和价格因素在投资决策中扮演的角色。我们不再问：（1）买哪只证券？（2）以什么价格买？我们改为问：（1）买哪家企业发行的证券？（2）基于什么条件购买证券？这样我们能够更加全面均衡地比较分析中的两个基本要素。投资或投机的“条款”，指的不仅是证券的价格，还有证券当时的条件以及状况（或表现）。

证券条件缺乏吸引力的例子

即便是最稳健的企业发行的证券，其条件也可能是不合理的或对投资者不利的。在1929年以前很长的一段时间里，城市房地产的价值稳步增长，被许多人视为“最安全”的投资渠道。但在1929年，纽约市房地产开发公司的优先股的购买者可能会面临非常不利的证券条件，这些条件足以令行业本身的各种有利因素荡然无存。一只典型的这类股票可归纳如下：[(49)]

- 证券条款：该证券是优先股，位列大额的第一抵押权债券之后，不享有股息或本金支付的绝对权利。它位列普通股之前，但由于普通股基本不涉及现金投资，所以普通股股东在亏损时并没有什么实质损失，获利的空间却很大；而优先股股东可能满盘皆输，即便是获利也仅能分得一小部分。
- 证券状况：该证券募集的资金是用于一个新的建筑项目。这座建筑的建设成本异常高，而且没有储备金或者其他非优先资本作为资金困难时的缓冲。
- 证券价格：该优先股的股息率为6%，比房地产第二抵押权债券的回报率低得多；而且房地产第二抵押权债券还拥有诸多其他优势。[(50)]

证券条件具有吸引力的例子

研究近年来电力和照明行业的融资情况，我们发现有无数案例可以证明：基本面极具吸引力的企业也会发行条件不优厚的证券。但布鲁克林联合高架铁路公司（Brooklyn Union Elevated Railroad）的案例则是一个例外。该公司发行的1950年到期、票面利率为5%的第一抵押权债券，在1932年的售价为60美元，到期收益率为9.85%。这属于

布鲁克林－曼哈顿运输系统（Brooklyn-Manhattan Transit System）的债务。公共交通运输（或者说电气化铁路）行业长期以来一直不被看好，主要是因为汽车的竞争以及管制、收费合约的压力。因此，相对来说，这个证券代表的企业不具备吸引力。然而，有利的证券条件却可能使之成为令人满意的证券，如下所示：

- 证券条款：该公司和纽约市签订的合同约定，债券的利息是该公司和纽约市两者共有的地铁和高架铁路系统盈利的第一位扣减项目，这意味着投资规模远大于债券的规模。
- 证券状况：除了上述非常特殊的保障外，债券发行方还是一家稳定的、盈利能力强的公司。
- 证券价格：购买时机适合的话，该债券收益率可以高于布鲁克林－曼哈顿运输股份有限公司（Brooklyn-Manhattan Transit Corporation, BMT）1968年到期的、票面利率为6%的后偿债券。（1932年，后者在最低价68美元处的收益率为9%，而布鲁克林联合高架铁路利息率为5%的债券(51)，收益率达9.85%）

证券条件和企业特征的相对重要性

上文对企业特征和证券条件的区分，引出了两者中哪个更为重要的问题。投资于企业有吸引力但条件欠佳的证券，与投资于企业不具吸引力但条件理想的证券，哪个选择更好呢？流行的看法是毫不犹豫地选择前者。但这样做是出于直观感觉，而非逻辑分析。长期以来的经验显示，大部分投资者在以过高价格购买绩优企业的证券方面的损失，比为获得较高收益或利润购买不良企业的证券的损失更少。

然而，从分析的角度来看，这个经验结论并没有解决问题。它只证明了一个适用于所有商品的规则，即未受过训练的买家最好购买信

誉卓著的商品，即便可能要付出较高的价格。无须赘言，此规则对行家里手而言并不适用，因为他会通过检验来判断商品质量，而不仅仅依靠其信誉。如果标的物能够满足要求，而且价格也具有足够的吸引力，行家甚至会牺牲一定程度的质量来获得价格上的优惠。这种区别在购买证券和购买油漆或手表时同样适用。由此我们得出两个相对不同的原则，一个适用于未受过训练的投资者，另一个只适用于分析师。

- 适用于未受过训练的投资者的原则：不论证券的条件如何，都不要把钱投资于不良的企业。
- 适用于分析师的原则：几乎每一个证券都可能在某个价格水平上具备投资价值，而在另一价格水平上则不值得投资。

前文批评了过分强调选择企业的做法，理由如下：

- 第一，这种做法的结果通常是为好的证券支付过高的价格；
- 第二，这样做可能会选择错误的企业，因为在未来，企业在行业中的地位可能会发生变化。

投资者更喜欢规模大、经营良好、记录优良，且预计未来盈利会增加的企业，这是很自然合理的。但这些期望，虽然看似有理有据，却往往无法实现。昨日的龙头企业，很多在今天已远远落后。类似的故事在明天很可能重新上演。最令人印象深刻的例证就是铁路类公司的相对投资地位在过去二十年里持续下降。企业地位的评判，部分依事实而定，部分见仁见智。近年来的事实证明，投资界的观点善变且不可靠。1929年，普遍观点认为西屋电气公司（Westinghouse Electric and Manufacturing Company）在行业内处于领先地位。但两年后，其股票售价却比净流动资产还要低得多，表明其未来盈利能

力受到普遍质疑。大西洋与太平洋茶叶公司（Great Atlantic and Pacific Tea Company）在1929年被视为奇迹企业，其股价高达494美元，但到1938年已骤降至36美元。没过几天，其普通股总市值竟低于其现金资产价值，优先股价值也可以由其他流动性资产充分保障。

这些考虑并未否认前文“未受过训练的投资者应该专注于最优质企业”的原则。但应该认识到，这种选股偏好是因为对初学者而言，其他做法会有更大的风险，而不是因为最受欢迎的证券一定就是最安全的。分析师需要密切关注市场判断以及受大众青睐的企业，但同时必须保持独立和批判的视角。只要理由充分且有说服力，即便有些证券很受欢迎，分析师也应毫不犹豫地放弃；即使是不受大众欢迎的证券，分析师也可以坚定地支持。

分析中的定量与定性因素

证券分析涉及对业务的分析。这样的分析研究可以做到无限细致，因此出于成本的考虑，应当根据客观条件、可行性来确定分析的深度。考虑购买一个1 000美元债券的投资者当然不需要像一家考虑购买50万美元大宗证券的大型保险公司那样，对证券进行全面透彻的分析。而相比之下，保险公司做的研究仍没有债券发行银行做得那么详尽。或者简单来说，选择一只收益率只有3%的高等级债券，比试图找一只收益率达到6%的安全性良好的证券或无可争议的超值普通股，需要做的深入分析更少。

分析技术和深度应视证券的特征和目的而定

分析师应必备的素质包括把握使用技术的分寸。在选择和处理分析材料时，不仅要考虑材料的重要性和可靠性，还要考虑其可得性和便利性。一方面，分析师一定不能被海量数据所误导而花大力气研究

不重要的材料。另一方面，一些重要信息，并不是分析师能凭一己之力获得的，因此分析师经常要接受重要信息不足的事实，这也是完整的“业务分析”中经常遇到的问题。例如，企业在多大程度上依赖于专利保护、地理优势或有利但却不可持续的劳动条件，这些信息都不易获取。

数据的价值随企业类型而变化

分析师必须承认，研究企业的类型不同，同类研究数据的价值也会截然不同。铁路或大型连锁企业的五年毛利或净利记录，即便不是决定性因素，至少也可以作为测定优先证券的安全性和普通股的吸引力的充分根据。而较小的石油生产公司提供的同类统计数字，可能非但不能提供有用信息，反而会引起误导。因为毛利或净利主要取决于价格和产量，而这两个因素的未来值很可能与过去大相径庭。

分析中的定量与定性因素

有时将分析中的因素分为定量和定性两类是很方便的。

定量因素即指公司的各类统计数据，包括损益表和资产负债表中的所有有用的项目，还包括和以下方面相关的其他数据，如产量、单位价格、成本、产能、未完成订单等。这些五花八门的统计数据还可以被归入下列子类：

- 资本；
- 盈利和股息；
- 资产和负债；
- 营运统计数字。

定性因素则涉及以下事项，包括业务性质，企业在行业中的地位，个体情况，地理位置，经营特点，管理风格，以及企业、行业和一般业务的前景。公司的报告中通常不会涉及这类问题。分析师必须从可信度参差不齐的（包括大量纯粹的主观信息）、门类繁多的信息来源中寻找自己的答案。

一般来说，定量因素比定性因素更适合深入分析。定量因素数量较少，更容易获得，也更适合形成明确、可靠的结论。此外，财务业绩可以概括成许多定性因素，因此对于定性因素的详细研究并不会增加什么重要的信息。典型的证券分析报告，如经纪商的通告或统计服务公司发布的报告，都只浅显概要地叙述定性因素，而将大部分篇幅留给了数字。

定性因素：业务性质和未来前景

定性因素强调最多的是业务性质和管理风格。这两点极其重要，分析师却很难作出明智的处理。业务性质这个概念包含着关于企业未来前景的总体看法。大多数人对于“好公司”都有相当明确的概念。这些看法建立在财务业绩，对该行业特定情况的认识，以及推测或偏见上。

1923—1929年的普遍繁荣时期的大部分时间里，相当一批主要行业的发展相对滞后。这些行业包括雪茄、煤炭、棉制品、化肥、皮革、木材、肉类包装、造纸、航运、城市轨道交通、制糖以及羊毛制品。它们逐渐滞后的根本原因通常是竞争产品或服务的发展（如煤炭、棉织品、城市轨道交通），产能过剩和贸易方式混乱（如纸张、木材、糖）。在同一时期，其他行业的繁荣程度则远远超过平均水平，如罐头制造商、连锁店、卷烟生产商、电影、公用事业。它们表现优越的主要原因是不寻常的需求增长（香烟、电影），缺乏竞争或

控制竞争（公用事业、罐头制造商），以及强于竞争对手的竞争能力（连锁店）。

人们认为表现得比平均水平糟的行业就是处于“不利的状态”，自然而然要避而远之；而那些表现优秀的行业则处于“有利的状态”。这种看法是合情合理的，但这类结论可能往往是错误的。无论是一般行业，还是特定行业，异常好的或特别糟的情况不会永远持续下去。市场的矫正力量无处不在，它的存在能改变一些行业无利可图的状况，同时减少另一些行业的超额利润。

需求不断增加的行业可能会因供应增长更快而受挫，无线电、航空、电制冷、公交运输、真丝针织品等行业就是这样。百货公司在1922年被看好，全凭它们在1920—1921年萧条中的出色表现，但在随后的几年中它们并没有保持这种优势。公用事业在1919年的大繁荣中因为成本高而备受冷落；却在1927—1929年成为投机者和投资者的最爱；但到了1933—1938年，对通货膨胀、利率调控和政府直接竞争的忧虑再次破坏了公众对它们的信心。此外，在1933年，长期低迷的棉织行业突然比其他大多数行业更加快速地向前发展。

管理因素

我们认同选择“优秀行业”的重要性，但同时也应意识到这绝非易事。挑选精明能干的管理层也一样困难。对管理能力的客观测试并不多见，而且很不科学。在大多数情况下，投资者必须依靠名望判断管理层的能力，但也可能出现盛名难副的情况。最能证明管理能力的证据就是在一段时间里企业的业绩比同行优秀，但这又把我们带回到量化数据的问题上。

股票市场评估中往往有重复计算管理因素的倾向。股票价格包含了良好的管理产生的高额盈利以及单独考虑的“良好管理”的大幅溢

价。这种“两次计数的伎俩”，是高估股价的一个常见原因。

未来盈利的趋势

近年来，盈利趋势的重要性日益凸显。利润不断增加固然是个好现象。但是，金融理论更进一步，通过把过去的趋势延续到未来，然后将这一假设作为评估该业务的基础并预测其未来盈利情况。由于在这个过程中使用了数字，人们便误认为这是有“数学根据”的。过去表现出的趋势是事实，但“未来的趋势”只是一种假设。前文提及的不利于维持异常繁荣或萧条的因素，同样也不利于维持上升或下降趋势的无限期延续。在趋势变得清楚明朗时，改变趋势的条件可能也已经成熟了。

关于未来，可能会有反对意见说，预计过去的趋势可以持续，同预期过去的平均水平会重复一样，都是合乎逻辑的。这或许是事实，但并不意味着分析趋势比分析个别数据或者平均数据更为有用。因为证券分析不假定过去的平均水平将会重复，只认为它为未来预期提供了一个粗略的指标。然而趋势并不能作为一个粗略的指标，它明确地预测结果是更好还是更坏，因此非对即错。

这种区别与分析师的态度有重要关系。假设在1929年，一条铁路过去7年的平均盈利为利息费用的3倍。分析师会将这一点作为其债券稳健可靠的一个重要标志。这是基于定量数据和标准的判断。不过，这个平均值并不代表该铁路未来7年的盈利将是平均利息费用的3倍。它只是表明，盈利不太可能下降至远低于3倍利息费用，以至于危及债券的偿付。在几乎每一个实际案例中，这样的结论都被证明是正确的，即便是在随后发生的经济大萧条中。

还有一个类似的、根据趋势做出了投资判断的例子。1929年，几乎所有的公用事业系统的盈利都持续增长，但金字塔型资本结构产生

的高昂的固定费用几乎耗尽了它们所有的净利润。一些投资者购买了大量公用事业系统的债券，因为他们相信盈利一定会继续增加，即使安全边际小也没有关系。就这样，他们对未来进行了明确的预测，并据此做出投资判断。一旦预测错误（正如该案例的实际情况），他们必将遭受严重损失。

趋势为定性因素

在下文对普通股估值的讨论中，我们将指出，过分强调趋势很可能会导致证券价值的高估或低估。因为趋势会延续多久并没有明确的限制，所以估值的过程虽然看似有数学根据，但实际上只是受心理作用影响，是十分随意的。为此，在实际的分析中，即使趋势是以量化分析的形式出现，我们也只把它看作分析中的定性因素。

定性因素难以合理准确地评价

实际上，趋势是以明确预测的方式来表达对未来前景的看法。与之相似，关于业务性质和管理能力的结论，也因为与未来前景相关而受到重视。因此，这些定性因素都有相同的基本特征，给分析师带来的困难也大致相同，即分析师无法判断某一只证券的市价在多大程度上恰当地反映了这些定性因素。在大多数情况下，完全识别这些因素的结果往往是过分强调它们的作用。我们看到，一般的市场不断受到这个作用机制的影响。股价经常过度涨跌的根本原因是：当价值主要由前景决定时，由此产生的判断就不受任何数学分析的控制，并且几乎不可避免地会走向极端。

分析师应主要关注有事实支持的价值，而非那些建立在预期基础上的价值。在这方面，分析师的做法与投机者的做法截然相反。投机者的成功取决于其预测或猜测未来发展的能力。而分析师必须考虑到

未来可能的变化，与其说他的主要目的是从中获利，不如说是对风险进行防范。从广义上讲，分析师把企业的未来看作必须在结论中考虑到的风险因素，而不是他分析依据的来源。

内在稳定性，一个主要的定性因素

分析师最感兴趣的定性因素应该是内在稳定性。稳定意味着能抵御变化，也就意味着过去显示的结果更为可靠。与趋势类似，稳定也可以用定量方式表示，例如，通用烘焙公司（General Baking Company）1923—1932年的盈利从未低于1932年利息费用的10倍，伍尔沃斯公司（Woolworth）1924—1933年的经营利润一直在每普通股2.12美元和3.66美元之间变化。但在我们看来，稳定是一个真正的定性因素，因为它首先源自业务性质而非统计记录。虽然企业稳定的统计记录可以表明，该业务本质上是稳定的，但这个统计记录得出的结论可能会被其他因素颠覆。

案例

比较1932年年初发行的两只优先股。这两只股票分别由斯塔贝克公司（Studebaker）和第一国家杂货商店（First National [grocery] Stores）发行，都以高于面值的价格销售。两者的表现相似，接二连三披露了令人满意的，高于优先股股息要求的利润。而斯塔贝克的数字更令人印象深刻，如表2-1所示。

表2-1　优先股股息保障倍数

第一国家杂货商店		斯塔贝克公司	
时间	保障倍数	历年	保障倍数
1922 年历年	4.0	1922	27.3
1923 年历年	5.1	1923	30.5
1924 年历年	4.9	1924	23.4
1925 年历年	5.7	1925	29.7
截至 1927 年 3 月 31 日的 15 个月	4.6	1926	24.8
截至 1928 年 3 月 31 日的 1 年	4.4	1927	23.0
截至 1929 年 3 月 31 日的 1 年	8.4	1928	27.3
截至 1930 年 3 月 31 日的 1 年	13.4	1929	23.3
年平均数	6.3		26.2

分析师必须透过单纯的数字考虑两家企业的内在特征。连锁杂货店本身包含着许多相对稳定的元素，如稳定的需求、多样化的经营场所和快速的存货周转率。该领域的典型大企业，只要避免盲目扩张，不太可能出现巨大的盈利波动。但典型的汽车制造商的情况则完全不同。尽管整个行业相当稳定，但单个企业常遇到较大的变化，主要是由于大众的偏好变幻莫测。斯塔贝克盈利的稳定性，即这家公司能长久免受其大部分同业竞争者正在经历的行业兴衰的影响这一点，未能得到任何令人信服的逻辑推理证明。因此，斯塔贝克优先股的稳定性在很大程度上取决于一个稳定的统计表现。而该企业个体的统计表现与汽车行业的总体特征相异。第一国家杂货商店优先股令人满意的表现，则完全与其所在行业的内在稳定性相一致。与数字相比，内在特征应在分析中占更重要的分量。因而，尽管汽车公司的统计表现更令人印象深刻，但将第一国家杂货商店的优先股作为固定价值投资更具内在合理性。(52)

总结

基于上述定性和定量因素的讨论，我们得知分析师的结论必须始终基于数字、既定的检验和标准。但只有数字是不够的，它们可能会

因为一个相反的定性考虑而完全失效。即便一只证券的统计表现令人满意，但若投资者对其未来前景不确定或对管理层不信任，依然会将其拒之门外。而且，分析师可能重视有关稳定性的定性因素，因为它意味着基于过去结果的结论不那么容易被意想不到的事态发展所颠覆。如果能用非常有利的定性因素支撑充分的定量分析，分析师将对所选的证券更具信心。

但每当证券投资在很大程度上依据这些定性因素（价格大大高于统计数字支持的合理水平）时，分析的基础就会动摇。用数学语言说，虽然良好的统计数据不是分析师作出恰当决定的充分条件，但却是必要条件。

03

信息来源

分析师需要不时地查阅各类有助于分析判断的信息。不过，要讨论甚至罗列出这些信息的所有来源是不大可能的。本章将对一些较重要的信息来源和在此基础之上进行的批判性思考作简要概述；也将通过举例来介绍种类繁多的特殊信息途径，以及这些途径的特点和效用。

关于证券条件的数据

在典型案例中，分析师需要搜集下列信息的相关数据：

- 特定证券的条件；
- 公司；
- 行业。

证券条款的概要信息可以在证券手册或由统计服务机构提供的资料中查找到。如需有关债券合同的更详细的信息，分析师可以到受托人的办公室索取或查阅契约（或信托契约）副本。公司各股票的条件会在章程细则（或公司条例）中详尽地罗列出来。如果该股票公开上市发行，这些文件将存档于美国证券交易委员会和相关的证券交易所。债券和股票的上市申请文件（可随时索取）包含几乎所有的重要条款。新发行证券的招股说明书也包含这些条款。

关于公司的数据

致股东的报告（包括中期报告）

关于公司的统计数据，其主要来源当然是公司向股东发布的报告。不同公司的报告发布频率及完整性有时相差极大，总结如下：

铁路公司。所有重要的铁路公司都提供每月扣除租金后的净额（净营业收入），其中大部分还提供可用于支付股息的收益（净利润）。多数公司会发布每周铁路装车数字，还有少数会公布每周总收入。它们的年度报告则会相当详细地发布财务与经营数据。[(53)]

公用事业公司。这类公司遵循的报告政策有所不同，分季度和月度报告两种。报告的数据通常包括总收入、税后净利润以及可用于支付股息的余额。一些公司只发布过去12个月的总计的变化情况，例如，美国水务和电力公司（American Water Works and Electric Company）（按月度发布），北美公司（North American Company）（按季度发布），而许多公司，如电力公司，以千瓦时为单位计算周销售额或者月度销售额。

工业股。工业企业所遵循的报告政策通常各不相同。但在同一个行业组中，大多数公司会倾向于遵循相同的政策。

1．月度报告。大多数连锁店会公布以美元为单位的月度销售额。1931年之前，铜生产商会定期公布每月产量。通用汽车公司则以汽车数量为单位公布每月的销量。

1902—1933年，美国钢铁公司（United States Steel Corporation）会公布其每月未完成的订单；但1933年，它用每月交付吨数取代了这个数字。鲍德温机车厂（Baldwin Locomotive Works）每月会公布以美元为单位的出货量、新订单量以及未完成订单量。石

油管道公司标准石油集团（Standard Oil Group）每月发布以桶为单位的经营统计数据。

个别公司也会不时公布每月净利润的数据，但这种做法往往很少见或只是临时的。例如奥蒂斯钢铁公司（Otis Steel）、马林斯制造公司（Mullins Manufacturing）、阿拉斯加－朱诺黄金开采公司（Alaska Juneau）。[(54)]公司往往有这样一种倾向：在盈利改善时公布月度报告，盈利下降期间则停止公布。有时月度数字会被列入季度报告，例如，在1932年之前美国钢铁公司就是这样做的。

2．季度报告。公布季度业绩在各行各业中几乎都被视为标准程序。纽约证券交易所已在积极敦促公司发布季度报告，而且有新股上市或需要增发证券的公司通常会按交易所的要求发布季度报告。某些类型的企业因为其业绩具有季节性特征，被认为（或是它们自己认为）可以豁免这项要求。这些行业包括制糖、化肥和农具。为了掩盖业绩的季节性波动，这些公司可能会在季度报告中发布过去12个月的盈利总额，比如，大陆制罐公司（Continental Can Company）就曾这样做过。[(55)]

有些现象令人百思不得其解。为什么所有大型香烟制造商和多数百货公司都要隐瞒其年度业绩？伍尔沃斯公司公布每月销售额却不提供中期净利润的数据，这种做法十分矛盾。几乎各行各业都有许多公司仍然未能公布季度报告。很多情况下，虽然管理层可以得到中期数据，但有时即便没有足够的理由也会拒绝把这些数据提供给股东。

不同季度报告的详略差异较大。它们提供的信息从单一的净利润数字（有时没有考虑折旧或美国联邦税税额），到完全详细地介绍损益表和资产负债表并附上总裁评论的都有。通用汽车公司就是后一种做法的一个突出例子。

3．半年报。可能除了橡胶行业，大多数行业的标准惯例都不要求发布半年报。但仍有许多企业会每半年报告一次，例如美国机车公

司（American Locomotive）和美国毛织品公司（American Woolen）。

4．年度报告。每家上市公司都会发布某种形式的年度报告。年度报告一般比上述几种中期报告更为详细。它通常包含董事会主席或董事长有关过去一年业绩和未来前景的评论，尽管这些评论未必富于启发性。年度报告最显著的特点是一定会公布资产负债状况。

年报提供的损益表差异程度很大。有些报告只提供用于支付股息的收益和已付股息金额，例如，美国皮革制品公司（United States Leather Company）。[(56)]

损益表。在我们看来，没有包含以下项目的年度损益表是不完整的：（1）销售额；（2）净利润（未计入以下项目）；（3）折旧（和损耗）；（4）利息费用；（5）营业外收入（明细）；（6）所得税；（7）已付股息；（8）盈余调整（明细）。

令人遗憾的是，在《证券交易法》（*Securities and Exchange Act*）通过之前，只有不到一半的工业企业会提供很有限的此类信息。相比之下，与铁路公司和公用事业公司相关的数据长期以来一直都很充足。美国证券交易委员会现在要求公司将所有这些信息公布于原登记表（表10）及随后的年度报告（10-K文件）之中。鉴于公布数据会不利于企业，不少公司要求美国证券交易委员会为自己的销售数字保密。这些要求大部分已遭撤回或被拒绝。[(57)]

上文建议的“合理完整”的年度报告标准，尚未囊括允许股东了解的所有信息。美国钢铁公司的报告十分全面，堪称典范。除了标准要求外，它提供的数据还包含下列项目：

1．产量和销售量，产能利用率。

2．销售划分：

国内和国外；

公司内部与对外。

3．营业费用明细：

工资、工资率及员工人数；

已上缴国家和地方税金；

销售费用和一般费用；

维护开支，金额和明细。

4．年内资本支出明细。

5．存货明细。

6．拥有资产明细。

7．股东数。

资产负债表。资产负债表比损益表的标准化程度高，不会经常引起质疑。以前的资产负债表的普遍缺陷是无法把无形资产从有形固定资产中分离开来，但这种情况现在已经很少在上市公司中出现了。以前，商誉包含在公司的财产账户中，后来，商誉被从盈余中扣除。1935年以来已披露商誉金额的公司有美国钢铁铸造公司（American Steel Foundries）、美国制罐公司（American Can）、哈比森－沃克耐火材料公司（Harbison Walker Refractories）、卢斯－怀尔斯饼业公司（Loose-Wiles Biscuit）、美国钢铁公司。

很多公司只列出了资产账户的净值，而没有列出所扣除折旧的数额，这个做法招来了不少反对的声音。其他不尽如人意的做法还有：有的公司没有说明所持有证券的市场价值，比如1932年的奥本海默－柯林斯公司（Oppenheim Collins and Company）；有的公司没有指明

“投资”是可变现的还是非流动性的，如匹兹堡平板玻璃公司（Pittsburgh Plate Glass Company）；有的公司没有按照“成本与市价孰低法”来给存货计价，如1931年的美国塞拉尼斯公司（Celanese Corporation of America）；有的公司没有说明杂项储备金的性质，例如海泽尔－阿特拉斯玻璃公司（Hazel-Atlas Glass Company）；还有的没有说明库藏股数量，例如美国拱砖公司（American Arch Company）。[(58)]

定期呈送公共机构的报告

铁路公司和大多数公用事业公司需要将资料呈送给各个联邦和州属委员会。这些资料通常比股东报告更详细，因此是很有用的补充材料。下面给出一些读者可能会感兴趣的能体现这类报告价值的实际例子。

1927年之前的很长一段时间里，纽约联合煤气公司（Consolidated Gas Company of New York）[(59)]向股东提供的信息非常少，因而该公司在华尔街是一只“神秘股票”。投机者高度关注该公司及其众多附属公司未予披露的权益价值。其实，该公司及其附属公司完整的经营数据和财务数据，不难从纽约州公用事业委员会（Public Service Commission of New York）的年度报告中获得。长期以来，控制着邮政电报和电缆公司（Postal Telegraph and Cable Corporation）的马凯公司（Mackay Companies）也是这种情况。它不向公司股东报告详细情况，而是将相当多的信息呈交给美国州际商务委员会。还有一例，第五大道巴士证券公司（Fifth Avenue Bus SECurities Company）向股东提供的报告也没有什么启发性，与它旗下附属公司向纽约运输委员会（New York Transit Commission）提交的完整信息之间存在着鲜明对比。

最后，我们来看看石油管道公司“标准石油集团”。这家公司在向股东披露信息时显得十分谨慎。但由于公司在州际商务委员会的管辖范围内，因此必须在华盛顿递交详细的年度报告。若早几年对这些报告加以审查，便能发现公司在现金持有和有价证券方面的惊人事实。

美国商务部每月公布的《当前商业综览》（*Survey of Current Business*）中包含大量数据，其中包括未公开的独立连锁店的销售数字，如沃尔多系统（Waldorf System）、J.R.汤普森（J. R. Thompson）、美国联合雪茄连锁店（United Cigar Stores）、哈特曼公司（Hartman Corporation）等。关于单个公司的最新统计资料往往可以通过行业出版物或行业统计服务得到。

案例

克雷姆汽车服务公司每周都会公布每家汽车公司的产量。《威力特和格雷》（*Willett & Gray*）按农事年发布制糖企业产量的多份预测报告。《石油与天然气杂志》（*The Oil and Gas Journal*）经常刊载该领域重要企业的产量数据。《铁路时代》（*Railway Age*）会提供有关设备订单的详细信息。道琼斯公司每周都会预估美国钢铁公司的生产率。

上市申请文件

在美国证券交易委员会成立之前，上市申请文件是最重要的非定期信息来源。作为允许证券上市的条件，纽约证券交易所要求公司提交的报告通常比公司提交给股东的要详细得多。这些额外的数据可能

包括以美元为单位的销售额、产量、联邦税税额、附属公司的业务详情、折旧以及耗损费用的基数和余额。其他有价值的信息包括拥有的资产、合同条款以及相关的会计处理方法。

这些上市申请文件对分析师的分析非常有帮助。但遗憾的是，它们是不定期发布的，因此不能算作稳定的信息来源。

注册上市声明和招股说明书

按照美国证券交易委员会的法例和规章要求，所有上市证券和新发行证券（不论上市与否）的信息须较以往更加全面。这些信息都包含在提交至华盛顿委员会（Commission in Washington）归档的注册上市声明中。分析师在支付相关费用后方可查看或索取副本。招股说明书是由承销商提供给有意购买新发行证券的人士的文件。注册上市声明中一些相对重要的信息必须包括在招股说明书中。根据1935年《公用事业法案》（*Public Utility Act*），类似的注册上市声明必须提交给美国证券交易委员会归档。该法案也适用于控股公司，其中一些控股公司可能不会受到其他法律的约束。虽然实际情况是，对于普通投资者而言，注册上市声明无疑过于厚重且可读性差，投资者甚至根本不会仔细阅读缩写后的招股说明书（一般仍会超过100页），但毫无疑问，这些对于分析师乃至投资大众而言都是最具价值的材料。

五花八门的官方报告

关于公司的信息可能会在各种官方文件中披露出来。下面举几个例子来说明官方报告五花八门的特点。1923年，美国煤炭委员会的报告（在1925年印制为参议院文件）提供了以前未曾公布的无烟煤公司的财务和经营数据。最近，美国联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）的报告提供了大量以前无法获得的有关公用事业经营与

控股公司、天然气与管道公司的信息，这些信息在经过了长达9年的详细调研后才得以披露。该委员会在1938年和1939年公布的报告中详细介绍了农具和汽车制造商的情况。1933年，一份关于管道公司的全面研究报告在美国众议院州际及对外贸易委员会（House Committee on Interstate and Foreign Commerce）的指导下出版。美国联邦通信委员会（Federal Communications Commission）根据国会于1935年通过的决议，对美国电话电报系统（American Telephone and Telegraph System）进行调查之后得出了大量研究结果。(60)州际商务委员会的一些意见也包含了对分析师很有价值的信息。抵押贷款受托人须按照契约条款规定提供信息，这些数据可能很重要。例如，梅森城－道奇堡铁路公司（Mason City Fort Dodge Railroad Company）的债券（票面利率为4%）受托人的未公开的报告显示，该公司所赚利润不足以支付债券的利息，该债务由芝加哥大西部铁路公司（Chicago Great Western Railroad Company）继续代为偿还。因此，这些债券的风险比人们想象的要大得多。

统计与金融刊物

证券分析师也可以从各种统计服务机构便利地查找到日常工作需要的大部分信息。这些资料包括每年公布的综合手册及其定期补充（由标准普尔［Standard & Poor］、穆迪［Moody’s］提供）；股票和债券介绍卡，以及经常修订的手册（由标准普尔、惠誉提供）；关于公司的每日新闻摘要（由标准企业名录［Standard Corporation Records］、惠誉提供）。(61)过去20年里，这些服务机构在展示事实的完整性和准确性方面已取得很大进步。然而，分析师不能只依靠这些服务机构去得到所有应从上述各种原始来源而获取的数据。要知道，其中一些信息是这些服务机构无从获取的；而有时这些机构也可能会疏于复制一些重要数据。因此，在对任何公司进行深入研究的过

程中，分析师应遵循这个原则：查阅原报告并尽可能地发现其他文件，而不是依赖摘要或复制资料。

在金融期刊领域，必须特别提到《商业金融纪事报》（*The Commercial and Financial Chronicle*）。这份周刊附有许多统计补充，对金融和工业领域的论述非常全面。它最突出特点也许就是能详细地再现公司报告和其他文件。

从公司直接索取信息

私人调查或管理层采访，通常是公开信息的重要补充。股东没有任何理由不就具体要点向公司索取信息，在许多情况下这样至少能获得部分所需数据。记住，股东是企业的所有者和公司员工的雇主，除非反对理由确凿有力，否则股东不仅有权提出合理质疑，还有权要求得到答案。

然而，人们对于这一十分重要的观点往往不够重视。法院通常规定，一个信誉良好的股东拥有与私营企业合伙人相同的权利，他可以获得公司完整的信息。若有人利用这项权利损害公司的利益，管理层可以拒绝股东的请求，但是有责任举证。他们需要证明股东的请求背后存在不当动机，或者信息披露会对业务造成损害。

由于强行要求公司提供资料可能会面临支付高昂的法律诉讼费，因此很少有股东会极力地维护自己的权利。然而经验表明，即使是最顽固的管理层，也大多会答应投资者对合法信息的强烈要求，尤其是当同领域的其他公司已经定期公布这类信息时。

有关行业的信息

有关行业整体的统计数据是非常充足的。美国商务部公布的《当前商业综览》就提供了许多不同行业月度产量、消费量、股票和未完成订单等方面的资料。年度数据载于《统计摘要》（*Statistical Abstract*）、《世界年鉴》（*World Almanac*）及其他汇编中。更详尽的数据也可在《制造业双年统计》（*Biennial Census of Manufactures*）中获得。

各种行业期刊都会频繁地发布许多重要的汇总数据，以及对一个行业当前和未来状态持续且详尽的描述。因此，分析师通常不用费太大工夫就能获得所研究行业的相当完整的背景知识。

近年来，重要的统计机构已经陆续开发出一些附加服务（如主要行业的基本调查），并会频繁补充最新的资料，意在把握主要行业的最新动向。(62)

04

区分投资与投机

“投资”的一般含义

与大法官路易斯·布兰代斯（Louis Brandeis）名言中的“价值”一样，“投资”也是“一词多义”的。下文将介绍“投资”的三种含义。

“投资”的第一个含义是把钱投入到一个企业里。比如一个人“投资”1 000美元开杂货店；在1929—1938年间，钢铁行业的年均投资回报率（考虑债券负债及留存收益之后）为2.40%。[(63)]在这里，投资的含义纯粹是描述性的，不带有任何区别或判断。但是请注意，它接受风险因素存在的事实——普通的商业投资是冒着“业务风险”而进行的。

“投资”的第二个含义是以类似的方式将其应用于金融领域。在这个意义上，所有的证券都是“投资”。市场中有着投资证券商或经纪人、投资公司[(64)]或信托、投资上市公司。同样，这里说的投资和投机等其他类型的金融业务之间也没有真正的区别。它是一种简便而稍显委婉的概括语，旨在给五花八门的金融交易一个体面的说法。

除了上述两个没什么区别的含义，“投资”还有第三个更为严格的内涵，即与投机买卖相对的含义。这样的区分是有效的，且被普遍接受。人们认为，这种特殊意义下的投资在任何时候对大家都是好的；然而，投机究竟是好是坏，要视条件和进行投机的人而定。因

此，任何从事金融业务的人都有必要知道自己是在投资还是投机，如果是后者，还需要确认投机是否合理。

当投资和投机的含义截然相反时，几乎人人都能大致了解其差异；但若试图精确地阐述这些差异，我们就会遇到困难。事实上，按犬儒主义者的定义，投资是成功的投机，而投机则是失败的投资。人们可能会理所当然地认为，美国政府证券是一个投资媒介，而有些普通股，比如美国无线电公司（Radio Corporation of America）的股票就一定是个投机工具——该公司的普通股在1931—1935年间既没有股息、盈利，也没有有形资产支撑。然而，即使是美国政府债券也会出现绝对投机性质的运作（例如，庄家会通过预期债券收益快速上升而大笔购入债券）。另一方面，在1929年，美国无线电公司的普通股被广泛认为是一项投资，事实上该股也被纳入了业内领先的“投资信托基金”（Investment Trusts）资产组合中。

为尽可能地明确我们所讨论的事项，我们必须对这两个词做出一些确切的、可接受的定义。或许，一个很重要的原因就是我们未能正确区分投资和投机。在很大程度上，1928—1929年的市场过剩和随之而来的经济灾难，以及潜在投资者想法和策略的持续混乱，都应归咎于未能正确区分投资和投机。为此，我们将对这个问题进行较以往更加深入的研究。最好的方法就是，先严格检查这两个词的各种常用含义，然后努力归纳出一个合理明确的概念。

两者的主要区别

投资与投机常见的主要区别见表4-1。

表4-1　投资与投机的主要区别

投资	投机
1. 债券	股票
2. 足额购买	保证金购买
3. 长期持有	快速转手
4. 获取收益	获取利润
5. 安全证券	风险证券

前四项区别非常明确，每一项都适用于“一般的”投资或投机运作，但它们也都会遭到一些反驳，因为有众多的个案不能完全适用上述标准。

1．债券与股票

第1项区别符合人们对投资、投机的普遍看法，而且至少有一位投资界的权威坚持认为只有债券属于投资。(65)然而，该权威的主张与被人们普遍接受的“高等级优先股是投资工具”的观点背道而驰。把债券形式视为投资凭据的想法是危险的，因为购买一只不良抵押债券不仅可能是纯粹的投机，而且还是最没有吸引力的投机形式。相反，一只非常稳健的普通股，仅仅因为其具有赚取利润或资本增值的可能性，就不归为投资一类，这也不合逻辑。公众舆论也认可这一点，因为一直以来，某些特别稳健的普通股常常被评为投资级证券，而其购买者也会被视为投资者。

2和3．足额购买与保证金购买；长期持有与快速转手

第2项和第3项的区别与通常所说的“方法”和“意向”有关，而与投资和投机操作的本质无关。显而易见，足额购买并不足以使一项交易成为投资。事实上，大多数投机型证券，例如“细价矿业股”，都要求必须足额购买，因为没有人愿意借钱给他们。相反，战争期间美国公众被鼓励用借款购买的自由公债却被归为投资。如果在金融业

务中必须遵循严格的逻辑（这几乎是一个不可能的假设!），那么惯例将被扭转：较安全的证券（投资）更适合以保证金形式购买，风险较大的证券（投机）则需要足额购买。

同样，长期持有和快速转手的区别，也只是泛泛而不精确的划分。一位普通股方面的专家把投资定义为，购买者打算持有证券一年以上。这个定义虽然应用起来很方便，但经不起推敲。(66)有些情况就能显示出此定义所缺乏的精确性：“短期投资”是一种行之有效的做法，“长线投机”亦时不时大行其道（有些投机者仍对弥补亏损抱有希望因而长期持有证券，有些在一定程度上则是故意长期持有的）。

4和5．收益与利润；安全证券与风险证券

无论是从逻辑的角度判断，还是站在大众的视角理解，第4项和第5项区别之间的联系无疑比其他几项更为密切。当然，在1928年以前的许多年里，典型的投资者都对本金安全以及持续获得充足的收益最感兴趣。不过，“普通股是最好的长期投资工具”的学说使得投资者关注的重点从当前收益转移到未来收益和提高未来本金的价值。新时代的投资风格，比如投资信托基金的基本策略，实际上与投机无异，是以追求利润为主、收益为辅，并且主要依赖于未来良好发展的预期。事实上，这个所谓的“投资”，可以准确地定义为投机买卖状态良好的公司的普通股。

我们再回到被普遍接受的观点：获取收益是投资的主要动机，而追求利润或资本增值则是投机买卖的典型特征。但是，这是投机和投资的本质区别吗？这一点令人怀疑。仔细检查过去的标准案例，我们可以发现，在一些情况下，当期收益并不是真正的投资运作最感兴趣的。例如，在当时，银行股一直被看作富裕投资者的专属领域。这些证券的股息收益率比高等级债券更小，但随着收益和盈余的稳步增长，购买者预期将获得特别股息分派及本金增值的收益。换言之，购

股动机是待分配盈利，而不是已分派股息。然而，将之称为投机显然不合情理，因为那样的话，我们将不得不主张，只有将其利润的大部分以股息形式支付给股东（从而使当期回报充足）的银行股才能被视为投资媒介，而那些按照保守谨慎策略增加盈余的股票将因此被视为投机工具。这样的结论显然是自相矛盾的。由此我们必须承认，一项合理的普通股投资可以仅考虑其盈利能力，而不参考当前的股息支付。

这就是新时代的投资理论吗？在1929年购买的低收益工业股会像在第一次世界大战前购买的低收益银行股一样被称为投资吗？此问题的答案正是我们探求的终点，但在正确地回答这个问题之前，我们必须先把注意力转到表4-1中的第5项区别，即安全与风险之间的区别。

这种区别所表达的概念是所有与投资投机相关的区别中最为广泛的，但又由于各种不足而影响了其实际效用。如果安全性是由结果判定的（我们几乎把这个有待验证的关键性假设当作已经成立的事实），那么投资将危险地接近犬儒主义者的定义：成功的投机。(67)当然，安全必须被摆在首位，但这里又有很多不确定和纯主观的因素。赛马中，赌徒之所以认为自己的投注会“稳赢不输”，是因为他相信自己的下注是安全的。1929年高价位普通股的“投资者”根据自己对其未来增长的信赖，也认为自己是安全的，认为自己付出的金额会物有所值。

安全标准

安全的概念只有建立在比购买者的心理状态更加真实的基础上才真正有用。只有明确的定义及完善的标准才能保证安全度，或至少声明清楚何谓安全。正是安全性把1912年的银行股购买者与1929年的普通股投资者区分开来。银行股的购买者根据经验，在自己认为谨慎的价格水平下购入股票；也会根据自己对银行机构资源和盈利能力的了

解，对这项划算的投资感到满意。如果市场强劲的投机力量把股票价格推高，超过了上述价值标准的上限，银行股购买者就会卖掉手中的股份，并等待价格回归合理后重新购入。

如果1928—1929年的普通股购买者也持相同态度，那么“投资”这个术语就不会被误用了。公众自豪地以“蓝筹股”为那些备受青睐的高价证券命名，在选股过程中不知不觉地表现出了赌博的动机。这些蓝筹股不同于旧式银行股票的一个重要方面在于，购买者没有通过行之有效的价值标准来确定蓝筹股是否物有所值。市场在运行过程中补充了新的标准，接受现行市价（尽管很高）作为唯一的价值测量手段。以这种毫无批判精神的方法为基础而得出的安全边际，显然是不切实际且充满危险的。这个逻辑的极端推论是：一只优质股票没有所谓过高的价格，即使它从每股25美元涨至每股200美元，都是同样“安全”的。

推荐的投资定义

上述比较表明，预期的安全边际不足以用来识别投资。预期必须建立在研究和标准的基础之上。同时，投资者不一定要在乎当期收益；如果在或长或短的等待后能获得累计的回报，他也可以合理地根据未来回报购买证券。通过用心观察，我们推荐的投资定义如下，这个定义既符合大众对该术语的理解，又兼具合理精确的特点：

投资运作是根据深入的分析，承诺本金安全以及回报率令人满意的操作。不符合这些条件的操作则是投机。

此定义的某些含义值得进一步商榷。由于一些原因，我们说的是“投资运作”而不是“一种证券”或“一次购买”。认为某一证券本质上具有投资的特征是没有根据的。价格通常是一个基本要素。一只股票（甚至是债券）可能在某个价格水平上具备投资价值，而在另一

个价格水平上则不值得投资。此外，投资可能会针对一组证券，如果只单独购买其中一只证券则不够安全。换句话说，为满足最低程度的投资要求，多元化投资是必要的，这样可以减少个别证券所涉及的风险。对于购买普通股作为投资，这一点是适用的。

在我们看来，把某些类型的套利和套期保值看作投资运作也符合情理。在这些涉及出售一些证券而购入另一些证券的操作中，安全边际由购买和出售的组合提供。这是普通投资概念的延伸，但我们认为完全合乎逻辑。

虽然“深入分析”“承诺安全”和“回报满意”等短语都不够准确，但已清楚到足以避免严重的误解。我们所说的“深入分析”当然是指根据安全和价值标准对事实进行研究。仅仅因为其良好的前景，而建议以最高盈利记录40倍的价格投资通用电气普通股，这样的“分析”显然会因完全不够透彻而被摒弃不用。

投资所寻求的“安全”不是绝对的、彻底的。这个词是指在所有正常合理的条件或变化下保护投资免受损失。例如，安全的债券只有在特殊和概率极小的情况下才会发生违约。同样，除非可能性很小的意外事件发生，否则安全的股票在未来必定物有所值。研究和经验表明，只要有较大的概率遭受损失，就是在进行投机。

“回报满意”比“收益足够”的含义更为广泛，因为它不仅包括当前的利息及股息收益，还允许包含资本增值或利润。“满意”是一种主观的术语，它涵盖了任何回报率或回报金额，无论多低，只要投资者合理投资并愿意接受，都能称为回报满意。

从略微不同的角度阐述投资的定义可能有助于更好地理解。它强调投资必须始终考虑证券的价格及质量。严格来说，没有绝对意义上的“投资型证券”，即无论价格如何，购买该证券都算是投资。对于高等级债券，这一点可能并不重要，因为价格飞涨以至于严重威胁本金安全的情况非常罕见。但在普通股领域，因为价格飞涨而导致本金

损失便可能会频繁地出现。频繁到了什么样的程度呢？事实上，依我们之所见，绝大部分实力雄厚的公司的普通股，在大多数时间里都必须被看作投机买卖，因为它们的价格太高，在任何理性投资的意义下都无法保证本金安全。我们必须提醒读者，在这一点上，华尔街现行的观点与本书观点相左。孰对孰错，读者需自行判断。

尽管如此，我们愿通过以下附加的投资准则来体现我们的原则：

投资运作是可以在定性和定量两方面均被证明合理的操作。

投资和投机之间的区别程度难以简单概括，要视价格等基本事实而定。下面我们通过通用电气特别股票（即优先股）连续数月的数据，举出两个截然不同的例子，以便读者理解投机与投资的区别。

案例

例1：1934年12月，某证券以12.75美元售出。按票面价格10美元支付6%的利息，可于任一股息发放日以11美元赎回。尽管这个证券品质卓越，但就股息的安全度而言，在12.75美元的价位下购买证券的买家参与投机的额度实际超过本金10%。他几乎是在赌这一证券在未来的几年里不会被赎回。[(68)]然而，该证券在1935年4月15日以每股11美元的价格被赎回。

例2：这个证券被赎回后，价格迅速下降到每股11美元。当时，该证券提供了以保证金进行短期投资的难得机会，收益颇丰。1935年1月15日，在每股11美元（未支付佣金）的价格下购买股份的经纪人，可以凭每股以每年不超过2%的利息立刻借入10美元。此操作给他的投资带来了每年回报率40%[(69)]的净收益，如以下计算所示：

1 000 股的成本（以 11 美元计算）	11 000 美元
1935 年 4 月 15 日赎回（11 美元加股息）	11 150 美元
毛利	150 美元
减 10 000 美元 3 个月利息（以 2% 计算）	50 美元
净利润	100 美元

在3个月中1 000元的净利润为100元，相当于每年40%的回报率。

不言自明，本例中两个不同寻常的操作，其安全度以及由此产生的投资特点，皆依赖于股票在1935年4月被赎回这个事实。

以上提出的投资定义与目前普遍使用的大多数定义相比，含义更加广泛。根据这一定义，投资可以是（虽然在通常情况下不是）以快速获利为主要目的，以保证金形式进行的股票交易。在这里，“投资”有悖于我们在本章开头列出的前四项区别。但是，为了完善前文所列区别的不严密之处，我们坚持投资的实质是在深入分析的基础上确保安全边际令人满意。因此，我们得出这样一个结论，即分析观点与投资观点在范畴上是大致相同的。

投资和投机的其他方面

未来和投资投机的关系

投资是以过去为基础，而投机主要看未来，这种说法虽然接近事实，但还不够完整。投资和投机都必须经历未来的考验。它们受制于市场的起伏，由未来的结果作为其成功与否的评判依据。前文有关于分析师和未来的说法同样适用于投资的概念。实质上，未来之于投资是需要加以防范的风险，而非从中获益的良机。如果未来的投资条件得到改善，投资当然更好，但投资决策本身不能建立在未来条件会改

善的预期之上。相反，投机的基础和依据却可能完全出自未来会有不同以往的发展的判断。

“投资”类型

假设大家已清楚理解我们刚刚提出的投资概念以及投资与投机的区别，而对本章开头提及的更广泛意义上“投资”的使用仍感到困惑。初步建议采用如下说明性的词语来指明这些特别的含义，可能更有助于理解。

1. 商业投资：指将资金投入一家企业中。
2. 金融投资或一般投资：通常指证券。
3. 避险投资：指风险较小的证券，它对盈利有优先索偿权，或拥有足够的税收权力。
4. 分析师投资：指经过深入研究，承诺本金安全和回报令人满意的操作。

显然，这些不同类型的投资并不相互排斥。例如，一只优质的债券就可以归入所有四个类别。除非明确提出，否则本书后文将以“分析师投资”的含义来指代“投资”及相关的词。

投机类型

因为华尔街的活动受到严密的监督，所以清楚区分投机和赌博是十分重要的。这或多或少是纽约证券交易所的官方立场，即“赌博”代表着制造事先不存在的风险，例如赛马投注；反之，“投机”涉及业已存在的风险且该风险必须有人来承担。“理性投机”和“非理性

投机”之间的正式区分，无疑会招致理论方面强有力的反对，但我们确实认为区分这两者有实用价值。因此，我们提出如下建议：

1．理性投机：经过仔细权衡利弊之后，认为冒险是合理的。

2．非理性投机：没有充分地研究情况就进行冒险。

在一般业务领域内，前景良好的企业都属于“理性投机”，且代表“商业投资”。如果损失的风险非常小（这种情况极少发生），个别的“商业投机”有资格作为我们特指的分析师投资。而那些前景堪忧的企业，一定被称作“非理性投机”。同样，在金融领域，合理谨慎地购买大量普通股可以被称作“理性投机”。没有充分考虑且没有理由依据就进行大笔交易，一定会被归为“非理性投机”。在特殊情况下，以定性与定量方面都极具吸引力的条件购买普通股，将内在风险降至最低，可归为“分析师投资”。

投资部分和投机部分

如果计划买入的证券不能归为“分析师投资”，则将自动归入“投机”类。但有时换个角度来看，将购买价格划分成投资部分和投机部分，可能也是有用的。因此，1939年，分析师在考虑均价为每股38美元的通用电气普通股时，可能会得出这样的结论：从严格的投资价值观点来看，每股合理的价格至多为25美元，余下的每股13美元将代表股票市场对该公司良好远景的平均估价，其中当然包括人们对这家优秀企业强烈的偏爱。在这类研究的基础上，分析师宣布，通用电气每股38美元的价格包括25美元的投资部分，以及13美元的投机部分。如果此论断合理，那么当价格在25美元及以下时，通用电气普通股便完全可以构成一个“分析师投资”；但高于这个价格，买方就应该认识到，他可能正在为投机买单。

(70)

投资价值、投机价值和内在价值

本章上述讨论是第1章讲到的“内在价值”概念的扩充。内在价值的定义是：“事实证明合理的价值”。必须认识到这种价值绝不局限于“投资价值”，即总价值包含投资的组成部分。如果投机价值是靠理性分析得出的话，那么可以适当地包括大部分的投机价值。因此，只有当市场价格能明显反映非理性投机时，才能说市场价格超过了内在价值。

一般来说，为给定的普通股评估投机因素，这是股市而不是分析师的职能。因此，决定内在价值的是市场而不是分析师。该估值区间可能很大，正如我们前文举例说明的，1933年凯斯公司普通股的内在价值最高达到了每股130美元，而最低只有每股30美元。在这个价格范围之间的任何一点上，内在价值都是市场定价的结果。尽管市场结果每天都在变化，它仍代表着对不稳定证券的内在价值的最有效决定。

05

证券的分类

证券一般分为债券和股票两大类，其中股票又可以细分为优先股和普通股。第一种基本分类符合法律对于债权人和合伙人的地位的基本区分。债券持有人对本金和利息拥有固定而优先的索取权利；股东则需要承担主要的风险并享有股份所有权带来的利润。因此，债券具有更高的安全性，而股票则有更大的机会获取投机收益，以抵消其承担的高风险。正是二者在法律地位和投资特点方面的差异，为普通教科书提供了论述证券的出发点。

反对传统的分类方式

1．将优先股与普通股归为一类

虽然这种归类方法在传统意义上备受推崇，但仍受到一些强烈的反对。其中最明显的是，虽然优先股与普通股归为同类，但是从投资实践的角度来看，优先股无疑属于债券。典型或标准的优先股是为了获得固定的收益，同时保障本金的安全而购买的。它的所有者并不认为自己是一个合伙人，而是能够比合伙人（即普通股股东）优先获取利润的索取权持有人。仅从技术和法律的角度看，优先股股东是业务合作伙伴或所有者；但是从其投资目的和预期结果的角度看，他们则与债券持有人更为相似。

2．从安全性上确定债券的形式

将股票和债券彻底分离的分类方法，存在一个虽不明显但重要的缺陷，即倾向于在债券形式与投资安全之间画上等号。这导致投资者们相信，称为“债券”的证券必定具有能抵御损失的特殊保障。但这个想法站不住脚，在很多情况下还会造成严重的失误和损失。投资者侥幸没在这个错误上栽大跟头，完全是由于不诚实的证券促销员们鲜将投资信誉与债券形式挂钩。就整体而言，债券享有明显优于一般股票的安全性，这一点毋庸置疑。(71)但这个优势并不是债券形式与生俱来的优点，而是因为典型的美国企业诚信智慧的融资行为，以及在没把握能偿付的情况下不会承担固定的义务。但是偿债义务本身并不能创建安全性，也不是违约事件中对债券持有者的法律补救。**安全性完全是由债务人公司是否有履行其义务的能力来决定和衡量的。**

一家既没有资产又无盈利能力的企业，其债券跟该企业的股票一样毫无价值。债券筹集的资金在投向新创企业时，其安全性并不比普通股更高，反而相当缺乏吸引力。因为债券持有人凭借其固定索取权从公司中得到的利益，不可能比他完全、自由、明晰地拥有这个公司时所能够获得的利益更大。(72)这个简单的原则似乎显而易见，无须赘述。但是因为传统上认为，债券形式与良好的安全性相关，投资者往往相信只要回报有限便可保证免受损失。

3．现有名称无法准确描述证券

证券的基本分类为债券和股票，或者甚至分为三大类，债券、优先股和普通股。第三种反对意见正是针对这种分类方式，即认为在许多情况下，这些分类的名称未能准确描述证券特征。这是由于越来越多的证券不符合标准模式，而是修改或混合使用惯用的条款。

简而言之，这些标准的模式如下所列：

Ⅰ．债券的模式包括：

A．拥有在固定日期得到固定利息支付的绝对权利。

B．拥有在固定日期得到固定本金的绝对权利。

C．不能从资产和利润中获得其他利益，而且没有管理发言权。

Ⅱ．优先股的模式包括：

A．在普通股获得任何支付前，优先得到指定的股息率。因此，如果普通股能获派股息，优先股必定能获得足额股息，但是如果普通股没有获派股息，优先股的股息支付情况则须由董事酌情决定。

B．在企业解散时，优先股拥有优先于任何普通股得到本金的权利。

C．没有投票权，或者是与普通股共同分享投票权。

Ⅲ．普通股的模式包括：

A．按比例拥有公司资产中超过其债务和优先股的部分。

B．按比例拥有超过各项优先扣除项目后利润的权利。

C．按比例拥有投票选举董事和决定其他事务的权利。

有时将符合上述标准模式的债券和优先股称为“普通债券”或“普通优先股”。

大量偏离标准模式的例子。然而，现今证券市场上随处可见或多或少偏离于标准模式的证券。其中最常见也最重要的几种如下：收益债券；可转债及优先股；附认股权证的债券及优先股；参与优先股；附优先权的普通股；无投票权的普通股。最近出现的一种做法是由证券持有者决定是否以普通股取代现金作为债券利息或优先股股息。现

在大多数债券的随时可赎回特性，也可以视作小幅偏离标准规定的固定到期日赎回的原则。

另外还有些不太频繁出现的或比较特别的偏离标准模式的例子，种类几乎无所不包[(73)]。在这里我们只举出比较明显的例子：大北方铁路公司（Great Northern Railway）的优先股多年来在各方面一直与普通股没有区别；联合燃气和电力公司（Associated Gas and Electric Company）因为允许公司决定是否可以将债券转换成优先股而引致强烈的反对，用这种狡猾方法发行的债券根本就不是真正的债券。

更引人注目的是还出现了一些完全不同的证券类型。这些证券与标准债券或股票的模式毫无关联，需要用一套完全不同的名称来命名。这其中最重要的是认股权证。从1929年前开始发展至今，它已经成为一种至关重要的，同时也具有巨大“杀伤力”的金融工具。仅美国和国外电力公司（American and Foreign Power Company）一家企业发行的认股权证，1929年的总市值就超过10亿美元，这个数字超过了美国1914年的国债总额。还有很多其他新奇的证券形式将会被介绍到，如派股证书和股息参与证。[(74)]

现今的证券列表中又增加了很多特殊而复杂的类型。这使得按照传统方式、根据证券名称来进行分类的方法备受争议。虽然传统分类法既方便又有效，但是我们仍然认为它应该被更加灵活而准确的分类标准所替代。在我们看来，对研究证券最有用的分类标准应当是从购买后的一般行为上着手，换言之，就是从购买者或所有者合理估计的证券风险和利润特性着手。

新的分类建议

综上，我们建议将证券分为以下三类：

分类	代表类型
I. 固定价值类的证券	高等级债券或优先股
II. 变动价值类的优先证券	
A. 有获利可能性的高保障证券	高等级可转换债券
B. 保障不足的证券	低等级的债券或优先股
III. 普通股类	普通股

用人们更为熟悉的术语，可以得出与上文相近的分类：

Ⅰ．投资型债券和优先股

Ⅱ．投机型债券和优先股

A．可转换证券等

B．低等级的优先证券

Ⅲ．普通股

为了使我们的分类更全面，我们采用的名称较为新颖。下面将针对每类证券进行具体的描述和讨论，以便大家明确这种命名方式的必要性。

三种证券类型的主导特征

第Ⅰ类所包含的证券，不论名称是什么，其未来的价值变化都是较为次要的考虑因素。[(75)]所有者最感兴趣的是其本金的安全性，因为他的购买初衷是获得稳定的收益。在第Ⅱ类证券中，本金价值的未来变化非常重要。在类型A中，投资者希望普通债券投资能够有安全保障，同时也希望通过转换权或一些类似的特权来增加获利的可能性。在类型B中，明确肯定了存在亏损风险，与之相对的是盈利机会也相应增多。第Ⅱ类B组中的证券与第Ⅲ类中的普通股类型相比存在以下两个方面的差别：

（1）前者相对于次级证券享有有效优先权，从而可以获得一定程度上的保障。

（2）前者获利的可能性虽然很大，却有相当明确的获利限制，这与运气好的普通股在理论上或持乐观态度来看可能获得无限的利润是截然不同的。

固定价值类的证券包括所有普通债券和以正常价格出售的优质优先股。除此之外，以下几种证券也属于这个类别：

1．稳健的可转换证券，由于转换股价过于偏离市价而无法成为购买因素（类似于参与型或附认股权证的优先证券）。

2．有担保的投资型普通股。

3．具有高等级普通优先股地位的“类型A”证券或优先普通股。

另一方面，任何在过低价格出售的投资级债券都将归入第Ⅱ类中，因为购买者可能感兴趣的是其市场价格的增值，并有理由对此有所期待。

我们不可能具体规定，何等程度的证券价格波动是重要的，何等程度是不重要的。因为价格水平本身并不是唯一的决定因素。一只售价60美元、票面利率为3%的长期债券可能被归类为固定价值类，例如北太平洋铁路公司（Northern Pacific Railway）在1922—1930年发行的于2047年到期、票面利率为3%的债券。而售价80美元的一年期债券，无论票面利率如何，都不会是固定价值类的债券。因为在相对较短的时间内，这只债券必定要么以高于价格20%的数额提前偿还，要么承认无力偿还而导致债券的市场价格严重下滑。因此，我们必须做好心理准备：即市场上不乏这样处于第Ⅰ类和第Ⅱ类边缘的证券，其分类取决于分析师或投资者个人的观点。

任何证券只要显示了普通股的主要特点，无论名字是“普通股”“优先股”，甚至是“债券”，都可以归属于第III类。美国电话电报公司发行票面利率为4.5%、售价200美元的可转换债券就是一个很好的例子。在这么高的价格水平上买入或持有这只债券，实际上与投资普通股并无分别。因为这只债券不仅可能会在极大的价格区间内随股票一起升值，也很可能一起跌价。另外一个更好地诠释了这一观点的例子是克鲁格－托尔公司（Kreuger and Toll）。该公司向公众出售债券，发行价格远高于其能优先求偿的金额，因此这个名称毫无意义，而且具有误导性。这些“债券”绝对属于普通股票类。(76)

相反，有些证券顶着优先证券的名头，却以极低的价格出售，使得次级证券明显得不到公司所有者权益。在这些情况中，低价位的债券或优先股几乎代替了普通股的位置，分析时应该把它们当作普通股。例如，一个以10美分出售的面值为1美元的优先股，根本不应该被视为优先股，它只是一个普通股。一方面，它缺乏作为优先证券的首要条件，即应该有大量的次级投资支撑。另一方面，它具有普通股所有的获利特征，因为在当前的价格水平下，其潜在利润可以是无限的。

第II类和第III类之间的分界线与第I类和第II类之间的一样，是模糊不清的。但是可以通过只考虑其中一个类别或综合两个类别来降低这些案例的处理难度。例如，票面利率为7%的优先股以30美元出售，应该被认为是低价位的优先证券，还是普通股？这个问题的答案一部分取决于公司的业绩，一部分取决于潜在买家的态度。如果公司真正的价值可能超过优先股的票面金额，可以认为这个证券具有优先证券的一些优势。另一方面，买方是否将它看作普通股，取决于它是否满足于250%的增值空间，还是正在寻找更大的投机收益。(77)

通过以上讨论，我们就应该更加清楚这样分类的真实意图和特性了。分类的基础并不是证券的名称，而是特定条件和地位对持有者的

实际意义；应重点关注的也不是持有者在法律上所享有的权利，而是在购买或分析的时点上投资者可获得或期望获得的回报。

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第二部分

固定价值投资

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读三
解开债券之谜

霍华德·马克斯

特许金融分析师，洛杉矶橡树资本管理公司总裁

我第一次接触《证券分析》是在1965年。当时作为沃顿商学院一名本科在读学生，我有一项作业是阅读本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的这本著作。

当年，投资管理作为一门职业通常意味着为银行、信托公司或保险公司工作。我记得的第一家小型机构投资公司——杰尼桑合伙公司（Jennison Associates）刚成立几年。当时，普通股投资者参考道琼斯工业平均指数，而不是标准普尔500指数，像四分位数或十分位数这样的统计术语在股票投资领域无人提及。事实上，仅在几年前，芝加哥大学证券价格研究中心才对1926年以后的每日股票价格进行了数字化处理，最终计算出的股票历史回报率为9.2%。

“成长型投资”在当时还是新词（在它出现之前，“价值型投资”作为对立词汇并无存在的必要），对冲基金并未得到普遍认可，而且我还不能确定当时是否存在这种说法。没有人听说过风险投资基金、私募股权基金、指数基金、量化投资基金或新兴市场基金。而且有趣的是，“著名投资人”本身就是一个自相矛盾的用语。例如，当时没有人知道巴菲特，而知道他在哥伦比亚大学的老师——本杰明·格雷厄姆的人更少。

当时的固定收益证券与现在截然不同。由于还未出现零息债券，债券利息的再投资风险无法规避。投资级别以下的债券无法像现在一样发行，已经发行在外的“堕落天使”（投资级别下调至非投资级别

的债券）被标记为垃圾债券或高收益债券。当然，那时还没有杠杆贷款、住房抵押贷款支持债券（RMBSs）、担保债权凭证、担保债务凭证或担保贷款凭证。今天的债券专业人士可能会问：“在计算机、计算器或彭博（Bloomberg）终端出现之前，人们如何计算债券的到期收益率呢？”

因为芝加哥大学商学院传授的金融与投资理论均非常新，尚未广泛传播，而我比较幸运，在20世纪60年代中期开始在芝加哥商学院求学，因此我在学院学习到的知识并不包括有效市场假说——该假说由尤金·法玛（Eugene Fama）于1970年正式提出，而这一假说曾让后几届金融系的学生相信《证券分析》没有用，它只是一本指导读者去完成战胜无效市场这一不可能完成的任务的书。

这本书在1965年被公认为证券分析的圣经，我从中获益匪浅。然而，刚看完这本书时，我对它也有些反感，认为里面教条太多，公式太多，而且公式中包含数字常量，如“乘以x”或“计算y年的”等。

最近我又重读了1940年版《证券分析》中有关固定收益证券的章节，它重现一些过去我认为过于刻板的规则，同时也展示了大量不太量化且更具灵活性的常识，以及一些具有前瞻性的见解。

我认为，书中最有意思的部分是格雷厄姆和多德关于投资标准演进的见解，这也是过去几十年投资界发展中最精彩的部分。

- 至少在1940年，投资界拥有得到广泛认可且非常明确的投资准则，特别是在固定收益证券领域。规则和观念决定了受托人的行为，以及可以做什么，不可以做什么。在这样的环境里，受托人如果因为不合格的投资行为使受益人受损，将会遭受额外惩罚，在确定赔偿时不会考虑他过去的表现以及整个组合是否赚钱。

- 后来，投资界产生了“谨慎人”的概念，它基于19世纪的一个法院判例，指一个谨慎的人在特定环境下根据组合整体应该采取的决定和选择。因此，如果从投资组合整体看，受托人的决定与结果是可以被接受的，那么个别的投资亏损并不会导致处罚。
- 作为“芝加哥学派”对金融理论发展贡献的一部分，20世纪50年代，哈里·马柯维茨（Harry Markowitz）基于对相关性的理解提出了一种观点：在投资组合中增加一项“风险资产”，可能会提高组合的分散性，从而降低投资组合的整体风险。
- 芝加哥学派的最大贡献在于，提出了根据投资风险与收益的关系综合评估投资行为以及投资业绩的好坏。安全的投资不一定是好的投资，有风险的投资也不一定是坏的投资，足够好的业绩前景可以弥补风险投资的风险性，使它成为富有吸引力的、稳健的投资。

因此，我们今天几乎看不到绝对的投资准则。事实上，我们很难想出绝对不能进行的投资，相反，大部分投资者为了赚钱几乎什么都敢投资。1940年版的《证券分析》做出了一个我们认为非常符合现代思维的有趣转变——它删掉了许多绝对标准，只保留了少量的，这反映出对理性固定收益证券理解的进步。

投资的绝对标准

1940年版的《证券分析》确实有一些看似绝对的说法，例如：

异常高的票面利率并不能弥补安全性的不足。无论挑选哪只债券作为投资对象都应该遵循筛除的原则，而且必须依

据管理储蓄银行投资行为的法规中的具体量化指标进行测试。（见第155页）

如果一家公司的次级债券安全性不高，那么它发行的第一抵押权债券也不是理想的固定价值投资工具。因为次级债券安全性不高说明公司本身就很疲弱，而疲弱的公司不会有高等级债券。（见第159页）

中小型工业企业的债券不太适合作为固定价值投资工具。（见第172页）

我从1978年开始管理高收益债券，多数的机构投资组合由于规则所限只能持有“投资级别”（评级为3B或更高）或“评级为A或更高”的债券。而这些限制多数投资者购买某些证券的规则，使得我们这些不太受规则限制的投资者可以发现一些市场投资机会。这些规则中也包括格雷厄姆和多德绝对禁止的行为。

投资与投机

当重读这次修订的章节时，我看到不少类似于“某些债券适合或不适合投资”的说法。不提价格或收益率，只提是与否、好与坏等，对于那些在组合管理生涯中几乎只买投机级别债券的人而言，这似乎是将整个投资领域排除在外。潜在收益可以弥补风险、陷入财务困境公司的债券可以便宜到让大家抢购的地步，这些理念似乎与作者的原则格格不入。

随后，我突然意识到我误解了格雷厄姆和多德的本意。他们不是说某些证券不能买，而是不能作为投资买入。今天人们将为获取财务收益而购买东西的行为都界定为“投资”，它与人们为了使用或消费而购买某项东西的行为相区分。如今人们不光是投资股票或债券，也

投资珠宝、分时度假屋（Vacation-home timeshares）、收藏品以及艺术品。但在75年前，投资就是指购买本质上满足保守性、谨慎性以及最重要的安全性等要求的金融资产。

证券满足投资的标准是基于其质量特征，而不是预期收益。它们要么适合投资，要么不适合。更为极端地说，这就是硬性的规则，就像各州为储蓄银行颁布的规定一样。例如，在纽约，储蓄银行可以购买铁路、天然气以及电力公司的债券，但不能购买轨道电车公司以及自来水公司的债券。以房地产按揭担保的债券满足投资的标准，但令人吃惊的是，工业债券则不满足。

遵循公认标准的投资是安全的（这样可能会减少受托人的诉讼风险），而投机需要承担风险。这种僵化的、排他的以及非黑即白的对待投资适当性的态度，使得凯恩斯一针见血地指出：“投机者对其承担的风险一清二楚，而投资者对其承担的风险却一无所知。”

因此，对待投资的更为现代的态度（类似凯恩斯超越时代的眼光）应该基于这样的观念：**实际上，任何资产都可以成为好的投资标的，只要在购买时对其有全面的了解并且购买价格足够低；反之亦然，如果购买价格过高，再优质的资产也可能是糟糕的投资。**今天大家都认识到，证券被列入可接受的投资名单，并不表示投资它不会亏损。如果你不同意这个观点，可以找找十年前曾被评为AAA级的债券以及在2007年从AAA级降到垃圾级别的房地产按揭抵押贷款债券。

《证券分析》中提出并反复强调的原则是：“高票面利率不足以弥补本金遭受损失的巨大风险。”这一论断似乎将高收益债券排除在投资范围之外。然而在过去30年，无论从绝对收益还是风险调整收益来看，高收益债券都远远超过投资级别债券。细心研读后你会发现，作者认为不能作为投资买入的证券，仍可作为投机买入。然而，格雷厄姆和多德概括性的论断在今天看来无疑非常教条主义，特别是他们做了一个在今天看来几乎完全没有必要的区分。

43年前，声称某些资产适合或不适合作为投资来买入可能令我非常反感，但今天再次阅读，我有了更深入的理解。

投资现实主义

在过去四五十年间，投资领域见证了所谓的更务实的赚钱方法的发展过程，即判断投资价值的标准不是基于绝对的质量和安全性，而是基于预期收益和风险的关系。当然，从另一方面来说，不管信托责任和资本保值的概念发生什么变化，这仍然可以被视为一种投资标准的降低。

格雷厄姆和多德似乎对此（投资标准）持中立态度。他们从投资的角度对买卖提出绝对要求，但也承认不能奢望仅靠表面上的质量和安全性就能做出成功的投资，或者排除不成功的投资。以下是一些例子：

> 固定收益证券缺乏股票那样向上增长的潜力，因此，正确选择债券的关键在于获取明确的、可信的安全保障因素，以弥补债券持有人在参与收益分配方面做出的牺牲。（见第155页）
>
> 将抵押权视为独立于企业经营状况的安全保障因素，这在大多数情况下完全是错误的……基于这个理由，过去实务操作中将抵押资产的历史成本或重置成本作为购买债券的动机，完全是一个误导。（见第156页）
>
> 实力雄厚的企业发行的信用债券显然比业绩疲软企业的抵押担保债券更稳健。（见第159页）
>
> 无论如何，投资者选择古德希包装公司（Cudahy）发行的票面利率为5%的第一抵押权债券（购买该第一抵押权债券

到期收益率为5.5%，而购买票面利率5.5%的次级债券到期收益率超过20%），每年要为不完全的损失担保支付约15%的风险溢价（两种债券的到期收益率之差）。从这一点来看，购买第一抵押权债券的投资者显然是得不偿失的。（见第160页）

如果第一抵押权债券的收益率仅低一点，那么为避免意外的麻烦而支付少量的保险费无疑是明智的选择。（见第160页）

回顾1931—1933年铁路债券的崩溃，症结在于交通运输行业的稳定性被高估，投资者对其安全边际过分满意。但事实证明，这种安全边际其实是不足的。问题产生的原因并不在于投资者忽视了既有的标准……而是当现实经济形势需要更严格的要求时，投资者仍满足于原有的标准……如果投资者要求持有的铁路债券满足应用于工业债券的测试标准，这将迫使他们将投资范围限定在相对少量的、表现强劲的铁路线。事实也证明，几乎所有符合上述标准的铁路企业都经受住了1929年以后运输收入大幅减少的冲击，债券的固定利息支付也没有受到影响。当然，这是否是一个事后诸葛亮的例子，与我们的讨论无关。（见第170页）

很明显，从上面的引文和其他许多地方可以看出，格雷厄姆和多德都坚持实质重于形式的原则，而且重视逻辑而非规则。例如，一只债券是否能够支付利息和本金很重要，它被标记成什么则并不重要。信用级别标准是不断发展的而非固定不变，抵押债券不一定比信用债券好，比次级债券更安全的债券并不一定就是更好的投资对象，高收益率往往能够使得高风险债券更有吸引力。

通过阅读全书，你会发现格雷厄姆和多德是真正的实用主义投资者。他们认为应该在全面分析的前提下理智地承担风险，而不是潜意识地一味规避风险，这更多的是呼应了凯恩斯的观点。

我们的债券投资方法

为了检验《证券分析》与固定收益证券的相关性，我对格雷厄姆和多德的债券投资过程进行了回顾，并将他们的方法和我的公司——橡树资本管理公司（Oaktree Capital Management, L.P.）采用的方法进行比较。

结果显示，虽然格雷厄姆和多德的思想表达方式有所不同，但是大部分能够很好地适用于当今的投资领域。事实上，他们的观点与我的合作伙伴谢尔登·斯通（Sheldon Stone），以及近30年来我在高收益债券投资领域发展和运用的方法不谋而合。

1．我们的整个方法体系建立在对所有非不良债券投资的非对称性认识的基础之上，即投资收益被限制在承诺收益率加上几个点的溢价，但是信用风险可能导致大部分，甚至全部本金消失。因此，成功的关键在于避免损失，而不是寻找赢家，正如格雷厄姆和多德阐释的：

> 在长期实践中，人们投资债券主要是基于对其安全性的假设，但基于假设的投资不如基于事实的选择更稳健，而事实就是，普通债券是一种有限收益的投资工具……
>
> 将债券视为一种有限收益的投资工具，由这一基本概念可引申出关于债券投资的另一个重要观点，即债券投资的重点在于避免损失。所以，债券选择是一门消极的艺术，即它

是一个筛除和拒绝的过程，而非搜寻和接受的过程。（见第155页）

2．我们的高收益债券组合高度集中。我们主要在评级为B的债券中能够产生稳健收益且违约风险有限的那段收益率曲线上操作。对于我们来说，高评级债券没有足够的收益率，而低评级债券具有太多的不确定性，因此，评级为B的债券是客户希望我们投资的范围。

从最低的安全标准开始选择债券才是稳健的做法，所有将进一步考虑的债券必须先符合这个最低的安全标准。所有不满足最低安全标准的债券，不管收益率多高，前景多诱人，或者有其他优势，都应自动排除在普通债券投资范围之外……债券选择应该是从明确的最低标准逐步提高的过程，而不是从一些理想化，但难以接受的最高安全标准盲目地向下选择的过程。（见第178页）

3．信用风险主要来自企业的杠杆率以及经营的不稳定性。在困难时期，两者的共同作用会吞食掉利息保障超过债务偿付要求后得到的安全边际。一个现金流极其稳定的公司能够支持较高的杠杆率，并承担较重的债务负担。同样的道理，一个有限杠杆率和适度债务负担的公司能够在现金流严重波动的状况下生存。但是，高杠杆率和不稳定现金流共存，将会导致公司无法偿还债务，这一点在过去经常发生，并给投资者留下了痛苦的记忆。格雷厄姆和多德也引述了同样的原理。

研究1931—1933年的历史记录，我们发现工业企业债券价格暴跌的主要原因并不是由于财务结构不健全（像公用事业债券），也不是投资者错误估计了安全边际（像铁路债

券）。在许多案例中，企业盈利能力突然消失，企业能否持续经营令人担忧。（见第171页）

4．分析单只债券需要进行多方面考虑。从1985年起，我的分析团队就已经开始运用由谢尔登·斯通开发的八因素信用分析模型。模型中大多数的因素都反映在格雷厄姆和多德的思想中，或许是由其思想所启发。我们关注的因素包括行业、公司地位、管理水平、利息保障倍数、资本结构、备用流动性来源、清算价值和相关契约条款。《证券分析》一书反映了其中很多方面。

公司地位：过去十年的历史经验表明，在行业中处于主导地位或者规模庞大的公司，在经济不稳定时能提供一定安全保障。（见第187页）

利息偿付率（也称利息保障倍数）：投资者习惯将盈利与利息费用的比率作为检验投资安全性最重要的指标。（见第196页）

资本结构：如果债券融资比例过大，规模最大的公司很可能变成最脆弱的公司。（见第188页）

5．“购买并持有”的投资方式与专业投资者的职责相矛盾，专业投资者至少要每季度考察一次投资组合中各债券发行人的信誉。

早在1929年的市场崩盘之前，华尔街就已经形成了新的原则——忽视过去的投资会产生风险，因此需要通过定期审查和监督所持有的证券来控制投资风险。这个原则与以前的投资实务截然不同，可以被总结为一句格言：“没有永久性的投资。”（见第333页）

6．不要基于利率预测来捕捉市场机会。相反，我们致力于“了解可知的事物”，这一点只有通过努力了解行业、公司和证券才能实现。

> 投资者能否成功捕捉市场波动机会进行债券交易，这实在是令人怀疑……我们不相信收费的中介机构能够可靠地预测债券或股票的价格走势。而且我们相信，在给出高等级债券选择建议的同时，又指出债券的价格走势，这本身就不符合逻辑也令人混淆。虽然投资者希望能够在合适的时机买进，在价格即将下降时卖出，但经验告诉我们，这种努力不可能取得成功。如果投资者将这种交易理念与投资运作相结合，他将不可避免地将注意力转移到投机的方向上。（见第340页）

7．尽管我们付出了最大努力，但是投资组合中还是会出现违约风险，原因可能是信用分析失误或是运气不佳。为了使因承担风险而增加的收益能超过债券违约造成的损失，单个债券的持有量必须足够小，以至于单个违约不会对组合资产造成大幅损失。我们常常认为我们处理风险的方式与保险公司类似，即为了使保险精算过程发挥作用，必须将风险分散在许多小规模持有的证券中，这样才可实现预期收益。因此，除非能够充分地分散风险，否则不应该投资于高收益债券。

> 谨慎的投资者不应该自己扮演保险公司的角色，为每年获取保险费（以超额利息收入形式）而承担本金损失的风险。反对这种策略的理由是，有效的保险需要广泛分散风险才能使运气影响的成分最小，而概率发挥的作用最大。投资者可能会通过分散投资尽力达到这个目标，但在实务操作

中，他们不可能达到保险公司那样的分散程度。（见第176页）

总结投资方法这一主题，我们觉得在固定收益证券领域中，对信用风险的合理判定依赖于对公司偿债能力的估计。而在这方面，深入的财务报表分析不及对公司前景娴熟的经验判断重要。

选择收入回报有限的固定价值证券进行投资操作起来相对简单。投资者必须通过定量测试确保企业收益充分高于利息费用，并且企业的现有价值也超过其负债。另外，投资者还必须自行判断企业的状况能否保证经营上的不断成功，或者更准确地说，企业未来经营失败的可能性是否极其微小。（见第226页）

最后，我们与格雷厄姆和多德在一个重要方面仍存在分歧。在选择进行购买时，我们首先判断债券发行人的前景。我们的理由是：1978年我开始分析和管理高收益债券时，市场普遍持有的观点是投资债券和评估企业未来在本质上是不相容的，谨慎的债券投资必须基于严格的历史数据推理，而不是对未来事件的推测。但信用风险是未来发生的，只有基于对未来娴熟的经验判断，才能明智地承受巨额的信用风险。

旧的观点很大程度上反映出一种偏见：在购买内在风险更高的股票时，基于未来的判断做出的投资决策被认为是正确的，而在购买更为保守的债券投资时，依赖同样的方法却被认为是不正确的。我曾经遇到过一些最大、最赚钱的市场失效的机会，就是由于这种偏见造成的，它将某些市场机会排斥在“正确的投资”范围之外，而让灵活的投资者有机会以远低于公允价值的价格购买。以下就是偏见中的一种：

我在1978年成立了第一国家城市银行（First National City Bank）的高收益债券组合，其中的一个原因是我在此之前担任过这家银行的股票研究主管。那时，我要做工作就是将用来分析普通股的未来导向模型（future-oriented process）运用于评级低于3B级的债券。

今天的投资界已经很少有这种偏见了，前瞻性分析适用于各类投资工具的观点已经得到普遍认同，而在1940年，这一经验仍有待吸取。

常识

《证券分析》的主要价值不在于具体的知识介绍，而在于其介绍的常识。格雷厄姆和多德的一些经验教训与今天的投资仍存在关联。更为重要的是，他们的观点及思考过程，告诉投资者应该如何从习以为常和表面肤浅的答案中挖掘出投资问题。

证券价格和收益并非取决于对预期风险的精确数学计算，而是取决于该证券的受欢迎程度。（见第175页）（市场在实际操作中并不是完全有效的。）

需要进一步指出的是，无论是在理论上还是实务操作中，对投资风险进行精确计算都不可能实现。现实中没有确定不同类型债券期望“死亡率”的经验表，即使有这些经验表，由于它是基于历史记录的长期细致考察而总结的，它对未来是否具有实际效用也值得怀疑。在人寿保险方面，年龄和死亡率之间的关系是明确的，变化也是逐步的。同样，各种结构类型的建筑物和火灾发生率之间的关系也是如此，只是它们之间的联系没有年龄与死亡率之间的联系那么紧密。

但是，不同类型的投资和损失风险之间的关系是完全不确定的，极易受环境变化的影响，以至于无法用数学公式进行精确测量。事实的确如此，因为投资损失的分布在时间点上不是均匀的，而是趋向于集中在某些时间区间，如经济萧条时期，所以典型的投资风险大致与火灾或流行病相似，而这两者又是火灾险与人寿险中不可计算的例外因素。（见第175~177页）（可靠的数量模型到此为止。）

投资者也应注意到很多关于盈利描述的其他方面的情况，包括趋势、最小值和当前值。无可否认，上述每一项都很重要，但这些不能快速、有效地应用于严格的规则。（见第201页）

进行债券投资时，投资者可能被以下特征吸引：（a）盈利处于上升趋势；（b）当前的表现非常出色；（c）考察期内每年扣除利息费用后的安全边际都令人满意。如果某一债券无法满足其中某一项，投资者未必要剔除该债券，但该债券必须有超过最低标准的充足的盈利保障，投资者也应更加密切地关注整体状况或定性因素。（见第201页）

如果对于工业公司而言，1美元股票对应1美元债券是正常标准，那么股价上涨时的2美元股票对应1美元债券，以及股价远低于其内在价值时的0.5美元股票对应1美元债券，应该也是合理的吧？答案是否定的，原因有两个：第一，这假设债券投资者能识别过高或过低的股票价格，这个假设对债券投资者来说太过恭维；第二，要求债券投资者在市场过热时特别谨慎，而在市场萧条时充满信心，这是个完美的建议，但并非凡人能及。债券投资者都是普通人，不能期望他们能够完全避免对牛市的狂热以及对熊市的恐慌。（见第223页）

“在纯投机领域，反对为咨询付费的理由是：如果投资顾问能准确地预测行情，那么他就没有必要从事这份职业来谋生了。”（见第340页）这与沃伦·巴菲特的观察相差无几。巴菲特认为：“华尔街的独特之处在于，开着劳斯莱斯汽车来这里的人们去向坐地铁来这里的人咨询。”

在许多实例中格雷厄姆和多德都提供了常识性建议，更有趣的是，他们驳斥现存的投资规则，以一般常识推翻“公认智慧”，并说明其中的矛盾之处。对我来说，这是固定收益证券章节最有价值的地方。最后，格雷厄姆和多德提醒我们：投资理论应谨慎使用简单归纳的方法。（见第181页）

《证券分析》，经受住历史的考验

格雷厄姆和多德的许多具体观点都经受得起历史的考验，而且被许多人学习和发展。

他们的观点“投资者可以错失任何数量的优质债券而不受惩罚”（见第155页）可能启发了沃伦·巴菲特，使他将投资和棒球击球手做了一个十分恰当的比较。巴菲特提醒我们，如果棒球击球手在好球区三次挥棒击球失败，他将面临出局，但投资者可以随意放弃投资机会而不会遭受惩罚。

同样，格雷厄姆和多德提出：“为估计资产超过负债的安全边际，我们能提供的最好指标是股票资本的市场价值与债券债务总额的比率。”（见第216~217页）这与迈克尔·米尔肯（Michael Milken）推广的市场调整债务比率（MAD）完全吻合，迈克尔·米尔肯于20世纪七八十年代在德崇证券（Drexel Burnham Lambert）开发高收益债券发行业务时就使用了该指标。市场价值远非完美，但是会计数据是纯

粹的历史数据，最好的情况是数据过时，最糟糕的情况则是数据与现实情况完全不相关。

重要的是，格雷厄姆和多德强调现金流的稳定对公司在逆境中的偿债能力的重要作用。“一旦确定行业利润会下滑（这种情况总会存在），投资者就不得不估计下滑的幅度，并将下滑幅度与满足利息支付要求后的盈余相比较。于是投资者会发现，自己与其他债券持有者一样，都非常关注公司在未来经济兴衰下的适应能力。”（见第167页）这种考虑导致如下结果，即在20世纪70年代中期，杠杆融资收购行业尚处于初创期，其收购对象主要为非周期（noncyclical）公司。当然，与其他所有重要的投资原则一样，稳定现金流规则在牛市时经常遭到忽视，因为人们已被狂热和乐观主义冲昏了头脑。

《证券分析》的缺憾

在《证券分析》1940年版出版68年后考虑其适用性，有许多观察结论值得一提。

第一，格雷厄姆和多德感兴趣的研究期间主要集中在萧条时期以及萧条对企业偿债能力的影响。他们引用了三个萧条时期，即1920—1922年，1930—1933年，1937—1938年，但我们现在认为20世纪只发生了一次“大萧条”。显然，格雷厄姆和多德讨论的是我们所说的“经济衰退”的情况。

第二，他们没有谈及对利率波动性的预测。首要原因可能是利率在那些时期并没有太多波动。如表7-1所示，1926—1938年的13年间（两次“萧条”间著名的繁荣时期），40只公用事业债券的收益率的变化范围仅为3.9%~6.3%。在《证券分析》1940年版出版的时候，利率处于较低的水平且相当稳定。

第三，值得注意的是，格雷厄姆和多德对于风险的一些警示并不适用于专业投资者，只适用于某些个人投资者。

> 实践中，很难事先区分哪些标的债券不受公司重组的影响，哪些标的债券在公司重组中将遭受重大损失。因此，我们强烈建议普通投资者不要考虑这类没有把握的债券，而应坚守“只有稳健的公司才有优质的债券”的投资原则。（见第165页）
>
> 个人投资者不具备保险承保人资格，他们的角色不应该是通过承担风险而获得收益，相反，他们应该通过向他人支付保险费而获得免遭损失的保险……即使假设（较高收益率债券的）高票面利率在总体上能够补偿通过精算（actuarial basis）得出的风险，但从普通投资者的角度来看，此类债券仍然不是理想的投资工具。（见第176~177页）

因此，为了保证非专业投资者的安全性，《证券分析》中提出许多严格准则。我也赞同本书的主张：不良债券和高收益债券的直接投资只适合专业投资者。

展望未来

很少有书籍在出版近70年后还有人阅读，如果还希望它所有的内容和表述方式都与时代完全同步，那更是奢望。普适智慧加上几条独到的见解，通常是读者可以期待的最好情况。如果有人想要知道《证券分析》1940年版是如何做到在这一点的，只需关注格雷厄姆和多德关于次级抵押贷款证券的讨论，以及2007年的次贷危机。

1923—1929年，房地产抵押债券业务经历了灾难性的发展。当时，支持债券发行的唯一资料（除了对未来盈利能力的估计外）是资产价值的评估报告，而评估价值几乎总是超过发行债券总值的66⅔%。如果这些评估报告的结果与经验丰富的房地产买家或贷款人对相关资产的评估价值接近，那么在选择安全房地产债券标的时，评估报告就是有实际作用的。但遗憾的是，这些评估结果基本上是人工估算的，评估人只是利用署名获得相关费用，其存在的唯一目的是欺骗投资者，并让他们高估相关债券的保障水平。

整个房地产融资计划的缺陷非常明显，更令人遗憾的是，由于所有利益相关方均缺乏原则、洞察力和一般常识，在市场最终不可避免地崩溃前，这一缺陷的影响已达到非常严重的程度。（见第209~210页）

付费的房地产评估与证券评级使无知的投资者信心倍增，并因此忽视了风险。还有什么能比它更好地描述近期发生的事件？还有什么证据能比它更好地证明《证券分析》1940年版与其面世后的数十年以及未来几十年的相关性呢？

霍华德·马克斯（Howard S. Marks）

特许金融分析师，洛杉矶橡树资本管理公司的总裁和联合创始人。他是投资高收益债券的先行者，也是格雷厄姆与多德的拥护者。

在第二部分导读中，马克斯阐述了如何应用《证券分析》中的理念在今天的公司债市场中获利。

导读四
从危机出发

周健工

远景创投高级合伙人，《横越未知》作者

世界上只有一种真正的英雄主义，那就是认识生活的真相后依然热爱它。

——罗曼·罗兰

《证券分析》第一版写于1934年，当时美国经济正深陷大萧条的泥潭。如果不是因为作者的学生巴菲特投资的巨大成功，如果不是几代专业投资人80多年来不停地注释、解读和阐述，这本书恐怕现在只是一个传说了。

如今我们已经身处比特币时代、金融科技时代，而10年前数学模型、金融工程、火箭科学家就充斥着华尔街，谁还有兴趣去阅读铁路、钢铁、水泥、橡胶、燃气公司那些锈迹斑斑的案例，以及近千页纸面的分析？任何一位思想者，注定都是其所处时代的囚徒，而许多著作之所以能流传下来，是因为其中所包含的常识，不断敲打现实中人们所犯的错误，最终成为智慧。

格雷厄姆和多德写《证券分析》时，正处于一个投资的恐惧时代。从初版到1940年的第2版，他们生逢金融危机、经济萧条、世界大战的动荡岁月。格雷厄姆和多德所管理的资产，在1929—1932年的4年间累计损失了70%，而这在当时已经是优异的表现了。尽管如此，他们依然试图为混乱不清的金融市场理清头绪，寻找一种方法，在最严酷的市场环境下也能做到投资安全。

读者仔细读一下作者在1934年版和1940年版的前言，其实除了一些案例之外，作者的理念并没有发生明显的改变。正是危机与萧条中的痛定思痛，奠定了价值投资的哲学基础。第1版前言中借用了法国哲学家史宾诺沙的话来阐释价值投资的本质：只要从“危机的角度来考量”，便能做出很好的选择。

作者提出了价值投资的基本准则：区分投资与投机、寻找证券的内在价值、探测安全边际并制定合理且可操作的安全测试方法。尽管市场和经济处于极度的悲观之中，如果用正确的方法去筛选，还是可以发现许多价值被低估的证券，而找到证券的低估和高估，正是书中反复出现的主题。

“表面和眼前的现象是金融世界的梦幻泡影与无底深渊。”如果陷于短期的总结与应对，这本书也许早已沉没于历史，但作者的投资哲学是从危机出发，这就奠定了它的生命力。《证券分析》第6次再版，并被翻译成中文，此前市场一次又一次经历危机、投资者在贪婪与恐惧中一轮又一轮浮沉，尽管投资（机）者总是在忘却，但常识一遍又一遍地提醒我们，在极端恶劣的市场中形成的保守的投资哲学，在贪婪与泡沫成为常态的市场上，可能更容易形成超越周期的智慧。这一点适用于所有的证券投资，无论是固定收益类证券，还是普通股。

作者提出的固定收益类证券投资的四条原则，其中第一条如此表述：“债券的安全性不是由特定的抵押权或其他合同权利来衡量的，而是取决于证券发行人履行义务的能力。”在美国次贷危机中，尽管那些经过层层打包的债务产品有住房抵押，还有金融衍生工具加持保险，但最终房价的下跌、利率的上涨，让房屋贷款人——也是债务工具的最终发行人失去了“履行义务的能力”，引发了债务危机。

如何看待一家发行债券的公司是否健康，作者提出了两条标准：繁荣时期看其能否赚取高于债券利息支出的收益，而萧条时期看其履

约能力。这一点在房地产行业表现得特别突出。房地产是一个杠杆驱动并且能够自我建立起周期的行业。在房地产繁荣期，大量的债务发行人享受着资产价格的上升，只要举债带来的资产升值的收益高于利息成本，无论是房地产公司发债或借贷，还是个人房贷最终通过银行的资产证券化，都是合理的。但是，当房价下跌时，资产泡沫的破灭，会让公司与个人失去按时还本付息的能力，产生大量的违约。

格雷厄姆和多德表用了不少篇幅来分析房地产类债券，如房地产担保抵押品贷款、房地产抵押债券。他们的深刻洞察，表现出强大的时光穿越力。

先穿越到中国。房地产几乎是中国经济高杠杆的终极抵押品，但格雷厄姆和多德84年前告诉我们：“安全性不以抵押权衡量，而用债务偿付能力衡量。”这句话也可以这样表达：任何依赖于某种抵押品的实体，最终都会损害其偿付能力，变得不安全。对于企业如此，对于经济体亦如此。第二次世界大战后，发达国家爆发的5次最大的金融危机，无一不是由房价过度上涨而引发的。在某种意义上，一次大的金融周期，就是一次大的债务周期，而其背后的推动因素，往往是房地产周期。

再穿越到美国。要了解两次世界大战之间的大萧条与十年前的全球金融危机，我们不需要当代经济学家和决策者赖以赚得名声的比较研究，只需要重温一下《证券分析》“固定价值投资”这一部分。继1929年股市崩溃后，1931年美国房地产市场崩溃，“……那些新设立的房地产债券发行公司及其附属担保公司，它们几乎全线崩溃。随着萧条的持续，老公司也难以独善其身。……抵押凭证的持有者发现，担保只不过是个幌子。”作者批评了“激进的业务管理方式”，当时这一业务从地方开始向全国范围内展开。这听起来多么像10年前的美国次级房贷引发的全球金融危机。

尤其是作者谈到，“抵押资产的价值不仅不能与公司的运营情况分开，而且是与其完全统一的”。也就是说，资产价值与盈利能力密切相关，任何人为将其背离的做法，其动机都非常值得怀疑。作者指出在美国金融危机前的1923—1929年，美国同样发生了房地产抵押债券业务经历的灾难，当时的资产评估机构普遍存在的高估房地产债券的保障水平，其目的就是为了赚取客户的费用，“唯一的目的就是欺骗投资者”。这听起来又多么像当今美国和中国的市场。

不仅房地产抵押的安全性无法衡量，上市公司的股票质押也缺乏安全性。由于市场及上市公司本身的风险，质押股票的回购风险越来越大，越来越多的公司面临爆仓或强行平仓的危险。

这些年中国经济增长放缓，债务违约逐渐增多。2018年前三季度出现了众多国有企业、上市公司和一些大型民营企业的债务违约事件，无论是违约金额还是件数都创下历史新高。其背景正是中国经济的高杠杆率（负债与国内生产总值［Gross Domestic Product，以下简称GDP］之比已经达到250%左右）正经历去杠杆化的过程，以及各种债务工具的“刚性兑负”正在被逐步打破。上市公司股票质押危机的背后，是债务危机。

“对一家繁荣发展的公司而言，合理数量的长期债务是有利的，因为股东可以使用从债券投资者那里获得的资本，赚取高于债券利息支出的收益。”但在经济下行时期，尤其是中国许多民营企业，在制造业、房地产，以及过剩产业领域，借贷成本高于企业的利润率。假如把一个经济体看成是一家公司，如果高杠杆率和企业（主要是非金融和非垄断领域）利润下降同时存在，企业负债率高企，需要不断举新债还旧债，融资成本不断加重，挤压企业利润趋于零，经济就会陷入一个恶性循环当中，可能会带来更大的违约潮。

这正是美国大萧条期间投资者所经历的，那一时期有约30%的债券违约。格雷厄姆和多德见证了两次世界大战期间美国经济从繁荣转向

萧条的整个过程，“许多高风险投资在经济萧条时期会同时下挫，因此高收益债券投资者可能会在经历一段时期的高收益之后（这些收益可能已经被花掉），在一夜之间血本无归”。他们研究了1922—1933年在纽约证券交易所上市的所有工业债券的表现，发现在约200家公司中，只有18家公司的债券价格反映出投资者对债券的安全性比较有信心。

“牺牲安全性换取收益得不偿失。”作者鲜明地指出，收益和风险之间不存在数学关系。而当代债券投资者借助于复杂的数学和统计模型，试图预测和管理风险，并且通过极高的杠杆率放大收益，往往会带来更加巨大的系统性风险。

在债务投资越来越个人化的时代，无数的个人理财产品投资者也付出了血汗钱的代价。无论是许诺高收益的理财产品，还是缺乏监管的P2P资产，其实都是为了追求高收益而放弃安全性。问题如此严重，以至于银保监会主席郭树清不得不公开警告：“收益率超过6%的就要打问号，超过8%的就很危险，10%以上的就要准备损失全部本金。”

中国债务市场上持续的“刚性兑付”，本质上是政府对各种债务的一种隐性担保。但正如格雷厄姆和多德所言：“担保的价值严格取决于担保公司自身的财务状况。”如果说刚性兑付的本质，是政府对各种债务提供了直接或间接的担保的话，已经身处高杠杆率的经济，则令政府须首先考虑自身财务状况，而不能再提供担保。只有让更多的债券发生违约，才能让投资者真正关注到债券本身的风险，关注到发行人的偿付能力和意愿上来。

与股票相比，债券更加看重的是公司以往的记录和既有的资产。也许我们正处于这样一个时代，科技巨头的诞生是因为人们无限看好其未来；高违约的出现是因为我们要为过去的激进还债。

市场总是做出过分的反应，所以购买债券应该以经济萧条时期的表现为准。正因为如此，作者在市场最悲观的时候，也能发现值得投

资的公司债券。在中国，还应该以打破刚性兑付为前提。也许，在市场最悲观的时候，正迎来一次尝试价值投资的最好时机。

这个世界，投资工具变得如此复杂，被一层又一层地包装好，人们很难识别买到手里的所谓理财产品，究竟是个什么资产，精美盒子里面装的到底是什么东西。互联网上充斥的信息，有的加上科技的光环，制造出更大的信息不对称。而《证券分析》的生命力，并不在于复杂的计算、难懂的模型、专业的术语，而在于其坚持投资的本质。而且《证券分析》的几代粉丝，都不约而同地提到格雷厄姆的古典文学造诣、人文关怀和风趣幽默的语言。

股市不仅有投资价值，还有娱乐价值：“即使购买股票的潜在动机只是单纯的投机与贪婪，人的天性也将驱使他们用各种堂而皇之的理由来掩盖这个不讨人喜欢的动机。套用伏尔泰的一句格言，即使根本不存在普通股分析，我们也有必要捏造一个出来。”

所以，这本书像84年前树立起来的一面镜子，让我们看到人类投资行为不断重复的荒谬之处，如果上帝和你一起发笑，也有一定的娱乐价值。

周健工

远景创投高级合伙人，《横越未知》作者。曾任上海第一财经传媒有限公司首席执行官，2004年作为创始编委参与创办《第一财经日报》，2009—2015年在《福布斯》中文版担任总编辑。早年曾参与多家财经媒体的创办与管理工作。2003—2004年在位于华盛顿的智库战略与国际研究中心（CSIS）担任研究顾问。获美国约翰·霍普金斯大学国际关系高级研究院（SAIS）硕士学位，专业方向为国际金融。北京大学国际政治系法学硕士。

06

固定价值投资选择的第一原则

前面我们提出应根据证券的特征进行分类，现在我们逐项介绍适用于选择每类证券的原理与方法。我们已经指出固定价值证券包括：

- 高等级普通债券与优先股；
- 高等级特权证券，但特权价值太小，在选择证券投资时不予考虑；
- 通过担保或优先权而具有高等级优先证券地位的普通股。

对待高等级优先股的基本态度。将高等级优先股与高等级债券归为一类，是为了说明这两种证券可以适用同样的投资态度和分析方法。我们暂且不考虑优先股股东在法律追索权上的明显劣势，因为最稳健的投资不应依赖于法律追索权或补偿，而应依赖于企业是否具有充足的财务能力。这种观点可以从投资者对待纳贝斯克公司（National Biscuit Company）优先股的态度中得到验证——在近40年时间里，投资者一直认为该公司的优先股具有与优质债券相同的投资价值。(78)

优先股与债券的投资价值不尽相同。需要指出的是，像纳贝斯克公司优先股这样历史悠久，且地位突出的证券只占所有优先股中的很小部分。因此，在一般意义上，我们从不认为债券和优先股在投资价值上是等同的。相反，虽然平均而言优先股比债券等级低，但却一直深受公众投资者的认可，这一点我们会在后面的章节加以说明。其

实，这些证券多数无法充分确保持续稳定地支付股息，因此，它们应该归属于不确定型或投机型优先证券（第Ⅱ类）。在这种情况下，债券和优先股之间的契约差异就显得十分重要。所以，必需严格区分典型优先股和特殊优先股。只有特殊优先股才可以称得上是固定价值投资工具，且可与优质债券同等看待。为方便起见，我们经常用“投资债券”或“债券”来表示所有固定价值类证券。

债券投资是否合乎逻辑？在本书的1934年版本中，我们针对前些年金融业和工业的极端波动是否削弱了债券投资的基本逻辑进行了详细分析。投资债券既限制了自己的收益回报，又放弃了所有投机获利的机会，却仍不得不承受严重损失的风险，投资者这样做是否值得？我们的回答是：1927—1933年的现象异乎寻常，不能作为评判投资理论和实践的合理基础。后来的历史经验似乎证明了我们的观点，不过市场上仍然存在许多不确定性因素，要让债券投资者放弃绝对安全的传统投资理念还需很长一段时间。1940年，债券价格创下历史新高，加上之前20年内两次灾难性的价格暴跌，以及尚未结束的世界战争，这些事件交织在一起，投资者似乎难以对未来抱有任何信心。

债券具有的内在劣势——安全性难以量化评估。这种情况下，投资者、证券公司和投资理论家在进行债券投资选择时，需要持有比以前更加批判、更加严谨的态度。只要是债券就必定安全或者债券的风险一定比股票小的错误观点，已经发展到非常危险的地步。在长期实践中，人们投资债券主要是基于对其安全性的假设，但基于假设的投资不如基于事实的选择更稳健，而事实就是，（普通）债券是一种有限收益的投资工具。作为限制其参与未来利润分配的交换条件，债券持有者获得了优先偿还权和明确的偿付承诺作为补偿，而优先股持有者只获得优先偿还权，没有偿付承诺。然而，不管是优先偿还权还是偿付承诺，都不是获得偿付的绝对保证。这种保证取决于企业履行承诺的能力，需要在分析企业的财务状况、经营业绩和未来前景后作出

判断。因此，正确选择债券的关键在于获取明确的、可信的安全保障因素，以弥补债券持有人在参与收益分配方面做出的牺牲。

重点强调避免损失。从将债券视为一种有限收益的投资工具这一基本概念，可引申出关于债券投资的另一重要观点，即债券投资的重点在于避免损失。所以，债券选择是一门消极的艺术，即它是一个筛除和拒绝的过程，而非搜寻和接受的过程。从这个角度讲，选择债券与选择普通股存在本质的不同。潜在的普通股购买者在做出投资决策时，或多或少会同时考虑避免损失和赚取收益两种因素。投资者错误筛除和错误拒绝某一只证券的代价看似一样，但其实，投资者可以错失任何数量的优质债券而不受惩罚。所以，总的来说，投资者在购买固定价值投资工具时，怎样挑剔也不为过。沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）曾对商业银行家说过这样一句话："如果难以决定或存在疑虑，就应该放弃这只证券。"[(79)]这句话同样适用于债券投资的选择。

选择固定价值类证券的四条原则。前面我们已经明确了解决问题的一般方法，下面我们提出适用于单只证券选择的四条比较具体的原则：

Ⅰ．证券的安全性不是由特定的抵押权或其他合同权利来衡量，而是取决于证券发行人履行义务的能力[(80)]。

Ⅱ．应重点考察经济萧条时期的履约能力，而不是经济繁荣时期。

Ⅲ．异常高的票面利率并不能弥补安全性的不足。

Ⅳ．无论挑选哪只债券作为投资对象都应该遵循筛除的原则，而且必须依据管理储蓄银行投资行为的法规中的具体量化指标进行测试。

基于以上原则的债券选择技术与传统的债券选择理念和方法存在显著不同。然而，与传统的观点背离并不代表一种创新，而是一种对某些理念的认同与推广，而且这些理念已经逐渐被精明且经验丰富的投资者所接受。接下来将阐释这些新理念的本质和合理之处[(81)]。

Ⅰ．安全性不以抵押权衡量，而用债务偿付能力衡量

一开始我们就遇到根本的差别。过去人们一般注重具体的安全保障，如债券担保资产的特征和估值。然而，以我们的观点看，这些只是次要因素，主要因素应该是债务企业的实力以及经营稳健性。这是两种截然不同的观点：一种观点将债券看作对资产的索取权（a claim against property），而另一种观点将债券看作对企业的索取权（a claim against a business）。

从本源和目的看，前者非常合理。它试图给予债券持有人充足的安全保障，使其在企业经营失败时免受风险。如果企业没有能力偿付债务，债券持有者可以通过接管与处置抵押资产而获得支付。若这种安排有效，结果将会非常完美，但是在现实中鲜有案例能够证明其可行性。这主要有三方面的原因：

1．企业经营失败时资产价值会随之缩水；

2．债券持有者的法定权利在维护过程中会遇到困难；

3．破产清算过程会存在延误和其他不利事件。

抵押权无法保障资产价值不会缩水

将抵押权视为独立于企业经营状况的安全保障因素，这在大多数情况下完全是错误的。一般情况下，抵押资产的价值极其依赖于企业

的盈利能力。债券持有人通常可以拥有铁路、房产和设备、发电厂和其他公用设施、桥梁和酒店的抵押权，但这些资产除了建筑时确定的用途外基本不适用于其他用途。因此，如果企业经营失败，其固定资产的可变现价值通常都会大幅缩水。基于这个理由，过去实务操作中将抵押资产的历史成本或重置成本作为购买债券的动机，完全是一个误导。抵押资产的价值只有在企业违约时才具有实际意义，而一旦这种情况发生，人们便会发现资产的账面价值既不可靠也不合理。海滨－全佛罗里达铁路公司（Seaboard-All Florida Railway）发行票面利率为6%的第一抵押权债券就说明了这个问题。在1931年铁路竣工后不久，这种债券的卖价只剩1美分（相对于票面价值为1美元）。[(82)]

抵押权人的基本合法权益难以实施

即使抵押资产价值确实与债权价值相当，债券持有人仍然很少能够接管和变现抵押资产。必须说明的是，公司债券违约后，抵押资产处置程序与私人财产抵押相比存在很大的不同，尽管两种情况下抵押权人的基本合法权利相同。在实践中，我们发现当抵押资产的公允价值有可能超过债务偿付额度时，法院往往倾向于阻止债券持有人通过行使抵押权来接管抵押资产[(83)]。股东和次级债券持有人拥有对公司资产的潜在权益，将他们排斥在法律保护之外显然是不公平的。这种实践的结果就是，债券持有人很少能够真正接管抵押资产，除非抵押资产当时的价值大大低于债务数额。在大多数情况下，他们获得的是重组后公司发行的新证券。有些时候，拖欠的利息得以支付，债券重新生效。[(84)]在极少数情况下，违约的债券得以全额偿付，但需要经历令人厌烦的长期等待。[(85)]

令人厌烦的时间拖延

这种时间拖延正是我们反对将抵押资产作为债券安全性保障的第三个原因。与抵押权对应的抵押资产价值越高，在破产时接管这些资产的难度越大，“公平”计算各类债权和股权间分割资产的比例所需要的时间也越长。让我们假设一种破产清算时对债权人最有利的情景，某投资者持有相对少量的第一抵押权债券，后面还有大量次级抵押权，正是这些次级抵押权使得公司资不抵债。由于第一抵押债权人的优势地位，使得他在任何情况下都不大可能遭受实际损失。然而，公司的财务困境通常会给它所有证券的市场价格带来负面影响，包括那些价值本身不受损害的证券。随着破产清算期的拖延，市场价格下跌更为剧烈，因为没有投资者愿意购买问题公司发行的证券。最终，第一抵押权债券可能会毫发未损地度过公司重组。不过，在这段漫长的拖延期里，投资者要面对其持有的证券价格严重下跌的局面，而且至少会在某种程度上对最终结果忧心忡忡。有关这种情况的典型案例有：密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司（Missouri, Kansas and Texas Railway Company）发行的票面利率为4%的第一抵押权债券，布鲁克林联合高架铁路公司发行的票面利率为5%的第一抵押权债券(86)。有关破产清算和重组的话题，特别是其对债券持有者的影响，我们在后面的章节将进行更为详细的讨论。

基本原则应该是避免麻烦

综上讨论，我们强调债券购买者的首要目标应该是避免麻烦发生，而不是在麻烦发生时寻求保护。即使在某些情况下，特定抵押权确实具有实际的好处，但这种收益的实现条件与固定价值投资的真正意义相去甚远。鉴于公司破产清算时其证券的市场价格必然大幅下跌，投资者必须依靠契约实现其权利，单单这一事实就说明其投资并不明智，也不恰当。而抵押资产能给他提供的保障最多不过是减轻由此造成的损失。

从第I原则得出的推论

1．有无抵押权无关紧要

从第I原则可以得出许多具有重要实际应用价值的推论。因为抵押权在高等级债券的选择过程中属于次要因素，所以有没有抵押权显得无关紧要。对于信用债券（debenture）[(87)]，只要发行企业实力雄厚，能够充分履行利息支付承诺，则其可能与有抵押担保的债券具有同样的吸引力。此外，实力雄厚的企业发行的信用债券显然比业绩疲软的企业的抵押担保债券更稳健。例如，没有哪只第一抵押权债券比新泽西标准石油公司（Standard Oil of New Jersey）发行的，1961年到期，票面利率为3%的信用债券有更高的投资评级。查看债券列表，你会发现信用债券在投资价值排名上至少与一般抵押债券不相上下，因为企业必须具有较高的信用评级，才能通过发行长期信用债券进行融资。[(88)]

2．购买稳健公司最高收益债券的原理

如果一家公司发行的某一债券满足固定价值投资的条件，那么它发行的所有其他债券都同样满足。反之，如果一家公司的次级债券安全性不高，那么它发行的第一抵押权债券也不是理想的固定价值投资工具。因为次级债券安全性不高说明公司本身就很疲弱，而疲弱的公司不会有高等级债券。因此，理论上讲，债券投资的正确步骤应该是：首先，选择一家实力雄厚、财务稳健的公司；然后，购买其发行的收益率最高的债券，通常是次级债券而非第一抵押权债券。如果在挑选公司的过程中没有犯错，在实践中这些步骤将会非常实用。不过，犯错误的可能性越大，我们越应该牺牲收益率来降低潜在的本金损失风险。尽管如此，我们应该明白，如果债券投资者购买了低收益率的第一抵押权证券，这实际上反映了投资者对自己关于公司稳健性

的判断缺乏信心，如果信心极为不足，那就应考虑投资该公司的债券是否明智。

案例

以古德希包装公司发行的1946年到期、票面利率为5%的第一抵押权债券和1937年到期、票面利率为5.5%的无担保债券为例。1932年6月，利率为5%的第一抵押权债券售价为95美元，到期收益率大约为5.5%，而利率为5.5%的无担保债券售价为59美元，到期收益率超过20%。以接近面值购买票面利率为5%的债券的唯一理由是投资者相信公司仍具有偿还能力，前景良好，否则，这种债券的市场价格必然会大幅下挫。但是，既然投资者对古德希包装公司的前景充满信心，为什么不购买能获得丰厚回报的信用债券呢？唯一可能的答案是，投资者认为万一自己的判断错误，公司陷入困境时，他仍能通过第一抵押权获得较大的安全保障。在这种情况下，投资者持有第一抵押权债券，会比持有次级债券的损失更少。即使这样，投资者仍需注意，如果古德希包装公司和菲斯克橡胶公司（Fisk Rubber Company）一样盈利大幅下降，第一抵押权债券的市值损失将与信用债券的损失不相上下。1932年4月，菲斯克橡胶公司发行的票面利率为8%的第一抵押权债券售价降至17美元，而利率为5.5%的信用债券价格为12美元。无论如何，投资者选择古德希包装公司发行的票面利率为5%的第一抵押权债券，每年要为不完全的损失担保支付约15%的风险溢价（两种债券到期收益率之差）。从这一点来看，购买第一抵押权债券的投资者显然是得不偿失的。结论显示，投资者只有两种选择：要么不选择购买古德希包装公司发行的债券，要么购买收益率更高的次级债券(89)。这条规则适用于一般情

形：即当某公司第一抵押权债券以接近面值的固定价格出售时，投资者购买其次级债券往往能获得高额回报(90)。

3．除非次级抵押权债券有显著优势，否则应该选择优先级抵押权债券

显然，只有当收益回报有显著优势时才应选择次级抵押权债券。如果第一抵押权债券的收益率仅低一点，那么为避免意外的麻烦而支付少量的保险费无疑是明智的选择。

案例

艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司（Atchison Topeka and Santa Fe Railway Company）发行的1995年到期，票面利率为4%的普通（第一抵押权）债券和票面利率为4%的调整（第二抵押权）债券的相对市场价格可以说明这一论点，见表6-1。

表6-1　艾奇逊公司4%普通债券（第一抵押权）和4%调整债券（第二抵押权）在不同日期的价格

日期	4% 普通（第一抵押权）债券价格	4% 调整（第二抵押权）债券价格	价差
1913 年 1 月 2 日	97.50	88	9.50
1917 年 1 月 5 日	95.50	86.75	8.75
1920 年 5 月 21 日	70.25	62	8.25
1922 年 8 月 4 日	93.50	84.50	9
1925 年 12 月 4 日	89.25	85.25	4
1930 年 1 月 3 日	93.25	93	0.25
1931 年 1 月 7 日	98.50	97	1.50
1932 年 6 月 2 日	81.00	66.50	14.50
1933 年 6 月 19 日	93.00	88	5
1934 年 1 月 9 日	94.25	83	11.25
1936 年 3 月 6 日	114.625	113.50	1.125
1937 年 4 月 26 日	103.50	106.75	3.25
1938 年 4 月 14 日	99.25	75.25	24
1939 年 12 月 29 日	105.75	85.25	20.50

1924年以前，艾奇逊公司发行的票面利率为4%的普通债券售价，通常比票面利率为4%的调整债券高出7%～10%，收益率大约低0.5%。因为这两种债券的安全性都没有问题，因此，以低10%的成本买入次级债券显得更加合理。1923年以后，这个观点得到证实，两种债券的价格差异逐渐缩小。1930年全年和1931年的部分时间里，调整债券的价格经常与普通债券基本相同。与1922—1923年的过大价差相比，这种关系显得更不合理，原因在于票面利率为4%的调整债券的价格和收益率的优势太小，即使两种抵押权的安全性都不存问题，也不值得投资者为了这么小的价格优势而接受较低的抵押权地位。

这一显而易见的事实很快得到验证。1932年6月，债券市场形势不断恶化，两只债券价差扩大，直至超过14个百分点。根据1934年的历史记录推测，两只债券的合理价差应该是5个百分点，价差大幅扩大或者消失都为投资者提供了由一种债券置换为另外一种债券的投资机会。如表6-1所示，在1934年和1936年确实出现了这种投资机会。

这个例子有助于进一步说明影响价格变动的普遍因素，以及债券分析中需要考虑的必要条件。1937年，艾奇逊公司的盈利能力与早前的正常状态相去甚远。同时，根据保守的标准判断，其超出利息支付要求的安全边际也不充足，这种情况已经提醒投资者：次级证券的“调整”（如或有事项）因素不容忽视。因此，在利息安全性不存在问题时期表现合理的价格关系，在新的条件下靠不住了。1938年，由于盈利能力不佳，公司被迫延迟支付了调整债券在5月1日到期的利息，这直接导致债券价格降至75.125美元，价差扩大至24个百分点。虽然公司在1939年全额支付了利息款项，且债券价格回升至96美元，但若投资者将1932年以前的标准应用于这只债券显然不明智。

如果符合以下两个条件之一，我们就可以舍弃Y公司的第一抵押权债券，而选择X公司的次级抵押权债券。

1．X公司的总债务安全保障充足，且次级抵押权债券收益率远高于Y公司第一抵押权债券的收益率；

2．如果没有显著的收益率优势，X公司的总债务安全保障水平应该显著高于Y公司的总债务安全保障水平，如表6-2所示。

表6-2　条件2的一个例子

债券	1930 年的价格	1929 年固定费用保障倍数 a
太平洋电力照明公司（Pacific Power and Light Co.）票面利率为 5% 的第一抵押权债券，1995 年到期	101 美元	1.53 倍
美国燃气和电气公司（American Gas and Electric Co.）票面利率为 5% 的信用债券，2028 年到期	101 美元	2.52 倍

注：a．平均业绩与此接近。

美国燃气和电气公司的总费用保障倍数明显高于太平洋电力照明公司。当两只债券价格相差无几时，前者的次级抵押权债券比后者的第一抵押权债券更具有吸引力(91)。

“标的债券”的特殊地位

在铁路行业，有一种具有特殊投资特征的“标的债券”。这类债券的规模小，以债务公司系统中特别重要资产为担保，另外通常会有一系列的“一篮子抵押”（blanket mortgages）。“标的债券”通常享有第一抵押权，但如果优先证券的规模相对较小，“优先债券”也可能是第二甚至第三抵押权证券。

案例

纽约－伊利铁路公司（New York and Erie Railroad）发行的到期日为1938年，票面利率为4.5%的第三抵押权展期债券，级别低于另外两只规模较小的、由伊利铁路公司主要线路的重要资产抵押的优先抵押权债券。除此之外，体系中还有连续四项一篮子抵押，因此，这些债券通常被认为享有标的债券的有利地位。

不管整个公司的债务体系出现了什么问题，具有前述特征的债券通常是绝对安全的，它们在经历重组之后仍然安然无恙，甚至在破产清算期间仍然能够获得利息支付，主要是因为这种债务占总债务的比重通常非常小。但是，当公司破产时，整个债务体系会遭受沉重的打击，债券的市场价值会不可避免地大幅下跌。

案例

在上述纽约－伊利铁路公司发行的票面利率为4.5%的第三抵押权展期债券案例中（债券在到期日自动展期至1923年，之后再次展期至1933年），1938年3月，即纽约－伊利铁路公司破产两个月后，债券本金和利息均未得到支付，债券的市场买入价格降至61美元。然而，1939年年底，经过各项重组计划之后，公司做出全额支付债券本金和利息的准备。

芝加哥－东伊利诺伊铁路公司（Chicago and Eastern Illinois）发行到期日为1934年，票面利率为6%的联合债券，直至1940年，债券的本金、利息以及额外4%的利息才获得全额支付（1933年，其市场价格曾跌至32美元）。

密苏里太平洋铁路公司（Pacific Railway of Missouri）发行的票面利率为4%的第一抵押权债券、5%的第二抵押权债券和4%的第三抵押权债券全部延期至1938年才获得全额支付，且它们都是该公司发行的标的债券。1915年公司破产清算期间，这些债券仍然能够不受影响地获得利息支付。1933年，公司第二次破产，这些债券在到期日之前都获得了利息支付。虽然本金支付到期违约，但利息支付仍能延续到1939年。在各项重组计划下，通过向债券持有者提供重组后新公司发行的优先抵押权和定息债券，这些债券得以全额

支付。但从1931年起，这些债券的价格分别降至65美元、60美元和53美元。

其他曾被视为“标的债券”的债券在公司破产之后却一直表现不佳。

案例

密尔沃基－斯巴达－西北铁路公司（Milwaukee, Sparta and Northwestern）发行的1947年到期，票面利率为4%的第一抵押权债券，被列为芝加哥－西北铁路公司（Chicago and North Western Railway）的标的债券，在许多年里，该债券的价格与最优质的联合太平洋公司（Union Pacific）发行的同年到期、票面利率为4%的第一抵押权债券相差不多。但是，在芝加哥西北铁路公司破产清算后，该债券在1935年拖欠利息支付。1939年，该债券价格暴跌至8.125美元。

从上文可知，在某些情况下，标的债券可视为“除非公司稳健，否则债券不可靠”的例外情况。多数情况下，这类债券是由机构投资者和大型投资者持有（某些公用事业控股公司的附属经营子公司发行的第一抵押权债券也是如此）。

对于铁路公司发行的标的债券，铁路位置和覆盖路段的战略价值至关重要。以系统中不重要和不盈利部分的资产进行抵押的第一抵押权债券有时被称为“分部抵押权”，它并不是我们本章讨论的真正意义上的“标的债券”。当公司重组时，以较差路段资产为第一抵押权的债券可能会比表面上级别更低的一篮子抵押权债券的待遇更低。

案例

主干线联合太平洋铁路公司（Central Branch Union Pacific Railway）发行的1938年到期，票面利率为4%的第一抵押权债券被认为“优先于”密苏里太平洋公司发行的为赎回提供准备的第一替续抵押权债券。然而，在1939年年底的重组计划中，密苏里太平洋公司的5%第一替续抵押权债券比表面上优质的主干线联合太平洋铁路公司的债券获得了更优厚的待遇。

实践中，很难事先区分哪些标的债券不受公司重组的影响，哪些标的债券在公司重组中将遭受重大损失。因此，我们强烈建议普通投资者不要考虑这类没有把握的债券，而是坚守“只有稳健的公司才有优质的债券”的投资原则。

07

固定价值投资选择的第二和第三原则

Ⅱ．购买债券应以经济萧条时期的表现为准

稳健的投资必须能够经得起经济萧条的考验，这个规则似乎不言而喻，甚至有些老生常谈。当经济环境有利时，任何债券都会表现良好；只有在经济萧条时期，强势债券相对于劣势债券的优势才会变得明显和至关重要。所以，谨慎的投资者总会选择那些历史悠久、久经考验的企业发行的债券。

安全性的判断依据：基于行业特征或保障程度

投资者相信债券能够免受经济萧条的影响，可能基于两个不同的理由：

- 一个理由认为，某些特殊行业的盈利能力不会在经济萧条的影响下大幅下滑；
- 另一个理由认为，由于企业安全边际大，即使盈利能力下滑也不会有危险。

电力和照明公司发行的债券受到追捧是基于第一个理由，美国钢铁公司的子公司发行的债券大受欢迎则是基于第二个理由。前者值得购买是由其行业特征决定的，后者则是由安全保障程度决定。上述两个理由中，多数债券投资者倾向于接受在经济萧条中能够免遭影响的

企业发行的债券，这是因为投资对风险具有免疫能力的企业，似乎比投资依赖公司财务实力度过危机的企业简单得多。

没有行业能够完全免受经济萧条的影响

反对上述投资理论的观点认为，根本不存在抗跌的行业，即没有什么行业在经济萧条中能够免于盈利能力下滑的风险。相比于钢铁生产企业，爱迪生公司的盈利水平的确只有轻微下滑。但是，如果考虑到公司在经济繁荣时期的盈利有限，那么即使是轻微的下滑，对公司的打击也是致命的。一旦确定行业利润会下滑（这种情况总会存在），投资者就不得不估计下滑的幅度，并将下滑幅度与满足利息支付要求后的盈余相比较。于是投资者会发现，自己与其他债券持有者是一样的，都非常关注公司在未来经济兴衰下的适应能力。(92)

所以，区分行业时，不应该看经济萧条时是否受影响，而应该看经济波动时受影响的程度。企业越稳定，越适合债券融资，债券利息支出占正常盈利的比重越大。随着企业不稳定性增加，为了满足利息费用的支付，对安全边际的要求越高。换言之，债务占企业总资产的比例应该更低。如果企业本身不稳定，企业能否在持续不利的经济环境下生存就值得怀疑（中等规模的工业企业经常出现这种问题）。尽管根据历史业绩计算的安全边际非常高，但其发行的债券仍然不能满足固定价值证券的要求。此类债券满足定量测试标准，但不符合定性测试标准，而这两项测试标准在我们的投资理念中都非常重要。(93)

通过投资实践认识行业性质的重要性

多年的投资实践证明，不同行业的安全边际相差极大。将企业分为铁路、公用事业和工业三个类别，主要目的在于反映不同行业在相对稳定性方面的内在差异以及投资者对不同行业债券利息保障要求的

差异。例如，如果铁路公司盈利能力是债券利息的两倍，投资者可以认为该公司是稳健的，但对于工业债券来说，同样的安全边际往往是不够的。1920—1930年，公用事业行业发生了巨大的变化。在此之前，照明、供热和电力服务业同有轨电车行业紧密相连，但在此之后，它们被严格区分开。由于有轨电车公司经营不佳，金融界逐渐将其排除在“公用事业”之外，对于公众来说，公用事业行业仅限于电力、煤气、供水和电话公司。（后来，证券承销商为了迎合投资者对公用事业类公司的喜好，将涉及天然气、制冰、煤炭，甚至仓储等业务的企业也都纳入公用事业行业）。公用事业行业一直稳步向前发展，即使在面临1924年和1927年工业行业轻微衰退的情况下也未受影响，该行业在投资者心中的地位也日益提高。到了1929年，公用事业行业获得了和铁路行业一样的信用评级。在接下来的大萧条时期，公用事业行业的总收入与净收入的下降幅度都远小于交通运输行业。因此，用资本雄厚的照明和电力公司发行的债券取代铁路公司发行的高等级债券，并作为公司债券投资的首选是合理的。（尽管从1933年起，在利率下降、政府竞争和通货膨胀威胁的综合影响下，公用事业债券和股票的受欢迎程度骤减，但作者对此结论仍然深信不疑。）

以经济萧条时期的表现测试投资价值

现在，我们将注意力转向以上三类企业在最近两次经济萧条时期（1931—1933年和1937—1938年）的业绩表现。1931—1933年出现了史无前例的经济萧条，用灾难时期的业绩来衡量当前投资项目似乎显得不公平，也不切实际。但从积极作用看，我们认为1931—1933年的历史经验可以视为投资标准“实验测试”，它检验了企业在变化莫测的未来能够承受压力的程度。虽然当年的市场条件不会重演，但各类证券在当时的表现为研究投资问题提供了有用的启示。

表7-1中是1926—1938年铁路和公用事业行业总收入和净收入以及高等级铁路债券和公用事业债券平均收益率（以百万美元为单位）。

表7-1　铁路和公用事业行业在大萧条时期的表现　　（单位：百万美元）

年份	铁路行业			公用事业行业		
	运营总收入[a]	运营净收入[b]	铁路债券收益率（%）[c]	运营总收入[d]	净值（指数%）[c]	公用事业债券收益率（%）[c]
1926	6 383	1 213	5.13	1 520	100.0	5.11
1927	6 136	1 068	4.83	1 661	106.8	4.96
1928	6 112	1 173	4.85	1 784	124.0	4.87
1929	6 280	1 252	5.18	1 939	142.5	5.14
1930	5 281	869	4.96	1 991	127.7	5.05
1931	4 188	526	6.09	1 976	123.5	5.27
1932	3 127	326	7.61	1 814	96.6	6.30
1933	3 095	474	6.09	1 755	98.2	6.25
1934	3 272	463	4.96	1 832	88.1	5.40
1935	3 452	500	4.95	1 912	92.9	4.43
1936	4 053	667	4.24	2 045	120.7	3.88
1937	4 166	590	4.34	2 181	125.8	3.93
1938	3 565	373	5.21	2 195	106.0	3.87

注：a．所有美国一级铁路公司的铁路运营收入，由国际商会（I.C.C.）提供。

b．所有美国一级铁路公司的铁路运营净收入。由国际商会（I.C.C.）提供。

c．40只铁路债券和40只公用事业债券的平均收益率，由穆迪评级公司收集整理。

d．向最终消费者出售电力服务的收益，由爱迪生电力协会（Edison Electric Institute）收集整理。数据来源于行业90%的公司，经调整后代表整个行业情况（由《当前商业综览》提供）。

e．15家公用事业企业的利润指数，由标准统计公司提供。所有数据均是根据季度关系计算出来的年度平均数，基准年度为1926年。

债券价格暴跌的各种原因

1．公用事业企业举债过度

研究经济泡沫破灭后价格暴跌的债券，我们会发现不同债券价格下跌的原因各异。公用事业债券的违约不是因为盈利能力变弱，而是因为企业过度负债，没有能力承受一次中等程度的经济衰退。根据前面的标准，资产负债结构稳健的企业不难满足债券利息支付的要求。但采用金字塔式资本结构的控股公司就不同了，它们将盈利高峰时期所挣的每一美元都用于偿付固定利息费用，几乎没有任何安全边际去应付盈利下降时的利息支付。所以，公用事业企业面临的普遍困境并不是因为照明和电力企业的业务疲弱，而是由它们毫无节制、盲目扩张的财务政策所致。投资者在公用事业债券上的大部分投资损失本可通过审慎的债券选择来规避。同样，即使在正常的经济周期，若企业采取不当财务政策，其债券价格最终也会崩溃。因此，挑选优质公用事业债券的投资理论绝不会因为1931—1933年的历史经验而受到挑战。

2．铁路企业盈利稳定性被高估

铁路企业的情况则稍有不同，它的症结在于交通运输行业的稳定性被高估，投资者对其安全边际过分满意。但事实证明，这种安全边际其实是不足的。问题产生的原因并不在于投资者忽视了既有的标准（与盈利能力较弱的公用事业企业一样），而是在当现实经济形势需要更严格的要求时，投资者仍满足于原有的标准。回顾历史我们可以发现，自战前以来，农村经济一直高速发展，而铁路企业的盈利却没能随之增加。这种信号显示铁路企业的相对地位变弱，投资者需要对其抱有更加谨慎严格的态度。如果投资者要求持有的铁路债券满足应用于工业债券的测试标准，这将迫使他们将投资范围限定在相对少量的、表现强劲的铁路线路(94)。事实也证明，几乎所有符合上述标准的

铁路企业都经受住了1929年以后运输收入大幅减少的冲击，债券的固定利息支付也没有受到影响。当然，这是否是一个事后诸葛亮的例子，与我们的讨论无关。但前事不忘，后事之师。我们可以发现，以经济萧条时期的表现为基础选择铁路债券，意味着在经济正常时期该债券的安全边际比我们先前认为必要的安全边际更高。

1937—1938年的历史经验。铁路债券和公用事业债券在1937—1938年经济萧条时期的表现，可以支持前面关于这两类债券的结论。一方面，几乎所有在1937年年初通过严格定量测试的债券，在接下来的经济下滑中均屹立不倒，市场价格跌幅较小，企业本身地位也未受损。另一方面，这两类债券中，在1936年不满足盈利保障标准的债券中的大部分市值出现严重下跌，这在某种意义上是债券发行企业出现财务困境的先兆[(95)]。

3．工业债券在经济萧条时期的表现

由于工业债券在1937—1938年与1931—1933年的情况差别很大，因此投资者对这类债券的态度取决于他是否觉得需要防范一定程度的经济萧条。研究1931—1933年的历史记录，我们发现工业企业债券价格暴跌的主要原因并不是财务结构不健全（像公用事业债券），也不是投资者错误估计了安全边际（像铁路债券）。在许多案例中，企业盈利能力突然消失，企业能否持续经营令人担忧。例如海湾国家钢铁公司（Gulf States Steel）在1922—1929年每年盈利至少是其1929年支付利息的3.5倍。但在1930年和1931年，公司经营亏损巨大，直接威胁到偿债能力。[(96)]许多基础性工业，如古巴的制糖企业和美国的煤矿企业，在1929年大萧条来临之前已经开始出现衰退。在过去，这种衰退总是短暂的，投资者认为这些企业很快会恢复元气，因而选择继续持有这些债券。但是这次不同，经济形势持续恶化的情况前所未有，使得投资者估算失误，投资损失惨重。

通过这些案例，我们可以看出：即使企业在经济好的时期具有较高的安全边际，但这一安全边际在应对持续的经济恶化所造成的营运损失时也是无效的。因此，仅提高工业债券在正常时期的利息保障要求，不足以避免未来可能遇到的困境。

如果更仔细地研究1932—1933年所有在纽约证券交易所上市的工业债券的表现，我们可以发现，在约200家公司中，只有18家公司的债券价格反映出投资者对债券的安全性比较有信心。(97)

上述18家公司大多在各自的行业中处于非常重要的地位，这说明规模庞大的工业企业在应对异常恶劣市场环境时具有巨大优势；同时也意味着工业企业投资应选择大型企业。不过，也有异常的历史经验不支持这一观点。例如，1937—1938年的经济衰退相对温和，工业企业债券在这一时期的表现证实了传统的观点：以历史盈利水平为支撑的企业债券有能力抵抗经济萧条。(98)然而追溯至更早时期，如1915年，我们会发现工业企业盈利能力不稳定的例子层出不穷。即使是在1922—1929年的经济繁荣时期，许多中小型工业企业的债券也不是可靠的投资工具。许多例子说明，本来拥有的良好盈利能力可能在瞬间消失。(99)事实上，中小型工业企业面临太多不可预料的变数，缺乏固有的稳定性，所以它们并不适合债券融资。对这一缺点的共识，在某种程度上使得转换权和认股权在工业企业债券融资中越来越流行。至于这种做法能够在多大程度上弥补安全性的不足，我们将在后面有关“具有投机特征的优先证券”章节进行讨论。但是无论如何，这种借助利润分享方式做法的广为流行似乎证实了我们的观点，即中小型工业企业的债券不太适合作为固定价值投资工具。

缺乏优质债券并不能作为购买劣质债券的理由

如果建议投资者对工业领域的普通债券投资只限定在占行业主导地位的企业，那么我们将面临此类公司数量稀少，而且许多公司并未

发行债券的困境。而且，这种投资态度会严重影响中小企业的融资，并给投资银行的经营活动带来冲击性的影响。不过，所有解决这些问题的回答都不能作为投资者以投资的价格购买劣质债券的理由。缺乏优质债券的事实并不能作为发行或购买劣质债券的理由，更不必说的是，投资者永远不会被迫购买安全级别低的债券。只要肯在收益率上做出牺牲，不管要求多么严格，投资者总能找到满足要求的证券。另外，正如我们后面会指出的，试图以牺牲安全性为代价提高收益率，最终可能得不偿失。从企业及投资银行的角度看，如果它们发行的证券不能合理地满足固定价值投资的要求，那么它们必须提供足够的获利机会以弥补投资者所承担的风险。

关于债券融资的争议

接下来我们将逐一分析有关债券融资的两个流行的观点。第一种观点认为，发行债券是公司财务状况变弱的表现之一，因此减少长期债务是公司不懈追求的目标。第二种观点认为，当公司无法发行股票融资时，发行债券融资是合适的。依笔者看来，这两种普遍接受的观点都不正确，否则所有债券融资都不可取。因为这两种观点隐含地假设是只有弱势公司才愿意发行债券，但如果真是这样，投资者也不会愿意去购买债券了。

关于债券融资的正确理论

其实，关于债券融资的正确理论与上述观点大相径庭。对一家繁荣发展的公司而言，合理数量的长期债务是有利的，因为股东可以使用从债券投资者那里获得的资本，赚取高于债券利息支出的收益。把债务融资数量限定在一定范围内，以保证无论在什么条件下其安全性都不成问题，对公司和投资者都是有好处的。因此，从稳健财务政策角度来看，实力雄厚的债券发行人和债券购买者之间不存在根本的利

益冲突。反之，当企业发行债券带有勉强和被迫的成分时，债券质量必定不佳，如果按照普通债券投资的原则购买这些债券，就是不明智的选择。

实践中不稳健的做法

多年来，不少公司采用并被公众普遍接受的财务政策与上述原则背道而驰。例如，铁路公司通过发行债券满足其巨额的资金需求，导致长期债务超过权益资本（股本），比例失衡。权威人士反复批评这种趋势，但同时又认为其不可避免，因为公司盈利能力欠佳使得股票难以发行。如果真是如此，那么购买这些债券就更加不明智了。显而易见，如果铁路公司举债的必要性受到指责，投资者还把钱借给它们就显得太过鲁莽了。

就在投资者盲目地将资金借贷给财务状况较差的企业时，许多实力雄厚的企业则通过增发股票来偿还债务。但是，如果企业确实有充分的举债基础，那么发行股票也会被视为不明智的举措。如果以较低的利率借入合理数量的资金对股东有利，那么通过增发股票来偿还债务就是放弃这种优势。减少债务确实能够简化管理问题，但公司也必须在一定程度上考虑股东的回报，因为公司不可能不断从股东那里筹集资金，却不向股东支付股息。需要指出的是，1927—1929年，人们对清偿债务的狂热对银行业的运营产生了极大的影响，因为这导致市场上失去了许多优质的商业借款人，取而代之的是潜藏着巨大风险的次级商业贷款和股票抵押贷款。

上述分析对投资者的意义

前面我们分析了过去15年工业企业债券融资的情况，这与本章的主旨息息相关，即应将经济萧条时期的标准应用于固定价值投资选择

上。如果认识到工业债券投资选择必须遵循极为严格的标准，那么债券投资者将面临更为狭小的选择空间，因为大量实力雄厚的公司倾向于清偿长期债务。很明显，在没有更好的债券可供选择时，投资者应宁缺毋滥，不要勉强接受不理想的企业发行的债券。金融界有一句格言：“只要有资金，就应该投资，即使没有找到能带来理想收益的优质证券，投资者也会购买劣质证券”。但一个谨慎和聪明的投资者应该避免让这种情况发生，宁可接受收益欠佳的优质债券，也不要为了更高的收益率而冒着本金损失的风险购买次级债券。

总结

购买债券要以债券抵御经济萧条的能力为基础，这本来就是传统投资理论的一部分。随着1929年经济繁荣达到顶点，这个道理似乎从人们的视野中消失了。但是，在随后的经济大萧条以及1937—1938年的经济衰退中，它的重要性再次得以充分体现。在这些年间，资本结构合理的电力与煤气公司债券的表现令人非常满意，少数在1930年以前除支付利息费用外还有足够安全边际的铁路债券的表现也不错，只是程度不及前者。但在工业企业中，许多历史表现优秀的企业债券后来却不再可靠，特别是中小型企业的债券。基于这个原因，投资者只有将工业债券投资限定在符合以下两个条件的公司内，才能在经济萧条或恶劣环境下免遭损失：（1）公司规模居行业主导地位；（2）公司盈利在支付债券利息外有很高的安全边际。

Ⅲ．以牺牲安全性换取收益得不偿失

传统债券投资理论假定利率和风险之间存在一定的数学关系。利息收益可分为两部分：第一部分是“纯利息”，即无违约风险时可获得的利息；第二部分是承担风险所获得的风险溢价。举例来说，假如

纯利率是2%，那么利率为3%的投资意味着发生损失的概率为1%，而利率为7%的投资意味着发生损失的风险会提高5倍，即5%。（考虑到“保险利润”，实际风险可能会稍低。）

该理论意味着债券利率与保险费率非常相似，都是以某种严格的精算为基础衡量风险。总的来说，高收益债券和低收益债券的投资回报率应该趋于均衡，因为高收益债券获得的收益将会被较高的本金损失风险抵消，反之亦然，低收益债券获得的低收益将会从更低的本金损失风险得到补偿。

收益和风险之间不存在数学关系

然而，对我们而言，这一观点似乎与债券投资实务没有关系。证券价格和收益并非取决于对预期风险的精确数学计算，而是取决于该证券的受欢迎程度。一般来说，这种受欢迎程度反映了投资者对证券所包含的风险的认识，但在很大程度上还会受到其他因素的影响，如公众对公司和证券的熟悉程度（活跃性），债券发行与购买的容易程度（流动性）等。

需要进一步指出的是，无论是在理论上还是实务操作中，对投资风险进行精确计算都不可能实现。现实中没有确定不同类型债券期望“死亡率”的经验表，即使有这些经验表，由于它是基于历史记录的长期细致考察而总结的，它对未来是否具有实际效用也值得怀疑。在人寿保险方面，年龄和死亡率之间的关系是明确的，变化也是缓慢的。同样，各种结构类型的建筑物和火灾发生率之间的关系也是如此，只是它们之间的联系没有年龄与死亡率之间的联系那么紧密。但是，不同类型的投资和损失风险之间的关系是完全不确定的，极易受环境变化的影响，以至于无法用数学公式进行精确测量。事实的确如此，因为投资损失的分布在时间点上不是均匀的，而是趋向于集中在某些时间区间，比如经济萧条时期，所以典型的投资风险大致与火灾

或流行病相似，而这两者又是火灾险与人寿险中不可计算的例外因素。

在投资中通常不可能实现自我保险

如果我们假设收益和风险之间确实存在精确的数学关系，那么就应该向投资者推荐收益率最低、风险也最低的债券。因为个人投资者不具备保险承保人资格，他们的角色不应该是通过承担风险而获得收益，相反，他们应该通过向他人支付保险费获得免遭损失的保险。假设一个债券购买者面临两个选择，其一，投资1 000美元，每年能够无风险地获得20美元回报；其二，投资1 000美元，每年能够获得70美元的回报，但有5%的概率会损失所有本金。第二种投资方案中的50美元额外收益与其承担的风险在数学关系上是等价的。但是，从个人需求看，投资者无法接受为获得50美元的额外收益而承担损失1 000美元本金的风险，即使损失1 000美元本金的概率非常小。标准的财产保险程序是每年支付小额的保险费，以防止财产因火灾或者失窃而遭受损失，而第二种投资方案则与此完全相反。

周期性风险因素

谨慎的投资者不应该自己扮演保险公司的角色，为每年获取保险费（以超额利息收入形式）而承担本金损失的风险。反对这种策略的理由是，有效的保险需要广泛分散风险才能使运气影响的成分最小，而概率发挥的作用最大。投资者可能会通过分散投资以尽力达到这个目标，但在实务操作中，他们不可能达到保险公司那样的分散程度。更为重要的是，许多高风险投资在经济萧条时期会同时下挫，因此高收益债券投资者可能会在经历一段时期的高收益后（这些收益可能已经被花掉），在一夜之间血本无归。

这一点上可能存在争论。有人会认为，从整体看，高收益债券超出“纯利息”部分的溢价比其承担的风险所要求的要高。换句话说，从长期来看，投资者承担风险所获得的回报超过本金所遭受的损失。因此很难确切地说这种观点是否正确。但是，即使假定高票面利率在总体上能够补偿通过精算得出的风险，但从普通投资者的角度来看，此类债券仍然不是理想的投资工具。即使所有的保险公司都能盈利，我们依然认为投资者不应该扮演保险公司的角色。无论是资金上还是心理上，债券投资者都不具备从事大规模交易的条件，包括从日常收益中建立风险准备金，以应付不定期发生的巨额损失。

风险和收益无从比较

上述讨论引导我们得出一个原则，即收益和本金损失风险是无从比较的。实际上，这意味着已确认的本金损失风险不应该仅从高票面利率中获得补偿，还应该通过相应的本金增值机会来弥补，比如购买以票面价值大幅折价出售的债券，或者能够获得一项非常有吸引力的优先转换权。虽然通过高收入或者获利机会这两种方式来弥补损失风险没有实际的数学差异，但两者之间的心理差异非常重要。低价债券的购买者完全知道自己所面临的风险，因此，他更有可能对该债券做全面的调查研究，并且仔细评估损失和盈利的可能性。最为重要的是，他为自己容忍限度内的损失做好了准备，而且他的收益与潜在的损失以一种可行的形式相匹配。因此，根据实际的投资经验，我们并不建议投资者购买那种典型的以票面价值出售的高票面利率债券，比如以7%的利息收益弥补本金损失风险的明显劣质债券。[(100)]

“商人投资”谬论

在金融领域，有一种原本为那些能够承受一定风险的投资者设计的债券，该债券通常被称为“商人投资”。1923—1929年发行的大多

数外国债券都属于这一类别，大部分普通优先股也属此类。我们认为，这种“商人投资”是一类不合逻辑的证券（承诺）。能够承担一定风险的证券购买者应该寻求一种与风险相称的价格提升机会，而对可获得的利息收益应只给予次要关注。

建议“反其道而行之”

从更广泛的角度看，投资者更应该以与惯常相反的态度看待所得收益。在选择与自己相适宜的债券等级时，投资者习惯于从选单的顶端开始，而排在顶端的往往是安全性最高而收益最低的债券，然后，计算能够从这种理想的债券让步多少去寻求更有吸引力的收益率。从这点来看，普通的投资者习惯于从选单中选择排名比最高级别债券低一些的债券，这种习惯思维很可能会导致投资者选择明显不可靠的债券，而投资者会做出这种选择既可能是被该债券的高收益所诱惑，也可能是受到债券销售人员的劝诱。

从最低的安全标准开始选择债券才是稳健的做法，所有将进一步考虑的债券必须先符合这个最低的安全标准。所有不满足最低安全标准的债券，不管收益多高，前景多诱人，或者有其他优势，都应自动排除在普通债券投资范围之外。在确定了合格的投资范围后，债券购买者以其认为合理的方式进入下一步筛选程序。他可以采用远高于公认的最低安全标准，但通常情况下需要牺牲一部分收益。他也可能迁就自己在公司业务性质和管理风格方面的偏好。但是，本质上讲，债券选择应该是从明确的最低标准逐步提高的过程，而不是从一些理想化，但难以接受的最高安全标准盲目地向下选择的过程。

08

债券投资的具体标准

Ⅳ．第四原则：必须适用有关安全性的明确标准

如前文所述，高等级债券的选择是一个排除过程，它在制定剔除不适合债券的规则和标准的实际应用中相当有效。实际上，美国许多州都通过立法制定了类似规则，用以监管储蓄银行和信托基金的投资行为。其中，大部分州的银行监管部门每年会根据这些规则准备一个证券列表，表内的证券被认为是“合法的”，即满足条件，相关机构可以依法购买。

我们的观点是，固定标准和最低限额的基本思想应该扩展至整个普通债券投资领域，即仅以收益为目标的投资。这些立法限制的目的在于促进投资质量平均水平的提高，并保护存款人和受益人免受投资不安全证券带来的损失。如果这些规则让机构投资者从中获益，那么个人投资者也应遵循。我们之前曾向一种流行观点提出挑战，这种观点认为：与储蓄银行相比，普通投资者能够承担更大的投资风险，因而他们没有必要对固定价值证券的安全性进行严格考察。但毫无疑问，1928年以来的实际情况强调了投资标准总体从紧的必要性。要实现这一目标，一个简单的方法就是将普通债券的选择范围限制在符合储蓄银行和信托基金法定投资标准的债券之内。这样一道筛选程序与我们关于直接投资的基本原则一脉相承，即投资绝对安全的标的，并且仅能基于纯粹的投机目的购买低等级证券。

以《纽约州储蓄银行法》为起点。对个人债券购买者而言，遵循约束储蓄银行基金的投资限制是一种切实可行的做法，他们有可能因此而获得较为满意的投资收益。但是严格来讲，这种做法并非通用的投资原则，因为这些立法规定远非完美，也不是可以获得的最优理论标准。美国不同州的法案有许多不同，其中大多数法案在重要问题上的看法已经过时，且没有一部法案是完全合理或完全科学的。立法者在制定法案时，考虑的不是为安全投资建立通用的标准，因此他们可以对储蓄银行和信托基金进行任意限制，但无法在一般意义上用其约束投资者。即使是同类立法中最佳的纽约州法，也存在一系列明显缺陷。所以，在形成完整的投资标准的过程中，纽约州法最好被当作指南或起点，而不是最终的权威论述。下面的讨论将严格遵照1939年纽约州法条款的模式，但在必要时，我们会对其进行批评、否定和补充。

纽约州法规定的通用标准

纽约州法中有关债券投资的具体标准可以分为七个方面，我们将逐一阐述和讨论。

- 商业实体或政府的性质和位置；
- 公司的规模或其发行债券的规模；
- 债券发行的条款；
- 偿债能力和股息支付的历史记录；
- 收益与利息费用的关系；
- 资产价值与长期债务的关系；
- 股票市值与长期债务的关系。

性质和位置

监管储蓄银行债券投资的法律中最突出的一项特点是完全排除投资某些大类债券的可能性。纽约州法中，有关允许投资和不允许投资的债券种类的规定可以总结如下（根据即将讨论的1938年修正案）：

允许投资的债券种类	不允许投资的债券种类
美国联邦政府、州政府和市政府债券	外国政府债券和外国公司债券
铁路债券和电力、天然气、电话公司发行的抵押债券	有轨电车公司和供水公司发行的债券、公用事业公司发行的信用债券
抵押物为不动产的第一抵押权债券	所有的工业债券
	金融公司（投资信托公司、信贷机构等）发行的债券

全盘禁止的谬误

显然，立法机构认为，不允许投资的债券的表现很不稳定，并不适宜储蓄银行投资。如果此观点完全正确，那么根据我们之前的推断，这些证券同样不适合保守型投资者。这一结论将导致目前可以从投资市场募集资本的发行人中的大部分，不得不以公认的投机方式获取资本，从而引起金融业的革命性变化。

事实上，我们认为投资类别大幅减少的原因是债券投资者在相当长的一段时期内难以获得令人满意的投资业绩。不过，对于我们正在讨论的全盘禁止的做法，也有人提出了强烈反对。投资理论应谨慎使用简单归纳的方法。比如，我们在第7章中详细说明了工业债券不稳定的趋势，但即使该观点被充分证实，将工业债券整个大类全部排除在可投资范畴之外的规定，仍是既不可行，也不合理的。由于存在使用最严苛的标准进行测试后，仍能维持毋庸置疑的投资等级的工业债券（即使只是总数的小部分），所以投资者不用完全采纳这一极端的政

策。此外，将投资需求限制在少数几种合格类别的公司发行的债券，将导致投资标的稀缺，因而投资者会因为一些劣质债券属于这几种大类而接受它们。事实上，这是目前立法限制的不利后果之一。

个体优势可以弥补某一类别的内在缺陷

因此，针对个体债券提出更高的要求，以弥补该类债券的内在缺陷，比对某类债券全盘肯定，而对其他类债券全盘否定的做法更为合理。我们可以要求工业债券的发行人拥有比发行债券的天然气或电力公司更高的收益－利息费用保障倍数和更低的债务－持续经营价值比率。同理，这一做法也适用于公共运输公司发行的债券。值得注意的是，虽然纽约州法将供水公司发行的债券列为不允许投资的种类，但其他大部分州都认为其与天然气、电力、电话公司发行的债券拥有同等的投资等级。因此，似乎很难找到充分的理由对其提出比其他公用事业公司债券更严格的要求。

1938年储蓄银行法修正案

在意识到对按照类别排除投资资格的质疑的正确性后，纽约州立法机构于1938年开始采取一种特殊方式寻求改变。其规定，银行监管部门可以授权储蓄银行投资于原来不允许投资的付息债务，但前提是有不少于20家储蓄银行，或者有一家全部股份由不少于20家储蓄银行分别持有的信托公司（此处指纽约州储蓄银行信托公司）提出该授权申请。

显然，该修正案不仅拓宽了储蓄银行可以投资的债券类别，还结合了储蓄银行和银行监管部门的综合判断，用以替代，至少是有可能替代原有法律的全部具体要求（不仅是原来对投资付息债券的坚持）。这意味着在理论上，只要相关方同意，法案有关债券投资的七

个标准完全可以不适用。当然，在实际操作中，仍然保留了原有法案体现立法智慧的合理之处。事实上，截至1939年年底，根据新规定获得授权的债券在投资等级上都无可非议，包括不符合原先投资标准的、综合实力强大的电话公司和工业公司发行的信用债券。（令人诧异的是，尚未有工业公司发行的抵押债券通过授权，这也许可以验证我们此前关于优质工业债券很可能是信用债券的论断。）

迄今为止的实践表明，与我们曾批评过的、过度约束投资范围的原有法案不同，1938年的修正案是一个值得称赞的起点。然而，我们仍无法确信目前的法案是足够令人满意的。制定一系列允许某一行政主体在其认为合适时弃置的规则，这一做法显得幼稚可笑。规定一些真正重要的、所有情况下都需要遵循的标准，然后给予银行监管部门排除那些虽然满足最低标准，但经审慎判断后仍难以确保足够安全性的债券品种的自由裁量权是否更好？

外国政府债券

我们曾明确反对排除整个类别中所有债权的做法，但是在面对外国政府债券时有一种更为合理的推理方式。由于财务分析对它们的影响很小，所以我们需要考虑一些综合因素，比如是否对该国经济政治稳定性抱有足够信心、是否确信该国将尽力偿还债务。因而，与其他类别债券相比，我们在很大程度上更应该，或更需要就将外国政府债券作为固定收益证券标的的普遍合理性达成共识。

政治利益因素。如果客观看待自第一次世界大战以来外国债券投资的重要性逐渐显现的历史，很难回避一个令人不快的结论。归根结底，外国政府债券竟是一些根本无法执行的合约。如果债券持有人无法获得支付，并不存在直接的救助方式。即使外国政府债券以特定的收入或资产作为抵押，如果这些抵押物受损，债券持有人也没有获取救助的途径。(101)所以，从理论上讲，持有外国政府债券即拥有对发

行国所有资源的索取权，但政治利益的考量将在很大程度决定实际上有多少资源会被用以偿还外部债务。战后国际环境的动荡使得某些国家违约的发生难以避免，并为其他国家拖欠债务提供了合理的借口。无论如何，未能按时偿付的现象层出不穷，由此产生的苛责也减少很多。投资者因而更没有理由相信外国政府会在困难时期通过艰辛努力偿还相关债务。

对外贸易论。人们普遍认为，国家在国际市场中大举借债是恢复全球经济平衡的必要手段。更具体地来讲，这种借款是恢复和发展美国出口贸易必不可少的辅助手段。但是，不要指望投资者会为这些理想化的原因或者为美国出口商的利益，而接受并不安全的承诺。1932年，许多投资者都在低价买入外国政府债券的行为原本是一次投机操作，却很可能被随之而来的盈利可能性证明是合理的；然而，无论票面利率如何，行情报价的大幅缩水本身就强有力地说明，不应以接近100%面值的价格买入新上市的外国政府债券。

个体记录论。有人认为，与其他类型的投资相似，投资外国政府债券也需要具体地区分和判断。根据之前的表现，一些国家理应获得较高的信用评级，它们应被视为与拥有良好记录的本土企业相同，它们发行的债券值得投资者选择。美国不少州的立法机构已经认识到加拿大国债的突出表现，因而授权储蓄银行对其进行投资。佛蒙特州还允许储蓄银行购买比利时、丹麦、英国、荷兰和瑞士发行的，以美元计价的政府债券。

根据1932年经济大萧条时期由债券市场的表现反映的信用评级情况，我们将以美元计价的外国政府债券分为三类，作为反驳上述观点的有力证据。

- 基于投资属性出售债券的国家：加拿大、法国、英国、荷兰、瑞士。

- 基于投机属性出售债券的国家：阿根廷、澳大利亚、奥地利、玻利维亚、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、古巴、捷克斯洛伐克、丹麦、多米尼加共和国、爱沙尼亚、芬兰、德国、危地马拉、希腊、海地、匈牙利、日本、南斯拉夫、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、秘鲁、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、萨尔瓦多、乌拉圭。
- 基于上述两种属性之间出售债券的国家：比利时、爱尔兰、意大利、挪威、瑞典。

五个位列第一类，或者投资级的国家中，法国和英国的投资评级在1921—1922年的经济萧条期被认为是投机级的。如此来看，在截至1932年的前12年中，上述42个国家中只有加拿大、荷兰和瑞士一直享有毋庸置疑的投资评级。

反对购买外国政府债券的两大原因。上述数据表明，反对购买外国政府债券的原因主要有两个：理论上看，外国政府债券的信用基础是无形的；实践中看，大部分情况下，对其进行投资的结果很难令人满意。显然，只有各国在未来很长一段时间内按时偿还国际债务，建立更优质的国际市场投资环境，投资者对外国政府债券的消极态度才会有所转变。

由于拥有良好的记录和与美国密切的关系，加拿大发行的政府债券无疑不应属于全盘禁止投资的范围。个人投资者，无论根据个体偏好还是统计数据，可能认为其他国家的信用等级同样很高，所以准备购买其发行的、被视为高等级的政府债券。这种做法在实践中可能完全正确。然而，至少在某段时期内，除非出现稳定性和安全性被充分证实的特例情况，投资者应回避购买外国政府债券。(102)

外国公司债券

理论上，无论一家公司如何兴盛，其发行的债券的安全性都不会高于所在国家的政府债券。通过使用征税权，政府对商业企业的资产和盈利拥有无限的优先索取权。换言之，政府可以征收私人债券持有人手中的资产，用以偿还国家债务。然而，事实上，政治利益的存在使得征税权的行使受到重重限制。所以，我们会发现即使政府违约，该国公司仍能偿还其美元债务的案例。(103)

与投资政府债券相比，外国公司债券的持有人拥有某种优势，即在公司未能偿还债务时拥有特定的法律救助途径，如没收抵押资产的权利。因此，与一个主权国家相比，外国公司偿还债务面临的强制力更大。但需要指出，导致政府债务违约的情况也会对公司债券持有人产生消极影响，比如，即使公司拥有足够的偿债能力，对资金兑换的限制也将阻碍以美元计价的利息的支付。(104)此外，无论是债权人与抵押资产之间遥远的距离、还是政府法令设置的障碍，都有可能减损抵押资产的实际价值。由于这些原因，我们得出与外国政府债券的投资结论相一致的结论，即外国公司债券也不适合作为固定收益证券的投资标的。

规模

规模很小的公司发行的债券无法作为保守型投资的标的。相比而言，规模较小的公司更容易受到突发事件的冲击，而且它们更有可能因为缺少强有力的银行关系和技术资源而陷入发展困境。所以，一直以来，规模很小的公司都难以向公众直接募集资金，只能依靠私募资本，即投资者可以通过注资获得利润分享和直接参与管理的权利。同理，小微村镇发行的债券也不适合作为投资标的，关注市政债券的谨慎型投资者通常会回避那些拥有的人口水平低于一定标准的发行人。

建立类似规模的最低标准通常需要依靠主观判断，没有现成的数学模型可以准确推算出为吸引投资者的注意力，公司或者市政当局需

要达到的具体规模。确定其他的量化标准，比如收益－利息费用比率、股票或资产价值与债券债务的关系等时，我们也会遇到同样的困难。所以，必须牢记：所有的“临界点”基本上都是由经验法则决定的，如果认为其他标准更适合自己，投资者完全可以使用其他的具体标准。但是，无论这种标准的选择有多随意，其在有效防止债券买家购入不安全债券的实践中，都发挥了重要的作用。

纽约州法的规定

若希望储蓄银行投资债券，债券发行人必须达到相应的最低规模，在此方面纽约州法规定了不同的标准。以市政债券为例，若发行人所属的州与纽约州相邻，人口需要达到10 000人；若发行人在其他州，至少需要拥有30 000人。对于铁路债券，纽约州法要求发行人自有500英里[(105)]以上的标准轨距铁路，或者每年营业收入达到10 000 000美元。只有当铁路公司可用于支付股息的净利润达到10 000 000美元时，其发行的信用债券和收益债券才被允许投资（还须满足其他的特殊要求）。在发行债券之前的五年，天然气和电力公司平均每年的收入总额应达到1 000 000美元；但电话公司若想发行债券，每年的收入总额要达到5 000 000美元。此外，法案还对债券本身的发行规模进行了规定，如天然气和电力公司债券发行规模应不低于1 000 000美元，电话公司债券发行规模应不低于5 000 000美元。

对这些标准的反对意见。对收入总额的最低要求似乎并不是从普遍意义上的债券投资的视角提出的。不同的人口水平标准对覆盖全国的投资者来说意义也不大。无论根据自有铁路里程还是营业收入，对铁路公司进行选择的测试都显得混乱又多余。10 000 000美元营运收入的要求本身就过高了。举例来说，按照这一标准，班戈－阿鲁斯图克铁路公司（Bangor and Aroostook Railway）将被排除在外，但其是少数在1930—1933年大萧条期间，运营情况同之前一样良好的铁路

公司之一。与天然气和电力公司的1 000 000美元相比，电话公司5 000 000美元的收入总额标准也是没有根据的。三州电话电报公司（Tri-State Telephone and Telegraph Company）1927年之前发行的债券将被这一规定排除，但是该债券在当时（和此后）拥有毋庸置疑的价值。但我们认为，虽然不可避免地存在主观判断，下面有关规模的最低标准仍是符合安全投资实际的：

	关于规模的最低标准
市政当局	10 000 人
公用事业公司	收入总额 2 000 000 美元
铁路系统	收入总额 3 000 000 美元
工业公司	收入总额 5 000 000 美元

工业债券和规模因素

根据纽约州法，由于工业债券属于不允许储蓄银行投资的债券种类，因而没有关于最低规模的规定。我们曾说过，只要能通过严苛的安全性测试，工业债券完全可以被列入高等级的投资品种之列。过去10年的历史经验表明，在行业中处于主导地位或者规模庞大的公司，在经济不稳定时能提供一定安全保障，而相比铁路或公用事业公司，工业公司面临的不稳定性风险更突出。对那些力求吸取最近教训并获利的谨慎型投资者而言，进行固定收益债券投资时，合理的做法是购买每类工业部门排名前六的大公司发行的债券，或者年销售收入超过5 000 000美元的排名前六的大公司发行的债券。

有反对者认为，如果普遍执行（事实上不可能）这些过于严苛的最低标准，稳健优质的中等规模商业企业也将难以通过发行普通债券直接融资。当然，如果美国工业环境趋于稳定，在经济环境极端波动的过去10年里得出的结论有可能失效。但是在这种稳定趋势真正出现

之前，从投资层面考虑，我们仍然需要对购买工业债券持极为谨慎的态度。

大规模本身并非安全性的保障

我们对最低规模标准的推荐并不代表单一庞大的规模就能保证公司发展的兴旺和财务状况的强劲。如果债券融资比例过大，规模最大的公司很可能变成最脆弱的公司。此外，与中等规模的公司相比，规模很大的铁路、公用事业公司和市政当局并没有什么优势。一家电力公司的收入总额是2 000万美元，还是1亿美元，对其债券安全性的实质影响其实微乎其微；同样，只拥有75 000个居民的小镇有可能比拥有几百万人口的大城市信用状况更好。我们认为，只有在工业领域，与中型公司相比，大型公司发行的债券才拥有更多内在的优越性，但要让投资者信赖这个优势，还需要其他针对大型公司的、令人满意的全面统计数据。

其他被反对的规定

纽约州法还对无担保铁路债券规定了一个附加要求，即发行人息后净利润必须达到10 000 000美元。我们之前曾提出，反对过于看重债券有无抵押资产的做法，所以我们认为这一附加要求并不合理。进一步规定公用事业公司债券发行本身的最低规模，在逻辑上也存在缺陷。如果根据业务总额判断，公司的规模越大，债券发行额越小，公司偿还利息和本金就越容易。立法机关这样规定，可能是为了避免小规模发行带来的市场流动性不佳。但在我们看来，投资者通常过分看重市场流动性因素。因而，在这种情况下，我们不赞成法案把对债券发行规模的要求作为通用的债券投资规则。

09

债券投资的具体标准（续）

证券条款

本章我们将介绍债券安全性、影响利息支付的情况、债券到期日等内容。可转换条款及类似的特殊条款虽然也非常重要，但并不是固定收益证券筛选的决定性要素。

根据纽约州法律，只有含抵押担保的公用事业类债券才是合法的。[(106)]然而，只要盈利和债息记录能够满足比抵押债券发行条款更严格的要求，无担保的铁路公司债券也符合发行要求。如果收益债券（支付利息的义务取决于盈利）能够满足信用债券的发行要求，法律也允许投资者购买收益债券。

过时及不合理的限制

在我们看来，这套限制条款非常陈旧，也不合理。鉴于在第6章提出过有力的证据反对过于注重债券特定的安全性，我们不赞成将任何信用债券排除在外，抑或是制定任何有利于担保债券，而不利于信用债券的明确标准和要求。

如果一家公司只发行了一种债券，只要信用债券得到保障以避免未来新发行的债券享有比其更高的优先级，那么此种债券是第一抵押权债券还是信用债券，并没有什么区别。毋庸置疑，若公司发行信用债券之前已发行了第一抵押权债券，那么信用债券就没有第一抵押权

债券那么有吸引力，尽管在这两种情况下投资者权益得到保障所需满足的主要条件是相同的：公司具备履行所有条款的能力。这种区别同样适用于第二抵押权债券的发行，并不单单涉及信用债券。我们之前已经讨论过选择高级留置权还是次级留置权的实例（见第159~162页），在讨论利息保障时会再次涉及这点。

收益债券比信用债券的地位更低

尽管纽约州法律过于严格地将所有无担保的公用事业类债券的发行排除在外，但法律允许铁路收益债券以与铁路信用债券同样的标准发行。这同样不合理。不同的收益债券，发行条款差异很大，根本的区别在于有些收益债券只要公司盈利就必须支付利息；而另一些收益债券，董事拥有或多或少的裁量权。一般来说，与普通的固定收益类证券相比，收益债券更类似优先股。因此，我们将在优先股的章节再次讨论收益债券，并会说明选择此类债券作为固定收益证券时需要特别谨慎，并采取更严格的要求。

不应因较早到期而放宽安全标准

投资者倾向于关注债券的到期日，因为到期日关乎债券是短期债券还是长期债券。较短的期限意味着购买之后很快就会得到偿还，从安全性的角度来讲，投资者将这视为一种优势。因此，投资者在购买短期票据或到期日近的债券（如3年内）时，采用的标准往往不如选择其他类型的债券时那么严格。

然而，我们认为这样对债券加以区别并不合理。较近的到期日除了意味着投资者能够较早得到偿还外，还意味着公司面临再融资的问题。债券持有人不能仅仅依靠到期日来判别本金是否能够得到偿还。公司必须拥有充足的现金（这种情况很少发生），或是拥有较强的盈

利能力和健康的财务报表，以使公司能够筹措到新的资金。公司经常性地发行短期债券是因为它们当时的信用等级太差，以至于无法以合理的利率水平发行长期债券。这样的循环债经常导致公司在到期日时陷入困境，并造成投资者的损失。

案例

1926年，菲斯克橡胶公司出售了10 000 000美元的5年期债券，利率为5.5%。1929年，尽管公司的盈利状况欠佳，但由于接近到期日，债券的售价仍高达96美元。但1931年债券到期时，公司无力偿还本金，发生违约。公司之后破产并被接管，其债券当年的价格跌至10.75美元。

1929年，纽约－芝加哥－圣路易斯铁路（New York, Chicago and St. Louis Railway）出售了20 000 000美元的3年期债券，票面利率6%。债券不停地被展期，过程极其艰难，一旦持有人拒绝展期，公司就面临着破产的风险。1936年，公司债券的售价仅为26.75美元。

近期，宾夕法尼亚－迪克西水泥公司（Pennsylvania-Dixie Cement Company）发行的第一抵押权短期债券获得债券市场青睐，但这显然并不合理。该债券于1941年9月到期，利率6%，在1939年年初以高于面值的价格出售。1937年及1938年，该公司仅勉强覆盖了利息支出（以较低的折旧额计算），而在此之前6年连续亏损，公司的流动资产净额少于发行的债券总额。当然，公司有可能在1941年偿还债券本金，但毫无疑问，在1939年以全价购买的投资者承担了本金价值严重缩水的不必要风险。

同一债券到期日长短的区别。有很多投资者愿意花更高的成本买短期债券，而不愿去买同一家公司相同担保的长期债券。在任何一种情况下，这种选择几乎都是错误的，因为（1）如果公司的信用改善，那么到期日较长的债券价格的升幅更大；（2）公司无法于到期日偿还短期债券。

原因（1）的例子：

	1932 年的低价
利哈伊煤炭公司（Lehigh Valley Coal Company）第一替续债券，利率 5%，1934 年到期	96.5 美元
利哈伊煤炭公司第一替续债券，利率 5%，1944 年到期	35 美元

1934年到期时，公司能够偿付债券，但1944年到期的利率为5%的债券价格已飙升至91美元。参见例子（2）。

	1932 年的低价
美国橡胶公司（U. S. Rubber Company）担保债券，利率 6.5%，1933 年到期	94 美元
美国橡胶公司担保债券，利率 6.5%，1935 年到期	43 美元

公司最终偿付了1933年和1935年到期的债券，显然，购买1935年到期的债券更为划算。

原因（2）的例子：

	1938 年的高价
利哈伊煤炭公司第一替续债券，利率 5%，1944 年到期	99⅞ 美元
利哈伊煤炭公司第一替续债券，利率 5%，1954 年到期	45 美元

1939年1月，公司没能支付利息，发生违约，1944年到期的债券价格暴跌至36美元，而1954年到期的债券价格跌至20美元。

1932 年的低价

压钢汽车公司（Pressed Steel Car）信用债券，利率 5%，1933 年到期 ..... 82 美元

压钢汽车公司信用债券，利率 5%，1943 年到期 ..... 40 美元

两只债券在1933年1月均发生违约，在最终重组时得到了相似的待遇。

1934 年的高价

标准燃气及电气公司（Standard Gas and Electric）信用债券，利率 6%，1935 年到期 ..... 94 美元

标准燃气及电气公司信用债券，利率 6%，1951 年到期 ..... 60 美元

该公司1935年债券到期时没能还本付息。实际上，各种信用债券在随后的重组中得到了相似的待遇。1939年，所有信用债券以相同的价格出售。

基于先前的讨论和案例，我们建议不对长期债券和短期债券进行区分，因为这样可能导致我们在选择短期债券时放宽安全标准。(107)

利息与股息支付记录

以投资为目的购买债券应该遵循以下标准：债券发行人应该拥有长期的记录，以反映公司成功的运营及稳健的财务状况。新公司和那些刚刚摆脱财务困境的公司都没有资格获得固定收益类投资应有的高等级信用评级。(108)同理，如果州政府或市政府在过去几年中有一次未能按时履行义务，就没有资格获得高等级信用评级。

纽约州法律条款

纽约州法律认可上述标准，并将之具体表述如下：除纽约州外的其他各州，如果在过去10年中的利息和本金的支付没有发生违约，该州就符合资格。对纽约州外的市政府而言，此期限为25年；对于铁路公司而言，期限为6年；对于燃气、电力和电话公司而言，期限为8年。

然而，对于公司债券而言，对利息保障倍数的要求也应充分考虑过往记录，这点将在下一部分进行讨论。对盈利保障要求的时限比上述年限略短，因此，在盈利测试之外强加一项对过往偿付能力的测试，就显得画蛇添足了。

但是，行政机构的债券并不是以盈利记录为基础进行发售的。因此，投资者不得不非常重视过往的偿付记录是否令人满意。纽约州就此项做出规定，对于大部分投资者来说无疑是合理的。

我们在推荐这一投资准则之前，应当考虑投资者广泛接受它的后果。如果所有投资者购买市政债券时都要求25年无不良记录，那么还有哪个市政府能够在其成立之初的25年内发行债券呢？同样，如果某个州政府或市政府发生违约，那么它如何在接下来的10年、25年中融资，以使其债券重新符合发行资格呢？对公司来说，融资可以通过投机性更强的工具来完成，如发行股票、可转换债券，或以很大的折扣价发行债券。但这些方式并不适用于市政机构。实际上，低信用等级的州政府或市政府通过提高债券的票面利率来应对这一困境。例如，一个城市刚摆脱财务困境，为了吸引新的资金，它可能会支付5%的利息，而纽约州支付的利息仅为2%。[(109)]但这种解决办法与前文阐述的高票面利率不足以弥补本金亏损的巨大风险这一原则背道而驰。也就是说，如果债券评级较低，并存在较高的违约可能性，投资者就不应该为了追求高收益而购买这类市政债券。

两难困境及推荐的解决办法

在这种情形下，我们陷入了两难困境，因为债券投资者理论上正确的观点会致使许多市政机构必要的融资需求无法满足。从现实角度审视这个问题，我们观察到总有足够多的、缺乏鉴别力的投资者去购买这些利率看起来非常吸引人的城镇或乡村债券，因此，有关两难困境的担忧可能是不必要的。理智、谨慎的债券投资者能够规避这种债券的风险，但这并不会导致低信用等级的借款人无法融资。

处理这一两难困境的方法有些难以令人折服。理想的解决办法可能是设置一些非常严谨的数量化测试，以弥补市政机构没能满足25年按时偿付的规定。如果城市陷入财务困境，就必须开源节流以改善自己的财务状况，如通过减少开支，提高税率并增加其他收入，或像公司重组那样强制性缩减负债规模。通过这些措施，即使这个城镇之前发生过违约，它仍然可以通过重置使其财务结构变得崭新、牢靠，从而获得令人满意的信贷评级。但谨慎的投资者在给出这样的信贷评级之前，必定会对其财政状况进行细致研究，既包括政府开支与总负债的关系等，还包括人口、资产价值、政府收入等。债券投资者在购买此类市政债券时，预期的回报率将高于标准收益率。这并不是对其承担高风险的补偿，而是对投资者考察此类债券安全度时所付出精力的回报。

对于新成立的、债务偿还记录时间较短的行政机关，投资者也应该采取类似的态度。(110)

股息支付记录

监管机构投资的法律传统上非常重视发行债券的企业是否拥有良好的股息支付记录。大部分州规定，公司至少要有5年的时间定期支付了超过最低规定数额的股息，才有资格发行债券。这条规定显然是源于理论：既然成立公司的目的就是为了派息，那么只有那些真正派息的企业才算是成功的，才适合进行债券投资。

股息支付记录不是财务实力的决定性依据。总体而言，派息的企业优于不派息的企业，但绝不能一味地排斥不派息的企业发行的所有债券。反对这一规则的一个强有力的证据是派息只能部分反映公司的财务实力；股息支付记录不仅不能给债券投资者提供任何直接的利益，而且还常常因为削减了公司资源，对债券投资者的利益造成损害。实际上，监管机构投资的法律中关于派息的条款有时会产生与预期完全相反的结果。财务状况不佳的铁路企业为了使自己的债券符合资格而盲目地持续派息，导致为了显示债券支付能力而做的事情，实际上损害了债券的安全性。(111)

股息支付记录在债券投资中的作用。相较于股息支付记录，资产负债表和利润表提供的证据是研究公司是否稳健的更为可靠的线索。因此，在考量债券是否适合作为普通债券投资时，最好不要拘泥于有关股息支付记录的严格规则。但是如果企业盈利看起来还不错，却没能派息，那么潜在的投资者就应该格外审慎地考察公司情况，以发现董事会的政策是否受到不利因素的影响，而这种影响还未体现在利润表中。此外，派息的公司有个细节上的优势，那就是如果企业未能按期派息，债券持有人能够收到较为及时的警告，明确提示公司即将面临的困境。投资者时刻保持警惕，便可以保护自身免受大额亏损。从这个角度看，不派息的企业处于劣势。但在我们看来，如果投资者在投资时更加慎重，这完全可以被充分抵消掉。

相较其他州，纽约州处理派息问题的方法更为先进。铁路公司发行债券需满足以下两个条件中的一个：在过去6年中至少有5年派息达到了一定数额；在固定费用的偿付保障方面满足更为严格的要求。公用事业公司发行债券需在过去的5年内每年都支付一定数额的股息，或者赚取等额的利润。这项条款与其他法规有同样的缺点，即可能迫使企业支付尚未赚取的股息。不过，从另一方面来看，我们也观察到这项条款的先进之处，公司可以选择不支付已经赚取的股息。

盈利与利息要求的关系

如今，投资者习惯将盈利与利息费用的比率作为检验投资安全性最重要的指标。所以，大家预期在监管债券投资选择的详细法规中，必定会包含对这项基本要素的最低要求。但是大部分相关法律在这个问题的阐述上都比较零碎，不够完善。立法机关在很大程度上依赖对公司分红记录的要求来确保公司有可观的盈利能力。(112)正如我们刚刚指出的，这项标准广受质疑。纽约州法律的优越之处主要体现在两点：首先，它认为充分的盈利记录在重要性方面应排在第一位；其次，它始终将公司的总固定费用作为一个不可分割的项目处理。

纽约州法律的规定

纽约州法律关于盈利保障的规定可总结如下：

- 对铁路抵押债券（或等同的抵押信托债券）以及铁路设备债券，公司必须在过去6年中有5年赚取的收益达到固定费用的1.5倍，而且最近一年必须满足此要求，如果公司未能按规定派息，那么公司须在最近的10年内有9年满足此要求。
- 对其他类型的铁路债券，比如信用债券和收益债券等，公司必须在最近6年内的5年（包括最近一年）赚取两倍于固定费用（收益债券如有利息，需加上利息）的收益。对这类债券来说，对股息支付的要求是强制性的，没有其他可替代的条件。
- 对燃气、电力和电话公司的债券，过去5年平均的收益必须是平均的总利息支出的两倍，且最后一年也必须达到相同的保障要求。

盈利保障的三个方面

1．计算方法

通过分析这些法律条款，有三方面值得注意。第一是盈利保障的计算方法；第二是所需的保障金额；第三是盈利保障测算的期限要求。

优先扣除法。计算和说明盈利与利息支出的关系时有很多种方法。其中，优先扣除法是完全不可取的。不过，在1933年之前，由于这种方法能够制造公司实力雄厚的假象，大多数证券发行公司在发行次级债券的通函中都使用这种方法。计算步骤是先从盈利中扣除需要优先偿还的费用，然后再计算盈利余额对较低规定的费用的保障倍数。下面的例子将说明该方法本身及其固有的荒谬之处。

A公司拥有10 000 000美元利率为5%的第一抵押权债券和5 000 000美元利率为6%的信用债券。

平均利润为	1 400 000美元	
扣除第一抵押权债券5%的利息	500 000美元	2.8倍的利息保障倍数
票面利率6%的信用债券的盈利余额	900 000美元	
利率6%的信用债券的利息	300 000美元	3倍的利息保障倍数

发行利率6%的信用债券的通函上很可能写着，“上述计算表明”利息保障倍数为3倍。然而，利率5%的第一抵押权债券的利息保障倍数也仅为2.8倍。这些数字背后的含义是次级债券比优先债券获得了更好的保护，这显然是荒谬的。事实上，通过优先扣除法计算的次级债券的利息保障倍数是完全没有价值的，并会引起投资者的误解。在新债券发行时如此计算利息保障倍数的不合理的方法，在1933年的《证券法案》中被废止了，这也是大家期望看到的结果。这种变更显然不是因为法律或美国证券交易委员会禁止使用这种计算方法，而是为了避免由于计算结果富有欺骗性而使投资者蒙受损失。

不过，一些加拿大的债券在发行通函中仍然采用优先扣除法，例如加拿大名艺公司（Famous Players Canadian Corporation）在1936年6月发行的第一抵押权信托债券（First and Collateral Trust Bonds）系列A。

累计扣除法。第二种方法可以称为累计扣除法。根据这种方法，对次级债券的利息支出总是与优先债券的利息支出同等对待。在上述案例中，利率为6%的信用债券的利息保障倍数为1.75倍，计算方法是将两只债券的利息支出加总为800 000美元，再用利润1 400 000美元除以利息和，即得到利息保障倍数。然而，根据这种方法，由于次级债券的利息支出在计算第一抵押权债券时不予考虑，因此第一抵押权债券的利息保障倍数仍是2.8倍。大部分投资者认为这种观点完全合理，而且许多州在监管储蓄银行投资的债券是否符合资格的法规中，都明确规定使用这种计算方法。(113)

总扣除法。然而，我们在上一章强调了一家公司是否能偿还所有固定费用非常重要，这是因为如果公司因次级留置权（junior lien）的违约而破产，那么必将对优先级抵押债券的持有人造成不利影响。只有所有利息费用都得到很好的保障，投资者才能放心购买债券。因此，总扣除法应是计算利息保障倍数的审慎、可取的方法。根据总扣除法，控制数字应是所有固定费用得到保障的倍数，也就是说，在分析公司的所有固定利息费用的债券时应使用相同的盈利保障倍数，而不去区别是优先抵押权债券还是次级留置权债券。在上面的例子中，无论是第一抵押权债券还是信用债券，利息保障倍数都是1.75倍。在债券发行通函及年度报告中，这种方法通常被称为计算利息保障倍数的“整体基础”。(114)

有一点必须谨记在心，固定费用不包括收益债券的利息，因为这是或有费用。方便起见，“利息费用”与“债券债务”都仅指固定利息费用的债券，除非文中特别指出。

我们当然也可以采用累计扣除法来计算优先债券的利息保障倍数，而且，如果利息保障倍数非常高，也可视为有利于该债券的额外因素。但我们建议在应用各项要求的下限来测试公司的偿债能力时，一定要考虑总固定费用。纽约州法律一直坚持这一原则，我们也认为应认可并遵循这一准则。

2．盈利保障的最低要求

相对于公用事业债券，纽约州法律更青睐铁路债券，但这一情况已经不再合理，近期越来越多的记录表明两类债券的相对地位应该被逆转。我们同样需要为工业类债券设置最低标准，而且应该比公用事业及铁路债券的标准更高。将这些因素考虑在内，我们建议计算总固定费用的保障倍数时采用下述最低标准：

公用事业公司	1.75倍
铁路公司	2倍
工业公司	3倍

3．盈利测试期

我们在对纽约州法律关于盈利保障的条款的概述中指出过：公用事业债券应使用5年的平均值。然而，对铁路债券来说，在过去6年中必须至少有5年符合最低利润的规定。无论出现什么情况，投资日前一年都必须满足最低规定。

尽管上述两条规定很容易颁布，但在大萧条频繁发生的经济环境中，它们并不适用于债券投资的实际情况。如果商业周期总体的特征是：企业经历8年左右的繁荣时期，紧接着的两年却不赚钱，那么这些规则的结果就是鼓励投资者在景气时期以高价投资债券，而在萧条时期以低价卖出债券。(115)

在我们看来，唯一实用、严谨的最低盈利标准必须是一段时间的平均值。法律规定对于公用事业债券使用5年的平均数，但这在很多情况下都显得太短，因此我们认为7年的测试期是更为合适的标准。但7年的年限有时也可略微缩短以便排除明显异常的年份。（例如，1934—1939年的6年测试期提供的测试结果，很可能比1933—1939年的7年测试期提供的更为公允。）

如果在1934年或1935年做测试，最好采用10年甚至是12年的测试期以避免对大萧条时期赋予过度的权重。从实际情况考虑，一些工业公司在1931—1933年经历了大幅亏损，即便其采用长期平均法来均摊大萧条时期的亏损，测试结果仍可能显示盈利保障倍数太低，不能公允地代表公司目前的状况。但这种问题也许可以通过强制性方式解决：将亏损年份的盈利设为零，而非实际上的负数。

案例

费尔班克斯－莫尔斯公司（Fairbanks Morse Company）1938年早期发行的于1956年到期的，票面利率为4%的信用债券的利息保障倍数：

1937年的利息费用	232 000美元
1937年的息税后利润	2 148 000美元
1937年的利息保障倍数	10.2倍
1928—1930年及1934—1937年的息后总利润	11 740 000美元
1931—1933年扣除利息后的总亏损	8 873 000美元
1928—1937年息后总利润	287 000元
1937年利息支出隐含的10年期保障倍数	2.2倍
计算10年期覆盖倍数的其他基准：	
10年平均息后利润	
1931—1933年的利润为0	1 174 000美元
1937年利息支出的修正的10年期保障倍数	6.1倍
股东权益比率	每1美元的债券面值，股票市值为3.42美元

第二种计算结果，也就是修正的平均数应视为对企业盈利能力更为真实的反映，因为直接计算10年的平均数不能满足最低标准。但我们相信从1940年起使用7年或更长期限的平均值是可行的，并不会遇到类似问题。

盈利记录的其他方面

当然，投资者也应注意到很多关于盈利描述的其他方面的状况，包括趋势，最小值和当前值。无可否认，上述每一项都很重要，但这些不能快速、有效地应用于严格的规则。这种情况就如同先前讨论的抵押证券，少数几个因素可以成功纳入明确、通用的判断准则，而其他因素虽没有精确的公式计算，但投资者也应加以考虑、判断，这两类因素须有明确的分界线。

不利因素可能被抵销

处理第二类因素的实用方法可从盈利表现说明。投资者必须要求平均值不低于最低标准。另外，投资者可能被以下特征吸引：（a）盈利处于上升趋势；（b）当前的表现非常出色；（c）考察期内每年扣除利息费用后的安全边际都令人满意。如果某一债券无法满足其中某一项，投资者未必要剔除该债券，但该债券必须有超过最低标准的充足的盈利保障，投资者也应更加密切地关注整体状况或定性因素。如果公司趋势不佳，或者最新的数据非常糟糕，投资者当然不应该接受此类债券，除非平均盈利水平比最低标准高出许多，且投资者有充分理由相信下行趋势和当前的下滑不大可能无限期延续。当然，到底平均值比最低标准高出多少才能抵消趋势下行及当前表现不佳的劣势，这要由投资者来辨别、决断，并不能仅通过数学公式来计算。

票面利率对盈利保障的影响

数学上，盈利保障倍数与利率呈反向变动的特征，这令盈利保障理论变得复杂。给定盈利水平，利率3%的债券的利息保障倍数将是利率为6%的利息保障倍数的两倍。考虑表9—1中的对比。

表9—1　两家公司的对比

	公用事业公司 A	公用事业公司 B
用于支付利息的盈利	600 000 美元	600 000 美元
利息支出	面值 10 000 000 美元、利率 3% 300 000	面值 10 000 000 美元、利率 5.5% 550 000
盈利保障倍数	2.00	1.09

仅票面利率的差异就使得A公司通过了盈利保障测试，而B公司的盈利仅能覆盖利息支出。这点可引申出数个问题：

（1）只要债券的票面利率低，它就“安全”吗？

（2）整体利率上升对债券的安全性有何影响？

（3）投资A公司的债券是否比投资B公司的债券更加牢靠？

我们按顺序简短地回答这些问题。

1．票面利率对安全性的影响。从技术层面来看，安全性是指持续支付利息的保证，它自然会因为票面利率的变动而产生或消亡。将债券5.5%的利息分成两部分，认为3%的部分是安全的，而另外2.5%的部分就不安全，这种观念是不合理的。利息的安全性是个不可分割的概念，且必须应用于整个利息支出，因为如果公司不能支付合同规定的部分利息，即便是不能支付次级利息，也会导致财务困境。这就意味着投资至少会受到暂时性的破坏。

从维持本金价值的角度来看，安全性也能通过低利率来“创造”，只要投资者认为这样的利率水平是永久性的——至少能够维持至到期日或日后很多年。如果3%的利率是永久性的，60万美元的利润

水平就能使公司在到期时偿还债券，也能将债券的市场价格维持在面值附近。

投资者必须考虑到利率倾向于与公司支付利息的能力反向变动。与弱小的公司相比，实力强劲的公司能够以低利率借款。这意味着“好的信用”本身通过节省利息支出产生了“更好的信用”，反之亦然。尽管这看起来荒谬、不公，但在证券分析中，投资者必须接受这一事实。

2．利率上升对安全性的影响。低息债券存续期间，利率整体上升不会影响公司支付利息费用的能力。但如果债券的到期日近，公司就面临着要以较高的利率进行债券再融资的问题，这样公司的盈利必须能够满足高利率下的利息保障倍数。另一方面，如果到期日较远，要是利率整体水平经历大幅攀升，那么该债券及其他债券的市场价格也会大幅下跌。（我们注意到1917—1920年，道琼斯债券价格指数下跌了30%，反映了利率整体上升的情况。）

因此，从保持债券的市场价格的角度来看，如果长期债券遭遇利率大幅上升的情况，那么本金的安全性必然会遭受不利影响。[(116)]如果短期债券的盈利保障水平超过最低标准的幅度不够可观，在利率大幅提升的背景下，短期债券本金的安全性也将受到不利影响。

上述分析的结论是，如果投资者认为利率上升是很可能发生的，那么不管公司的实力有多强，他都不应该购买长期低票面利率的债券；如果他购买短期债券，则必须确保盈利能很好地覆盖更高的票面利率，并给予充分的安全边际。然而，如果他坚信低利率将会维持，他可以接受这些债券，就像之前接受高利率的债券一样。如果投资者不确定利率未来的走势，最好的举措是将投资限制在期限相对较短（比如说不超过10年）的债券，而且要增加盈利保障要求以抵消低票面利率的影响。

3．两类债券的相对吸引力。第三个问题涉及A公司利率3%的债券及B公司利率5.5%的债券的相对吸引力。从严格的逻辑推理来看，利率5.5%的债券必然比利率3%的债券更具吸引力，因为利率5.5%的债券的持有人往往能以或有基础要求额外的2.5%的利率，因此也可获取B公司超过A公司固定费用的利润。但实际上，这种固定的利息支出的减少通常只会发生在债券发行人陷入财务困境时，这种情况下购买债券的价格也会出现大幅下滑。因此实际上，利率3%的债券的持有人也有可能会比利率5.5%的债券的持有人获得更好的回报。

然而，异常的案例也在警示投资者，除非完全相信超低的利率水平能够持续，否则他不应该以与面值相若的价格购买A公司的利率3%的债券。（这也暗示了，如果B公司的债券因为超出高额利息费用的利润少，而售价非常低，特别是当预期低利率会持续时，那么B公司的债券本身就具有一些投机性的机会。）

10

债券投资的具体标准（再续）

资产价值与长期债务的关系

在之前的讨论中（第6章）我们指出，典型债券投资的安全性取决于债券发行公司偿还债务的能力，而不是债券用以留置的资产价值。这一广泛适用的原则与将抵押资产价值作为判断债券安全性的通用标准的做法非常不同，抵押资产的价值被认为与公司自身的成功与否关系不大。

换句话说，我们不认为普通公司债券强调实物抵押资产的价值（利用原始成本或重置成本计算）与债务数量的最低比例关系是有任何益处的——无论发行人是铁路公司、公用事业公司，还是工业公司。在此问题上，我们不认同很多州（包括纽约州）传统的重视资产价值的规定。例如，纽约州法规定，只有担保资产价值超过债券发行额的66⅔%，天然气、电力或者电话公司债券才被允许投资。此处的担保资产价值被认为是账面价值，既可能是原始美元成本扣减折旧的价值，也可能是或多或少受主观判断影响的转移价值或重估价值。

特殊类型债券

1．设备债券

我们认为，作为抵押资产的公用事业资产——铁路线路、典型工业厂房的账面价值，对担保债券安全性的保障没有任何意义。然而，对许多特殊类型债券而言，安全性在很大程度上取决于用以担保的资产价值，此类价值与作为整体的公司持续经营价值是不同的。其中，最典型的例子可能当属以机车、货厢或客厢为担保，以设备的租赁权为抵押的铁路设备信托凭证。对此类设备债券投资的记录非常令人满意，迄今为止，即使遭遇严峻的财务困境，作为发行人的铁路公司也几乎没有拖延利息和本金的偿还时间。(117)获得这些优异结果，主要是由于特定抵押资产是可移动和可供其他承运人使用的。因此，与以汽车、珠宝和其他动产做抵押的个人贷款类似，此类债券也具有独立的销售价值。即使很难以合理的价格将这些车厢卖给其他铁路公司，此类设备债券还是明显优于以铁路线路为抵押物的债券，因为车辆具有可移动性。线路和设备两种资产对铁路运营都至关重要，但除了继续允许资产接管人运营线路的救助方式外，铁路线路债券持有人在铁路公司违约时别无他法，而设备债券持有人至少可以用运走这些车厢相威胁。实践中，正是此类选择权赋予了设备债券持有人重要的价值，因为其实际上迫使以铁路线路为第一抵押物的债券持有人，不惜将请求权从属于以设备为抵押物的设备债券持有人。

所以，设备信托凭证持有人有两种独立的保障来源：一是作为发行人的铁路公司良好的信用和成功的运营；二是用以抵押的车厢的价值。如果后者的价值大幅超过相应债务的数量，那么持有人完全可以不考虑第一种来源，即信用因素，如同典当商人只根据抵押物品决定是否借款，而不考察借款人的财务情况一样。

通常，设备信托的条款设计也为购买者提供了强有力的保护。当债务无法及时偿还时，通过条款的设计可以使得留置权拥有人的权利顺利行使。在所有真实案例中，至少20%的设备成本是由铁路公司承担的，因而开始时，设备债券的发行额不会超过抵押资产价值的80%。其

本金通常从发行后一年开始，分为15年等额分期偿还，由此来看，债务的减少速度将超过一般情况下设备的折旧速度。

近些年来，以上安排给设备信托持有人带来的保护有所减弱，一是因为大宗商品价格下降导致重置（因此也是可销售的）价值大大低于原始成本；二是受运输量减少影响，无论是新设备还是二手设备，需求都在不断下降。1930年以来，某些铁路公司，如海岸世界航空和沃巴什（Seaboard Air Line and Wabash）在申请破产管理时，通常会要求持有其即将到期的设备债券的债权人稍微延长一段还款期，或者交换成资产托管人或资产接管人发行的票面利率更低的凭证。佛罗里达东海岸铁路（Florida East Coast Railway）发行的债券（“D”序列）是一个较为特殊的例子，经资产接管人允许，设备信托持有人可以接管并出售抵押设备，但其价值比其他序列债券的抵押设备要低。在此案例中，持有人发现售价1美元的债券仅能变现0.43美元，想要收回成本，却又缺乏对线路价值余额的判断（价值难以确定）。这些阴谋和损失表明，那些经常为设备债券发行而宣称“几乎完全安全”的说法需要节制。但不容否认的是，这种类型的投资在抵押资产的变现性上仍拥有积极和明显的优势。[(118)]（以下案例支持了该结论：1939年11月，尽管所有以铁路线路为抵押的债券都处于违约状态，芝加哥－西北铁路公司新发行的1940—1949年到期的2.5%设备信托，仍以0.45%至2.35%的收益率成功出售。）

2．抵押-信托债券

抵押－信托债券是抵押物为股票或其他债券的担保债券。一般情况下，抵押物包括发行人自己发行的债券，或者其子公司发行的债券或股票。因此，抵押物的可实现价值在很大程度上取决于整个公司的经营是否成功。但是，近年来出现了投资公司抵押－信托债券，持有人享有抵押证券市场价值的主要利益，这意味着根据债权合同中的保

护性条款，即使股东损失惨重，持有人的利益也很有可能得到全面保护。所以，这种类型的抵押－信托债券与设备债权一样，是不适用“债券购买者应主要考察公司的业务发展情况而非具体抵押的资产”这一通用规则的特例。

透过现象看本质，我们认为，投资－信托信用债券同样也具备这一特征。因为无论是将投资组合根据抵押－信托合同有形抵押给托管人，还是由公司持有而将请求权赋予信用债券持有人，都没有多少实质上的区别。这类债券通常通过禁止扩大债务的条款、要求公司资产的市场价格高于债券面额一定比例的契约等，来保护信用债券持有人的利益。

案例

信实管理公司（Reliance Management Corporation）发行的1954年到期的5%信用债券，是这些保护性条款发挥作用的一个例子。显然，从其股票价格由1929年时的69美元跌至1933年时的1美元可以很明显地看出，公司整体的运营非常不成功。如果公司发行的是普通公司债券，股票价格如此大幅度的滑坡几乎意味着违约的发生和本金的巨额损失。然而，信用债券拥有的允许将资产轻易变现的保护性条款发挥了重要作用。该条款迫使公司回购了超过3/4的债券，甚至还为让资产价值达到合同要求而强制股东追加股本。结果，1932年时，虽然公司股票价格仅为2.5美元，但信用债券价格仍高达88美元。剩余的债券在1937年2月以104.25美元的价格被公司提前赎回。

第18章将专门讨论保护性条款，我们将介绍一家投资公司——金融投资公司（Financial Investing Company）的担保－信托债券历

史。我们还将指出，债券持有人在行使权利时的犹豫——虽然我们认为并无必要，常常会使该类债券的内在优势遭到减损。

3．房地产债券

相比上述两种债券，市场中大量存在的房地产抵押贷款和房地产抵押债券更为重要。后者代表了对数额较大的个人抵押贷款的参与规模。毫无疑问，作为抵押物的土地和建筑的价值对此类债券来说最为重要。有经验的投资者在为房地产提供普通借款时，主要根据作为担保物的资产的公允价值做出最后的决定。但对我们而言，广义上看，房地产抵押贷款的价值实际是一种持续经营价值，即它们是从资产实际或预期的盈利能力中获得价值的。换句话说，抵押资产的价值不仅不能与公司的运营情况分开（如铁路设备信托凭证的案例），而且是与其完全统一的。

以单户居住房屋为抵押物的第一抵押权债券是最典型的房地产贷款形式，通过对这种形式进行介绍，可以将上述观点更清晰地表达出来。一般来说，成本为10 000美元的住宅，每年的租金价值（或者租赁自有房屋的同等价值）约为1 200美元，扣除税收和其他费用后的净收益约为800美元。如果储蓄银行提供60%房屋价值，即6 000美元的、利率为5%的第一抵押贷款，鉴于一般情况下房屋的盈利能力是其利息要求的两倍以上，则此贷款的安全性将得到保障。换种方式说，即使租金水平下降1/3以上，也不会减损借款人支付利息费用的能力。因此，抵押权人有理由相信，无论将来支付利息费用的房主自身实力如何，他肯定能找到一个租客或者新买家，以租用或购买资产的形式，至少可以保障这笔占房屋价值60%的贷款的安全性。（作为对比，需要指出的是，若一个总成本为1 000 000美元的典型工业工厂发行了600 000美元的债券，当发行公司濒临破产时，债券持有人无法指望其通过出租或变卖资产支付5%的抵押债券利息。）

资产价值与盈利能力密切相关。上述案例说明，一般情况下，住房、写字楼、商店的资产价值与租金价值紧密相关。在这个意义上，借款人是否将此类抵押资产视为具有可销售价值的资产，或借款人如何看待持续经营假设下此类资产的盈利能力，大体上都是无关紧要的。对于空置的地块以及尚未使用的房屋或商店，以上论述在某种意义上也是正确的，因为经过改善或出租后，这些资产的市场价值与预期租金同样联系密切。（但需要强调，对于特定用途的建筑，比如工厂等，以上论述是不正确的。）

评估报告的误导性。前面的讨论阐明了房地产债券的潜在投资者对其背后的资产价值应持有的正确态度。1923—1929年，房地产抵押债券业务经历了灾难性的发展。当时，支持债券发行的唯一资料（除了对未来盈利能力的估计外）是资产价值的评估报告，而评估价值几乎总是超过发行债券总值的66⅔%。如果这些评估报告的结果与经验丰富的房地产买家或贷款人对相关资产的评估价值接近，那么在选择安全房地产债券标的时，评估报告就是有实际作用的。但遗憾的是，这些评估结果基本上是人工估算的，评估人只是利用署名获得相关费用，其存在的唯一目的是欺骗投资者，并让他们高估相关债券的保障水平。

这类评估报告使用的方法是基于主观判断，将资产预期可以获得的租金收入资本化。按照这一方法，包括财务费用在内的总成本为1 000 000美元的建筑的“评估价值”马上可以达到1 500 000美元。因此，债券发行所得可以完全覆盖所有建设成本，使得建筑商或开发商不用投资一分钱，便可获得建筑的权益（即所有权）。在很多案例中他们还因此获得大量现金利润。[(119)]整个房地产融资计划的缺陷非常明显。更令人遗憾的是，由于所有利益相关方均缺乏原则、洞察力和一般常识，在市场最终不可避免地崩溃前，这一缺陷的影响已达到非常严重的程度。[(120)]

作为估价根据的异常租金。诚然，1928—1929年，房地产租金普遍大幅上涨，导致新房地产项目的投资收益非常丰厚。但这一情况并不意味着新建建筑立即就可以获得超过实际成本50%的利润。过高的投资收益率必定只是暂时的，因为这会刺激越来越多的房地产项目上马，直至供应过剩导致租金水平大幅下滑。由于开发商向公众融资，却不承担相应的风险，这种过度建设的情况就更加无法避免。

基于过度建设成本的债务。过度建设的一个间接结果是使建造成本上升至异常高的水平。因此，在1928年或1929年，即使是一笔不超过实际成本2/3的、看起来非常保守的贷款，也绝非安全，因为建造成本快速滑落的显著危险（后来才被意识到）可能会导致抵押资产价值下降至贷款数额之下。

特定用途建筑的缺陷。房地产债券投资普遍存在的缺陷是同等对待不同类型的建筑项目。典型或者标准的房地产抵押贷款主要针对居住房屋，其特有的优点是存在大量潜在购买者或承租人，因此只要在现有价值上适度让步，就很容易处置此类资产。普通公寓、商店或办公楼的情况与之十分类似。但是特定用途的建筑，比如酒店、停车场、俱乐部、医院、教堂或工厂，则缺乏快速处置的特性，并且它们的价值同使用它们的公司的业绩情况紧密相关。可见，针对它们的抵押债券实际上并非既定意义上的房地产抵押债券，而是包含了其他业务的房地产抵押贷款。因此，应该利用选择工业债券的所有严格标准衡量以特定用途建筑作为抵押的房地产债券的安全性。

在房地产价值崩溃前的房地产融资热潮中，以上观点被完全忽略。和以公寓作为抵押的贷款一样，为建造酒店、停车场，甚至医院而发行的债券不断出现。换句话说，高出债券发行数额1/2或2/3的评估“价值”即被认为足以保证相关贷款的安全。然而事实上，如果该类新建筑项目商业运作失败，并且无力支付利息费用，则“房地产”

债券持有人的处境将与以不盈利的铁路或工厂资产作为抵押的债券持有人相同。(121)

基于原始租金的价值具有误导性。公寓融资还有另一个缺陷。其用以决定评估价值的租金收入是基于初始租金获得的。但是公寓承租人习惯于在租赁新房时支付较高的租金，因为在居住几年后，他们会认为房屋变旧，或至少不再时尚或令人满意了。因此一般情况下，公寓前些年的租金要显著高于债券存续期内保守估计的租金收入。

缺乏财务信息。另一类与上述讨论有关的缺陷在于，债券购买者在买入后一般都无法获得相关的运营和财务数据。尤其是那些向公众出售债券的非上市公司，如很多房地产公司，这一缺陷普遍存在。结果，直到违约发生，大多数债券持有人才发现建筑项目的销售情况较差。但更为严重的是，此时他们通常会发现，就在开发商通过吸收所有可获得的现金“榨取”资产时，资产的巨额未付税款却在不断增加。

关于选择程序规则的建议。通过详尽分析过去十年房地产债券融资的种种缺陷，我们提出一系列具体的选择程序规则，供投资者参考。

单户居住房屋通常由抵押贷款持有人直接贷款给房屋所有人，即不存在作为中介的房地产抵押债券发行方。但是抵押贷款公司，如律师抵押贷款公司（Lawyers Mortgage Company）、权利担保信托公司（Title Guarantee and Trust Company）仍然参与很多相关业务，包括以单户居住房屋为抵押的担保抵押贷款和抵押参与凭证。(122)

进行该类投资时，借款人应确保：

（a）贷款总额不超过资产价值的66⅔%，其中，资产价值可以是最近购买的实际成本，也可以是经验丰富的房地产业内人士估计的该资产公允价值。

（b）以上成本或估价并不反映最近的投机型膨胀，同时不能大幅超过之前一段较长时间内资产的价格水平。如果超过，应当减少抵押债务数额与当前资产价值的最大可能比例。

通常而言，房地产抵押债券是以新公寓或办公楼为抵押资产的第一抵押权债券。考虑到这一点，投资者应该忽略常见的“评估价值”，从而确保如实提供的真实成本至少超过债券发行数额50%。此外，投资者还应该预测未来的损益情况，在此过程中谨慎计算闲置带来的损失，并考虑房屋变旧导致租金收入下降的风险。该预期收益在扣除实际上用于债券偿债基金支付的折旧计提后，仍应该达到利息费用的一倍以上。借款人也应定期向债券持有人提供运营情况报告和财务报表。

所谓“第一租赁抵押债券”实际上是第二抵押债券。其抵押资产是租赁土地上的新建建筑，土地租金实际上为第一留置物，或者说其对所有资产有优先请求权。在分析该类债券时，应将土地租金加入债券利息标准，从而得到资产的全部利息费用。另外还需要注意，在房地产债券领域，同普通商业公司相比，第一抵押权债券比低级留置权的优势更为明显。(123)

除了之前的定量标准，投资者还需自己确定建筑的位置与类型容易吸引承租人，使得由于周围环境发生不利变化导致价值大幅缩水的可能性非常低。(124)

房地产抵押贷款不应用于特定或有限用途的建筑，比如酒店、停车场等。该类建筑项目只可以通过自身融资，并被视为私人业务。通过我们之前关于高等级工业债券选择标准的讨论，很难发现新酒店的债券能够作为直接投资标的的合理依据。所有这些公司最初都是通过私募资本融资，只有在成功运营几年后才可以通过债券或股票发行向公众融资。(125)

11

债券投资的具体标准（完）

股票市值与债券债务的关系

要求权排在债券之后的股本和盈余总额，可看成超过债务的资产。从以下简化的典型资产负债表中即可看出。

资产减流动负债		债券债务	600 000 美元
（净资产）	1 000 000 美元	股票和盈余（股权）	400 000 美元
	1 000 000 美元		1 000 000 美元

得出如下简单的公式：

$$\frac{\text{股权}}{\text{债券债务}}=\frac{\text{净资产}}{\text{债券债务}}-1$$

纽约州法律规定的标准：我们在研究资产负债表的数据时，可以通过观察净资产或者股权来确定高于债务本金的保障或者余额。纽约州法律制定的管理储蓄银行在公用事业债券投资方面的规则，也都采用两种审核标准。法律规定：（1）有问题的抵押债务，加上所有的优先担保抵押债务，不得超过抵押资产价值的60%；（2）公司的股本至少应相当于抵押贷款债务总额的2/3。从上述典型的资产负债表中可以很容易地发现这两项要求大致相同。然而，当一家公司有大量无担保抵押债务时，它可能满足第1条约束条款，但却不能满足第2条约束条款，在这种情况下第2条约束条款就提供了附加保障。可用以下例子加以说明：

抵押资产	10 000 000 美元	抵押贷款债务	6 000 000 美元
营运资本	1 000 000 美元	信用债券	3 000 000 美元
		股本及盈余	2 000 000 美元
	11 000 000 美元		11 000 000 美元

在这个例子中，抵押贷款债务仅占抵押资产的60%，但股权相比2/3的抵押贷款债务要小得多，因此后者的债券发行不符合法规。

需要注意的是纽约州法律只考虑发行股票（包括优先股和普通股）的面值或规定值，而不考虑账面盈余，但这其实也属于股东权益的一部分。这项限制背后的理论依据或许是盈余可以合法地分配给股东，因此不能算是债权人的永久保障。但实际上，公用事业公司的盈余几乎无一例外地投资在固定资产上，是不以现金形式进行分派的。因此，如果采用这种检测标准，即股本加盈余将比单有股本金额的检测更为合理。

对公用事业类证券进行权益检测的效果不佳

我们不禁思考，在一般情况下，将资产或股票权益检测运用到公用事业债券上是否能有任何实质性的优势。这类检测指标不大可能仅通过盈利记录就指出债券是否安全。在一些例子中，公司的收益表现或许令人满意，但资产保障（asset coverage）过小，而后者可能意味着公司正获得异常高的投资回报率，更容易受到监管比率的不利影响。然而权益检测主要的困难在于，将资产负债表中的资产价值（以及股权）作为实际现金投资和再生产价值的指标缺乏可靠性，而这两项是计算资产保障的基础。不过，近些年来，州立委员会和美国证券交易委员会努力为公众提供比以往更加准确的资产负债表。我们虽承认有些进步，但似乎仍没有充分的理由去要求公用事业债券和铁路债券进行资产价值或股票权益检测。

当然，有时候，或者在特殊情况下，当有理由怀疑盈利记录能否有效估量公司未来是否有能力偿还债券利息时，我们也不反对将股票权益检测（基于账面数据）运用于铁路和公用事业债务，以此作为附加保障。若此检测得以运用，则可以看到，债务与股本加盈余的最大比率为60%/40%，从比率上看，这比收益需高于1.75倍利息费用的最小盈利比率更为严格。因此，如果允许债券债务达到资产价值的75%，或者是股本加盈余金额的三倍，这两项指标会更加一致。

债券发行所对应的实际价值保障的重要性

我们反对资产价值标准的主要依据是，作为债券安全指标的固定资产的账面价值非常不可靠，这是不争的事实。而另一方面，我们确信，远高于长期债务的持续经营价值不仅重要，而且对于确保固定价值投资的稳健性是必不可少的。在按照标准价格购买任何企业债券之前，无论是铁路公司、电话公司或者是百货商店，投资者都必须确信这家企业的价值大于它所欠的债。从这个角度看，债券购买者所持态度应该和借款给他人购买房产或者钻戒一样，但重要的区别在于，投资者通常必须考虑企业的实体价值，而非独立资产的价值。

持续经营价值和盈利能力

“企业的价值”通常完全取决于其盈利能力，这便解释了收益表现的内在意义。盈利能力不仅可以揭示公司支付利息费用的能力，而且可以评估公司的持续经营价值超过所发行债券本金的程度。正是这一原因导致大多数投资者在选择债券时，将盈利记录视为唯一不可或缺的统计或定量检测标准。其余所有常用标准不是定性标准就是主观标准（例如涉及对管理、发展前景的个人看法等）。

虽然希望尽可能简化债券安全度的检测，但仅使用超过利息费用的收益余额这一指标，似乎面临过分简单化的危险。检测期间的收益可能不具有代表性，因为收益可能来自暂时有利或不利的条件，又或是因为以这一方法计算的收益不能反映真实收入。上述情况尤其会发生在工业公司身上。与铁路公司和公用事业公司相比，工业公司更易受到个别行业盛衰的影响，所受的会计监督也较弱。

以股票市值衡量股东权益——补充测试

因此，我们认为，工业债券有必要利用其他盈利检测的数量指标，来反映高于债券债务的持续经营价值边际。为估计资产超过负债的安全边际我们能够提供的最好指标是股票资本的市场价值与债券债务总额的比率。当然，由于股票报价容易受到极端和毫无意义的变量影响，所以将股票的市场价格作为指标基础会受到强烈反对。但是，人们普遍认为，尽管股票市场价格有其不完善之处，但相比资产负债表的数据或者一般的价值评估(126)，它能更好地反映一个企业的持续经营价值。

需要注意的是，我们建议使用股票价格，只是为了确定发行债券的背后是否有大量股权支撑这个特定的目的。这绝不等于说价格总是能够准确衡量公允价值或内在价值。我们建议把市场价格检测看成衡量现有价值的一个粗略指标或者线索，并且只把它当作能更好地审查盈利记录(127)的一个补充测试，不过是重要的补充。

在极端条件下，市场价格检测的效用是毋庸置疑的。相当于债券总额若干倍的股权市场价值，能够为发行债券(128)提供安全保障。相反，一个市场价值非常小的股权会使得债券的安全性受到强烈质疑。股权市场价值的确定，以及与债券债务总额的对比，已成为债券分析里普遍认同的特征，它以前被载于债券发售通告中（当表现令人满意时）。我们建议将此检测作为债券选择过程中的标准步骤，特别是针

对工业债券；并且规定检测的下限标准，作为评估债券安全度的辅助定量检测。

股票权益测试的最低准则

通常来说股票价值与债券债务的最低比率是多少？碍于股票价格的大幅变化和个别公司表现存在变数，根据实际经验来回答这个问题很难令人满意。尽管有些随意，但理论上设定铁路公司和公用事业公司股票应赚取其价格的百分比约是它们债券利率的1.5倍；而工业股盈利应是其债券利率的两倍。这些假定将产生如下关于最小利息保障倍数与股票－债券价值比率的算术关系(129)。

表11-1是一家公用事业公司，一家铁路公司和一家工业公司截至1938年12月31日的财务表现综览。表11-2中的数据普遍支持上述关系。

表11-1　利息保障倍数与股票－价值比率间的一般关系范例　　（单位：美元）

项目	北美公司	联合太平洋铁路公司	联合饼干公司 (United Biscuit Co. of America)
截至...	1938年12月31日	1938年12月31日	1938年12月31日
息前利润	37 663 000	32 964 000	1 327 000
利息费用	22 554 000[a]	14 263 000	297 000
盈利倍数	1.67倍	2.31倍	4.47倍
可用于支付股息的收益	15 109 000	18 701 000	1 030 000
优先股股息	1 819 000	3 982 000	77 000
归属于普通股股东的净利润	13 290 000	14 719 000	953 000
每股收益	1.55	6.62	7.08
1934—1938年每股平均收益	1.53	6.82	2.00
债券债务	438 000 000[b]	355 000 000	6 150 000
优先股市场价值	606 000股，56/股—34 000 000	995 000股，83/股—83 000 000	11 400股，118/股—1 345 000
普通股市场价值	8 571 000股，23/股—187 000 000	2 220 000股，98/股—218 000 000	459 000股，16.5/股—7 570 000
股票总市值	221 000 000	301 000 000	8 915 000
股票与债券比率	0.51/1	0.85/1	1.45/1

注：a．包括子公司优先股和要求（见第13章）。

表11-2　最低保障倍数与股票－债券价值比率的算术关系

公司类型	固定费用所获的最低保障倍数（平均利息保障倍数）	股票价值与债券债务最小比率（股票-价值比率）
公用事业公司	1.75	1美元股票/2美元债券
铁路公司	2	1美元股票/1.50美元债券
工业公司	3	1美元股票/1美元债券

收益债券等同于股权

在第9章我们曾指出，收益债券的利息不是固定费用，不需要计入总费用中来计算偿付率。同样，此类债券的本金数额也不计入用来与股权相比较的债券总额中。不仅如此，次级收益债券（期限长的）与优先股性质十分接近，以至于该类债券的市场价值可适当视为股权的一部分（或视为“收益债券和股权”），其优先级次于固定利息债券，并为固定利息债券提供保障。

案例

科罗拉多燃料与钢铁公司（Colorado Fuel and Iron General）的第一抵押权债券，利率为5%，1943年到期，1939年6月30日的价格为103.5美元，收益率为3.90%。

（单位：美元）

未偿金额		4 483 000
1939年6月30日的收益债券与股权：		
11 035 000美元，利率5%的收益债券，1970年到期	45美元/股	4 966 000
564 000股普通股	12.5美元/股	7 050 000
315 000股认股权证	4.25美元/股	1 339 000
总权益		13 355 000

在这个例子中，如果收益债券是固定利息的，则次级留置权实际上就是收益债券，因此，从专业角度看，利率5%的第一抵押权债券是完全不同的。这在公司1936年重组以前的情况中清晰可见。在以前的结构中，5%的第一抵押权债券的要求权排在大量固定利息债券之后，而固定利息债券（包括它们到期）的相关规定促使公司在1933年被接管，此后利率5%的第一抵押权债券售价降至30美元。

股票－价值比率异常高的含义

正如我们前面所暗示的，如果股票－价值比率总是与利息保障相均衡，我们没有理由同时采用两项检测，因为通过一项检测，另一项也必然通过。然而，当股票－价值比率与利息保障指标显著不同时，我们必须思考其含义。我们先假设盈利状况欠佳，但股票－价值比率显著高于我们的最低标准。

案例

参考第9章的费尔班克斯－莫尔斯公司，1938年公司的市场价格最低的时候，其股票－价值比率超过2:1（股票的市场价值大约为12 000 000美元，债券约为5 600 000美元），想必投资者对此印象深刻。这一靓丽的数据能很好地消除连续10年来平均利息保障倍数过低所带来的疑虑。

股票－价值比率低于常规水平的含义。相反的情况是利息保障令人满意，但股票－价值比率显著低于常规标准。

这里用两个形成鲜明对照的例子帮助读者理解，一个处于经济不景气时期，一个处于经济复苏的高峰期。

案例

美国内陆钢铁公司（Inland Steel）利率为4.5%，1978年到期的债券，1932年9月的售价为82美元，收益率为5.6%。表11-3中是内陆钢铁公司债券与克鲁斯博尔钢铁公司（Crucible Steel）利率为5%，1940年到期的债券进行比较。

表11-3　两只债券的数据对比　　（单位：美元）

项目	内陆钢铁公司债券，利率4.5%，1978年到期，1981年价格82美元，收益率5.6%	克鲁斯博尔钢铁公司，利率5%，1940年到期，价格60美元，收益率13.4%
年利息费用	1 890 000	675 000
支付利息前收益：		
1932年（上半年）	496 000（亏损）	1 348 000（亏损）
1931年	3 126 000	1 339 000（亏损）
1930年	7 793 000	4 542 000
1929年	13 042 000	8 364 000
1928年	10 569 000	5 849 000
1927年	7 482 000	5 844 000
1926年	7 851 000	6 787 000
6.5年平均值	7 595 000	4 400 000
利息保障倍数	4.6倍[a]	7.1倍[a]
债券债务	42 000 000	13 500 000
股票价值：		
优先股		250 000股，30/股=7 500 000
普通股	1 200 000股，20/股=24 000 000	450 000股，17/股=7 650 000
股票价值总额	24 000 000	15 100 000
股票－价值比率	0.57/1	1.12/1

注：a．期内对长期债务的变动做出调整。

可见内陆钢铁公司的债券符合我们的盈利检测（基于6.5年的均值），但不符合我们的股票－价值比率检测。大部分投资者会认为，在当时内陆钢铁公司债券是稳健并且有吸引力的投资，因为：（1）内陆钢铁公司是最优秀的钢铁公司之一，在经济不景气之前有着良好的业绩。（2）1932年的盈利和股票价格数据均显示异常，以至于不能作为判断债券安全程度的指标。实际上，公司盈利随后恢复，且该债券在1936年被溢价赎回，这都证明了这一观点是正确的。

但是这个依据的不足之处在于，实际上，它需要对未来进行确定的假设，而这不能作为评判购买债券合理性的依据。（注意：在1932年的市场条件下，内陆钢铁公司利率为4.5%的债券确实以82美元的价格被纳入可投资类别。）比较内陆钢铁公司和克鲁斯博尔钢铁公司的债券表现能够清楚发现：无论是利息保障还是股票－价值比率，克鲁斯博尔钢铁公司都好于内陆钢铁公司，而且克鲁斯博尔钢铁公司的股票－价值比率几乎是内陆钢铁公司的两倍。内陆钢铁4.5%债券的购买者将不得不假设1932年的证券市场环境只是暂时的（购买任何证券都必不可少的一条假设），并且还需要假设（1）内陆钢铁公司股票价格过低；（2）克鲁斯博尔钢铁公司股票价格过高。因为除非内陆钢铁公司股票价格过低，否则购买其债券是不安全的。同时，除非克鲁斯博尔钢铁公司股价过高，否则购买价格相对更低的克鲁斯博尔钢铁公司债券将是更好的建议。不过将这个假设直接用来做债券投资似乎太过复杂而且难以预测。

作为一般投资规则，债券投资是不需要建立在普通股价格过低这一假设之上的，因为如果投资者对于股票价值的判断正确，那么他购买股票肯定比购买债券收益更大，但如果他对股票价值的判断错误，他便会因为购买了错误的债券而承担巨大风险。

事实上，内陆钢铁公司债券后来的回报率约为20个百分点，这不但没有推翻我们的推理，更肯定了这个逻辑。同时，其普通股的价格上涨了四倍，而克鲁斯博尔钢铁公司利率5%的债券的价格也从60美元涨到102美元。这里再一次提及我们掌握的原则：债券投资是一门无预期结果的艺术。这个讨论并非试图暗示购买内陆钢铁公司利率4.5%债券是不明智的投资（事实恰恰相反），而是希望指出即使对数据进行合乎逻辑的检测，也不能完全凭此决定购买哪种债券，更何况还有其他投资可供选择。

案例

我们再引用另一个相反的例子来进一步支持我们的观点——布鲁克林－曼哈顿铁路公司债券，利率4.5%，1966年到期，1937年1月的价格为104，到期收益率为4.27%。根据铁路债券最低标准，布鲁克林－曼哈顿铁路公司债券的平均利息保障倍数刚刚达标。然而，即使是总体市场行情很高的时候，股票－价值比率仍显示，每一美元债券对应的股票价值不到40美分，这实际上意味着，根据我们关于债务总额与股票权益的最低准则，布鲁克林－曼哈顿铁路公司股票的市场前景并不乐观。建议债券投资者将这次辅助测试不达标作为一个参考，选择投资其他利率4.5%的债券（同年12月，该股票价格跌至44美元）。

股票市场对布鲁克林－曼哈顿铁路公司前景的估值，说明股票权益检测不单是衡量债券安全性的一个附加定量指标，很大程度上也是一个定性指标。股票权益检测的第三个作用是对公布的盈利数据的准确性提出有根据的怀疑。深究布鲁克林－曼哈顿铁路公司提供的招股说明书可以发现，在给证券持有人的公告上，折旧和摊销费用与所得

税纳税申报出入很大。根据较为保守的折旧计提计算方法，利息保障则会降到我们建议的最低标准之下。

铁路公司和公用事业公司的股票－价值比率

工业企业的股票－价值比率容易计算，但铁路和公用事业企业的计算相对复杂。除了资产负债表显示的债券债务外，还需要考虑等同于债务的租赁债务和优先于母公司债券的子公司优先股。这加大了对铁路公司和公用事业公司债券使用股票－价值比率测试的难度。但是我们坚信，谨慎的投资者应如同对待工业公司债券一样，对铁路公司和公用事业公司债券使用股票－价值比率检测。正如在下一章我们将会介绍的，股票－价值比率检测能够有效防止投资者在1935—1937年以高价误购许多铁路公司债券。同时，我们会在下一章介绍，当资产负债表的信息披露不完整时，如何采取固定费用资本化程序对总债务进行恰当估计。

不为反映动态市场环境而调整股票－价值检测标准

由此产生的问题是：为反映变化的市场环境，股票－价值比率检测标准应为多少？当市场环境景气的时期，相应债券的股票市场价值应更高些，这个预期似乎是合理的，也应有此需求。如果对于工业公司而言，1美元股票对应1美元债券是正常标准，那么股价上涨时的2美元股票对应1美元债券，以及股价远低于其内在价值时的0.5美元股票对应1美元债券，应该也是合理的吧？答案是否定的，原因有两个：

- 第一，这假设债券投资者自己能识别过高或过低的股票价格，这个假设对债券投资者来说太过恭维。

- 第二，要求投资者在市场过热时特别谨慎，而在市场萧条时充满信心，这是一个完美的建议，但并非凡人能及。债券投资者都是普通人，不能期望他们能够完全避免对牛市的狂热以及对熊市的恐慌。

因此，我们并不建议投资者在价格高企时调高股票－价值比率，这一做法不切实际。（但是如果债券投资者个人确信股价已涨到极其危险的高位，他应果断坚持一个高于我们最低比率的股票权益保障。）我们同样也不建议在熊市时采取相反的策略，主要原因是即使身处经济萧条的大环境(130)，只要投资者肯努力寻找，总能找到符合所有正常检测标准的投资项目。表11-4是固定价值投资的最低定量指标建议表，供投资者参考。

表11-4　固定价值投资的最低定量指标建议表

1. 债务人规模：	
市：人口	10 000
公用事业公司：总收入	2 000 000 美元
铁路公司：总收入	3 000 000 美元
工业公司：总收入	5 000 000 美元
2. 利息保障倍数：	
公用事业债券：（7 年平均值）	1.75 倍
铁路公司债券：（7 年平均值）	2 倍
工业公司债券：（7 年平均值）	3 倍
房地产公司债券：（可靠估计）	2 倍
3. 资产价值：	
房地产公司债券：资产的公允价值（基于无泡沫时期市场的实际售价）必须比债券发行总额高出 50%。	
投资信托债券：类似的比率，采用资产的市场价值。	
4. 股票的市场价值	
公用事业公司	债券债务的 50%
铁路公司	债券债务的 66.67%
工业公司	债券债务的 100%

12

铁路与公用事业债券分析中的特殊因素

分析铁路公司债券

挑选铁路公司债券是一个极其复杂的过程。提交给州际商务委员会的铁路公司运营报告中汇集了大量的数据，这些数据与铁路公司的财务以及实物资产状况有关，为我们提供了进行详细分析的材料。真正深入研究铁路公司报告需着重关注以下项目，包括：

1．财务状况：

a．营业收入的组成与变化趋势。

b．维护费用与毛利润比率。

c．运输费用的相对额度与变化趋势。

d．“其他收入项”的状况。

e．利息和其他扣减项目的支付以及相对增长。

2．实物资产状况：

a．地理位置。

b．双轨和三轨路段的数量。

c．钢轨的重量。

d．道砟的材料性质。

e．自有设备的数量与容量。

3．营运状况：

a．运输密集度与状况。

b．平均运程与平均承载率。

c．列车载重量。

d．燃料成本。

e．货运与客运里程的经营成本。

f．单位设备的维护费用。

除了上述这些影响整个铁路公司的项目以外，也可以对正在审议中的抵押留置权所涉及的里程(131)进行专门研究。

选择高等级债券无须繁复的技术分析

实际上，那些购买铁路公司债券的大型金融机构投资部善于做这类综合分析。不管怎样，这类分析不仅明显超出个人投资者的能力，而且在我们看来与高等级债券投资的本质也不符。至少相对而言，选择收入回报有限的固定价值证券进行投资操作起来相对简单。投资者必须通过定量检测确保企业收益充分高于利息费用，并且企业的现有价值也超过其负债。另外，投资者还必须自行判断企业的状况能否保证经营上的不断成功，或者更准确地讲，企业未来经营失败的可能性是否微乎其微。

这类检测和判断不需要极其繁复的分析技术。如果投资者在选择铁路债券投资时必须考虑如良好的列车载重变化趋势、合理的铁路交通布局等这类因素的话，他需要具备的洞察能力以及投资技能与他所获回报完全不匹配，即固定收入回报只有2.75%~4.5%。那么他应该选择更好的投资，就是去购买美国政府债券，虽然收益稍低，但无疑是十分安全的，又或者把钱交给一家大型储蓄银行，依靠银行庞大的专业统计工作人员来帮助他进行投资。

推荐采用的分析程序

丰富的可供研究的数据使得铁路债券分析与复杂的分析过程相联系，但我们认为这并不符合逻辑。事实上，大多数可获得的数据并没有仔细分析的必要，分析它们并不一定有利于债券的选择。我们的建议是，购买高等级铁路债券的人只需将定量分析限定在检测固定费用保障（并且关注盈利趋势以及维修费用是否充足）和股权规模这两项上。如果投资者希望更加谨慎的话，可以提高这两项检测的最低标准，而不是使用年度报告中种类繁多的其他指标来扩大统计测试范围。

更明确地说，有些时候，这类复杂的分析对于那些投机铁路债券或者股票的人的确有用处，可以作为投机者判断未来趋势的辅助手段。但那些主要依靠推测未来的投资理论与固定价值投资的现有理论背道而驰，因为那些适合采用推测判断的地方必须在逻辑上有着投资获利的可能，判断正确则获得回报，判断错误则受到相应的惩罚。

铁路公司收益分析的技术方面

对铁路公司债券进行利息保障检测涉及一些需要注意的技术问题。铁路公司有着各种不同种类的固定费用，这些固定费用等同于债

券利息类债务，并且应与这些利息一同纳入债券安全边际的计算中。也有一些特定的扣减项目既具有固定费用的性质，又具有营业费用（operating expenses）的性质。此外，把获得的诸如债券利息类收入记入“其他收入”的贷项，可在一定程度上抵消利息的支出，至少可以用来和其他铁路债券做比较。下面我们列出了铁路财务报表中具有上述性质的比较重要的项目。

1．债券利息以及类似费用。

a．长期和短期债务利息。

b．租赁铁路线的租金。

c．共用设备的租金（借方净额）。

2．介于固定费用和营业费用之间的扣减项。

a．设备租金（借方净额）[(132)]。

b．其余杂项租金和扣减项目。

3．可部分抵减债券利息的贷项（按可靠性大小排序）。

a．债券利息收入；租赁铁路线路的租金；公用设备租金（贷方净额）。

b．设备租金（贷方净额）；股息收入。

c．杂项非营业收入。

固定费用保障的计算方法

如何以最科学的方法使这类固定费用获得最佳公式化表述，人们众说纷纭。但只需铭记，债券投资者不是想要精准的数字，而是想得到合理的准确度，这个问题便可以得到简化。毕竟研究的数据只代表过去，它仅有的价值是为投资者提供对于未来趋势的一点建议和线索。因此，对计算精度的细微改良没有多大益处。

我们建议，有关铁路公司债券方面的利息保障检测应满足双重检测，并且制定每个检测的最低限度。建议的计算方法如下：

检测A．固定费用保障倍数：

$$\text{固定费用} = \text{毛利润} - \text{净利润}$$

$$\text{固定费用保障倍数} = \frac{\text{毛利润}}{\text{毛利润} - \text{净利润}}$$

注意：“毛利润”是“扣除租金后的净利润”加上“其他收入”。“净利润”是可用于支付股息的收益。[(133)]

检测B．净扣减费用保障倍数：

$$\text{净扣减费用} = \text{铁路公司营运收入} - \text{净利润}$$

$$\text{净扣减费用保障倍数} = \frac{\text{铁路公司营运收入}}{\text{铁路公司营运收入} - \text{净利润}}$$

注意：“铁路营运收入”等同于“税后净收入”，即总收入减营业费用及税费。

在运用这两项检测时，有必要使用更严格的一项，这在检测中不难辨别。辨别规则如下：如果毛利润超过税后净收入，采用固定费用检测（检测A）。如果税后净收入超过毛利润，采用净扣减费用检测（检测B）。表12-1的例子中展示了如何使用这两类可供选择的检测。

表12-1　铁路公司债券的安全度测算（1931年）　　（单位：千美元）

项目	切萨皮克－俄亥俄铁路公司	芝加哥大西部铁路公司	北太平洋铁路公司
1. 营业总收入	119 552	20 108	62 312
2. 税后净收入（铁路公司营运收益）	35 417	4 988	3 403
3. 设备和共用设备租金	88 记入借方	2 417 记入借方	3 398 记入借方
4. 扣减租金后净收入（铁路公司净营运收入）	35 329	2 571	6 801
5. 其他收益	2 269	196	16 853
6. 毛利润	37 598	2 767	23 654
7. 利息和其他固定费用	10 902	1 866	14 752
8. 可用于支付股息的收益（净利润）	26 696	901	8 902

切萨皮克－俄亥俄铁路公司，1931年

毛利润超过税后净收入。因此采用固定费用检测（检测A）。

$$\text{固定费用保障} = \frac{(6)}{(6)-(8)} = \frac{37\,598}{10\,902} = 3.45 \text{ 倍}$$

芝加哥大西部铁路公司，1931年

税后净收入超过毛利润。因此采用净扣减费用检测（检测B）。

$$\text{净扣减费用保障} = \frac{(2)}{(2)-(8)} = \frac{4\,988}{4\,087} = 1.22 \text{ 倍}$$

北太平洋铁路公司，1931年

毛利润超过税后净收入。因此采用固定费用检测（检测A）。

$$\text{固定费用保障} = \frac{23\,654}{14\,752} = 1.60 \text{ 倍}$$

上述检测的说明

1．切萨皮克－俄亥俄铁路公司的检测结果具有典型性，两项检测的结果均得出同样的结论，债券表现出较高的安全度。

2．芝加哥大西部铁路公司这类事例通常会采用检测A，但检测A并不能充分反映公司负担的巨额租金费用。而检测B能反映出这个影响，所以我们建议投资者考虑后一个能反映这一不利影响的结果。

3．北太平洋铁路公司的情况相反。公司的其他收益项与债券利息相比异常高，因此在大多数年份里，净扣减费用表现为贷方余额。在这种情况下投资者应遵循检测A的结果，将检测B作为公司实力的次要指标。

宾夕法尼亚铁路公司（Pennsylvania Railroad）的报告提供了一个特别的例子，报告里大额的其他收益项中，较大部分是可直接抵减固定费用的。这类其他收入项中包括由母公司拥有的其他公司证券所获得的利息和担保股息，因此，这些收益项在后面又以应付利息和应付租金的形式出现。1938年这类抵减项目金额总计大约30 298 074美元。它们应从公司报表中以适当方式全部剔除，因为将这些纳入表内会降低固定费用检测的保障倍数，如表12-2所示。

表12-2　固定费用检测与净扣减费用检测

1938年	固定费用检测		净扣减费用检测
	原始报告	修正报告	
毛利润	93 559 000美元	63 261 000美元	税后净收入 66 112 000美元
固定费用	82 513 000美元	52 215 000美元	净扣减费用 55 066 000美元
保障倍数	1.13倍	1.21倍	1.20倍
保障倍数，10年平均值	1.42倍	1.67倍[a]	1.68倍

注：a．修正的金额估计值基于1932年以前年份。

在这个例子中，与未修正数据的固定费用检测相比，净扣减费用检测提供的结果更为可靠。想要做出谨慎分析，应将报表数据根据可获得的具体情况做上述修正。

维修支出与固定费用保障的关系

在铁路公司的会计处理中有两个重要项在一定程度上是由管理层主观臆断决定的，因此每年都会对这两项进行相应处理来制造有利或不利于业绩的假象。第一项是维修费用账户。如果花费在铁路和设备维修上的金额过小，以资产损坏为代价来增加净利润，那么呈报的扣除固定费用后的余额，就不能有效反映公司在审查期间的盈利能力。债券投资者需要很好地审查维修支出比率（即铁路和车辆维修与总收入的百分比）来确保比率不会低于标准。但遗憾的是由于运营商之间存在差异，维修比率的标准难以确定。1931年以前运营商呈报的维修费用普遍约为总营运收入的33%，这无疑可以作为标准，任何大幅度的偏离都值得专门研究(134)。然而，自1930年开始，随着总营业收入大幅度缩减，维修费用比率也有稍许下降，结果，维修费用支出金额被削减近一半。（这令人有些意外，一般认为以美元计的铁路维修支出不会因为运输量的下降而缩减，但1933—1937年与1926—1930年相比，铁路维修支出削减了51%，而设备维修支出削减了39%。）

另一方面，随着更有效率的维修方法和更耐用的材料的广泛使用(135)，维修技术的进步毋庸置疑。目前的普遍条件下，铁路公司资产维修支出比1931年以前大大缩减，但具体该减少多少我们难以说明。因此，大约占1933—1937年（所有一级铁路公司所示）已缩减总收入30.5%的平均维修比率是否能消除债券投资者对维修支出不足的疑虑，仍然很难确定。而我们则倾向于认为这个比率偏低(136)，用稍高一点的比率（比如32%）作为投资者的标准或许会更好。

如果这个意见被采纳，意味着考虑一家铁路公司债券时，该公司用于维修的支出低于总收入的32%，投资者将：（1）做更深入的研究以确信这个稍低的比率是足够的；或者（2）调整所呈报的盈利满足假定的32%维修比率，但会因此相应减少盈利保障。如果调整后的盈利保

障符合标准，则可以假定维修费用或许有不足，但并不是削减债券安全度的重要因素。

特别股息收益

获得的股息是另一个值得审查的重要项目。当铁路公司拥有子公司时，很可能不定期地将公司累计收益以特别股息的形式派发给母公司。这类交易会夸大母公司在获取子公司特别股息[(137)]那年的真实盈利能力。

过多的维修费用和子公司未分配收益

铁路公司报告中有时也会披露相反的情况，即过多的维修费用或者是子公司当期大量收益未派发给母公司。这类会计处理会使接受审查的铁路公司的实际盈利能力被低估。这类问题对于股票价值分析有相当大的影响，但债券投资者只需将其作为次要因素考虑。一般而言，债券投资者不应因这类问题而推翻原本裁定的不安全债券，但投资者应认识到，由于这类问题的存在，在不考虑它们的情况下[(138)]就足够安全的债券更具吸引力。

低价铁路公司债券的分析

研究那些价格上具有投机性的铁路公司债券，除了考虑上述因素外，还有诸多因素需要考虑。按照章节安排，对这个问题的思考应推迟到后面关于投机性优先债券的章节中加以论述。但是，为了保持对铁路公司债券分析的连贯性，在此加以论述似乎更合适。许多债券购买者对投资债券的分析比我们建议得更为深入，他们更为细致的分析营运、运输和财务统计数据，并以此为导向，在所有合格债券中进行挑选。

对铁路公司债券更为透彻的研究可归为两大类：

（1）整个铁路公司的表现和前景；

（2）个别债券的状况。

除了上面罗列的基本要点外，这一部分会先讨论诸如运输特色和营运效率等问题。

运输特色。随着时代的进步，上一代投资者的观点必须改变。以前，铁路公司的重点放在运输多样化以及运费较高的一类所占的比例——例如，杂项货运和大量的铁路零担货运。近期的发展证明这种旧观点不合理。铁路运输中费用较高的类别容易受到来自货车的竞争，一些提供“上等货物”运输的铁路自1929年开始已大幅衰落。另一个极端是我们发现，为数不多的能持续盈利的运营商已主要集中在东部的烟煤铁路线——切萨皮克－俄亥俄，诺福克－西方，弗吉尼亚州和（集中程度较低的）马里兰州西部，这些公司都专注于低费率货运这个单一类别，这也使得它们能够在非常经济时期(139)持续经营。

相比之下，无烟煤运营商则经历着令人沮丧的艰难时期，原因是燃油的竞争导致无烟煤使用量大幅下滑。如表12-3所示，1923—1938年，无烟煤和烟煤运输商的相对地位完全改变，因此证券投资者不要认为现在或者过去的表现能够保证未来的表现。（这条告诫或许也适用于烟煤运输公司，可以想象到它们的兴旺也可能变成如同无烟煤运输公司般衰败。烟煤行业的持续低迷与烟煤运输商的兴隆昌盛形成鲜明对比，这可作为对未来趋势的重要参考。）

表12-3　1923—1927年和1934—1938年烟煤与无烟煤运输商的财务数据
（单位：千美元）

	1923—1927 年	1934—1938 年
波卡洪塔斯烟煤运输商[a]：		
总营运收入	1 334 162	1 097 739
铁路净营运收益	330 036	381 364
净利润（可用于支付股息的收益）	250 465	315 053
无烟煤运输商[b]：		
总营运收入	2 393 777	1 374 607
铁路净营运收益	401 784	195 975
净利润（可用于支付股息的收益）	289 608	18 615（亏损）

注：a. 包括弗吉尼亚州铁路；切萨皮克－俄亥俄铁路；诺福克－西方铁路。

b. 包括新泽西中央铁路（Central Railroad of New Jersey）；特拉华湾－哈德逊铁路（Delaware and Hudson）；特拉华－拉克万纳－西部铁路（Delaware, Lackawanna and Western）；伊利铁路；利哈伊铁路；雷丁铁路（Reading）。

载货汽车的竞争使得铁路轻型运输流失，而汽车和公共汽车的竞争使得铁路客运量下降，铁路行业已变得比以往更加依靠重型运输，如煤、铁和钢、其他矿物、石头、沙子等。铁路运输的繁荣比以往更加依赖资本货物行业的发展。因此，随着平均运输量明显缩减，现存运输量的不确定性逐年加剧，铁路运输行业正面临不利境况。

或许，要获取铁路运输行业和个别铁路线的具体运输情况并不难。但是将这些信息运用于未来，据此去挑选特定的债券或股票，却不是一个简单的过程(140)。试假定铁路运输发展近况已充分反映在经营业绩和股票价格上。投资者能否进一步深入并形成可靠的判断，确定哪些业务类别是由于竞争对手而蒙受更大损失，哪些又是相比之下的幸存者，而哪些甚至复苏或恢复盈利？毫无疑问，投机者的职责是对这类问题下结论，但我们必须质疑这些事实和含义是否足以作为投资判断的根据。所以，必须重申我们的观点，购买铁路债券进行投资的主要动机应依据充足的安全度，且要得到证实，并且只能作为对铁路运输未来发展预期的警示。

营运效率。衡量营运效率一般考虑如下几项：经营比率、运输比率、列车平均载重量与载货量、平均每日行车里程、空里程与总里程比率、机车每英里的燃料消耗量。

经营比率是所有营业费用（不含税）与总收入的比率。运输比率只适用于那些列为“运输支出”的费用。我们认为比上述两项更有用的指标是除去维修费用，但包括税收的全部营业费用与总收入的比率，它可称为“其他经营支出比率”。将维修费用剔除是因为人们认为它更多是代表管理层的主观意愿而不是管理效率。当然，也需要充分考虑一些铁路运营商由于收入原因而降低维修标准——如烟煤运输公司。一些研究试图确定一条铁路线实际部件的维修花费是便宜还是昂贵，但在这类研究上很难得出可靠结论。

其他项目不言自明。较高的列车平均载重量和载货量，较高的每日行车里程，较低的无载货里程，较低的燃油耗费，全都是明显的要求。然而，事实上，它们已充分反映在运输比率上，因此我们必须警惕同样的问题被重申两次，这会削减这些数据的有效性。另一个悬而未决的问题是，如果铁路公司在上述几方面表现欠佳，也并不代表这样的投资机会缺乏吸引力，但需证实这些不利因素已充分反映在公司的股票价格上——因为公司表现低于行业标准，所以它可能在未来更易出现改善。

这些意见也适用于两个中间因素——运输密度（每英里铁路所载的吨英里）（ton-miles carried per mile of road）和每吨运输的平均距离，这些数据涉及运输业特性，但它们的影响大部分呈现在经营比率上。

特定证券。只要铁路公司备有充足的利润来保持偿债能力，该公司的所有债券几乎可看作一个整体，并且固定价值证券和其他证券在价值上的差别相对较小。但如此小的差别构成的威胁已足够巨大，因此我们的注意力转向：（1）用以担保债券的里程质量。（2）留置权

的受偿顺序。研究“优先债券”和“部分留置权”具体状况的必要性已在第6章末节中加以强调。这类研究中“货运密度表”(141)具有极大价值，但必须指出，普通分析师不易取得这些图表数据。资不抵债的铁路公司通常需要将适用于各种不同抵押留置权的盈利与支出分开，以确定每只证券对公司盈利能力的贡献。在重组计划中(142)，此类数据通常是基于对公司证券的处理。

在附录注释66中我们分析了1939年12月31日有关芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司（Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company）的一些证券，用来说明适用于投机性铁路债券的证券分析方法，这个注释中有三个早期的铁路公司的分析例子。可以说，这类分析以及前面论述的整个方法不仅适用于投机性债券，也同样适用于铁路公司股票。

分析公用事业债券

1926—1929年，公用事业证券很受欢迎，导致这类融资规模骤增。但随着数量的增长，证券质量标准以及发行公司使用的推介方法明显倒退。一些投资银行，其中不乏声誉卓著的，在它们的证券发售通函中采用完全站不住脚的方法进行包装，以使所发行的证券看起来比实际情况更安全。在这些不良方法中，最重要的有：

（1）将“公用事业”的名称运用在工业企业上；

（2）采用优先扣除法计算盈利保障；

（3）计算支付债券利息的净利润时忽略折旧。

1．滥用“公用事业”名称

究竟哪类是公用事业企业，对此可能会存在一些争议。严格来说，公用事业企业是指为公众提供必要服务的企业，须遵守专营权条款，并且通常受政府的管控。（虽然事实上蒸汽铁路公司属于公用事业企业，但出于便利和习惯将其列为一个单独类别。）从投资角度看，公用事业公司最重要的特性是稳定。首先，根据其定义，它是向大部分公众提供必要服务的（并且通常是独家经营）；其次，按照合法权利赚取的报酬率足以为投入的资本提供一个合理的回报。

必须牢记这个稳定是相对的而不是绝对的，因为企业基本面的转变无法避免，市场盛衰也难以预料。20年前，电车公司在公用事业领域位列前茅，但在近些年遭到来自当地其他运输工具的激烈竞争，以至于在大部分地区不能以提高收费的方式来为投入的资本提供合理收益。而且，在1918—1920年的战乱通胀时期，因为劳动力和原材料成本上升，加之在按比例提高费率的申请上受到阻碍和延误，照明和电力类公司的发展受到重挫。这些发展上的困难一时间对受追捧的公用事业公司投资造成不利影响，但随着燃气、电力、供水和电话公司的总盈利和净盈利的强力增长，这些公司的证券迅速重获热捧。

根据纽约州法律规定，储蓄银行的公用事业投资被限制在燃气、电力和电话这三类业务公司。我们前面说过（见第182页），这个投资类别可扩大范围至那些为大型社区供水的公司。

伪公用事业债券。在公用事业债券公开发行的鼎盛时期，公用事业这个受热捧的标签被投资银行用来促销大量债券，而这些债券中真正属于公用事业的只有一部分，这类债券可称为“伪公用事业债券”。那些卖冰块、经营出租车或者拥有冷藏室的工厂突然都与公用事业相联系，从而可以用债券融资，并大部分用于资产投资，这些债券以公用事业证券的形式卖给投资者。大多数情况下，以这类方式融资的企业制冰或冷藏室业务与燃气、电力、电话等小型业务兼营，以此来混淆或误导投资者所投资证券的真实本质。这类混合经营形式失

败的典型范例是许多年前的城市服务公司（Cities Service Company），它将真正大型的公用事业网络与同等大规模的石油生产、炼油和营销相结合。

天然气。1929年大萧条以前，天然气从石油工业的一个分支突然转变为“国家的主要公用事业之一”。截至当时，天然气主要作为工业燃料和生产汽油以及炭黑的原材料。随着管道建设改进，天然气能长距离运输至市中心，这使它能取代大量的人造燃气。证券承办人和投资银行迅速利用这个受欢迎的、新鲜的“公用事业”名号成功将大量天然气债券推向投资者来进行融资。例如，制冰厂费尽心思地将天然气开发与小部分真正的公用事业结合。大多数情况下，大量的天然气输送给制造业，而且天然气业务具有燃料业经营的风险(143)，用公用事业投资来伪装这些债券加以销售是对公众信任的滥用。

上面的论述应该可以清楚地说明，市场上存在公用事业公司和“伪公用事业公司”，由于有人以公用事业这一流行标签加以营销，所以投资者将不能获得理应有的稳定收益。必须说明的是，投资者应回避这些电力或电话服务与工业业务混合经营的公司，因为归根结底，这类混合经营公司是企图鱼目混珠。(144)

2．采用优先扣除法计算利息保障

我们前面已经指出（见第197~199页）将优先费用（prior charges）偿付后计算利息保障的弊端。这种具有欺骗性的计算方法现在似乎已被弃用，但投资者需警惕它被重新采纳。而且如我们在第15章所指出的，将投资优先股所获盈利以每股多少美元来公示，这种未考虑优先利息费用的做法仍在继续，其本质上与采用优先扣减法计算利息保障相同。

3．计算利息保障时忽略折旧费用

过去，债券发行通函中在计算利息保障时往往没有先扣除折旧计提，且没有提供令人满意的理由。折旧计提是公用事业公司营运支出中非常实际而且必不可少的部分。那些典型的成熟型公司，每年的折旧计提中很大一部分确实会被用来更新破旧或者报废的设备，因此，不能认为折旧计提只是簿记的概念而不重视。在何种情况下该计提多少折旧费用才合适方面一定会存在意见上的分歧；但只要对陈旧的重要设备适度关注，典型的控股公司很少会计提过多的折旧，而事实上，它们更可能低估真正的折旧费用(145)。

笔者认为，在适用于债券利息的盈利报表中轻率的省略折旧费用无异于歪曲事实。(146)一个误导投资者的例子就是城市电力和照明服务公司（Cities Service Power and Light Company）1924年发行的利率为6%，1944年到期的债券。在这个实例中，契约规定的折旧和维修最小费用总额远低于各营运子公司实际支出和保留的总额。在债券募集说明书里是以盈利扣除折旧后列账，但折旧计提率是“担保这类债券的契约里假设的一个比率”，用通俗的话说就是，计算债券安全度时，实际折旧费用被远远低估。(147)这类融资事例将在下面深入论述。

推荐的分析程序

我们强烈建议有意购买公用事业债券的投资者在接受报表中列示的利息保障之前，应确保一个标准的折旧费用已从盈利中扣除。根据许多这类公司的报告，折旧计提金额低于毛利润的10%便可能存在折旧计提不足的嫌疑。实际上，保守的投资观点认为合理的折旧最少为毛利润的12%。当然，折旧实际上归为资产账户的百分比，而不是收入。不过，投资和总收入之间存在相当稳定的关系（大约4美元资产对1美元收入），所以参考总收入便于判断折旧计提是否充足。

例子说明：要严格检查证券发售通函。以下真实的例子以比较极端的方式说明以往发行公用事业债券时银行发售通函中使用的手法。

公用事业服务公司（Utilities Service Company）的可转换信用债券，利率6.5%，1938年到期，1928年的价格为99.5美元，收益率6.55%。发售通函中所提供的数据概述如下：

发行总额 ..... 3 000 000 美元
业务 ..... 经营 20 家电话公司和 4 家制冰公司。
资产价值 ..... 扣除折旧后为 12 500 000 美元，等同于扣除优先债务后，面值 1 000 美元的债券对应 1 650 美元资产。

盈利	**截至 1928 年 5 月 31 日**
总收入	3 361 000 美元
扣除折旧前的净盈利	969 000 美元
优先扣除项	441 000 美元
信用债券利息收益余额	528 000 美元
信用债券利息	195 000 美元
收息收益余额	333 000 美元

"上述余额等于债券利息的 2.71 倍。"

对本发售通函的批评。

1．该公司的业务是公用事业（电话）和工业业务（制冰）相结合，但公司的债券融资规模远远超过纯粹的公用事业企业所能承受的规模，总债务达到资产估值的84%。以上数据并未说明制冰业务的毛利润和净利润占比，因此必须假设比例相当大。(148)

2．在损益表中省略折旧费用误导投资者几乎等同欺诈。电话公司计提的折旧占总收入的比重很大。在美国电话电报公司的例子中，这一比例平均约为15%(149)，而且公用事业服务公司的主要子公司利马电话公司（Lima Telephone Company）有着同样的实际扣减比例。如果折旧占总收入的15%，扣除的金额应是500 000美元，则可用来支付债

券利息的盈利所剩无几。换句话说，信用债券利息没有上面所述的2.71倍利息保障，而是因大量赤字不能赚取利息费用。

经营制冰业务的公司计提的折旧低于总收入的15%，但这个优势却由于工业业务类债券需要更高的安全度而被抵消掉。而且，如果接受12 500 000美元的资产估值净额，那么在任何情况下年度折旧扣减费用不应少于4%，或者说500 000美元。

3．发售通函中采用优先扣减法计算利息保障，意味着信用债券较优先留置权享有更高保障。（债券的利息保障倍数为2.71倍，优先权益的保障倍数是2.20倍。）

设定一个较低的折旧费用，即每年300 000美元，并且适当扣除利息，该债券提供的数据重述如下：

总收入	3 361 000 美元
扣除折旧前的净收入	969 000 美元
折旧费用（估计）	300 000 美元
息前利润	669 000 美元
总利息费用	636 000 美元
可用于支付股息的收益	33 000 美元
利息保障倍数	1.05 倍

4．前面说的每1 000美元债券对应1 650美元的资产价值是采用类似具有误导性的方法计算的。债券债务总额是10 500 000美元，对应的资产估值是12 500 000美元，因此每1 000美元的总债务对应的资产估值是1 190美元。(150)

另一个例子：城市电力和照明服务公司发行的担保债券，利率为6%，1944年到期，价格96美元，收益率6.35%。如果对该公司1926年4月的债券发售通函进行类似的严格检查，也会有所启示。公司1925年的大部分盈利数据如下所示：

总收入，包括其他收入	49 662 000 美元
扣除营运支出和税收后的净收入	19 096 000 美元
减：	
固定费用和子公司优先股股息	10 102 000 美元
折旧（“按担保这类债券的契约上的假设比率算”）	1 574 000 美元
少数股东权益	209 000 美元
城市电力和照明服务公司债券利息的收益余额	7 211 000 美元
债券利息	1 466 000 美元

“这个例子中可用于支付利息费用的收益是价值1 466 250美元的A债券利息的4.9倍，也是城市电力和照明服务公司价值1 736 250美元的未支付长期债务利息的4.1倍。”

这份发售通函里有两方面内容具有误导性：第一，采用优先扣减法计算所发售债券的盈利保障。第二，在人为决定且不充分的基础上计算折旧。对该债券在纽约证券交易所上市提交的申请进行研究发现，截至1925年6月30日，营运子公司的重置拨款数额为5 214 000美元，几乎4倍于契约中随意定下的比率。为符合折旧的实际情况，以及以恰当的方法确定利息保障，对所提供的债券发售通函做出如下修改：

总收入	49 662 000 美元
扣除少数股东权益后的收入	18 887 000 美元
截至 1925 年 6 月 30 日的折旧费用	5 214 000 美元
用以支付固定费用的余额	13 673 000 美元
利息和子公司优先股股息	10 102 000 美元
母公司利息费用	1 736 000 美元
固定费用总额	11 838 000 美元
母公司股息收益余额	1 835 000 美元
固定费用保障倍数	1.16 倍

这与债券发售通函中的4.1倍或4.9倍利息保障确实有很大差异。

计算利息保障时扣除联邦税

联邦所得税是根据支付利息后的剩余利润来课税的，因此可用以支付利息的收入未扣除联邦所得税的数据。在给股东的公司报表中这一顺序通常是相反的，并且大多情况下没有列示税费金额。但分析债券数据时，没有必要加回实际的或者估计的联邦税费来修正损益表，原因是作此修正的结果对于债券的投资资格影响甚微。而且，即使出现错误，如低估，在选择投资债券时也绝不会因此产生异议。总体上，分析师应避免采取不必要的复杂计算或调整来寻找投资结论。

在债券发售通函中，为了尽可能最好地展示数据，用以支付利息的收益通常未扣除联邦税。除了公用事业控股公司的债券发售通函个案，这样做都不会遭到反对。这些公用事业债券的优先级通常次于子公司优先股，而且支付这类股息前，必须计算和扣除联邦税。因此，像城市电力和照明服务公司在1927年11月发行的利率为5.5%信用债券的发售通函中，可用于支付控股公司债券利息的收益未扣除系统的联邦税费，我们完全有理由对此提出反对。

13

债券分析中的其他特殊因素

“母公司收益”与合并收益

公用事业控股公司的债券发售通函和年度报告往往是以合并报表的形式公布公司的盈利情况。例如，从营运子公司的总收入开始公布，然后依次是营业费用、折旧、固定费用和子公司优先股股息，一直到母公司利息收益余额，最后是归属于普通股股东的净利润。通常也会列出母公司损益表，首先列出母公司收到的营运子公司股息，而没有向公众公布营运子公司支付的利息和优先股股息。母公司的损益表中列出的利息保障是优先扣减法的范例，因此母公司损益表中的债券数据通常比合并报表中的更靓丽。投资者可以不在意母公司数据，但应坚持要求一份完备的合并损益表。

案例

表13-1中标准燃气和电力系统（Standard Gas and Electric System）的例子会说明这一点。

表13-1　标准燃气和电力系统（1931年）　　（单位：美元）

项目	母公司	合并业绩
总收入	16 790 000	159 070 000
用以支付固定费用余额	16 514 000	57 190 000
固定费用	4 739 000	42 226 000
用以支付母公司股息余额	11 775 000	14 964 000
固定费用保障	3.48 倍	1.36 倍

母公司没有以股息方式获取子公司的全部收益，但由于采用优先扣减法，即使是更小的收益，只要以母公司业绩为测算基准，也会比以合并报表为基准得出更高的母公司债券利息保障指标。

子公司优先股股息

事实上，控股公司集团中主要营运子公司的优先股在优先级上高于母公司债券，因为母公司债券利息主要来源于子公司普通股支付的股息。因此，通常将子公司优先股股息记入公用事业控股集团的固定费用。换句话说，这些固定费用由以下项目构成，按优先级排序：

1．子公司债券利息；

2．子公司优先股股息；

3．母公司债券利息。

这个排序假定所有子公司在集团中的相对重要性大致相同。当某个子公司没有盈利时，可中断派发优先股股息，甚至是债券利息，但同时其他子公司的盈利可支持母公司继续派发其自身的利息和股息。在这种有些特殊的情况下，没有盈利的子公司的费用级别低于母公司证券。这点将在第17章最后部分进行讨论。

固定费用应适当包括租赁资产的年度租金，这租金等同于债券利息或者担保股息。大部分控股公司报告都采用这种方法，如新泽西公

共服务公司（Public Service Corporation of New Jersey）。

重要营运子公司的优先股股东对集团盈利有固定且强制性的要求权，实际上，他们拥有和母公司债券持有人一样的权利。但是如果母公司破产，则优先股股东不再拥有与债券持有人同等重要的地位，因为他们不能强制要求营运子公司继续支付优先股股息。

案例

纽约水务公司（New York Water Service Corporation）的优先股可作为一个范例。该公司是联邦供水服务公司（Federal Water Service Corporation）的营运子公司，联邦供水服务公司又是三用公司（Tri-Utilities Corporation）的子公司。纽约水务公司优先股股息和联邦供水服务公司优先股股息被记入三用公司的固定费用。当三用公司因无力偿还债券利息在1931年8月被接管时，尽管两家子公司还在盈利，而且纽约水务公司的收益较上年还有所提高，但它们均立刻停止派发优先股股息。

子公司普通股中少数股东权益

在损益表中，通常先扣减母公司债券利息，再扣减用以支付少数股东权益股息的盈利，因此这类常用计算方法不会降低公司债券的安全度。但我们认为，在计算利息保障之前扣减少数股东权益更可取。精确的计算要求按比例扣减股息，但这涉及不必要的烦琐计算。大多数情况下，当少数股东权益较小时，不同计算方法造成的差异变得无足轻重。当少数股东权益相当大的时候，分析结果显示采用常用计算

方法将得到比用严格精确计算方法稍高的安全度。我们采用的方法尽管略有误差，但却是谨慎投资者的首选。(151)

关于铁路公司和公用事业公司的“固定费用资本化”

在前面的章节中我们指出了对铁路公司和公用事业公司在股票对债务比率上达到公平的估计存在的困难。不仅债券可以代表债务，保证（分红）股票、年度租赁债务，以及营运子公司非担保优先股也是有效债务。在计算利息保障时，这些项目可通过采用固定费用这个综合数据来兼顾，而不是仅仅使用债券利息。公用事业公司的合并资产负债表中对这些债务的本金都有非常清楚的列示；但铁路公司并非如此，主要是因为它的租赁债务可能不会反映在资产负债表中。

因此，我们建议在计算铁路公司“真实”或“有效”的债务时，可让固定费用乘以一个适当的数字，如22。这相当于将固定费用以4.5%的假设比率进行资本化——换句话说，是假设真实债务为某个数字，年度固定费用是该数字的4.5 %。（4.5%这个数字反映了1938年铁路公司总体债务的当期实际利息率）。(152)

方法示范。我们已介绍铁路公司的收益保障比率适用于净扣减项或者固定费用（如前面的定义）这两者中的较大者。同样，这两项中的较大者应被作为计算铁路公司“有效债务”本金的基础。表13-2和表13-3说明了采用的方法。

案例

表13-2　纽约－纽黑文－哈特福德铁路公司　　（单位：美元）

A. 净扣减项（1932 年）	18 511 000
B. 固定费用（1932 年）	17 403 000
按 4.5% 资本化净扣减项	408 000 000
（资产负债表中列示的长期债务——258 000 000）	
优先股：490 000 股，50 美元 / 股（1933 年 7 月）	24 500 000
普通股：1 570 000 股，22 美元 / 股（1933 年 7 月）	34 500 000
股票总市值	59 000 000
股票 / 债券比率——1/6~1/9	
净扣减项保障倍数，1932 年	0.93 倍
净扣减保障，7 年平均值	1.57 倍

表13-3　切萨皮克 - 俄亥俄铁路公司　　（单位：美元）

A. 净扣减项（1932 年）	9 870 000
B. 固定费用（1932 年）	10 760 000
按 4.5% 资本化固定费用	239 000 000
资产负债表中列示的债券债务	222 000 000
普通股：7 650 000 股，38 美元 / 股（1933 年 7 月）	291 000 000
股票 / 债券比率——1/0.82（即 1 美元股票对应 82 美分债券）	
固定费用保障，1932 年	3.21 倍
固定费用保障，7 年平均值	3.80 倍

对上述内容的总结。纽黑文铁路公司的“有效债务”是根据净扣减项计算的（净扣减项大于固定费用，因为其借方包括了大量的设备租金等金额）。这里的有效债务远远超过资产负债表中的债务。在1933年7月出售的优先股和普通股总额低于真实债务的1/6，显然，当时的债券没有对应足够的股权。如果公司前景乐观，则投资者有充分的理由去购买普通股以期望获得较大的资本增值，但是利率6%、售价92美元的债券没有这个可能，因此没有合理的分析支持购买这个债券。

另一方面，切萨皮克 - 俄亥俄铁路公司提供的股票价值比例提供了一个令人满意的收益保障比率。如果投资者看好该铁路公司的前景，那么他就有理由购买该公司债券（例如，利率为4.5%售价为92.5美元的替续及增进债券），因为对它们进行的两项定量检测结果均令人满意。

工业债券分析中的营运资本因素

之前已经解释过，公司报表中的固定资产对于评定债券的稳健程度通常没有太大作用。但是几乎所有工业企业的财务实力都取决于其流动资产状况，因此，有意购买债券的人应该对此密切关注。诚然，那些符合严格测试标准的工业债券几乎都拥有令人满意的营运资本，但是为了防范例外情况，单独的检测仍然是可取的。

流动资产（又称为“流动”、“速动”或者“营运”资产）包括现金、可出售证券、应收账款和商品库存。(153)这些项目要么直接等同于现金，要么预期在日常业务中通过出售或者回收来变现。为了有效开展业务，工业企业必须拥有高于流动负债的大量流动资产——流动负债是指短期内应付的所有债务。流动资产超过流动负债的部分被称为营运资本，或者净流动资产。

关于营运资本方面的三个必备条件。在检测流动资产状况时，工业债券投资者应满足以下三个条件，即：

1．现金持有充裕；

2．流动资产/流动负债的比率较高；

3．营运资本/长期负债的比例适中。

为这三个条件中的任何一个制定明确的最低标准都是不可行的，主要原因是不同类型企业的营运资本标准差异很大。一般认为，流动资产应至少两倍于流动负债，低于这个比率就需要进一步调查研究。我们对普通工业企业提出一条额外的标准要求，即营运资本至少等于债券债务数额。这个标准固然有些主观，而且有时候显得过于严格。但列于第161页的事例很有趣，1932年，每个在市场中维持投资级别的工业债券，该企业的营运资本都超过了债券总额。(154)

与对工业企业流动资产状况的重视相比，对铁路公司的营运资本的关注程度较低，而公用事业公司的营运资本状况更是没人关注。原因有两方面。铁路公司和公用事业公司都不存在生产融资问题，也没有商品存货或者向客户提供大额信贷等问题。而且，这些公司习惯于定期筹集新资本以进行扩张，在这一过程中如若现金减少，它们会及时补充账户内现金。这类发展兴旺的公司容易获得新的融资，即使流动债务超过流动资产也不会被视为有严重的问题。我们近期发现，铁路公司为应对紧急情况有持有大量现金的需求，而债券投资者也应该选择那些维持着良好营运资本状况的公用事业公司债券。

14

优先股理论

毋庸置疑，优先股这类典型证券并不是一种具有吸引力的投资契约形式。一方面，优先股的本金价值和收益回报都有限；另一方面，持有人对本金以及收益的支付不具有固定强制执行的要求权。可以说优先股是债权人身份（债券）的约束和合伙人身份（普通股）的风险相结合。尽管优先股存在这些理论上的异议，但它已发展成为我们融资计划的重要部分，并且成功受到美国投资者的欢迎。1939年，大约有420只不同的优先股在纽约证券交易所上市，当时普通股约为830只。在1929年上市的优先股价值市值超过85亿美元，大约相当于上市公司债券市值的一半。(155)

市场的裁决

在随后的市场崩盘当中，这些股票价格大幅缩水，1937—1938年股市再次经历一轮小幅下挫。表14-1中的数据对比说明了一个有趣的情况。

表14-1　基于纽约证券交易所所有上市证券的平均价格　　（单位：美元）

证券类别	高价格 1929 年	低价格 1932 年	高价格 1937 年	低价格 1938 年	1939 年 12 月 30 日价格
美国公司债券	95.33	52.68	90.89	65.82	74.60
优先股	84.99	25.38	75.15	46.50	61.55
普通股	89.94	10.59	43.29	20.44	30.16

这类数据说明，尽管债券和优先股都容易受到不利条件的影响，但优先股这个类别的跌幅无疑更大。一方面，优先股理论上就具有弱势，再加上表现不尽如人意；另一方面，优先股广泛流行，为投资者所欢迎，两者之间无疑形成反差。为了确定优先股作为一种实用的投资方式所具有的真正价值，有必要对其进行深入分析。

优先股与债券的根本区别

优先股与债券的根本区别在于优先股股息的分派是由董事酌情决定的，而债券利息的支付是强制性的。只要分派普通股股息就必须分派优先股股息，但是因为董事有权在任何时候暂缓分派普通股股息，所以优先股股东的收益权实际上是不确定的。然而，如果公司盈利经常远远超过优先股股息的标准，分派股息通常是理所当然的，在这种情况下，对股息缺乏强制性的要求权似乎不那么重要。这就解释了那些品质上等同于稳健债券，售价也相当的高等级优先股为何在市场上的数量相对较少。

另一个极端的例子是公司无力支付债券利息和优先股股息。在这种情况下，债券持有人获得利息的合法权利并不能使公司支付利息，而是会导致公司破产。正如我们前面指出的，这类补偿的实际价值值得怀疑，而且在大多数情况下，可以公正地说，违约债券的地位不比那些没有债券发行在先的未支付股息的优先股好多少。

因此，在两个极端情况下，债券契约相较于优先股契约所拥有的优势并没有实际价值。这个事实使得很多投资者相信，按照一般规则，相较于优先股形式，债券形式并没有真正的优势。他们由此推理得出：“如果公司经营良好，它的优先股与债券一样好，如果公司经营失败，它的债券和优先股一样糟糕。”

酌情不分派股息的弊端

上述观点非常不准确，因为它没有考虑到广大的普通公司群体，即那些既不是绝对“好”，也不是绝对“差”的公司，但这些公司容易受到各方面变化和不确定因素的影响。假定董事们会尽可能分派优先股股息（只有到无法派发所发行债券的利息时才会停止分派股息），即使是中等公司，优先股股东的地位也不会远逊于债券持有人的地位。但事实并非如此，因为董事们经常在可派发股息的情况下行使酌情权拒绝派发优先股股息，理由只是认为不便或者不适宜。以牺牲优先股股东的现有收益来实现股东所谓的未来利益，被认为是一项已获批准的财务政策。换句话说，为应对未来紧急情况或者公司日后的扩张，将用以支付股息的现金留存于库。

即使承认这样做最终可能会有利于优先股股东，事实仍然是将优先股股东的收益置于风险之中，但这个问题不会出现在同样级别的债券上。如果这类风险非常高，优先股将自动丧失其作为固定价值投资的资格，因为固定价值投资的本质是必须具有可靠收益。更具体地说，股息减少或者暂停分派股息的风险都会使优先股的市场价值大幅波动。值得注意的是，在任何情况下，都应持续分派股息，“为了股东未来的利益”而停止分派，相应股票的报价势必下挫。这说明了什么才是真正的优先股股东的最佳利益，投资市场并不赞同董事们的想法。

利益冲突

几乎每位投资者都愿意获得持续收益，哪怕公司的业务前景存在风险。投资者考虑自己的个人利益，即不惜任何代价获取持续收益；同时也愿意认同稳健的公司策略，即公司为了日后发展而暂停分派股息，但这两者之间有明显分歧，存在逻辑上的矛盾。就此而言，优先股股东和普通股股东利益上的冲突无疑是一个重要的问题。暂停派发优先股股息将明显有利于普通股。法律上要求董事们公平地代表所有

股东的利益，但实际上，由于董事通常由普通股股东选举产生，所以他们行事主要倾向于普通股股东的利益。董事们也逐渐习惯于考虑公司自身的利益，而不是公司所有者的利益（即股东的利益），而且他们经常支持的政策带有明显的目的，结果是以牺牲公司所有者的利益来壮大公司实力。这种矛盾的观点也许可以从公司董事与高薪管理层之间常见的密切关系里找到部分答案。(156)

优先股的契约形式通常存在真正的弊端

无论出于什么原因或理由，事实仍然是，在公司的状况不会严重到危及债券利息支付的情况下，优先股股东却要承担暂停分派股息的风险。这意味着优先股股东的协议形式通常存在真正的弊端。

案例

一个能说明此事实的鲜明例子是美国钢铁公司的优先股。该公司的优先股可能是世界上发行规模最大的优先股票，并且多年来一直是那些享有高投资评级优先股的典范。1931年，尽管大萧条仍在继续，但该优先股以高价出售，虽然收益率只有4.67%。而且，由于在过去30年里公司积累了大笔的盈利，改进了生产设备，扩大了营运资本，偿还了几乎所有债券的债务，使该公司的优先股被认为具有无可比拟的投资价值。但紧接着不久，仅仅一年的营业亏损就危及优先股股息的派发，导致该优先股的市场价格下挫近2/3，并且完全破坏了其作为投资首选的地位。该优先股次年的股息下降至每年2美元。

当然，这些灾难性的结果是由于公司在1932—1933年经受的前所未有的亏损造成的。但如果不是优先股的协议形式存在弊端，这些股票的持有人将没有理由会担心股息会被中止。换句话说，如果优先股持有者拥有对股息的固定要求权，而不是股息未定，他将对公司以庞大的资源承担起债务而充满信心。为了支持这一论点，现对美国内陆钢铁公司利率为4.5%的债券（之前已讨论）与美国钢铁公司优先股的市场反应作一个简单对比（见表14-2）。

表14-2　美国内陆钢铁公司的债券与美国钢铁公司优先股的市场反应对比

	美国钢铁公司优先股		美国内陆钢铁公司利率 4.5% 债券，1978 年到期	
时期	价格（美元）	收益率（%）	价格（美元）	收益率（%）
高价，1931 年	150	4.67	97.75	4.62
低价，1932 年	51.5	13.59	61	7.54
高价，1933 年 1 月	67	10.45	81	5.67

这两类证券经历了同样不利的市场环境，但美国钢铁公司优先股协议上的弊端使其失去了原有的投资地位，而美国内陆钢铁公司的债券能够基本保持不变（除了债券市场有一段短时期的极度低迷）。

投票权，一种潜在的保障，但通常无效

如果一旦暂停支付股息或者偿债基金，优先股股东立刻能行使有效的投票权对公司加以控制，就可大大削减优先股股东相比于债券持有人在契约上的弱势。我们在随后的章节中将指出，适当行使投票控制权这类保护性条款，可以作为债券和优先股最好的保障和补偿措施。这意味着，若能把保护性条款运用得恰到好处，债券持有人和优先股股东的实际地位不会存在显著差异。在我们看来，目前优先股的实际地位次于债券的大部分原因应归咎于暂停分派股息后，优先股股东不能及时获得投票控制权，或是不能很好地使用它。无论如何，我

们对优先股投资地位的分析必须基于这样一个不争的事实，那就是优先股的个人持有者不能依靠投票权来充分保护自己的权益。

收益和风险

回顾优先股在过去10年间的实际表现，其业绩不佳令人疑惑优先股是否应作为固定价值类投资。但相应的反驳会指出，即使在1932年市场最坏的时候，仍有少部分优先股维持着投资评级，而在1938年经济严重衰退时期，这类优先股的数量更大。此外，优先股的拥护者声称，在商业环境出现正常变动的情况下，优先股更高的收益率能弥补其相比于债券在安全度上的劣势。这一争论在市场繁荣的时候对投资者很有吸引力，投资者在那时能切实感到收益增加，而损失本金的风险甚微。然而在市场不景气的时候，投资者可能会转变情绪，只会考虑本金遭受的损失而忘记前几年较高的收益。

在这个问题上放宽视野，我们可回到前面有关不同安全程度的债券讨论，由此我们得出一个原则：风险和收益实际上是不能比较的。如果这个原则对债券有效，它对优先股也应有同等效力。这意味着，在发现某优先股存在损失本金的巨大风险时，仍期望这风险能够由极具吸引力的股息回报来补偿，不是以投资价格（如接近票面价格）购买优先股的理智做法。根据这一原则，只有投资者预计不存在停止支付股息风险的那些优先股才适合购买以作投资。

高等级优先股的标准

这类优先股必须达到什么样的标准？第一，它必须符合安全债券的所有最低标准。第二，它必须在一定程度上高于这类最低标准以抵消在股息支付上存在的酌情分派特性。例如，安全边际必须很高，以至于人们认为董事们宣布分派股息是理所当然的事。第三，对待公司

业务自身具有的内在稳定性的要求必须比投资债券时更严格，因为公司经营有时利润丰厚，有时暂时亏损，但就算公司平均盈利远高于年度标准，在它处于暂时亏损期间时，仍然很可能暂停分派优先股股息。

上述推理得出的结论与1932—1933年优先股的真实表现相一致。该结论是：并不是优先股必须被排除在投资类别外，而是将如此严苛的具体要求加诸于优先股使得符合条件的优先股相对较少。在表14-3中列出了那些在1932—1933年维持的价格使全年收益率不低于7%的，在纽约证券交易所上市的优先股，同时包括每只优先股安全度的定量数据。(157)

稳健类优先股仅是特例。表14-3中的优先股仅占1932年纽约证券交易所上市的优先股总数的5%。这个很小的比例证实了我们的论断，即稳健类优先股不是没有，而是非常少。说这类优先股稀少不仅是数值上的意义，更多在于理论观点。在表14-3中的每一个例子里，优先股几乎都能被债券取代，而不会对公司资本结构的稳定性造成重大影响。这意味着与拥有债券相比，拥有优质优先股并不能让公司获得重要优势。另一方面，所得税以及优先资本（senior capital）(158)的成本较高对公司极为不利。从另一个角度来说，稳健优先股对公司造成的负担必须很轻，这样相较于债券债务，公司才会更愿意接受这种形式。

表14-3　1932—1933年维持投资评级的上市优先股

公司名称	低价1932—1933年	股息（美元）	低价的收益率（%）	长期债务	所获优先股股息（以及固定费用）保障倍数1927—1931年		普通股最低市价与优先股和债券合并的比率（%）
					平均	最低	
通用电气（面值10美元）（累积）	10[a]	0.60	5.6	无	19.19	13.75	5.08
伊斯曼柯达（累积）	104[a]	6.00	5.7	有	51.81	36.25	12.30
杜邦控股公司（累积）	85	5.00	5.9	无	3.67	3.19	[b]
公共服务电力与燃气（累积）	83	5.00	6.0	是	2.58	2.02	[b]
美国烟草（非累积）	115	7.00	6.1	有	9.00	6.67	8.42
宾汽（第一优先股）（累积）	81	5.00	6.2	是	17.56[c]	15.35[c]	4.59
诺福克－西方铁路（非累积）	85	4.00	6.2	是	5.96	4.57	0.69
G·W·赫尔姆（非累积）	113[a]	7.00	6.2	有	8.12	7.67	2.61
美利坚烟草（累积）	95[a]	6.00	6.3	是	10.48[d]	7.26[d]	3.87[e]
英格索尔－兰德（累积）	94	6.00	6.4	有	39.59	专项	6.06
标准商标（累积）	110	7.00	6.4	有	8.00[f]	15.86	9.90
堪萨斯城电力利用（累积）	90[a]	6.00	6.6	无	2.92	1.99	[g]
奥的斯电梯（累积）	90	6.00	6.7	有	17.25	11.32	3.08
美国罐业（非累积）	90	6.00	6.7	有	8.46	7.98	2.55
纳贝斯克（累积）	101	7.00	6.9	有	11.31	9.37	4.76
纽约联合燃气有限公司（累积）	72[a]	5.00	6.9	无	2.92	2.70	0.70
利格特－迈尔斯烟草公司（累积）	100	7.00	7.0	是	7.06	6.20	2.09
布朗鞋业（累积）（偿债基金）	100	7.00	7.0	有	5.83	5.04	1.65
太平洋电话电报（累积）	85[a]	6.00	7.0	是	1.86	1.61	0.72
卡米产品交换公司（累积）	99[a]	7.00	7.0	是	6.90	5.73	2.18
乌银煤炭（面值1美元）（累积）	85	6.00	7.06	有	13.58	9.28	2.62

注：a．不计算。费城公司（Philadelphia Company）持有所有普通股。无市场流通。

b．不计算。新泽西州公共服务公司（Public Service Company of New Jersey）持有所有普通股。

c．截至6月30日的会计年度，包括1932年6月30日，平均值为14.75，最小值为6.34。

d．将应付给烟草制品公司（新泽西州）的年度租金2 500 000美元作为营业费用。将其作为固定费用后，平均值为6.33，最小值为4.52。

e．烟草制品公司（新泽西州）6.5%债券，2022年到期，有美利坚烟草公司的品牌租赁担保，不包含在美利坚烟草公司的长期债务中。将这项记入美利坚烟草公司的长期债务中，该公司的股票－价值比会是2.31:1 。

f．公司成立后2.5年的平均值。

g．不计算。美国大陆燃气和电力公司（Continental Gas and Electric Corporation）持有所有普通股。

因此，最终的结论是，优质优先股不仅稀少，而且在某种意义上，它们应被视为反常情况或者错误，因为它们是如同优质债券般的优先股。从投资立场来看，优先股形式缺乏基本的合理性，它不能使

发行者和持有者共赢。当发行公司酌情暂停分派股息而从中真正获益时，优先股持有者就不再是进行固定价值投资。与此相反，当这类优先股是高等级证券时，发行人便不能获益。

高等级优先股通常是成熟证券

我们注意到，工业类优先股在最初发行过后，几乎都要历经公司多年的蓬勃发展才能使其拥有高等级工业优先股的地位，这支持了上述结论。只有极少数优先股能够在当初发行时就符合高级投资评级的严格标准。因为当一家公司能够取得我们期待的靓丽业绩时，它通常宁愿发行小规模的债券来融资，因为这样可以制定较低的利率，并且能节省大量所得税。这并不适用于公用事业公司，原因可能与公司债券的“合法投资”地位有关，这类公司更愿意以股票形式进行一部分优先股融资。（所以表14-3中的5只优质公用事业优先股中有4只是近些年刚发行的。）但表14-3中工业公司优先股呈现出完全不同的状况：在过去20年里，15只工业公司优先股中只有1只是真正面向公众发售的，而且这只例外的优先股（宝洁公司股息率为5%的优先股）发售是以较低的股息率取代旧的优先股。通用电气公司发售优先股是因为股票－股息计划（a stock-dividend plan），而其余13只优先股发售于很久之前，公司多年来的蓬勃发展使其拥有了高级投资地位。

1935—1938年的优先股融资。需要进一步说明的是，我们认为优先股的形式缺乏内在逻辑，但投资银行家们对此并不赞同。近些年来，新的融资包括相当数量的优先股发行，其中大部分是特殊权利证券（如可转换证券等），而这不在我们目前的讨论范围内，也有一部分是普通的工业优先股——1935至1938年至少有8只这样的新优先股在纽约证券交易所上市[(159)]。这些优先股中只有1只不符合我们严格的安全检测，因此不应认为它们是不安全的。但在我们看来，这类优先股也同样能以债券形式发行，而且可能会更好。

优先股受欢迎的由来

在本次讨论开始时，我们提到优先股在美国公司融资计划中发挥的重要作用。但我们随后的分析说明这类固定价值投资的形式根本不稳健。如果这个结论是正确的，人们可能会问，那为何优先股的缺陷没能及早通过投资者们的现实经历获得具有说服力的证明。答案是过去15年间出现了典型的优先股股东比典型的债券持有人获益更大这一偶然情况，使优先股在此间大受欢迎。在这一时期之初，也就是世界大战前夕，大部分优先股是工业证券，不可否认其中的大部分具有投机性质，因为它们是以面值的大幅折扣进行出售。在战争期间以及随后至1922年，大型企业经历巨大的繁荣和增长，使得很多领先工业优先股的市场地位和市场价格均大幅提升。同时，在此期间，作为债券列表中的主要部分，铁路公司和公共运输公司债券普遍遭受市场不利因素的影响。作为投资者，在发现那些具有代表性的优先股的市场表现好于主流债券时，会得出一个看似合理却错误的结论：通常情况下，优先股在本质上与债券同等安全。

深入研究优先股显示其记录欠佳

更深入的研究发现，优先股之所以大受欢迎，是由于那一小部分杰出的老牌工业类优先股表现出色。在审查的后期，凭借这一股热潮，有更多新的工业类优先股发行，但它们表现欠佳。美国哈佛大学工商管理学院曾进行了一项研究，研究对象涵盖从1915年1月1日到1920年1月1日所有新发行的，且规模介于100 000美元到25 000 000美元之间的优先股（总计607只优先股）。研究结果显示，1923年1月1日可获得报价的537只优先股，其平均价格相对于期初发行价下跌了28.8%（从99美元下跌至70.5美元），以至于这些优先股购买者损失的

本金超过了他们获得的总收益。由这项研究可得出结论：优先股不适合作为固定价值投资的方式。[160]

最近的一项研究

美国密歇根大学的商业研究所最近发表了一篇调研报告，作者表达了截然不同的观点。[161]他对那些有债券发行在先（包括铁路公司债券和工业公司债券）的优先股进行了“检测”，“检测”结果清楚地显示出这种类型的优先股不是令人满意的投资方式。但是对没有债券发行在先的工业公司优先股进行的“检测”，使作者得出相反的结论。他在报告中声称，“这类优先股似乎能满足最严格的投资检测”，对这类优先股进行分散投资能“在提高本金安全度的同时，获得比工业公司债券和铁路公司债券更高的收益回报”。

投资优先股最好是购买没有债券发行在先的，而不是有债券发行在先的，这一投资结论无疑是稳健的，因为后者明显更易受到不利影响。但在我们看来，这份调研报告中使用的方法存在一定争议，这大大降低了报告中其他结论的实用价值。[162]然而，这项研究中的一个特色值得具体探讨。详尽的数据清楚显示，几乎每只优先股的稳定性都直接取决于普通股的价值增长。只有在普通股被认为投机有利可图的时候，优先股股东才能拥有令人满意的投资。只要任何普通股的市场价值跌至发行价以下，相应优先股也会同样下跌。

在这样的条件下进行投资显然是不明智的。这就好像：“硬币正面朝上，普通股股东获益；背面朝上，优先股股东亏损。”投资的基本原则之一，就是有限收益证券的安全度绝不能过度依赖于公司未来的利润增长。如果投资者相信公司利润会增长，他明显应该购买普通股来分享公司利润；而在通常情况下，如果他不能确定公司未来能否蓬勃发展，则不应该在缺乏资本增值作为补偿的条件下，将资本置于可能亏损的风险之中（用以购买优先股）。

15

优先股投资的选择技巧

我们有关优先股理论的讨论可以归结为一个实用结论，即优先股投资必须满足投资优质债券的所有标准，外加弥补其合约劣势的额外安全边际。所以在分析优先股时，我们之前介绍和建议的有关债券投资的标准同样适用。

建议采取更为严格的标准

为了实现更为严格的定量标准，需要提高前文针对不同类型债券规定的最低收益保障倍数。我们建议的标准如表15-1所示。

表15-1　最低平均收益保障倍数

企业类型	针对投资级债券	针对投资级优先股
公用事业	固定费用的 1.75 倍	固定费用与优先股股息总额的 2 倍
铁路	固定费用的 2 倍	固定费用与优先股股息总额的 2.5 倍
工业	固定费用的 3 倍	固定费用与优先股股息总额的 4 倍

伴随收益保障倍数的提高，股票－价值比率的标准也需相应增加。有人会指出，鉴于这并非首要的判断标准，没有必要改变具体的数值。但我们认为，根据处理的一致性要求，最低股票－价值比率标准应较之前有所提升，具体如表15-2所示。

表15-2　最低股票－价值比率

企业类型	最低股票－价值比率	
	针对投资级债券	针对投资级优先股
公用事业	2美元债券比1美元股票	1.5美元债券与优先股比1美元非优先股
铁路	1.5美元债券比1美元股票	1美元债券与优先股比1美元非优先股
工业	1美元债券比1美元股票	1美元债券与优先股比1.5美元非优先股

我们提到的安全边际比前文认为合适的标准要高出不少，有人可能会提出反对意见，认为我们采取的标准不合理，且过于严格。诚然，我们的这些标准将排除1931年之前发行的大部分优先股的投资资格，然而，这种审慎的做法对投资者是有益的。在未来，业务和财务情况的总体稳定性可能使投资者对优先股的最低收益保障倍数采取较为宽松的态度，但在这种稳定性未能维持较长时间的情况下，投资者必须对优先股投资保持极为谨慎和挑剔的态度。

第246页所列的优先股中，可以看出所有作为发行人的工业公司的股票－价值比率都超过1.6：1，平均收益保障倍数都超过5.6。(163)

存在长期负债并不能剥夺优先股的投资资格

是否只投资于那些发行人没有偿债义务的优先股，是一个值得思考的问题。毫无疑问，与拥有资产的第一抵押权要好于第二抵押权一样，发行人没有长期债务对于优先股是一种优势。所以，没有债券偿付义务在前的优先股比拥有长期债务的公司发行的优先股的表现更好就不足为奇了。这一事实非常明显，但是并不能由此推出所有存在债券偿付义务在前的优先股都不能作为安全投资的标的，正如不能说所有第二抵押权债券的质量都要次于第一抵押权债券一样。虽然公用事业公司发行的优先股要优于“没有债券”的工业公司发行的优先股，但如果遵循这一错误的原则，将使得前者（因为总是伴随着债券偿付义务）都被投资者排除在外。此外，在1932年这一特殊时期，大部分表现较好的优先股之前都存在长期债务偿付义务。(164)

如果只是因为存在少量债务，就否定那些极其安全的证券（如1933年通用电气公司发行的优先股），这一做法是相当荒谬的。通用电气的案例有力证明了，利用硬性且快速决策的定性判断规则进行投资选择是非常不明智的。在我们看来，投资者必须仔细考虑优先股是否存在债券偿付义务在前这一问题，从而采取更为谨慎的投资态度；但如果公司的表现非常优秀，其发行的优先股仍然可以被列为投资级。

建议在完全扣除的基础上进行计算

在计算有债券偿付义务在前的优先股的收益保障倍数时，一定要将债券利息和优先股股息相加。单独计算属于优先股的收益（单位为美元/股）的惯例同计算次级债券利息保障倍数时采用的提前扣除法极为类似，都是不正确的做法。如果公司优先股数额远远低于长期债务，则优先股的每股收益显示其股息的保障水平大幅高于债券利息。这一结论要么没有任何意义，要么表明该公司的优先股股息比债券利息更安全——这完全是无稽之谈。[(165)]（见第258页的案例。）

西宾夕法尼亚电力公司发行的A类股票实际上为第二优先股。在此案例中，通常所用的报表形式使得优先股股息看似比债券利息更安全，而且由于A类股票发行数量较少，也使第二优先股看起来比债券或第一优先股更安全。但正确的报表形式反映出其A类股票收益保障倍数是1.26，而非7.43——两个结果差异巨大。使用错误的方法计算收益保障倍数，可能在很大程度上导致A类股票1937年交易价格较高（108美元）。有趣的是，虽然A类股票在1932年曾经下跌至25美元，但后来它的价格一直比7%优先股更高。如此看来，投资者显然受到每股收益数值的误导，认为第二优先股比第一优先股更为安全。

案例

计算优先股收益保障倍数的正确和错误方法。

A. 科罗拉多燃料和钢铁公司（Colorado Fuel and Iron Company） 1929 年的数字

用于支付债券利息的收益	3 978 000 美元
利息费用	1 628 000 美元
优先股股息	160 000 美元
归属于普通股股东的净利润	2 190 000 美元

通常所用但错误的报表		正确的报表	
利息费用保障倍数	2.4 倍	利息费用保障倍数	2.4 倍
优先股股息保障倍数	14.7 倍	利息费用和优先股股息保障倍数	2.2 倍
优先股每股收益	117.50 美元		

注：之前单独阐述的优先股收益可能没有价值，或者有严重的误导性。

B. 华纳兄弟电影公司 截至 1937 年 8 月 28 日财务年度数字

用于支付债券利息的收益	10 760 000 美元
利息费用	4 574 000 美元
优先股股息	397 000 美元
归属于普通股股东的净利润	5 789 000 美元

通常所用但错误的报表		正确的报表	
利息费用保障倍数	2.35 倍	利息费用保障倍数	2.35 倍
优先股股息保障倍数	14.8 倍	利息费用和优先股股息保障倍数	2.1 倍
优先股每股收益	56.99 美元		

C. 西宾夕法尼亚电气公司 1937 年的数字

总收益	40 261 000 美元
扣除费用前净收益	13 604 000 美元
固定费用（包括子公司优先股股息）	8 113 000 美元
7% 和 6% 优先股的股息	2 267 000 美元
A 类股票股息（等级低于 6% 和 7% 优先股）	412 000 美元
归属 B 类股票股东和普通股股东的收益余额	2 812 000 美元

通常所用但错误的报表			正确的报表	
利息或股息保障倍数		每股收益	盈利保障倍数	
固定费用	1.68 倍		固定费用保障倍数	1.68 倍
6% 和 7% 优先股（合并）	2.42 倍	16.11 美元	费用和优先股股息保障倍数	1.31 倍
A 类股票	7.43 倍	54.79 美元	固定费用、优先股股息和 A 类股票股息保障倍数	1.26 倍

解释一个明显的矛盾。我们介绍的有关优先股股息保障倍数的原则会导致一个明显的矛盾，即较之公司债券持有人，优先股股东必须

要求更高的最低保障倍数。但在以上案例中，实际的优先股保障倍数却更小。因为对任何公司来讲，获得单一债券利息的安全边际明显要高于同时获得债券利息和优先股股息。这让投资者（和某些作者）产生了评价债券好坏的标准比评价优先股的标准更为严格的印象。但这一看法是完全错误的。(166)事实上，如果一家公司同时发行了债券和优先股，只有其债券安全性远高于标准水平时，其优先股才足够安全。相反，如果其债券安全性只是刚满足标准水平，则其优先股不能被认定为安全。表15-3中的两个例子可以更好地说明这一点。

表15-3　评价两家公司的优先股是否安全的数据

年份	利格特－梅尔烟草公司		联邦南方公司（Commonwealth & Southern Corp.）	
	利息费用保障倍数	利息费用和优先股股息保障倍数	利息费用保障倍数	利息费用和优先股股息保障倍数
1930	15.2	7.87	1.84	1.48
1929	13.9	7.23	1.84	1.55
1928	12.3	6.42	1.71	1.44
1927	11.9	6.20	1.62	1.37
1926	11.2	5.85	1.52	1.31
1925	9.8	5.14	1.42	1.28

利格特－梅尔烟草公司的优先股股息保障倍数（当然包括债券利息）大幅高于我们建议的4倍的最低标准，因而，单独的债券利息保障倍数也远高于3倍的最低要求。另一方面，1930年，联邦南方公司固定费用保障倍数刚好在建议的1.75倍的最低标准左右。这表明尽管其发行的各类债券可能都符合投资标准，但6%优先股必然不能成为投资标的，所以1930年以超过面值的价格购入其优先股显然是错误的投资决定。

“每股收益”公式的误导性。如果发行优先股之前没有发行债券，收益既可以表示为每股优先股收益多少美元，也可以表示为优先股股息的保障倍数。第二种形式显然更好，原因主要有两点：

- 其一，在没有发行债券时使用“每股收益”的公式，可能导致在发行债券时也使用同样的公式。证券分析师和聪明的投资者应该通过完全摒弃计算每股收益的方法，尽力避免使用这一表示优先股股息保障程度的误导性公式，这是相对重要的原因。
- 其二，需要注意的是每股收益的重要性受优先股市场价格的影响。与市价125美元的优先股相比，20美元的每股收益对市价80美元的优先股有更大的意义，因为前者每股收益与市价比仅为16%，而后者为25%。此外，对于面值低于100美元，或者没有面值且股息率较低的优先股，每股收益的数值失去了可供比较的价值，正如1931年克雷斯公司（S. H. Kress）6%（面值10美元）、每股收益18.60美元的优先股要远远优于其7%（面值100美元）、每股收益20美元的优先股。

股票－价值比率的计算。将该标准应用于优先股，在各方面都与收益保障倍数的标准类似。如果之前发行了债券，应将其同优先股加在一起与普通股的市场价值进行比较。在计算债券的保障水平时，优先股应作为股票权益的一部分加入计算；但在计算优先股的保障水平时，普通股作为非优先股票，是唯一的计算对象。如果第一优先股和第二优先股同时存在，计算第一优先股的保障水平时，应把第二优先股同普通股相加。

案例

宝洁公司优先股股票－价值比率的计算。

表15-4　优先股股票－价值比率的计算　　（单位：美元）

资本类型	面值	1932 年每股最低价（美元 / 股）	按 1932 年每股最低价计算的价值
债券	10 500 000		
8% 优先股（第一优先股）	2 250 000	140	3 150 000
5% 优先股（第二优先股）	17 156 000	81	13 900 000
普通股	6 140 000[a]	20	128 200 000

注：a．股份数量。

A．债券的股票－价值比率：$\frac{3\,150\,000+13\,900\,000+128\,200\,000}{10\,500\,000}=13.8:1$

B．第一优先股的股票－价值比率：$\frac{13\,900\,000+128\,200\,000}{10\,500\,000+3\,150\,000}=10.4:1$

C．第二优先股的股票－价值比率：$\frac{128\,200\,000}{10\,500\,000+3\,150\,000+13\,900\,000}=4.6:1$

我们应该用优先股的面值，还是市场价值，同普通股的市场价值进行比较呢？大多数情况下，两者之间没有太大的差距。但伴随无面值优先股发行数量的增加（此外有一些优先股的实际面值与规定的面值不同，比如岛溪煤炭公司［Island Creek Coal company］的优先股和雷明顿兰德公司［Remington Rand, Inc.］的第二优先股(167)），需要根据股息率计算相应的面值。由于上述情形的优先股以及那些市场价值偏离面值较远的优先股（比如诺福克－西方铁路公司1932年发行的4%优先股、伊斯曼柯达1939年发行的6%优先股）的存在，计算股票-价值比率时使用优先股的市场价值似乎是更好的选择。然而在其他情况下，考虑到便利性和前文讨论优先股时提到的异议，我们建议使用优先股的面值而非市场价值，来计算股票-价值比率。

非累积优先股

理论上讲，非累积优先股相比于累积优先股的劣势，类似于一般意义上优先股相比于债券的劣势。非累积优先股无法在未来获得前期留存股息的弱点，与优先股缺乏股息支付强制力的缺陷相匹配。非累积优先股的这一弱点对投资者明显是不公平的，因而几乎要承担所有风险的新证券购买者并不愿意购买非累积优先股，但很多年来新发行的直接优先股几乎都拥有可累积的特征。(168)非累积优先股一般是由于企业重组计划而发行的，此时，原有证券持有人不得不接受给予他们的任何类型的新证券。但近年来，企业重组发行的优先股也以累积优先股为主，虽然在某些情况下这一权利只有在一段时间后才能得以行使。以奥斯汀尼科尔斯公司（Austin Nichols and Company）面值5美元的优先股为例，该股票是在1930年的重组计划时发行的，但直到1934年才变为累积优先股。与之类似，1935年发行的全国百货公司（National Department Stores）优先股在1938年才最终变为累积优先股。

针对非累积条款的主要反对意见。反对非累积条款的一个重要理由是认为即使在收益情况较好的年份，这一条款也允许董事会留存股息，用以满足普通股股东的利益。经验表明，除非是宣告向普通股股东支付股息，否则非累积优先股的股息很少被支付；如果普通股股息支付无法继续，非累积优先股股息大多也会在不久之后停发。(169)

案例

圣路易斯－旧金山铁路公司是一个典型的案例。1916—1924年，虽然公司每年的收益几乎都足够支付优先股股息，但是却从未真正派发股息。直到公司普通股股息开始被支付，（旧）优先股股

东才开始收到股息。1931年，普通股股息支付中止，（新）优先股股息支付也在开始不满一年内，即告停止。

这种严重不公正的做法使得新泽西法院在美国铸铁管公司案中（United States Cast Iron Pipe Case）[(170)]做出判决：如果公司收益足以支付非累积优先股股息，但却未能实际支付，非累积优先股股东此时有权在普通股股东获得股息之前，要求公司派发未付优先股股息。这意味着在新泽西，非累积优先股股东被赋予针对公司收益足以支付的未付优先股股息可累积的请求权。然而美国最高法院却在沃巴什铁路公司案（Wabash Railway Case）[(171)]做出了相反的判决，指出虽然非累积优先股条款不利于股东，但既然优先股股东同意购买，实际上就等同于他们同意接受该类条款。这一判决从法理上看没有任何问题，但鉴于针对非累积条款的内部反对意见甚众（主要因为条款使董事拥有制定不公平政策的机会），很多州的立法机构仍然参照新泽西的判例，通过禁止发行完全非累积的优先股，要求公司至少在收益足以支付时可累计地支付优先股股息，从而使这一判例具有法律效应。此外，目前已有很多案例通过在协议条款中加入相关内容，也实现了这一结果。[(172)]

21只投资级优先股的特征

1932年在纽约证券交易所上市的440只优先股中，只有40只（9%）是非累积的。其中，29只的发行人为铁路公司或有轨电车公司，11只的发行人为工业公司。但是读者会奇怪地发现，1932年，持续以投资级价格交易的优先股只有21只，其中非累积优先股高达4只。这些投资级优先股的其他特性可总结如下（见第256页）：

1. 非累积优先股及有债券偿付义务在前的优先股在21只“优秀”优先股中所占比例都高于各自在纽约证券交易所上市优先股

中的比例。

2．工业优先股中，最具代表性的是鼻烟行业发行的优先股，共有3家公司。

3．其他特性：

a．只有1只优先股包含偿债基金条款；

b．1只优先股是第二优先股（宝洁公司）；

c．1只优先股面值仅1美元（岛溪煤炭公司）；

d．1只优先股可按1932—1933年最低市价附近的价格提前赎回（通用电气）。

形式、名称或法定权利事宜相对不重要。我们相信，由以上数据并不能总结推导出以下绝对性的结论：

（1）非累积优先股优于累积优先股；

（2）有债券偿付义务在前的优先股优于没有债券偿付义务在前的优先股；

（3）鼻烟行业公司的优先股是安全的投资标的。

这些出人意料的结论有力地证实了我们的基本论断，即形式、名称或法定权利相对而言并不重要，各独立发行人的业务表现才最为关键。如果某一优先股一直能够按时足额支付股息，则其未支付股息可累积与否其实就只是一个学术问题。同理，优先股次于债券的合同权利也不再有任何实际意义。在处于大萧条时期的1931年，由于美国烟草公司的收益超过其优先股股息的16倍，而且公司愿意以高达125美元的价格回购大部分优先股，使得可累积条款的缺少并未让优先股股东有任何担忧。当然，这仅仅是一个特例。作为实际投资策略的重要一

点，我们建议，无论非累积优先股表现得多么优异，投资者还是应只选择购买累积优先股，从而在经济形势发生意想不到的变化时，获得更好的保障。(173)

重要的并不是需要优先偿付的债券是否存在，而是其数额大小。需要注意的是，拥有需要优先偿付的债券的公司在我们的名单中数量相对较多，与证明是否存在优先债券相比，更重要的是优先债券的数额大小。以我们名单中的三家公司为例，由于这些公司历史悠久，因此其发行的债券仅仅是名义上的，它们中的一些实际是旧债务融资余下的较小的一部分。(174)

碰巧的是，我们名单中全部三只非累积工业优先股发行人都是鼻烟公司。这一事实很有趣，原因并不在于其证明了鼻烟公司卓越的投资属性，而是有力地提醒了投资者不能仅仅依靠个人对公司所处行业的认识判断某一证券的优劣势。在选择固定价值投资对象时，投资者需要关注的重点可能仅仅包括：过去较长时期内的优异表现、内在稳定性的有力证据以及不存在导致未来出现重大问题的具体原因。之前我们总结的其他特性（见第3点）同样有效地表明，表面形式以及较小的瑕疵不会对投资质量产生实质性影响。

16

收益债券和担保证券

I．收益债券

根据收益债券（有时也被称为调整债券）的合同说明，其地位介于普通债券和优先股之间。事实上，几乎所有收益债券都设定了一个具体的到期时间，因此债券持有人享有在固定时间无条件收回本金的权利。在这个意义上，收益债券持有人的地位与其他普通债券持有人的地位完全相同。然而需要注意的是，收益债券的存续期间往往较长，通过对典型案例进行研究发现，收回本金的权利在实践中并没有太大的意义。实际上，我们只发现了一个收益债券持有人在到期时全额收回本金的案例。(175)

利息支付有时完全是随意的

在利息支付问题上，一些收益债券与优先股非常类似，因为董事会在实践中完全拥有决定支付给债券持有人多少利息的自由裁量权。收益债券的常用条款一般会规定只有收益可支付利息时，利息才会被支付，但是许多债券合同允许董事会在计算收益是否“可支付”之前，留存任意比例的收益用于资本支出或是其他目的。比如，绿湾－西部铁路公司（Green Bay and Western Railroad Company）“B系列”收益信用债券在1922—1931年只支付了占约定总额6%的利息，虽然与此同时，公司收益达到了约定总额的近22%。近年来新发行债券的合同（比如科罗拉多燃料和钢铁公司1970年到期的5%收益债券）倾向

于限制以类似方法留存应属于收益债券持有人的收益的做法，却仍然为董事会预留了足够的操作空间。因此可以说，任何收益债券的投资等级都在直接优先股和普通债券之间波动。

收益债券整体投资等级较低

从协议上看，收益债券持有人的权利或多或少优于优先股，因而会有人认为同优先股相比，具有投资价值的收益债券为数更多。然而事实并非如此，我们只知道一只在任何时期内均具有投资价值的收益债券，即艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司发行的1995年到期的4%调整债券。(176)此时，理论与实践出现了矛盾，背后的原因主要在于收益债券的发行通常与公司重组相关，而该类公司的信用评级不会太高。因此，对收益债券而言，利息支付取决于收益的事实意味着该类公司收益有可能不足。对优先股来说，虽然股息也取决于收益，但却无法得出上述推论。因此，整体来讲，收益债券的投资状况是由其发行的环境，而非附带的法定权利决定的。用一个类比来说明：如果在英国，公司只要条件允许就尽量避免发行抵押债券，只有当其信用状况不佳，有必要对持有人予以保护时才发行抵押债券，那么我们会发现，一般而言，抵押债券的投资等级会明显低于信用债券。(177)

收益债券的数量可能增加

在未来，收益债券在投资品中所占比例将会高于优先股。1930—1933年的大萧条时期，大量公司重组的发生以及铁路公司业绩持续低迷，导致收益债券数量大幅增加，这些公司日后可能走出困境，使得其发行的收益债券进入投资级的行列，如同艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司1895年重组后的情况一样。至此我们还忽略了一点，即同优先股相比，收益债券为公司减轻了巨大的税收负担，并且不会造成重要的、需要弥补的缺陷。因此在未来，由于节税效应明显，某些大公司

可能会用收益债券取代现有的优先股，或者类似目前通过人为降低面值以减轻交易税的做法，将收益债券作为新的融资手段。未来，收益债券可能会大规模扩张，并成为固定收益的重要投资标的。(178)

收益债券安全边际的计算

研究分析收益债券的方法同优先股完全相同，虽然统计机构采用单独计算债券收益的方法，但投资者绝不能这样做。

我们在上一章中建议利用最低收益保障倍数计算优先股的安全边际，这一倍数在选择作为固定收益证券标的的收益债券时，仍然需要使用。

案例

通过对密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司（Missouri-Kansas-Texas Railroad Company）1930年损益表（表16-1）的分析，我们将展示如何处理那些发行调整债券的公司发行的优先证券。与此同时，通过分析可以看出两种计算铁路公司固定费用的方法（在第12章中有所讨论）如何被应用于收益债券和优先股的分析。

表16-1　密苏里-堪萨斯-得克萨斯铁路公司（1930年）　　（单位：千美元）

总收入	45 949
铁路运营收入（税后净收入）	13 353
总收入（扣除租金后净值，加其他收入）	12 009
固定费用（固定收益债券利息和其他应扣项目）	4 230
可用于支付调整债券利息的余额	7 779
调整债券利息	696
可用于支付股息的收益（净收入）	7 083
优先股股息	4 645
归属于普通股股东的净利润	2 438

税后净收入超过总收入，因此使用净扣除法进行计算。

净扣除 = 税后净收入 − 可用于支付调整债券利息的余额

= 13 353−7 779

			保障倍数
净扣除	=	5 574	$\frac{13\,353}{5\,574}$ =2.40
净扣除 − 调整债券利息	=	6 270	$\frac{13\,353}{6\,270}$ =2.14
净扣除 − 调整债券利息 + 优先股股息	=	10 915	$\frac{13\,353}{10\,915}$ =1.22

需要注意在计算固定利息债券的收益保障倍数时，总利息费用不包括收益债券或调整债券的利息。如此来看，收益债券的投资等级同优先股完全相同。另外还需要注意的是，统计部门公布的密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司收益达到5%调整债券的57.28%（即其利息保障倍数超过11倍）的数据是没有价值，或存在误导性的。

1931年初这些数字对投资者的意义。1930年，密苏里－堪萨斯－得克萨斯公司的收益略低于之前十年的均值，表面上大致反映了其正常的盈利能力。无论从哪个投资角度看，优先股的保障倍数都明显不足。使用更为保守的方法（净扣除法）计算的收益债券利息保障倍数要低于我们建议的2.5倍这一最低标准，因此该债券不属于投资级。固定收益债券利息保障倍数大幅高于我们建议的最低标准，说明其拥有较高的保障水平。

1931—1933年公司收益灾难性的下滑是难以预见或有效规避的。1932年，公司固定收益债券的市场价格大幅下跌；但由于公司拥有较为保守的债务结构，因此并没有像其他大多数铁路公司一样面临破产的困境。实际上，1932—1934年，尽管没有支付收益债券利息的义务，公司仍然予以了支付。

之后的进程对债券投资有实践意义，我们将予以说明。首先，表16-2应有启发性作用。

表16-2　1930—1938年密苏里－堪萨斯－得克萨斯公司固定收益债券数据

年份	用于支付利息的余额	净扣除收益保障倍数	一年内变动区间	
			4.5% 固定利息债券，1978 年	5% 调整债券
1930	11 999 000	2.40	92.5--101	86--108.5
1931	5 579 000	1.22	43.5--98	34--95
1932	4 268 000	1.01	36--70.75	13--60
1933	3 378 000	0.86	55--77.5	32.75--65
1934	2 093 000	0.65	63.125--83.75	29--62.5
1935	2 457 000	0.71	28.5--64	11.25--36.5
1936	4 773 000	1.09	52.5--83	30.75--74.75
1937	3 274 000	0.86	38--79.75	18.5--80
1938	1 120 000	0.49	25--45.75	10--24

可见1930年的收益事实上并不能反映密苏里－堪萨斯－得克萨斯公司未来正常的盈利能力。然而，对于在1931年购入其固定利息债券的个人投资者来讲，投资决策的失误不会带来很大的损失。因为即使公司收益和债券投资质量不断下降，投资者在未来6年里仍然有数次获利了结的机会。正如我们之后（第21章）会谈到的，拥有正确投资技巧的投资者会在情况发生变化时卖出所持有的债券。

1934年后，调整债券的利息只在1937年被支付。债券价格的变动范围是个有趣的现象，主要反映了债券投资者的注意程度不够。比如，1937年价格到达高点时，虽然公司整体收益保障水平较低，且优

先债券在1932年、1934年和1935年的价格高出调整债券两倍，投资者购买5%调整债券和4.5%固定利息债券的价格却相同。

优先收益债券

在收益债券中，有一种类型的留置权比其他承担固定利息的债券拥有更高的级别。艾奇逊公司发行的4%调整债券就是广为人知的例子，留置权级别在此之后的是4%固定利息信用债券，除了在1938年外，信用债券的价格均低于前者。圣路易斯西南铁路公司发行的4%第二收益债券的情况也类似。(179)尽管此类债券在理论上很难界定，但其实在整体上，显然应该将其利息视作公司固定费用的一部分。

Ⅱ．担保债券

担保债券本身并不具有任何特别的投资属性。缺乏经验的投资者或许会认为名称中的“担保”就意味安全。然而，毫无疑问，担保的价值严格取决于担保公司自身的财务状况。如果担保方一无所有，则担保是毫无意义的。与投资新手的态度不同，华尔街倾向于低估担保债券的价值，表现为担保债券价格低于担保方的信用债券甚至优先股。从1915年卡诺瓦和霍金煤炭与焦炭公司案（Kanawha and Hocking Coal and Coke Company case）开始，这种复杂的针对担保债券的不信任感就产生了。在此案件中，作为担保方的铁路公司通过声称其1901年所做的担保由于超出了公司权限而无效，以极力逃避应承担的责任。尽管担保方的诉求受到俄亥俄州和联邦法院有关反垄断案件结论的支持，但最终还是以失败告终。不过，其对所有担保债券的价值产生了负面影响，甚至在25年后，这种影响依然存在。(180)我们尚未找到具有偿付能力的公司通过法律途径逃脱担保责任的重要案例。(181)

担保债券的地位

如果公司为利息、股息或本金支付提供担保，那么无法履行此义务将导致公司资不抵债。担保债券持有人对担保方的请求权与信用债券持有人对发行公司的请求权相同，因此，担保债券的投资等级应同担保公司发行的信用债券相同，并高于其优先股。担保债券同样属于可投资证券，因为其等级和盈利能力与担保无关。在这种情形下，担保可以增强债券的安全性，而且即便担保公司业务发展出现问题，也不会降低其安全性。

案例

布鲁克林高架铁路公司发行的5%债券（见第92页）由布鲁克林高地铁路公司（Brooklyn Heights Railroad Company）提供担保，后者于1919年进入破产管理程序。但因为前者自身在布鲁克林快速轨道交通体系中的重要地位，该债券经历重组后仍然毫发无损。类似的是美国工业酒精公司（U. S. Industrial Alcohol Company）的优先股股息由美国蒸馏公司（Distilling Company of America）担保，虽然后者破产，但前者凭借自己的盈利就能轻松支付股息，并最终以125美元的价格回购了该优先股。

由其他公司全额担保的普通股或优先股与由担保公司担保的债券相同。如果担保没有意义，那么它们就自然回到一般股票的行列——安全性通常会变得更差，但也有可能变得更好，比如刚刚提到的美国工业酒精公司优先股案例。与此类似的是受担保的收益债券（比如芝加哥－特雷霍特－东南铁路公司发行的5%收益债券，[(182)]由芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司担保）。

如果债券只是部分被担保，则担保的价值会非常明显地展示出来，如表16-3所示。

案例

表16-3　阿纳卡斯蒂亚－波托马克河铁路公司5%第一抵押权债券，1949年到期

500 000 美元由华盛顿铁路和电力公司担保	1939 年的价格为 110 美元
2 100 000 美元无担保	1939 年的价格为 80 美元

在此案例中，阿纳卡斯蒂亚－波托马克河铁路公司的收益保障水平不足（1938年为1.36倍），但担保公司的收益保障倍数很高（合并口径下，1938年超过4倍；只计算母公司并包括所有可能涉及的利息，则超过11倍）。

具体的担保条款至关重要

很显然，具体的担保条款对担保价值具有极为重要的意义，正如只担保利息要比同时担保利息和本金作用小很多。

案例

菲律宾政府只对菲律宾铁路公司（Philippine Railway Company）发行的1937年到期的4%第一抵押权债券的利息进行担保。由于铁路公司本身的盈利能力很差，债券到期时，利息可以立

即得以支付，但本金却无法偿付。该债券的价格反映了这一状况，自1929年以来，其价格从未超过39美元。(183)

明尼阿波利斯－圣保罗－苏圣玛丽铁路公司（Minneapolis, St. Paul and Saulte Saint Marie Railroad）发行的1938年到期的4%和5%第一合并债券，所有4%债券和约一半5%债券的利息由加拿大太平洋铁路公司担保。到期时本金无法得到偿付，而且担保公司停止支付利息，所以该债券价格跌至6美元。(184)

另一方面，该公司发行了1978年到期的5.5% B系列第一替续债券，其利息的次级留置权同样由加拿大太平洋铁路公司担保。因此，在高级留置权违约的情况下，持有人仍然可以获得利息。该债券1939年的价格为64美元，而优先债券的价格仅为6美元。注意，在1931年其价格低至35美元，而1938年到期5%第一合并担保债券价格为45美元，加拿大太平洋铁路公司（无抵押）信用债券的价格为56.875美元。很明显，加拿大太平洋铁路公司提供担保的长期担保债券的价值在1931年并未得到充分挖掘。

与之类似的一个劣势体现在较短时期内对股息的担保上。

案例

美国电报电缆公司（American Telegraph and Cable Company）的普通股可以说明以上情况。其5%的股息由西部联合电报公司（Western Union Telegraph Company）自1882年开始提供50年的担保，与此同时，后者与前者签署了至1932年的租赁合同。鉴于股息很长时间内一直按时支付，投资者逐渐将其视为固定收益，因此，1922年时公司股票价格达到每股70美元。但与此同时，

租赁电缆的战略价值或贸易价值快速下降，因而在租赁期届满时，股票价值很有可能将缩水至非常低的水平。1930年，西部联合电报公司找到了一个解决方法，即向美国电报电缆公司股东支付每股约20美元作为其股票的本金。(185)

普惠公司（Pratt and Whitney）发行的优先股（1928年回购）是体现具体担保条款重要性的一个特例。根据招股说明书，此优先股的股息由母公司奈尔斯－比门特－庞德公司（Niles-Bement-Pond）提供“担保”。然而事实上，母公司同意支付股息的条件是当且仅当其在支付自身的优先股股息后仍有盈余。因此，从1924年11月至1926年6月，普惠公司优先股股东并未收到股息，而他们也难以要求母公司承担担保义务。如此来看，这种特殊条款确实有可能存在，因此投资者在购买证券前，一定要格外留意所有有关担保的具体条款。

共同担保债券

此类担保债券是指超过一家公司作为担保人为债券提供担保，每个担保人不仅根据自身份额承担责任，而且当其他担保人违约时，也要承担连带责任。也就是说，每个担保公司都存在对整个债券的潜在义务。考虑到两家或更多公司参与担保要优于一家公司担保，共同担保债券拥有一些独特的优势。

案例

共同担保债券最为人所熟知的是联合铁路车站发行的债券，其中一个突出的案例是由12家以上铁路公司共同担保的，1960年到期的堪萨斯城终点铁路公司（Kansas City Terminal Railway

Company）发行的4%第一抵押权债券，担保公司使用公司设备作为担保。这12家担保公司包括：艾奇逊、阿尔顿（Alton）、伯灵顿（Burlington）、圣保罗（St. Paul）、大西部、罗克岛（Rock Island）、堪萨斯城南方（Kansas City Southern）、密苏里－堪萨斯－得克萨斯、密苏里太平洋、旧金山、联合太平洋和沃巴什铁路公司。

由于路线与时间的不同，用于担保的线路价值差异性很大，但至少有三家以上的公司一直保持着良好的财务状况，足以确保该债券持有人的权益得到充分保障。显然，投资者尚未充分意识到同一家担保公司相比，12家担保公司共同担保所能带来的更优质的保护。因为堪萨斯城终点铁路公司的债券价格变化情况显示，其价格并未高于由其担保公司独立发行的债券，后者的投资安全性在日后不断受到挑战，但前者的安全性却是毋庸置疑的。(186)

所以，对于投资者而言，由多家大型企业共同提供担保的债券要优于只有一家担保公司的债券，前者应得到更多关注。

联邦土地银行债券

作为共同担保债券另一种重要的形式，联邦土地银行债券以农地抵押贷款的保证金作为担保。12家从事这一业务的银行各自发行的债券由另外11家银行共同担保，因此可以说任何一只联邦土地银行债券都是整个系统的债务责任。这些银行开始设立时，同时也出现了一批同样发行土地银行债券的合股土地银行，但是其发行的债券并不由其他合股土地银行进行担保。(187)

以上两种土地银行系统都接受美国政府的监管，它们发行的债券也享受免征联邦税的待遇。实际上，联邦土地银行的股份最初都是由

美国政府认购的（但不承担其发行债券的连带责任），合股土地银行的股份则为私人所有。

两大银行系统刚成立之时，投资者倾向于认为联邦监管和免税政策是保证合股土地银行债券安全性的重要因素，因此，即使其收益率仅高于联邦土地银行债券0.5%，他们也愿意购买。通过比较无担保的合股土地银行债券与相互担保的联邦土地银行债券，可以注意到以下的结论：

1. 假设农地贷款系统运行非常通畅，担保就是多余的，因为每家银行都会为债券提供充分的保障。
2. 假设该系统运行完全失败，担保同样没有意义，因为此时所有银行均会资不抵债。
3. 在以上两种极端情况之间，共同担保被证明拥有非常重要的价值。尤其是当发行债券的开展农地贷款业务的地区因为自身因素影响面临很多不利条件时。

考虑到农地贷款系统属于一个崭新的、没有经验可供借鉴的业务，投资者应当最大限度地寻求保障措施，因此，那些为了0.5%的额外收益而放弃共同担保的投资者，显然做了一个错误的投资决策。(188)

17

担保证券（续）

房地产担保抵押贷款与房地产抵押债券

在房地产抵押领域，担保证券的发展最为广泛，其类型主要有两种：一是由参与出售抵押资产或抵押凭证的公司（或子公司）提供担保；二是目前最常见的由独立第三方担保公司提供担保，其通过承担或有债务，收取一定的费用。

显然，房地产抵押贷款担保的思路同保险行业相同。抵押贷款持有人为了保护自身利益，以收益回报的一部分为成本，抵御未来可能出现的影响其资产价值的不利因素（比如周边环境的变化）。用充足的保费换得对资产的保护，是保险行业良性运营的基本因素，当然前提是要审慎处理各阶段的业务。在满足以下条件时，这样的安排会更容易获得成功：

1．开始时较为谨慎地发放抵押贷款；

2．担保公司规模较大、管理良好，独立于出售抵押贷款的机构，同时在除房地产行业以外的其他行业开展多元化业务；

3．整体经济环境并不处于异常的强烈波动时期。

1929年后房地产价格的剧烈下滑使得第三个条件无法得到满足。相应地，房地产抵押贷款担保人在这一时期的业务表现也难以准确预示未来的价值，不过其展现的一些特征仍值得我们讨论。

业务管理曾相对保守

抵押贷款担保业务在1924年前后的运作方式完全不同，1924年以后，宽松的方式使得该业务在金融领域的重要性与日俱增。

公平地说，如果我们对纽约市从事房地产抵押贷款担保业务的龙头机构（比如债券抵押担保公司和律师抵押贷款公司）的相关政策进行研究，会发现该项业务的管理多年来一直比较保守。任一抵押贷款的数额都不允许超过抵押资产价值的60%，并且经严格审核后才予以发放；单笔数额较大的抵押贷款将被拒绝；从地理位置的角度上讲，能够实现风险的分散化。诚然，担保公司并不能完全独立于抵押贷款的销售公司，它们也不会发展其他类型的担保业务。同时，由于担保抵押贷款期限通常只有3~5年，因此会造成大量贷款在最不方便的时间同时到期。这种现象在现实中确实发生过。然而，正是因为这些公司一直坚持审慎的业务管理方式，才能顺利应对险情，如1908—1921年房地产市场的大萧条时期。

已得到发展的更为激进的业务管理新方式

新时期建设热潮的出现，以房地产抵押贷款业务及其债券担保业务的极大发展为标志。新的人员、资金和方法进入这个领域，原来长期开展这一业务的小型地方公司开始向在全国范围内开展业务的大型公司转变。这些公司一直着重宣传其之前获得的成功，使得公众印象非常深刻。但公众却没有意识到，公司的规模、业务运作方式及其雇员都发生了较大的改变，事实上，他们面对的是一个全新机构。在前面的章节中，我们曾经指出这一时期的房地产项目融资方式非常轻率且不安全。抵押贷款自身的缺陷也反映在其担保的业务上，这是需要格外留意的一点。从这个意义上讲，担保公司仅仅是房地产抵押债券

发行公司的附属单位。因此，抵押资产的价值、房地产抵押债券发行公司及其附属的担保公司在危机来临时往往会同时崩溃。

竞争和传染的恶劣影响

新成立的、更为激进的房地产债券机构的崛起，对原有机构的决策制定产生了非常恶劣的影响。迫于竞争压力，原有机构也开始降低贷款标准。新抵押贷款的发放条件日益宽松，到期旧贷款通常以更大数额直接被展期。另外，抵押贷款担保面额上升至担保公司资本金的数倍之高。如此一来，一旦房地产价格整体下降，担保将明显起不到保障抵押贷款安全性的作用。

1931年的房地产市场崩溃，首先受到冲击的就是那些新设立的房地产债券发行公司及其附属的担保公司，它们几乎全线瓦解。随着萧条的持续，老公司也难以独善其身。担保抵押贷款或抵押凭证的持有者（由纽约抵押公司担保的总额就达到约3 000 000 000美元）发现，担保只不过是个幌子，它们能否兑现主要取决于标的资产的价值。大多数情况下，抵押贷款的数额远远超过经投资者审慎判断后同意承担的额度。不难发现，1932年未偿抵押贷款中，只有很小一部分是在较为保守的环境和原则下，依据类似8年前的规定发放的。

由独立担保公司提供担保

1924—1930年，一些独立的担保和保证公司将业务拓展至为房地产抵押贷款提供担保服务，以获得一定的费用或保费。理论上看，这是该类业务最安全的运作方式。一是独立担保公司通常拥有不错的实力和必要的经验，二是由于这些公司完全独立，应该会对需要担保的标的进行较为严格的审查。然而，在很大程度上，这些理论上的优势被公司在房地产市场崩溃不久前开展房地产抵押债券担保业务的情况

所抵消；同时，由于这些公司普遍对新业务过于乐观，导致决策出现了重大失误。大多数独立担保公司无法承担由此造成的亏损，其中几家被迫宣布破产，比如有名的国家担保公司（National Surety Company），使得该类担保债券持有者无法获得充分的保障。(189)

租赁债务与担保债券相同

公司通常通过向其他公司租赁自有资产，以获得固定的年度租金用来支付其发行证券的利息和股息。此类租赁往往附带对利息和股息支付的具体担保，实际上，这样的安排是大部分担保公司债券的来源。(190)但即使没有明确的担保规定，提供固定年度支付的租赁或其他合同也可被视为对承租人公司证券的担保。

案例

维实伟科氯产品公司（Westvaco Chlorine Products Company）在1927年发行、1937年到期的5.5%债券就能够说明如此安排的价值所在。维实伟科公司同意将部分产品出售给联合碳化物公司（Union Carbide and Carbon Corporation）的一个子公司，后者担保每月向托管人支付的金额足以保障前者债券的利息支付和本金偿还。事实上，这样的安排其实是实力较强的联合碳化物公司为维实伟科公司债券利息和本金提供的担保。基于这种保障和公司不断提前赎回债券，该债券价格在1932—1933年一直保持在99美元以上。这与维实伟科公司普通股股价从1929年的116.5美元跌至1932年的3美元形成了鲜明对比。1935年9月，全部债券以100.5美元的价格被提前赎回。

另一个有趣的案例是由新泽西烟草制品公司（Tobacco Products Corporation of New Jersey）发行的2022年到期的6.5%债券。该公司就其自有资产与美国烟草公司签署了为期99年的租赁合同，同样也于2022年到期，后者每年支付2 500 000美元租金（承租人拥有一项权利，即可通过一次性支付租金以当时的现值终止合同，贴现率为每年7%）。通过偿债基金的安排，租金收入除了能够在到期日前全额赎回债券，还可以满足利息支付的要求。如此来看，新泽西烟草制品公司6.5%的债券就相当于美国烟草公司发行的固定收益债券。该债券在1931年发行时，投资者不是怀疑租赁合同是否有效，就是对其根本不了解，导致美国烟草公司优先股的价格比该债券的价格高出不少。该债券在1932年最低价73美元时，收益率达到8.90%，与此同时，美国烟草公司优先股价格为95美元，到期收益率为6.32%。1935年1月，美国烟草公司一次性付清未来租金，该债券也以面值被提前赎回。

具体的租赁条款至关重要

如同担保债券一样，租赁条款的细节会对以此受益的债券的投资价值产生重要影响。以下案例能够说明其中几个影响因素。

案例

针对佐治亚－米德兰铁路公司（Georgia Midland Railway）发行的1946年到期的3%第一抵押权债券，公司就其资产与南方铁路公司（Southern Railway）签署了1995年到期的租赁合同，租金同债券利息相同。（1939年1月债券价格为35美元。）

在这个案例中，租赁协议对利息的担保不仅在到期日前，更包括了到期日后很长一段时间。担保本身的价值取决于南方铁路公司的偿债能力。但是该债券在1946年到期时的状态还取决于一系列其他因素，比如：

1．南方铁路公司长期租赁债务的市场价值。如果利率足够低，且南方铁路公司的信用水平足够高，则该债券可以替续为拥有更长存续期限的3%债券。（这在1939年似乎根本不可能实现。）

2．佐治亚－米德兰铁路线的价值。如果该线路的实际收益大幅超过需要支付的租金，则南方铁路公司为了防止失去对该线路的经营权，将尽力在到期日偿付债券本金。这样一来，如果想要延长债券期限或是在债券到期时转换成更长期限的债券，则有必要签订租金更高（也就是利率）的新协议。但是根据1939年私人统计的交通运输密度数据，该铁路线并非南方铁路公司系统中价值较高的部分。

3．根据便捷度等其他原则可能进行的支付。如果南方铁路公司在1946年的业务发展情况良好，则处理该到期债券的原则就仅是避免公司陷入资不抵债的境况。此外还有一种技术上的可能，即执行其“一揽子”发展和一般抵押计划（公司保留足够债券用以在佐治亚－米德兰的3%债券到期时偿还该债券），但是其仍然有义务在1946年支付这些债券。（和前两点一样，1939年的债券持有人不应对该债券的投资价值过分自信。）

以上讨论或许能够较为充分地解释佐治亚－米德兰铁路公司3%债券在1939年年初低价的原因。有趣的是，案例中的一个关键事实——

作为担保的铁路线的非盈利特点在公开资料中难以发现，需要在补充资料中查找，这也是证券分析中重要的原理之一。

常被低估的担保债券

新泽西烟草制品公司的案例表明，同担保公司发行的其他债券相比，担保或准担保债券的价值通常被低估了。一个著名的案例是圣安东尼奥－阿兰瑟斯帕斯铁路公司（San Antonio and Aransas Pass Railway Company）发行的1943年到期的4%第一抵押权债券，其本金和利息均由南太平洋公司（Southern Pacific Company）担保。然而，尽管该债券不仅有抵押证券，还有其他公司的担保，其价格反映的收益率仍然要高于南太平洋公司的其他信用债券。(191)

案例

巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司（Barnhart Bros.and Spindler Company）发行的第一和第二优先股（两者的本金和股息均由美国字体公司［American Type Founders Company］担保）同担保公司自己发行的优先股之间形成了鲜明的价格反差，其中，后者并非固定债务。相关的案例还包括由舒尔特零售百货公司（Schulte Retail Stores Corporation）担保的特拉华哈伊勒股份公司（Huyler’s of Delaware, Inc.）发行的优先股与前者发行的优先股的价格比较；以及伊利诺伊盔甲公司（Armour and Company of Illinois）担保的特拉华盔甲公司（Armour and Company of Delaware）发行的优先股与前者发行的优先股的价格比较。

表17-1总结了以上案例中可供比较的债券价格及收益率。

表17-1　担保债券与担保公司自身证券的价格及收益率对比[a]

债券	日期	价格（美元）	收益率（%）
圣安东尼奥–阿兰瑟斯帕斯铁路公司1943年到期的4%第一抵押权债券（担保）	1920年1月2日	56.25	8.30
南太平洋公司1929年到期的4%信用债券	1920年1月2日	81	6.86
巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司7%第一优先股（担保）	1923年最低价	90	7.78
巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司7%第二优先股（担保）	1923年最低价	80	8.75
美国字体公司7%优先股	1923年最低价	95	7.37
特拉华哈伊勒股份公司7%优先股（担保）	1928年4月11日	102.5	6.83
舒尔特零售百货公司8%优先股	1928年4月11日	129	6.20
特拉华盔甲公司7%优先股（担保）	1925年2月13日	95.125	7.36
伊利诺伊盔甲公司7%优先股	1925年2月13日	92.875	7.54

注：a．如果读者继续跟踪上表中各证券的历史，会发现它们的发展情况非常不同，包括通过兼并共同承担债务（圣安东尼奥－阿兰瑟斯帕斯铁路公司）、回购证券（巴恩哈特兄弟和斯平德勒公司）、违约（特拉华哈伊勒公司）。但是担保债券被相对低估的事实通过不同证券的后续发展也能得以展现。

显然，在上表所示的情况下，投资者可以在不损害标的安全性的同时，将低收益证券转换为高收益证券，或者在不牺牲收益率的情况下换取安全性更高的证券，有时这样的转换还可以获得实质收益。(192)

固定费用计算包括担保费用和租金

在计算债券收益保障倍数时，所有与债券利息有关的债务都需要被包括在利息费用中。这一点在讨论铁路公司固定费用时已经详细解释过，而且在讨论公用事业公司债券时也有简要提到。对以上两类债券计算固定费用相对简单，但是对于某些类型的工业公司，在处理租金和担保费用时则可能会遇到较多的麻烦。尤其针对零售、剧院等公

司，这一问题显得格外突出，因为与建筑物使用相关的租金或其他费用是总费用中的一个重要部分。公司可能会通过发行债券购买建筑物所有权，此时相关债务会在资产负债表和利润表中完整披露。但是如果另一家公司利用长期租赁合同使用类似建筑物，则无论在利润表还是在资产负债表中都不会单独反映其租赁债务的情况。从表面看，第二家公司可能比第一家公司财务状况更好，但其实只是其相关债务并未披露的缘故。本质上讲，两家公司有相似的负担。而且与表面情况相反，尽管资本形成时不会展现出来，但是拥有建筑物的绝对所有权显然比仅仅利用长期租赁合同使用建筑物更有优势（对优先股更是如此）。

案例

如果对比1929年州际百货公司和奥特莱特公司（The Outlet Company）发行优先股的价格情况，会发现两者差异不大；它们的平均收益保障水平相似，且两家公司负债端都不存在债券或抵押贷款。然而事实上，后者的实力要强很多，因为它拥有土地和建筑物的所有权，而前者则是通过租赁合同使用（小部分除外）。这一现象所产生的实际效果是在洲际百货公司优先股之前加入大量的固定债务负担，奥特莱特公司则不存在该种情况。在连锁商店领域，通过比较1932年杰西潘尼公司（J. C. Penney）和S.H.克雷斯公司（S. H. Kress）发行的优先股也可以得到类似的结论：后者一半以上的商店为自有物业，而前者几乎所有店面都是靠租赁获得的。

常被忽略的租赁负债

在金融领域，直到1931—1932年，长期租赁合同下租赁负债问题的重要性才开始得到广泛关注。此时，之前经济繁荣时期导致租金收入处于高位，使得许多商业公司开始面临难以承受的负担。

案例

从联合雪茄连锁店发行的优先股的案例就可以看出上述因素对投资证券选择的影响。许多年来，该优先股及其前身都表现稳定，价格也一直维持在较高水平。1928年，公司对外宣布“没有长期债务”，且收益达到优先股股息的7倍之多。然而最后，长期租赁合同形成的债务（包括占用子公司相关资产的债务）给公司带来了致命的打击，导致公司在1932年被迫选择破产，优先股投资面临归零的风险。

租赁负债使分析更复杂

必须承认，如果租赁因素对有关公司影响较大，则对其所发行债券或优先股的分析将变得非常复杂。不过幸运的是，投资者目前可以参考一些有关租赁费用的数据，因为公司被要求在向美国证券交易委员会提交的注册说明文件中总结该类数据，此外，公司每年实际支付的租金也必须逐年披露（见10-K文件）。[(193)]但是否应该将此类租金支出全部或部分作为固定费用，这个问题依然存在。当然，从某种程度上讲，它们同固定“间接费用”（比如折旧、税收、日常费用）是完全一致的，但目前在计算安全边际时，这类“间接费用”不与债券利息相加。有一个很显著的解决方法：如果将租金支出与债券利息相加后公司收益仍然达到投资标准，则投资者根本无须担忧租赁带来的问题（见表17-2所示）。

案例

表17-2　斯威夫特公司发行的1950年到期的3.75%债券

	1934—1938年平均结果
可用于支付股息的收益	8 630 000 美元
已支付利息	2 107 000 美元
已支付租金	996 000 美元
利息收益保障倍数	5.1 倍
利息和租金之和的收益保障倍数	3.8 倍

但我们认为，要求所有公司都达到这一严格的标准，既不公平，在实践中也不可行。通过研究债券的实际表现，我们提出一个折中但需要承担一定风险的建议，即：

（1）将（建筑物所在土地）年度租金支出的1/3加入固定费用（和优先股股息），以计算收益保障倍数；

（2）对于零售公司（连锁店、百货商店）来说，其利息与1/3租金支出之和的收益保障倍数最低标准从3降至2。

这种降低表明，即使需要面对租赁因素这一特别的负担，零售业仍然可以保持相对的稳定性。与之类似，零售公司优先股相应的收益保障倍数标准从4降到2.5。

案例

非零售行业与零售企业证券的收益保障倍数变化（见表17-3和表17-4）。

表17-3　非零售行业洛兹公司发行的1946年到期的3.5%债券

	1934年8月至1938年8月平均结果
可用于支付股息的收益	10 097 000美元
已支付利息（和子公司优先股股息）	2 614 000美元
已支付租金的1/3	1 107 000美元
利息等收益保障倍数	4.86倍
利息和1/3租金之和的收益保障倍数	3.71倍

表17-4　零售企业优先股

	1934—1938年平均结果	
	麦克罗里百货公司（McCrory Stores Corp.）6%优先股	麦克莱伦百货公司（McLellan Stores Co.）6%优先股
归属于普通股股东的净利润	1 682 000美元	1 148 000美元
债券利息	约200 000美元	
已支付租金的1/3	770 000美元[a]	434 000美元
优先股股息	300 000美元	180 000美元
优先股股息和利息之和的收益保障倍数	4.36倍	7.38倍
优先股股息、利息和1/3租金之和的收益保障倍数	2.33倍	2.87倍

注：a．1935—1938年平均值。

结论：洛兹公司的3.5%债券通过了我们关于非零售行业债券的定量测试。麦克莱伦百货公司达到了我们针对零售行业优先股建议的测试标准，但麦克罗里百货公司未能达到。

以上4个案例阐述了计算收益保障水平的一个简单技巧：不同于首先计算可用于支付费用的金额，我们通过计算费用（和优先股股息）除以扣除费用（和优先股股息）后余额的商，并将其加上1，则结果也是收益保障水平。

需要读者注意的是，我们对建议的标准和计算方法并非把握十足。它们代表一种全新的分析方法，但已支付租金的数据需要投资者花费一些精力才能获得。更重要的是，我们建议的数学计算标准有一

些随意性，并不一定可以设计出最佳范式。之后我们会说明这种新的测试方法可能会产生一些意料之外的结果。注意麦克莱伦百货公司发行的优先股（在1939年时）价格低于麦克格里百货公司发行的优先股——其他因素也可能会说明这一现象。同时还请注意，如果对W.T.格兰特公司（W. T. Grant）发行的5%优先股（一个高定价证券，其收益在1934—1938年超过股息近10倍）使用上述计算方法，我们会发现优先股股息和1/3租金之和的收益保障倍数还未达到2.5倍的标准。(194)

担保债券的情况

计算担保债券的收益保障倍数时，还需要考虑一些其他情况。通常情况下，涉及担保的资产是公司整体资产的一部分，因此其产生的收益和担保费用都会反映在公司合并利润表中。

案例

奈瑟地产公司（Neisner Realty Corporation）发行的1948年到期的6%担保债券，由母公司奈瑟兄弟股份公司（Neisner Brothers, Inc.）提供担保。前者的经营费用和利息费用都反映在后者的合并报表中。

如果担保债券是为某一独立经营的资产而发行的，则其投资等级取决于公司自身，或担保公司的发展情况。此时该类债券至少需要满足以下三个标准之一：

（1）不考虑担保因素，发行公司的盈利情况；

（2）发行公司和担保公司的合并收益和费用情况；

（3）担保公司的收益用于支付自身费用和担保债务利息的情况。

案例

a．印第安纳港口铁路公司（Indiana Harbor Belt Railway）发行的1957年到期4%和4.5%普通债券。其本金和利息由纽约中央铁路公司（New York Central Railway）及其一家重要的子公司提供担保。债券标准统计指南（Standard Statistics Bond Guide）列出了作为担保人的纽约中央铁路系统（New York Central System）的费用收益保障水平。相比之下，发行公司自身的收益保障水平更好，如表17-5所示。

表17-5　费用收益保障倍数

	纽约中央铁路系统	印第安纳港口铁路公司
1938年	0.59倍	2.98倍
1937年	1.12倍	3.81倍

b．这是一种典型情况，即保障倍数通常是根据合并利润表来计算的，包括母公司（担保公司）和受其担保的子公司的经营数据。

c．由明尼阿波利斯－圣保罗－苏圣玛丽铁路公司（Minneapolis St. Paul and Sault Sainte Marie）发行的1978年到期的5.5%债券，其利息由加拿大太平洋铁路公司担保。前者的收益只够支付总利息费用的一小部分，则计算保障倍数时，最好将加拿大太平洋铁路公司的收益同其自身利息费用、该债券的利息费用和公司担保的其他债券的利息费用之和进行比较。

子公司债券

综合实力较强公司的子公司所发行的债券一般被认为保障水平较高，因为从理论上讲，母公司需要对其子公司的债务负责。编制合并利润表的常用方法就验证了这一观点，它要求所有子公司债券的利息支出都在合并利润形成前列示，并先于母公司优先股和普通股支付。然而，若母公司事实上并未通过担保或租赁协议（或直接负担）的方式对子公司债券负责，那么以上的说法就会产生误导。因为如果某子公司难以盈利，母公司可能不会负责其债券利息的偿付，而是选择放弃对其投资，将风险转移给子公司债券的持有人。虽然这种情况并不多见，但在1932—1933年，联合制药公司（United Drug Company）发行的1953年到期的5%债券就表明这种可能性仍然存在。

案例

联合制药公司是制药股份公司（Drug, Inc.）一家重要的子公司，其主要生产专利药和其他药品，一直以来盈利情况良好，向股东支付了大量的股息。1932年上半年，合并利润表显示制药股份公司的收益达到了所发行的5%债券利息的10倍之多，且前几年这一比例更高。虽然该债券并未由制药股份公司负担或担保，投资者却认为其靓丽的合并报表足以保证债券的安全。但是联合制药公司持有路易斯• K.利格特公司（Louis K. Liggett Company）的股份，并将之作为自身资产和业务的一部分。利格特公司是一家经营多家药店的公司，同联合雪茄连锁店类似，也深受高租金问题的困扰。1932年9月，利格特公司告知药店房东，如果他们不降低租金，公司将被迫破产。

投资者这才意识到，业务发展良好的制药股份公司并不会为其（间接）子公司利格特公司的债务承担责任。他们也立刻紧张地意识到，制药股份公司也不会负责联合制药公司5%债券的利息支付。这一发现引来大量的抛盘，债券价格遭受重创，从年初的93美元下跌至42美元。按照42美元的价格计算，尽管母公司股票市值超过100 000 000美元（共3 500 000股，每股约30美元），面值为40 000 000美元的联合制药公司5%债券的市值却仅有17 000 000美元。第二年，“制药公司系统”自动瓦解成一个个独立的部分——这一情况并不常见，而联合制药公司则重新以完全独立的形式存续。（其5%债券的收益保障水平自此以后一直不足。）

作为新泽西公用事业公司的一家规模较大但无法实现盈利的子公司，新泽西统一机车公司（Consolidated Traction Company of New Jersey）发行了5%第一抵押权债券。该债券并未由母公司担保。1933年债券到期时，许多持有者均接受了母公司以65美元赎回该债券的要约。

塞尔泰克斯纺织器材股份公司（Saltex Looms, Inc.）是悉尼布卢门撒尔股份公司（Blumenthal & Co., Inc.）的子公司，其发行了1954年到期的6%第一抵押权债券，但母公司并未为其提供担保。布卢门撒尔公司在编制合并利润表时，通常在计算可用于支付自身优先股股息的余额之前先扣除塞尔泰克斯公司债券的利息费用，然而在1939年，该债券的利息仍未按时支付。1940年时，尽管布卢门撒尔公司优先股价格超过70美元，塞尔泰克斯公司债券的售价却仅为7美元。

对子公司利息收益保障倍数的独立研究非常重要

以上例子说明，投资者不仅倾向于低估综合实力较强的企业所提供担保的意义，还往往犯相反的错误，认为一家公司被另一家公司控

制的意义重大。从固定价值证券投资的角度看，没有任何重要的因素应被认为是理所当然的。因此，在购买子公司债券时，也不应只根据母公司的情况做出投资决策，除非后者直接对子公司的问题债券承担责任。除此之外，只应把子公司自身的情况作为购买子公司债券的依据。(195)

如果将上述讨论与见第244页的内容进行比较，将会发现控股公司债券的投资者必须坚持使用合并利润表，其中，子公司的利息费用无论担保与否，都被列为优先费用；然而，无担保子公司债券的购买者不能将合并利润表作为评价债券安全性的依据，而应当使用只反映子公司情况的独立财务报告。与联合制药公司的情况一样，尽管子公司的独立报告很难获得，投资者还是应该坚持使用它们。

18

保护性条款与优先证券持有人的补偿

在接下来的三章内容中，我们将讨论旨在保护债券持有人和优先股股东权益免受损害的条款内容，以及当公司未能履行相关义务时，他们可以采取的行动。同全书的目标一样，我们这样做并不是为了重述现有的信息，而是要将目前的实践情况纳入严格的考核程序，从而为投资者整体权益水平的提升提出可行的建议。因此，我们认为对重组程序相关领域近期发展进行回顾是非常有价值的。

为保护优先证券持有人而设计的合同或章程条款

公司及其债券持有人之间的协议包含在一个名为债券合同或信托契约的文件中；有关优先股股东权益的合约内容则在公司章程或公司执照中阐明。在这些文件中，通常会包含一些保护性条款，主要目的在于防止公司做出某些损害优先证券持有人利益的行为，并促使公司在出现相关问题时为其提供救助。这里所说的相关问题，按照发生概率来看，基本上指以下几种情况：

1．针对债券：

a．未能按时支付利息、本金或偿债基金；

b．在偿还其他债务问题上违约，或进入破产管理程序；

c．发行新的担保债务；

d．摊薄可转换（或认购新证券）的特权。

2．针对优先股：

a．一段时期内未能支付（累积）优先股股息；

b．发行新的长期债务或优先级更高的证券；

c．摊薄可转换（或认购新证券）的特权。

此外，虽然并不十分普遍，但工业公司经常规定一些保护性条款，要求公司的营运资本与债券债务比值维持在某一水平之上。（针对投资信托或控股公司债务，条款要求的指标是所有资产的市值与债券债务的比值。）

当出现1a和1b两种情况时，为债券持有人提供的救助方式是非常程式化的。以上两种情况都被称为“违约事件”，此时托管人可以提前宣告债券本金到期，并要求公司在特定到期日前完成偿付。因此，债券合同中的该类条款被称作“加速条款”。它们的主要目的是使债券持有人同其他债权人一样，能够充分行使对全额债务的请求权。

债券持有人法定权利的矛盾之处

如果批判性地思考这些条款，那么我们必须承认债券持有人的法定权利存在自相矛盾的方面。在华尔街，“破产管理”(196)是一个可怕的词汇，尽管破产管理制度的初衷是保护债券持有人的利益，但它的出现往往意味着公司所有证券的价格都会大幅缩水，债券在此时也难逃厄运。正如我们在前面章节中指出的，整体来看，市场对违约债券的评价不会高于（甚至有可能低于）一家具有偿债能力的公司发行的不派息优先股。

这样就会产生一个问题，即当公司无法立即支付利息时，如果债券持有人没有对本金或利息支付的强制请求权，对他们来说是否是件好事？因为在那时，如果债券持有人行使法定权利，将会彻底毁灭公

司，他们自己也得不到任何好处。那么如果债券利息或本金无法按时支付，债券持有人选择延后支付期限，不让法庭接手公司业务，难道不是对其自身最有利的方式吗？

公司资不抵债与重组

以上问题将我们带入对公司资不抵债与重组领域的讨论，这部分内容更为宽泛。首先，我们将简要介绍始于1933年立法修订前的相关程序；然后，我们将总结近期新法律引致的变化；最后，我们将评估目前债券持有人的地位。（评估将异常困难，因为实践中用以考察新法案优劣势的时间还相对较短。）

原先公司重组通常遵循程序进行：无法支付债务利息或本金的公司，自行寻找清算人。[(197)]此时，公司往往会选择较为“友好”的法院，公司董事长则经常成为清算人，而由原负责发行债券的投资银行组成保护委员会，负责代表债券持有人的利益。此后，重组计划首先需要得到保护委员会支持，然后再由法庭通过。通常情况下，这一计划是在协调不同等级证券持有者之间的利益冲突后形成的，因而任何持有人都在新公司中保留有一定程度的利益，同时也都做出了一些让步。（然而在许多案例中，数额较小、构造良好的高等级证券通常都会被完全支付，不会受到什么影响；但是如果公司情况非常糟糕，股东的权益将被一扫而空。）重组的实际运作主要通过没收资产或破产拍卖来进行。声明同意重组的证券持有人可以获得公司的资产；不同意重组的债权人则根据各自份额和拍卖价格获得破产拍卖后的现金。然而，由于破产拍卖价格通常较低，对证券持有人来说，参与重组计划并获得新证券比不参与重组计划并获得现金要更好。

1933—1939年，随着一系列救助法案的出台，以上重组程序被彻底改变，这些法律中最重要的当数《钱德勒法案》。该法案主要用于弥补两种原有的不足之处：一方面，向不同意重组的债券持有人直接

支付现金容易陷入两难的境地，因为如果没收并拍卖资产的售价过低，那么法院不会同意；而另一方面，如果售价合理，又会牵扯筹措现金这一棘手问题。更严重的是，整个重组机制都由原公司的控制人占据绝对主导权，他们可能不会保持勤勉尽责，反而可能缺乏诚信，甚至还可能致力于满足某些特殊的利益需要。

自1933年法律制度变动以来，一个有关重组的操作模式逐渐建立起来：如果重组计划得到2/3以上债权人和大多数股东（如果他们拥有“股权”）的同意，并经法院批准，则计划对所有证券持有人均具有约束力。如此一来，就改变了原来没收资产并拍卖这一烦琐且容易招致反对的方式。后经过《钱德勒法案》和《1939年信托契约法》（*Trust Indenture Act of 1939*）的完善，除铁路公司以外，其他公司的新重组程序主要包括以下几个额外的关键点：[(198)]

1. 公司必须被转交给至少一个独立托管人。托管人必须决定是否需要对原公司管理层行使请求权，以及公司业务是否有继续存续的价值。

2. 制定重组计划的实际责任由以下三个不存在利益关系的机构共同承担：（1）托管人，首先应由其提交具体计划；（2）美国证券交易委员会（当总负债超过3 000 000美元时），由其提供咨询意见；（3）法官，由其正式批准计划。虽然证券持有人和保护委员会可以提出建议，但只有当以上机构完成相关工作后，建议才会被考虑是否接纳。另外，法院被赋予了广泛权力，可以强制让不同意重组但比例不足的债券持有人接受重组计划，但这些权力的具体内容尚未明确。

3. 重组计划必须满足法律规定的一系列关于公平的标准，包括表决权、报告公布等相关条款。法院必须负责新管理层的任命。

4．保护委员会的活动要接受严格的核查和监督。各类重组费用，包括对所有证券持有人的赔偿，以及各种杂费的支出，都必须获得法院的批准。

5．同以往的重组程序不同，《信托契约法》规定托管人必须根据债权合同行使职权的若干标准。此类规定意图避免可能引起不满的利益冲突，并且使托管人以更为积极的态度代表债券持有人行使权利。

我们认为，在通常情况下，目前的法律体系(199)无疑是非常有效的，不仅可以防止出现原先破产管理和重组程序中滥用权利的种种情况，还可以大大加快重组进程。尤其是当重组计划中关于公平的标准更为明确后，以上优势更显突出，因此，不同等级证券持有人之间争论不休的情况将大量减少。(200)

建议的其他救助方式。虽然公司的重组模式正在经历改革，但我们仍然大胆认为，还有其他更为简便的保护债券持有人利益的程序。在我们看来，如果公司的债务结构非常简单，对债券持有人的最佳救助方式就是立即给予他们有关公司决议的表决权以控制公司，并完善相关配套制度，保障这一权利的合理行使。在很多时候，为了避免把浪费资源在既昂贵又费时的司法程序上，债权人更愿意拥有控制公司业务和收益的能力，并以此加强对自身利益的保障。

我们的建议包括两个部分：其一，依据债权合同相关条款赋予债券持有人表决控制权，这是唯一适用于所有违约情况的快速救助方式，包括未按时支付利息或本金的情况。有了这种控制权，未按时支付的利息或本金可以推迟一段时间后再行支付。但是，如果代表债券持有人的董事认为全面重组要优于没有限期的延期偿付和控制，则他们有权根据《钱德勒法案》申请托管。其二，这种表决控制权最好通过债券合同的托管人——规模较大且金融经验丰富的机构来实施，因

为他们不仅能够代表作为整体的债券持有人，还能向债券持有人推荐合适的董事候选人。股东的利益在此时应继续由董事会中的少数董事代表。

这种安排在债券持有人行使控制权利的阶段，实质上将固定利息债券变为了收益债券。此时，公司可以将到期债务支付推迟至自愿宽限期或重新筹集资金以后，或者延迟至清算或拍卖被认为是更好选择之时。如果重组计划是由既可以选择继续控制、也可以选择等待的债券持有人提出的，那么也可以在法律上将自愿资产重组（目前只针对各种股票发行）的基本模式和原则应用至债券发行领域。

但显然，如果债权人优先等级不同且彼此之间存在利益冲突时，控制权将不能被有效行使。此时，要想快刀斩乱麻，就必须遵循《钱德勒法案》规定的程序。但是至少在理论上，如果公司只拥有一种简单的高级留置权和一种简单的次级留置权，则通过表决控制公司的安排是完全可能的。假如只是次级留置权违约，表决控制权就赋予该类债券持有人；如果优先留置权违约，则其持有人作为单一的债权人类别获得控制权。

由于这些建议的创新性，它们可能招致一些质疑，但需要指出的是，赋予债券持有人表决控制权的做法并非全新，但的确是在最近才开始发展起来的。虽然这在过去是一种特殊的模式，但现在我们发现，除非公司能够偿还全部或大部分债务，或者利息被全额支付，否则许多为了新发行收益债券而制定的重组方案都会给予这些证券持有者表决权，并赋予他们控制董事会的权力。(201)此外，很多固定利息债券合同都赋予债券持有人通过表决后的修订合同权。(202)在加拿大信托合同中，一般都有债券持有人通过召集会议修改合同的条款，可修改的内容甚至包括利息或本金支付的延迟或改变。(203)召集会议的既可以是托管人，也可以是占一定比例的债券持有人，某些状况下还可以是公司自身。

此外，还会有反对意见指出，同优先股股东相比，我们建议的方案没有给予债券持有人较优先股股东更多的法定权利，因而使其处于颇感不满的境地：既利益有限，也不拥有强制请求权。我们对这一质疑的回应是，如果能合理使用表决控制权，债券持有人和优先股股东都将获得适当的救助途径。这样一来，除了要求债券在某固定时间被偿还的权利外，债券相对于优先股在协议上的优势将消失殆尽。总之，我们在此重申在讨论优先股理论时提出的观点（见第252页），即在合同层面，优先股的劣势实际上并不只源于内在的法定权利，而更多反映在公司的实际运作流程和投资者自身的缺陷上。

无偿债能力公司证券售价低于公允价值的倾向

公司重组的其他一些问题也值得关注。其中第一个问题是关于无偿债能力公司证券的市场表现。之前，破产管理普遍存在覆盖面较广、程度较深的不确定性，因此无法向债券持有人保证任何明确权益，同时股东也可能血本无归。因此总体来看，处于破产管理的公司证券价格倾向于低于其公允价值；而且违约债券和次级股票的价格之间也存在不合理的关系。

案例

菲斯克橡胶公司是理解前一点的绝佳案例（见表18-1和表18-2），而1933年9月斯塔贝克公司（Studebaker Corporation）的情况（见表18-3）则阐明了后者。

表18-1　1932年4月菲斯克橡胶公司证券的市值　　（单位：美元）

第一抵押权债券总计 7 600 000 美元，利率为 8%，16 美元 / 股	1 200 000
信用债券总计 8 200 000 美元，利率为 5.5%，11 美元 / 股	900 000
股票	名义值
公司总市值	2 100 000

表18-2　1932年6月30日资产负债表　　（单位：美元）

现金	7 687 000
应收账款（减 1 425 000 减值准备）	4 838 000
存货（以成本或市场价格较低者计算）	3 216 000
	15 741 000
应付债款	363 000
净流动资产	15 378 000
固定资产（减 8 400 000 折旧）	23 350 000

表18-3　1933年9月斯塔贝克公司　　（单位：美元）

证券	面值	市场价格	市值
10 年期 6% 票据以及其他债务	22 000 000	40	8 800 000
优先股	5 800 000	27	1 500 000
普通股（2 464 000 股）		6	14 700 000
发行证券总价值			16 200 000

不考虑固定资产，公司证券加在一起，售价竟然不到公司持有现金一项的1/3，也仅有净流动资产的1/7。(204)

该公司1美元的债券仅以40美分的价格出售，债券持有人享有在清算时先于股东获得全额偿付的权利。然而，市场给予其股票的价值远远高于给予其债券的价值。

自愿再调整计划

明确意识到破产管理的不足之后，债券持有人开始接受公司管理层提出的自愿减少合约请求权的建议。该方法与旧式的“和解”（股

东权益没有变化的同时，债权人推迟、甚至缩减享有的请求权）不同，债权人开始获得相当数量的公司股权。

案例

1931年年底，雷迪欧－凯斯－奥菲姆公司（Radio-Keith-Orpheum Corporation）由于债务即将到期而迫切需要资金，但却无法从一般融资渠道获得。最后股东批准了以下计划：原有股东出让75%的股息，作为支付给11 600 000美元信用债券购买者的奖励。然而，之后公司持续大幅亏损，不得不在一年后申请破产管理。

1933年，福克斯电影公司也实施了类似的资本重组计划。股东放弃了80%的股份，以此获得约40 000 000美元的5年期票据和银行贷款。

堪萨斯公用事业公司（The Kansas City Public Service Company）的再调整计划也在1933年完成，主要解决如何在预测到的盈利能力较差的某个阶段，减少利息费用支出的简单问题。其规定1933—1936年，第一抵押权债券的票面利率从6%下降至3%，1937—1938年则恢复至6%，而在1939—1951年上升至7%，以弥补持有人前几年近12%的损失。公司还设立了一只大型偿债基金，根据收益情况注入资金，用于逐渐收回债券并提升债券市场地位。

显而易见，堪萨斯公用事业公司债券持有人与其坚持6%的票面利率而导致公司无力支付进入破产管理，不如接受暂时较低的、但可实际获得的3%票面利率。（公司上一次于1926年结束的破产管理共持续了6年。）在这个案例中，股东并未被要求放弃部分次级证券权益，以

换取债券持有人的让步。从理论上讲，这种权益的放弃和转移对于债券持有人来说是平等的，但实际意义并不大，因为转移给债券持有人的股票红利的市值其实相当有限。[(205)]尽管如此，还是应该遵循以下原则：债券持有人放弃任何重要权益时都有权从股东处获得相应的交换条件——无论是股东承诺向公司注入现金，还是股东转移部分公司未来收益的请求权给债券持有人。[(206)]

1939年，临时性补充法律颁布，意图通过加强重组方案对所有证券持有人的约束力，推进铁路公司所谓的“自愿重组”。[(207)]新法令旨在救助之前提出自愿重组方案的巴尔的摩－俄亥俄－利哈伊铁路公司，希望可以减少固定利息费用，延长已经或即将到期的债务期限。与此同时，股东希望自身的利益不受任何程度的损害。

正如我们之前阐述的，我们仍然认为自愿再调整计划本身是合适的，但是需要在债券持有人获得表决投票权后再提出，此外，他们还需要在各种可行的行动方案中做出选择。

债券托管人地位的改变

1933年后开始实施的所有有关救助方式的新法律中，《1939年信托契约法》是较为重要的一部。该法律旨在纠正债券托管人在实际管理中的一系列问题和滥用职权的行为。过去，针对债券托管人的指责主要是，他们只是充当了债券持有人的代理人，却从未真正以受托人的角色行使职权。这意味着，除非一定比率的债券持有人要求债券托管人去维护持有人权利，托管人通常不会主动采取行动。[(208)]此外，实际上，债权合同往往没有明确说明债券托管人的职责，而只是对其义务的豁免和利益受损时的赔偿进行了详细规定。

针对令人难以满意的现状，1939年的新法令做出了以下规定（第315条）：

违约实际发生时债券托管人的职责

（c）有效的债券合同应当包含违约实际发生时债券托管人应履行职责的条款（相关术语已在债权合同中予以界定）。既然他们被合同赋予相关的权利和权力，在行使这些权利和权力时，他们就需要和审慎行为人处理自己的业务时一样尽职、勤勉和专业。

此外，新法令中还有限制所谓“免责条款”使用的规定。在过去，除非欺诈或较为严重的失职行为被证明存在，“免责条款”将使债券托管人得以逃脱相关责任的追究。

对债券托管人的指责还在于，其通常由公司债务人（比如持有公司本票的信托公司）或是被共同利益集团控制的主体担任。这样的安排容易导致利益冲突，使得债券托管人难以公正地大力采取行动，进而会对债券持有人的利益造成较大的损害。《1939年信托契约法》针对这些行为的规范做出了严格的规定。(209)

保护委员会存在的问题

对债券托管人地位的改革有助于解决目前保护委员会遇到的各种棘手问题。自1929年以来，保护委员会不仅整体定位不明确，其表现也非常难以令人满意。在过去，原来负责发行证券的投资银行家在违约实际发生时组织成立保护委员会被认为是理所当然的。然而近年来，这种做法的合理性和实用性受到越来越多的质疑。债券持有人开始对发行机构的判断力失去信心，或对发行机构能否公正无私地维护他们的权益产生怀疑，因为发行机构与公司之间存在其他的利益关系或联系。有些债券持有人甚至可能还会认为，债券承销商需要对持有人的损失承担法律责任。因此，由其他机构而非发行方来代表债券持有人的利益是很有说服力的做法。但是，如何确定哪些是有能力代表

持有人利益的机构确实颇费思量。如果将证券发行机构排除在外，任何持有人都可以宣称自己是保护委员会的主席并吸纳新资金，将导致整个程序缺乏规范，且权利滥用现象普遍。多个保护委员会共同运作的情况开始出现，不正规的揽储现象层出不穷，给信誉不佳、动机不纯的人带来很多钻空子的机会。

1938年新破产法的实施改善了这些情况，它将保护委员会活动和薪酬都纳入法院审查的范围。（针对铁路公司，新破产法规定除非之前由申诉委员会批准，保护委员会不得参与整个进程。）未来的立法可能将对保护委员会的构成以及后续行为做出更为详细的规定。

一个改革建议

既然在债券合同中明确债券托管人有积极保护债券持有人利益的职责，那么整个程序必须更加透明和规范，担任该角色的大型机构拥有成功履行该职责所要求的资源、经验和地位。因此，在一般情况下，托管人可以自己组建保护委员会，委员会主席由托管人的某位行政人员担任，委员会成员则从拥有较大份额的债券持有人或其指定人员中选择。经过分析后发现，作为所有债券持有人代表的托管人以及作为存款凭证持有人代表的保护委员会之间可能存在的利益冲突，只是一些技术上的小问题，造成的影响也很小。如果出现了这些冲突，完全可以通过将问题呈交法院来解决。当然，如果托管人及其法律顾问代表债券持有人勤勉尽职地争取到相关权益时，也会得到丰厚的回报。

这一做法力图实现债券托管人和一部分债券持有人之间的高效合作，在前者看来，后者符合代表所有债券持有人的资格。因此，在债券刚开始发行时，这部分债券持有人最好建立一个组织，就是说，不要等到违约事件发生后才成立。这样从一开始，就会存在负有责任且利益相关的机构，从债券持有人角度出发跟踪公司运作，并在必要时

对可能损害债券安全的公司政策提出反对意见。公司应当向这一组织成员支付合理的报酬。这样的安排部分等同于在董事会中加入债券持有人代表。如果到了该组织作为代表债券持有人利益的保护委员会采取行动的时候，他们此前对公司业务的熟悉将会成为一种优势。

19

保护性条款（续）

禁止优先留置权

除了讨论一般违约事件，我们还需要简要介绍某些具体的保护性条款。（关于保护可转换和其他参与特权免受摊薄的事宜，将在投机级优先证券的章节中讨论。）首先，关于抵押债券，我们发现债券合同几乎都会禁止在抵押资产上设定任何新的优先留置权。但如果认识到优先留置权是未来筹集新资本的必要条件，则根据重组方案新发行的债券有时会成为特例。

案例

1926年，芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司发行了107 000 000美元A系列5%抵押债券，以及185 000 000美元等级较低的5%可转换调整抵押债券，用以交换已破产的芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司发行的证券。债券合同允许公司今后发行任意数量的第一替续抵押债券，其优先级别将高于A系列5%抵押债券。(210)

同权债券条款

如果债券无担保，则基本上会与后续债券平等分享设定在资产之上的抵押留置权。

案例

1897—1908年，纽约－纽黑文－哈特福德铁路公司出售了大量信用债券。该债券刚开始时并没有任何担保，但债权合同规定它们将同后续以公司资产作为抵押的证券平等享有担保。1920年，股东批准公司发行第一替续抵押债券，之前发行的信用债券自此开始与该抵押债券平等享有新抵押资产的担保。虽然它们实际上已经不再是“信用债券”，但仍保留了这一名称。但是，该公司发行的1957年到期的4%信用债券没有类似的规定，因此是真正无担保的。1939年，（实际上无担保的）1957年到期的4%信用债券的价格不到（实际上存在担保的）1956年到期的4%信用债券价格的1/3，比如前者为5美元，后者为16美元。[(211)]

买价抵押

通常情况下，买价抵押可以被没有任何限制地采用。此时债券留置权只会指向以后新购入的公司资产，而不会影响其他债券持有人的权益。当然，这一假定也并非一直有效，因为采取买价抵押发行新债券将提升公司的权益负债率，从而可能危害现有债券持有人的地位。

重组时债券级别低于银行债务

如果债券或票据是根据重组计划发行的，有时其请求权会被规定位于已有或未来银行贷款之后。这样规定的目的是便于银行借贷，否

则借贷难易程度只能取决于使用应收账款或存货作为担保的情况。一个典型的例子是伊奥利亚公司（Aeolian Company）发行的1937年到期的5年期6%担保票据，该票据在一次资产重组中发行，用于和公司发行的7%担保优先股进行部分交换，其优先级别低于之后被支付的400 000美元银行贷款。

有关增发同类证券的保障

几乎所有的债券或优先股都享有关于增发同类证券的保障。通常合同会规定，只有当收益保障水平远远超过要求水平时，公司才可以增发同类证券。举例来说，纽约爱迪生联合电气公司规定，除非用于债券替续，否则只有当最近12个月的合并净收益达到包括拟发行债券在内的公司所有债券债务的年利息费用之和的1.75倍时，公司才可以发行第一留置权替续抵押债券。惠灵钢铁公司（Wheeling Steel Corporation）发行第一抵押权债券时，以上比例被定为2倍。(212)

然而，在铁路领域，实践中并不会出现以上有关收益保障倍数的相关条款。一般情况下，一揽子抵押类铁路债券会利用以下规定的标准约束增发债券，即长期债务总额不能超过已发行股本的一定比例，此外，增发债券数额不得超过公司新获得资产的成本或公允价值的一定比例。比如巴尔的摩－俄亥俄铁路公司（Baltimore and Ohio Railway）发行的替续和第一抵押权债券，以及北太平洋铁路公司发行的替续增强债券。旧债券发行时，抵押资产通常被限定在较小的固定数量之内，因而需要通过出售次级证券来筹集额外资金。这一规定使“标的债券”处于更为有利的位置，具体可参见本书第6章的相关内容。

通常情况下，只有当新抵押资产的价值显著高于债务增加的数额时，公司才可以增发抵押债券。例如，扬斯敦钢板和钢管公司（Youngstown Sheet and Tube Company）发行的第一抵押权债券要求

增发债券数额不得超过新增加抵押资产成本或资产增值的75%；纽约爱迪生联合电气公司发行的第一留置权替续抵押债券要求增发债券数额不超过75%的固定资产增加或增值的实际合理支出；皮尔马克特铁路公司（Pere Marquette Railway Company）发行的第一抵押权债券要求增发债券数额不超过新建或新获得资产的成本与公允价值两者中较低值的80%。

这些保障措施在逻辑上是合理的，并且经常得到投资者密切关注。但事实上，它们的实际作用并不像表面看上去那么重要，因为通常情况下，想在增发时为了吸引买家，需要制定一些看似更符合投资者需求的规定。

营运资本要求

有关将营运资本与债券债务、将流动资产与流动负债均维持在一定比例的规定并没有标准化的模式。它们只会出现在工业债券的债权合同中。(213)

以上比例标准各有不同，对未能达到标准的处罚措施也不尽相同。大多数情况下，结果只是在营运资本重新达到合理水平或一定比率之前暂停股息支付。在少数情况中，债券持有人可以直接宣告债券本金提前到期。

案例

1．单独的处罚，暂停支付股息。B.F.古德里奇公司（B. F. Goodrich）发行的1956年到期的4.25%第一抵押权债券以及威尔逊公司（Wilson and Company）发行的1955年到期的4%第一抵押权债券，均要求公司流动资产至少同债务总额相等，即净流动资产要同

长期债务相等。在西弗吉尼亚纸浆及纸张公司（West Virginia Pulp and Paper）发行的1952年到期的4.5%第一抵押权债券的案例中，子公司发行的优先股被包含在长期债务中。

费尔班克斯－莫尔斯公司（Fairbanks, Morse and Company）发行的1956年到期的4%信用债券，规定流动资产至少达到（a）总负债的110%；以及（b）流动负债的200%。惠灵钢铁公司发行的1966年到期的4.5%第一抵押权债券以及共和钢铁公司发行的1956年到期的4.5%普通债券，都要求流动资产至少达到流动负债的300%，且净流动资产达到长期债务的50%以上。

2．未达到标准属于违约事件。斯凯利石油公司（Skelly Oil）发行1951年到期的4%信用债券以及1937—1941年到期的分期偿还票据。公司同意将流动资产维持在流动负债200%以上的水平。

大陆钢铁公司（Continental Steel）发行的1946年到期的4.5%债券对以上比例的要求为115%。

美国机器铸造公司发行的1939年到期的6%债券有双重的保护性规定：首先，公司将暂停股息发放，除非净流动资产达到发行债券数额的150%；其次，净流动资产要无条件地保持在发行债券面值的100%以上。在美国散热器公司（United States Radiator Corporation）发行的1938年到期的5%债券的案例中，公司同意无论在任何时候，净流动资产都会保持在长期债务的150%以上。

在工业债券的案例中，对营运资本提出一些通用的保护性条款，在理论上似乎是合理的。我们此前也曾经建议将净流动资产与长期债务的比例作为选择工业债券的具体标准之一。债权合同中应明确相关标准，因而债券持有人有权在债券存续期要求公司将比例维持在该标准之上，并且在比例低于临界值时要求公司赋予持有人适当的救助方式。

此时，暂停股息发放不仅合适，而且可行。然而，更为严厉的惩罚措施，即将营运资本不足视作“违约事件”，对债券持有人而言则并不是有效或有利的。曾有反对意见指出，破产管理实际上是损害而非保护了债权人的权益，这证明了上述观点。参考之前提到的美国散热器公司发行的5%债券，我们可以发现，其1933年1月31日的资产负债表显示150%的营运资本比例要求无法满足（净营运资本为2 735 000美元，只有债券总额2 518 000美元的109%）。然而，托管人并未提前宣布债券本金到期，也没有足够数量的债券持有人提出该请求。无论如何，由营运资本引起的破产管理都会严重侵犯债券持有人的利益。但是这一态度表明，被质疑的相关营运资本条款不应被包括在债权合同内。(214)

将表决控制权作为一种救助方式

我们之前提出并讨论了当违约事件发生时，用赋予债券持有人对公司表决控制权的方法，替代债券持有人有权选择托管人的方式。无论读者如何看待该项建议对利息或本金拖延支付的适用性，我们相信每个人都会同意，在“次级”违约（如营运资本比例无法达标、无法完成偿债基金支付）时，该项建议意义重大，因为其他选择，无论是宣布资不抵债，抑或不采取任何行动，都无法完全令人满意。

投资信托证券的保护条款

我们认为投资信托债券属于一种特殊类别，因为根据其性质，它们适用严格的救助条款。该类债券本质上类似于银行根据有价证券而发放的抵押贷款。作为对此类银行贷款的保护，担保物的市场价值必须维持在高于贷款发放额的某一特定比例。同理，借款给投资信托的出资人应当有权利要求投资组合的价值持续高于贷款数额足够的比例，比如25%。如果市场价值低于这个比例，投资信托应当采取与以有

价证券作为抵押的借款方在类似情况下相同的做法，通过注入资金（比如向股东筹集更多资本金），或通过出售证券及整个债务并以其收益偿还债券，使得市场价值保持在特定比例之上。

债券投资的固有缺陷通常使得购买者寻求可能保障的所有主张都具有合理性。对于投资信托债券而言，一个非常有效的保障措施是通过条款制定，要求投资组合的市场价值高于债券债务的数额。因此，投资信托债券的持有人应当主张此类保护条款，并且监督条款得到严格执行。虽然在投资组合市场价值下降时，该条款将对股东利益造成损害，但它毕竟是原始协议的一部分，即股东同意承担大部分风险以换取超额收益。(215)

一项针对投资信托债券合同的调查显示，保护性条款普遍缺乏一致性。它们大都要求资产价值超过债务一定比例，并以此作为债券增发的前提。净资产与长期债务的比例标准在120%（如通用美国投资者公司［General American Investors］）至250%（如尼亚加拉股份公司［Niagara Shares Corporation］）之间波动，其中较为常见的是125%或150%。现金股息支付也存在类似的约束，其比例在125%（如国内外投资者公司［Domestic and Foreign Investors］）至175%（中央州电力公司［Central States Electric Corporation］要求达到该标准才可以向普通股股东发放现金股息）之间波动，较为常见的可能是140%或150%。

但是在大部分情况下，并不能要求债券发行公司的资产价值持续无条件地在最低水平上保持高于债券债务数额。此类案例包括通用公用事业公司（General Public Service Corporation）发行的1953年到期的5%可转换信用债券、美欧证券公司（American European Securities Company）发行的1958年到期的5%债券以及附属基金公司（Affiliated Fund）发行的1949年到期的4.5%和4%可转换信用债券。这些公司都要求资产的市场价值保持在长期债务的125%以上。就附属

基金公司来说，其提供的救助方式是托管人立即出售抵押担保品并提前偿付债券，直至恢复相关比例要求。在其他情况下，公司会制定关于所有债权到期并进行支付的更为详细的机制。我们建议将该类条款（特别是那些应用最简便的）作为投资信托债券的标准要求。(216)

偿债基金

现代形式的偿债基金通过公司支付的方式，对一定比例的优先债券进行定期偿付。偿债基金通常通过电话、秘密要约以及托管人或公司于公开市场购买的方式获得证券。在最后一种方式中，公司以债券代替现金支付给偿债基金。公司通常在一年内向偿债基金注资一到两次，但季度甚至月度支付的规定也十分常见。许多偿债基金获得的债券实际上不会被偿付，而是会“继续存续”，即它们将产生利息，这些利息将同样用于偿债基金的支付，使得后者以复利的速度增加。

案例

关于此种安排的一个重要案例是最初总额为504 000 000美元的美国钢铁公司发行的两只5%债券的偿债基金。其中，次级债券在纽约证券交易所上市交易，并在债券市场中以“钢铁偿债者”（Steel Sinkers）的名称为投资者所熟知。通过在偿债基金中加入债券利息，公司每年向偿债基金的支付额由1902年的3 040 000美元增加至1928年的11 616 000美元。（第二年后，所有债券发行额都得以偿付或保障。）

偿债基金的益处

偿债基金主要有两方面的益处：首先，债券规模的持续减少有助于增强其安全性，并且有利于债券到期时公司更轻松地偿付余额。其次，也是很重要的一点，偿债基金通过刺激大量的债券购买需求，为债券的市场表现提供了支撑。几乎所有的工业债券都拥有偿债基金，约有一半公用事业公司拥有偿债基金，而只有极少数的铁路公司拥有偿债基金。但近年来，偿债基金的重要性得到了越来越多的关注，几乎已经没有不包括相关条款的长期优先债券。(217)

某些情况下不可或缺

在一些情况下，偿债基金对于债券保障是绝对不可或缺的。通常当债券的主要抵押包括递耗资产时，偿债基金的必要性便得以体现。以矿业资产为抵押的债券通常都拥有较大比例的偿债基金，还会根据采矿吨位大小进行调整。与之相比，房地产抵押债券通常设立相对较小比例的偿债基金。所有这些案例的理论基础是，年度损耗或折旧计提应当被用于减少长期债务。

案例

关于偿债基金重要性的一个特殊案例是跨区快速地铁公司发行的1966年到期的5%第一替续债券，其主要由归属于纽约市的资产租金作为担保。显然，在1967年租期届满之时，公司将丧失大部分资产和收益能力，利用偿债基金偿付该债券显然是非常必要的。与此类似，烟草产品公司（Tobacco Products）发行的2022年到期的6.5%债券的价值也全部取决于2022年租赁合同到期的美国烟草公司2 500 000美元的年度租金支付。此时，缺少偿债基金无疑将引起麻烦。

案例

联邦矿业和冶炼公司（Federal Mining and Smelting Company）曾发行大量的优先股（价值12 000 000美元），用以购买一家优质的矿业公司，并且这些优先股没有设立偿债基金。1926年普通股股东获得10美元股息的公告引发了一场法庭诉讼。优先股股东请求法院禁止公司通过消耗矿产及分配现金收益给次级股票股东的方式威胁其地位和权益。根据法院的判决，公司在1937年前不得发放普通股股息，同时应在1939年优先股本息偿付完毕前，将剩余利润用以回购优先股。

即便作为抵押品的船舶价格明显在持续下降，铁汽船公司（Iron Steamboat Company）发行的1932年到期的4%普通抵押债券仍然没有设立偿债基金。1902年发行时，该债券总额为500 000美元，并且对公司所有资产（主要由纽约市和康尼岛之间的7艘小型蒸汽船组成）享有第二留置权，求偿次序排在100 000美元的第一抵押权债券之后。1909—1925年，公司一共支付了超过700 000美元的普通股股息，并且在1922年利用偿债基金偿付了所有第一抵押权债券。此时，1932年到期的4%债券持有人对公司所有资产享有第一留置权。1932年，该公司破产，无法偿付发行任何的债券。1933年2月，留置资产被拍卖，所得15 050美元仅够支付已发行债券数额的百分之一。若该债券之前设立偿债基金，将有可能使用最后分配给股东的相关收益偿付债券。

如果公司被证明将持续经营，那么不设立偿债基金并不一定会影响债券的投资属性。这不仅由大多数高等级铁路债券和许多高等级公用事业债券所体现，同时也为大多数老牌投资级工业公司的优先股所

证明，比如没有偿债基金的纳贝斯克公司优先股。因此，从更加宽泛的角度看，设立偿债基金无疑很好，但也并不是在任何情况下都不可或缺。

将分批到期作为一种选择

设立偿债基金的一般目标也可以通过使用分批到期的方式来实现。公司每年偿付一部分到期债券的做法，同利用偿债基金购买债券缩减债务规模的结果是一致的。分批到期较为少见，反对者认为其运作需要大量独立的市场报价。然而在设备信托领域，分批到期条款普遍存在。这种特殊的现象可能是由保险公司和其他金融机构作为设备债券的主要购买者所导致的，同时也因为它们有特殊需要，所以设置的不同到期日能为之提供方便。分批到期在州政府与市政府的财政融资中也经常被采用。

执行中的问题

偿债基金条款的执行面临着与营运资本比例维持条款执行相同的问题。在债权合同中，无力支付偿债基金通常被视为违约行为，这将导致托管人有权宣告本金提前到期，从而使公司进入破产管理程序。这一“救助”方式显然不正确，我们也无法找到一个公司按时做到支付利息，但却无法支付偿债基金，由于合同条款的执行而进入上述程序的案例。当公司继续支付利息，但声称无法支付偿债基金时，托管人和债券持有人通常不会主动采取行动，而只会允许偿债基金累积欠款。更常见的情况是，公司正式请求债券持有人允许其延期履行偿债基金的支付。由于拒绝该请求可能导致公司资不抵债，大部分债券持有人几乎无一例外地选择同意。这一点在跨区快速地铁公司5%债券的案例中也有所体现。正如我们指出的，偿债基金是债券保障的重要要素。(218)

我们针对营运资本条款提出的建议（即在违约事件发生时，将表决控制权转移给债券持有人），同样适用于偿债基金条款。在我们看来，现有规定将使债券持有人或不采取任何行动维护其自身利益，或采取极端和灾难性的措施以致公司破产，我们提出的救助方式显然更胜一筹。

之前我们主要强调了工业债券的保护性条款，但读者不应据此认为这些条款的存在一定能够保证债券的安全，因为事实远非如此。债券投资的成功主要取决于企业的良性运作，仅在较小程度上取决于债权合同的相关条款。这就似乎出现了一个悖论，即优先债券往往在经济萧条期表现最好，但它们的合同或公司章程条款总体来讲并不那么令人满意。对此的解释是，这些债券大多是在很久之前发行的，在那时，投资者对于保护性条款的关注还远不如现在。

在附录注释34中，我们介绍了两个相反的案例（威利斯－奥弗兰公司发行的1933年到期的6.5%第一抵押权债券与伯基－盖伊家具公司［Berkey and Gay Furniture Company］发行的1941年到期的6%第一抵押权债券）。在案例中，一系列数据有力地证明了，任何标准的保护性条款都不能保证债券持有人免受巨大损失。但是，虽然我们一直讨论的保护性条款不能保证债券的绝对安全，但它们确实能够增加债券安全性，并因此值得继续使用。

根据州立法机构制定的有关抵押延期偿付的各种法律条款，在许多房地产债券案例中，偿债基金支付的暂停并不会受到任何处罚。例如，哈里曼建筑公司（Harriman Building）发行的1951年到期的6%第一抵押权债券。根据纽约州延期偿付法律，1934—1939年该公司未因未能支付偿债基金而受罚。

20

优先股的保护性条款与维持充足的次级资本

在优先股协议中，往往设立有针对发行优先级别更高的证券的保护性条款。该条款通常规定，除非公司得到2/3或者3/4的优先股股东投票同意，否则不能发行优先级更高的股票或者抵押债券。但这个禁令也并非是绝对的，因为有时候优先股股东经过深思熟虑之后，也许会发现授权发行优先证券对自己更有利，比如在必须进行新的债券融资来避免破产清算时便是如此。一个典型的例子就是1932年的艾廷根－希尔德公司（Eitingon-Schild Company）。公司发行的股息率为6.5%的第一优先股的保护条款规定，除了置产债务（purchase-money obligations）、现有抵押债务的展期，以及将流动资产抵押来获得用于正常业务活动的贷款之外，公司不能将其任何资产做抵押、留置或者增加该资产的费用。但由于该公司在1932年的财务状况岌岌可危，优先股股东授权批准了若干财务重整方案，其中包括发行5 500 000美元票面利率为5%的信用债券，该债券合同中的若干条款专门针对固定资产收取费用。

限制信用债券的发行是可取的

通常情况下，优先股股东无权干预信用债券的发行。以美国金属公司（American Metal Company）为例。1930年，该公司在没有经过优先股股东投票表决的情况下，发行了规模为20 000 000美元的信用债券。但是在1933年，公司被迫征求优先股股东的同意，在该债券到

期时以抵押担保的方式发行替续债券。这种差别在我们看来是不合理的，因为无担保债务像抵押债务一样，同样会对优先股的安全构成威胁。通常情况下，优先股股东可以阻止公司新发行优先级更高或者与它同级的优先股以及任何担保债务，但无权干预公司发行任何规模的信用债券，这似乎是不合理的。

对发行信用债券缺乏限制条款，可能是希望公司容易获得银行借款以满足日常经营需要，但是还可以从相关具体条款对这一点加以考虑——就像目前常见的规定，公司可以将资产用来抵押以满足“日常经营中的借款需要”，而且无须优先股股东同意。(219)

在资本重整计划中，公司发行同等级别或者优先级别更高的优先股来替换旧有优先股时，通常会发起优先股股东的投票程序，而发行新优先股往往是为了处置累积股息。通过为新优先股设计较旧有优先股同级或者更高的优先级，那些原本倾向于反对重整方案的股东可能会被迫妥协。

案例

1930年奥斯汀－尼科尔斯公司股息率为7%的优先股，每股股息累积至21美元。该公司提议，将该优先股兑换为每股股息为5美元的累积优先股A，加上1.2股普通股。经由优先股股东们投票表决，该方案得以通过。新优先股A的优先级高于旧有优先股，结果，大约99%的旧优先股股东选择兑换。国际纸业公司和菲斯克橡胶公司分别在1917年和1925年对优先股进行了类似的股息重整，而且新发行优先股的优先级与旧优先股相同。(220)

优先股偿债基金

公用事业或者铁路公司的优先股很少设有偿债基金条款。但是对于工业公司优先股而言，设立偿债基金已成为惯例。和偿债基金对于债券的好处一样，它同样有益于优先股。而且，正如我们经常强调的，鉴于优先股契约中存在的种种弊端，优先股购买者更有理由争取这类特殊的保护性协议。尽管偿债基金是优先股十分理想的安全保障，但设立与否并不能证明优先股是否足够安全。在1932—1933年保持着投资评级的21只优先股中（见第14章），仅有一只设有偿债基金条款。正如前面所解释的，这种矛盾现象事实上是因为几乎所有的优质工业公司优先股都时间久远，而相对而言，偿债基金则是近年来才发展起来的新事物。

偿债基金的金额通常设定为最高未偿付优先股金额的一定比例，最常见的比例大约是3%。基金金额按利润百分比来确定的情况较为少见。偿债基金金额的计算方法多种多样，并且涉及一些技术上的处理，这里我们不去详细说明。大多数情况下，偿债基金的支付是强制性的，除非：已经全部支付或“准备”支付优先股股息，并且剩下的盈余利润能够达到偿债基金的要求。

有少部分优先股还受到维持净流动资产（即营运资本）的协议保护，通常要求净流动资产维持在优先股总额的100%或者优先股加债券总额的100%以上。在某些情况下，对不遵守这类协议的处罚仅仅是禁止分派普通股股息（如西德尼－布卢门撒尔公司［Sidney Blumenthal and Company］）；而在另一些情况下，处罚是将（普通股）投票控制权让渡给优先股股东（例如A.G.斯波尔丁兄弟公司［A. G. Spalding and Brothers］股息率7%的第一优先股，就要求营运资本达到优先股总额的125%）。[(221)]

股息拖欠事件中的投票权

在优先股保护条款中，涉及投票权的第二类情况是公司拖欠股息。据我们所知，这类保护条款只适用于累积优先股。考虑到投票权生效时间以及其赋予的对公司的控制程度，这类安排会有所不同。有些公司规定，公司只要拖欠股息，优先股股东立即拥有投票权，如考夫曼百货公司（Kaufmann Department Stores）股息率为7%的优先股和皇家发酵粉公司（Royal Baking Powder Company）股息率为6%的优先股。另外一类极端是，只有当公司拖欠8个季度的股息后，优先股股东才拥有投票权，如布伦斯维克－鲍克－科伦德公司（Brunswick-Balke-Collender Company）。而一般情况是一年后生效，赋予优先股的投票权可能是：（1）投票选举所有董事，（2）单独选举大部分的董事，（3）单独选举少数董事，（4）拥有与普通股相同的投票权。

- （1）类的例子：麦克森－罗宾斯公司（McKesson and Robbins, Inc.）在1932年12月拖欠第四季度股息，优先股股东因此而获得董事的唯一选举权。
- （2）类的例子：1933年哈恩百货公司（Hahn Department Stores）拖欠4个季度股息，优先股股东因此而获得推举大部分董事的权利。
- （3）类的例子：环球电影公司（Universal Pictures）拖欠6个季度股息，第一优先股股东因此而有权推举两名董事。布鲁克林－皇后区运输公司（Brooklyn and Queens Transit Corporation）只要任何一季度拖欠的股息未能在一年内偿付，公司优先股股东便可推举1/3的董事。
- （4）类的例子：城市制冰和燃料公司（City Ice and Fuel）若拖欠4个季度股息，公司优先股股东就拥有与普通股相同的投票权。[(222)]

最后这条规定的价值很大程度上取决于优先股的规模是大于还是小于普通股。如果是大于，那么与普通股相同的投票权能够使优先股股东有效地控制公司；但大多数情况是优先股规模较小，因此这种投票权很可能起不到太大作用。

综合性投票权。1939年发行的西宾夕法尼亚能源公司（West Penn Power）股息率4.5%的优先股和威斯康星州燃气与电力公司（Wisconsin Gas and Electric）股息率4.5%的优先股均拥有以下投票权：（1）与普通股相同的投票权；（2）如果公司拖欠一年股息，则优先股股东有权额外推举两名董事；（3）如果公司拖欠3年股息，优先股股东有权推举大部分董事会成员。北美公司股息率为6%的优先股总能推举1/4的董事会成员，如果公司拖欠3年的股息，则该公司优先股股东能够推举大部分董事。

非累积优先股需要更多保障

以上概述的保障措施普遍存在一些弊端。首先，尽管人们认为这类特定的投票权条款理应仅适用于累积优先股，但在我们看来，将非累积优先股排除在外是极不合理的。当公司拖欠股息时，非累积优先股持有者无疑有更充分的理由要求拥有董事代表，因为他们无权在将来要求追偿损失的股息。我们认为应该制定这样的财务准则，即任何那些现期股息未得到全额支付的优先股，都应该在董事会中拥有独立的利益代表。

另一方面，我们认为当公司未能支付优先股股息时，清除所有代表普通股股东权益的董事并不合适。董事会完全由优先股股东掌控可能会导致普通股股东明显受到不公平对待，例如故意不清偿全部优先股股息，优先股股东便可以一直掌控公司。董事会中应至少保证留存少数的代表各方利益的董事，即使他们在实际投票中影响甚微，却能够有效阻止不公平或者不合理的做法。

有关投票权的一般原则

根据上述讨论，可以制定出有关于优先股投票权的一般原则。标准的安排应该是各类优先股和普通股在任何情况下都拥有一部分董事的独立选举权。[(223)]只要公司定期支付优先股股息，让普通股股东推举大部分董事是合理的，同时当任何时候公司不能全额支付优先股股息时，而且不论是累积优先股还是非累积优先股股息，都应将大部分董事的选举权让渡给优先股股东，这同样是合理的。[(224)]

为充分保障优先股，不仅应在拖欠股息的情况下将投票控制权让渡给优先股股东，当公司未能支付偿债基金或者不能维持规定的营运资本时也应如此。有一些公司的章程就给予了优先股股东这样三重保障，例如贝尤克雪茄公司（Bayuk Cigars）和A.G.斯波尔丁公司。在我们看来，这种做法应该成为标准而非特例。

优先股投票控制权的价值令人质疑

从实际的角度来看待这个问题，我们必须承认，赋予优先股股东投票控制权并不一定对他们有利。在某些情况下，这类特权可能得不到有效使用；而另一些情况下，这些优先股持有者可能太过被动或者胡乱接受他人建议，以至于尽管有特权也没能保护自身的利益。优先股投票控制权在实践中的局限性可以通过一个例子来说明，那就是梅塔格公司（Maytag Company）。1928年该公司（生产洗衣机）进行资产重组并发行了以下证券：

100 000股每股6美元的累积第一优先股。

320 000股每股3美元的累积优先股（第二优先股）。

1 600 000股普通股。

所有这些股份中大约80%由梅塔格家族掌握。通过投资银行，该家族将持有的第一和第二优先股向公众出售。这使他们个人（并非公司）净赚了大约20 000 000美元，并通过对普通股的持有权掌控着公司。公司优先股条款规定，两类优先股都不拥有投票权，除非任何一类优先股被拖欠4个季度股息。在这种情况下，两类优先股作为一类共同投票，将有权推举大部分董事。在1932年，两类优先股股息均被拖欠，因此在1933年年初，投票控制权被让渡给了优先股股东。

令人感到匪夷所思的是，在1932—1933年，公司董事会成员仅有的变动是一名董事辞职，他是一家证券承销公司的合伙人，而据推测他代表优先股股东的利益。剩余的5名董事全部是公司营运主管，并且与普通股股东利益一致。与此同时，两只初始发行价分别为101美元和50美元的优先股价格分别跌至15美元和3.125美元。

整理回顾一下上述情况，我们可以看到，公司的私人所有者出售对公司利润的优先要求权，由此赚取了一笔数目庞大的个人收入。为了保护公司中公众的权益，当公司持续拖欠优先股股息时，优先股股东将获得投票控制权。这一事件的发生引起了股价灾难性的暴跌。但新的投票控制权没有得到行使，而且普通股股东仍主导着董事会，甚至较之前更进一步。

对于这一事件，华尔街人士的看法是：因为公司的管理层踏实能干，所以变更董事会是毫无必要的，甚至是不明智的。在我们看来这种观点忽略了基本的一点。诚然，公司的经营管理应该维持稳定；也许，尽管并非绝对，代表优先股息益的董事们在处理优先证券的事项上会和支持普通股股东的董事们遵循相同的财务策略，但该问题的关键是这类决策实际上应该由这样一个董事会进行制定——该董事会中大部分董事是优先股股东根据其所获投票权推举的。无论董事会的变动是否会导致公司政策的改变，都应该依照公司章程的规定来推举董

事。否则，投票权条款将毫无意义，它会变成一句空话，使优先股购买者以为他们的投资有保障，而事实上并非如此。(225)

此类情况下推荐采用的程序。笔者认为，对于诸如梅塔格公司这类情况，所需采用的适当程序十分明了。优先股股东个人没有有效的方法来提名和推举代表他们利益的董事，而证券发行机构应该承担这一职责，并认真履行。他们的职责是：

（1）获得登记在册的优先股股东名单；

（2）通知优先股股东有关新的投票权；

（3）向他们推荐候选董事，并要求他们委任代表对候选董事进行投票。

当然，证券发行机构应推荐能够充分胜任这个职位的董事，这些候选董事与普通股没有任何重大利益联系，立场也不会倾向于普通股，而且如果他们本身就是优先股的大股东则更为适合。在根据公司重组而发行优先股的情况下，很可能没有证券发行机构主动承担上述职责，但在公司重组过程中，以前曾积极代表优先股持有人利益的证券机构同样可以承担这一职责。

尽管如此，由优先股股东推举的董事很有可能并不称职，或者因为其他原因不能有效代表优先股股东的利益，但这不是反对优先股股东拥有和行使投票权的正当理由。普通股股东以及公民的投票权也面对类似的反对理由，解决的方法不是剥夺他们的选举权，而是进行教育。正如我们前面已经指出的，倘若优先股设有完善的投票控制权条款，并能够及时有效地加以使用，就能够在很大程度上克服“优先股收取股息不是明确的法定权利”这个固有缺陷。但是，在优先股满足这两项条件之前，我们必须再次强调，对于投资者而言，债券形式较优先股形式更具实践上的优势。

维持充足的次级资本

最后，我们想提请债券持有人和优先股股东注意一项保障条款，该条款在技术上具有重要意义，但却频频在有关合同和公司章程规定中被忽略。这里所指的就是维持充足的次级资本。我们在前面已经强调过这个原则，即充足的次级资本是所有明智的固定价值投资的必备条件。除非公司的价值远高于其负债，否则以3%或4%的利率向该公司贷款是极不慎重的。这是一条基本原则而且很好理解。但是人们大多不知道，《公司法》允许公司在获得贷款后撤回几乎所有的股本和盈余。这可以通过合法程序来实现，从而将资本总额削减至象征性的极低水平，再把削减下来的这部分金额分派给股东。债权人无力阻止这种手段，除非他们在贷款合同中明确设立条款来加以防范。

有权削减设定资本（股本）所带来的风险。让我们试着用一个假设的例子来说明这点。假设一家从事分期贷款业务的公司拥有2 100 000美元的资本和盈余。表面上，其以拓展经营业务为由，通过发行20年期利率为5%的信用债券向公众借入资金2 000 000美元。公司的盈利以及股权规模看上去似乎能够为债券提供足够的保障。随后公司的业务开始下滑，因此出现大量的闲置现金。股东们投票决定削减股本至100 000美元（理论上可削减至1美元），而且他们通过资本返还的形式收回现金2 000 000美元。

事实上，股东们通过债券持有人提供的资金恢复了公司资本规模，但是他们仍拥有公司的所有权和经营控制权，同时有权获得超过5%债券利息的全部利润。债券持有人发现自己陷入了一个荒唐的境地，提供了所有的资本并由此承担全部的风险，却不能分享普通利息以上的利润。这种事态发展极不公平，但显然，这种做法是合法的，除非在债券发行的契约中明确规定若分派后公司资本和盈余会低于某一特定值则不能对股东进行分派，并以此来加以阻止。

如同我们上述的假设例子那样，直接以现金形式撤回资本，拿走债券持有者们的“安全靠垫”，这种情况十分罕见的，甚至并无先例，但是类似的情况在实际中确有出现。公司在出现大量营业亏损后，会通过削减资本来勾销由此产生的资产负债表赤字。

案例

在第38章中我们将讨论一个有关此问题的非同寻常的例子，即跨区大都会公司（Interborough-Metropolitan）的案例。在这个案例中，为了掩盖盈亏账目的庞大赤字，股东们决定削减设定资本。经此操作，明显的暂时性收益以股息的方式被分配给了股东，而不是留存下来以保障债权人的利益，债券持有人后来遭受巨额亏损。在现有法律制度下为达到削减资本的效果，一些公司会采取与皮包公司“合并”的做法。相同的手段也曾多次在资产重组计划中使用，例如1926年的中部皮革公司（Central Leather Company）和1932年的凯利－斯普林菲尔德轮胎公司（Kelly-Springfield Tire Company）。

在20世纪30年代的经济大萧条期间，由于许多公司遭受亏损，大量的资产削减计划由股东投票通过，这些计划并没有征询债券持有人的意见。这类削减大部分都采用将无面值股票转换成低面值股票的做法，同时经常伴有冲销无形资产或者减记固定资产。站在债券持有人的立场来看，这类“在资产负债表的一边减记资产价值，同时另一边减记股本”的做法并没有什么特别意义，但可能会使得公司计提很低的折旧费用，并因此随意分派股息。但大多数情况下，大量金额从资本项目下转移至盈余项目下，以此方式吸收日后的经营亏损，而且在过去的亏损被弥补之前，还可以继续分派股息。

例如，雷明顿－兰德公司将普通股从无面值转换成面值1美元，连同注销本公司所持的股权，使得普通股的设定价值从17 133 000美元削减至1 291 000美元。这些差额中，无形资产减值7 800 000美元，厂房设备账户减值2 300 000美元，另外400 000美元归于杂项减记（miscellaneous write-downs）及增加储备，剩下的5 350 000美元则从资本账户转移至盈余账户。类似的例子还有列克星敦公用事业公司（Lexington Utilities），1935年该公司股息率为6%的优先股每股面值从100美元减至25美元，而且无股息或其他重大权益变更，仅仅是为了消除资本亏损以及恢复支付优先股股息。这一做法使债券持有者之前在股息无法支付时所享有的长期债务失去了3/4的安全边际。在随后的几年中，公司将大量金额用于分派股息，这些资金原本应留存于公司或者用来投资，以作为债券持有人的“安全靠垫”。

纽约造船公司（New York Shipbuilding Corporation）、塞维尔股份有限公司（Servel, Inc.）、华纳兄弟电影公司（Warner Brothers Pictures, Inc.）、H.F.威尔克斯石油和天然气公司（H. F. Wilcox Oil and Gas Company）、斯摩伊德公司（Thermoid Company）都采取过类似的资本削减方案。阿科美公司（National Acme Company）曾两次削减其股本面值，1924年由每股50美元降至10美元，1933年再由10美元降至1美元，结果是该公司的设定资本由25 000 000美元缩减至500 000美元。在资本管理公司（Capital Administration Company）的例子中，该公司不仅削减了普通股的设定价值，股息率为3%的累积优先股也被定价为每股10美元这样一个不切实际的低面值。

一些证券能免受这种风险。幸运的是，这些公司中的一些债券持有人的债券契约包含保障条款，规定除非公司的资源价值超过其债务达到某一适度水平，否则禁止向股东分派股息或者其他红利。以雷明顿－兰德公司5.5%信用债券为例，它的信托契约中提供了以下三重保障：

1．现金股息只能从所获盈余中支付。

2．只有在扣除拟派股息后公司的有形资产净值至少达到长期债务总额的175%时，才能够支付现金股息。

3．公司不得赎回总额超过3 500 000美元规模的股票，但使用新增实收资本或者盈余资金的则除外。

最后一则条款是直接针对通过赎买优先股或者普通股来削减次级资本的手段。若规定是禁止购买（而不是赎买）公司自身的股票将更为贴切。

上述这些不同类型的保障性条款在很多债券契约中都有出现，但并不是所有情况都适用。例如列克星敦公用事业公司、纽约造船公司以及塞维尔股份有限公司的债券就没设立这类条款，这三家公司都通过股东投票来削减它们的设定资本。通过前面的讨论可以看出，这类契约条款对债券的安全性至关重要。尽责的证券承销公司以及明智的投资者都应坚持要求所有契约包含此类条款。(226)

优先股在这个方面的尴尬境地。优先股在这个问题上的境地有些特别。在维持充足的次级资本的问题上，优先股股东与债券持有者的利益处境相同。但是，当公司出现亏损从而导致资产负债表赤字时，在法律上不仅禁止支付普通股股息，也禁止支付优先股股息。因此，优先股股东很可能急切希望削减普通股的设定价值，以此来消除盈亏账目赤字，从而能够继续为自己所持优先股派发股息。在这样的情况下，他们对于维持充足的次级资本的兴趣被对于股息分派的巨大渴望所取代。例如在1921年年底，蒙哥马利－沃德公司（Montgomery Ward）的亏损造成盈亏账目赤字达7 700 000美元，迫使优先股股息分派暂停。于是优先股股东乐于接受将普通股的设定价值从28 300 000美元削减至11 400 000美元，从而消除了资产负债表赤字，使得公司可以继续分派优先股股息以及偿还累积股息。

这种有关盈亏账目赤字的情况甚至会被普通股股东加以利用，来迫使优先股股东做出巨大让步。一个臭名昭著的例子是中部皮革公司的重组计划，这一计划导致一家继任公司成立，即美国皮革制品公司。作为投票赞成削减设定资本的回报，普通股股东强行要求优先股股东放弃他们以往被拖欠的股息，并且削减他们对今后股息的累积要求权。[(227)]

优先股股东同时需要特殊保障条款和投票权来保护自身的利益。这些因素证实了我们前文关于优先股作为一种投资工具存在弊端的论述。通过限制次级资本的撤回来保障优先股并不困难，这是普遍做法，而且应该始终如此。[(228)]但是从优先股股东的立场来看，要处理好由盈亏账目赤字引发的问题很困难。最重要的是，代表优先股利益的董事们需要完全掌控公司的政策。同时这也强调了在发生股息拖欠事件时，优先股股东拥有足够投票权的重要性。

21

对所持证券的监管

“永久性投资”的传统概念

在一代人以前，“永久性投资”是一个金融领域的股票惯用语，针对保守型投资者的典型购买行为，主要包含三个概念：

（1）意在无限期持有；

（2）只对年度收益感兴趣，不在意本金价值的波动；

（3）不考虑影响公司未来发展的因素。

根据定义，所谓稳健的投资，就是在除了付息日或股息发放日以外的任何时候，尽可以将它们抛诸脑后。

这种对于高等级投资品的传统看法第一次受到严重质疑是在1920—1922年的经济萧条期，因为该投资策略的表现难以令人满意。很多投资者认为他们持有的证券是安全的，不需要进行检查，然而最终却遭受了巨大损失。虽然经济在接下来的七年里逐渐转向繁荣，但不同类型的投资证券受到了不同的影响，传统意义上的完美证券——“金边证券”遭受到持续增加的损失。因此，早在1929年的市场崩盘之前，华尔街就已经形成了新的原则——忽视过去的投资会产生风险，因此需要通过定期审查和监督所持有的证券来控制投资风险。这个原则与以前的投资实务截然不同，可以被总结为一句格言：“没有永久性的投资。”

定期检查所持有证券的必要性与困扰

上述新规则被固定价值投资的事实所验证，似乎无懈可击。但是必须承认，如果对所持有的所有证券进行审查具有同样的必要性，那么整个固定价值投资的理念会遭到严重挑战。如果在经历最初挑选证券的辛苦过程之后，还要通过对所持有的证券持续审查才能使损失最小化，这项投资不是麻烦得令投资人得不偿失吗？假设遵循此前提到的保守投资策略，一个投资者可以从由不同公司证券组成的投资组合中得到3.5%的平均收益率。这个3.5%的收益率看起来显著高于美国长期国债2.5%的收益率，也比储蓄银行提供的2%或2.5%利率更有吸引力。然而，如果把做最优投资选择时所必须付出的努力、随后更耗费精力的重复检查、那些仍旧不可避免的价格下降风险以及确定性损失全都考虑在内，我们必须承认一个非常合理的论断：固定价值投资在一般意义上并不可取。原先“永久持有、不用担忧”的投资理念是基于一个有逻辑的前提，即如果一个收益有限的投资品仍令投资者感到麻烦，它根本不值得投资。

美国储蓄债券的优势

客观来看，最近十年的投资实践无疑已经从固定价值证券领域转移到以下三个渠道：（1）美国国债或储蓄银行存款；（2）纯粹的投机操作，通过娴熟的技巧来减少风险并增加收益；（3）寻求将本金的安全性和获取超额收益的机会结合在一起的其他投资。对于所有的一般投资者而言，第一种选择中，美国储蓄债券（United States Savings Bonds）无疑是固定价值投资最为合适的标的。事实上我们应该分类来评述，根据1940年的利息收益率，美国储蓄债券相对于其他投资工具的优势使其成为固定价值类投资中唯一明智的购买选择。当然，原因在于，如果不承担会使投资安全性降低的损失本金的风险，

就不可能取得显著较高的投资回报率（一些很罕见的情况除外）。此外，持有者在到期日之前拥有回售权是该类债券一个非常有价值的特征。如果小投资者能够果断拒绝表面上有着4%~6%的“确定性收益”和名称五花八门、种类繁多的“储蓄计划”，并且幸运地利用了美国储蓄债券提供的2.90%的收益，那我们确信他们不仅能省下一大笔钱，还可免去麻烦和伤心。

但是，即使大多数投资者面对的普遍问题能够如此简单地得到解决，许多投资者仍然会考虑其他类型的固定价值投资。这些人包括：

（1）各种类型的机构投资者，例如储蓄和商业银行、保险公司、教育和慈善机构；

（2）其他大型投资者，例如公司和富有的个人；

（3）收入全部来源于投资的中等收入人群，因为从美国储蓄债券取得的最大年收益只有2 500美元。[(229)]

同时，确实也存在许多更小的投资者因为种种原因，喜欢将部分资金投向其他类型的固定价值投资品。

第二种选择，即投机，而不是投资。对于那些用储蓄或者商业利润作为本金的典型投资者来说实在是太危险了。疏忽大意、贪婪人性、从众心理、交易成本以及内部人士和操纵者[(230)]的影响带来的劣势总和，已经远远超过投机的理论优势，即在承担相应风险的情况下取得盈利的可能性。事实上，我们已经不止一次地批驳在没有相应收益补偿机会的情况下接受本金受损的风险这类做法。然而我们这样做，并不是支持用投机来替代投资，只是与明显不稳健的或者被误导的投资相比，我们更支持理性的投机。我们确信，如果足够用心地挑选投资工具，公众一般可以从固定价值投资中获取比投机操作高得多的收益，虽然这需要大量的金融实践训练和经验。如果不利情况出

现，固定价值投资的结果可能令人失望；但是投机的结局将是灾难性的。

第三种选择，即寻求将投资价值与获利机会结合在一起。在我们看来，这是一个非常适合天赋异禀的证券分析师的领域。但是对于没有经过训练的投资者来说，这却是一个危险的目标。他会很容易相信仅有承诺就会安全；或者相反，一份吸引人的统计报告就足以成为其买进认购权证的理由。

在考虑完那些拥有资金的投资者所面临的三种选择之后，我们可以看出，对于许多个人和公司实体来说，高等级债券、优先股等传统领域的固定价值投资标的仍然是必需的且合适的投资选择。还有一点同样可以明确，为降低风险，必须定期重新检查所持有的证券的情况。那么，在这种审查的具体过程中应该遵循什么样的原则和方法呢？

转换，系统监管的原则与难点

众所周知，投资者应该定期检查所持有的证券是否都安全，如果有哪项投资的稳健性出现问题，就应该选择一个更好的来替换。在这种“转换”的过程中，投资者必须准备好在卖出所持证券时接受适度的损失，这种损失需要用总投资收益来冲抵。

在系统性投资监管的早期，这种策略十分有效。价格稳定的高等级证券通常能够坚守其原有的价格水平，而反映不出内在价值的不断恶化，直到这一情况被分析师发现，价格才会有所体现。因此，警觉的投资者有可能将这些证券卖给一些没加留意或者尚未怀疑的受害者，后者可能被该证券的名声或者相比于同类型其他证券可以获取的折扣所吸引。证券市场的非人格特征使得其可以容纳任何道德污点，而这种行为不过是对“机敏”的适当奖励，以及对缺乏调查的惩罚。

证券价格敏感度增加。然而，近些年里，投资级证券已经丧失了它们所谓的“价格惰性”，市场报价能够迅速反映出不利的发展状况。这一现象为实行有效转换以保持投资质量制造了严重的障碍。当某一个真正的问题表现出来时，证券价格可能已经不止下跌至投机级水平，甚至会低于从盈利跌幅来看合理的价格水平。(231)（价格过度下跌的一个原因在于，表面上的不利趋势甚至比绝对的收益数据对价格的影响还要剧烈。）当证券持有者需要以异乎寻常的低价卖出证券时，他当然不愿接受大额的损失。他会发现，自己将不得不以投机的方式持有该证券。

设立额外的安全边际作为保险以预防不测

在做最初的投资决策时力求最优选择，是解决这个问题的唯一有效途径。量化方法指出，预留的安全边际必须超过该证券的安全性出现问题之后可能遭受的价值损失。该策略能将投资者随后可能发现的问题证券的比例降至非常低的水平。沿用此策略，当所持证券表现尚佳时，投资者可趁机转换证券，这时证券市场价格应该还可以维持。

案例和结论。考虑一个具体实例，我们假设一个投资者买进利格特和迈尔斯烟草公司1951年到期、利率5%的信用债券。1934—1938年，该债券的平均利息保障倍数约为20倍，远高于3倍的最低标准。如果利润降低使得保障倍数降至4倍，投资者会将其转换为保障倍数为8~10倍的其他证券（如果可以找到的话）。在这种条件下，他仍有机会将利格特和迈尔斯烟草公司的债券以全价售出，因为公司表现仍具吸引力。但是，如果公司利润下跌使得债券的报价大打折扣，投资者就不会出售债券并接受损失，而是会选择保留债券。此番操作给投资者带来的最大好处在于投资品的安全性并没有处在实际的危险之中。

在大萧条时期，市场混乱的状况接踵而至，此时要求极高安全边际的策略被证明是非常有益的。然而，将其作为一个标准法则推广给

所有投资者是不可行的。这是因为此类有强力支持的证券供给实在很有限。并且，在当下发展形势比较乐观的状况之下，让投资者采取极端的防御措施来预防未来可能出现的市场崩溃，显然是违背人性的。(232)

萧条时期的策略

假设投资者在选择固定价值证券时只是保持了理性的谨慎态度，那么在萧条时期，他的境遇会如何？他应该采取何种策略？如果经济萧条是温和的，他的投资应该只会受到市场的轻微影响，内在价值变化则更小。但如果情况与1930—1933年相似，他就不应期望所持证券能够逃脱严重的价值缩水，证券的安全性也会令他极为不安。但是，任何合理的固定价值投资都需要一个必要的假设前提，那就是事实上，像1930—1933年那样的市场异常大幅波动就其性质来说非常罕见，不必在未来加以特殊提防。如果1921—1922年和1937—1938年的波动是典型的“周期性严重衰退”，那么一个经过精心挑选的投资组合就会在该时期内有良好的表现。当盈利暂时下滑时，投资者不必急着卖出这些在过去拥有良好记录的证券；相反，他应该比平时更加注意提升所持证券的质量。在很多情况下，通过仔细斟酌后进行的证券转换可能会获得一些收益。

1937—1938年的“衰退”为前面的论述提供了有力的佐证。实际上，所有能够满足我们严格要求的优先证券在1936年年底都顺利通过了考验，在市场不景气的情况下没有遭受严重损失。然而，那些虽然盈利保障不足又售价较高的债券（特别是数量众多的铁路证券）却经历了价值的巨大缩水。（见第7章中的讨论，以及附录注释11和13。）

投资建议与监管的来源

证券监管涉及“谁来做”和“如何做”的问题。投资者可以选择多种机构来实现该目标，其中比较重要的是以下几个：

1．投资者自己；

2．为该投资者服务的商业银行；

3．投资银行（或承销商）；

4．纽约证券交易所会员公司；

5．大型信托公司的咨询部门；

6．独立的投资顾问或者审查服务提供者。

后两种机构的服务需要收费，而前三种机构则免费提供咨询和信息。(233)

来自商业银行家的建议。投资者不应该是自己唯一的投资顾问，除非他受过足够的训练，经验丰富，可以为他人提供专业的投资建议。在大多数情况下，投资者至少需要通过与别人商讨来完善自己的投资决策。向银行咨询投资建议很普遍，这种方式无疑大有裨益，特别是对于小投资者而言。如果能够坚持，投资者可以完全摆脱那些压力很大的证券销售员惯用的蛊惑伎俩，以及一文不值的依照“蓝天法”(234)发行的证券。然而，如果投资者将商业银行当作最为合适的投资顾问，就值得商榷了。因为虽然银行的判断通常不错，但是它们对于证券的了解常常都比较肤浅，也不可能付出足够的时间来对客户持有的证券以及出现的问题进行全面而系统的分析。

来自投资银行的建议。投资银行提供的咨询建议亦有缺点。一家自身销售证券的机构不可能给予投资者完全无偏见的指导。尽管秉承职业道德是投资银行的目标，但是其自身利益的驱使注定会影响它的判断。特别是当投资建议来自一名靠说服客户购买公司发行的证券以

维持生计的债券销售员时，他的建议很难是完全公正的。诚然，富有声誉的投资银行出于对客户的责任感会在一定程度上约束自己的行为。投资银行向投资者提供最佳投资建议和最合适的证券，不仅是良好的商业实践使然，更多的是来自职业道德准则的要求。

然而，销售证券不是一项职业，而是一个商业活动，必须严格按照商业准则来进行。尽管在典型交易中，为买家提供优质的证券对于卖家来说也有利，但是当两者的利益出现严重冲突时，情况就完全不同了。因此，希望投资银行成为证券购买者公正的投资顾问不仅不切实际，从某种意义上说也是不合理的。综上，投资者主要依赖来自证券销售者的投资建议非常不明智。

来自纽约证券交易所会员公司的建议。来自大型证券交易所会员公司投资部门的建议则有所不同。虽然它们同样对于客户交易带来的收益感兴趣，但其建议却更加全面公正，一般都是精心研究得出的。交易所会员公司通常并不持有待售证券。有些时候它们同样参与销售活动，并会得到高于普通市场佣金的收益，但是它们推销某只证券的兴趣却远小于那些实际上持有这只证券的承销机构。实质上，投资业务或者债券部门对于交易所会员公司来说最重要的意义是声誉的象征，而不是获取利润。它们向保守型投资者提供的咨询服务，一定程度上回应了外界对其热衷于投机的攻击。因此，投资者缴纳的那一点点佣金，与大型交易所公司为投资者提供小额债券交易咨询所付出的时间和耐心相比完全不成比例。诚然，有相当比例的债券客户后来发展成为积极的股票交易者，因此这种行为最终被证明是有利可图的，从而变成了一个冷冰冰的商业命题。站在股票交易公司的立场上来说，它们并没有努力说服债券客户来投机股票，但是这样的结果不能说与经纪业务办公室氛围的影响没有关系。

来自投资顾问的建议。收费的投资顾问服务尽管并不稀奇，但也是在近几年才刚刚发展起来的一项重要金融活动。这项服务现在主要

由大型信托公司的特定部门、统计服务公司的独立部门以及定位于投资顾问或咨询服务的私人公司来提供。这些机构的优点在于完全无偏见，对证券销售或者客户交易佣金中没有任何兴趣。其最大的缺点在于占每年本金额0.5%的高昂的服务费用。若严格按照投资基金来计算，这笔开销相当于年收益的1/7或1/8，这一比例是相当大的。

为了使这笔费用物有所值，一些私人投资顾问努力预测债券市场的大致走势，建议投资者何时买进与卖出。投资者能否成功捕捉市场波动机会进行债券交易，这实在是令人怀疑。如果债券市场的轨迹可以预测，股票市场的轨迹应同样可以预测，那么股票交易无疑比债券交易更具有技术上的优势。我们不相信收费的中介机构能够可靠地预测债券或股票的价格走势。而且我们相信，在给出高等级债券选择建议的同时，又指出债券的价格走势，这本身就不符合逻辑也令人混淆。虽然投资者希望能够在合适的时机买进，在价格即将下降时卖出，但经验告诉我们，这种努力不可能取得成功。如果投资者将这种交易理念与投资运作相结合，他将不可避免地将注意力转移到投机的方向上。

由于收费咨询的收入回报较低，尚且无法断言这种咨询服务在标准高等级投资方面能否起到令人满意的效果。在纯投机领域，反对为咨询付费的理由是：如果投资顾问能准确地预测行情，那么他就没有必要从事这份职业来谋生了。投资顾问的专业知识可以在中介领域找到了最合适的发挥空间，例如他可以处理投资贬值产生的问题、建议投资者进行有利的转换，并且推荐市价显著低于其内在价值的证券。

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第三部分

具有投机特征的优先证券

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读五
“冲动与理智”

埃兹拉·梅尔金

加布里埃尔资本管理公司管理合伙人

如果说格雷厄姆和多德的名字是价值投资者的护身符，那么对于那些关注破产公司的人来说，他们的思想就是伟大的圣礼。毕竟，投资于破产或者有问题债务的公司是价值投资最纯粹的形式，也是格雷厄姆和多德的信奉者最自然的投资选择。实际上，问题债务投资（distressed investing）是一种获得大幅折价的价值投资方式。曾经当过宇航员的航空公司首席执行官法兰克·波曼（Frank Borman）认为：“没有破产的资本主义如同没有地狱的基督教。”不仅破产是风险的一种内在特征，“问题债务投资”这一术语对于格雷厄姆和多德的真实信徒来说，最终也可能是多余的。一般的观察家并不认为已破产或者濒临破产公司的股票是典型的安乐窝，因此，我们应该更深入地了解本书作者对于“投资”的理解，以及作者的观点如何与问题债务的特点相匹配。显而易见，从这个角度来看，问题债务是一种典型的格雷厄姆和多德式投资法则。

今天，你可以很轻松地在网上买入100股微软公司或者苹果公司的股票，我们会说这样做就是在投资这些公司。然而，格雷厄姆和多德对此持不同看法。他们将“投资”视为“一种简便而稍显委婉的概括语，旨在给五花八门的金融交易一个体面的说法。”（见第113页）在作者看来，投资与投机是对立的两个概念，他们指出：“任何从事金融业务的人都有必要知道自己是在投资还是投机，如果是后者，还需要确认投机是否合理。”（见第114页）

因此，作者提醒大家，“购买债券应以经济萧条时期的表现为准”，因为可靠的投资标的必然经得起真正的考验（见第166页）。请仔细想想这个条件——在经济萧条时期。不仅如此，格雷厄姆和多德在为读者奉上这本包含案例、分析、图表和建议的巨著的同时，还警告读者，“股票投机”在当下美国人所做的股票交易中仍占绝大部分，但其“并不在本书讨论的范畴之内”。（见第48页）

自格雷厄姆和多德的第二版《证券分析》面世已经将近70年，从1929年大萧条开始算则更久，所以现在的投资者并不熟悉书中关于投资法则的训诫，更不必说那些亘古不朽的智慧光辉了，而投机者对此更是所知甚少。许多人都在念叨着价值投资的方方面面，然而很少有人，甚至包括那些欣赏作者智慧的投资者，能够坚持践行价值投资的理念。在市场快速上升时期，投资者很容易受到主流思想的影响，难以认真思考手中证券的真正价值。

投机的诱惑定期复苏，“动物精神”会推高市场价格，使其远远超出基本面所能支撑的估值水平。在别人忙着赚钱时，想保持观望态度着实不易。我们这一代人所经历的最极端的投机案例当属互联网泡沫。当时，投资者一贯秉承的谨慎小心让位于激情澎湃，平时听起来异常荒谬的说法也奇怪地变得颇具说服力。正如在百老汇著名歌剧《红男绿女》（*Guys and Dolls*）中，黑帮老大朱里（Big Julie）同内森·底特律（Nathan Detroit）玩的掷骰子游戏，虽然骰子没有点数，但朱里却坚持说他能够看见。

早在2000年市场接近顶部时，阿瑟·森伯格（Arthur J. Samberg），享有盛誉的对冲基金公司佩科特资本管理公司（Pequot Capital Management）总裁、科技股顶级投资人，在《巴伦周刊》的“圆桌会议”专栏中分享了他钟爱的4只股票：关键路径公司（Critical Path）、双击公司（Double Click）、卡纳通信公司（Kana Communications）和米瑟奇媒体公司（Message Media）。格

雷厄姆和多德曾指出：“普通股的投资价值与它的价格无关这种观点非常荒谬。”（见第447页）如果他们听到森伯格的话肯定会气得脸色苍白：

> 我不会告诉你任何数字和价格，也不会告诉你投资哪些股票会成功或者失败。我认为它们都是非常好的公司，如果你买入这些公司的股票组合并持有三四年，肯定会获得很好的投资回报……我一直听到有关泡沫的说法，这简直太荒唐了。如果你们只是用数据去分析市场，得出的第一个结论就是不再买入，这样做可能对于一部分人是正确的。但是你永远都不会明白我们身边正在发生翻天覆地的变化，不知道还有多少奇迹会发生。

格雷厄姆和多德肯定会强烈抗议的！“我不会告诉你数字？”但是数字是格雷厄姆和多德研究投资价值的基本资料。“我不会告诉你价格？”证券是否值得投资，主要取决于它的价格相比价值来说是高还是低。不管是何种特征的证券，都可以变得便宜或昂贵，这取决于你出多少钱来购买。(235)

问题债务投资者无疑会忠实于格雷厄姆和多德的理论。他们崇尚作者严于律己的准则，并坚信其理论的正确性。他们并不幻想发掘“十倍股”，虽然在极少数情况下是可以实现的。他们的核心思想是寻找有价值的资产或者本身具有盈利能力的公司，但需要注意，这些高杠杆公司的现金流可能无法支撑其债务水平。(236)

格雷厄姆和多德的安全边际理念，促使投资者仔细检查投资对象的资产负债表和预期收益。他们运用作者建议的分析方法，使用相同的技巧，研究相同的材料。对于他们来说，资产负债表的重要性远远超过了公司收益，是极为必要的，因为大多数破产公司根本没有收益。格雷厄姆和多德在《证券分析》1940年版的第六部分，用了近70

页的篇幅讨论资产负债表分析。在权益投资部分，作者推崇以低于流动资产价值或者清算价值的价格出售的股票。他们写道：**“如果某只普通股持续以低于其清算价值的价格进行交易，那么，不是股价被严重低估，就是这个企业应该破产清算。”**（见第690页）如果以低于清算价值的价格买进，即使清算即将进行，证券持有者应该也不会受到损失，对于股票持有者是这样，对于那些有优先索偿权的债权人更是如此。

多种类型的破产

我要提出一种新的划分破产公司投资的方法，我相信它与格雷厄姆和多德的方法是一致的。实际上破产一共有三种类型，而我们平时认为只有两种。（1）清算。这是格雷厄姆和多德主张的最为正宗的形式，因为投资者买入其证券完全或者几乎完全是为了获得现金。其中涉及收益率的考量，投资者需要判断资产负债表是否支持他们可得到的现金高于证券的现价。并且，现金获取需要较为快速，以保证获得与所承担风险相对应的收益率。第二种破产是重组，其中又分为两类：（2）同时涉及现金和证券的重组；（3）投资者目标是获得重组公司控制权的重组。第二种破产涉及让人眼花缭乱的各种证券：优先债、优先附属债、夹层债、次级债、优先股和普通股。与清算截然相反，在第三种破产中，意在控制公司的投资者希望通过持续经营来获得收益，而不是通过将其分拆出售以谋利。在概念上，第一种和第三种破产的结构较为简单，而现金和证券重组则与此有所不同，它需要有阶段性目标——在重组开始时从企业提取一部分现金，并期待企业在之后的经营中能够盈利，但这种破产结构也最为复杂。

在几乎所有的问题债务案例中，持有期可以是一两年，也可以是更长时间，当投资者控制该公司时持有时间会长得多。查尔斯·狄更斯曾经在给朋友的信中提到，他最喜欢描绘的人物是“一眨眼的工夫

便获得足够一生使用的金钱的恶棍”，但在一眨眼的工夫或者在一两个季度的时间里实现投资目标，并不是问题债务的本质。问题债务的投资过程肯定会持续很久，投资者不会轻易等待到获取收益的最后关头，因为投资标的通常流动性不足，如果投资者期望积累足够的证券来实现控股，这一过程将更加漫长。

实质上，破产公司投资者扮演了孵化器的角色，即买入蝌蚪而卖出青蛙。在清算中，青蛙通常很小：投资者会得到现金，有时还有少量优先债券；而在重组中，投资者会得到各种类型的资产，我喜欢称之为“摸彩袋”，其中有现金、优先债券、次级债券和重组公司新发行的股票。最极端的情况是，在清算过程中，当青蛙最幼小的时候，投资者实质上是在权衡时间和风险后，以折价来获取现金。随着投资者从清算转向重组、从重组转向控制重组后的公司，他们已经不仅局限于经典的格雷厄姆和多德的资产负债表分析，投机的氛围越来越浓厚。

问题债务投资者把对公司资本结构的财务分析，与对资本结构中各等级债权人权利的法律分析结合在一起。正如作者指出的，当“债权人优先等级不同且彼此之间存在利益冲突时”（见第303页），为了“快刀斩乱麻”式地解决问题，诉讼是必不可少的。整合财务分析与法律分析是关键。当问题债务投资者计划一项投资时，特定的契约、宽泛的合同条款和《破产法》所引致的法律赔偿方式，大大限制了他们的财务灵活性。同时，他们的法律权利也受到财务可实现性的制约(237)。换句话说，问题债务投资者需要在法律许可的范围和财务的可行性方面进行权衡。当他们找到两者完美契合的投资对象时，投资行动才会真正开始。

最近及早期的几起问题债务投资失败案例向我们展示了这个领域的一些真实情况。这些案例的启示在于，个人投资者可能在挑选股票时获取成功，然而参与问题债务投资却远比他们想象中困难得多。要

成功把握企业破产过程中的投资机会，通常需要付出超出投资者能力范围的时间与资源。

企业清算

德士古公司[238]：一个准破产案例

在标准的企业清算过程中，公司资产会优先清偿给优先债权人；有时无担保债权人也能够幸运地得到有价值的偿付。但只有在极少数情况下无担保债权人才能够得到全额清偿，他们的权益不至于因清算而一笔勾销。最特别的一个案例是德士古公司。该公司成立于1901年，当时叫作得克萨斯燃料公司（Texas Fuel Company），在经营一个世纪后并入雪佛龙公司（Chevron），尽管该公司申请了破产，但是从来没有清算或者真正完成破产。该案例为我们提供了关于清算的有用经验，意义重大。最终，德士古成为利用新《破产法》（*Bankruptcy Code*）来规避法律和合同责任、成功摆脱破产厄运的著名案例。

问题债务投资者一般喜欢购买投资对象的债券，因为大多数破产公司的权益投资者最后都会血本无归。然而实际情况也不会总是相同，有时候机敏过人的投资者会从有问题债务的公司的权益投资中获得收益，就像卡尔·伊坎（Carl Icahn）[239]投资德士古一样。让我们具体来看看这个石油巨头是如何走向破产的。

1984年，德士古收购了格蒂石油公司（Getty Oil Company），但是随后被彭泽尔石油公司（Pennzoil）起诉，原因是彭泽尔石油公司认为德士古的收购行为阻碍了其之前达成的认购部分盖蒂公司股权的协议。翌年，法院判决德士古公司败诉，须赔偿彭泽尔石油公司103亿美元。为了上诉，德士古需要发行数十亿美元的债券，但这是其无法承受的。因此，1987年，德士古根据《破产法》第11章，申请暂停履

行对债权人的义务。这并不是一例真正的破产，却是一次利用破产法来摆脱法律责任的特殊案例。虽然德士古在法律意义上破产了，但却从未被清算。紧接着，申请获得批准，德士古的股价从每股32美元下跌至28.5美元，之后又回升至31.25美元。正如一名石油行业分析师当时所言：“虽然德士古即将破产，但是它永远不会真正破产。”《时代周刊》总结了这次不同寻常的破产经历为德士古公司带来的收益：

> 利用1978年破产法的宽松条件，公司再也不用出示破产证明[(240)]，因为至少在当时，这家石油巨头避免了履行会令其元气大伤的判决。彭泽尔石油公司无法如之前报道的那样对德士古的资产行使总计80亿美元的留置权。因为已有30亿美元的储备，德士古不用再为其正常的70亿美元商业负债每年支付6.3亿美元的利息。它也不用为发行在外的2 423亿股普通股支付股息，仅这一项公司每年大约可以节省7.27亿美元。

最终，德士古以30亿美元的巨资与彭泽尔石油公司达成和解，但这至少在可承受范围内，使其摆脱了破产的命运。[(241)]大部分问题债务者主要关注德士古的优先证券，例如优先股和债券。伊坎在此次破产风波之前就持有德士古的股票，在德士古根据《破产法》第11章申请破产保护之后，[(242)]他又大幅增持，最终使他的持股比例升至16.6%。显然他是在押宝重组不会耗尽德士古的权益。事实证明，他的判断非常正确。在发起投票代理权之争、试图控制整个公司失败后，伊坎成功地为股东争取到每股8美元、总额19亿美元的特别股息。此外，德士古公司宣布回购价值5亿美元的股票。最终，伊坎在这笔交易中获利11亿美元，回报率超过75%。

德士古公司这一不寻常的案例可以用一句话来概括，这句话也是格雷厄姆和多德的得意门生沃伦·巴菲特经常提起的：**如果优秀的公**

司遇到暂时性的、但最终可以解决的大麻烦，就预示着绝佳的投资机会的出现。这个案例也说明了自格雷厄姆和多德的时代以来，投资观念出现了何种变化。这是一个权益没有完全耗尽的破产案例——当然，也没有人希望权益耗尽，但格雷厄姆和多德建议债券持有人最好不要行使他们的权利，因为“破产管理”（并非“破产”）一词在华尔街足以令人谈之色变：“尽管破产管理制度的初衷是保护债券持有人的利益，但它的出现往往意味着公司所有证券的价格都会大幅缩水，债券在此时也难逃厄运。”（见第299页）经过作者富有启发意义的一番阐述，破产变得不再那么可怕，但观念的变化并不意味着我们应该怀疑作者的观点是否已经过时。事实上，作为广大投资者的导师，他们的观念转变是不可避免的。这应该被称作格雷厄姆和多德的海森堡效应（Heisenberg effect）。对格雷厄姆和多德来说，游戏已经完全向伊坎的方向改变。这种效应大概可以从作者对问题债务相对简洁的讨论中反映出来。这种简洁很容易理解，一方面该领域在格雷厄姆和多德的书出版之后才有发展，另一方面整部著作中的各个主题本来就可以应用于问题债务，因此为其单设一章就显得多余了。

“摸彩袋”式重组

格雷厄姆和多德认为，当我们的注意力从清算转向包含现金和大量证券的重组时，我们做的已不是投资而是投机了。重组过程的最后，投资者可能持有不同种类的证券，每种证券的估值都不同。

阿尔德菲亚通信公司

公司经常发行不同类别的债务，因此破产清算通常会涉及不同等级债权人之间的争斗。阿尔德菲亚通信公司（Adelphia

Communications）的破产是债权人纷争的典型案例，同时也说明了对纷争结果的精确预测将带来超额收益。

1952年，希腊移民后裔约翰·里加斯（John Rigas）创立了阿尔德菲亚通信公司，该公司后来成长为美国最大的有线电视公司之一。里加斯是这个行业的先驱者，他在2001年进入有线电视名人堂。他同时也是亿万富翁，水牛城军刀队[(243)]（Buffalo Sabres）的老板，宾夕法尼亚州考德斯波特（Coudersport）的慈善家——考德斯波特也是他的商业帝国的起家之处。然而随着公司的发展，里加斯对风险的管理趋于松懈，最后阿尔德菲亚的债务达到了市值的11倍，而康卡斯特公司[(244)]和考克斯通信公司（Cox Communications）的该项指标分别为1.28和0.45。后来，一名投资分析师发现，在公司的资产负债表外，里加斯家族成员还背有23亿美元的借款，这笔借款用来购买阿尔德菲亚的股票，成为压倒这一庞大企业的最后一根稻草。最终，阿尔德菲亚申请了破产保护，2007年8月，里加斯因诈骗、证券欺诈和银行欺诈的罪名锒铛入狱。

阿尔德菲亚的破产过程突显了债权人之间的利益之争。即使在公司的资产卖给时代华纳公司和康卡斯特公司之后（这是一起重组事件，而不是清算），阿尔德菲亚、其控股公司及其最大的子公司世纪通信（Century Communications）的债券持有人之间的激烈诉讼仍在持续。最终，世纪通信公司的债券持有人同意将他们所应得的补偿降低3%，来换取其他几家大债权人对于重组计划的支持。这一计划基本保持了世纪通信公司债券的结构完整性，同时使得阿尔德菲亚能够从破产中重生。虽然部分阿尔德菲亚的债权人仍持反对意见，但该项重组计划最终得到通过。阿尔德菲亚的重组计划得以投票通过，是因为有线电视行业估值上涨，以及行业领头羊时代华纳和康卡斯特公司的良好业绩。那些在估值低点买入世纪通信债券，并且持有该债券度过漫长且争议不断的法律程序的投资者，最后获得了超过400%的收益。总体来看，债权人得到了现金和时代华纳的A类普通股，以2007年8月

31日各证券的价值为准，持有不同等级债券的投资者获取的补偿比例高低不一，部分交易索偿得到100%的补偿，优先附属票据得到99.6%，一些优先票据得到94.7%，优先贴现票据得到83.7%，其他优先票据得到70.7%，阿尔德菲亚通信公司的普通股、优先股和可转换优先股股东得到的补偿更低，甚至没有补偿。

温迪克斯百货公司

在2005年2月申请破产保护前，温迪克斯百货公司（Winn-Dixie Stores）是全美第八大食品零售商，年销售收入99亿美元。威廉·米尔顿·戴维斯（William Milton Davis）于1914年创立该公司，直到破产时，戴维斯的继承人仍然持有公司35%的普通股。温迪克斯公司的破产是由于过度扩张以及与大众超级市场公司（Publix Super Markets）[(245)]及沃尔玛的激烈竞争。虽然有人怀疑这家佛罗里达州起家的公司能否再次崛起，但是乐观预期的理由依然存在。公司新任首席执行官是备受尊敬的彼得·林奇（Peter Lynch），他之前担任艾柏森公司（Albertson’s）总裁兼首席运营官。在他强调自身的领导力，并声称公司的运营状况稳定之后，供应商们小心翼翼地支持了重组方案。公司关闭或者卖掉了1/3的连锁店，减小了分销运营规模，减少了员工数量。

但是，供应商们不愿为温迪克斯公司提供信用展期，这样温迪克斯的零售店就无法享受先周转存货后付款的灵活信用安排。一些投资者认为，该公司如果获得信用展期，就能释放压力巨大的营运资金，并且可以利用灵活的商业信用优惠从濒临破产的状态中重新崛起。此外，作为超市行业的参与者，供应商也希望温迪克斯公司可以在营运资金为负的情况下持续经营，并挣取可观的上架费。不仅如此，温迪克斯的长期租赁费用也低于市场平均水平。管理层的策略，包括将场地租赁给波士顿市场公司（Boston Markets），而不是经营自己的烤

鸡肉柜台，对投资者来说都是有意义的。因此，温迪克斯公司的投资者并不像华尔街分析师那样担心该公司会浪费它的现金。在2006年第二季度，温迪克斯公司的债券价格已经低于60美分，当时公司的有效市场估值低于4.5亿美元，只接近营业收入的5%。这在当代是一个十分罕见的案例，投资者可以以净营运资金的价格买入一家公司，这一价格反映的企业市场价值也低于营业收入的10%。格雷厄姆和多德肯定会赞同投资该公司。2006年12月，温迪克斯公司摆脱了破产厄运。在2007年第二季度结束时，伴随公司的重生，公司市价翻了三倍，达到14亿美元。

布拉德利斯公司

在摸彩袋式重组过程的最后，债权人会发现他们的处境与当初完全不同。正如格雷厄姆和多德指出的，破产过程使得公司的投票控制权转移到债券持有人手中，之后他们会变成获得重生的新公司实体的权益持有人。（见第300页）因此，即使大多数问题债务是以债务而不是以权益为对象，在破产过程中，股权要素也是需要考虑的重要内容。作者指出，在自愿重组计划中，债务当然也可以转换为权益。（见第298~299页例子）

零售商布拉德利斯公司（Bradlees）就符合上述情况。该公司在1999年年初期摆脱破产困境时，其债券持有人获得了现金、新票据及其权益。1998年年末，由于对问题证券的需求萎缩，布拉德利斯公司股价也遭到重创。在市场处于低谷时，布拉德利斯的股价达到每股138美元，而在资本市场中表现更好的沃尔玛，股价仅为每股31美元。在1999年第二季度，华尔街终于意识到这种差异，布拉德利斯随即成为那三个月里场外交易市场中表现最好的股票，其发行的新债券价格也迅速攀升。到7月，布拉德利斯破产后发行在外的单位证券组合总价值已达1.55美元（见表III-1），而在三月份最低时，该价值仅为62美

分。到1999年8月，仅是布拉德利斯股票的价值就已经远超旧债券。正如表Ⅲ-1所示，“摸彩袋”式重组中的权益部分波动很大，但是它们会给有耐心的投资者带来回报。

表Ⅲ-1　布拉德利斯公司的“摸彩袋”式重组

日期	1998/6/30	1998/12/31	1999/2/5	1999/3/15	1999/3/31	1999/5/6	1999/5/21	1999/5/26	1999/6/3	1999/6/23	1999/6/30	1999/7/8
旧债券	0.78	0.50										
现金	–	–	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
凭证	–	–	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
新票据	–	–	0.22	0.22	0.22	0.22	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27
股票	–	–	0.26	0.14	0.20	0.53	0.58	0.51	0.57	0.84	0.86	1.02
总计	0.78	0.50	0.74	0.62	0.68	1.01	1.10	1.03	1.09	1.37	1.39	1.55

大多数问题债务者不会在整个过程中都持仓，因为他们知道布拉德利斯不是沃尔玛，但是他们并不能预测到华尔街何时能够发现布拉德利斯的缺陷。正如大师们所教导的，当所持股票获利超过200%时，很难“不受‘牛市心理’的影响”。（见第405页）换句话说，应该选择做一个投资者，而不是投机者。最终，同业间的竞争拖垮了布拉德利斯，它于2000年12月第二次提交破产保护申请，这一次，幸运之神没有再次眷顾它。

通过重组获取公司控制权

从格雷厄姆和多德的经典投资法，到类似于投机的操作手段，在我们的梳理过程中，旨在取得投资对象控制权的重组不能被忽略。沃伦·巴菲特经常为了获取一定的收益率买入公司债务，而不是为了实现对公司的控制购买其新发行的股票。他似乎不大乐意完成整个过程，从而变为一个彻头彻尾的破产投资者。然而，其他投资者正在积极争取获取公司的所有权和控制权。

吉尼斯·匹特航空公司

格雷厄姆和多德认为，低等级债券和优先股是华尔街的弃儿。“投资者（根据格雷厄姆和多德的标准）一定不会购买这些证券，而投机者通常喜欢将精力放在普通股上。”（见第405页）然而，作者也发现，这些证券的供给过剩与需求匮乏使其价格变得非常有吸引力。

吉尼斯·匹特航空公司（Guinness Peat Aviation）是涉及富有吸引力的低等级债券和升级版问题债务的一个知名案例，它还是如今普遍存在的预包装破产(246)，或“预包装”的先驱者。通过这种“预包装”的安排，债权人与债务人在申请破产前就重组方案达成一致，从而使申请破产保护和得到法庭批准更加容易，且成本更低。在吉尼斯·匹特航空公司的案例中，破产申请一直是没有必要的。

吉尼斯·匹特航空于1975年在爱尔兰成立，是一家商用飞机销售与租赁公司。在巅峰时期，它拥有280架飞机，出租给83条航线。1990年，该公司签下一笔价值170亿美元的惊人大订单，将购入700架新飞机。然而吉尼斯·匹特航空公司选错了时机。1992年该公司寻求IPO，恰好处在1991年海湾战争之后航空业走下坡路的时期，因此IPO失利不足为奇。但是，因巨额订单欠下的100亿美元债务使公司陷入了严重危机。它的债券价格仅为面值的一半，此时问题债务投资开始行动了。在该公司发行的债券回报率攀升到高于国债收益率700~950个基点以后，他们开始抢购吉尼斯·匹特航空公司的债券，因为作为抵押品的飞机的价值对他们而言很有吸引力。最终，吉尼斯·匹特航空公司被它的强大竞争对手通用电气商业航空服务公司（GE Commercial Aviation Services）解救。对于施救者来说，这是一笔不错的交易，因为它可以用通用电气的AAA评级来为吉尼斯·匹特航空公司的债务进行融资；这笔交易对于问题债务者来说同样很不错，一旦通用公司承担了吉尼斯·匹特航空公司的债务，吉尼斯·匹特航空公司的债券就

变成了通用电气资产负债表末尾的无担保债务，可以按照接近于面值的价格交易。一夜之间，这些债券的价格几乎翻了一倍。

MCI世通公司

21世纪初最引人注目的公司破产案发生在原名为美国世界通信公司（WorldCom），曾经的或者在当时来说的未来的世通公司身上。至少从1999年开始，一直到2002年，这家电信公司的财务人员将日常业务成本记做资本支出，由此低估了费用，致使利润被高估至少90亿美元。“在短短几年之内，世通公司的市值蒸发了2 000亿美元，数以千计的工人失业。到2002年7月，欺诈和疏于监管迫使世通公司进入破产程序。”

2002年12月，迈克尔·卡佩利亚斯（Michael Capellas ）被任命为公司的新任首席执行官，主持重组事宜。负责美国证券交易委员会控告MCI世通公司案（the S.E. Curities and Exchange Commission’s case against MCI WorldCom）的联邦法院指派前美国证券交易委员会主席理查德·布里登（Richard Breeden）作为公司的“企业督察员”。因此，卡佩利亚斯和他的管理团队需要同时应付监管的限制、处理前任的错误与欺诈，并且在竞争激烈的环境中继续经营。

博龙资本管理公司（Cerberus Capital Management）首席运营官马克·纳布伦（Mark Neporent）参与了世通公司破产的问题债务，并担任官方债权人委员会联席主席。(247)当世通公司的竞争对手设法把世通公司排除在联邦法律所规定的重组范围之外时，纳布伦向参议院司法委员会陈述了重组所能带来的好处：

> 毫无疑问，与清算相比，世通公司的重组方案会使债权人更有可能获得清偿。清算只会白白损失数十亿美元的公司

价值。世通公司的持续经营价值据估计约为120亿~150亿美元，而清算价值仅有40亿美元。不出意料，90%的世通公司债权人代表迅速而有效地解决了内部纷争——正如《破产法》规定的那样，并全力支持世通公司提出的重组方案。(248)

到了2005年，重组后的世通公司重新站稳脚跟，公司破产风波之后的所有者将其以84亿美元的价格卖给威瑞森通信公司（Verizon），这一价格要比未曾重组而被清算的价值高很多。世通公司是一个利用重组实现公司控制、从而释放公司资产价值的典型例子。

问题债务投资

有关价值投资，特别是问题债务的一个基本问题是，为什么证券会有价差存在？如果像学术理论所坚持的那样，市场是有效的，那么为什么最新的证券价格不是证券真实价值的最佳估计？尽管格雷厄姆和多德也是大学教授，但他们更看重事实而不是理论，因此他们反对芝加哥大学的研究结果，即后来命名为有效市场假说（EMH）的理论。他们作出了一个很有名的比喻，将市场比作投票机，生成结果部分受理性因素影响，部分受感性因素影响，而不像天平般确切、客观（见第85页）。作者提出该比喻基于“双重假设：第一，市场价格经常偏离证券的真正价值；第二，当这些偏差存在时，市场会有一个自我纠正的趋势。”（见第85页）在芝加哥学派提出异议之前，让我们更多地了解一下格雷厄姆和多德关于第一个假设的解释：“对于第一个假设的正确性根本不存在疑问——尽管华尔街经常滔滔不绝地讲‘市场的判断绝对可靠’、‘股票的价值就是出售的价格，既不多也不少’。”（见第85页）

如果在日常投资过程中市场会把“正确”的价格搞“错”，那么这种错误在问题债务中出现的频率会更高。正如“问题债务”这个名

字所表达的那样，买方意图通过购买问题证券获取价差，而这些价差正是其他投资者快乐买入却郁闷抛售所形成的。在格雷厄姆和多德的时代，一旦公司停止派息，机构持有者就不得不按照公司章程出售该公司证券。（见第195~196页）时至今日，如果发行人停止债券付息，机构持有者也将按规定出售债券。因此，当公司濒临破产时，很多被迫出售证券的投资者挤在狭窄的退出门廊内喧闹，同时根本没有足够多的买家帮助拓宽门廊以坚守住“正确”的证券价格。即使那些没有被规定必须卖出的机构，在无法获得票面利率的情况下也往往会选择抛售。在许多机构中，处理债务重组的部门等同于一部电话：用来卖出证券。在这种背景下，问题债务专家需要研究这些证券的价值是否超过市场，甚至是当前持有者的估值。

此外，华尔街天生喜欢反应过度。在固有的刻板印象中，华尔街充斥着多头与空头。事实上，华尔街的图腾并非牛和熊，而是不断转换方向猎食的鲨鱼。捕食过程涉及大量资本的转移，难免有时会发生错配。正如约翰·邓普顿爵士（Sir John Templeton）所说：**“牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在狂欢中消亡。”**(249)破产投资者正是靠这些资本错配为生。他们买入华尔街鲨鱼们想售出的下游产品。在行情较好时，华尔街会允许通过新债务发行回购股票，致使收购潮初现。华尔街的债务制造机器产生的狂热最终将引致崩溃，而破产投资者正是趁这个时机介入，折价购入公司的新股票，用以清偿债务。

可以确定的是，自格雷厄姆和多德的时代以来，很多事物发生了变化。科技进步与金融民主化都使得市场变得更加有效。毕竟，在1940年你无法通过一台彭博终端或者互联网同时跟踪无数的证券价格；你不能构造精巧的Excel电子表格，只需改变一个数字便可以瞬间调整所有的数据；你也无法在你跟踪的公司出现新闻时随时得到电子邮件的提醒；那时也没有数以千计的专家整天盯在电脑前互相竞争，寻找获取投资价差的机会。已故传奇人物利昂·利维（Leon Levy）提

醒这个行当的新手们，在做决策时要考虑到全国数百个办公室的投资者都在做相同的决策。因此，我们有理由相信，现在的市场要比格雷厄姆和多德时代的更为理性。事实上，格雷厄姆在生命的最后一年也持相同看法。他在1976年对一位采访者说道：“以前，任何训练有素的证券分析师都能够通过细致的研究、非常专业地选出被市场低估的股票，然而，考虑到目前市场上研究越来越多，在绝大多数情况下，我怀疑大家所付出的努力是否都能够保证有效挑选出与研究成本相称的优质证券。”换句话说，格雷厄姆教授担心，由于他的成功方法为大多数人竞相采用，以至于已经过时了。其实并非如此，格雷厄姆还不知道他的理论刚刚开始大显身手。

格雷厄姆与多德理论的当代应用

格雷厄姆和多德意识到世界已经发生了变化。本书第一版发行6年后，在第2版序言的开篇，他们提出：“经济世界瞬息万变，根本不允许作者舒服地多休息一会儿。”（见第22页）有些时候，他们已经过于勤奋，以致他们的理论看起来比所处的年代超前了数十年。

风险洞察力

格雷厄姆和多德预言中的一个典型案例，已经在现代证券市场的一个重要领域中得到了应用。尽管他们像往常一样怀疑市场的理性——“证券价格和收益并非取决于对预期风险的精确数学计算，而是取决于该证券的受欢迎程度”，（见第175页）但他们却为数十年以后发展起来的高收益投资构建了理论基础。正如他们所说：“设想一下，如果一个精心挑选的低价债券组合中的大部分都能摆脱违约厄运，一段时间后，该组合获得的总收益无疑会远远高于相似价位的普通股所获得的股息收入。”（见第408页）

然而，有些人却借助该理论兜售垃圾债券，尤其是20世纪80年代风靡华尔街的低等级原始债券。但是毋庸置疑，格雷厄姆和多德不会认同该类债券。这就好比是购买“折翼的天使”——曾经被列为投资级债券，后因发行人遭遇困境而被降级。即使破产，高等级债券持有人尚有权利索取部分资产以偿债，而原始发行的垃圾债却没有这种保障。这些债券一旦出现问题，就可能导致投资者血本无归。

20世纪80年代，高收益债券市场中的很大一部分并没有被直接出售给投资者，它们通常作为证券与现金组合的一部分在并购过程中交付给献售股东（selling shareholder）。投资银行德崇证券完善了这种策略，创造出诸如“零息债券”（在一段时间内，如5年内不付利息）和“实物支付（PIK）优先证券”，后者不用支付现金利息，只是发行更多优先股。几乎没有人认为这些证券的实际价值与其面值相符，但是献售股东一般会欣然接受。然而在80年代末，垃圾债券市场崩盘，德崇的几笔交易也惨遭失败。除此之外，德崇与美国证券交易委员会以及检察官之间也发生了法律纠纷，如此种种直接导致它在1990年申请破产保护。希尔森－雷曼•哈顿公司（Shearson Lehman Hutton）前任总裁杰弗里•莱恩（Jeffrey Lane）分析：“这是金融服务业的本质特性。一旦稳定下滑，接着就必定落下万丈深渊。”

购买折翼的天使是一回事，发行“不会飞的天使”又是另一回事。折翼的天使曾经作为投资级债券，后因发行人遭遇困境而被降级。它通常是指，即使在破产时，也可以对一些资产行使留置权的优先债券，而德崇设计的证券则缺乏这种自我救赎的特质。它们应该是格雷厄姆和多德最不赞同的金融市场工具的典型例子。在随后的崩盘中，这些债券的持有人绝大部分没有得到任何补偿。

格雷厄姆和多德意识到，正是无风险收益率与不同风险证券收益率之间的差异创造了投资机会，特别是当一个多样化投资组合能够锁定高收益并削减整体风险的时候。在几乎所有类型的投资中，收益都

与无风险收益率有些联系（可能不是精确的数学关系），因为投资者会对高风险投资要求高收益。如图III-1所示，根据20多年的统计数据，投资者要求高收益债券提供溢价，即债券收益率要高于无风险的联邦基金利率，这正反映了市场对于风险的态度。

图III-1　美林高收益指数与联邦基金利率利差

注：对美林高收益（MLHY）指数与联邦基金利率利差20余年的统计发现，当利差较大时，高收益债券价格较低。

图III-1显示了美林高收益指数减去无风险联邦基金利率所得利差随时间变化的情况。**此利差代表了投机资本可获得的收益，包括在问题债务领域的收益。**不同于风险投资领域不断寻求掘金机会的投资者（虽然分散投资可以使得偶尔成功的收益抵消失败的损失），该曲线与大部分为投机资本创造收益而设计的投资组合都有联系。它可以获得的收益率与无风险利率密切相关，图中所示的利差是过去20多年市场对高收益债券定价最简单、也可能是最优的度量。

无风险利率与美林高收益指数通常以相同趋势波动，但是真正的投资机会出现在二者向相反的方向波动时：**利差扩大时，是买入的时**

机；利差缩小时，是卖出的时机。请注意，利差最大是在1989—1991年，显示了经济的某种脆弱性，也导致老布什竞选总统连任失败——尽管在1992年选举日之前情况已经开始好转。在1998年股市繁荣期利差很小，当互联网泡沫到达顶峰时利差又开始扩大，并在泡沫破灭之后爆发性激增。2002年年底，利差扩大至将近1 200个基点，但是在2003年年底收窄到大约700个基点，在2006年年初时降至不到400个基点，并且在2007年年初到达200个基点之下。利差大幅降低，为以高收益指数为代表的所有资产类别的价值重估提供了出发点。

当利差最大的时候，如1991年或2002年，投资者的风险回报相当可观。当利差最小的时候，如2007年年初，市场对于风险估计过于乐观，这时就应出售。当然，预测明天或者下周利差如何变动实属不易，但是机会投资者会识别出何时利差已偏离正常水平。**当利差特别大时，他们出海放线钓鱼；当利差特别小时，他们归家修补渔网。**

当然，真实情况是，高利差时其他投资类别也有很多机会，因此该投资领域募集资金异常艰难。而且，一旦利差收窄、投资机会减少，资金就会流向其他投资品。正如利昂·利维经常说的：**当你有好点子时，得不到资金；当你有资金时，又找不到好点子。**从这个意义上来看，问题债务者的表现与股票市场中的个人投资者并无太大差异。

首要原则与模式转变

承认看似完美的规则也会过时很容易，但要知晓何时会出现这种情况却很困难。1951年春天，道琼斯工业平均指数站上250点。格雷厄姆教授告诉他在哥伦比亚大学商学院的学生们，道指自1896年创立以来，每年都会在某段时间低于200点。他建议自己的得意门生——唯一从他那得到过A+、即将在那年夏天毕业的沃伦·巴菲特，推迟开始其投资生涯，直到道指按照预期下跌至200点以下，就像1951年实际发生

的那样，这样做巴菲特可能会获益匪浅。但为显示出得到A+成绩的能力，巴菲特拒绝了这个建议。这是一件好事，因为自那一年开始道指再也没有回到过200点的水平。当谈到格雷厄姆教授给他的这个建议时，巴菲特告诉《华尔街日报》：“我当时大约有1万美元，如果我接受了他的建议，可能现在依然只有1万美元。”(250)

几年之后的1958年，股息收益率首次低于债券收益率。一个当时正在投入资金的理性投资者，很难相信这种新变化在未来将成为永久的现实。相反，看起来有必要做空股票市场。想一想这些年来笃信“这次不一样”的投资者所遭受的巨额损失吧。经验丰富、小心谨慎的专家判断失误，而真理站在了缺乏经验的乐观主义者这边。这一次，情况确实不一样。从半个世纪以来投资安全性的角度来看，一项新的估值标准已经不容置疑地建立起来。

所以，一个人什么时候才可以有把握地总结“这次不一样”，特别是考虑到历史上很多次貌似不一样的情况实际上最终结果并没有不一样时？截至1951年，格雷厄姆教授的200点法则已经持续应验了55年。一旦被打破，它就再也无法被证明是正确的，但是谁又能有巴菲特那样的眼光与胆识来断言这一规则可以被安全地忽视呢？从1958年开始，那些等待股息收益率与债券市场收益率恢复之前持续一个世纪旧关系的投资者，至今仍然在等待。然而，自反转以来，二者的差距越来越大。

时至今日，如果没有评注，格雷厄姆和多德的投资圣经仍很难理解，但并不妨碍这部大作所传达的理论精要经久不衰，历久弥香。只要投资者还是人类，就会有诸如贪婪、恐惧、压力、怀疑等所有人类情绪，那些有勇气战胜个人情绪的投资者才可以在市场中获利。只要人性中的羊群效应依然存在，那些不畏孤独、逆流而上的投资者就永远有机会。正如丹麦王子哈姆雷特所说：“但愿上天保佑如此之士，因为他们的冲动与理智已调适得和谐淑均，他们不会忍气吞声，默默

接受命运的玩弄与摆布，也不会轻举妄动、意气用事。”[(251)]这种精神也正是格雷厄姆和多德所体现出来的。

埃兹拉·梅尔金（J. Ezra Merkin）

加布里埃尔资本管理公司（Gabriel Capital Group）的管理合伙人，是当今关注企业破产与不良债券的杰出投资者。他还曾担任通用汽车金融服务公司主席。

在第三部分导读中，梅尔金以案例为基础罗列出多种企业破产的类型，并从一个价值投资者的角度对其中的投资机会做出分析。

22

特权证券

现在开始讨论经我们修订的证券分类中的第二大类别，即投资者认为本金价值易大幅波动的债券和优先股。在第5章我们曾提到，这一类证券又可分为两类：一类是由于安全性不足而带有投机特征的证券，另一类是由于其附带的可转换权或类似特权有可能使市场价格大幅波动，从而具有投机特征的证券。(252)

带有投机特权的优先证券

除了对本金与收益享有固定金额的优先索取权以外，债券或者优先股持有者还可能有权分享普通股的利益。这些特权分为3种，列示如下：

1. 可转换权——按规定条款持有者可以将优先证券转换为普通股的权利；
2. 参与权——优先证券持有者可以获得额外收益，收益大小通常取决于普通股股息发放的金额；
3. 配股权——债券或优先股持有者可按照规定的价格、认购数量与时间优先认购普通股。(253)

由于可转换权是这三者中最为人熟知的，所以我们之后会经常使用“可转换证券”这一术语来泛指一般的特权证券。

此类证券在形式上具有吸引力

附带以上三个条款中的任何一条，优先证券实际上已经拥有了公司普通股所有的获利机会。由于这些证券将最大限度地安全性与毫无限制的升值机会结合起来，它们在形式上可以说是最具吸引力的证券。如果一只债券符合安全投资的所有要求，同时附有转换特权，毫无疑问会成为投资者的宠儿。

其投资表现不值得夸耀的原因

尽管这类附带特权优先证券在投资形式上确实可以打动投资者，然而我们必须认识到，它们的投资业绩实在无法令人满意。承诺与表现之间的差异有以下两种原因。

第一，仅有很少一部分特权证券能够满足安全投资的苛刻要求。可转换特征通常用以弥补安全性的不足。[(254)]这一缺陷在1926—1929年，也就是特权证券最为流行的时期展现得最为明显。[(255)]真实情况是，在这几年中，实力雄厚的工业企业靠出售普通股来融资，而实力较弱的企业，或者说资本积累较为薄弱的企业，则主要依靠发行附带特权优先证券融资。

第二，可转换特权产生利润需要一定条件。虽然可转换债券的价格确实没有上限，但投资者维持投资头寸时所能得到的利润实际上是有限的。当特权证券与普通股一起出现时，前者的价格开始随股价的涨跌朝同一方向波动，从这个意义上讲，继续持有该优先证券变成了投机操作。下述案例可以表述得更为清楚。

假设我们以面值买入票面利率为3.5%的高等级债券，每100美元的债券可以转换为两股普通股（即以每股50美元的价格转为股票）。买入债券时该公司普通股股价为45美元。

第一阶段：（1）若股价跌至35美元，债券价格可能还接近面值，这就体现了可转换证券相对于普通股技术上的优势。（2）若股价涨至55美元，债券价格很可能涨到115美元甚至更高。它的“立即转换价值”为110美元，但是由于其相对于股票的优势还要加上溢价。这体现了可转换债券毫无疑问具有投机的可能性。

第二阶段：股价进一步上涨到65美元。债券的转换价值现在是130美元，可以在这个价位或者稍高一些的价位卖出。这时最初购买者面临一个问题。在很宽泛的限制条件内，债券的未来价格完全取决于普通股股价的走向。为了寻求更多利润，他必须承担已到手的利润遭受损失的风险，这些损失可能占到当时证券市值的很大一部分。（普通股价格下跌会立即导致债券价格从130美元降至110美元。）一旦可转债持有者选择继续持有债券，很大程度上他就把自己置于股东的地位上，当股价继续上涨时这种相似性剧增。例如，如果他在180美元的价位上仍持有债券（此时股价为90美元），那他实际上已完全拥有了股东的地位与风险。

特权证券的无限盈利与投资者地位的关系。特权证券的无限盈利机会在很大程度上是不切实际的。这与债券或优先股的所有权无关，却与普通股股东的地位有关——任何不可转换证券持有人若将其债券卖出转而买入股票，也可获得普通股股东的地位。**实际上，尽管仍维持着投资级证券的优势，但可转换证券的盈利范围通常限于其面值的25%~35%。**正因如此，大多数特权证券的原始购买者获得的收益通常不会超过他们之中最成功的投资者所获得的一小部分，所以，他们实际上根本无法实现那些非常大的盈利可能性。因此，该类证券所获盈利，可能无法冲抵偶然做出不明智投资决策所带来的损失。

具有吸引力的特权证券实例

刚刚讨论的两点原因，肯定极大地打击了我们对于这类附带特权优先证券的热情。但是这些缺点绝没有否定特权证券的内在优势，也没有消除合理利用该证券获得成功的可能性。虽然大多数新发行的可转换证券的安全性较差，[(256)]但是特例也经常出现，而机敏的投资者对这些例外情况最感兴趣。我们附上出现此类盈利机会的3个典型案例，分别来自公用事业、铁路和工业领域。

1．1958年到期、利率3.5%的联邦爱迪生公司（Commonwealth Edison Company）可转换信用债券。该债券于1938年6月和9月平价销售给股东。从公司的统计数据来看，在该价位上这一债券确实是安全的投资标的。此外，债券持有人还拥有在到期日或者提前赎回之前将其转换为40股普通股的权利。

1938年9月，当股价为24.5美元时，该债券能够在纽约证券交易所平价买到。在该价格水平下，债券和股票的卖出价接近于均衡，股价的一个微小上涨都会促使投资者卖出债券获利。不到一年后（1939年7月），股价已经升至31.375美元，债券价格也涨到124.75美元。

2．1946年到期、利率5%的切萨皮克－俄亥俄铁路公司（Chesapeake and Ohio Railway Company）可转换债券。该债券最初在1916年6月向股东发售，可以转换成普通股。在1920年4月1日前转股价为75美元；1920年4月2日至1923年4月1日转股价为80美元；1923年4月2日至1926年4月1日转股价为90美元；1926年4月2日至1936年4月1日转股价为100美元。

1924年年底该债券的均衡价格已经接近平价（即没有考虑可转换特权带来的溢价）。具体来说，1924年11月28日股价为91美元，债券价格为101美元。当时公司的收益持续提升，显示该债券的安全性非常好（1924年的固定费用保障倍数为2）。1925年，股价为131美元，由于可转换特权的价值，股价上涨带动该债券的价格升至145美元。

3．1931年到期、利率5.5%的兰德－卡戴克斯公司（Rand Kardex Bureau, Inc.）债券。该债券最初在1925年以99.5美元的价格发售，附有认股权证（在1927年1月1日之后可拆分），使得持有人有权购买22.5股A类普通股。1926年认股价为每股40美元，1927年认股价为每股42.5美元，1928年认股价为每股45美元，1929年认股价为每股47.5美元，1930年认股价为每股50美元。（A类股票实际上是参与型优先股。）该债券可以按面值折合为现金，以支付用认股权证购买股票的支出，这一条款实际上也赋予了投资者将债券转换为股票的权利。

该债券看上去安全性不错。表22-1是上述案例中（按发行公司的收益计算）新发债券的利息保障情况。

表22-1　新发债券利息保障情况

年份	利息保障倍数
1921（经济衰退年份）	1.7
1922（经济衰退年份）	2.3
1923	6.7
1924	7.2
1925（9个月）	12.2

公司净流动资产价值超过债券面值总额的两倍。

当该债券首次向公众发行时，A类股票的标价为42美元，显示了认股权证的即时价值。第二年股价上涨至53美元，债券价格为130.5美元。1927年（当年兰德－卡戴克斯公司与雷明顿打字机公司［Remington Typewriter］合并），股价上涨至76美元，债券价格也升至190美元。

无吸引力的特权证券实例

通过这些例子的比较，我们介绍一些表面看起来有吸引力但实际上安全性很差的可转换证券，这是1928—1929年发行的证券的典型特征。

1938年到期、利率6%的国家贸易杂志公司（National Trade Journals, Inc.）可转换票据。该公司于1928年2月通过收购和出版约12种贸易杂志设立。1928年11月它以97.5美元的价格出售了价值280万美元的上述票据。每张票据在1930年11月1日前可以转换为27股普通股（每股37.03美元），在1930年11月2日至1932年11月1日可转换为25股普通股（每股40美元），在该债券到期前两年里转股价飙升至52.63美元。

在刚刚发行以及之后的几个月里，相比于同类可转换股票的市场价格，该债券价格只是略高于平价。具体来说，11月30日债券价格为97.5美元，股价为34.125美元，意味着股价只要再上涨两个点就可以确保转换有利可图。

然而，虽然发售公告确实吸引人，但债券的安全性从未得到充分保障。发售公告显示，发行人根据前三年半的情况“估计”收益，该债券的利息保障倍数达到4.16倍，但是将近一半的估计收益来自预期并购过程中削减工资等节省下来的资金。保守型投资者不会将这些“收益”视作理所当然，特别是对于这种高风险、竞争环境激烈，而且有形资产较少的企业。

如果去除上述估计“收益”，发行时以及之后的相关数据参见表22-2。

表22-2　去除估计“收益”后，发行时及之后的债券股票数据

年份	债券价格区间	股票价格区间	现行转换价格（单位：美元）	利息保障倍数	普通股每股收益（单位：美元）
1925				1.73[a]	0.78[a]
1926				2.52[a]	1.84[a]
1927				2.80[a]	2.20[a]
1928	100--97.5	37.875--30	37.03	1.69[b]	1.95
1929	99--50	34.625--5	37.03	1.86[b]	1.04
1930	42--10	6.375--0.5	37.03--40	0.09[b]	1.68（亏损）
1931	10.5--5	1	40.00	被接管	

注：a．之前的企业。转股前数据已扣除联邦所得税。

b．1928年后10个月以及之后连续几年的实际收益。

1931年6月公司委任接管人，当年8月出售资产，后来债券持有人每单位美元债券仅获得8.5美分的补偿。

总结原则

通过以上实例的对比分析，我们推导出一个投资原则，可作为选取附带特权优先证券的有用指导。这一原则是：**售价接近或高于面值的附带特权优先证券，必须满足纯粹的固定收益证券要求，或者纯粹的普通股投资要求，并且必须明确地符合其中一项的资格才能够投资。**

以上两种选择提供了两种购买特权证券的不同思路。它可以作为安全投资工具，偶尔通过本金增值的方式获取收益，也可以主要以普通股的形式作为投机工具。一般来说，二者之间不应该有中间地带。对本金安全性更感兴趣的投资者不应舍弃他们的标准以换取可转换特权，投机者也不应该因债券合约提供的虚假安全保障而被企业平庸的承诺所吸引。

基于主观原因，我们反对任何在纯粹投资与纯粹投机之间的折中态度。凡是持中立立场的投资，结局通常都混乱不清，思维模糊，自

欺欺人。那些放松自己对安全性的要求来获取利润、分享特权的投资者，通常对于运气欠佳、投资失败所带来的不可避免的损失没有财务和心理上的充分准备。想通过操作可转换证券降低风险的投机者会发现，他们的主要利益分为企业自身和特权条款两方面，最终他很可能搞不清楚自己到底是普通股投资者还是债券投资者。（大比例折价销售的特权证券一般不适用于该原则，它们属于接下来要讨论的第二类投机级优先证券。）

回到我们的例子。联邦爱迪生公司利率3.5%的债券完全可以作为投资工具买入，而根本不用考虑其可转换特征。由于特权很可能具有较大价值，所以该类债券在发行时极具吸引力。当然也可以给切萨皮克－俄亥俄铁路公司以及兰德－卡戴克斯公司下类似的结论。这3只债券对于那些相信其关联普通股会升值的投机者来说，同样具有吸引力。

另一方面，国家贸易杂志公司的信用债券无法通过严格的定量与定性的安全性检验。因此应该只有那些对关联股票未来价值充满信心的人才会对该债券感兴趣。然而，大多数购买者并不是单纯由投资或投机于国家贸易杂志公司股票的动机所驱动的，而是被可转换特权和债券投资“相当安全”的主观感觉所吸引的。很明显，这就是我们不赞同的处于真正投资与真正投机之间的折中态度，主要是因为购买者并没有明确地了解其行为的意义以及将要承担的风险。

持有或出售的规则

阐述了选择特权证券的基本原则之后，接下来我们讨论后续持有或出售过程中需要遵循的规则。相比以投资立场持有可转换债券的人，如果想把其作为获取普通股的一种方式，投机者应该延长持有期，以谋求更大的收益。从投资立场上来看，如果债券价格从100美元升至150美元，大额溢价本身并不能成为卖出的决定性因素；债券持有

者做决策应该基于判断股价是否已经上涨到足够实现他的预期利润。但是，当购买者将债券投资的安全性放在首位时，该溢价水平保守来看已经触及上限。由于前述原因，特权证券的保守型投资者通常不会在溢价超过25%~30%时仍然选择持有。这意味着可转换证券领域真正成功的投资操作不会持续很长时间。因此，买入这类证券时应该相信其可以长期持有，但是希望短期内就能实现潜在收益。

前面的讨论引出另一条投资规则，即：**一般情况下，可转换债券持有人不应行使转换权利，而是应该一直持有或者适时售出。**

诚然，特权的目的就是趁有利时机行使转换权利以获利。如果债券价格大幅上涨，其收益率会下跌至较低水平，这时将其转换为股票一般会获得较大收益。然而，一旦投资者真的实施了转换，也就放弃了优先清偿权和对本金、利息的无条件索取权，而这些却是购买该债券的初衷。如果转换后情况不利，股票价值可能会跌至最初购买债券的成本以下，这样不仅会丧失所有利润，部分本金也会受到损失。

不仅如此，投资者还要冒险转换角色——从债券投资者转变为股票投机者，无论是在一般情况下还是在具体案例中。即使是质量上等的可转换债券也可能存在陷阱，如果投资者粗心大意就容易陷入圈套而付出沉重代价。为了规避这种风险，投资者必须坚决保持谨慎态度。当债券价格超过可投资范围时，果断卖掉；最重要的是，如果债券价格随后继续飙升至更高水平，千万不要后悔自己之前的决定。一旦进入投机范畴，证券的市场行为便同任何投机股票的市场行为都无关，证券投机的市场行为已非投资者能够掌控，然而投资者对此一无所知。

如果投资者普遍遵循本文推荐的方法，就应该在购买时就已决定是以投机还是投资作为目的，同样也应以同样的目标来行使转换权利。[(257)]反对出于投资目的购买债券的投资者行使附带的认股权证的理由，与反对投资者转换债券的理由相同。

投资特权证券的持续策略应该是，**在有利的情况下，不断获取利润，将所持证券转换为新证券，卖出证券时不要有太高的溢价水平。**更具体的，100美元买入的债券可以以125美元卖出，并用另一只可以平价买到的优质可转换证券替代。当然，这种令人满意的机会并不是总会出现，投资者也无法发现身边的所有机会。不过近几年来融资活动的趋势预示着一些真正有吸引力的可转换证券可能重新出现。1926—1929年涌现了大量劣质特权证券；1930—1934年对安全性的强调使得可转换特权在新债券发行中几乎销声匿迹。但随着时代的变迁，市场的钟摆已经确定无疑地离开两个极端向中间摆动，有时分红特权也被用来促进优质债券的发行。(258)虽然，1934—1939年卖出的债券不是票面利率极低就是发行后立即飙升至令人望而却步的溢价水平，但是我们坚持认为，善于甄别和分析的投资者仍然可以从该领域找到一定数目的有吸引力的投资机会。

23

附带特权优先证券的技术特征

前一章主要从投资与投机操作主要原则之间的关系讨论了附带特权优先证券。为了从实际运用的角度更好地了解这类证券，现在我们进一步详细探讨它们的特征。为了便于说明，我们按以下三个观点依次阐述：（1）三种特权的共同特征——可转换权、参与权与认购权（例如认股权证）；（2）每种特权的相对优势；（3）每种特权自身的技术特点。(259)

特权证券的共同特征

利润分享特征的吸引力主要取决于两个互不相干的因素：（1）合约的具体条款和（2）可分享利润的前景。用一种简单的方法来表示：

A 公司	B 公司
利率 4% 的债券售价 100 美元	利率 4% 的债券售价 100 美元
转股价为 50 美元（价值 100 美元的债券转换为 2 股普通股）	转股价为 33⅓美元（价值 100 美元的债券转换为 3 股普通股）
普通股股价 30 美元	普通股股价 30 美元

特权条款与企业前景

从特权条款上来看，似乎B债券更有吸引力，因为B公司的股价只要上涨超过3美元就可以使债券持有人行使转换权获利，而A公司股票只有上涨超过20美元才能使转换有利可图。但实际上，购买A债券可能

获益更大，因为B公司的股价可能根本不上涨，而A公司股价可能变为原来的2倍或3倍。

在以上两个因素中，选择正确的公司无疑会比选择附带最有利条款的证券获得更多利润。当然，没有任何数据能够证明公司本身的吸引力可以抵消掉特权条款的优势，或者能够在两个毫不相干的价值因素间找到恰当的平衡点。但是在分析投资级特权证券的过程中，应该给予特权条款更多的关注，这并非因为它们更重要，而是因为这些条款会被更明确地执行。判断一家公司比另一家更有前途似乎是很容易的，但是要断言给定价位的一只普通股肯定比当前价格的另一只股票更具价值，却绝非易事。

回到我们的案例，如果确信，甚至只是可能相信，相比B股票价格涨至33美元，A股票的价格升至50美元的可能性更大，那么并非两只证券都应标价为30美元，A股票自然应当卖得更贵。我们要说的是，市场价格通常已经反映了一家企业相比另一家更加优秀。如果投资者偏爱A债券是由于他期望A股票价格的上升速度能够超过B股票，那么他的独立判断就缺乏确定性依据，并且会不可避免地错误百出。正因如此，对于投资者根据自己对企业未来利润扩张的主观判断，通过投资方式来挑选并购买特权证券的方式能否成功，我们深表怀疑。（该观点其实已在前面固定价值投资部分作为一项投资原则进行了说明。）

如果采用投机方式，即购买证券主要是为了从股票中获益，那么购买者挑选证券时重视企业的未来就无可非议了。

三个重要因素

1．特权的范围

在审视利润分享特权条款时，应着重考虑三个组成因素：

1．每一美元投资所能获得的利润分享或投机利润范围。

2．购买时特权与可变现利润之间的紧密度。

3．特权的期限。

可转换证券或者附带认股权证的优先证券所能获取的投机收益，应该与转换特权行使后获得的普通股的当期市场价值相等。若其他情况相同，每投资一美元所获得的投机收益越多，该特权就越有吸引力。

案例

前面介绍过的兰德－卡戴克斯公司利率5.5%的债券，附带了每张债券认购22.5股A类股票的认股权证，认股价为40美元。当期A类股票的价格为42美元。“投机收益”达到22.5×42，或每1 000美元的债券收益945美元。

发行于1927年、利率6%的可靠百货公司（Reliable Stores Corporation）债券，附带了每张债券购买5股普通股的认股权证，认股价为10美元。当时的股价为12美元。因此“投机收益”为5×12，或每1 000美元的债券仅仅收益60美元。

利率为7%的洲际橡胶制品公司（Intercontinental Rubber Products Co.）债券是一个获取超额投机收益的特别例子。1922年该债券发行时就附带了特殊条款，每价值1 000美元的债券可以转换成100股股票，并且可额外以10美元的认股价再认购400股。当1925年股价为10美元时，每1 000美元的债券投机收益为500×10，或5 000美元。如果这些债券的售价涨到120美元，投机收益就会变为债券投资额的417%，该收益投资比值是可靠百货案例中的70倍。

表23-1通过对上述三个案例的比较分析，说明投机收益额在实际操作中的重要性。

就可转换债券而言，当股票出售价格与转换价格相等时，投机收益总是等于债券面值的100%。因此对于这类证券，我们的前两个因素说明的是同样的事实。如果按面值出售的债券以50美元的转股价转换成股票，并且股价为30美元，投机收益就是60%的债券投资额，也可以说当期股票价格是转换可盈利所需股价的60%。对于附带认股权证的证券，投机收益额与该收益变为可实现利润的可能性之间，并无这样固定的关系。可靠百货公司的案例中，投机收益非常小，但是在其发行时存在实际利润，因为当期股价高于转股价。

表23-1　三家公司债券的投机收益额　　（单位：美元）

条款	可靠百货公司 6%	兰德－卡戴克斯 5.5%	洲际橡胶制品 7%
每1 000美元债券转换成的股票数量	5股	22.5股	500股
转股价	10.00	40.00	10.00
股价上涨时债券升值情况：			
超过转股价25%	12.50	225.00	1 250.00
超过转股价50%	25.00	450.00	2 500.00
超过转股价100%	50.00	900.00	5 000.00

低价买入大量股票的意义。附带说明一下，低价卖出大量股票所获投机收益在技术上应高于高价卖出较少股票。因为低价股票价格的百分比波动幅度比高价股票更大。因此，如果一只债券安全性好并且可以低价转换为很多股票，那么它获得超额利润的可能性最大，也不必为冲抵股价下跌带来的更大损失而受到约束。

例如，作为特权的一种形式，1931年到期、利率7%、可转换成1 000股售价为1美元的普通股的俄亥俄铜业公司（Ohio Copper

Company）债券，比1948年到期、利率4.5%、可转换为6股售价为166⅔美元普通股的艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司债券有更多的获利机会，尽管二者投机收益额相等，均为每张债券1 000美元。事实正是如此，俄亥俄铜业公司的股价从1928年的不足1美元上涨至1929年的4.875美元，令债券价格接近面值的5倍。但要使利率4.5%的可转换债券得到同样的利润，艾奇逊公司的股价必须从166美元上涨至800美元，而其1929年的最高价还低于300美元。

针对参与型证券，在分析利润分享范围时一般会考虑特权可能带来的额外收入。有限的额外收入（例如贝尤克雪茄公司7%的优先股可能获得不足1%的额外收入）当然比无限的可参与特权（例如白岩矿石温泉公司［White Rock Mineral Springs］5%的第二优先股，在1930年收到总额为26.25%的额外收益）对投资者的吸引力差得多。

2和3，紧密度和特权期限

第2个和第3个因素对于评估特权价值的意义应该很明显。期限较长的特权应该比那些短时间内就到期的特权更受欢迎。当前股价与转换或认购可获利股票所需的价格水平越接近，该特权就越有吸引力。对于参与型特权而言，普通股当前股息或者收益越接近于优先证券发行时获得的额外收益，特权的价值就越高。

“转换价格”意味着等同于100美元可转换证券转换为普通股时的价格。如果一只优先股能够转换为1⅔股普通股，转换价格即为60美元。“转换平价”或者“转换水平”用来说明等同于特定标价的可转换证券的普通股价格，反之亦然。“转换水平”可以用可转换证券的价格与普通股的转换价格相乘得到。如果刚刚提到的优先股股价为90美元，普通股的转换平价为60×90%=54美元。这意味着对于以90美元买入优先股的投资者而言，普通股股价上涨超过54美元才能获得可实

现的盈利。相反，如果普通股股价为66美元，该优先股的转换平价为110美元。

特权的“紧密度”是指市场价格与普通股转换平价的比率。在前面所述的案例中，如果普通股股价为54美元，而优先股股价为110美元（对普通股而言相当于66美元），“紧密度指数”等于54÷66，或0.82。

三种特权各自的相对优势

理论上说，参与型特权没有时间和金额限制，应该是最受人欢迎的利润分配特权形式。这样的合约使得投资者能够享有分红收益（即收益增加），而且不用改变作为最初优先证券持有者的角色。不仅如此，投资者可以长期享有此项权利。相比之下，转换特权仅仅通过实际转换为股票获取更高收入，而且实施转换就不得不放弃优先证券的地位。因此，它真正的优势仅仅是拥有在恰当的时点卖出可转换证券来获利的机会。类似地，保守来说，认购特权的收益也仅仅在卖出认购权或者通过认购股票并立即出售时才能实现。如果想购买普通股并长期持有，就会有投入额外资金的风险，这与购买优先证券的初衷完全不同。

关于无限参与特权优势的案例

一个很好的用于说明参与型证券优势的案例就是西屋电气制造公司发行的优先股。该证券持有人有权每年获取3.5美元的可累积优先股息（股息率7%，面值50美元），并且有权与普通股股东平等地分享每股超过3.5美元的超额股息。早在1917年，西屋公司的优先股股价为52.5美元，其参与型特征增加了盈利可能性，使得该优先股大受欢迎。在之后的15年里，一直到1932年，每股除了基本的7%股息率之

外，总共还有7美元的额外股息派发。同时，也出现了出售股票获取超额利润的机会（1929年股价高达284美元），使得可转换与附带认股权证的证券大幅增值。如果股票没有适时卖出，随着以后市场价格下滑，潜在利润会自然消失。但是投资者最初的地位丝毫无损，即使在1932年股价到达低点时，该证券仍然在支付7%的股息，售价也维持在52.5美元，尽管此时普通股已经停发股息且股价跌至15.625美元。

在此案例中，投资者能够在经济状况良好时与普通股股东一起分享额外收益，同时仍维持自己的优先股股东地位。所以，当萧条期到来时，他们仅仅损失了暂时的利润。如果该证券可转换而不可参与，投资者就只能通过转换证券来获取更多利润，然而稍后他们会发现，转换而来的普通股已经停发股息并且价格也下降到原始投资水平以下。

从市场的角度看参与型证券的缺点

尽管从长期投资的角度来看，参与型证券理论上最具优势，但在牛市中，它们的表现在某种程度上会比可转换或附带认股权证的证券略逊一筹。在此时期，参与型优先证券的价格通常低于其合理的相对价格。例如在西屋公司优先股案例中，优先股股价在整个1929年里都低于普通股5~10个百分点，尽管其每股内在价值可能不低于次级股票。(260)

这种现象的成因可以归结为：普通股股价在很大程度由只对快速获利感兴趣的投机者所决定，所以他们希望市场保持活跃。相对来说，封闭式持有的优先股活跃程度较低。所以，投机者愿意为次级普通股多支付几个点，仅仅是因为其换手更容易并且其他投机者也愿意为其支付更多。

封闭式持有并享受投票权的普通股与同一家公司发行的更为活跃的无投票权证券之间，也存在同样的反常关系。美国烟草公司的B类股票与利格特和迈尔斯烟草公司的B类股票（都是无投票权的）很多年来的股价都高于有投票权的股票。相似的情形之前也出现在伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel）、泛美石油公司（Pan American Petroleum）和其他公司[(261)]发行的两种普通股上。在没有特殊需求的情况下，相对紧缺使得证券价格更低，而不是更高。这种看似矛盾的现象在证券市场普遍存在。

在西屋公司与美国烟草公司的案例中，适当的公司策略应该是扩大较高内在价值证券持有人的特权，促使其将证券转换为更加活跃但内在价值较低的证券。白岩公司实际上就采取了这种方式。虽然参与型优先股的持有者在接受这一提议时可能犯错误，但是却无法反对这一提议；普通股股东在接受该提议时可能会受益，但是不会有任何损失。

可转换证券与附带认股权证证券的相对价格行为

在有利的市场环境下，从价格行为的角度出发，附带可分离认股权证证券的持有人投资收益最好。

为了说明上述观点，我们比较一下，1929年4只特权证券与其相应普通股的特定价格关系。这4只证券如下：

1．莫霍克哈德逊电力公司（Mohawk Hudson Power Corporation）7%的第二优先股，附带每股优先股可按50美元每股的价格购买两股普通股的认股权证。

2．怀特缝纫机公司（White Sewing Machine Corporation）1936年到期、利率6%的信用债券，附带持有价值100美元债券可购买2.5股普通股的认股权证。

3．中央州电力公司6%的优先股，能够以每股118美元的价格转换为普通股。

4．独立油气公司（Independent Oil and Gas Company）1939年到期、利率6%的信用债券，能够以每股32美元的价格转换为普通股。

表23-2显示出，相比普通股，附带认股权证的投机市场证券出售时倾向于更高的溢价水平。这种溢价水平要比类似情形下可转换证券高得多。

表23-2　4只特权证券与普通股的特定价格关系　　（单位：美元）

优先证券	普通股市场价格	普通股可转换价格与认股价	优先证券价格	优先证券基于特权的可实现价值（转换或者认股平价）	优先证券价格超过转换平价的部分（“溢价”水平）
莫霍克哈德逊电力公司第二优先股	52.5	50	163[a]	105	58
怀特缝纫机6%债券	39	40	123.5[b]	97.5	26
中央州电力公司优先股	116	118	97	98	−1
独立油气公司6%债券	31	32	105	97	8

注：a．其中107美元是无权证优先股价格，56美元是认股权证价格。

b．其中98.5美元是无权证债券价格，25美元是认股权证价格。

投机部分可分拆的优势

附带认股权证证券的这个优势很大程度上要归因于其投机部分（例如认股权证）可以与投资部分（例如无权证债券或优先股）完全分离。投机者总是在寻找以最少的现金投入获取最大收益的机会。这是认股权证与众不同的特点，我们将稍后详细讨论这些投资工具。市场上行时，投机者争相抢购附加在特权证券上的认股权证，因此这些

认股权证可以被分拆开并以高价出售，虽然它们可能并不具有即时的可行使价值。投机者们并不喜欢购买可转换债券，而更青睐其附带的认股权证，因为前者需要每股投入更多的现金。(262)因此，分拆后债券的市场价格加上认股权证价格（二者相结合形成了附带认股权证债券的价格）可能明显超过与之非常类似的可转换债券的单一报价。

附带认股权证证券的第二个优势

附带认股权证证券具备的第二个优势是关于可赎回条款。发行证券的公司保有在到期前提前赎回证券的权利，但这对于证券持有者是不利的，因为只有符合发行人利益时，该权利才会被真正行使，而这意味着该证券的售出价格通常要高于赎回价格。(263)除非在很高的溢价水平上，否则赎回条款可能完全蚕食掉可分红特权的价值。一旦公司前景大好，有足够的实力进行额外分红，该条款的存在就使证券被提前赎回的风险剧增。(264)一些情况下，带有可赎回条款的参与型证券同样有可转换特权，在公司赎回证券时普通股市场价格有可能大涨，投资者就有获利的机会。（参见案例：国家酒制品公司［National Distillers Products Corporation］2.5美元可累积参与型可转换优先股；(265)凯尔西－海斯车轮公司［Kelsey-Hayes Wheel Company］1.5美元参与型可转换A类股票。）参与型债券分享额外收益的权利一般都受到限制，并且通常是可赎回的。（参看怀特缝纫机公司参与型信用债券，1940年到期，利率6%；联合钢铁制品公司（United Steel Works Corporation）参与型债券，利率6.5%，A系列，1947年到期；二者都是不可转换的。）有时，通过将赎回价定得很高来避免回购可能给参与型证券带来的损失。旧金山收费桥公司（San Francisco Toll-Bridge Company）1942年到期、利率7%的可参与债券，规定1933年11月1日前可以120美元赎回，而之后赎回价更低，很明显就是采用了这种策略。赛璐珞公司（Celluloid

Corporation）参与型第二优先股的赎回价为150美元，而塞拉尼斯公司（celanese Corporation）的参与型第一优先股根本就不能赎回。

另一种防止回购损害参与型特权的方式就是使得赎回价取决于参与型特权的价值。例如，西门子哈尔斯克公司（Siemens and Halske）2930年到期的参与型债券，在1942年4月1日以后可以赎回，赎回价定为回购通知发布前6个月内证券的平均市场价格，但是不能低于证券初始价格（超过票面价值230%）。克鲁格－托尔公司利率5%的参与型债券也带有类似的条款。

即使对于可转换证券来说，可赎回条款也是技术上的一大缺点，因为它可能缩短特权的期限。比如，特权即将实现真实价值时，发行人可能开始赎回可转换债券。(266)

但是对于附带认股权证的证券来说，即使优先证券可能在到期前被赎回，其认股权证仍在原来整个存续期内有效。如果认股权证可以拆分，它会继续独立存在，直到其自身有效期期末。认股特权通常都是“不可分离”的，这意味着只有手中持有优先证券认股权证才有效。但是即使是在这样的情况下，如果该证券在认股权证到期前就被赎回，发行人通常会给投资者一个独立的认股权证，在原来约定的时间期限内继续有效。

案例

1934年1月1日前，联合飞机运输公司（United Aircraft and Transport Corporation）有15万股股息率6%的累积优先股发行在外。该优先股附带有不可拆分的认股权证，合约规定每两股优先股可以按30美元的认股价购买一股普通股。认股权证于1938年11月1日到期，其附带的保护性条款规定：如果在1938年11月1日前优先

股被赎回，发行人必须另给投资者一个独立的保障原有认股权的认股权证。1933年1月1日部分优先股被赎回，根据合约，其持有人同时得到了新发行的认股权证。（一年以后，剩余的优先股也被赎回，公司同时又发行了一部分认股权证。）

附带认股权证证券的第三个优势

附带认股权证证券相对于其他特权证券还有第三个优势，在实用意义上这才是最重要的优势。试想一下，在公司盈利前景一片大好、普通股股息回馈丰厚、股价高涨的情况下，各种类型的投资者会有哪些选择？

1．参与型证券的持有者：

a．卖出以获利。

b．继续持有以获得分红收益。

2．可转换证券的持有者：

a．卖出以获利。

b．继续持有但无法获得普通股的高额股息。

c．转换成普通股以确保获得高额收益，但是丧失了优先证券持有者地位。

3．附带认股权证证券的持有者：

a．卖出以获利。

b．继续持有但无法获得普通股的高额股息。

c．认购普通股获取股息。可以投入新资金，也可以卖出或使用持有的除认股权证的证券来为购买普通股筹集资金。在两种情况下，都需要承担普通股股东的风险，以获取高额股息收益。

d．卖掉认股权证获取现金收益，继续持有原始的不附带认股权证的证券。（认股权证可直接卖掉，或者先认购股票，然后立即卖掉股票获取即时收益。）

上面列出的第四种选择是附认股权证证券所特有的，可转换与参与型证券没有类似的选项。它允许持有者将证券的投机部分转换成现金利润，同时仍然维持其原始投资地位。由于附带特权优先证券的投资者通常主要热衷于稳健投资，而用特权获利是其次，因此第四种可选项提供了很大的便利。投资者无须卖掉所有证券资产，但如果他们持有的是可转换证券就不得不如此，并且他们要为资金另寻新的投资工具。投资者一般不愿意卖掉一张好证券后再去寻找新的证券，因此持有高价可转换证券的投资者倾向于转换而不是卖掉这些证券。对于参与型证券也是一样，持有者只有卖出证券才能保证获得本金增值，这就产生了资金的再投资问题。

案例

我们用商业投资信托公司（Commercial Investment Trust Corporation）股息率6.5%的优先股案例来说明附带认股权证证券在理论与实践上的优势。该证券发行于1925年，可以以80美元的认股价购买普通股。1929年每张优先股的认股权价格高达69.5美元。因此，该证券持有者高价卖出了证券的特权部分，同时保留了初始

优先股投资，并在大萧条期间保持了股东地位，直到1933年4月1日该证券最终以每股110美元被赎回。赎回时的普通股股价相当于每股50美元。如果该优先股是可转换的不附带认股权证，很多持有者无疑会转换证券选择持有普通股。但这样他们不仅不会获得超额利润，反而会遭受重大损失。

总结

总结本部分我们可以得出结论，对于长期投资，安全的参与型证券代表了利润分享特权的最佳形式。在市场环境有利于价格上涨的情况下，附带可分离认股权证的优先证券会使投资者获益最多。不仅如此，由于通常不受证券提前赎回的影响，附带认股权证证券拥有明显的优势，它们在允许投资者实现投机利润的同时仍然保留初始的投资地位。

24

可转换证券的技术特征

特权证券主题的第三个部分是分别论述各种类型证券的技术特点。我们首先讨论可转换证券。

可转换特权的有效性条款通常取决于证券存续期内的变化。这些变化包括两种：（1）转换价格降低，保障投资者免受“摊薄”的影响；（2）转换价格增加（通常与“浮动计算法”的安排一致），使发行人受益。

摊薄与反摊薄条款

如果公司股票数量增加，而资产与盈利能力没有相应增加，普通股的价值就被摊薄了。摊薄一般发生在股票分拆、发放股票股息、低价发放配股权以及低价发行股票以获取资产或服务融资等情况下。可转换证券标准的“反摊薄”条款，旨在当摊薄行为降低每股价值时，转换价格也得到同比例地降低。

该方法可用一个公式来表述如下：C代表转换价格，O代表现在发行在外的股票数量，N代表新发行的股票数量，P代表新发行股票的发行价格，则：

$$C'\text{（新转换价格）}=\frac{CO+NP}{O+N}$$

该公式可应用于切萨皮克公司1947年到期、利率5%的可转换抵押债券，案例分析详见附录注释36。反摊薄操作的一个简要案例可参见

前面提到的中央州电力公司股息率6%的可转换优先股（见第378页）。自1928年发行后，其普通股连续获得100%和200%的股票股息，因此转换价格第一次被减半（从每股118美元降至59美元），然后又一次减少2/3，至每股19.66美元。

有一种非常少见的条款，规定无论新股发行价多低，转换价格将降至同样水平。该条款显而对可转换证券的持有者更加有利。[(267)]

反摊薄保障并不完善。尽管实际上所有可转换证券都附有反摊薄条款，但也有例外情况。[(268)]理所当然，潜在投资者应该确保他们看中的证券附带该类保护条款。

投资者应该记住，这些条款的作用仅仅是保护特权证券的本金或者面值不受摊薄威胁。如果可转换证券的售价大大高于面值，溢价部分就会由于发行新股或者发放特别股息而受到损害。现在做一个简单的说明。

假设一只债券可以按照1:1的比例转换为股票，债券附带一般的反摊薄条款，债券与股票的价格都是200美元。

股东有权按面值（100美元）购买新股票。这些认股权价值每股50美元，新股票（或者说“除权”后的旧股票）价值将变为150美元。转换的基础没有变化，因为新发行的股票价格并不低于原来的转换价格。然而，赋予股东这种权利会迫使可转换债券投资者立即转换债券，否则他们会损失25%的债券价值。由于股票“除权”后价值仅为150美元而不是200美元，未转换的债券价格会同比例下跌。

上述讨论指出，当特权证券出现超额溢价或者市场盈利时，该状态容易受到突发变化的影响。尽管立即行动通常能避免这些变化带来的损失，但其副作用会终结这些特权的有效性。[(269)]如果以低于转换价的价格赎回特权证券，也会出现同样的结果。

一旦资产重组减少了股票数量，通常转换价格也会同比例上涨。这样的重组措施一般包括提高面值、股票“反向拆分”（例如发行一股无面值股票来代替5股旧股票）以及在与另一家公司合并时用旧股票与较少的新股票进行换股。(270)

为加速转换而设计的浮动计算法

如果随后资本总值发生变化，那么刚刚讨论的条款则意图维持初始的转换基准。另一方面，“浮动计算法”的安排旨在随着时间推移减少特权的价值。其根本目的是加速转换，换句话说，是通过缩短特权有效期限来降低其真实价值。显然，如果特权接受者所拥有的特权价值减少，特权提供者，也就是公司普通股股东必然相应地受惠。

较为普遍的浮动计算法条款规定了连续时期内转换价会逐渐增长。最近则出现了新变化，即在一定比例的证券被转换后，转换价随即提高。

案例

美国电话电报公司1929年发行的1939年到期、利率4.5%、10年期信用债券可以转换成普通股。该债券在1930年的转股价为180美元，1931年的转股价为190美元，1933—1937年的转股价为200美元。随后公司又以100美元的价格发行新股。根据标准反摊薄条款，上述转股价被相应调低。

阿纳康达铜矿公司（Anaconda Copper Mining Company）1938年到期、利率7%的信用债券发行总额达5 000万美元。第一批1 000万美元债券可按照53美元的转股价转换成普通股；第二批1 000万美元债券的转股价为56美元；第三批59美元；第四批62美元；最后

一批65美元。海勒姆·沃克－古德汉－沃茨公司（Hiram Walker-Goderham and Worts）发行的价值800万美元的1945年到期、利率4.25%的可转换债券中，第一批200万美元债券的转股价为40美元，第二批200万美元债券转股价为45美元，第三批55美元，最后一批60美元。

基于时间间隔的浮动计算法

前一种浮动计算法，按照时间间隔设置，是一种很容易理解的减少转换特权自由程度的方法。该方法的效果可以在波多黎各－美国烟草公司（Porto Rican-American Tobacco Company）发行的1942年到期、利率6%的债券案例中显示出来。该债券可以转换成国会雪茄公司（Congress Cigar Company, Inc.）的有抵押股票，在1929年1月2日前转换价为每股80美元，随后三年里转换价为85美元，再往后转换价为90美元。1928年全年，国会雪茄公司最高股价为87.25美元，仅略微超过转换价。但是由于转换价即将提高，一部分投资者年底前还是将债券转换成股票。这种转换非常不明智，1929年公司股价跌至43美元，债券价格为89美元。该案例说明，转换价格的负面变化不仅意味着把转换时间推迟到1928年以后的投资者潜在收益减少，还表明时机不合适的转换可能使投资者遭受严重损失。

基于特权范围的浮动计算法

虽然第二种方法是基于转换数量，但是含义却并不简单。由于第一批转换的债券比后几批要有优势，显然刺激了尽早转换。如此的合约安排加剧了两种想法的斗争，即投资者保留优先证券持有人地位及其他投资者提前转换会使其丧失转换的有利条件。一旦股价稍稍超过初始转换价格，即债券价值略微超过原始成本，由于投资者担心被其

他人抢先，通常会出现大规模转换。因此，当普通股股价持续上涨并且大量债券持续被转换时，优先证券价格会在相对较小的区间内波动。

案例

之前介绍过的海勒姆·沃克－古德汉－沃茨公司发行的利率4.5%可转换债券的市场表现，恰好说明了上述一连串事件。这债券于1936年以平价发行，1936—1939年在100美元到111.25美元的范围内波动。同期股价的波动范围是26.125美元到54美元。如果转换价始终保持40美元，当股价为54美元时债券价格至少应该是135美元。但同时，随着股价上涨，后续不断有债券被转换（一定程度上是由于部分债券被赎回而加速了其他债券的转换），意味着转换价格将要提高，1937年转换价升至55美元。结果，债券并没有因为股价上涨而相应地升值。(271)

当最后一批遵循浮动计算法的债券被转换后，竞争性因素消失，此时债券或优先股恢复普通的可转换证券地位，可以随股价自由上涨。

应该指出，带有浮动计算法条款的证券并不总是遵循理论上的行为模式。例如，阿纳康达铜矿公司7%可转换债券在第一批债券没有转换完成之前，在1928年实际上是以高溢价水平（30%）交易。这应该是当时浓厚投机氛围催生的一个异常现象。(272)从批判分析的角度来说，在普通股股价接近最后的以及最高的转换价格之前，这种可转换证券的升值机会应该很有限。(273)

基于“分批”的浮动计算法也有缺点，会导致证券持有者误判所持证券的真实性质与价值。转换特权的本质是给予投资者自由选择权，而浮动计算法通过利用有限机会的方式引入了竞争因素，迫使持有人争相行使转换权，这与该特权的内在价值相背离。似乎没有任何理由可以解释投资银行家为何给证券加入如此令人困惑与矛盾的条款。安全投资法则要求完全禁止采用浮动计算法，明智的投资者在任何情况下都不应持有此类证券。

可转换为优先股的证券

很多债券可以转换成优先股。通常，收益的增加会令该转换条款看起来颇具吸引力。类似的案例包括密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司发行的1967年到期、票面利率5%的调整债券，在1932年1月1日前可转换为价值7美元的优先股；中央州电力公司发行的1948年到期、利率5%的信用债券可转换为6美元的优先股；金尼公司（G. R. Kinney Company）发行的1936年到期、利率7.5%的担保债券可以转换为8美元的优先股；美国电力公司（American Electric Power Corporation）发行的1957年到期、利率6%的债券可转换为7美元的优先股。

有些情况下，行使这种转换权可以实现丰厚的利润，但是由于普通优先股的市场价格有上限，这一特权的最大收益被限制在一个居中的水平。不仅如此，最近几年的发展使得优先股远不如之前受投资者青睐。例如，将利率4%的债券转换成股息率5%的优先股的转换权，与其说它吸引了机敏的投资者，不如说它给粗心的投资者带来了更多风险。如果机敏的投资者想要寻找可转换证券，他们应该仔细在市场中努力寻找可以转换为普通股的担保证券。有些情况下，债券可以转换成优先股，后者又可以转换成普通股或者参与型证券，这种双重安排其实等同于将债券转换成普通股。例如，国际水电系统（International Hydro-Electric System）发行的1944年到期、利率

6%的债券可转换成为A类股票，该股票实际上就是参与型的第二优先股。

还有些债券可以转换成优先股或者普通股，或者二者的组合。[(274)]尽管这种组合类型中每种单一证券能够运转良好，但一般来说，还是应该尽力避免这种复杂的条款（对于发行人和证券购买者都是如此），因为这可能引起混乱。

由发行人决定转换后证券种类的可转换债券

20世纪20年代，无尽的转换条款以及其他特权条款的变化，使得未经训练的投资者很难辨别有吸引力的证券、仅仅无害的证券和有害证券。因此，未经训练的投资者很容易变成非稳健融资的受害者。而在之前，由于与投资标准相差甚远，非稳健融资很容易被识别出有问题。我们援引联合天然气和电力公司（Associated Gas and Electric Company）发行的各种“可转换债务”作为该类问题的代表。按规定，这些证券可由发行人选择转换为优先股或者A类股票，但实际上它不过是伪装成债券的优先股。如果购买者完全了解这个事实并且愿意投资优先股，就没理由再抱怨，但是该技巧很显然有刻意隐瞒与不实陈述之嫌。[(275)]

可转换成其他债券的债券

有些债券能够转换成其他债券。通常的情况是短期债券的持有者有权将其转换成同一公司的长期债券。一般而言，长期债券会作为票据的抵押证券。（例如，每1 000美元跨区快速地铁公司发行的1932年到期、利率7%的票据，由价值1 736美元的同一公司发行的1966年到期、利率5%的第一替续债券作担保。它们也可以转换为存款抵押品，最后的转换率为1 000美元5%债券可转换为900美元7%的票据。）因

此，持有者有权选择提早清偿，或者对该企业进行长期投资。实际上，如果公司业务发展良好或利率下降，抑或兼而有之，这只不过提供了到期时或之前获得适量利润的机会。

与债券转换为优先股的案例不同，当短期票据转换成长期债券时票面利率往往会降低。原因在于短期票据发行的时间一般是整个市场利率或者特定公司利率被认定为过高时，这样该公司就不愿意为长期债券再承担如此高的利率。因此当情况回归正常时，可以预见长期债券将在一个低得多的利率水平浮动。因此，票据转换成长期债券的权利会变得很有价值，即使收益可能会略微减少。(276)

最初市场价高于面值的可转换债券

1928—1929年的金融市场中众多特别的发展之一就是最初溢价发行的可转换证券的推出，可由艾奇逊铁路公司发行的1948年到期、利率4.5%的可转换债券与美国电话电报公司发行的1939年到期、利率4.5%的可转换债券说明。前者于1928年在纽约场外证券交易市场（New York Curb Market，按已授权但尚未发行的方式）初次交易，价格为125美元；后者于1929年5月1日在纽约证券交易所初次交易，价格为142美元（按已授权但尚未发行的方式）。很显然，在这样的价格水平，投资债券与直接投资普通股无异，因为如果股价下跌，这些债券将立即面临本金遭受重大损失的危险。不仅如此，整体收益也太低，根本达不到我们所定义的投资范畴。尽管投资者可以通过认股权平价购买证券寻求正常的证券投资，但是此项投资的本质是由所认购股票的最初市场价值决定的。因此，我们认为应该谴责这种融资方式，在极富吸引力的投资方式的掩饰下，它本质上是一种证券投机。

一些可转换证券的技术特征

美国电话电报公司发行的可转换证券的技术特征值得一提。债券的转股价为180美元，但是投资者可以提供价值100美元的债券和80美元的现金，而不是用180美元债券来获取一股普通股。这种选择的效果在于，当股价超过180美元时，该债券会更有价值（即在债券的转换价值超过100美元的情况下）。该案例可解释如下：

如果股价为360美元，180美元的直接转换价格令债券价值200美元。但是由于条款规定可以接受80美元的现金，债券价值变为360－80=280美元。

这种合约安排可解释为：一个转换价180美元的转换特权与一个认股价100美元的认股权的组合。

延迟转换特权

有时，转换特权在债务发行时并不立即生效。

案例

布鲁克林联合天然气公司（Brooklyn Union Gas Company）发行的5.5%可转换债券就属于这种情况，在附录注释38中已有讨论。虽然该债券于1925年12月发行，但是直到1929年1月1日转换权才生效。类似地，纽约－纽黑文－哈特福德铁路公司发行的1948年到期、利率6%的信用债券，虽然发行于1907年，但是直到1923年1月15日才能转换。切萨皮克公司的1947年到期、利率5%的可转换债券发行于1927年，但是直到1932年5月15日才可以转换。

一般情况下特权的延迟生效期并没有上述案例中那么长，但是该延迟的存在确实为投资加入了额外的不确定因素，并且会使特权价值下降。该条款一定程度上解释了布鲁克林联合天然气公司发行的利率5.5%的债券与相关普通股之间的价差关系，该公司存在于1926—1927年以及1928年早期，具体信息参见附录注释38。

25

附带认股权证的优先证券、参与型证券、转换与对冲

几乎所有可转换证券的变化形式，都可以在认股权证的条款中找到对应的形式。股票价格通常会有升降变化，这与调整转换价格的标准条款有异曲同工之妙。

案例

白鹰石油精炼公司（White Eagle Oil and Refining Company）1927年3月发行的利率5.5%、1937年到期的信用债券附带的认股权证，使其持有者在1932年3月15日或之前，有权按照以下价格凭一张债券认购10股该公司股票。

- 债券发行日1928年3月15日，认股价为32美元；
- 1928年3月16日至1929年3月15日，认股价为34美元；
- 1929年3月16日至1930年3月15日，认股价为36美元；
- 1930年3月16日至1931年3月15日，认股价为38美元；
- 1931年3月16日至1932年3月15日，认股价为40美元。

1930年1月27日，纽约标准石油公司收购了白鹰公司的资产，承担了后者的所有负债，并按照8.5:10的比例用标准石油公司的股

票交换白鹰公司股票。为了遵循反摊薄条款的规定——在公司资产被出售或者并购时保障投资者的认股权证不受损害，白鹰公司债券持有人被赋予认购8.5股纽约标准石油公司（现在的美孚石油公司）股票的权利。在1930年3月15日之前认购价为每股42.35美元，1930年3月16日至1931年3月15日认购价为44.71美元，1931年3月16日至1932年3月15日认购价为47.06美元。

两种类型的浮动计算法

两种类型的浮动计算法在附带认股权证的证券上都有应用。

案例

州际百货公司1928年发行的利率7%的优先股，附带有不可分离的认股权证，投资者有权按照1:1的方式以如下价格购买普通股：

- 1929年1月31日前每股37美元；
- 1931年1月31日前每股42美元；
- 1933年1月31日前每股47美元。

中央州电力公司发行的1954年到期、利率5.5%、带有选择权的信用债券附带的认股权使得投资者可以在1934年9月15日当日或之前，每持有1 000美元债券有权按照如下价格购买10股普通股：

- 第一批行权的占总量25%的认股权证，行权价格为89美元；
- 第二批行权的占总量25%的认股权证，行权价格为94美元；

- 第三批行权的占总量25%的认股权证，行权价格为99美元；
- 最后一批行权的占总量25%的认股权证，行权价格为104美元。

与可转换债券相同，基于“批次”原则的浮动计算法严重降低了特权的价值，直到最后一批行权的债券，转股价达到了最高，此时该特权变成了普通的购买选择权。

支付方式

债券或优先股附带的认股权通常规定购买普通股时必须支付现金，或者以面值兑换发行公司的其他优先证券。这种安排与可转换特权完全等价。例如，美国和国外电力公司（American and Foreign Power）发行的第二优先股，附带了每股可按25美元的价格认购4股普通股的认股权证，持有人可按每股100美元的价值，用优先股代替现金进行认股支付。如果行权，投资者实际上是把其持有的附带认股权的优先股转换成了普通股。

类似地，第22章里提到的兰德－卡戴克斯公司发行的利率5.5%的债券在行使认股权时，可按面值用债券代替现金进行支付。由于每1000美元的债券附带的认股权证只需要支付900美元（可认购22.5股，每股价格为40美元），如果用这种方式付款，每1 000美元债券的持有人还能剩余价值100美元的债券。因此，这类条款相当于将每张债券的90%转换成普通股。

带有这类条款的较近期的例子是斯卡林钢铁公司（Scullin Steel）发行的利率6%的债券及认股权证，还有商业麦凯公司（Commercial Mackay）发行的利率4%的收益债券及认股权证。

可选择现金支付的优势

可选择以现金替代优先证券支付，肯定比直接的可转换特权有优势。首先，因为“不附带认股权证”的债券或优先股的价值会超过面值，所以可增加利润；其次，如前文所述，证券持有人可能希望在实现证券投机现金收益的同时，保留其投资部分；再次，认股权证单独出售所获得的高于其可实现价值的溢价，会比单纯的可转换证券更大。莫霍克－哈德逊电力公司发行的附带认股权的第二优先股（见第378页表23-2所示）可以说明上述所有优势。在行使认股权时，该优先股可以按面值代替现金支付，因此其效果等同于可转换特权，但是，此认股权的安排却能比等效的可转换特权给持有人带来更多盈利。

可分拆

有的认股权证可分拆，有的不可分拆，有的一段时期内不可分拆，随后可分拆。对于可分拆的认股权证，只要单独提交该权证就可行使认股权。因此，该认股权可与其原本所属的证券分开出售。不可分拆的认股权则只能与优先证券一起出售，即在购买普通股时必须同时提交认股权所属的债券或优先股，因此这种认股权证不能单独交易。例如，蒙特卡蒂尼公司（Montecatini）发行的1937年到期、利率7%债券所附带的认股权，以及菲亚特公司（Fiat）发行的1946年到期、利率7%的信用债券所附带的认股权，发行之后即可分拆。洛伊斯公司（Loews）1927年12月发行的6.5美元优先股所附带的认股权，在1928年7月1日之前不可分拆；洛伊斯公司发行的1941年到期、利率6%的信用债券在1926年10月1日之前不可分拆，同样也是在发行6个月后解禁。另一方面，克朗－泽勒巴克公司（Crown-Zellerbach Corporation）发行的1940年到期、利率6%的信用债券所附带的认股

权，以及州际百货公司发行的利率7%的优先股所附带的认股权，在有效期内不可分拆，除非其所属的优先证券被赎回。

在活跃的股票市场中，可分拆的股份认购权受到投机者的青睐（前文已指出），这些股份认购权往往以远高于其即时变现价值的溢价水平出售。因此，其他条件相同时，附带可分拆认股权的证券售价会高于附带不可分拆认股权的证券。有鉴于此，有人可能会问为什么不将所有认股权都设定为可即时分拆，从而给其持有者带来受市场青睐的好处？认股权不可分拆的原因在于，发行公司与承销商不愿看到不附带认股权的债券价格过低。如果大部分购买这些附带认股权债券的人都是不折不扣的投机者，价格就可能持续在低位。这些持有者对债券本身没有兴趣，他们会分拆认股权，然后把不附认股权的债券不计收益地脱手。由此而来的出售压力，加上缺乏“知名度”带来的需求不稳定，会导致证券价格过低，同时反映出公司的信用情况较差，这当然是发行人与投资者不愿看到的。

这样便出现了一段时期后才可分拆认股权的折中安排。这种安排基于这样的假设：经历足够的时间后证券在投资市场中变得较为知名，此时即使那些只想从认股权中获利的投机者抛售证券，不附带认股权证券的价格也会稳定在适当的价位。

一旦这种认股权证从相应的优先证券身上分拆出来，它们一定会形成自身的特点，在市场上生存下去，从一个单纯的债券投资附属品逐渐发展成为一个独立的证券形式。在疯狂的1928—1929年，这种认股权证成为一个主要的投机工具。令人吃惊的是，美国和国外电力公司创造的认股权证1929年的市值就超过10亿美元，过了约3年后，1932年7月纽约股票交易所上市的所有铁路公司普通股的市值总和。

因此，在后面的章节中，将认股权证作为一个单独的投机工具加以讨论显得很有必要。届时，我们将讨论这类认股权的价格，以及与相同公司发行的优先股、普通股价格之间的关系。

参与型证券

参与型证券的大部分特点已在与其他特权的比较中做过探讨。两种参与形式之间可能存在差别，较常见的做法是根据普通股派息而定；仅根据盈利而不考虑派息的利润分配方式则不常见。

案例

前文曾讨论过的西屋电气制造公司发行的优先股，是第一种类型的标准案例；巴德轮胎公司（Budd Wheel）发行的优先股说明了第二种类型。巴德公司的案例中基本股息率是7%，可累积，但是随着公司前一年的净利润分别超过60万美元、80万美元和100万美元，该股息率增加到8%、9%和10%。塞拉尼斯公司发行的参与型第一优先股以及赛璐珞公司发行的参与型第二优先股，除了可获得基本的7%股息之外，还可获得普通股股东所获收益的10%。

优先股占了参与型证券的大部分，参与型债券则为数不多，并且在其他方面与标准债券模式大为不同。以克鲁格－托尔公司发行的参与型信用债券为例，尽管它名义上是债券，但实质上是一只无投票权的普通股。绿湾－西部铁路公司（The Green Bay and Western Railway）发行的A、B系列信用债券（参与型）实质上分别是优先股和普通股。西班牙河纸浆造纸有限公司（Spanish River Pulp and Paper Mills, Ltd. ）发行的1931年到期、利率6%的第一抵押权债券于1928年赎回，是为数不多的几例带参与特权的投资级债券之一。(277)西门子哈尔斯克公司发行的一系列2930年到期的参与型信用债券，附带的利息率与普通股股息率相等，但是不得超过6%。

最初的参与型优先股具有标准模式，例如西屋电气制造公司发行的优先股。股息的支付次序是：首先是高级股票的固定股息，然后向普通股支付数额差不多的股息，最后是参与型优先股平分剩余的股息。这种模式起源于习惯法所认定的权利，即所有类别的股票应均等地享有公司收益与资产，除非协议另有规定。使用这类安排的其他例子包括芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司发行的优先股；沃巴什铁路公司（Wabash Railway Company）发行的利率5%的A类优先股；联合影业公司（Consolidated Film Industries, Inc.）发行的优先股。

然而，近年来，很多不同类型的参与型合约安排层出不穷，因此现在并没有标准形式。(278)

参与型证券需要进行两种类型的计算：一是计算固定利息或股息的收益保障倍数，二是计算按照参与特权约定的每股或每张债券可分得的金额。

案例

1938年美国塞拉尼斯公司的情况如表25-1所示。

表25-1　1938年美国塞拉尼斯公司

未分配利润	2 479 749 美元
高等级优先股股息（7 美元）	1 153 726 美元
按 7 美元股息率计算的第一参与型优先股股息	1 037 253 美元
第一参与型优先股：额外分红	28 877 美元
归属于普通股股东的净利润	259 893 美元
高等级优先股股息的收益保障倍数	2.15 倍
高等级优先股和参与型优先股（7 美元）股息的收益保障倍数	1.13 倍
优先股每股收益：以分红为基础	每股 7.19 美元

特权证券与相关普通股的对比

在前面讨论特权证券的优点时曾指出，它们有时可以将安全性与盈利机会很好地结合在一起。更常见的是，一家公司的特权优先证券比普通股更具优势。由于该结论仅仅是相对而言的，因此与断言该证券有绝对的吸引力相比，我们的结论出错的风险应该更小。

案例

派拉蒙电影公司发行的、利率6%的优先股可随时转换成7股普通股。将近1936年年底时，尽管优先股附带的累积股息已达到每股12美元，该证券价格仅是普通股的7倍——当然这些股息需在向普通股股东派息前支付。（例如，1936年10月17日，优先股股价为113美元，而普通股股价仅为15.875美元。）

很显然，将普通股转换成优先股是明智之举。因为优先股价值不可能低于普通股股价的7倍，而且卖出价可高于此比率，特别是在普通股股价下跌时，再者，在普通股派息前肯定能获取大量股息。事实也立即证实了上述分析。1936年12月，公司支付了拖欠的每股12美元的优先股股息。1937年11月优先股股价为92.25美元，同时普通股股价仅为10.25美元，差价达到20.5个百分点。包括当时为优先股支付的每股4.5美元额外股息在内，相对于普通股来说，优先股获得的超额收益总额已达到每股35美元。

相似的情况也出现在斯塔贝克公司发行的1945年到期、利率3%~6%的信用债券，以及1936年的普通股身上。债券可以转换成80股普通股；它们附带3%的固定利息和3%的累积或有利息（contingent interest），截至11月18日已经累积了其中的5.625%。然而，这些债

券的价格是120.5美元，与普通股股价15美元平价。不到一年之后，债券价格为59.75美元，而普通股股价仅为3美元——不计债券收到的3%固定利息，兑换“利差”或者说收益为35.25个百分点。(279)

“平价”、“溢价”和“折价”

转换时，若可转换债券或优先股的价格，与普通股价格完全相等，这两种证券可称作平价销售。(280)当优先证券的价格高于平价时就说是溢价销售，其售价与转换平价之间的差价称为溢价，或者“价差”。反过来讲，如果可转换证券的价格低于平价，此差价被称作折价。(281)

可靠分析方法的有效研究领域

派拉蒙电影公司和斯塔贝克公司的例子属于不常见的情形：通过证券分析得到了完全可靠的结论。普通股股东不会因为转换成可转换证券而受损，相反他们的未来收益将非常丰厚，这些收益将来自公司的利润增加以及市场价值上升。在这一方面，特权证券是科学地应用技术分析方法并卓有成效的领域。以上案例同样揭示了交易活跃并且涨势持续的市场中典型的价格关系。当存在可转换成为普通股的优先证券时，集中于普通股的投机兴趣会导致普通股价格水平几乎等于（有时甚至高于）优先证券价格，而这些优先证券的价格很少为公众所注意。

以上讨论的结论

除非可转换证券的价格远高于投资水平，使其蜕变成纯粹的普通股投资形式，否则，与普通股价格平价的可转换证券无疑更有价值。（布鲁克林联合天然气公司发行的1936年到期、利率5.5%的可转换债

券是后一种情况的典型案例。该债券从1929年1月1日开始每张可以转换成20股普通股，1927—1932年（包括首尾两年）售价为147美元或更高，1929年的售价为489美元。）支付适当的溢价获取安全性极佳的优先证券，一般来说是非常值得的。当可转换债券的收益高于普通股时，这一点毋庸置疑；但即使收益率较普通股低，从某种程度上来讲这种判断仍然适用。

转换

因此，一条实用的规则是，**如果普通股持有者想要保留其在公司的权益，当该债券能够以投资价格水平出售，并且接近于转换平价时，应将普通股转换成该公司的可转换优先证券。**投资者愿意支付多高的溢价水平来实现转换，就取决于其个人判断了。如果对公司前景抱有信心，投资者往往不会支付很高的溢价水平作为未来贬值的保障。但是，安全的可转换证券相比于普通股拥有策略上的优势，根据以往的经验，为获得此优势而付出稍高的代价也是明智的做法。[(282)]

对冲

市场下行时更能显现出可转换证券相对于普通股的优势。相比普通股，优先证券价格下跌的程度通常会小一些。因此两种证券间的价差扩大，已非原来接近于平价的水平。基于这种可能性，一种被称为“对冲”的特殊市场操作形式便出现了。所谓“对冲”，就是操作者买入可转换证券，然后以接近平价的价格水平卖空相应的普通股。[(283)]如果市场的涨势得以持续，投资者可以转换优先证券，并以轻微的损失结束交易，损失包括原来的价差以及持有费用。但是，如果市场严重下挫，投资者可以“反向”操作，通过卖出优先证券并买入普通股来获取丰厚的收益。

KAO连锁剧院公司（Keith-Albee-Orpheum）发行的面值为7美元的优先股就是对冲的一个实例。该优先股可以转换为3股雷电华电影公司（Radio-Keith-Orpheum）的A类普通股，1929年3月1日建立对冲，1929年3月26日平仓。详细情况如下：

1. 1929 年 3 月 1 日，以每股 39.875 美元的价格卖（空）		
300 股雷电华电影公司 A 类股票	11962.50 美元	
减去佣金（45 美元）和税项 (12 美元)	57.00 美元	
卖空所得收益		11 905.50 美元
1929 年 3 月 26 日，以每股 29 美元买入 300 股雷		
电华电影公司 A 类股票	8 700.00 美元	
加上佣金	45.00 美元	
平仓成本		8 745.00 美元
卖空所得收益		3 160.50 美元
2. 1929 年 3 月 1 日，以每股 120 美元买入 100 股 KAO		
连锁剧院公司优先股	12 000.00 美元	
加上佣金（25 美元）	25.00 美元	
多头成本		12 025.00 美元
1929 年 3 月 26 日，以每股 98 美元卖出 100 股 KAO		
连锁剧院公司优先股	9 800.00 美元	
减去佣金（20 美元）和税项（4 美元）	24.00 美元	
做多所得收益	9 776.00 美元	
加上做多所得股息	175.00 美元	
（1929 年 3 月 19 日优先股以除息价出售）		
卖出多头股票及股息所得的净收益		9 951.00 美元
多头股票的损失		2 074.00 美元
3. 卖空所得收益	3 160.50 美元	
多头所受损失	2 074.00 美元	
对冲净收益	1 086.50 美元	

以上的盈利约占整个交易投入资金的9%，由于历时26天，因此年化收益率超过100%。由于交易中没有可能亏损，因此优先股中的大部分成本可通过借贷取得，从而大大提升了盈利占操作者自有资金的比重。只要周围环境有利，此类操作有机会获取巨大收益，同时也使最大损失有限。对冲尤其可以作为防范其他金融证券风险的保障工具，在其他金融工具遭受损失时，此操作却能获得盈利。

对冲的一些技术特征

对冲的技术特征不胜枚举，但是它并非像我们简要描述的那样简单到“连傻瓜都明白”。由于本书篇幅所限，不能就对冲展开全面讨论。因此，我们仅仅列出经验丰富的对冲者在进行此类操作时所考虑的因素：

1. 借到用于卖空的股票，以及拥有无限期维持空头仓位的能力。(284)

2. 建立仓位的最初成本，包括价差和佣金。

3. 维持投资头寸的成本，包括借入资金购买股票形成的利息费用，借入的股票需要支付的股息，借入股票的应付溢价，以及与再借入股票有关的印花税——减去持有证券的应收股息或利息以及借出股票的应收利息。

4. 如果机会出现，交易结束所能带来的收益金额；最大收益与最大损失之间的关系，以及可能的损失，包括第二项和第三项。

应该谨记，与其他证券操作相同，所考虑的潜在收益并不是市场可能达到的最大收益，而是操作者在平仓前能够等到的最高收益。收益一旦给定，随后可能获得的额外盈利仅仅剩下学术研究价值。

对冲的过渡形式

对冲的过渡形式包括购买可转换证券及卖出部分相关普通股，例如转换时得到的普通股数量的一半。在这种情况下，无论普通股价格大涨还是大跌，投资者都可以获得盈利。这可能是最为科学的对冲形

式，因为它无须判断未来的价格走势。这种理想的对冲形式需要满足以下两项要求：

1. 优先证券必须稳健，即使普通股价格急速下跌，其仍能保持在接近平价水平。期限较短的优质可转换债券是符合这类要求的最佳类型。

2. 普通股的投机收益很大，因此价格波动剧烈。

此类操作的典型案例来自1918—1919年皮尔斯石油公司（Pierce）发行的1920年到期、利率6%的债券以及该公司普通股。(285)

以上所述的可转换证券的种种优点，参与型证券与认股权证也同样具备。附带认股权证的证券无疑可作为对冲操作的工具使用。类似地，将普通股转换成这种证券也是最为可取的。前面所提到的兰德－卡戴克斯公司发行的利率5.5%债券，不仅在发行时就是具有吸引力的直接投资品，而且还是A类股票的合格替代品。不仅如此，该证券提供了有利的对冲机会。与此相似，在1929年或1930年，西屋电气制造公司的参与型优先股售价低于普通股，此时坚持长期投资该公司的投资者应该明智地将普通股转换成参与型优先股。在这种情况下，优先股与普通股之间的对冲操作会涉及特别的风险，因为优先证券不能转换为次级股票。

26

存在安全性问题的优先证券

1932年证券市场处于低点时，至少80%的公司债券和优先股的安全性都在某种程度上受到怀疑。[(286)]即使在1929年大萧条之前，投机型优先证券的数量也非常大，并且在之后的几年内不可避免地有增无减。因此，金融界所面临的不容乐观的现实是，很大一部分美国证券属于所谓的“非主流”类别，低等级债券或优先股成为相对不受欢迎的投资形式。投资者一定不会购买这些证券，而投机者通常喜欢将精力放在普通股上。有一种观点似乎很符合逻辑：如果投资者决定投机，应该选择彻底的投机媒介，不要给自己设置市场价格和投资收益的上限，或者说不应徘徊于投资与投机之间，而这些恰好是低价债券与优先股的典型特征。

低价债券利润有限并不是一个真正的缺点

无论对于这些难以区分的证券的批评如何深刻，事实上它们在市场上的数量依然庞大，持有者不计其数，因此必须采用证券分析调查的方法对其认真考察。从中我们可以得出合理的结论：此类证券供给过剩而需求缺乏，致使其价格低于内在价值。即使这些证券形式上的缺陷被人们承认，但是这些缺陷可以被其极具吸引力的价格所弥补。不仅如此，与普通股相比较，低价债券有限利润的实际重要性并不大，因为普通股购买者获得的实际利润通常比投机证券持有者还要少。例如，如果我们设想一个价格为35美元、利率4%的债券，其价格最多可能上升大约70美元，或200%。如果不受“牛市心理”的影响，买价为35美元的普通股所获平均收益很难超过这个涨幅。

关于投机债券的两个观点

可以从两个截然相反的角度来分析投机债券。从投机债券与投资标准和收益率的关系的角度来看，最主要的问题是低价和较高收益是否能弥补安全因素的欠缺。此外，还可以从普通股投资的角度提出相反的问题，即“相比于普通股，低价债券较低的获利可能性能否为较低的风险所补偿？”一只债券离投资要求越近，售价越接近于投资级价格，对其有兴趣的投资者就越愿意从投资角度来看待它。在债券违约或者售价过低的情形下，显然应该采取相反的分析手法。由于划界标准缺失，我们面临着一直以来都存在的分类困境。有些证券的情况反映了从完全无价值到绝对安全之间能想象到的所有情形。

更为可取的普通股分析方法

然而我们相信，分析投机型优先证券更加安全、有效的方法是从普通股的角度入手分析。利用这种方法，投资者能够更加完整地分析其涉及的风险，从而坚持更合理的安全标准，或者找到特别有吸引力的盈利机会，或者两者兼得。这种方法促使投资者，至少是一部分聪明的证券购买者对公司进行更加细致的审查，以及要求比通常更加仔细的投资分析。

该方法对于购买折价出售的质量稍差的债券并不适用。这些债券与第二等级高票面利率债券一样，同属于“商人投资级”，我们在第7章已经做过分析。有人可能反对，认为如果广泛地采取这种态度会造成许多证券价格大幅骤然波动。设想一下，如果利率4%的债券只要满足严格的投资标准就可以平价出售；此后一旦低于这些标准，债券价格就会迅速下跌，比如降至70美元的水平；相反，只要债券的情况稍有改善，就能保证其价格立即回到面值。显然，该类债券的报价没有理由处于70美元到100美元之间。

然而实际情况并非如此简单。关于特定证券是否有充足的保障，投资者的意见各不相同，因为他们做判断时既有定性因素与个人因素，也有定量因素与客观标准。70美元到100美元的定价区间合理地解释了投资者对证券安全性好坏的判断。尽管投资者明白，在其他投资者眼中远低于主要投资价格的债券值得怀疑，但是如果他自己认为该投资仍然安全，他也有理由以比如85美元的价格购买该债券。因此，70美元到100美元的价格区间大致可以被认为是投资者对该证券认识的“主观变动”区间。

因此，在价格接近70美元时会出现投机价值（对于票面利率为4%或更高的债券），最大的潜在升值空间至少是成本价的一半。（对于其他优先证券，标准价格的70%可以作为分界线。）在做此类投资时，推荐采取同样的谨慎态度来购买普通股。换句话说，投资者需要对企业损益表和资产负债表做同样深入的分析，并且花费同样的精力来评估企业在未来成长过程中可能出现的有利情况与不利情况。

普通股和投机型优先证券之间的重要区别

一方面，我们不必创建挑选投机型优先证券的标准，也不用进行与适用于固定价值证券的定量测试相类似的分析。另一方面，尽管投资者可以将分析普通股的方法和技巧应用到这里来，但他们必须明确普通股与投机型优先证券之间的几点重要区别。

低价债券与公司表现不佳有关

我们已经对优先证券有限的盈利机会做了分析。盈利前景有限所产生的影响在各个案例中表现不同，但是总体上我们并没有把它当作关键性缺点。我们更为强调的是低价债券和优先股与公司表现欠佳、倒退或者衰退有关，这是对它们持反对态度的有力证据。显然，发行

这种证券的公司并不是非常成功。不仅如此，由于证券初始售价很高，该公司的发展应该处于下行通道。1928—1929年，在普通公众眼中，考虑该因素足以完全否定所有这些证券。公司可以分为两类，一类经营成功，事业蒸蒸日上；另一类走下坡路，或毫无进展。第一类公司的股价无论多高都将炙手可热；而第二类公司的股价不管售价多低，都不具有吸引力。

随后的大萧条粉碎了公司将永远强盛与永远衰败的概念，我们又重新回到原来的观点，认为时间会给公司财富带来不可预见的变化。[(287)]债券或者优先股的低价源自公司收益降低，但并不表示公司前景堪忧或者持续经营情况会更糟。很多1931—1933年表现很差的公司重新恢复了之前的大部分盈利能力，它们的优先证券也从超低价恢复到投资级水平。因此，事实证明，有理由相信受公司经营不利影响的优先证券价格与普通股价格一样，都有可能大幅回升。

很多被低估的证券与其状况、合约地位的关系

我们已经提到，投机型优先证券不受欢迎，就其内在价值而言，其价格会低于普通股价格。聪明的投资者肯定视之为投资良机。就内在价值而言，投机债券在合约权利方面有重要优势，优先股也具备相同特点，只不过程度较低。支付债券利息的固定义务，通常促使债券发行人尽可能地连续支付。设想一下，如果一个精心挑选的低价债券组合中的大部分都能摆脱违约厄运，一段时间后，该组合获得的总收益无疑会远远高于相似价位的普通股所获得的股息收入。

在这一方面优先股确实不如普通股有利，但是在停发股息的情况下，将投票权转移到优先证券的条款会迫使一些公司继续派发股息。如果现金充足，发行公司会倾向于保持派息记录，避免股息累积，因此即使公司收益表现较差使股价下降，仍会继续派发优先股股息。

案例

世纪织带制造公司（Century Ribbon Mills, Inc.）在1926—1938年的13年间有8年未能获得足够的收益以支付股息，同时股价也下跌到50美元。然而优先股股息在优先股的整个存续期内都没有停止发放，但同时期的普通股股东总共只收到50美分的股息。类似地，1929年，以30美元的价格购买环球电影公司（Universal Pictures Company）第一优先股的股东，在大萧条的三年里仍可获取8%的股息，之后该公司才最终停止发放股息。

相比而言，投资与投机中合约条款的重要性有所不同

通过上述关于股息发放连续性的讨论，读者应该可以看出优先股投资与投机特性的不同之处。从投资角度来看，相比债券，股息派发的可靠性与强制执行条款的缺失的确是优先股的缺点；从投机角度来看，在不利条件下股息仍有可能持续发放，优先股股东有半合约请求权要求董事予以考虑，这无疑是优先股相对于普通股的一大优势。

营运资本和偿债基金因素对于投机型优先证券安全性的影响

大额营运资本给优先证券带来的直接益处远多于普通股，这是过去一段时间里连非朝阳行业都具备的特征。它不仅保证了利息或优先股股息支付的连续性，对于是到期偿还，通过偿债基金偿还或者自愿回购的本金偿还也都具有重要意义。偿债基金条款对于债券和优先股的市场报价和证券内在价值都有重要的提升作用。普通股并不具备这种优势。

案例

弗朗西斯·莱格特公司（Francis H. Leggett Company）是食品加工和批发商，发行了200万股股息率为7%的优先股，附带偿债基金条款，每年清偿证券本金的3%。到1932年6月30日，发行在外的证券总额减少至60.85万美元，由于所剩余额不多，在经济萧条最严重的时期，发行人以每股110美元提前赎回剩余优先股。与之类似，世纪织带制造公司的优先股在1922—1938年从200万股减少至54.4万股；劳伦斯－波特兰水泥公司（Lawrence Portland Cement Company）发行的利率5.5%的债券余额，从200万美元减少至1938年12月31日的65万美元，余下的债券在1939年4月1日被赎回。

充足的净流动资产保障的重要性

如果净流动资产值是低价债券总额的数倍，便出现了一个特殊的机会，因为经验证明，此时本金与利息偿还的机会很高，即使是在收入状况不佳或不稳定的情况下。

案例

电气制冷公司（Electric Refrigeration Corporation）发行的1936年到期、利率6%的债券，在1929年11月的售价为66美元，当时最新报表显示，公司净流动资产总额达600.89万美元，发行在外的债券总额为252.85万美元。虽然公司在1927和1928年亏损，但是截至1929年9月30日，公司当年盈利是固定费用的9倍，同时净流动资产是债券市场价值的近4倍。1930年，债券价格恢复至接近面值

的水平，1931年以105美元被赎回。类似地，电气制冷建筑公司（Electric Refrigeration Building Corporation）发行的1936年到期、利率6%的第一抵押权债券，实际上由电气制冷公司的租约担保，该债券1932年7月的价格为70美元，当时母公司净流动资产价值是发行在外债券价值107.3万美元的将近6倍，是该证券总市场价值的8倍以上。该债券于1933年以101.5美元的价格被赎回。

在此还需要提到的例子有默里公司（Murray Corporation）发行的1934年到期、利率6.5%的第一抵押权债券，尽管公司的净流动资产价值是该证券票面价值总额的2.5倍还要多，是其市场价值（以该价格计算）的将近4倍，但1932年此证券售价仅为68美元（由于当时经营亏损）。西德尼－布卢门撒尔公司（Sidney Blumenthal）发行的1936年到期、利率7%的票据，1926年的售价为70美元，当时公司的净流动资产价值是该证券票面价值总额的2倍，是该证券总市场价值的将近3倍（1930年以103美元提前赎回）；贝尔丁－海明威公司（Belding, Heminway Company）发行的1936年到期、利率6%的债券，1930年的售价为67美元，当时公司的净流动资产价值是该证券票面价值总额的将近3倍，是其市场价值的4倍多。贝尔丁－海明威公司于1930年和1931年大幅清算存货，并以所获收益在市场上回购了80%的债券。剩余债券在1934年年初以101美元的价格提前赎回。

在这种典型案例中，获利的可能性超过损失，可能获得的利润超过可能受到的损失。必须承认单个案例中所涉及的风险依然很大，足以阻止我们将这种行为称作“投资”。然而，我们认为，如果同时购买多种此类证券，遵循分散风险的安全性原则，最终的净收益仍然可以得到可靠保障，我们也仍能够将这种购买组合证券的行为称作投资操作。这正是我们在第4章提到的投资的广义定义中一种可能的形式。

流动资产的重要性有限

在挑选投机型债券时我们非常注重考察营运资本指标。但是该指标的重要性不能夸大，不能认为只要债券得到足额的净流动资产保障其安全性就不用担心。任何资产负债表上显示的流动资产都可能由于随后的经营亏损而产生大幅缩水，更重要的是，如果公司破产清算，报表所显示的价值往往也完全靠不住。(288)

可说明上述观点的例子很多，我们主要介绍R.霍伊公司（R. Hoe and Company）发行的利率7%的票据，以及阿贾克斯橡胶公司（Ajax Rubber Company）发行的利率8%的第一抵押权债券。1929年，尽管这些负债得到净营运资本很好的保障，但随后这些证券的售价却低至2美分。（关于威利斯－奥弗兰公司［Willys-Overland Company］发行的利率6.5%的第一抵押权债券，以及伯基－盖伊家具公司发行的利率6%的第一抵押权债券，(289)参见附录注释34。）

案例

1932年，以净流动资产为保障的低价工业债券案例如表26-1所示。

表26-1　1932年，以净流动资产为保障的低价工业债券案例[a]　（单位：美元）

证券名称	到期日	1932年最低价	资产负债表日期	净流动资产[b]	部分长期债务[b]	正常利息保障倍数	
						时期	保障倍数[c]
美国座椅公司6%债券	1936年	17	1932年9月	3 826	3 056	1924—1930年	5.2倍
克鲁斯伯尔钢铁公司5%债券	1940年	39	1932年6月	16 163	13 250	1924—1930年	9.4倍
麦克森和罗宾斯公司5.5%债券	1950年	25	1932年6月	42 885	20 848	1925—1930年	4.1倍
马甲恩蒸汽掘土机公司6%债券	1947年	21	1932年6月	4 598	2 417	1922—1930年	3.9倍
阿科美公司6%债券	1942年	54	1931年12月	4 327	1 963	1922—1930年	5.5倍

注：a．参见附录注释43，有1934年版关于这些案例的简短介绍。

b．单位是千美元。

c．使用1931年的费用计算，必要处已做调整。

因此我们必须区分两种事实，一种是报表显示营运资本足以保障长期债务，另一种更有意义的是营运资本超过债券价值很多倍。前一种论述很有趣，但是不具结论性。如果加上其他有利因素，例如正常年份里公司盈利保障情况良好，并且公司整体表现令人满意，就会使证券更有吸引力，但是最好还是将其作为证券组合的一部分。

投机型优先股

价格历史的各个阶段

投机型优先股比投机型债券更容易受到非理性行为的影响，因此长久以来该类优先股与普通股一样被市场高估。因而我们可以从优先股价格走势中总结出三个阶段，在每个阶段中其市场价格都与价值不一致：

1．第一阶段，优先股刚刚发行，投资者被说服以完全的投资级价格购买优先股，与其内在价值不符。

2．第二阶段，缺乏投资价值的缺点逐步显现，股价跌至投机级水平。在这一阶段，由于之前讨论过的原因，跌幅可能过大。

3．第三阶段，优先股价格以普通股的投机型方式暴涨。这种情况下被人们质疑的重要性因素，例如累积股息的数量，都被过度强调。

有关第三阶段或者说非理性阶段的一个案例稍后给出。

“优先证券最高估值”规则

为避免被第三阶段特有的各种宣传所误导，同时作为处理投机型优先证券的一般指导，我们总结出名为“优先证券最高估值”的证券分析规则。

如果普通股具有优先证券的地位，并且没有发行在外的次级证券，优先证券的内在价值不会高于普通股。

通过以下实例可以清楚地说明该规则。

*X*公司与*Y*公司拥有相同的价值，*X*公司发行了8万股优先股和20万股普通股。*Y*公司仅发行了8万股普通股，没有优先股。根据我们的规则，*X*公司一股优先股的价值不可能超过*Y*公司一股普通股。这显然是合理的，因为*Y*公司普通股价值等同于*X*公司优先股与普通股价值的总和。

除了比较两个价值相等的公司，例如*X*和*Y*，也可以假设*X*公司经过资本重组，普通股已经不复存在，仅剩下优先股，也就是新普通股。（为了定义一个术语，我们可以称这种变化为优先股的“普通股化”。）这样我们的规则就可以简单地表述为，上述假设的普通股价

值不会低于它所替代的优先股的价值，这是因为新普通股价值等于优先股与旧普通股的价值总和。该规则适用于投机型证券、普通股，或者优先股与普通股的组合。如果债券被“普通股化”，即被转换成普通股，那么旧普通股消失，新普通股的价值肯定不会低于债券的现值。

无论优先证券的票面利率或股息率、面值或者赎回价多高，也无论已经累积了多少未付利息或股息，这种关系必然存在。如果我们拥有的优先股累积股息为每股1 000美元，与代表了公司全部所有权的普通股相比（没有股息累积），该优先股价值也不会高于普通股。未付股息不会增加公司的证券总价值，只会影响总价值在优先股与普通股之间的分配。

过于重视应付股息金额

尽管稍加分析就会发现，该论述是不言而喻的，但是由于抱着赌博的心态，即使是最简单的道理公众也无法察觉。因此，拥有大量应付股息的优先股容易成为市场操作的对象，大量应付股息也成为普通股与优先股价格大幅上涨的推手。说明这种现象的绝佳案例，是美国锌铅冶炼公司（American Zinc, Lead and Smelting Company）的股票在1928年的表现。

美国锌铅冶炼公司的优先股于1916年作为普通股股息出现，这种交易相当于旧股票拆分成优先股和普通股。该优先股名义面值为25美元，但是具有所有100美元面值股票的特征（6美元可累积股息，赎回价与清算价都为100美元）。这种安排令该优先股在资产负债表上记录的负债额远小于其实际值。1920—1927年，公司持续亏损（1922年取得的微乎其微的利润可以忽略）；从1921年开始优先股股息停发，到1928年已经累积了每股40美元的股息。

1928年，经济的复苏带动了公司盈利，勉强可以支付优先股每股6美元的股息。然而，公司证券被人操纵，优先股股价从1927年的35美元暴涨至1928年的118美元，同期普通股股价竟然从6美元上涨到57美元。此轮股价暴涨归因于有谣言称，公司计划清偿全部累积股息，但公司从未有正式声明发布。很显然，这个方案仅仅是空穴来风。(290)

非理性的赌博心态在此案例中体现得淋漓尽致，未支付的股息竟成了优先股与普通股价上涨的原因。普通股股东的投机心理可能是："累积优先股股息将要清偿，这对于普通股有利，我们赶紧买入普通股。"根据这一毫无逻辑的推理，如果之前没有累积优先股股息，普通股就会变得毫无吸引力（即使价格相同），因为那样投资者就无法憧憬清偿累积股息的绝妙计划了。

我们利用美国锌铅冶炼公司的案例来说明"优先证券最高估值"规则如何应用。1928年，118美元的价格对于美国锌铅冶炼公司的优先股是否过高？假设优先股股东完全拥有该公司，这意味着经过8年亏损，1928年普通股每股收益为6美元，股价为118美元。即使在1928年经济形势好转、投资者普遍头脑发热的情况下，投机者也根本不会被该价位的普通股所吸引，所以要应用我们的法则必须首先避免在过高价位购买优先股。

美国锌铅冶炼公司普通股每股57美元的报价明显高得离谱，因为该价格代表了公司的如下估值：

优先股，8万股，118美元/股	9 440 000美元
普通股，20万股，57美元/股	11 400 000美元
总价值	20 840 000美元
1928年的收益	481 000美元
1920—1927年的平均收益	188 000美元（亏损）

为了与上述美国锌铅冶炼公司的估值相一致，如果普通股（以8万股为基准）每股收益仅为6美元并且不支付股息，也必须以每股260美

元出售。该数据显示了，粗心的公众被未支付的股息所误导。

关于此问题的另一个案例是美国皮革公司（American Hide and Leather Company）。1922—1928年，该公司的优先股每股收益没有一年多于4.41美元，并且平均利润非常少。然而，这7年里优先股股价达到66美元甚至更高。这种反常现象的成因就是，在这期间累积优先股股息从每股120美元上升至175美元，大额累积优先股股息吸引了投机者的注意力。

应用我们的规则，美国皮革公司的优先股股东可以作为该公司的完全拥有者（从各方面来看实际情况也是如此）。我们还需要一只多年没有分红的普通股，每股平均收益最高仅有2美元（利用1922—1927年的数据）。对于这样的普通股，65美元的价格确实太高了。因此，该价格对于美国皮革公司来说过高，并且不管累积股息有多少，都不会对该结论产生任何影响。

资本结构的变化影响证券的总市场价值

根据之前的讨论我们可以推断，单一股本证券的价值必须总是等同于优先股与普通股组合的价值，该组合有可能被分拆。理论上讲，该论点完全正确，但是在实际中可能完全错误。因为将资本分摊在优先股和普通股上，可能比单一的普通股更有优势。该主题将在第40章中做更多讨论。

刚刚提到的想法与“估值最大化规则”的区别可解释如下：

1．假定X公司=Y公司；

2．X公司有普通股（P）和优先股（C）；Y公司仅有普通股（C'）；

3．有如下等式成立：

P的价值+C的价值=C' 的价值

等式两边代表相等的量，即两家公司的价值相等。

但是，这种表面上的关系在实践中可能不成立，因为优先股加普通股的资本结构可能比单一普通股更具优势。

另一方面，我们提出的“估值最大化规则”仅说明P的价值不能超过C' 的价值。这种关系在实践中与理论上都成立，除非市场被操纵或粗心的投机行为挤出了所有的理性思考。

我们的规则从反向说明，因此在实践中也采取反向应用。它能够有效地辨别出价值低于其市场价格的优先股或普通股。如果想正向使用该法则，首先必须得到“普通股化”基础之上的优先股价值（即代表了完整的公司所有权），然后确定为了表示现在普通股股东所拥有的部分所有权，应该如何给上述价值打折扣。有时，这种方法能够有效确定特定优先证券的价值高于其市场价值。不过，该过程偏离了数学公式的范畴，踏入了难度更高、不确定性更强的普通股估值领域，对此我们稍后再讨论。

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第四部分

普通股投资理论与股息因素

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读六
跟随现金流

布鲁斯·伯考维茨

费尔霍姆资本管理公司创始人

在我长大的城市，各色人种混居，那里最受欢迎的商品零售场所之一便是街角的小杂货店。为了满足日常生活需要，小区居民经常光顾此地，琐碎到一份报纸、一本杂志或一盒牛奶。我们这些小孩子会时不时地出现在杂货店里，手里拿着从家里骗来的或靠跑腿赚来的零花钱，心急地就想着买些糖果、口香糖或者可乐。

杂货店的老板有一个收银台，安放在靠近前门的台面上，顾客付的现金就放在里面。老板会从中拿出部分款项，采购货物、缴付房租、维持日常经营，并给员工发放小额工资。除此之外如果还有结余，老板则自行选择使用剩余现金进行业务扩张、偿还债务，或用于个人的生活消费。

多年以后，我开始从事投资工作，阅读了伯克希尔·哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特撰写的年报，正是这份年报引导我读了本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的经典作品《证券分析》。读罢，我突然意识到，这个业务模式单一的杂货店的财务活动，就是解读自由现金流的一个典型案例。格雷厄姆和多德将这种多余现金称为“盈利能力”或“所有者盈利”。这是企业所有者支付完一切费用并作出必要投资之后，能留在口袋里的现金数额。这种自由的现金流即所有投资回报的根源，无论是以股息、股票回购还是能提高未来回报的再投资的形式出现。

格雷厄姆和多德是最早将审慎的财务分析方法应用于普通股投资的人之一。在那这前，最为严肃的投资分析尚局限于固定收益证券领域。但是，格雷厄姆和多德认为，股票与债券一样，都能根据未来回报的现金流推算出一个确定的价值区间。投资债券，回报就是合同承诺支付的特定现金；投资股票，回报则包括因企业盈利而支付的股息，或是以原本用于支付股息的现金进行的公司业务再投资。

通过考察一家企业的资产及其盈利能力（或现金流），格雷厄姆和多德认为，我们可以相对准确地计算未来回报的价值。价值一旦确定，它将有助于你决定是否购买某一股票。如果经计算，一只市场售价为每股10美元的股票价值为20美元，即便计算有所偏颇，也足以让你获利。但是，如果你将估价为12美元的股票按照每股10美元进行交易，买入决策可能会失效。因为即使股价当真有所低估，预留的误差边际仍显不足。

事先利其器

权益投资的核心问题是如何给公司估值。在20世纪30年代，这一任务是通过衡量有形资产的价值来完成的，其原因在于：那个时代的股票市值大部分由基础原材料（主要是矿业公司）、运输业（铁路公司）、公用事业和制造业决定。所有这些行业的显著特征都是拥有大量厂房、设备和库存。而今，服务企业占据了经济的主导地位，即使在传统制造业，相当一部分的公司资本也来自无形资产，如软件、收购的品牌、客户群及产品组合，这些都不会明确呈现在资产负债表中。例如，软件公司（如甲骨文和微软）或服务业公司（自动数据处理公司，Automated Data Processing）的价值很少能以有形资产去衡量。

为了给权益类证券估值，在费尔霍姆资本管理公司（Fairholme），我们会先计算自由现金流。首先，从通用会计准则

（GAAP）定义的净利润开始，然后加上非付现费用（如折旧及摊销），因为这些基于历史成本计算的费用（有形资产的折旧、无形资产的摊销）可能无法反映资产真正价值的减少。

即便如此，大多数资产会随着时间的推移而贬值，我们必须考虑这一因素。于是，我们扣除该公司维护有形资产（如办公室、厂房、库存和设备）和无形资产（如客户流量和品牌标识）的估计成本支出。在这一层次上的投资如若配置得当，应该可以维持稳定可期的业务利润。

这才刚刚起步。例如，企业往往错估员工的退休金和退休后的医疗福利费用，高估员工退休金计划的未来投资回报或低估未来的医疗费用。因此，在自由现金流分析框架里，还需要调整报表数字，以反映这些偏差。

公司经常低报它们应支付的管理费用。例如，直到过去的几年里，大多数企业没有计算作为雇员报酬的股票期权的成本，这种隐含成本也没有反映在报表的任何线上项目中。更有甚者，为试图掩盖用以抵消员工行使认购股权的费用，公司往往在公开市场上大量回购股票。这时问题就来了，公司所支付的价格，往往远超员工行使的在若干年前获赠的股票期权价格。这一差额很少正式作为企业的经营成本在财务报表中予以披露。

另一个会计驱动利润来自长期供货合同。例如，当现已倒闭的安然公司签订了一个长期的贸易或供货协议时，该公司非常乐观地估计了协议未实现利润的净现值，在即便没有收到现金的前提下，也计入了本年度的营业收入。安然公司已故，但这种手法还在。保险公司和银行在处理受保事件或贷款拖欠产生的损失方面，仍然有相当大的回旋余地。对于任何一家公司来说，衍生工具合约的收益和损失都是难以确定的，因为这些金融工具市场深度不足，成交清淡。

另外，有一些企业却在低估自由现金流，将在企业成长期的真实投资支出费用化。例如，添加新的车险客户的成本可能比新客户首年保费支出高出20%~30%。这部分额外的成本，部分是用于抵消没有续保的客户的影响。但是，如果投保人的数量在不断增长，那么，有部分开支就隐含着投资的增长。实际上，伯克希尔·哈撒韦的子公司GEICO（政府雇员保险公司）正是如此操作的。因此，假设其业务维持稳定，会计盈利就会低估自由现金流。当微软销售Windows操作系统时，该公司认为售后服务成本是销售的组成部分。微软在数年的收入与支出中分摊这部分成本。其结果是，利润延期入账，为公司渡过未来的不利时期提供了一定的缓冲。

所有这些非现金会计惯例说明，要确定目前公司的自由现金流是多么困难，我们做得还远远不够。接下来，我与我的同事想弄清楚：（1）当下的现金流如何代表过去的平均现金流？（2）增减趋势如何？公司是一路顺风还是逆风挣扎？

意想不到的现金流

毫无疑问，地毯、地板公司莫霍克工业（Mohawk Industries）是2008年间面临强劲逆势的公司之一。2006年，我们第一次以低至60美元价格购买它。根据通用会计准则，该公司公布的每股收益为6.7美元。不过，我们经分析发现，该公司每股自由现金流其实多达9美元。为什么自由现金流比会计利润多得多呢？首先，作为行业整合的一部分，莫霍克通过收购一些较小的企业不断发展，并逐步获得规模经济，从而使公司减少了资本支出，降低了营运资金需求。更重要的是，公认会计准则要求莫霍克从其盈利中扣除大量费用，分摊在大举收购中获得的无形资产。（公司收购成本和被收购公司的账面价值的差额，计入资产负债表中无形资产项目“商誉”。）这些费用会减少净营业利润，但没有取走任何现金。总而言之，我们计算得出，莫霍

克股票售价比7倍的自由现金流还要低，即以一个有吸引力的价格出售。这类似于购买利率为14%的债券，还附带着一个随时间推移，息票付款也随之上升的好机会。

2008年，在新建住房市场严重低迷之际（绝大多数地毯和地板都应用于新房装饰），莫霍克工业公司仍然能产生6美元到7美元的自由现金流。以每股75美元的成交股价来看，股价约为自由现金流的11~12倍，这在周期性下滑的行业中仍具吸引力。诚然，该公司的收入也在下滑，但行业整合已基本消除了制造商之间曾经一度猖獗的价格竞争。事实上，制造商还能够将原材料成本上涨压力转嫁给客户。这有助于保持企业的利润率和现金流。地毯和地板行业将继续伴随经济周期波动，但莫霍克工业公司的管理一直能够保持相当稳定的自由现金流。

寻找具有良好自由现金流公司的投资人经常会在成熟的行业中（如地板企业）找到目标，这一点不足为奇。在这种行业状态下，成长所需的资金有限，企业融资需求温和，因而自由现金流较为充足。高速增长公司的情况则通常与此不符，但经过细致分析有时也会发现个别案例，例如艾科思达公司（Echo Star Corp.），即DISH卫星电视公司的母公司。

1995年6月，在可能有其他付费电视供应商出现的前提下，艾科思达公司上市。到2000年，华尔街对一切高科技东西的痴迷达到了巅峰。艾科思达公司坐拥340万订户，企业价值约300亿元（股权市场价值加负债净额），以及年报报道的近8亿美元的亏损。更糟的是，因为试图铺设基础设施及争夺客户基地，该公司像疯了似的“烧钱”。仅此一举，很多价值投资者就将其从选股清单上删除了。

经过5年的迅速扩张，用户数量突破1 200万。由于启动费用大多是在前期摊销的，而月度订阅费又是相当可靠的收入来源，公司的自由现金流激增。然而，在2005年，艾科思达的企业价值仅170亿美元。

显然，市场未对该公司创造现金流的能力给予足够的重视。当无风险回报率仅5%时，费尔霍姆找到机会购入了这家公司的股票，该公司自由现金流回报率达两位数，且具有优良的特许经营业务。

一些企业能够产生充足的现金流，但被企业结构所掩盖。卢卡帝亚国际公司（Leucadia National），一家经营多元化业务的控股公司，就是其中一个例子。卢卡帝亚国际公司的业务组合，类似于巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司。虽然这些子公司整体上并不一定能为控股公司带来稳定的现金流，但在附属公司层面的现金流却非常充足，最终将为母公司带来增值。由于经理们总是不断地买卖集团公司中的某些业务，卢卡帝亚的自由现金流变化叵测。然而，事实最终证实，该公司管理层在现金管理上技巧纯熟。在将近30年的时间里，其资产净值一直在以接近25%的年复合增长率增长。如果你投资于卢卡帝亚或伯克希尔·哈撒韦这样的公司，实际上你是在其管理能力上押注，鉴别投资能否带来较高的自由现金流。

卢卡帝亚和伯克希尔·哈撒韦的案例指出了评估自由现金流的另一个重要方面：管理层如何运用这些自由现金流，以及这些决定能否提高股东价值。如前所述，自由现金流可以以股息或股票回购的形式返还给股东，也可以用于业务再投资。格雷厄姆和多德认为，股息等价于股东的现金回报。股票回购的税收优惠在资金配置决策中无足轻重。实际上，当今市场的主宰者——机构投资者，对此确实兴趣不大。

以今天的眼光来看，折价回购股票显然比分配股息要好。因此，关键的因素就是价格。如果公司购回被低估的股票，卖出股票的投资者会遭受损失，而长期投资的股东则会获利；如果该公司在股票高估时购买其股票，则卖出股票的投资者受益，而长期投资的股东受损。侧重于长线的价值投资者一般会寻找那些在股票低估时回购其股票的公司。

管理层必须决定何时将现金用于回馈股东，何时用于再投资。明智的盈利再投资决策未来将会产生更高的自由现金流。另一方面，糟糕的再投资决策将摧毁价值。半个世纪以来，沃伦·巴菲特一直堪称资产配置领域无可非议的天才，从来没有人介意他的伯克希尔·哈撒韦公司从不支付半文股息。另一方面，一些管理层，尤其是那些苦苦挣扎的行业的管理层，需要将资本还给投资者方能使其受益，而非继续从事低回报率的投资活动。

股息政策传递的信号

一般而言，公司董事会倾向于将股息支付率设定在盈利可轻松负担的水平上。这样，在经济景气的时候会留存较大份额的收益；而在经济不景气时，即使超过自有现金流量，公司仍能维持股息。董事会这么做的目的可能是表达其对公司业务长期发展的信心。如果盈利增长，董事会将稳步增加股息水平，不过通常比盈利的增长步伐要慢。

如今，投资者会仔细分析公司的派息政策，以此判断公司管理层关于自由现金流可持续性的态度。如果管理层认为现金流的变化是暂时的，公司通常不会调整股息政策；如果管理层认为变化有可能是永久的，他们就会相应地调整股息政策。如果管理层认为新的投资机会风险相对较低，那么这些投资可以以债务融资方式实现，从而使股息政策保持不变；如果他们认为新的投资机会风险相对较高，他们可能就要通过削减股息以筹集资金。如果老老实实的执行这些派息策略，将有助于投资者从目前的现金流量推测未来的现金流水平，甚至股权价值。从这一方面看，高的派息水平将是股票估值的有利因素。

但这种做法的危险是，它可能诱使管理层操纵股息，去制造一幅未来现金流充足的虚假景象。经营不景气的公司，如通用汽车或花旗集团，削减股息政策总是姗姗来迟。在这种情况下，投资者购买股息收益异常丰厚而背后基本面恶化的公司股票往往是自找麻烦。股息还

很可能被消减。以新发行股票获取的资金，而不是以自由现金流支付股息，也同样有可能传递给投资者虚假的股息信号。房地产投资信托基金和收益信托，由于必须将几乎全部的收益支付给股东，所以同样不愿意减少既定的派息分红。

另一方面，企业拥有充裕的自由现金流分配股息但投资前景糟糕，则应该派发更高的股息。例如，戴尔和亚马逊就以巨额负营运资本运作——它们先向买家收进销货款，然后向供应商支付进货款，几乎没有固定资产投资需要，不需要收益再投资。然而，它们固执地拒绝支付任何股息，并留存大量现金。

现金到底归谁？

确定一个公司储有大量现金并能产生更多现金是一个良好的开始。但除非管理层作出明智的再投资决策，或通过股息或股票回购的形式回馈股东，不然现金本身毫无意义。管理者的能力和意图是至关重要的。

即使是在不投资、不派息的经理掌控之下，企业的现金有时也实在太多，以致无法忽视。在这种情况下，主动型投资者往往会购入大量股份，借以向管理层施压，要求“释放公司价值”；若不能奏效，他们还会试图把整个管理层撵走。手段不一而足，只要收银机内的钱足够多，总有人会想办法取走。

布鲁斯·伯考维茨（Bruce Berkowitz）

迈阿密费尔霍姆资本管理公司（Fairholme Capital Management）创始人，管理着费尔霍姆共同基金。2010年年初，他被晨星评选为年度“最佳美国国内共同基金经理”。

在第四部分导读中，伯考维茨表达了他对公司股息及其现金等价物，即自由现金流的不俗洞见。通过对他自身投资经历中的案例与轶事的分析，伯考维茨对格雷厄姆与多德的理论提供了重要的更新与补充。

导读七
高安全性和高收益率的股票投资

唐朝

自由投资人，畅销书《手把手教你读财报》作者

在用了几百页的篇幅阐述债券和优先股投资方法和要点之后，本杰明·格雷厄姆教授终于在本章开始阐述股票的投资。这种结构安排曾经让无数人困惑。冗长的债类资产投资分析章节，让意图学习股票投资技巧的读者望而生畏。然而，格雷厄姆教授这种安排实际上有它的历史必要性和深刻含义。

在格雷厄姆进入证券行业的时代，从事证券分析这种职业的人还被称为“统计员”。那时候，华尔街的基本认识是“债券是投资者的首选，而股票则是投机者的出没之地”，当时的主流言论是“绅士们都倾向于债券。债券是为了收益，股票是为了差价”。在《证券分析》出版之前，市场畅销书籍里清清楚楚地写着“只有债券才被当作是投资，股票本质上是投机性的”。(291)

也不奇怪。那时的华尔街不仅混乱，而且缺乏法律的规范。美国证券交易委员会1934年才成立——恰巧，《证券分析》首次公开出版也是1934年。在此之前，投资者想从公司获取信息还有种与虎谋皮的感觉。公司对外只披露极其简单的财务报表，经常是一种四页纸对折的小册子，而且被公司管理层名单占据了大部分版面。为了防止外人窥探，一些家族企业会通过有意的会计技巧来隐藏公司资产和收益，而另一些公司则经常虚报各种数据以便使自己的公司看上去更强大。即便只是这种信息量极其缺乏的财务报表，大部分投资者也只能大费周章地去纽约证券交易所的图书馆查看。

在这种情况下，证券分析行业的“统计员”们，天然地对公司财务报表数据信心不足。相反，谁在买卖这些公司的股票才是最重要的研究对象。在内幕交易未被禁止的年代，投资者能够事先知道公司重组、并购或其他能够影响市场股价走势的内幕消息，才是赚大钱的可靠路径。

正如格雷厄姆回忆的那样：“在老华尔街人看来，过分关注枯燥无味的统计数据是非常愚蠢的行为。”很多当时的华尔街大亨都在回忆录里承认当时操纵市场是很平常的事，“三M”——内幕（Mystery）、操纵（Manipulation）和差价（Margins）才是指导市场运行的准则。

正是因为这些原因，那个时代的分析师们更多通过他们接触到的各类信息，加上自己的直觉形成对市场的某种判断，并根据市场趋势来预测证券的未来价格走势，甚至会直接给出这样的“投资”建议：“从当前的价格水平及最新信息判断，这只股票很大可能会吸引投机者追捧，后市有望进一步走高。”

这种环境下，股票被普遍认为是一种投机丝毫不会令人感到奇怪，因为事实确实如此。投资者的兴趣主要是收入既丰厚又可靠的债券。债券的市场价格波动很小，基本以已知的红利为基础。即使在市场波动较大的年份里，债券收益也不会有太大变化。如果投资者愿意，他完全可以不管价格变化，只考虑其红利收入的稳定性和可靠性。

所以，从历史必要性来讲，格雷厄姆教授用大量篇幅讲解债券价值计算和投资方法，是时代所需。但这其实不是核心原因，真正的核心原因是格雷厄姆想要纠正“债券才是投资，股票只是投机”的市场主流思想，告诉大家：股票也是一种债券，只不过票面利率不固定而已。通过一套科学的方法，投资者可以寻找到安全性媲美债券，收益率却比债券更高的股票作为投资对象。

股票是一种特殊债券

在格雷厄姆看来，股票是一种特殊债券。二者的差异是在于债券每年利息多少、持续付息多少年，是提前约定的固定数字；而股票每年能够收到多少“利息”，取决于这家公司能够赚多少、能持续赚多少年，以及公司如何处理赚到的钱。股票的“利息”是一个不确定的波动数据，该数据可能高于甚至远远高于、也可能低于甚至远远低于债券约定的利息。然而，长期被投资者忽略的问题是，这种个体的不确定可以通过组合的方式对冲和规避。

格雷厄姆在后来发表的一篇题为《探寻证券分析的科学性》的文章里，这样阐述这种认识：“股票本质上可以看作价值被低估的一种债券，这一观点脱胎于个体的风险与总体或群体的风险之间存在着根本性的差异。人们坚持认为投资股票带来的股息回报与收益应该远远高于投资债券的收益，因为投资个股所承担的损失风险要比投资单一债券所承担的损失风险高出许多。但是从充分分散化投资的股票组合的历史收益来看，事实并非如此，这是因为作为一个整体，股票具有明显的向上动力，或者说它们的长期趋势是看涨的。导致这一现象的根本原因是一国经济的稳步增长，公司将未分配利润用于稳定的再投资，以及20世纪以来通货膨胀率的不断走高。”

格雷厄姆这种观点，后来被大量的学术研究所证明，其中比较权威也比较知名的是沃顿商学院金融学教授杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）的经典著作《股市长线法宝（原书第5版）》和伦敦商学院的研究成果《投资收益百年史》等。

在《股市长线法宝（原书第5版）》里，西格尔教授研究了美国1802—2012年的全部数据后得出结论：1802年的1美元，分别投资于股票、长期国债、短期国债、黄金，并将期间所得收益继续再投资，到2012年的终值和年化收益率如表Ⅳ-1所示：

表Ⅳ-1　2012年的终值和年化收益率　　（单位：美元）

	股票	长期国债	短期国债	黄金	物价指数
组合终值	13 480 000	33 922	5 379	86.4	19.11
年化收益	8.09%	5.07%	4.16%	2.14%	1.41%

资料来源：《股市长线法宝（原书第5版）》，机械工业出版社出版，2014年。

扣除通胀后，年化收益率如表Ⅳ-2所示：

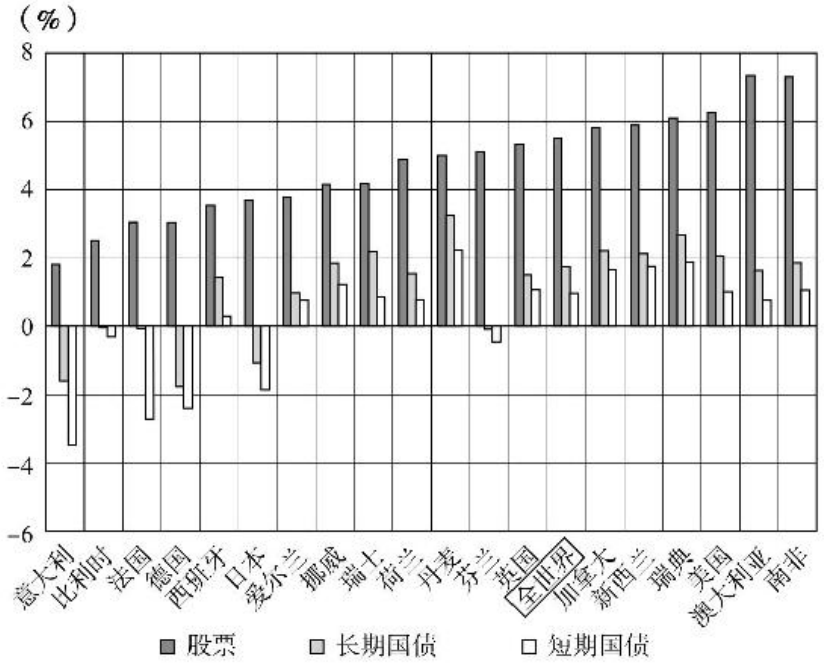
表Ⅳ-2　2012年扣除通胀后的终值和年化收益率　　（单位：美元）

	股票	长期国债	短期国债	黄金	美元
组合终值	704 997	1 778	281	4.52	0.05
年化收益	6.59%	3.61%	2.71%	0.72%	-1.41%

资料来源：《股市长线法宝（原书第5版）》，机械工业出版社出版，2014年。

在超过200年的时间跨度里，出现了多次经济危机、货币危机、金融危机，局部战争和两次世界大战，期间持有货币的投资者，被通货膨胀吞噬了95%的购买力，而股票的收益率则远远高于长短期债券及黄金投资，最终终值的差异大到令人惊讶。

这是不是美国的特例，会不会是因为美国的经济或政治制度导致股市存在着某种“幸存者偏差”呢？伦敦商学院的埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）教授、保罗·马什（Paul Marsh）教授和伦敦股票价格数据中心主任迈克·斯汤腾（Mike Staunton）发表了他们的研究成果《投资收益百年史》，结论如图Ⅳ-1所示。



图Ⅳ-1　国际股票、长期国债与短期国债的实际收益率（1900—2012年）

资料来源：《投资收益百年史》，中国财政经济出版社，2005年。

伦敦商学院的这份研究，涉及四大洲19个能够获取数据的主要国家，涵盖时间段内经历过日俄战争、第一次世界大战、第二次世界大战、经济大萧条、朝鲜战争、古巴导弹危机、滞胀危机、石油危机、美元危机、冷战、美越战争、网络股泡沫等世界政治经济重大危机，无论是国家样本还是时间段截取，都更具说服力。

尤其值得称道的一点是，这三位教授的研究中，涉及股票收益率研究时，考虑到了“幸存者偏差”，即股票指数不断选择剔除失败者、纳入胜利者导致的实际收益高估。这使伦敦商学院得到的结论，比以往研究成果计算的股票收益率要低得多。例如在1900—1954年间对英国股票收益率的研究成果上，过往的巴克莱银行/瑞士信贷第一波士顿银行的权威结论是年化9.7%的收益率，但伦敦商学院在考虑幸存者偏差等影响因素后，得出的结论是6.2%的年化收益率，降幅超过1/3。

即便在这样苛刻的条件下，研究人员发现，在所有主要国家，股票的长期收益率均远远超过长短期债券投资，且那些股票收益率低的国家，长期国债和短期国债收益率同样更低。平均来说，股票相对于长期国债的收益溢价为3.7%，相对于短期国债的收益溢价为4.5%。

绝大多数对于复利没有概念的朋友，可能很难想象这个收益溢价导致的终值差异究竟有多大。拿《投资收益百年史》里的2个数据感受一下：这些国家中，收益差最大的澳大利亚，1元本金投资股票百年之后是777 249.7元，而投资长期债券百年之后是252元，投资短期债券百年之后是80.7元；收益差最小的瑞士，1元本金投资股票百年之后是1 136.7元，而投资长期债券百年之后是73.2元，投短期债券百年之后是25.8元。

为什么股票投资优于债券投资

为什么在全球范围内，在跨度百年甚至两百年时间里，都能发现这种股票投资收益率明显高于债券的规律呢？格雷厄姆解释得很清楚：“导致这一现象的根本原因是一国经济的稳步增长，公司将未分配利润用于稳定的再投资，以及20世纪以来通货膨胀率的不断走高。”

一个国家的经济的增长一般以GDP衡量。GDP是指一个国家或地区一年内（或其他周期，例如一个季度内）生产出的全部最终产品和服务的交易价格总和。正是这些产品和服务，提供了人们的吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。

人类的生存发展及人类需求的不断增加，推动着GDP的持续增长。纵观人类发展史，特别是近现代史，我们可以清楚地做出判断，除了个别极端的短暂时期由于某些政治经济或宗教的极端情况导致人类文明和经济发生倒退，其他时间里人类社会创造的产品和服务是持续增

长的。其背后的原因是人口增长、土地等资产的自然产出、人类交换和分工的深化、知识的积累等。

产品和服务是人的产出，也由人或人的集合体分享。按照参与创造和分享GDP的主体划分，GDP由四种主体创造和分享：一是中央政府和地方政府拿走的税费；二是参与GDP创造的个人所获收入；三是非营利部门获得的捐赠和服务部门提供的中介服务费用；四是企业的盈利。

很显然，在这个经济持续增长的过程中，一个国家内所有的企业作为一个总体，不仅能够分享利润，而且分享的利润也是持续增长的——普遍而言，现代国家GDP约有70%左右是由企业创造的。企业是追求利润的经济主体，没有利润就没有企业长期存在的理由。同时，由于企业这种经济组织比个人、家庭或政府有更低的交易费用支出——通过深化分工、专业化协作，以及对利润的激励和对损失的惩罚机制等手段达到的(292)，因此，在现代经济中，企业的整体盈利能力是高于个人和中间组织的。这样，我们就可以得出一个结论：投资于全部企业，回报增速会高于GDP名义增速(293)。

虽然上市公司并非全部都是优秀企业，但由于有利润、盈利能力、后续融资可能、上市费用支出等多种门槛的筛选，加上与便利的融资渠道及股市交易带来的相关广告效应，总体来说，上市公司的盈利能力高于全社会所有企业的平均水平。发达国家的历史数据证明了这一点，中国证券市场短短20多年的运行情况，也证明了这一点。

2015年11月30日出版的《中国基金报》第9版上刊登过一组中国股市1991—2014年的扣除通胀后的实际回报率数据：1991—2014年，中国股票、黄金、人民币三大类资产的年化回报率分别为11.2%（深市）、10.1%（沪市）、2.9%、－4.1%。也就是说，1991年投入中国股市的1元钱，23年后，在深市能够变成12.81元，在沪市能够变成10.05

元，投资黄金变成1.97元。如果持有人民币，则实际购买力大幅缩水为0.37元。

用代表全部A股的Wind全A指数来计算10年回报率，从上轮牛市初的2007年年初计算至2016年年底，中国股市整体年化回报率是11.5%（若从上轮熊市底2008年10月计算至2018年9月，年化回报约11.6%，基本一致），远高于除核心城市房产以外的绝大多数投资品。

以上逻辑和数据展示了股票投资相比债券投资的明显优势。但是，格雷厄姆一再提醒读者注意，这种高收益率和不相上下的安全性，不是建立在对个体公司的判断上，而是建立在“总体或者群体”的基础上。

例如，2001年贵州茅台出让26%股权上市融资约20亿元，2017年合计分配现金红利超过560亿，其中有超过145亿由购买这26%股权的投资者获得(294)。

如果当初这20亿由投资者借给贵州茅台（即购买贵州茅台发行的20亿债券），无论当时的利率水平如何，投资者所得本利之和，必将远远少于作为股东获得的现金红利，更无法与未来可能继续获得的现金红利相比。从安全性的角度看，借给贵州茅台的20亿债券，与投资20亿获取贵州茅台26%股份，安全性几乎没有分别，但收益率却有云泥之别。

然而，这仅仅是优秀的个体。如果投资者不是认购贵州茅台这样的优质企业股权，而是买下了类似金亚科技、保千里、浪莎股份、中弘股份、乐视网等类型的企业，将投资者看作一个整体，不仅高收益无从说起，连本金也大概率会损失惨重。

格雷厄姆的股票投资原则

任何一次的本金大幅损失，对于投资者的打击都是灾难性的，也是格雷厄姆体系所不允许的。因此，在格雷厄姆的投资体系里，分散组合投资是非常重要的前提。格雷厄姆本人经常持有超过75只个股，他给普通人的建议，也是至少保持30只以上的个股投资。并且，这30只或75只股票也不是随意选择的，而是应该选择股价明显低于内在价值的。格雷厄姆将买入价明显低于股票内在价值这种状况，定义为“安全边际”。

股票除股价以外，还有一个与股价不完全同步的“内在价值”，这是格雷厄姆证券分析体系最大的贡献。内在价值是一个不确定的概念，大致等于公司作为非上市公司出售给私人产业投资者的价格。准确数字很难计算，但有一个可估算范围。

内在价值来自股票代码所代表的公司。购买股票的人拥有的并不是一串代码，而是该企业部分所有权的有效法律凭证。股东不仅享有企业经营良好时的未来收益分配权，还享有企业经营不善破产清算时偿还债务后的剩余资产分配权，后者能够为股票的价值兜底，这个兜底价值可以模糊视为内在价值的下限。

在这个兜底价值以下买入股票，遇到最坏情况可以收回成本略有盈余，若不是最坏情况，则可以获取丰厚的利润。

格雷厄姆喜欢将企业未来经营良好的预期看作且仅仅看作一种额外的馈赠。他的整个分析体系，主要锚定与破产和清算有关的兜底价值。这种思维方式与格雷厄姆在1930年前后美国股市崩盘中的经历有着莫大的关系。

1929年9月3日美国道琼斯指数创下381.17点高点后，在随后的两个月内暴跌40%以上。跌势一直持续到1932年7月，最低跌至41.22点，跌幅超过89%。25年后的1954年，道琼斯指数才重新回到381.17点崩盘位置。

1929—1932年，美国国内有101家银行破产，109 371家企业及大量中产阶级和农户破产，近1/4的劳动人口失业。1932年9月，全美有3400万成年男女和儿童，约占全国总人口的28%无法维持生计（1 100万户农村人口未计在内），200万人四处流浪。

1930年，也是作为基金经理的本杰明·格雷厄姆职业生涯最糟糕的一年，他打理的账户损失了50%。尽管格雷厄姆和合伙人杰罗姆·纽曼继续按季度支付0.25%的红利，可是许多损失惨重、惊恐不安的投资者依然坚持撤资，格雷厄姆非常沮丧，已经准备放弃。幸亏合伙人的岳父注入一笔7.5万美元的资金，才使基金存活下来。

正是这样的生存环境，使格雷厄姆的《证券分析》体系充斥着大萧条的烙印。他不仅建议读者将资本分散到至少30只股票以上，还建议每只股票的买入价格应低于有形账面净值的2/3（有形账面净值=总资产－商誉、专利权等无形资产－全部负债）。

在格雷厄姆的眼里，只有这样的买入价格才可以保证即便这家上市公司破产清算，也可以在偿还全部负债后还有剩余资金足以归还股东的本金及产生少量收益。实际上，由于资本天然的逐利性，这些低于重置价值或者清算价值的公司股票，其市价经常会大幅上涨，绝大部分都无须真的等待清算。即便如此，格雷厄姆还是建议至多将本金的75%投入到股票投资（其余25%以上购买美国国债），且至少分散到超过30家公司。30家公司中，总有部分被市场错杀的公司可以给投资人带来额外的惊喜，创造满意的回报。

可是，这样的出价怎么可能买到股票呢？格雷厄姆用一个精妙的寓言解释了投资者在市场里的优势。他用一个拟人的“市场先生”来代表市场参与者群体永远不变的人性：贪婪和恐惧交替而来。

格雷厄姆他说：“投资者应该把市场行情想象成一位亲切的市场先生的报价，他是你私人生意中的合作伙伴。市场先生从不失信，他

每天定时出现并报出一个清晰的价格，然后由你决定是否按照这个价格买下他手中股份或者将你的股份卖给他。

“虽然你们两人的生意可能存在某些稳定的经济特征，但市场先生的报价却是不可预测的。因为这个可怜的家伙有无法治愈的精神缺陷。有时，他很高兴，只看到生意中有利的因素，他会制定很高的买卖价格，因为他担心你侵犯他的利益、夺走他的成果；有时，他又很悲观，认为无论是生意还是世界，等待人们的只有麻烦，他会制定很低的价格，因为他害怕你把自己的负担转嫁给他。

“如果他的报价很低，你或许愿意买入；如果他的报价很高，你或许愿意将你的股份卖给他；又或者你也可以对他的报价不予回应。

“市场先生的性格可爱，他不在乎被你冷落。如果你今天对他的报价不感兴趣，他明天会再给你一个新的，交易与否完全由你决定。很显然，他的狂躁抑郁症发作得越厉害，对你就越有利。

“但是，你必须记住，否则无论做什么都是愚蠢的：市场先生只为你服务却不能指导你。对你有用的是他的钱包，而不是他的智慧。如果他在某一天表现得特别愚蠢，你有权选择忽视他或利用他，但如果你受到他的影响，那将是一场灾难。”

因为有被贪婪和恐惧所左右的市场先生存在，遵循格雷厄姆投资体系的投资者，得以用不到有形净资产2/3的低价买到股票，并在市场先生报价恢复正常的时候卖出去，收获利润。

遵循格雷厄姆体系的杰出投资者非常多，他们被称为“格雷厄姆和多德部落”，其中最杰出的代表是沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）。这位仅有高中学历，最初在华尔街一家经纪公司办公室打杂跑腿儿的小伙儿，因为参加了纽约证券交易所赞助的格雷厄姆夜校课程，学习并掌握了格雷厄姆的投资体系。1946年年初，从第二次世

界大战战场归来的施洛斯获得了在格雷厄姆－纽曼基金公司工作的机会，九年半后他辞职开创了自己的基金。

在基金存续的47年里，施洛斯严格遵守格雷厄姆投资体系，寻找被市场先生报错价的公司股票，获得了47年5 456倍，年化20.09%的惊人收益。在这47年中，施洛斯几乎从不做企业调研，只是阅读和统计企业财报数据，寻找满足格雷厄姆投资体系的公司股票。买下它们，静静等待价值回归，然后卖出，继续寻找，周而复始。支撑这惊人回报的背后，就是伟大的《证券分析》三大原则：股票是企业部分所有权的凭证；无情地利用市场先生的报价；坚持买入时的安全边际原则。

虽然，由于人们获取信息渠道和方式的革命，严格符合格雷厄姆股价低于净有形资产2/3要求的股票越来越难以寻找；由于社会制度和法律的改变、工会力量的壮大，使得股东申请企业破产清算以获取资产剩余的难度比格雷厄姆时代困难了许多；由于越来越多的投资者挖掘和寻找具有此类特征股票等原因，导致严格利用格雷厄姆标准选股越来越不容易了。但是无论如何，格雷厄姆投资体系的三大原则依然绽放着璀璨的光芒。

在格雷厄姆之后，他最有名的弟子沃伦.巴菲特仅仅在《证券分析》三大原则上增加了能力圈原则，并将股票是企业“资产所有权”凭证，升华为股票是企业“未来收益分配权”凭证，就打开了一个崭新的世界。正因为此，巴菲特始终强调自己的投资策略有85%来自格雷厄姆，这绝不是客气话。

唐朝

70后。1994年辞去事业单位公职，1995年进入期货市场。历经无数个不眠之夜，发奋苦读各类技术分析书籍，最终成功爆仓并破产于1996年，终得四字真言“远离杠杆”。其后的奋斗，都投了房产和股票，收获还算满意。

2006年年底，关了公司，成为宅男，徜徉在读书、运动和投资之间，期间出版了畅销书《手把手教你读财报》《手把手教你读财报2：18节课看透银行业》《价值投资实战手册》。开设有微信公众号“唐书房”，用于分享自己的投资决策、企业分析及读书心得。

27

普通股投资理论

在导读中我们指出了在投机环境中应用分析技术所固有的困难。由于普通股蕴涵的投机因素特别大，所以这类问题的分析往往无从定论，即便分析能够得出结论，也可能存在误导的危险。因此，针对普通股的分析更应该从长计议。我们必须从三个现实的前提展开讨论：

- 第一，普通股在个人财务决策中有着根本的重要性，许多人因之而狂热；
- 第二，普通股持有人与可能的买家都迫不及待地想知道股票的合理价值；
- 第三，即使购买股票的潜在动机只是单纯的投机与贪婪，人的天性也会驱使他们用各种堂而皇之的理由来掩盖这个不讨人喜欢的动机。

套用伏尔泰的一句格言来说就是，即使根本不存在普通股分析，我们也有必要捏造一个出来。

股票分析的广泛用途

这使我们面临一个新问题：“普通股投资理论在何种程度上是有效可行的，又在何种程度上只是对企业和股票市场的未来进行押注前空洞而不可获缺的仪式？”最后，我们将找到这样的答案：“即使运

用典型的普通股投资分析——随机从名单中挑选一只，经过一番细致与周密的分析，也不大可能得出诸如是否值得购买或者价值几何的可靠结论。但对于个例，财务分析方法或许可以得出合理可靠的论断。”换言之，科学可靠的价值分析结论仅仅在一些例外的普通股上显现。对于一般的普通股，价值分析方法只被视为做出投机判断的可能帮助，或作为高度虚幻的估值方法，以确定一些无法计算但又必须估算的股票价值。

澄清这一问题的最有效方法是借助于历史事实。这种视角不仅有助于理解普通股分析的地位如何演变，而且有助于深入理解与之密切相关的理论，即普通股投资理论。我们先回顾老一套看似合理的普通股投资原则。随着形势与环境的变化，我们会发现这种理论的有效性受到了挑战。它们的局限性催生了一种全新的择股理论，即“新时代理论”（new-era theory）。但这一理论在貌似合理的外衣掩盖下，也隐藏着鲜为人知的危害。伴随着第一次世界大战前投资理论的过时以及新时代理论的坍塌，我们必须建立起一套逻辑健全、合理可靠的普通股投资新理论。

普通股分析的历史

研究普通股的分析史我们会发现，两个相互矛盾的因素在过去30年来一直在冲突交错。一方面，得益于大幅盈利，持续分红、财力雄厚的上市公司不断增多，普通股作为投资品种的声誉在日益提高；另一方面，公司财务报表公布的频率与内容也大有改善，为社会公众与证券分析师提供了充足的数据资料；最后，一个令人印象深刻的投资理论随之诞生，奠定了普通股作为长期投资品种的卓越地位。

但是，在1927—1929年，股民追捧普通股的热情达到前所未有的高度，投资股票的估价方法却逐渐背离了以事实为依据的证券分析技术，而日趋倚重于对升值潜力与预期因素的判断。此外，工业企业与

企业集团业务越来越不稳定，不仅损害了债券类品种的投资质量，而且对普通股保持真实的投资品质形成了更大的威胁。

影响分析的两类不稳定性因素

普通股分析的有效性受到如下两个因素发展的影响：一是有形资产的不稳定性；二是无形资产的主导地位。这两个因素的影响程度，可通过对比几只股票在1920年以前及最近时期的表现来说明。我们以四个典型的公司为例：宾夕法尼亚铁路公司（见表27-1）、艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司（见表27-2）、纳贝斯克公司（见表27-3）与美国制罐公司（见表27-4）。

表27-1　宾夕法尼亚铁路公司　　（单位：美元）

年份	股价变动范围	每股收益	每股分派股息
1904	70--56	4.63	3.00
1905	74--66	4.98	3.00
1906	74--61	5.83	3.25
1907	71--52	5.32	3.50
1908	68--52	4.46	3.00
1909	76--63	4.37	3.00
1910	69--61	4.60	3.00
1911	65--59	4.14	3.00
1912	63--60	4.64	3.00
1913	62--53	4.20	3.00
1923	48--41	5.16	3.00
1924	50--42	3.82	3.00
1925	55--43	6.23	3.00
1926	57--49	6.77	3.125
1927	68--57	6.83	3.50
1928	77--62	7.34	3.50
1929	110--73	8.82	3.875
1930	87--53	5.28	4.00
1931	64--16	1.48	3.25
1932	23--7	1.03	0.50
1933	42--14	1.46	0.50
1934	38--20	1.43	1.00
1935	33--27	1.81	0.50
1936	45--28	2.94	2.00
1937	50--20	2.07	1.25
1938	25--14	0.84	0.50

表27-2　艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司　　（单位：美元）

年份	股价变动范围	每股收益	每股分配股息
1904	89~64	9.47[a]	4.00
1905	93~78	5.92[a]	4.00
1906	111~85	12.31[a]	4.50
1907	108~66	15.02[a]	6.00
1908	101~66	7.74[a]	5.00
1909	125~98	12.10[a]	5.50
1910	124~91	8.89[a]	6.00
1911	117~100	9.30[a]	6.00
1912	112~103	8.19[a]	6.00
1913	106~90	8.62[a]	6.00
1923	105~94	15.48	6.00
1924	121~97	15.47	6.00
1925	141~116	17.19	7.00
1926	172~122	23.42	7.00
1927	200~162	18.74	10.00
1928	204~183	18.09	10.00
1929	299~195	22.69	10.00
1930	243~168	12.86	10.00
1931	203~79	6.96	10.00
1932	94~18	0.55	2.50
1933	80~35	1.03（亏损）	无
1934	74~45	0.33	2.00
1935	60~36	1.38	2.00
1936	89~59	1.56	2.00
1937	95~33	0.60	2.00
1938	45~22	0.83	无

注：a．截至6月30日的财务年度。

表27-3　纳贝斯克公司　　（单位：美元）

年份	股价变动范围	每股收益	每股分配股息
1909	120~97	7.67[a]	5.75
1910	120~100	9.86[a]	6.00
1911	144~117	10.05[a]	8.75
1912	161~114	9.59[a]	7.00
1913	130~104	11.73[a]	7.00
1914	139~120	9.52[a]	7.00
1915	132~116	8.20[a]	7.00
1916	131~118	9.72[a]	7.00
1917	123~80	9.87[b]	7.00
1918	111~90	11.63	7.00
	（按未拆股计算）[c]	（按未拆股计算）[c]	（按未拆股计算）[c]
1923	370~266	35.42	21.00
1924	541~352	38.15	28.00
1925	553~455	40.53	28.00
1926	714~518	44.24	35.00
1927	1 309~663	49.77	42.00
1928	1 367~1 117	51.17	49.00
1929	1 657~980	57.40	52.50
1930	1 628~1 148	59.68	56.00
1931	1 466~637	50.05	49.00
1932	820~354	42.70	49.00
1933	1 061~569	36.93	49.00
1934	866~453	27.48	42.00
1935	637~389	22.93	31.50
1936	687~503	30.28	35.00
1937	584~289	28.35	28.00
1938	490~271	30.80	28.00

注：a．截至下一年1月31日的年盈利。

b．截至1917年12月31日的11个月的盈利。

c．1922年，按照1股拆4股的比例进行了拆股，并且发放了75%的股息。1930年又按照1股拆2.5股的比例进行了拆股。对新股本公布的数字等于表27-3中1923—

1929年对应数字的1/7。类似地，表27-3中给出的1930—1938年的数字是这些年实际公布数字的17.5倍。

表27-4　美国制罐公司　　（单位：美元）

年份	股价变动范围	每股收益	每股分配股息
1904	……	0.51[a]	0
1905	……	1.39（亏损）[b]	0
1906	……	1.30（亏损）[c]	0
1907	8--3	0.57（亏损）	0
1908	10--4	0.44（亏损）	0
1909	15--8	0.32（亏损）	0
1910	14--7	0.15（亏损）	0
1911	13--9	0.07	0
1912	47--11	8.86	0
1913	47--21	5.21	0
1923	108--74	19.64	5.00
1924	164--96	20.51	6.00
1925	297--158	32.75	7.00
	（按未拆股计算）[c]	（按未拆股计算）[d]	（按未拆股计算）[c]
1926	379--233	26.34	13.25
1927	466--262	24.66	12.00
1928	705--423	41.16	12.00
1929	1 107--516	48.12	30.00
1930	940--628	48.48	30.00
1931	779--349	30.66	30.00
1932	443--178	19.56	24.00
1933	603--297	30.24	24.00
1934	689--542	50.32	24.00
1935	898--660	34.98	30.00
1936	825--660	34.80	36.00
1937	726--414	36.48	24.00
1938	631--425	26.10	24.00

注：a．截至1905年3月31日的财务年度。

b．截至1905年12月31日共计9个月的数字。

c．未包括每股58美分的火灾损失。

d．1926年实施了1拆6的拆股。1926—1928年公布的以新股本计算的数据为上表数据的1/6。

美国制罐公司是第一次世界大战前典型的投机型股票，我们这样说是基于三大可靠且充分的理由：（1）它从不分红；（2）每股收益低且无规律；（3）证券是“掺水”的，即账面价值中很大一部分无实际投资业务作为基础。相比之下，宾夕法尼亚铁路公司、艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司、纳贝斯克公司的股票可以被列为投资级，也同样基于三大可靠且充分的理由：（1）它们保持着良好的持续分红纪录；（2）盈利相当稳定，平均值大幅超过股息分配；（3）每一美元的股票都有超过一美元的实际投资作为支持。

如果仔细研究这些股票在第一次世界大战前10年（纳贝斯克公司为1909—1918年）的股价波动范围，我们可以注意到，美国制罐公司的股价跟随投机潮流剧烈波动。相比之下，宾夕法尼亚公司、艾奇逊公司、纳贝斯克公司则明显围绕着某个价值中枢（如艾奇逊的97美元，宾夕法尼铁路的64美元以及纳贝斯克的120美元）上下窄幅振动。这一中枢价格似乎代表了为人们广泛认同的投资价值或者内在价值。

第一次世界大战前的普通股投资理念

如上所述，分析与投资、价格波动与投机，两者在第一次世界大战前的关系可总结为如下内容：普通股投资范围仅限于那些股息支付稳定且盈利相当稳定的证券，这类证券反过来往往也能维持一个稳定可期的市场价格。证券分析的主要功能是寻找可疑点，如公司公布的盈利是否有问题；资产负债表是否显示现金头寸不足或者长期债务增长过快；厂房设施是否保存不当；是否存在新竞争对手的威胁，或公司在同行业竞争中是否节节败退；企业的管理状况正在或者极有可能

恶化；行业前景有可能恶化——对于谨慎的投资者而言，上述或者其他任何一种可疑之处足以让其完全否定一只股票。

从积极的方面来说，证券分析的目的在于寻找符合价值投资要求，还能为价值增值提供最佳机会的证券。分析过程往往是比较一组背景相似的投资级证券，如西北部的几家经常支付股息的铁路公司，分析要点落脚于过去几年的相对表现上，尤其以平均市盈率、盈利趋势及稳定性为重点。其次，分析师试图展望未来，挑选出极有可能高速增长的行业及个股。

投机关注的是公司的未来前景

在第一次世界大战前，一个经过深思熟虑且被广泛接受的观点指出：如果分析重点是预期的未来，而不是过去的既定事实，那么这种分析就采取了投机的态度。投机，究其词源，意味着前瞻未来；而投资则与“既得利益”（vested interest）一词同源，承袭于过去的财产权与价值。未来是不确定的，因此是投机性的，过去是已知，因而是安全性的来源。让我们想一下在1910年买入美国制罐公司普通股的投资者。他买入这只股票的原因可能是相信股票的价格即将上行，或将被人为地“抬高”，或是每股收益将增长，或即将派送股息，抑或是它将会发展成为国家最强大的企业之一。以第一次世界大战前的理论视角来看，虽然其中某个原因可能比另一个更为明智可靠，但是所有理由都难逃投机性购买的责咎。

普通股投资技巧与债券投资相似

显然，普通股和债券投资在技巧上有密切的相似性。普通股投资者也同样偏好经营稳定且盈利足够支付股息的公司。当然，他对普通股安全性的要求会比债券低一些，但这种不足要由更高的收入回报弥

补（比如6%就是一个很好的普通股收益率，而高等级债券的收益率只有4.5%）。只要企业业务持续繁荣，股息收益就会增长，随之而来的还有在他看来最不重要，但却可能出现的资本利得。普通股投资者往往将自己看成次级债券投资者。从本质上看，他的冒险行为等同于牺牲一定的安全性而换取超额收益。在1904—1913年这10年间，宾夕法尼亚公司和艾奇逊公司的普通股表现例证了以上论述。

购入普通股被视为拥有企业部分所有权

把握第一次世界大战前普通股投资者心态的另一种有效方式，是站在私营企业利益的立场来考量。典型的普通股投资者类似一个企业业主，以评估自己企业的方式来衡量其他企业的价值对他而言是合情合理的。这意味着，他不仅关心公司的盈利状况，对盈利所代表的资产价值也非常重视。这一点是必须牢记的，对一家私营企业进行估价，我们通常以财务报表所示的“净资产”规模作为依据。当一个企业主打算以合伙制或者股权方式收购一家企业时，他总是从“账本”，即资产负债表上显示的股权价值入手。之后，他才会考虑该企业的财务记录和前景是否良好，以及这笔交易是否有利可图。尽管私营企业的股权可以相对于资产价值溢价或者折价出售，但账面价值仍然是计算的起点，最后这笔交易是否溢价或折价还得视账面价值而定。

从广义上讲，在购买可交易普通股作为投资的初期，人们仍然抱有这种态度：第一个基本指标是面值，它代表了最初投入企业的现金和财产的价值；第二个基本指标是账面价值，代表了面值加上累计盈余的估算权益。因此，在考虑投资普通股时，投资者会问自己：“以一个市场价格高于账面价值的溢价，或低于账面价值的折价购买这只股票可取吗？”“掺水股”作为欺骗股民的行径，不断受到猛烈抨击，因为股民被该股份所代表的资产价值的虚假陈述所蒙蔽。因此，

证券分析的一种保护性功能就是证实公司资产负债表上披露的固定资产账面价值是否公允地代表了资产的实际成本或合理价值。

普通股投资基于三重标准

到此我们可以看到，第一次世界大战前投资普通股通常基于三个标准：（1）合适的和确定的股息回报；（2）稳定的和充足的盈利记录；（3）有形资产的安全保障。这三个要素都可以进行仔细严谨的分析，并在纵向或者横向的类比中看出端倪。基于其他标准作出的普通股买卖决定都可视为投机，而投机就没有必要进行严密的分析论证了。

新时代的理论

在第一次世界大战后，特别是在1929年史无前例的大牛市达到顶峰的后期，公众对普通股的投资价值评判标准完全变了。前述的三个评判标准中的两个已经失去了原有的重要意义，而第三个标准——盈利记录，也被赋予了玄妙的解释。新的理论或原则可以归结成一句话：“普通股的价值完全取决于它的预期收益。”

从这一命题可以作出如下推断：

1. 股息率对于股票价值影响微小；
2. 由于资产与盈利能力无显著联系，分析资产价值的大小毫无意义；
3. 既往盈利记录的意义仅在于它们预示着未来盈利状况的可能趋势。

事实上，购买普通股的公众并没有认识到股票投资理念的彻底变革，证券分析师的认识也还停留在最表层。为了彻底理解这一理念转变的实际意义，进行更为深入、细致的分析工作是很有必要的。为了完成这一使命，我们将从三个角度展开分析：原因、后果及其逻辑有效性。

理念转变的原因

为什么投资大众的注意力从股息、资产价值及平均盈利几乎完全转移到了盈利趋势，即在未来盈利预期的变化上去？答案是：第一，过去的盈利记录被证实是一个不可靠的投资指标；第二，未来的利润机会具有令人无法抗拒的诱惑力。

新时代的投资理念根植于之前过时标准的废墟之上。在过去的30年里，经济变化的速度如此之快，以致长期存在的事实不能被视为构成稳定性的一种保证。经历了长达10年兴盛时期的企业，可能在短短几年之内陷入破产的困境。其他一些规模很小、经营不善、名誉不佳的企业，却可以在短时间内成长为规模庞大、盈利丰厚且声誉卓著的大公司。一度最吸引投资者兴趣的领域，即铁路公司，在国家财富和收入扩张的进程中落伍，显示出明显的衰退迹象；伴随着新兴运输机构的兴起，有轨电车公司（Street Railways）——1914年之前另一个重要的投资标的，有价证券的价值损失大半；电力和燃气公司则走过了一个坎坷的历程，第一次世界大战后的通货膨胀危害而不是帮助了这类企业，等到它们急速成长起来已经是近年来的事情了。工业公司的发展史中满是盛衰相间的剧烈变动，经济繁荣的气息极不平衡却又瞬息万变，最意想不到的失败与最光彩夺目的成功往往相伴相生。

面对这一切的不稳定，普通股投资的三重标准不免显得苍白无力。过去的盈利和股息不再被认为是未来盈利和股息的预测指标。此外，企业未来盈利逐渐不再由对企业的实际投资——资产价值决定，

而是由企业是否在行业中处于有利地位，以及是否实行了有效或者幸运的管理决策来决定。在众多破产清算案件中，流动资产被低估，固定资产被证明几乎一文不值。由于资产与盈利、资产与破产可变现值之间缺乏联系，金融分析师与普通股民对于一度受人瞩目的“净资产价值”或“账面价值”越来越漠视。甚至可以说，到了1929年，股票的账面价值实际上被排斥在证券分析考察因素之外了。有一个现象很能说明这个问题，即“掺水股票”，这是一个一度备受关注的议题，而现在只是一个被遗忘的词组罢了。

注意力转移到盈利的变化趋势

第一次世界大战前基于过往的记录和有形资产的投资分析方法，已经逐渐变得陈腐，被人抛弃。取而代之的是什么呢？一种新的观念被摆到至高无上的位置——盈利的趋势。过往记录的重要性仅在于它预示了未来可能的发展方向。持续增长的利润表明公司处于盈利的上升通道中，并承诺在未来取得比今天更好的成绩。相反，如果在一段经济繁荣时期盈利趋势下滑或者是维持稳定，那么公司的前景必然是黯淡的，对于它发行的证券须退避三舍。

普通股作为长期投资工具的理论

伴随着普通股选择标准的逐渐成形，一种认为普通股是最有利可图的，而且也是长期投资最佳品种的理论出现了。这一福音式的论断是基于一定的研究得出的。研究表明，在长达多年的考察期内，分散化的股票投资带来了稳定的价值增值。数据表明，相对于普通债券投资而言，分散化的持股策略将带来更高的投资回报率以及更为丰厚的资本利得。

这两种投资理念的结合产生了1927—1929年股票市场盛行的“投资理论”。将前述原则推而广之，可得如下内容：

1．普通股的价值取决于它的未来收益；

2．好的普通股盈利呈上升趋势；

3．好的普通股都是高品质、高利润的投资工具。

这些论断听起来言之凿凿且毫无恶意，但它们隐瞒了两个理论缺陷，这将导致潜在危险。第一个缺陷是它们混淆了投资和投机之间的根本区别；第二个是它们忽略了股票价格在决定其是否值得购买方面的作用。

新时代的投资等价于第一次世界大战前的投机

稍作分析我们便可得知，“新时代的投资”，比如那些普通股民以及信托投资公司的实践，几乎与大繁荣时期之前关于投机的普遍定义是完全一致的。这种“投资”是指购买普通股，而不是债券，它看中的是本金的增值而非投资收入，并强调未来的变化而不是过往的事实。新时代的投资无非是旧式的投机，只是对象限制在盈利具有良好发展趋势的股票上。在史上最强劲的股市繁荣背后出现的这一令人印象深刻的新概念，其实不过是嘲讽式的警句稍加修饰的翻版：“投资是成功的投机。”

股票吸引力与价格无关

普通股的投资价值与它的价格无关这种观点非常荒谬。但是新时代理论可以直接推导出此结论。假如一只公用事业股票售价达到了盈利最高纪录的35倍，而不是其平均盈利水平的10倍（经济繁荣前的估

值标准），新时代理论得出的结论不是该股价太高了，而仅是估值标准提高了。新时代的投资理论不是用既定的价值标准去判断价格，而是基于市场价格设立的价值判断标准。因此，所有的上限消失——不仅股票可出售的价格提高了，股票的目标出售价格也提高了。这一“奇妙”的推理导致投资者以每股100美元价格购买每股收益2.50美元的普通股，相同的逻辑也支持200美元、1 000美元，或以任何可以想象的价格购买这些股票。

这个原则的一个诱人推论是，股市的钱是世界上最好赚的。只需要买入“好”的股票，不论价格高低，然后就可以等着老天爷把价格抬上去。这样古板的教条必然带来悲剧性的结果。不计其数的股民反问自己：“既然在华尔街赚钱轻而易举，那么老实本分的工作对于谋生有什么意义呢？”随后，工商界人士成群结队涌向金融界，声势之浩大有如著名的“克朗代克淘金热”。区别在于，克朗代克确实是有黄金的，而华尔街却是在吸收股民的资金。

投资信托基金采用了这一新学说

极具讽刺意味的是，投资信托基金的投资实践从侧面昭示了这个在1928—1929年出现的新理论。这些基金的成立旨在为缺乏经验的股民提供专业的资产管理服务，该运作模式曾在英国大获成功。最早的美国信托投资公司极其重视那些久经考验的成功投资准则，在实践这些原则方面，专业公司比普通投资者做得更加规范、有效。这些原则中最重要的几条是：

1．在市场萧条与低价时买进，在市场繁荣与高价时卖出；

2．将投资组合分散于不同的行业，并尽可能地分散到多个国家；

3．通过全面与专业的统计分析发现并购买价值被低估的个股。

这些传统的理念从信托投资行业之中消失的速度之快，程度之彻底，也可以称得上大时代中的一幕惊变。第一条原则在萧条时期买进显然毫无用武之地。这一机制的致命弱点在于信托投资基金往往在牛市行情中发起设立，这就迫使它在发起之初迫不及待地做第一笔买卖；第二条原则在全世界范围内分散投资对于思维狭隘的美国人而言不具备吸引力（在这一点上美国人或许对了），毕竟美国比其他国家繁荣得多，因此这一原则普遍受到了摒弃。

被信托投资基金舍弃的分析

但最为荒谬的是，指导信托投资政策的研究和分析被过早地舍弃了。这些金融机构在新时代的哲学背景下应运而生，它自然对这种投资哲学亦步亦趋。根据其投资信条，投资已经变得如此简单与“美妙”，研究工作毫无必要，统计分析也是累赘。投资过程就是简单地发现具备盈利上升趋势的著名公司，而后买入股票，不必考虑价格问题。因此，有效的政策就是仅仅买入其他人购买的股票——选择一系列极受欢迎的和极其昂贵的股票，即通常被称为“蓝筹股”的股票。寻找被低估和忽视的证券的传统思路已经荡然无存。信托投资公司竟夸口说，它们的投资组合全部是由活跃的和标准的（即最流行的和最高价位的）普通股组成。略带些夸张地说，遵循如此简便的投资技术，1 000万美元的信托投资业务只需要一位周薪30美元的经验丰富的小职员就足以胜任。

那些被游说将资产托付给技艺精湛的投资专家的投资者，在花费了一笔价格不菲的管理费用之后随即发现，信托投资公司精心挑选的投资标的无非就是一些自己看中的东西。

对这种状况的可行解释

非理性的程度已经无以复加，但重要的是必须注意到，大规模投机浪潮只有在这样一种狂热与虚妄的气氛中才能蓬勃发展。然而，自欺欺人的公众投机者一定会为自己的行为自圆其说。这通常是一些笼统的说法，在某一前提下无懈可击，但在解释投机性狂热面前则显得牵强附会。在论证房地产泡沫时，“推理”所依据的通常是：土地的价值是永恒的，而且是不断上涨的。对于新时代的股票牛市，“合理性”的论证基础是，多元化股票投资组合表现出的收益长期增长的历史记录。

正确前提支持的不正确结论

然而，在将历史数据用于检验新时代理论的时候存在着一个根本性的误区。只要粗略地浏览一下一本概述性的小册子提供的数据，其中涉及的谬论应该就显而易见了。这本书名为《作为长期投资的普通股》（*Common Stocks as Long Term Investments*），作者是埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith），于1924年出版。(295) 此书堪称为新时代理论的发端提供了窠臼。书中，普通股的价值被证明有与日俱增的趋势，原因很简单，收益高于股息的支付，而收益再投资增加了股票的价值。在一个代表性的例子中，该公司将获得平均9%的收益，支付6%的股息，将3%的收益转化为盈余公积。如果管理有效而且运气不算太差的话，股票的公允价值将随着账面价值的增加而增长，保持每年3%的复合增长率。当然，这仅是一个理论模型，而不是一个标准模式，但大量价值增值速度低于“正常”水平的股票可能会被另一些增长速度异常之快的股票所抵消。

这样看来，普通股作为长期投资品种的根本优势在于，相对于融资成本而言，它们获取了超过债券利率的收益率。在通常情况下，这对于一只每股收益10美元，售价有可能为100美元的股票而言是不错的。但是，一旦价格被推到一个相对于每股收益高得离谱的水平，这

个优势就荡然无存了，随之消失的还有整个普通股投资的理论基础。1929年，投资者为每股收益8美元的股票支付200美元，但实际上，他们购买的投资品种的盈利能力并不高于债券利率，而且还缺乏优先索偿条款提供的保护。可见，新时代理论的倡导者将普通股的历史表现作为以高于盈利20~40倍的价格购买普通股的理论依据，恰恰是从正确的前提出发而得出的可悲的错误结论。

事实上，投资者争先恐后地利用普通股的内在优势，与生成这一优势背后的作用机理是相矛盾的，最终将导致市场价格跌至每股收益10倍的水平。我们知道，埃德加·劳伦斯·史密斯正确地认识到，普通股价值的增长来源于剩余收益再投资所带来的资产价值增值。令人不解的是，大大得益于这一发现的新时代理论，却拒绝对它推崇的股票所代表的资产价值给予丝毫关注。此外，史密斯先生所得结论的可靠性依赖于一定的前提假设，即可以依据普通股既往的表现推测未来，二者存在一定的相似性。然而，新时代的理论除了预测未来盈利的变化趋势外，对公司过往的盈利纪录视而不见。

对于盈利变化趋势的例证，可见表27-5中的三家公司。

表27-5　每股收益　　（单位：美元）

年份	A公司（电力和照明公司）	B公司（班戈－阿奇斯图克铁路公司）	C公司（芝加哥黄色出租车公司）
1925	1.01	6.22	5.52
1926	1.45	8.69	5.60
1927	2.09	8.41	4.54
1928	2.37	6.94	4.58
1929	2.98	8.30	4.47
5年平均	1.98	7.71	4.94
1929年最高价	86⅝	90⅜	35

从以上三家公司在1929年的最高价格可以看出，新时代理论对于A公司青睐有加，对于B公司不置可否，而对于C公司则唯恐避之不及。

尽管C公司在1929年的每股收益比A公司的高50%，平均收益也高出近150%以上，但是市场依然认为A公司的股票价值是C公司股票价值的两倍以上。[(296)]

平均收益与收益趋势

从1929年价格与收益之间的关系可以明确看出，过去的收益已经不再是正常盈利能力的一个评判标准，仅仅是一个指示利润变动趋势的风向标。由于我们之前提及的典型行业的不稳定性加剧，平均收益已不能作为未来收益的可靠预测指标。但这也不能说明，收益变动趋势就成了更为可靠的指标。即使它确实更为可靠，将它作为投资判断的唯一标准也难以保证投资活动的安全性。

基于收益在过去几年向某一方面持续变化，就认为它未来还会朝同一方向延续变动，这一深入人心的假设从根本上讲与一度遭到抛弃的假设毫无二致，即平均收益过去维持在一定的水平，那么它未来将保持在同样的水平。在预示未来方面，收益变动趋势或许比平均收益更加可靠，但是无论如何，这种预测未来的指标都远非定数。而且更为重要的是，在收益变动趋势与股票价格之间没有办法建立一种稳固的逻辑联系。[(297)]这意味着建立在一段良好收益变动趋势之上的价值判断是完全随意的，因而也是投机性行为，将不可避免地受到人为夸大，而最终将导致崩盘。

根据趋势判断未来的危险性

基于以下几点原因，我们不能确信过往显示的收益变动趋势将持续下去。从广泛的经济含义上来讲，收益递减法则与竞争的加剧最终将压平陡峭的增长曲线。一个完整的商业周期中有高潮也有低谷，一个特别的风险来自收益曲线最为令人心动之时，或许经济也到了崩溃

的边缘。在1927—1929年，我们观察到盈利趋势理论只不过是狂热分子在“投资”面具下进行不折不扣的投机活动的一个借口，而利令智昏的股民也相当愿意相信存在良好的收益趋势，即便仅有些微蛛丝马迹。收益持续上升5年、4年、甚至3年，均被视未来收益持续增长、利润曲线无限攀高的保证。

案例

不计其数的普通股在这一时期发行上市，足以说明这种不审慎态度的蔓延程度。追求利润上升趋势的狂热，导致许多刚刚时来运转，以及一些接近或者达到兴盛顶峰的工业企业盲目扩张。这种做法的一个典型例子是施莱特和赞德公司（Schletter and Zander, Inc.）发行的优先股和普通股。这家公司（后来更名为标志针织公司［Signature Hosiery Company］）以生产丝袜为主营业务，成立于1929年，是一家成立于1922年的公司的后继公司。该公司的资本金来自以每股50美元发行的、股息为3.50美元的44 810股可转换优先股，以及以每股26美元发行的261 349张替代普通股的表决权信托证书（voting-trust certificates）。招股公告公布的公司收益记录见表27-6。

表27-6　公司收益记录　　（单位：美元）

年份	联邦税后净收益	优先股每股收益	普通股每股收益
1925	172 058	3.84	0.06
1926	339 920	7.58	0.70
1927	563 856	12.58	1.56
1928	1 021 308	22.79	3.31

后来的收益记录如表27-7所示。

表27-7　公司后来收益记录　　（单位：美元）

1929年	812 136	18.13	2.51
1930年	179 875（亏损）	4.01（亏损）	1.81（亏损）

1931年该公司开始破产清算，优先股在1933年年底每股总共支付17美元的清盘股息。（此时破产清算的剩余资产可以忽略不计。）普通股的账面价值则一笔勾销。

这个例子反映了金融史上的一个矛盾现象：在这一非常时期，个别公司的业务日益不稳定，购买普通股投资比以往更加危险，但普通股是一种安全且有满意回报的投资工具这一论断却被宣扬开来，并为美国公众所接受。

28

普通股投资的新准则

到现在为止，我们对普通股投资理论的广泛探讨得出的结论仍是消极的。随着典型行业的不稳定性逐渐增加，传统的分析方法，即关注稳定的平均盈利能力，似乎已经失去了作用。新时代的投资方法转而将盈利趋势作为价值判断的唯一标准。这种方法虽然可能存在某种程度的合理性，但其在摒弃计算过程以及约束的条件下盲目择股，必将导致可怕的市场崩溃。那么，在普通股投资方面还有什么行之有效的方法呢？

通过仔细审查上述评论，我们发现，这些普通股投资理念并不像乍看起来那样一无是处。不难想象，个别公司的不稳定性风险可以通过彻底地分散投资来抵消。此外，盈利趋势作为择股的唯一判断依据是极为危险的，但它却可以作为反映投资价值的其中一项指标。如果这种思维方式可取的话，我们就能制定出一套经典而普适的普通股投资准则，主要包含以下要素：

1. 投资被看作一类组合性操作，借助风险分散措施可以产生令人满意的平均结果；
2. 与固定价值投资类似，个股选择时应当采用定性分析与定量测算相结合的办法；
3. 相对于债券投资而言，普通股投资更加注重对于未来前景的分析。

基于上述准则的普通股购买策略是否可以定义为投资还有待商榷。鉴于这一问题的重要性，以及尚无明确、权威的定义，我们有必要来权衡一下对这一论断的支持与反对。

三大基本条件

以持续扩展作为基准

持有一组精心挑选、种类多元化，且以购买价格合理的普通股投资组合，能否定义为一种合适的投资策略？答案是肯定的，并且可从三种不同类型的关于美国企业未来前景及相关政策的假设中推导而来。我们首先假定在国家经济发展中，某些基本的和长期形成的基础将一如既往的可靠，具体包括：

（1）国家财富和企业盈利能力将持续增长；

（2）这种增长将体现在主要企业的资源扩张与利润增长上；

（3）这种增长主要源于新资本的投入和未分配利润再投资的正常进行。

第三个假设意味着，累积盈余和未来的盈利能力之间存在明显的因果关系，因此挑选普通股并不是纯粹凭运气或者猜测，而应基于该股过去的财务记录与当前市场价格关系的分析。

如果这些基本条件仍然适用，具备良好表现的普通股在整体上应当与以往一样，可以为人们提供有利的投资机会。因此，个股不稳定性这一根本弱点，将不会威胁到普通股整体的长期发展。经济周期的波动为全行业带来了不稳定的短期冲击，也可能为个别行业与企业带来永久性的负面影响。但就这两个威胁而言，后一种风险可以通过精

心挑选的个股来抵消，以及凭借广泛分散化的投资来化解；而前者则要通过坚持以合理价格执行每次交易加以防范。

对于美国企业在未来将一如既往地发展这一假设，会有一些轻率的作者明确地提出支持或者反对。在引言中我们指出，过去15年来的历史经验与这一假设不符。那么不试图预测未来，投资者是否可以依赖普遍的盈利增长趋势为长期的安全性与利润提供保障呢？在这一点上，我们似乎又回到了1913年投资者所持的态度——不同之处是那时他们的谨慎似乎没有必要。他们忽视了经济中已然存在的长期增长的有力证据。今天，我们又有了类似的谨慎，至少是基于对过去的痛定思痛，以及对一些全新的不明前景的经济因素的担忧。

以个股成长性作为选择股票的依据

那些拒绝基于一般的长期成长性构建普通股投资方案的人，或许会对另一种方法感兴趣。这一方法强调个股选择，并假定个别优质公司的长期稳定增长是可信赖的。因此，一旦找到此类优质公司，便可作为长期投资标的放心购买。这一投资理念在一家信托投资公司（国家投资者公司［National Investors Corporation］）1938年的财务报告中有过详述：

> 本机构专门致力于改善选股程序，研究表明：成长性公司的普通股，（这类公司的盈利循环不断累计，只是偶尔受周期性经济萧条的影响）是最有效的普通股投资品种，它们或者以股息回报或者以长期资本增值的方式给予投资者丰厚的收益。我们相信，这个一般性的结论可以通过统计数据证明，并且能获得经济分析和实际操作的支持。

批判地考虑上述说法，我们必须回复以明确而有力的主张：当成长型企业股价尚处于合理水平时，能够将它们成功识别出来的投资者，无疑在资金运营上也有着极佳的表现。不可否认，部分投资者也能作出精准的选择，并通过远见及良好的判断获益。但真正的问题是，是否所有谨慎及理性的投资者都能遵循这一策略直至成功。

问题的三个方面

实际上，问题可以分为三个部分：第一，什么是“成长型企业”？第二，投资者是否可以合理准确地鉴别此类企业？第三，为此类企业股票付出的价格会对投资的成败产生多大的影响？

1．什么是成长型企业？

国家投资者公司在报告中将成长型企业界定为：“在不同周期中盈利循环不断增长的公司。”问题是需要多少个循环周期以满足这个定义呢？事实似乎是，到1930年之前，很大一部分美国公众企业的盈利循环不断增长。但按照现今的理解，这些增长型企业的鲜明特征仅在1929年、1936—1937年间昙花一现。在这一个周期中，我们发现，大部分企业均不能恢复其在萧条时期的全部损失。其中少数脱颖而出的，如今被授予了一个赞美的称号——“成长型企业”。事实上，既然这一区分实际上是基于公司在某个经济周期的表现，那么投资者如何确保这一表现能在长远的未来得以维持？

的确，正如我们前面提及的，许多在1929—1937年得到扩张的企业，早在1929年之前就有了增长纪录。正因如此，这些企业整合了它们在过去长期建立的良好扩张能力。在这个类别的企业当中，有如下知名企业：

气体压缩公司（Air Reduction）

孟山都化学公司（Monsanto Chemical）

阿里斯－查尔默斯公司（Allis Chalmers）

欧文斯－伊利诺伊玻璃公司（Owens-Illinois Glass）

可口可乐公司

杰西潘尼公司（J. C. Penney）

商业信贷公司（Commercial Credit）

宝洁公司

陶氏化学公司（Dow Chemical）

宣威涂料公司（Sherwin-Williams Paint）

杜邦公司

新泽西标准石油公司（Standard Oil of New Jersey）

IBM公司

斯科特纸业公司（Scott Paper）

国际镍业公司（International Nickel）

联合碳化物公司（Union Carbide and Carbon）

利比·欧文斯·福特公司（Libbey-Owens-Ford）

2．投资者能否发掘它们呢？

我们需要通过冷静的思考平息对优秀的财务记录所自然流露出的热情。事实上，从历史的眼光来看，绝大多数成功的企业均经历过一个明显的生命周期，包括起初一系列的困境和挫折；接着是一段平稳及持续发展的繁荣期；最后转而走向非常成熟的终极阶段——其表现特征为扩张速度下滑、行业领先地位丧失和利润率下滑。(298)究其原

因，企业在经过长期的盈利增长期后，已经接近行业的“饱和点”。于是，寻找成长型股票的投资者面临着两难选择，如果他选择了财务记录短期增长的新公司，无形中就承担了短暂繁荣这一假象的风险；如果他选择的企业已经经历了数个完整的商业周期，他可能会发现，这一优点预示着企业即将进入衰退期。

因此，我们看到，鉴定一家成长型公司并非所想的那么轻而易举。不能停留在单纯地核对统计数据与财务报表之上，还需要大量的专项调研与商业评判。提倡成长型企业投资原则的人，往往习惯于将大量精力用于行业研究。在一般业务扩张机会缺失的情况下，公司很可能通过新产品或者新工艺来获取超额收益。这些创新很可能出自科研实验室。实验室研发成果诸如玻璃纸、乙基汽油及各种塑料，更进一步如无线电、摄影、制冷、航空等，可以为企业带来巨大利润，这又进一步激发了企业将研发活动作为一项商业资产的天然热情，推动了通过占有科研设备为技术进步创造必要条件的自然趋势。

不过，我们仍然需要小心翼翼。倘若仅仅拥有一个科研实验室就能确保未来的成功，那么国内的每家公司都会设立一个。因此，投资者必须留意其拥有的设施、研发人员的能力以及研究项目的市场潜力。欲将一切都研究透彻并非绝无可能，但也绝非易事，失误的可能性巨大。

3．股价会不会透支企业发展潜力？

第三个问题所引发的困难也许是最大的。假设投资者对于公司未来的扩张抱有相当的信心，那么他应该为这一令人动心的因素支付何种价格才算合理？显然，如果他无须支付任何成本便可以获得美好的将来，也就是说，如果价格只反映以往的记录，这一投资决策是明智的。但是，假如市场已经反映了未来的成长性，事实就要另当别论了。被认为具有良好前景的股票通常也以相对较高的价格出售。不

过，投资者如何判断价格是否过高？我们认为，这个问题没有绝对的答案，事实上，我们倾向于认为，即使你确实知道公司会在若干年的积累后赚钱，仍然无从得知企业在今天价值几何。因此，一旦投资者为这一增长因素支付了高昂的价格，他也不可避免地承担了某种风险，比如该增长可能会低于预期，在一个相当长的时期内付出得不到回报，市场并未跟他一样乐观地看重这只股票。

另一方面，假设投资者致力于选择自己看好的公司（尽管它们并不被市场看好），以避免为未来的发展前景支付过高的代价。毫无疑问，这种决策思维如果有效的话，将被证实是最为有利可图的。但是，从事情发展的本质来看，这也仅仅是个别有主见及勇气的投资者的决策，远非一般按照既定规则及标准的投资行为。(299)

4．这种购买行为能否被描述为投资？

这一问题在华尔街显得尤其重要，是一个老生常谈但又常讲常新的话题。我们的论述重点放在了投资于未来前景这一方式背后隐藏的危险而非收益之上，但是，我们重申，如果这种投资方法辅以技能、智慧和勤奋的钻研，或许真的会成功。如此一来，以投资的名义称呼这种投资方式是否恰当呢？我们的答案是肯定的，但前提是满足以下两个条件：第一条是前面已经提到的，报以真切的关怀和严厉的怀疑态度审视影响未来的因素，而不仅仅是一些简单的概括与轻易地接受；第二，支付的价格不会大幅高于一个谨慎的企业家为了能够获取一个行使企业控制权的私人股权投资机会所愿意支付的价格。

在对一家前景诱人的公司投资时，我们相信，第二条准则将成为投资者是否考虑周全及出价是否合理的一块灵验的试金石。否则，他实际上就是在“投资”热门股这一假象的掩盖之下，任由个人情绪干扰理性的判断。

也许有人会争辩，我们一直在讨论的普通股投资或许能支付较私人企业股权投资更高的价格，原因有两点。第一，这是因为上市股票具有庞大的市场优势；第二，因为公开募资公司规模庞大且财力雄厚，使其天然地比私人企业更具吸引力。至于第二点，要付出的溢价应适当反映企业规模和资金实力所带来的优势，但并不取决于该公司是公募或是私有。关于第一点，是全资控股私营企业，还是牺牲控股权以获得上市的流动性，二者孰优孰劣尚存疑义（以价值分析的视角来看）。对于部分相信市场流动性比控股权更具价值的人而言，我们建议，在任何情形下，为这一优势支付的溢价不要超过真实价值的20%，以免在未能证实风险的情形下，贸然地将投机性因素引入其中。

以安全边际原则为选股基石

第三种普通股投资法基于安全边际原则。如果分析师相信股票价值会超过他所支付的价格，并且对该公司的未来持理性、乐观的态度，他会将此股票视为投资组合中合适的标的。从这一观点出发可以得出两种可能的技术路径：一种是以量化的价值标准去衡量，当市场普遍低迷时买入股票。可以想见，这种选股方法将局限于具有代表性且相当活跃的股票；另一种方法则致力于发掘价值被低估的普通股个股。不管是上述哪一种方法，“安全边际”均体现为以低于分析师所衡量的最低内在价值的折价出售股票。但由于风险因子和涉及的心理因素各异，这两种方法差别很大。接下来我们对其进行逐一比较。

使波段操作盈利复杂化的因素

第44页的图0-1清楚地显示，自1900年以来，普通股股价的波动表现为反复地过高和过低，以致赚钱的机会重复出现，廉价买入之后还能以高于公允价值的价格售出。一个简单的方法可以实现此项操作

（显然是受到了图表的启发），即直接连接市场趋势线的中间点得出一条直线，当价格压在线下时，买入股票；走在线上时，卖出股票。

也许这样一个“操作体系”和其他体系一样实用，但分析师还会执着于更为科学的方案。一个可能的具体操作如下：

1. 构建一个包括各个行业龙头企业普通股的投资组合；
2. 利用合适的资金成本（长期利率），以贴现的方式将平均盈利资本化，确定组合的基准或者“正常”价值；
3. 将买点确定在正常价值的一定百分比之下，将卖点设定于正常价值的一定百分比之上。（或者下跌趋势买进，上升趋势卖出。）

这种方法具有看似合理的逻辑，并且与一个古老的传统一脉相承——股市的成功来自低买高卖，因此广受欢迎。但读者也许会立即怀疑这其中有诈。那么，它有什么缺点呢？

正如我们所见，实践这一想法有三大困难：首先，虽然市场的一般行为模式可能被正确地预期，但特定买卖点的选择可能是错误的，并且交易员可能在一个又一个极值点错失良机。第二，市场行为的性质始终有可能会发生显著变化，因此，曾经有用的交易方法将不再有效可行。第三，使用这种方法需要相当惊人的毅力。一般包括：买入和卖出时的决策与普遍心理倾向相反，眼见股票价格买入后下跌、卖出后上涨，或者是当大多数人都对股票持积极态度时，却长时间远离股票市场（例如1927—1930年）。尽管有种种缺点，但我们不予回避，实际上我们认为，这种方法非常适合推荐给那些有能力驾驭它的投资者。

物超所值的个股策略

另一种针对个股的投资策略是寻找价值被低估的普通股。经过分析，这类股票的出售价格远远低于真实价值。罕有普通股能从各个定性的角度同时使投资者满意，并且在同一时间被发现能够以相对于盈利、股息和净资产等量化指标而言较低的价格出售。这种股票一旦出现，无疑极其适合组合投资的选股标准，并能履行我们在第4章中附加的“投资”准则。（“投资操作可以从定性和定量角度进行论证。”）

更实际的意义是，投资于从定量角度看较为便宜，并且经研究具备一般未来展望前景的个股，是否可以取得成功？由于市场对成长型个股痴迷，以致这类证券实际上随处可见。但是，由于成长性被过度看重，很多历史悠久、资金雄厚、在行业内举足轻重，并且注定长期存在且持续盈利的企业，却苦于没有投机性与成长性的吸引力，遭到市场的抛弃（在盈利低迷的财务年度最为明显）。在市场上，它们以大幅低于私人所有企业的价值出售。(300)

我们强烈认为，最后一个投资准则必将成为检验普通股投资机会真实性的试金石，即寻找远远低于私人企业价值的售价。尽管这一观点几乎违背了大多数人所寻求的股票投资理念，甚至包括了全部投资信托公司。他们的理念看重企业的长期成长性、下一年的公司前景，以及股市本身显示的趋势。无可否认，那些具备丰富经验和相当天分的投资者，遵循这三种投资理念的任何一个，都有机会取得成功。但我们不能肯定，这些方法都可以发展成一个理论体系或者操作技术，使得细心钻研的聪明人都有信心走向成功。因此，我们必须提出独到的观点，即反对用“投资”这一专业术语来描述上述股票操作理念，即便精通此术甚至获利。在市场交易中，预测不同行业的下一年业绩、选择极具长期成长性的最佳股票，这些理念都在华尔街大行其道。但我们认为，以投资之外的名称命名基于上述因素的股票操作，将更符合投资者与华尔街投资机构的利益。

更多地考虑在统计学上显著影响普通股投资的因素之后，再判断普通股投资概念的是非对错更为有效。对这种客观分析的需求独立于我们的投资哲学。毕竟，普通股是因股民而存在且被广泛地交易。买卖股票之人理所当然地会寻求深入分析公司财务报表的方法与技术，利用充足的学识与财务实践经验来武装自己。

普通股投资者所需的方法与技术将是下一章的主题。

29

普通股分析的股息因素

决定普通股估值的因素可以自然而然地分为以下三个类别：

1. 股息率及其历史记录；
2. 损益账户因素（盈利能力）；
3. 资产负债表因素（资产价值）。

股息率是一个简单的事实，无须加以分析，但要准确评估其重要性却显得极为困难。从一个角度来看，股息率是至关重要的，但是从另一个同样有根据的观点来看，它又被认为是附带的、次要的因素。管理层与股东早已对如何确定合理的股息政策这一根本问题表示困惑，结果造成持有普通股的两类股东之间产生了明确的矛盾冲突。其中一方是流通股股东，另一方就是企业合伙人。让我们以这种二元性为切入点，对这个问题进行详细分析。

普通股投资中的股息回报因素

直至最近几年，股息回报率仍然是股票投资中最引人注目的因素。这种观点是基于简单的事实逻辑，即公司制企业的主要使命是向股东支付股息，而一家成功的公司必然可以按时支付股息，并能随着时间的推移逐步提高支付额。由于投资的概念与稳定的收益有着密不可分的关系，普通股投资行为就应该局限于具有稳定股息分派的股票

上。同样，为普通股投资所支付的价格，也应该主要取决于所能获得的股息数额。

在前面的章节中我们看到，传统的普通股投资者寻求尽可能地置身于债券投资者或优先股投资者的位置，他的主要目标是追求稳定的收入回报。相对于优质优先证券，这种收入回报一般都略大或略小。端正投资态度对于投资业绩的影响非常明显，表29-1和表29-2可以充分说明这一点，它们分别是：1907—1913年美国炼糖公司（American Sugar Refining）的盈利、股息与年价格变动和1916—1925年艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司的相关数据。

表29-1　美国炼糖公司　　（单位：美元）

年份	股票价格变动区间	每股收益	每股股息
1907	138--93	10.22	7
1908	138--99	7.45	7
1909	136--115	14.20	7
1910	128--112	5.38	7
1911	123--113	18.92	7
1912	134--114	5.34	7
1913	118--100	0.02（亏损）	7

表29-2　艾奇逊-托皮卡-圣菲铁路公司　　（单位：美元）

年份	普通股价格范围	每股收益	每股股息
1916	109--100	14.74	6
1917	108--75	14.50	6
1918	100--81	10.59[a]	6
1919	104--81	15.41[a]	6
1920	90--76	12.54[a]	6
1921	94--76	14.69[b]	6
1922	109--92	12.41	6
1923	105--94	15.48	6
1924	121--97	15.47	6
1925	141--116	17.19	7

注：a．数字为这些年的实际经营结果。联合经营数据为：1918年——9.98美元；1919年——16.55美元；1920年——13.98美元。

b．数字包括非经常性收益，如果扣除这个项目，1921年的每股收益将为11.29美元。

那段时期股票市场持续大幅波动，而这两只普通股的股价波动范围却是出奇的窄。表中最为引人注目的是，美国炼糖公司股票盈利不太稳定，而艾奇逊公司股票盈利异常稳定且稳步提升，但这一差别似乎影响不大。很明显，稳定在7美元的股息率主导了美国炼糖公司股价，而6美元的股息率决定了艾奇逊公司的股价。稳定的股息避免了股价伴随相对盈利记录的波动而大起大落。

预扣股息的既定原则

综上分析，一方面我们可以看到根深蒂固且极具影响力的传统，它主张将投资关注的重点集中于目前和以往的股息状况；但一方面，企业管理层亦有一套已经成型且行之有效的股息制度，即现行股息政策必须服从于企业以及股东未来福利的需要。如果预扣股东的现有盈利是出于以下几方面的利益考虑，那么该股息管理政策可被视为是恰当的：

1．巩固财务状况（营运资金）；

2．提高生产能力；

3．根除过度资本化的问题。

当管理层预扣利润以备再投资，从而增加累积盈余的时候，他们总是自信地声称这是为股东的最大化利益行事。此项再投资政策的实施无疑使既定股息率的维持得到了更好的保障，并使得股息的按期支付能力更可能逐渐而持续地提高。如果普通股股东特别相信此项政策会增加其利益，或者迷信于管理层与银行家的权威，他们一般会支持股息预扣政策。

但是，股东对于“保守的股息政策”的认同，却难免带有敷衍与不情愿的因素。典型的投资者肯定会优先选择今天的股息，明日事留得明日忧。没有任何证据表明，为追求未来的利润，股息预扣政策所带来的热情会引致股价上涨，相反的做法却总是有效。**给定两家行业地位相似且盈利能力相同的公司，派息较高的公司永远对应着更高的股价。**

预扣股息政策引人质疑

这是一个发人深省的事实，传统的财务理论认为以股息形式发放的盈利越少，对企业及其股东更为有利，但这一观点是经不起推敲的。虽然投资者都对这一教条满口应承，但是他们的直觉（也许是更准确的判断）对此存有反感。如果我们尝试以全新的视角和批判的态度来审视这一问题，我们会发现，美国企业广泛接受的股息政策原则极可能在有力的反对声音中不堪一击。

更仔细地检视这一政策，我们看到，这一结论建立在两个截然不同的假设之上：第一，将全年盈利的大部分留存在企业对股东有利；第二，面临盈利的波动，理想的选择是维持稳定的股息政策。只要股息的稳定性不以过度牺牲股息数额为代价，第二点的合理性显然是毫无疑问的。假设若干年之内，每股收益在5美元到15美元之间波动，平均为10美元。如果将股息率维持在每股8美元，股东无疑会获得最大化的收益，有时可能需要提取盈余来保证未来股息的发放，但平均而言，盈余将以每年每股2美元的速度递增。

这是一个理想化的安排，在实践中很少被采纳。我们发现，稳定的股息通常是由简单的权宜之计实现支付，即平均盈利的小部分用于支付股息。通过归谬法可知，很明显，任何平均每股收益为10美元的公司都可以很容易地将股息稳定在1美元的水平。但这也很自然地产生

了一个问题：股东不是应当更喜欢一种即便缺乏规律，但总数颇为丰厚的股息吗？艾奇逊公司的案例很好地阐述了这一论点。

艾奇逊公司案例。1910—1924年的15年间，艾奇逊公司的股息率每年都维持在6美元的水平。这期间，年均每股收益都超过12美元，因此股息的稳定性是通过留存一半以上的股东盈利来实现的。此项股息政策取得了丰硕的成果，在1927—1931年将年股息率提高到了10美元，股票市场价格也于1929年提升至300美元。但于最后一次支付10美元股息（1931年12月）之后半年，股息被完全取消。经批判性观察得出：1910—1924年，艾奇逊公司股息的稳定性是否真的给股东带来了好处尚存质疑。在股息持续支付期间，股东收到的回报相对于盈利而言太低，当股息率最终被提高时，这种重大变化引发了过度的股票投机买卖。最后，到了1932年，即便企业从盈利中大量留存以作再投资，也不能使投资者逃脱血本无归的厄运。当然，1932年发生的史无前例的经济萧条，我们也需要考虑在内，但事实上，由于分红派息造成的实际经营损失，与过去多年从盈利中提取的累积盈余相比，实在微不足道。

另一个例子，美国钢铁公司。针对被描绘成“保守”且被广泛接受的股息政策，艾奇逊公司案例对两个反对意见进行了说明。第一个反对意见认为，与资产收益相比，股东当期与终期所获得的回报均过低；另一个意见认为，当真正遇到倾盆大雨（艰难时刻）时，“未雨绸缪”的方法往往连基本的股息率都不能保证。另外一个同样引人注目且足以说明留存盈余政策无效的案例，是美国工业的龙头企业——美国钢铁公司（United States Steel）。

下面的数字讲述了一个值得注意的故事：

属于普通股的利润，1901—1930 年	2 344 000 000 美元
股息支付：	
现金	891 000 000 美元
股票	203 000 000 美元
未分配盈利	1 250 000 000 美元
1931 年 1 月 1 日到 1932 年 6 月 30 日	
优先股股息分配后的亏损	59 000 000 美元
1932 年 6 月 30 日普通股股息未分配	

一年半的业务衰退足以将30年来持续不断地将盈余再投资所累积的利润毁于一旦。

盈利再投资的益处

这些案例将我们批判的思路引至另一个关于美国股息政策的基本假定上，即年度盈余的大比例留存对股东有利。这很可能完全真实，但也附有条件，而条件因素往往在考虑过程中被摒弃。这一论点一般可以通过三段论的形式加以陈述，过程如下：

- 大前提——对公司有利的事情必然对股东有利；
- 小前提——将盈利留存在企业而非以股息的形式支付将会对公司有利；
- 结论——留存企业盈利对股东有利。

上述推理过程的缺陷显然出现在大前提上。大前提这一判断只有在公司盈利不以牺牲任何股东的利益为代价时才成立。把钱从股东身上取走提交给公司无疑将会增强企业的实力，但它是否对企业所有者有利完全是另一个问题。企业管理层“将盈利再投入资产”的做法通常会得到赞同，但是在衡量此项政策所带来的益处时，时间因素往往不在考虑之内。按理说，如果一个企业只将盈利的小部分用于支付股息，数年后股票价格将会有所增加，但是我们无法确信这种增加能否

弥补企业留存盈利给股东带来的股息损失，尤其是在以复利方式计算利息的情况下。

归纳法的研究无可否认地指出，公司的盈利能力一般不会随着留存盈余累积比例的增加而成比例增加。假定账面盈余都是完全可分配的，相对于以股票形式支付股息，普通股股东一般会对于以现金方式支付股息更为满意。对这一事实在潜意识层面上的认同，使得盈利能力相同但只支付小部分盈余的两只普通股股票中，支付丰厚股息的股票往往有着更高的卖价。

股息政策的任意性与利己立场

阻碍股东对于股息问题透彻理解的障碍来自常识，即把股息政策视作公司的管理职权，操作方法如同管理企业的日常运营。这在法律上是正确的。除非有证据表明不公平的现象存在，否则法院无权干涉企业的股息分配行为。但是，如果股东的意见能明确地表述出来，法庭就能坚持要求削减董事会在股息政策方面的专制权力。经验表明，基于各种不同的理由，这些不受限制的权力极可能被滥用。一般而言，董事会主要由执行主管和他们的朋友组成，主管自然希望保留尽可能多的现金，以化解财务问题；为了强化个人权力，并争取更高的薪酬水平，他们也倾向于坚持扩大业务规模。这是企业盲目扩张的一个主要原因，且被证明是影响经济形势周期性波动的不稳定因素。

在股息政策上的恣意权力，也可能被恶意地加以滥用。这样做有时是为了以极低的价格收购股份，或者是为了方便以较高价位出货；向高收入阶层频繁征收重税也使得大股东对于股息政策并不欢迎。因此，制定股息政策的出发点可能是来自控制董事会大股东的应税状态，尤其是在这些主要股东作为高管收到大量薪酬的情况下更是如此。在这种情况下，他们非常愿意把股权收益保留在企业财务收入

中，因为公司的库房由他们掌控，而且通过这项安排，他们还能对其他股东的未分配盈利保留控制权。

普通股股息政策的任意性使证券分析工作更复杂

综观美国公司的股息政策，我们无法断定，赋予企业管理层实际的无限权力对股东利益最大化有何裨益。在绝大多数情况下，管理层试图以不明智或者不公平的手段去行使支付或者预扣盈利的权利。管理层对股息政策往往恣意操纵，导致普通股分析的不确定因素增加。除了判断盈利能力上的困难，另一个困难在于，揣测董事会将拿出盈利的多大比例来分红派息。

值得注意的是，这一特点是美国公司的财务结构所独有的，在其他主要国家找不到类似状况。典型的英国、法国或德国公司支付除储备之外的全年盈利，(301)因此，他们不会像美国的公司一样，在损益表上累积大量盈余。在海外，企业扩张所需资本是通过增发股票获得，而不是出自公司的未分配利润。也许，在一定程度上，国外公司在资产负债表上列出的储备账户用途类似于美国公司的盈余账户，但却远远不能达到与美国公司可比的规模。

“掺水”股票导致的利润再投资做法

美国公司的盈利再投资原理可能要追溯到第一项世界大战前的股票“掺水”做法。许多大型工业企业成立之初，其普通股的背后并没有充分的有形资产作为支撑，优先股的利益也得不到充分保护。因此，管理层自然想尽办法，利用未来的盈利去弥补这种先天的不足。由于新增股票无法按照平价发行，除了通过未分配利润，企业扩张的确很难通过其他途径获得所需的资本，于是管理层热衷于留存盈利。(302)

案例

伍尔沃斯公司（F.W. Woolworth）和美国钢铁公司的典型案例，对过度资本化和股息政策之间的关系作了具体地说明。

1911年，在伍尔沃斯公司进行公开售股前，公司已发行的优先股对应全部的有形资产，而普通股则对应着商誉。资产负债表相应地设置了一个总额为50 000 000美元的商誉资产科目，以抵消负债方面每股价值为100美元的500 000股普通股债务。[(303)]随着伍尔沃斯公司的成功，大量利润使得盈余数额大幅增加，于是公司不断从盈余中提取资金以抵减商誉价值，直至最后这一科目的数额被减记至1美元。[(304)]

在美国钢铁公司的案例中，公司最初的资本额超过有形资产，不少于768 000 000美元，金额相当于全部的普通股以及过半的优先股。这些资产负债表内的“水分”并没有像伍尔沃斯公司那样被确定为商誉价值，而是被隐藏于估值过高的固定资产科目中（即“投资性房地产账户”科目）。通过不同的会计方法，企业管理层仍然将盈利用于抵销无形资产或者虚假资产。至1929年年底，相当于全部普通股最初总市值的508 000 000美元资金已经从盈利或者盈余中提取，并从投资性房地产账户中扣除。在1937年的财务报告中，260 000 000美元的余额被单独设置成无形资产，然后在1938年年底以削减普通股设定价值（stated value）的方式被彻底注销。

在讲述损益表与资产负债表的章节中，我们将从对投资价值影响的角度进一步讨论上述会计政策。从分红的角度来看，上述两个例子

中公司留存大量盈利而不对股东发放股息，显然是为了清除资产方的无形资产科目。

结论

综上所述，我们得出结论如下：第一个实际的问题是，与财务报表上显示的盈利相比，应当赋予股息率多大的重要性；第二个更加抽象但更为重要的问题是，从股东的利益角度考虑，什么样的股息政策才是最为理想的。

过往的经验可以确认市场的既定裁决，即对股东而言，以股息形式分派得到的1美元盈利，比1美元的留存盈余更有价值。通常情况下，普通股投资者应该同时要求公司具备强大的盈利能力和充足的股息支付能力，如果股息分配比例非常小（小得不成比例），那么只有当公司盈利能力特别突出时（或者流动资产处于特殊情况时），投资性购买才能彰显其合理性。当然，从另一方面来看，一个额外宽松的股息政策不能弥补盈利能力的不足，因为这种情况下的股息率必然不可靠。

为了便于定量地分析这一观点，我们提出以下定义：

- 股息率（The dividend rate），是指公司每年向每股股票支付的股息金额，无论是以美元或100美元面值的百分比来表达。（如果票面价值低于100美元，以一个百分比数字作为股息率是不可取的，因为这可能会导致混乱。）
- 盈利率（earnings rate），是指公司每股股票的每年盈利金额，无论是以美元或100美元面值的百分比表达。
- 股息率（dividend ratio）、股息回报率（dividend return）或股息收益率（dividend yield），是股息支付与

市场价格之比。（如股票每年支付6美元股息，市场售价为120美元，即股息率为5%。）

- 盈利比率（earnings ratio）、盈利回报率（earnings return）或盈利收益率（earnings yield），是年度盈利与市场价格之比。（如股票盈利为6美元，市场售价为50美元，即盈利比率为12%。）[(305)]

让我们假设一只普通股A，前景一般，年盈利为7美元，并支付5美元股息，它的合理售价为100美元。这只股票的盈利比率为7%，股息回报率为5%。类似的普通股B，盈利7美元，但只付4美元的股息，则它的售价应该低于100美元。普通股B的股价显然应当介于80美元（代表5%的股息回报率）和100美元（代表7%的盈利收益率）之间。通常的价格应该倾向于接近下限，而不是上限。根据相对价格的合理估计，价格应当接近90美元。在这个价格水平上，股息回报率为4.44%，盈利比率为7.78%。如果投资者在股息回报率方面作出一点让步，允许其低于标准水平，他就有权利要求盈利能力提升至标准水平以上。

与此相反的情况下，类似的股票C，年盈利7美元，但支付6美元股息。因为它支付了丰厚的股息，投资者支付100美元以上的溢价是合理的。当然，价格的上限是120美元，此时股息比率将是标准的5%，但盈利比率只有5.83%。因此，合理价格应当更加靠近下限而不是上限，比如说108美元。此时算得的股息回报率是5.56%，而盈利比率则为6.48%。

分派股息的建议原则

虽然这些数字是随意设定的，但是它们非常精确地反映了股票市场在正常、合理的情形下的投资价值。除了盈利之外，股息率也被认为非常重要，这不仅仅是因为投资者期望获得来自投资资本的现金收

入，也因为未以股息分配的盈利往往会失去其对于股东而言的部分有效价值。由于这一事实，美国的股东未来将会比现在更乐于采纳有关公司股息政策的不同意见。作为一个传统观点的可取修正，我们建议采取以下的原则。

原则：股东有权获得来自资本投资的盈利，除非他们已决定将盈利再投资于企业。管理层只有在获得股东批准的情形下，才能留存盈利或者进行盈利再投资。这种必须留存以保护股东在公司地位的“盈利”，根本不是真正的盈利，它们不应该被报告为利润，而应该作为必需的储备从损益表中扣除，并附以充分说明。强制性留存的盈余是一种虚构的盈余。(306)

只要这一原则被普遍接受，预扣盈利就不会被视为一种理所当然的事，也不会成为管理层武断决策的结果。与目前改变资本结构与增发新股的审议流程一样，管理层必须对此做出理由充分的解释。其结果将是，股息政策必然会受到更为细致的审查与理性的批判，这样可以对管理层盲目扩张生产的趋势与过度累积营运资金的行为施以有益的监督。(307)

如果将每年盈利的大部分以股息形式分配给股东的政策视为公认做法（这正是国外的做法），那么股息率将会随着商业环境的变化而变动，这显然为股票估值引入了新的不稳定因素。但是，反对现行做法的原因在于，它无法制造出稳定的股息率，以达到其所宣称的目的并合理地补偿相应损失。因此，股民所获得的不是一个缓解盈利不稳定性的可靠股息，而是经常反复并难以揣测的股息政策，这进一步加剧了盈利的风险。合理的补救办法应当是将平衡每年盈利回报的任务交由股东自己完成，因为普通股投资者必定会形成某种称心如意的关于平均盈利能力的投资观点，以凌驾于年度市场波动之上，相应地，他也可能养成自己习惯的平均收益观念。就事实而言，这两个概念大致相通，股息波动难题不会使得投资者的状况恶化。最终的情况是，

相对于现行不算成功的办法——试图以盈余账户的大量留存来稳定股息，股息波动似乎更加有利于投资者。[(308)]因为相对于现行办法而言，股东的长期平均收益或许会相当高。

一个悖论：虽然我们已得出结论，即以宽松比例的盈利发放股息无疑会增加普通股的吸引力，但我们必须承认，这一结论涉及一个难以理解的悖论——取走价值以带来价值的增值。股东从资本与盈余资本中提取得越多，他对剩余部分的价值评价越高。这更像是《西卜林书》（*Sibylline Books*）[(309)]记载的著名传说，不同的是，在这里剩余部分价值增加的原因在于一部分被取走。

这一论点可以通过两家行业地位相当的铁路公司——艾奇逊铁路公司和联合太平洋铁路公司为期10年（1915年1月1日—1924年12月31日）的财务数据进行充分说明（见表29-3）。

表29-3　两家铁路公司为期10年的财务数据　　（单位：美元）

项目	普通股每股	
	联合太平洋铁路公司	艾奇逊铁路公司
盈利 1915—1924 年共 10 年	142.00	137
盈余账户的净调整	借方 1.50[a]	贷方 13
可向股东分配的总额	140.50	150
股息支付	97.50	60
市场价格的上升	33.00	25
股东实现的利益总额	130.50	85
盈利的增加，1924 年和 1914 年相比	9%[b]	109%[b]
账面价值的增加，1924 年和 1914 年相比	25%	70%
股息率的增加，1924 年和 1914 年相比	25%	无
市场价格的增加，1924 年和 1914 年相比	28%	27%
1914 年 12 月 31 日的市场价格	116	93
1924 年 12 月 31 日的市场价格	149	118
截止到 1914 年 6 月 30 日的年度盈利	13.10	7.40
1924 自然年的盈利	14.30	15.45

注：a．未包括大约每股7美元的从储备向盈余账户的转移。

b．1924自然年数据和截止到1914年6月30日的会计年数据的比较。

从表27-3中可以看到，由于艾奇逊铁路公司未能增加股息，股票的市场价格未能得以充分反映其盈利能力和账面价值的大幅增加；而联合太平洋铁路公司更宽松的股息政策则产生了相反的结果。

这一章我们讨论了股息政策方面两个主要观点的内在分歧，在很大程度上解释了股票市场的异常现象。在下面的简要总结中，我们将尝试阐释股息政策理论和实践层面之间的关系。

总结

1．在某些情况下，股东从极端保守的股息政策中获得了积极的回报，即收获了较大的最终盈利和股息。在这种情况下，市场因微薄的股息而作出的消极判断被证实是错误的。由于利润被用于增加盈余而非以股息的形式分配，股票的价格应该变得更高而不是更低。

2．然而，在惯常的情形下，股东从股息支付中获得了比盈余留存更大的收益。这是因为：（a）利润再投资不能以同样的比例提高盈利能力；（b）它们不是真正的“利润”，而只是为了维持商业运营留存下来的储备。因而，在多数情况下，市场偏好强调股息、轻视累积盈余的价值取向是稳健合理的。

3．思想的混乱来自一个悖论：股东依据第一个原则进行投票表决，依据第二个原则从事投资。如果股东可以明智地维护自己的权利，这个矛盾就会迎刃而解。这种情况下，大比例的留存盈利将成为一个异常的做法，必须受到股东严格的审议，只有确定留存盈利对股票持有人有利时，预案才会得以通过。对低股息分配预案的正式认可，能够有效消除市场的怀疑态度，并使累积盈余与派息盈利一样，在价格中得到如实反映。

前文讨论的一个观点——普通股价值的长期增长来源于未分配利润的再投资，似乎与我们上述的建议有所冲突。在这里，我们必须区分这两种不同的论点。回到之前的标准案例，假设某家公司每股收益10美元、股息为7美元，之前我们指出，每年重复地将3美元盈利加至盈余，这一做法应当在若干年之后增加股票的价值。这也许毫无疑问，但同时以年复利计算的价值增长率可能大大低于3%。如果采取相反的做法，即3美元支付股息和7美元作为留存盈余，差别就一目了然。毫无疑问，大量的留存盈余将提高股票的价值，但是很有可能股票的价值增长率无法达到7%的年复利率。因此，对年度盈利的大比例再投资进行批判仍将是绝对有效的。我们的批评是针对后者的股息政策，即保留70%的盈利，而不是针对大约30%的利润进行再投资的正常做法。

1934年以来的股息政策

如果完全以1934—1939年的财务报告去判断美国公司的派息做法，那么这一章提出的批评意见将会变得相当温和。近年来，公司的股息支付一直存在明确的增长趋势，尤其是那些没有明确的利润扩张机遇的公司。快速增长企业关于留存盈利的做法几乎不受公众的反对，如飞机制造商。另一方面，自1932年年底以来，通用汽车公司几乎每年支付约80%的盈利给普通股持有者，在1939年以前无一例外。1939年，财政部宣布，使用盈余的70%作为一个粗略的或初步的测试值，以决定公司是否应缴纳因不当累积盈余政策而受到的惩罚性税收。

至于股票价格，实在难以断言它们也受到了随意派息政策的不利影响，这不仅是因为政策的随意性不如往日，也因为市场上已形成了明确的趋势，将股息因素纳入报告及预期盈利的范围之中。

未分配的利润税项

近年来，更丰厚的股息在某种程度上源于对未分配利润极具争议的税项。1936年，这一税项由美国国会强行征收，并以7%~27%的税率累进。1938年，经过一番猛烈的批评之后，税率下降至2.5%，并于随后的一年中彻底废除。这一政策的主要目的之一在于迫使公司分派股息，以便于当局向股东征收利息税；目的之二似乎是为了限制企业盈余的积累（被视为有害），有可能是因为这样的行为抑制了个人的购买能力，也有可能是它助长了企业的不明智扩张。但税收法案受到了广泛和强烈的谴责，主要是因它妨碍了盈余及储备资金的创设，而这恰恰是企业应付未来损失、突发情况及业务扩张需求的方式。此项税法将公司的节俭与审慎置于严厉的税收惩罚之下，并且对一些需要大量留存盈利维持发展的小型企业和新企业施以了特别严厉的税罚。

税法令人反感，批判却不中的

在我们看来，此项税法是离谱的，但它却在错误的论点上遭受了大量批评。它的目标是准确地向企业课税（正如首次声称的一样），就像它们是企业的合伙人一样，以使企业及非法人企业的税基达到均等化，我们可以找到支持上述做法的许多理由。但最终法案通过生效，并将合伙制企业征税加之于企业税之上，这是对企业，尤其是小股东的严重歧视。对大股东的利益而言，这也不是一条可行的税项，因为极高的个人所得税率，再加上公司税（州政府和联邦政府），创造了整体性的负担，造成了对个人进取心毫无疑问的敌视。税法的技术性细节是彻底不健全的，它迫使税项的分配超过实际的会计利润，忽略了绝对真实的资本损失，并且不允许存货价值计量上存在任何灵活性。

尽管几乎与普遍的意见相反，我们仍不会相信未分配盈利税项能真正阻止盈利的再投资，除非仅限于通过个人收入所得税所缩减的那部分利润额度（这正是非法人企业的现行做法）。企业也可以利用一些方法，在无须遭受税收惩罚的条件下将部分盈利留存或者恢复，主要包括：（1）申报应税股息（如在优先股中）；（2）支付选择性股息，驱使股东选择股票股息而非现金股息；（3）在支付现金股息的同时，发行额外的、极具吸引力条款的股票。然而，课税的批评家断言，这些方法不方便或不实际。但我们的观察显示，这种方法完全可行，且在1936—1937年被不少企业采用。[(310)]但大多数企业还是回避了此种做法，它们不是对此感到不熟悉，就是意图对该项税法施以最为严厉的批判。

适当的股息政策

以怀疑的视角来看，我们对股东是否真正受益于留存盈利政策表示疑问。我们可能在情感上偏向于通过惩罚性课税以防止利润再投资，但事实远非如此。股息和再投资政策不应当受到法律的制约，而应该基于股东的理智判断作出决策。个别情况下，相比于惯常做法而言的大比例留存盈利对股东有利。具体问题应当具体分析，股息政策应当首先由管理层发起并提出预案，然后交由股东进行独立的审议与评价。股东的评价应当以自身利益为出发点，作为一个特殊群体独立于公司及其管理层进行判断。

30

股票股息

以股票而非现金的方式分派股息，通常也可以分为非经常性与经常性两类。非经常性股票股息被定义为：过去几年累计盈余资本化的一部分，即大额累计盈余被计入资本，并为股东提供代表资金转移的额外股份。

经常性股票股息可以被定义为：本年度盈利的资本化部分。因此，这一部分规模一般较小。之所以称为经常性，是因为这样的股息政策几乎是一成不变的，通常数年内反复执行。

非经常性股票股息

非经常性股票股息是合理、合法的，但总体来说，会产生不好的影响。非经常性股票股息合理而可行的唯一原因是：它能调整每股市价至更合适的区间。广泛的公众关注和活跃的市场交易是普通股的优良属性，但这些都会在价格区间达到一个很高的数额，比如300美元或400美元，之后显著削弱。因此，通过发放一大笔股票股息带来股本扩充及每股股价的降低，将是一个合乎逻辑的方案。

案例

1917年，伯利恒钢铁公司的股票以每股超出500美元的价格出售。当一次200%的股票股息（新增股份按平价发行）支付后，股票

市场价格下降到约150美元。

股票分割

通过减少股份面值的方式也可以达到完全相同的效果，这样的操作就是股民所熟知的“拆股”。在20世纪20年代的牛市行情中，因为市场价格的上升速度远远超过了盈余累积的速度，分配股票股息已难以达到目的，因此，减计面值的操作远远比发放大额股票股息更为频繁。

案例

1926年，通用电气公司股票以360美元的价格出售。原有的一只100美元面值的普通股转换成4只新的无面值股票，股票市价因而降至约90美元。如果通过发行300%股息的方式达到相同的效果，就需要有5.4亿美元的资金从盈余提转至资本项下，但此时累计盈余仅为1亿美元。1930年也出现类似的情况，当时通用电气的股份再一次1拆为4。

在伍尔沃斯公司的案例中，原来发行的500 000股普通增加至9750 000股，分别运用了股息与折股的方法，按以下具体步骤完成：

	流通股本合计（股）
1920年：30%的股票股息，股价从140美元降至约110美元	650 000美元
1924年：设定面额从100美元减记至25美元，股价从320美元降至约80美元	2 600 000美元
1927年：50%的股息，股价从180美元降至约120美元	3 900 000美元
1929年：设定面额从25美元减记至10美元，股价从225美元降至约90美元	9 750 000美元

美国制罐公司在1926年的一次操作中同时运用了以上两种手法。它将普通股面值从100美元减记到25美元，并支付50%的股息。因此，原来的1股拆成了6股，市场价格从约300美元下降至50美元。

无面值股票的折股及股票股息操作

对于无面值普通股，股票分割或股票股息会导致相同的结果，实际上二者是无法区分的。虽然从财务上看，发放股票股息操作要求账面上的盈余项转移到资本项，但无面值股票会计操作上的自由度使得这一笔提转有名而无实。

案例

1926年，中央州电力公司发放了900%的股票股息，股本数（无面值股票）从109 000股增加到1 090 000股。1925年年底，旧股票的账面价值约为每股44美元，但新股票按盈余计算的价格仅为每股1美元。

同样，1929年可口可乐公司对其A类无面值股票发放了100%的股息。尽管A类股具备50美元面值、6%股息优先股的所有特点，但它没有正式指定的面值，因而这类股票的账面价值仅为每股5美元

（低于普通股的设定价值）。（参见该公司于1927年发放100%的股票股息的会计操作，以及我们在第42章中讨论的A类股的回购操作。）

非经常性股票股息和股票分割操作的反对意见

非经常性股票股息和股票分割的操作招致了严重的异议，这一反对意见声明对市场定价施加了不当影响，并且导致股价被操纵以及内部人获取不当收益。理论上非常简单，大额股息并没有给原有股东带来任何实质利益。现在，两张票据代表的所有权与以前一张票据等价。基于这一逻辑，美国最高法院将股息确定为非收入类别，并且还享受免所得税的待遇。(311)但是，在实际操作中，股息或许被赋予了特殊的投机重要性。股票投机，很大程度上可以比喻为个体A试图揣测B、C和D在想什么，同时个体B、C和D也是同样。因此，发放股票股息，即便本身没有任何真实意义，亦可以并确实作为投机者反反复复的尔虞我诈的博弈活动中的催化剂。(312)

现金股息率的影响

如果没有具备实际重要性的投资因素同时进入分析视界，那么大额股息政策的虚幻性本质将更加明显。发布非经常性股票股息往往是提高现金股息率政策的前奏。由于投资者对于现金股息的兴趣是合乎投资逻辑的，那么他也将对任何股息都感兴趣，因为这可能促使现金股息的发放。这样一来，问题就产生了混淆，而且股息公告的纯操纵特性也就不会显得那么碍眼。

一个成功的工业企业的股息分派政策通常遵循如下顺序：

1．在一个较长时间内支付相对于盈利较少的股息，以建立一笔巨额盈余；

2．突然支付一大笔股票股息；

3．常规的现金股息支付额立即提高。[(313)]

没有哪项政策会比它更易于混淆投资与投机的两种态度，或比它更容易被控股股东利用。

经常性股票股息

相对于杂乱无章、有失公允的做法而言，这一政策在健全程度上迈进了一大步。这一政策首先要求在盈余账户中积累大量未分配利润，其次是通过某种时间与数量的股息方式实现最终的资本化。假设在许多情形下，留存每年营业收入的大部分是可取的，那么发放代表再投资收益的股息将是确保股东利益的最佳方式。

如果一家企业定期赚取每股12美元的收入，并支付5美元的现金股息，那么代表其余7美元的公司价值增加中的一部分作为股票股息发放，将令股东大大获益。从原理上看，额外的股权票证自然不会凭空创设出本不存在的权利。换句话说，即使没有发放股票股息，股东的原有股权凭证仍然可以充分地代表他对每股7美元收益的所有权。但在实际操作中，支付经常性股票股息具备几项重要优势。

1．股东可以卖出股息凭证，于是他可以从自身需要出发选择以现金或者股票的形式获取再投资收益。如果不发放股息，从理论上讲，股东也能通过出售小部分原有股权凭证实现同样的目的，但在实践中，这一操作难于计算，并且不便执行。

2．由于现行的现金股息政策往往会在增长的股本基础上维持，这一政策很可能为股东带来更多的现金股息。例如，如果一个公司每

股收益12美元，并支付5美元的现金股息和5%的股票股息，来年基于新的股本，它极有可能仍然支付5美元的现金股息。这实际上相当于原股本基础上5.25美元的现金股息。如果不发股票股息，公司则极有可能会继续维持5美元的现金股息政策不变。[(314)]

3．通过增加设定资本（而不是盈余）再投资收益，公司管理层对新增资本的增值及支付利息负有直接责任。基于盈余损益的问责逻辑是不存在的。股票股息政策不仅可以作为管理层提高效率的一项挑战，也适合作为测试利润再投资决策正确性的试金石。

4．相对于同类而言，支付经常性股票股息的标的往往享有较高的市场估值。

支付经常性股票股息操作及其变化

从1923年起至大萧条之前这段时间内，支付经常性股票股息的做法得到了迅猛发展。基于这一理念的三类不同操作如下：

1．标准的做法是，除了定期支付现金股息之外再支付股票股息，并以每月[(315)]、每季[(316)]、每半年[(317)]或每年[(318)]的时间间隔进行支付。

2．有时，定期的股票股息被用来替代定期的现金股息。这相当于为股东提供了一种在现金股息与股票股息之间的选择权。

案例

西格雷夫公司（Seagrave Corporation）自1925年起到1929年止，按季度支付1.20美元的年化现金股息或10%的股票股息。[(319)]

3．在少数情况下，只支付股票股息，而不附带现金股息或选择权。贯彻这种经常性股票股息政策的典范当属北美公司。该公司于1923—1933年每季度支付2.5%的股票股息，之后降低到每季度2%。（1935年，该公司放弃了股票股息政策，重新以现金方式支付股息。）

经常性股票股息的不良特征

几乎每种财务操作都易受滥用，经常性股票股息也不例外。它令人反感的特征是，在建立了定期支付股票股息制度的前提下，股息率往往设定过高，超出市场对于盈利提转至盈余部分的估值限度。这一操作使得股票标的呈现出过高的吸引力，不够聪明的买家往往被当期股息支付的过高现金价值所蒙蔽。要洞察到这一点，我们需要借助企业的会计核算方法，并还原真正意义上的股票股息。

让我们选用北美公司的经典案例作阐述。正如我们指出的，该公司已持续10年每年支付10%的股票股息。以此期间的财务报表来看，10%的股票股息相当于1美元的现金股息。这样做是基于如下事实：1927年之前的股票票面价值为10美元，之后无面值股票仍然被赋予一个10美元的“设定价值”。于是，票面价值（或设定值）的10%仍然是每股1美元。但是，从投资者的角度来看，他所获得股息的价值远远超过每股1美元，因为北美公司股票的市场价格远远超过其票面价值（或设定价值）。

这一事实将在表30-1中得到说明。

表30-1　北美公司股票股息　　（单位：美元）

年份	每股收益[a]	价格区间	10%股票股息的价值	
			每股账面价值	股东每股实际价值（平均市场价值）
1932	2.01	43--14	1.47	2.85
1931	3.41	90--26	1.23[b]	5.80
1930	4.53	133--57	1.00	9.50
1929	5.03	187--67	1.00	12.70
1928	4.68	97--56	1.00	7.65
1927	4.06	65--46	1.00	5.55
1926	4.05	67--42	1.00	5.45
1925	3.74	75--41	1.00	5.80
1924	3.32	45--22	1.00	3.35
1923	3.59	24--18	1.00	2.10

注：a．基于该年度的流通股平均股数计算。

b．1931年的前两季度依据账面价值发放了1美元的股息，而后两个季度发放了基于股本的1美元股息以及基于资本公积的46.8美分股息。

应该指出，从1931年第三季度的股息支付开始，在盈利中提取发放的股票股息从最初每年每股1美元涨到之后的1.468美元。这是由于纽约证券交易所所作的如下规定：股票股息所占利润或者盈余的比率，须反映资本公积转增新股以及设定资本的利息率。然而，即便有了这一规定，股息价值究竟应当根据财务报表还是市场交易确定，业界尚存很大的争议。何况，依据市场交易给股票股息定价时，股东可能还要承受大幅下跌的风险。

危险的恶性循环

目前的安排很可能演变成恶性循环。较高的市场价格对应着更大的股息价值，而这又似乎证明了更高的市场价值的合理性。（当股票股息率为10%时，无论股票市场价格涨到多高，股息回报率仍然维持在10%的比例。）这样的结论是带有欺骗性质的，它将产生一股疯狂投机以及轻率投资的有害冲动。事实上，这一结论是与许多年前诸如美国制罐公司及纳贝斯克公司的操作相悖的。由于一贯奉行不恰当的“保

守”股息政策，这些公司的市场价格远远低于潜在的真实价值。当然，奉行一项政策，旨在将股价推高直至超出公司盈利与其他价值因素支撑的基础，必会招致投资者的反感。不合理的价格只能维持短暂的时间，但极有可能为政策发起人带来超额收益（如所有的不当会计政策一样）。[(320)]

历史的演进

有趣的是，从历史的眼光来看，北美公司履行其股票股息政策的时间点，恰恰是该政策的最初倡导者决定放弃它的时候。美国照明和电车公司在1910—1919年每年支付10美元的现金股息和10%的股票股息。1916年间，股票售价约为400美元，尽管公司每股收益仅为25美元，股东每年领取股息的可变现价值大约有50美元。该公司只有不断地再投资于利润持续增长的业务，并且实现每年20%的收益率，奉行该股息政策才能最终成功。然而，回报递减法则（加上如饥似渴的复利增长）从理论上排除了这种可能性。在1920—1921年的萧条时期，美国照明和电车公司认为有必要大幅削减年度派息。公司股票的市场价格一度跌破80美元，这对于当时普通股投资而言是一个惊人的下跌（1916—1921年间艾奇逊公司的价格范围是109~76）。这一经历致使董事会在1925年放弃了经常性股票股息政策，并在此非常时期转而采用其他公用事业控股公司普遍青睐的模式。10年后，北美公司又放弃了原有的股票股息政策，成为金融历史重演的一个鲜明案例。

股票股息恶性积聚的案例

在经济繁荣时期，经常性股票股息政策成为报告利润恶性积聚的操作工具。一家运营公司可能支付市场价值超过当期公司盈利的股息，进而信托投资公司或控股公司将股息的市场价值报告为财务收入。例如，中央州电力公司是北美公司的大股东，该公司1928年的财

务总收入为7 188 178美元（不包括出售证券获得的利润）。其中，6 396 225美元出自当年北美公司的股票股息，并按每季度股息发放日的市场价值记在控股公司的账本上。股息的平均市场价格在公司的财务报表上记作收入，如每股74美元，股息为7.4美元或者10%，然而，北美公司的流通股平均每股收益仅为4.68美元。多余部分代表了被市场资本化的虚拟盈利，从而支撑起中央州电力公司的股票估值。(321)

股票股息的市场价值应当基于支付确认

纽约证券交易所最终通过了一项新的上市准则，要求公司不得将获得的股票股息以估值高于相关公司盈利支付、盈余累积或者未分配利润的方式记入损益账目。

虽然这一法规的出发点是恰当的，但它没有涉及问题核心。经常性股票股息政策的滥用行为不难通过简单的条例加以制止，即股票股息的市场价值不得超过可供分派的盈利。派息公告采用以下形式是恰当的：“特申明5%的股息政策：每股股息的市值约为6美元，它表示企业当期10美元的每股收益中留存7美元的资本化份额。

以优先股支付股票股息的优势

以优先股而不是普通股的形式支付股票股息，这一做法的典范当属通用电气公司。该公司于1922—1925年除了定期支付8美元的现金股息之外，还支付5%的股东红利。这部分股息以6%的特别股票的形式发放，每股面值10美元，实际上就是优先股。另外，塞缪尔－亨利－克雷斯连锁公司（S. H. Kress Company）及哈特曼公司（Hartman Corporation）也执行了类似的程序。理论上，这一方法的优点是显而易见的，股息支付的金额被有效地固定在所发行的优先股票面价值上(322)，从而回避了账面价值与市场价值之间存在差异的问题。同时，

公司没有或只有少量的优先证券，发行代表再投资收益的优先股不会削弱资本结构。

1934年，通用电气公司良好的营运资本状况完全允许撤销非经常性股票股息，于是这部分股票在1935年4月被相应赎回。从股东的角度来看，这可以说代表了处理未分配利润的理想化的安排。其中涉及的两个步骤如下：

1. 在繁荣年份，盈利将保留为扩张业务或补充营运资金所用，因而，股东获得定期优先股股息的相对应份额；
2. 如果后续业务不再需要补充资本，赎回优先股的政策将资金返还给股东。

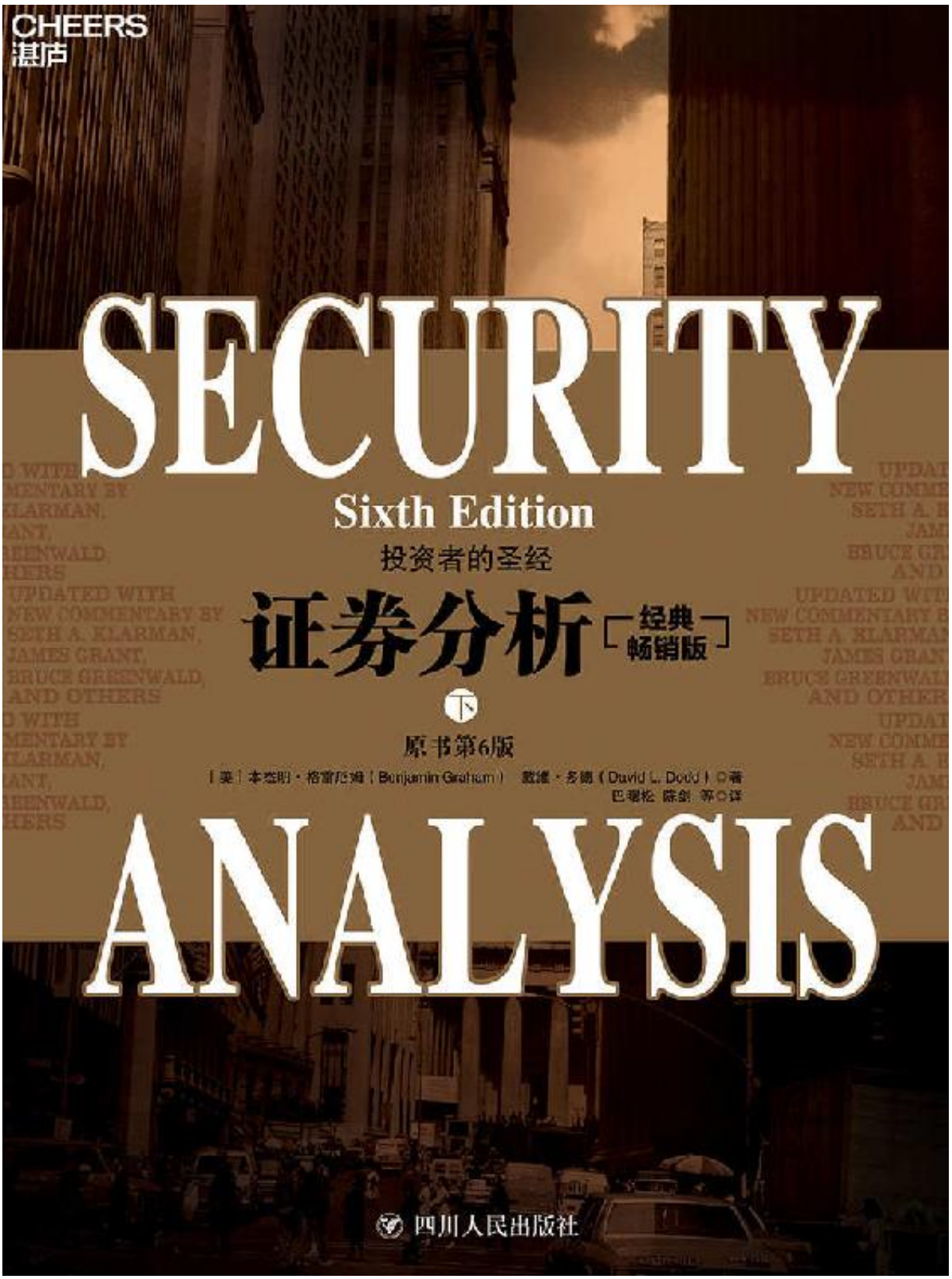
总结

我们在前文及本章中反复讨论的关于适当股息政策的理念，可以总结在以下三段话中。[(323)]

1．大量盈利留存及再投资政策必须向股东阐述明确、合理的理由。如果该项盈利留存政策带来的实际利益超过相应支付给股东的现金价值，该政策应当经由股东会特别批准。

2．无论如何，若留存利润是出自不得已的选择，股东应被告知这一事实。涉及的金额应被指明为“准备”，而不是“剩余利润”。

3．为业务扩张而自愿留存盈利，应通过定期发行非经常性股票的方式予以资本化，其股票市值不得超过相关业务的再投资收益。如果后续业务不再需要补充资本金，应当通过回收流通中代表利润留存的股票股息的方式返还给股东。


CHEERS
湛庐
SECURITY
Sixth Edition
投资者的圣经
证券分析
经典畅销版
下
原书第6版
[美] 本杰明·格雷厄姆 [Benjamin Graham] 戴维·多德 [David L. Dodd] 著
巴曙松 陈剑 等译
ANALYSIS
四川人民出版社

第五部分

损益表分析与影响普通股估值的收益因素

导读八
追求理性投资

格伦·格林伯格

特许金融分析师，酋长资本管理公司创始人

坦白地说：在哥伦比亚大学商学院上学时，我从来没有读过《证券分析》，也从来没有修过与证券分析有关的课程。但是，一只无形的手却引导我进入了股票研究及随后的投资管理领域，并在过去33年的时间里一直投身于此。直到投资生涯过半，我才觉得该读一下格雷厄姆和多德的书了，看看书里都讲了些什么。本书前面的部分是关于固定收益证券的内容，我很少持有这类证券，对此也就没什么兴趣。关于股票的部分看似已经过时：比如影响周期性行业盈利能力的因素，如何对公用事业的厂房和机器设备计提适当折旧。这类问题让我想到了过去那些已经发黄的老照片。我在经营自己的投资事业，需要的是立竿见影的投资理念。可是这本书能帮助我在下一次投资中取得胜利吗？我觉得不大可能。所以可以想象，几年后麦格劳-希尔公司的编辑邀请我为本书撰写导读时我的反应。在沉默许久之后，我问他能否先寄一本书给我。

重读格雷厄姆和多德的书，有种读《哈姆雷特》中波洛涅斯对将要外出求学的儿子提出忠告（既不要借钱给别人、也不要向别人借钱，并且忠实于自己）的感觉。当然，这个忠告非常明智，同时也非常显而易见。第五部分告诉我们，不能过于强调近期盈利，同时不能相信那些不诚信的管理层。要警惕被操纵的财务报表，还要正确评估所投资公司经营业务的定性衡量因素。这样就可以将投资和投机明确区别开来。如何决定资本结构中合理的债务水平，如何进行基于商品的投资以及如何看待市场的疯狂与恐慌，这些问题在第五部分中都得

到了解决。同时，由于这些观点在很长一段时间都出现在沃伦·巴菲特每年致股东的信中，也经常被一些受益于格雷厄姆和多德投资理念的伟大投资者所引用，所以这些观点听起来非常熟悉。正如本部分的标题，格雷厄姆和多德对损益表进行了非常详细的论述和分析，但是我和其他人看重的，却是更为通用的投资原则。这本书之所以引起了人们的广泛关注，因为它是在1934年大萧条的背景下完成的。当时整个国家的失业率高达25%，大部分公司在生死线上挣扎。然而，格雷厄姆和多德却整理出了这样一套投资准则，指引着许多伟大的投资者经历了之后75年的超级繁荣时期。而且，他们的真知灼见至今依然行之有效。

第五部分旨在通过对损益表的分析来评价一家公司的盈利能力，然后据此判断该公司的股价是否被低估。这项工作没有什么魔法公式——未来可能会与过去类似，也可能不会。几乎第五部分的每一页都是非常实用的公司财务分析，以及一些对各行各业的精辟见解。评价一家公司的关键不是首席执行官的年度信函，而是财务分析。这一部分没有通过“传言”“概念”“范例”或者“趋势”等词语来判断投资的合理性，我们都希望低买高卖，但首先必须树立对一家公司能持久发展的信心，才能正确判断什么是“高”，什么是“低”。

预测未来的平均收益不是一件容易的事。在20世纪30年代，制造行业和资源类行业内在的经营杠杆导致其盈利大幅波动。在当今更为稳定的经济环境下，判断一家公司的盈利能力所面临的挑战虽然与之前不同，但是仍有难度。既有全球化的竞争者，也有颠覆性的新技术。金融行业已开发出很多突破性的产品，这些产品目前已实现盈利，但仍然面临着市场的检验。科技公司必须不断地对自身进行再投资，即使最稳定的公司也可能出现意料之外的结果，这让我想起了1993年年末参观的可口可乐公司，由于拥有定价权和广阔的国际化成长机遇，该公司被推崇为世界上最优秀的公司。当时可口可乐公司的估值是每股收益的18倍，只要公司能够长期保持15%的年增长率，那么

股价仍然很便宜。但出人意料的是，这家表现出众、拥有数量众多的特许经营商的公司，在1996—2002年的几年间业绩增长乏力。

如何投资

在我经营的酋长资本管理公司（Chieftain Capital Management）中，我们基于公司发展的可预测性，以及对预期回报率进行客观的估算来评估投资机会。我们会审读一家公司所有的公开信息，分析它所处的行业和竞争对手（理想情况是不要有太多竞争对手），与其管理层和行业专家交流，收集能找到的所有相关数据，然后将这些纳入对公司业绩表现的历史分析中。这就产生了一些问题：利润是否能持续增长？公司是否会变得更加资本密集？为什么销售额增速放缓？对此类问题的分析，成为我们和管理层进行深入讨论以及对公司未来预测的基础。

我和当今其他许多投资者一样，更倾向于用扣减资本性支出后的现金流（即自由现金流）代替盈利能力来评价一家企业的投资价值。这种方法的一个优点是，能规避管理层在提交报表时粉饰利润的很多手段。再者，盈利能力很少等同于股东可支配现金流，反倒是后者更与投资者紧密相关。个人投资者提出的第一个问题，总是让我感到非常奇怪：我应该投入多少钱？到期后能收回多少？需要多长时间？为什么在同一个公开市场交易股票的投资者关注的问题如此不同呢？

最后，我们基于考虑了企业持续增长所需投资后的自由现金流，计算相应的回报率。我们通常只买能够带来15%以上回报率的股票。很显然，有很多种判断方法可以用来决定最低回报率，但这些方法必须全面反映拟投资公司的经营特点和其他可供选择的投资机会的期望收益率。1974年，我们所要求的最低投资回报率更高，可能高达25%，因为市场上有很多被低估的股票可供挑选，而且市场利率也非常高。相较于市场不足10%的回报率，我们坚持更高的回报率，这实际上是给自

己犯错误留了余地。我们把目标设定得很高，因为我们知道很少能够找到定价低且回报丰厚的投资机会。由于这种机会非常少见，因此当机会出现时，我们就会大量买入：持仓不会少于我们总资产的5%，通常在25%左右。当我们模型中的收益率掉到10%时，我们就会卖掉股票，即使其他备选投资项目是收益率不足5%的现金资产。任何时刻我们都牢记，这种方法只有在未来与假设相符的时候才有效，假设中的很小变化，例如现金流长期增长率发生改变，都会使预期收益率发生极大的变化。

最近一个提醒我们要特别注意假设重要性的例子，是在2007年年初我们购买了世界上客运量最大的航空公司——瑞安航空（Ryanair）的股票。这家爱尔兰公司在欧洲市场上以最低的票价提供短途航程而著称。在过去的10年里，它的客运量翻了10倍，但它的市场占有率仅有7%。去年它的平均票价仅为44欧元，与此相比，易捷航空（Easyjet）是66欧元，爱尔兰航空（Aer Lingus）的是91欧元，几乎所有的国家航空公司都超过了100欧元。即使这样，过去10年瑞安航空的平均净利率仍然达到了20%，而竞争对手的净利率仅为较低的个位数。我们的购买价格为预计当年盈利的16倍，基于瑞安航空巨大的成本优势和增长前景，我们认为这一价格是合理的。但是随之而来的是油价的又一次翻番，瑞安股价相对我们的最初投资价格下跌了30%，未来的盈利前景一片黯淡。

然而，它的业务经营情况丝毫无损，并没有发生任何削弱投资长期价值的事情。实际上，在这段艰难的时间里，大家预期其他低成本的航空公司会停止运营。贷款机构在审批新进入者的贷款时也更加谨慎，消费者则降低档次选择瑞安航空的低价服务。长此以来，这类拥有低成本优势的公司必能抢占市场份额，获得可观的收益。

刚刚描述的这个过程，是我们按照格雷厄姆和多德所强调的一些基础而做的一个尝试。对格雷厄姆和多德来说，第一步是认真地进行

数量分析，特别注意识别真正的而不是账面上的盈利；管理层总是利用会计的手段来粉饰公司的财务数据。在1934年，公司通过把非经常性损益计入利润或是延长计提折旧的年限，使利润看起来比实际更乐观。管理层更愿意避开净利润，将某些损失直接从股东权益中扣除。此外，格雷厄姆和多德在对尤里卡管道公司（Eureka Pipe Line）的讨论（在第36章）中也相应强调了自由现金流的重要性。就像格雷厄姆和多德将私营企业家和公众投资者的观点并列来解释一样，我和我的合伙人也常常问自己一个问题：如果这是我们自己经营的企业，那么如何衡量它的价值？

来自会计的挑战

对现在的投资者而言，来自会计的挑战更加困难。美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board ，FASB）颁布的各种会计准则只会把事情变得更加复杂。比如，我虽非常反对滥发股票期权并将其授予管理层和员工，但按照财务会计准则委员会最近颁布的123R准则将这笔费用作为日常费用却存在重重困难。首先，股票期权属于非现金债务，并且很可能不花费股东的钱。但是在123R准则下，即使是一个深度的价外期权，仍然会在授予员工多年后形成一笔支出。其次，股票期权已经反映在摊薄后的股票数额上，许多投资者关注的每股收益（earningsper-share, EPS）都是基于此计算的。再次，在现行的会计准则下期权费用会使净利润减少，每股收益被摊薄，存在重复计量的问题。最后，对期权的估值需要非常多的假设，从而也为操纵数据提供了条件。顺便说下，之前对股票期权的会计处理更是奇怪。对于行权价等于市价的股票期权，不会产生费用支出。但是对行权价低于市价的股票期权，在相关股价上涨后，便会年年产生支出。在FASB的准则里，对衍生品、套期保值、养老金、租赁的会计处理，和对附带权益的利润的确认也是让人相当迷惑，当今的一些

公司在债务评级被下调的同时还能以盈利入账。有些时候，会计准则看似将我们与真正的经济事实之间变得很遥远，有些管理层更是非常擅长利用这个手段来欺骗投资者。

在分析了历史数据后，接下来是另一个更加艰难的挑战：如何看待历史数据对未来盈利指示作用的有效性。格雷厄姆和多德把它称作“对企业的质量分析”，企业的未来是否具备适合于长期投资的可预测性？企业的增长如此之快是否会吸引大量竞争者？企业的发展前景是否会因新技术或是消费者偏好的改变而受到不利影响？是否会因为进口或沃尔玛或互联网的商业模式而受到排挤？换句话说，企业未来的现金流是可以预测的吗？我们感受到的企业文化以及管理层的领导才能如何？管理层是否精明理性，我们是否可以依靠他们的努力来使我们的投资价值最大化？或者是他们另有安排？管理层是否会按照格雷厄姆和多德的原则来使用股东投入到公司的钱？

这是谁的公司

最后一点尤其重要，常常有些管理层会误以为这是他们的公司，是他们能用来满足个人需求的公司，尽管几乎没有经理会承认他们有这种想法。我们投入了大量时间来了解拟投资公司的管理者，以确定他们的优先考虑事项。一些小细节有时反而能提供线索。一个不愿正面回答棘手问题的执行总裁就是一个危险的信号。一个皮肤晒得黝黑又佩戴很多黄金珠宝的执行总裁，看上去也不像一个我们能信任的人。

更糟糕的是，居然会有低估自己公司股票价值的执行总裁，用公司的股票去换取商业前景不如自己公司的其他公司股票。这是一个真实的事情，发生在2004年康卡斯特公司（Comcast）首席执行官布莱恩·罗伯茨（Brian Roberts）身上。当时他发出一个令人吃惊的要约：用全额换股的方式收购迪士尼公司，这将使公司的自由现金流大幅减

少，并彻底改变公司的经营性质。很显然，管理层是想通过拥有一个美国标志来建立商业帝国，而不是为投资者建立自己的业务价值。得知这个消息后，我们立刻卖掉了持有的大部分康卡斯特公司股票。由于担心公司价值因此被摊薄，其他投资者也卖掉了手中的康卡斯特公司股票，这导致股价下跌超过20%。最终布莱恩·罗伯茨撤回了对迪士尼公司的要约，因为他此时拥有的股票价值已无法支撑他当时的决定。

同样，与某些管理层讨论股票回购也是一件非常令人沮丧的事，当我询问一个资本项目的现金回报是否不亚于股票回购时？他们通常会疑惑地看着我，好像我在说外语一样。

这种质量分析方法让具有鉴别能力的投资者挑选出了那些真正有前途的企业。在当今市场上活跃的投资者，很少有人像我一样经历了1973—1974年的熊市，或是1987年的股市崩盘，当时市场在短短几天内就跌去了30%的市值。看着身边发生的灾难，我暗自发誓：以后绝不买那些如果股市暴跌会让我担惊受怕的股票，就像1987年那样。原因很简单：股市暴跌后期，大量财富蒸发，市场信心与日递减。荒唐的传闻到处都是，许多也许是真的，但在丧失了对企业持续经营的信心后，投资者随波逐流卖掉股票。许多卖了股票的投资者受惊厌战，在股市回暖很久以后才重新开始买入股票。基于情感进行交易几乎就是在做错误的事，特别是对于那些认真做过功课的投资者。优秀的企业肯定也会陷入逆境和困难，但是它们通常能够重新站稳脚跟。有时候，股价的巨幅下跌并没有任何理由。

我回想起了2002年8月投资的美国实验室公司（LabCorp），投资后不久，这家公司公布了季度收益，比华尔街预期的6%要低。股价从我们当时的买入价格34美元或者说是其下一年自由现金流的12倍，跌到了2002年10月的18美元。当然我们也因为遭受的巨大损失而惊恐，但当核查了我们所做的研究并再次确认了对这家公司优势的评估后，

我们在这个日后被证明为超值的价位增加了两倍的头寸，每股18美元还不及这家公司预期自由现金流的7倍。

美国实验室公司符合我们对优秀企业的所有定义，不仅利润丰厚，而且资金要求低。整个行业从7家全国性的竞争者整合成两家，而且这两家的业务经营地区几乎不重叠，美国实验室公司就是其中一家。更重要的是，由于美国第三方医疗支付系统的存在，潜在进入者很难进入这个行业。一个新的进入者很难从健康保险公司获得偿付金，因为健康保险公司只愿意把生意交给费用最低的公司。美国实验室公司能持续繁荣的原因可部分归于人口老龄化，以及正处于盈利高峰期的早期癌症血检，比如卵巢癌。这让人不禁要问，为什么这家公司的股价在2002年秋季会大跌？这谁知道呢？但是，只有进行了认真调研，才有信心抓住这样不可多得的超值投资机会。

在完成了数量和质量两方面的分析后，格雷厄姆和多德又提出了估值的问题。他们强调平均盈利的重要性，这样才不会被最近几年的一些异常业绩表现所迷惑，同时还需谨慎地看待市盈率。作者承认，投资者可以通过购买市盈率比较高的股票来赚钱，但这就应该被定义为“投机”，无异于打赌商品期货的涨跌或是投掷骰子的赌博游戏。一次成功的投机仅仅是靠运气，但很少有投资者能一直交好运。这本书最重要的一个准则就是股票投资是一项风险行为。未来是不可知的，不仅预期的收益存在很多不确定性，市盈率倍数也会由于利率、投资者的信心或是政府的行为等不确定性因素而发生剧烈变化。对外投资更是一种投机行为。尽管发展中国家的增速高于美国，但当中仍有一系列不确定性因素：监管政策是否会发生改变，从而成为海外投资者的障碍？这个企业被国有化的概率有多大？外国政府是否会信守执行其签订的合约？此外还有很多常见的风险：例如汇率波动、当地会计实务的准确性以及管理层腐败等。

理性投资面对的艰巨挑战

如果格雷厄姆和多德的著作是如此广为流传和受人尊重，**为什么只有少数自律的从业者听从他们的忠告？我认为，答案潜藏于三个人性的特点之中：厌倦枯燥乏味、倾向感性多于理性以及贪婪。**认真研究需要花费大量时间，并且也很少能得出大量买入的清晰结论。翻阅许多公司的资料后，最终只是发现大部分公司既无过人之处，又没有被大幅低估，这是件相当乏味的事。而同样乏味的，还有在很长的时间里一直持有一家好公司的股票。即使股价表现很好，但大部分时间我们仍然感觉股价停滞不前甚至将要下跌。其中部分原因是公司股价在一天中的6.5个小时、一周中的5天、一年中的52周都在不断变化，同时市场的流动性也诱使我们不断交易。

第二个挑战是，面对股价反映出来的过分悲观和乐观时，我们仍然要坚持自己的信念。我认为许多私营业主不会只关注企业的短期价值，这与公开市场不同。在公开市场上，股价上涨让我们为自己的聪明洋洋得意，而股价的下跌则让投资者认为自己愚不可及。在我的公司，当某家被投资企业陷入困境，其股价也因此遭受重创时，我的合伙人和我就会开始质疑我们做这个投资决策所基于的理由。自我怀疑和对失败的恐惧，让我们在当初设想的投资机会里隐约发现了灾难。也许你更喜欢格雷厄姆和多德的简明版本：“很显然，拥有与多数人相反的思维和行为方式，需要坚毅的性格，而且一定要有耐心等待那些可能会在多年后才出现的机会。”

第三个挑战是，贪婪——它总是扰乱投资者的行为，尤其在对冲基金盛行的今天。对冲基金投资者总是不断更换基金，试图跟随最新最热门的基金经理。高额管理费促使基金经理采取“赚快钱”的交易策略。他们赚的钱越多，吸引的资金也就越多，靠不可持续的高额回报吸引投资者。对冲基金投资者快速将资金从一只基金更换到另一只基金，然后对冲基金经理孤注一掷以期每个月都能创出佳绩，这样就形成一个循环。在一次观看美国网球公开赛时，我旁边坐着两个并不相识的对冲基金经理。在整个比赛期间，他们都在讨论工作，但让我

吃惊的是，他们谈论的内容仅限于旗下管理的资产和管理费用。我期待他们探讨一下投资理念，但他们没有。

如今大众的关注点更集中于一些独立的数据：公司前景的最新动态，或是最新的研究报告观点。面对如此众多的信息，人们倾向于匆匆忙忙地买入卖出，采纳他人的观点而不愿付出努力得到自己的结论。这很可能就是为什么市场上如此众多的参与者被描述为“交易者”和“投机者”，他们不惜借债来增加回报。这种方法需要频繁的交易，才能在扣除交易成本后赚钱，并且产生比长期投资者高许多的税费。他们也经常因为情感的消耗而付出沉重的代价。对一个拥有成功投资事业的人来说，轻轻松松的度假和享受家庭生活是一件很容易的事，但如果手握一大堆几乎自己都没有信心的持仓，这些就是不可能的。最重要的是，在一生的投资生涯中，很可能会因为某次快进快出、带杠杆的投机而遭遇惨败，这对将自己和客户的钱放在一起进行投资的我们来说，更是不能接受的。

现在，似乎很少有投资者会花时间去真正了解公司高级管理层的素质和动机。这本书清晰地阐述了，坚定、充满智慧的信念在投资者分析问题时的重要性，同时被投资公司的管理层的诚信也同等重要。一些狡猾的管理层，通常有不可能失败的商业计划，他们把过去的错误归咎于不会发生的异常情况，想尽一切办法来阻止你看见公司的真实前景。

在本书中，有一个主题不断被重申：尽可能大量搜集信息至关重要，尽管之后做出的判断可能与此无关。这世上没有“不会出错”的股票挑选方法，即使是最详尽的分析也不可能保证投资一定能成功。格雷厄姆和多德没有让证券分析看似简单或者是保证投资一定能赚钱。在许多年前初读本书的时候，我希望自己能体会第一版的简短前言：“我们所关注的是概念、方法、标准、原理，尤其是逻辑。”作者并非是要写一本“投资新手入门”或是“股票技巧大全”。他们希

望帮助那些有想法的投资者创建一种能长久致富的成功方法，并“能经受不可预知的未来的检验”。我相信，本书读者可能需要有一定的经验，才能完全体会书中那些直到今天仍然有用的教诲。这种智慧，或许就像青春一样，总被年轻人浪费。

第五部分另一个吸引人的地方是对最优资本结构的讨论，因为这涉及当前媒体非常感兴趣的私募股权投资者。私募股权投资兴起于20世纪80年代，发展到今天已更为引人注目，投资机构运用杠杆将公司私有化以提高股本回报率。本书认为这类运用杠杆、将股权当期权来操作的人，所处的情形就是掷硬币打赌——“正面我赢，反面你输”。这特别适用于当今私募股权行业的普通合伙人。实际上，高杠杆虽然能带来超额回报，但这也是另一种形式的投机，就像购买超高市盈率的股票。

对于那些只会将大量资金投入私募股权基金组成的“超级基金”的有限合伙人，我可以略微想象一下格雷厄姆和多德是怎样来分析它的投资结果的。20年前，私募股权基金的机构投资先驱们，为另类投资的发展开辟了道路。由于耶鲁大学的投资方法和成功故事的广为流传，捐赠基金和州际退休基金的经理们也想加入了这个即将散场的盛宴。收购价从未如此之高，战略性买家的出价通常比不过贪婪的金融买家，并且他们几乎没有寄希望于运营的改善。简而言之，期望收益几乎完全是靠扩大杠杆带来的。在风平浪静的时候，高额的杠杆收购是能够接受的，但只需一次常规的利率上升或是业绩下滑，便会带来灾难性的后果。这些交易中的股权，即有限合伙人的资本很容易就会被摧毁。有人会问，投入资金到私募股权中的管理人是否意识到了他们作为受托人所面临的风险。有趣的是，私募股权公司本身即使只有很少的永久资本，即公司命脉，竟也能以超高的估值上市。如果他们的有限合伙人不满意结果，不再注资那会怎样？考虑到这种毁灭性的风险，对其商业模式来说适当的市盈率又是多少呢？对这类公司的投资似乎也就具体体现了“投机”一词的意思。

同样，买入担保债务凭证（CDO）不是基于尽职调查结果而是基于信用评级机构的AAA评级，对于这样的情况格雷厄姆和多德会怎样分析？又或者对于放贷机构在对90%杠杆资本结构的公司放款时，追捧“软约束贷款”（covenant-light）和“实物支付”（pay-in-kind）贷款，他们会怎样看待呢？对于机构投资者偏好对冲基金及其“2%管理费+20%盈利报酬”的收费模式，他们又会有什么想法呢？关于在不断上升的估值和持续的全球流动性下建立投资，又有什么看法呢？毫无疑问，永不过时的《证券分析》对过度投机还有很多话要说。

是的，我们以前也听过这样的话：股市是一个投票机，而不是天平。未来的股价会超过合理预测的范围。在错误的价格买入最好的公司也是一种投机行为。我们必须了解一个公司的本质，才能正确评估其内在盈利能力的持续性。说起来容易，但真正做到“低买高卖”却是一件非常困难的事，因为人的本性总是使我们乐于随波逐流。投资与投机是有区别的，永远不要投资于管理层不诚信的公司，看待公司的盈利时应剔除掉非经常性项目的损益，提高资本结构中的债务比例可以增加回报，但也要有一个限度。市场总是先有反应，再去找理由。

这些话听起来不证自明，就像波洛涅斯的言论一样，因为这些智慧经受住了时间的考验，成为投资者词典中的一部分。然而很少有人会认真研究，从大量公司中找出值得投资的公司。很少有人愿意将投资集中在少数几个他们了如指掌，而且相信在长期会显著增加他们的投资净值的公司。很多时候，一项投资是平淡乏味的，在长时间内（有时可能长达数月）市场完全无视你手中那些有价值的股票。一个业绩可靠又可预期的组合，不会让你成为鸡尾酒会上最令人兴奋的人，也不会给你华丽的促销资料。我渐渐相信，追求理性投资虽然只对我们中的少部分人有吸引力，但这至少会让我们和我们的客户在晚上都能睡个好觉，在白天都能过得踏实。

格伦·格林伯格（Gleen H. Greenberg）

特许金融分析师，纽约酋长资本管理公司的联合创始人与常务董事。

格林伯格坦言，在读商学院时他从不看《证券分析》，甚至直到职业生涯过半时仍认为该书的内容早已过时。而当他在华尔街打拼超过30年之后，他发现遵循《证券分析》的投资原则是非常有意义的。

在第五部分导读中，格林伯格告诉我们如何从一个价值投资者的视角评估一家公司以及它的损益表。

31

损益表分析

在前面对普通股投资理论的探讨中，我们描述了一个由强调公司净值到强调资本盈利能力的转变过程。尽管在这个发展历程的背后有很多合理的和令人信服的理由，但是这种转变不仅动摇了支撑投资分析的基础，并且令这种分析承担了多重额外的风险。如果投资者在评价一只股票时，能采用评价自己企业的态度来对待，那么他就可以凭借个人经验和成熟的判断来投资股票。只要信息有效，他就不大可能偏离正道，只是在对公司未来盈利能力的判断上可能会有些许偏差。资产负债表和损益表之间的内在联系，为投资者分析公司的内在价值提供了一个二次核对，这类似于银行和贷款机构在对一家公司发放贷款前，对该公司的借款资格所进行的评估程序。

片面强调盈利能力的弊端

当前，对于普通股的估值越来越片面地取决于公司的盈利表现，这样在“企业经营”和“投资方针”这两个概念之间就出现了分歧。当企业家放下自己公司的财务报告，拿起一家大型机构的财务报告时，他显然已经进入了一个关于价值的全新世界。他肯定从未在不考虑财务资源的情况下，仅仅依靠近期的经营业绩来评估自己的企业。但当企业家处于投资者或投机者的位置时，他就不再关注所投资公司的资产负债表的变化，从以下几个方面来看，他就将自身置于一个非常不利的境地：

- 第一，他所接触的是与其日常经营活动性质不同的一系列新概念；
- 第二，与资产和盈利能力提供的双重价值检验相比，只依赖其中一个标准使得评价结果更不可靠；
- 第三，与资产负债表相比，他所依据的损益表更容易出现急剧的变化，因此在他的股票估值中就包含了一种被夸大的不稳定性；
- 第四，有经验的投资者在仔细观察后发现，损益表比传统的资产负债表更容易受到误导性陈述和错误性推论的影响。

对仅依赖盈利表现的警告

在开始对损益表进行分析之前，我们必须强调，不能仅仅依赖盈利能力这个因素来分析一家公司的投资价值。尽管仅针对公司的资产因素进行的分析存在巨大的限制性，但我们仍坚信，公司的资源还是具有一定意义的，并且值得关注。这一点非常重要，就像后文将要阐述的一样，除非借助资产负债表的期初和期末数据，否则很难理解损益表的含义。

简要阐述华尔街普通股估值方法

从另一个角度看，华尔街对普通股估值的方法可以简单概括为以下几个标准程序：

1．找出上市公司的盈利（通常指最近一期财务报告上的每股收益）。

2．用每股收益乘以一些合适的“质量系数”[(324)]，这个系数反映的是：

a．股息率和股息记录；

b．公司的地位——规模、声誉、财务状况和前景；

c．公司类型（比如相对于雪茄商，烟草制造商的质量系数更高）；

d．市场的整体趋势（牛市市场的质量系数通常高于熊市市场）。

上述内容可以归纳为以下公式：

价格=当期每股收益×质量系数[(325)]

上述公式的结果是，**在大多数情况下，每股收益在决定股票价值上所占权重，相当于考虑所有其他因素的权重之和**。这个事实显而易见，因为“质量系数”本身很大程度就是由盈利趋势所决定的，反过来这又反映在未来的每股收益上。

收益不仅是波动的，而且是随意决定的

然而，这些构成了公司“价值大厦”的每股收益，不仅波动频繁，而且在很大程度上是受人随意决定和操纵的。我们总结了以下合规和不合规的手段，阐明了如何操纵每股收益使其表现得更高或更低。

1．通过将某些项目计入盈余，而不是损益，或是相反；

2．通过多提或少提摊销及其他准备；

3．通过改变资本结构，在优先证券和普通股之间进行调整（这种调整形式由股东批准，实质上是由管理层决定）；

4．通过利用未用于公司经营用的大量资本金。

上述问题对分析师的重要意义

这些复杂的公司会计和财务政策无疑为证券分析提供了一个更为广阔的天地。通过展开深入的调查，分析师有大量的机会进行周密的比较，来发现和指出与该公司对外公布的“每股收益”不同的事实。

不可否认，这项工作是极具价值的，在很多时候这样做可以得出令人信服的结论，即一只股票的市场价值极度偏离其内在价值或相对价值。因此，可以基于这个合理的事实采取行动来获益。需要提醒分析师的是，在实际应用分析结果时，不要太过自信。了解真相是一件好事，但据此行事却未必明智，尤其是在华尔街市场上。此外还需要牢记，分析师所揭露的真相，首先并非是全部的真相，其次并非是一成不变的真相。这个“真相”仅仅只是更接近过去真实的情况。因为在他搜集到信息的那一刻，信息可能就已经失去了实际意义，或是市场已经准备好对此做出反应。

毋庸赘述，尽管充分考虑了这些陷阱，证券分析仍然需要对公司的损益表进行深入透彻的分析。为了更有助于揭露事实，我们把这种研究分为以下三个方面：

1．会计方面。关键问题：考察期的真实盈利是多少？

2．经营方面。关键问题：过去的盈利记录对公司未来的盈利能力有何指示作用？

3．金融投资方面。关键问题：分析盈利时需要考虑哪些因素？在试图对股票进行合理估值时应该遵循什么标准？

对损益表的批评与重申

如果一家公司的损益表所披露的情况是真实的，那么它至少公正且不歪曲地描述了该公司全年的运营结果。上市公司直接虚报报表上的数字是非常罕见的做法。1932年，伊瓦尔·克鲁格（Ivar Kreuger）的欺诈丑闻被揭露，这件事就与会计作假有关，同时这个事件的露骨程度和欺骗程度之大也是绝无仅有的。绝大部分大型企业的报表都是由独立的注册会计师进行审计，并且严格按照会计准则要求的准确性(326)来编制，因此上市公司的报表基本是可靠的。但是，从普通股的分析角度来看，这些经审计的财务报表可能需要一些关键的解释和调整，特别是针对以下三个重要因素：

1. 非经常性损益；
2. 子公司及关联企业的经营情况；
3. 准备金。

损益表概述

在处理非经常性损益时，会计程序给管理层提供了很大的灵活性。过去的交易事项不应计入当期损益，而应直接计入盈余账户的借方或贷方，这已经成为一个标准且适当的规则。尽管从技术上看，很多交易事项都可以归为当年经营成果的一部分，但这些事项仍具有一定的特殊性和偶然性。会计准则允许由管理层来选择是将这些事项计入当期损益还是作为盈余的调整，以下就是几个这类事项的例子：

1. 固定资产处置损益；
2. 出售有价证券的投资损益；
3. 清偿资本性债务的折价或溢价；
4. 人寿保险的保单收入；

5．退税及其利息；

6．诉讼损益；

7．存货非经常性减值；

8．应收账款减值；

9．维持非经营性资产的成本。

不同的公司对于上述事项的处理方法存在很大的差异，对于每一个交易事项我们都可以给出计入或是不计入损益的例子。对于其中的一些案例，哪种会计处理更加合适仍然是一个颇受争议的问题。但对分析师来说，其目的是要将这些交易事项从该公司正常的经营业绩中剥离出来。投资者希望从年报中看到的是在给定条件下所预示的盈利能力，即假设主要的经营环境不发生较大变化，公司接下来每年的预期收益是多少。另一方面，我们稍后将会提到，像过去几年那样将这些非经常性损益合理的计入盈利能力的会计处理方法。

分析师必须尽力调整财务报告中的收益数据，使它能尽可能准确地反映公司从其子公司和关联企业中所获得的利润。大部分公司都会编制合并报表，在这种情况下就不需要做这类调整。但是许多例子表明，财务报告会因为以下两个原因而导致数据不完整或产生误导：（1）无法反映重要子公司的任何损益情况；（2）利润中包括从子公司获得的股息，而这些股息不是远远高于就是低于子公司的当期盈利。

分析师需要特别关注损益表的第三个方面是，计提的折旧和其他摊销，以及为未来亏损和突发性事件提取的准备。这些计提的项目在很大程度上是由管理层主观决定的，因此很容易被高估或低估，从而导致最终财务报告上公布的盈利数据也被歪曲。至于摊销费用方面，还有一些更微妙的因素，这个因素有时可能非常重要，那就是由管理

层以资产的账面成本为基础计算的收入扣减项，可能无法完全反映应由个人投资者承担的对所投资公司的摊销费用。

非经常项目：固定资产处置损益

我们将对损益表上述三个方面的调整进行更细致的讨论，首先来看看非经常项目[(327)]；固定资产处置损益很显然就属于非经常项目。假设公司持续经营，那么应该将固定资产处置损益从年报中剔除，以分析公司预计的盈利能力。按照会计准则，处置资本性资产的利得应计入盈余账户的贷方。然而在大部分情况下，公司把处置资本性资产的利得计入了当期净利润，歪曲了这段时间盈利的真实情况。[(328)]

案例

曼哈顿供电公司（Manhattan Electrical Supply Company）在1926年的财务报告，就是采取这种做法的一个典型案例。报表上公布的利润为882 000美元，每股收益10.25美元，在当时这被认为是非常出色的业绩表现。但随后当公司申请增发股票在纽约证券交易所上市时，人们发现在882 000美元的利润中，至少有586 700美元是通过出售公司的电池业务来实现的。因此公司的主营业务利润仅为295 300美元，也就是每股收益3.4美元。这种将特殊的利得计入营业利润的做法令人非常反感，因为当年公司还将高达544 000美元的非常损失冲减了盈余。很显然，这种特殊的损失与特殊的收益应该属于同一类账户，且应该采用相同的会计处理方式。将其中一个计入损益，另一个冲减盈余是一种极具误导性的做法。更不光彩的是，公司既没有在损益表也没有在财务报告的附注[(329)]中说明，利润中有一部分实际上来自电池业务销售。

1931年，美国钢铁公司公布了大约19 300 000美元的“特殊收益”，其中大部分是固定资产处置利得，该固定资产据说是属于印第安纳州加里地区的某家公用事业单位的财产。这项“特殊收益”计入了美国钢铁公司的本年利润中，从而形成了最终13 000 000美元的“净利润”。但是这项“特殊收益”具有非经常项目的特征，分析师应该把它从1931年的经营成果中扣除，从而可以发现公司在分配优先股股息之前，就已亏损了6 300 000美元。美国钢铁公司在1931年采取的会计方法与之前几年的有所不同，这表现在该公司在前三年里对所得税退税的会计处理上，这些退税在当时并没有计入当期利润，而是直接计入了盈余账户。

出售有价证券的投资损益

商业企业通过出售有价证券获得的投资损益也具有特殊的性质，应该从正常的经营成果中剔除掉。

案例

美国国民运输公司（National Transit Company），其前身为标准石油公司的子公司，由于将出售有价证券的投资收益计入利润，从而导致其1928年的财务报告失真。该公司向股东公告信息的方式也遭到了严厉的批评（见表31-1）。

表31-1　美国国民运输公司1927年和1928年的合并损益表　　（单位：美元）

项　　目	1927 年	1928 年
营业收入	3 432 000	3 419 000
股息、利息和其他收入	463 000	370 000
总收入	3 895 000	3 789 000
营业费用，包括折旧和损益直接项目（在1928年“包括出售有价证券收益”）	3 264 000	2 599 000
净利润	631 000	1 190 000
每股收益	(1.24)	(2.34)

每股收益的增长看似非常明显，但是通过对母公司提交给州际商务委员会的数据进行仔细分析，可以发现1928年的利润中有560 000美元来自出售有价证券的投资收益，这几乎完全等于合并报表中净利润相对1927年的增长。一方面允许用所得税和其他项目冲减特殊收益，另一方面又允许将其制造业子公司出售有价证券的投资收益计入利润，这样看来1928年几乎所有的利润增长均来源于非经营性项目，这种收益在计算或评价盈利能力时应该剔除掉。此外，美国国家运输公司用营业费用冲减非经常项目的收益的会计处理方法也非常荒谬。

纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司（New York, Chicago and St. Louis Railroad）在1929年通过子公司出售其持有的皮尔马克特公司的股份，这一交易事件促成了一种在之后更为特殊的会计处理方式。我们将结合对非合并范围子公司的处理来分析这项交易。在1931年，伍尔沃斯公司将出售英国子公司的部分股权获得的近10 000 000美元收益计入利润，使得当年每股收益比之前每一年的都高，然而实际上，该公司却正处于衰退期。更让人吃惊的是，该公司在同一年从盈余中扣除了2 000 000美元的附加税，而这些附加税似乎与利润中的特殊收益密切相关。

有价证券市场价值的减少与出售该证券出现亏损一样，应该在非经常项目类科目下核算。与此类似的还有外币贬值的核算。在大多数

情况下，公司会将资产的减值冲减盈余。1931年通用汽车公司的年报中包含了这两类调整，并将共计20 575 000美元作为“特殊的非经常性损失”从损益中扣除。

投资信托基金报告出售有价证券时所使用的方法。投资信托基金的财务报告，对从证券出售和证券市值的变化中所获盈利和亏损的处理方法提出了一个特殊的问题。在1930年以前，大多数公司都把出售证券的投资收益作为他们正常盈利的一部分，而未售证券的上涨则记录在资产负债表的备忘录或附注中。但是1930年，股市暴跌，这些公司持有的有价证券损失惨重，这些损失大部分不再计入损益表，而是用来冲减资产、盈余，或者是计提的准备。大部分公司仍将有价证券未变现的账面贬值记录在资产负债表的附注中，这使得有价证券仍然按照初始成本入账。只有少数的投资信托基金通过冲减资本和盈余的方式，将所持证券组合的账面价值减记为市价。

从逻辑上讲，证券交易是投资信托基金业务的一个组成部分，因此，出售证券和资产组合价值的变化都应作为年报中的经常性业务，而不是特殊业务。当然，仅对扣除了费用后收到的利息和股息进行研究是没有意义的。要想从对投资信托基金业绩的分析中得到有用的结果，必须明确基于三个项目：投资收益、出售证券损益以及市场价值的变化。很显然，照此计算出来的年度损益，对盈利能力的预测没有任何意义。基于过去几年历史数据计算出一个平均数对未来的预测也同样没有任何意义，除非是与一些衡量市场表现的普通指标做比较。假设一项投资信托基金的表现大大优于相关的“平均值”，这也只能得出该公司的管理能力优秀的初步结论，但是具体表现是源于出色的能力还是对市场的侥幸预测仍然难以区分。

这种批评有两个要点：（1）资产价值的总体变化是唯一能用来度量投资信托机构表现的方法；但是（2）这种方法不能作为衡量“正常

盈利能力”的指标，也不能与稳定的成熟期工业企业的报表盈利相比。(330)

银行和保险机构存在的类似问题。在分析银行和保险机构的经营业绩时也会遇到类似的问题。公众对保险类股票的兴趣大多集中于火灾保险公司。这类企业是保险业务和投资信托业务结合的一个代表。他们可以运用其本金，加上大量投保人预缴的保费来进行投资。一般而言，这些资金中仅有少部分在投资时会受到法律的限制，而其他部分与投资信托基金运用资金的方式是一样的。这类公司的承保业务几乎不能产生丰厚的利润，反而经常面临亏损，这类亏损会被收到的利息和股息所抵消。证券投资上出现的盈利或亏损，包括其持有的股票市值的变化，在公众对火灾保险公司股票的态度上具有决定性的影响。对银行股而言，这个影响就相对小一些，但仍然发挥着重要的作用。20世纪20年代末，为追求巨额利润，银行直接或通过其关联公司大量参与证券市场上的交易，进而刺激了整个市场的过度投机。

1933年后，所有银行被要求与其关联公司分离，并且在除国债以外的其他证券投资上都受到了政府更严厉的监管和限制。但鉴于银行大量投资于债券，债券价格的大幅波动仍然会对其财务报告上的盈利影响显著。

一般而言，投资信托基金、银行和保险公司，这些金融机构的经营成果必定会受到所投资证券的价值变化的影响，这使得这些金融机构的股票对广大公众来说，是一个较为危险的投资标的。这类机构所持有的股票股价上升，便会增加年报中的收益，因此投资者容易将在牛市期间股票上实现的收益看作公司“盈利能力”的一部分，并据此对股票进行估值。这样必然会导致高估股票的价值，随之而来的就是价值崩溃和相应的过度贬值。由于公众的信心可能会因此动摇，所以对金融机构来说，这种剧烈的波动所带来的影响是非常严重的。对银行和保险公司股票进行猖獗的投机（也称为“投资”），会导致大批

银行和保险公司草率地成立，原有公司盲目地扩张，人们甚至也会放宽了之前确立的稳健和诚信的投资原则。

证券分析师在履行其投资分析顾问的职责时，应尽量规劝普通中小投资者避免购买银行和保险公司的股票。在20世纪20年代股市繁荣期之前，银行和保险公司的股票几乎都是被那些有着丰富财务经验和成熟判断力的人持有。由于这些金融机构公司公布的盈利与所投资证券价格的波动之间存在紧密的联系，因此只有这些人才能避免在投资该类股票时价值判断出现失误的危险。

投资信托基金的问题更像是一个自相矛盾的难题：在管理水平出色的前提下，投资信托基金是中小投资者配置资金的一个非常好的选择，但若作为中小投资者投资的有价证券，投资信托基金的股票本身又是一个难以驾驭的危险的投资工具。显然，只有通过对投资者进行教育或及时提醒的方法，向公众解释投资信托基金的财务报告，才能解决这个棘手的问题。然而要做到这一点，绝非易事。

通过折价回购优先证券获得的收益

有时，公司可以通过以低于面值的价格回购本公司的优先证券以获得可观的收益。可以肯定的是，将这种收益计入当期收益的会计处理方法是极具误导性的：第一，它属于非经常项目；第二，它充其量只能算是一种可疑的收益，因为它是以牺牲公司证券持有人的利益为代价而获得的。

案例

这种会计处理方法的一个特殊案例发生在1915年的犹他证券公司（Utah Securities Corporation），该公司是犹他电力照明公

司（Utah Power and Light Company）的控股公司，表31-2可以说明这一点：

表31-2　截至1915年3月31日会计年度的损益表　　（单位：美元）

犹他证券公司的利润（包括应计入的子公司的盈余）	771 299
费用和税	30 288
净利润	741 011
赎回票面利率为6%的债券收益	1 309 657
属于犹他证券公司的所有收益	2 050 668
扣减票面利率为6%的债券利息支出	1 063 009
该年净利润总计	987 659

上面的损益表显示，犹他证券公司的主要盈利来自折价回购公司证券。若不是有这个非经营性项目，该公司甚至不能覆盖其利息上的支出。

以大幅折价回购公司自身优先证券的做法，是1931—1933年萧条时期的一个独有的特征。正是由于该时期许多公司拥有大量现金，但自身盈利能力又较弱，才使得这种做法成为可能。后一个因素导致公司的优先证券折价销售，前一个因素是公司能大量回购这些折价证券的前提。这种做法在投资信托基金中最为常见。

案例

一个突出的例子就是，美国国际证券公司（The International Securities Corporation of America）在截至1932年11月30日的财年，回购了自身票面利率为5%、价值不低于12 684 000美元的债券，该数额几乎占到其发行额的一半。本次回购

的平均买入价格为55美元，此笔交易为公司贡献了6 000 000美元的利润，并用其抵消了公司投资组合市值下降的不利影响。

在工业类公司中，我们注意到盔甲公司1932年的年报。报表显示，在计入通过折价回购自身债券所获的5 520 000美元的收益后，公司的净利润为1 633 000美元。类似的例子还有，古德里奇橡胶公司（Goodrich Rubber）、联合制药公司、布什运输建筑公司（Bush Terminal Building Company）及其他公司的大部分利润都来自非经常项目。联合雪茄惠兰店公司（United Cigar-Whelan Stores）在1938年上半年财报(331)也采取了这样的做法。注意，另一方面，一些公司（比如海湾国家钢铁公司）在1933年上半年的财报中采用了一种更好的处理方式，将这类收益直接计入了盈余账户的贷方。

当到期的优先证券是按超过面值或既定值偿还时，就会出现相反的结果。当这种溢价所涉及的数量较大时，公司总是用其来冲减盈余，而非减记当期收益。

案例

这里有一个典型案例，美国钢铁公司在1929年公布的年报中，用40 600 000美元的费用冲减了盈余，该项费用是由于按每份110美元赎回公司和子公司的债券产生的，共计307 000 000美元。固特异轮胎公司在1927年用9 600 000美元的费用冲减盈余，该金额是由于通过发行票面利率和股息率更低的新证券来替换原有证券，溢价赎回各类原有债券和优先股所形成。从分析师的角度来看，在分析公司单个年度的表现时，这些在特殊交易中产生的盈利或亏损，都应作为非经营性项目，从公司的经营成果中剔除掉。

美国机械和金属公司（American Machine and Metals, Inc），也是前面所提到的曼哈顿供电公司的继任公司，将以折价回购自己公司债券实现的收益计入了其1932年的当期收益。由于1931年和1932年的财务报告非常罕见地反映了许多公司在会计处理上的任意性，因此我们在表31-3中完整重现了损益表和附加的资本以及盈余账户的调整。

表31-3　美国机械和金属公司1931—1932年财务报告　　（单位：美元）

项目	1932 年	1931 年
损益表：		
扣减折旧和利息前净损益	亏损 136 885	盈利 101 534
加上债券回购的收益	174 278	270 701
利润，包括债券回购收益	37 393	372 236
折旧	87 918	184 562
债券利息	119 273	140 658
最终净损益	亏损 169 798	盈利 47 015
冲减资本、资本公积和盈余公积：		
递延搬迁费用和矿山开发	111 014	
亏损准备金：		
可疑债券、利息和索偿权	600 000	
存货	385 000	
投资	54 999	
子公司清算	39 298	
矿储耗损	28 406	32 515
固定资产减值（净额）	557 578	
矿储和开采权价值的降低	681 742	
联邦所得税退还等	贷方 7 198	贷方 12 269
未显示在损益表中的总费用	2 450 839	20 246
损益表中显示的结果	借方 169 798	贷方 47 015
追加出售股票所得	贷方 44 000	
资本和盈余的合计变化	借方 2 576 637	贷方 26 769

我们在1932年的报表中发现了与1926年一样极不恰当的做法，即将特殊收益计入利润，同时用特殊损失冲减盈余。但在之后的一年，这项从折价回购债券中获得的特殊收益的本质在年报中被披露了出来，但是处理方法与过去仍然没有明显的区别。大部分股东和股票购买者关注的仅仅是公司公布出来的每股收益的最终数据，却不会去仔细研究这些数字是如何计算得出。此外，对于该公司在1932年报表中

将某些费用冲减盈余这种做法的影响，我们将在适当的部分再做讨论。

其他非经常项目

对其他的一些非经常项目细节的讨论没有太大意义，因此不需要在此详细讨论。在大多数情况下，这些无论是作为本年利润的一部分，还是将其更为合理地计入盈余账户的贷方，都没有太大区别。

案例

1938年金贝儿兄弟公司（Gimbel Brothers）将167 660美元的寿险保单收益计入了当期收益，并划为“非交易项目”。另一方面，联合采购和制造公司（United Merchants and Manufacturers）将其1938财年收到的一笔1 579 000美元的同样性质的款项计入了更为合理的盈余账户的贷方，尽管该公司当年的经营出现了大幅亏损。

本迪克斯航空公司（Bendix Aviation Corporation）在1929年将收到的专利权诉讼和解费用901 282美元计入当期收益，在1931年又再次将通过诉讼收回的专利权使用费总计242 656美元计入当期收益。海湾石油公司（Gulf Oil Corporation）1932年的利润中包括了一项通过诉讼获得的5 512 000美元代表石油价值的收益。通过这些被视为非经营性项目，该公司将2 768 000美元的亏损变成了2 743 000美元的盈利。尽管收到的退税通常贷记盈余账户，但收到的累计利息却有时出现在损益账户。比如，杜邦公司在1926年将2 000 000美元的利息直接计入当年利润，美国钢铁公司

在1930年也采取了类似的做法，且涉及金额更大，同时对相应的会计处理也未作明确说明。

32

损益表中的非经常性损失和其他特殊项目

非经常性损失的问题，可能给损益表的分析带来了一些特有的困难。在什么情况下，存货和应收账款的减值应被视作不宜冲抵年度经营成果的非经常性损失？在灾难性的1932年里，几乎所有的企业都对此采取了注销的会计处理。尽管使用的会计方法各有不同，但大多数公司都尽可能地避免累及损益表，而是将这些亏损从盈余中扣减。另一方面，在1937—1938年的经济萧条期，较为轻微的存货减值损失几乎都是计入了损益账户。

存货减值损失是与公司经营直接相关的业务行为，因此从其性质来看，绝不是特殊的。1931—1932年间存货价值的大幅亏损从严重程度上来看可视为特殊，但与整体经营的结果一样是个例外。顺此推理，考虑到1931—1932年的结果，在计算长期平均盈利能力时，应该将存货和应收账款上的减值确认为这些年经营亏损的一部分，即使这些损失是从盈余中扣除的。在第37章，我们将考虑特殊年份在决定平均盈利能力时的影响。

虚构的盈利

通过分析美国机械和金属公司在1932年大量冲减盈余的会计处理（详细请见上一章），我们发现该公司当年计提了超额的损失准备金，其意图可能是为了有益于未来的利润科目。假如应收账款和存货在1932年12月31日减记为一个过低的金额，这个人为的低“成本价

格”将会导致利润在随后几年出现相应的虚增。这一点将在下面假设的数据中得到清楚的阐述：

（单位：美元）

假设 1932 年 12 月 31 日存货和应收账款的公允价值为	2 000 000
假设基于上述公允价值的 1933 年利润为	200 000
假设通过从盈余中计提特殊超额准备金，存货和应收账款减记为	1 600 000
由此将使 1933 年的利润增加，这意味着	
1933 年报告上的利润为	600 000
这将是真实数据的三倍。	

上例说明了一整套可能也是最恶意的会计操纵方式。简单地说，就是从盈余或资本中计提资金，然后将等量的金额报告为利润。盈余的减少不为人们所注意，但利润的增加对一家公司股票的市场价格却具有决定性的影响。(332)我们稍后将会分析，通过“谨慎”减记资产价值的会计处理方法也能得到完全相同的结果，因为折旧费用的减少会导致盈利明显增加。由于公众几乎不能发现，即使是专业分析师也很难察觉这种做法，同时采取这种做法的公司也基本不受法律机构和证券交易所的惩治，所以这种会计处理方法的内在危害性相当之大。

普通股估值基于公布的每股收益数据，这使得管理层更容易对股价进行任意的、不正当的操控。尽管我们应该承认，大多数管理者都是诚信的，但同时应该强调，不严密的或是“别有用心”的会计方法是极度容易蔓延的。

存货减值损失准备

动用在损失发生前计提的准备金，使得存货减值损失的会计处理往往变得更加复杂。计提的准备通常是从盈余中扣除，从理论上看，盈余账户的一项功能就是作为吸收未来异常损失的应急储备。如果后来真发生了存货的减值，它将很自然地冲减已经计提的准备。这样的

结果是，在任何一年的损益表里都没有反映存货的减值，尽管存货的减值和销售价格的下跌一样不利于公司的经营。当公司将存货的损失（无论是直接还是通过间接的准备）从盈余中扣除时，分析师一定要考虑到这个问题，特别是与其他公司公布的经营业绩做比较。这条原则的一个案例是，对美国橡胶公司（United States Rubber Company）和固特异轮胎公司在1925—1927年的年报所做的比较，这段时间内橡胶的价格曾大幅波动。

在这三年里，固特异轮胎公司从利润中计提了11 500 000美元的准备金以应对原材料的价格下跌。这笔金额的一半用于吸收已发生的原材料价格方面的损失，另一半则递延到了1928年（实际上是1930年才最终使用）。

美国橡胶公司在这段时间内计提了一笔金额为20 446 000美元的存货减值准备，并将其全部用于冲减真正遭受的损失。但致股东的年报显示，这笔金额先是从利润中扣除，然后又作为盈余的特殊调整项目出现。（此外，1927年存货上8 910 000美元的损失中，有8 000 000美元是用生产天然橡胶的子公司往年的收益所冲减。）

基于不同基础计算的年报收益，导致统计手册上两家公司的每股收益数据出现了极具误导性的对比表现。表32-1是1928年《标准普尔手册》的部分数据：

表32-1　1928年《标准普尔手册》部分数据　　（单位：美元）

年度	美国橡胶公司	固特异轮胎公司
1925	14.92	9.45
1926	10.54	3.79
1927	1.26	9.02
3年平均	8.91	7.42

为达到公平比较的目的，很显然报表上的数据应该基于一个相同或大致相同的基础，即可以通过以下三种可能的方法来比较：

1．如美国橡胶公司的年报所示，将存货准备和亏损从当年的损益账户中扣除。

2．如固特异轮胎公司的报告所示，从当期自天然橡胶中获得的高价收入中提取应对未来损失的准备金，然后用这些准备金来吸收之后的存货跌价损失。

3．剔除所有准备金，同时也就排除了管理层为了平衡盈利而随意改动数据的手段。在这个基础上，存货的损失将从实际发生当年的经营业绩中扣除。（在标准统计公司对固特异的分析中，就采取这种做法对公布的盈利数据进行了调整。）

这样一来，如表32-2，我们就得到了三份这段时期每股收益的报表来作为比较。

表32-2　三种比较方法一览　　（单位：美元）

年度	1. 不进行存货调整		2. 允许存货调整，方法如两家公司所示		3. 不计提准备，损失于实际发生当年扣除	
	美国橡胶	固特异	美国橡胶	固特异	美国橡胶	固特异
1925	14.92	18.48	11.21	9.45	14.92	18.48
1926	10.54	3.79	0.00	3.79	14.71（亏损）	2.53（亏损）
1927	1.26[a]	13.24	9.73[a]（亏损）	9.02	1.26[a]	13.24
3年平均	8.91	12.17	0.49	7.42	0.49	9.73

注：a．不包括美国橡胶公司在1926年以前增加的收益。

两家公司的普通股股价在这段时间内的波动幅度表明，美国橡胶公司所采用的会计处理方法更有效地掩盖了这些年间不理想的经营业绩（见表32-3）。

表32-3　普通股票的市场价值区间　　（单位：美元）

年度	美国橡胶公司普通股		固特异轮胎公司普通股	
	最高价	最低价	最高价	最低价
1925	97	33	50	25
1926	88	50	40	27
1927	67	37	69	29
最高价和最低价的平均值	62		40	

最近，美国橡胶公司也采用了固特异轮胎公司的会计处理方法，即从繁荣时期的利润里提取应对未来存货跌价的准备。采用这种政策的结果是，该公司在一定程度上低估了1935年和1936年的盈利，高估了1937年的盈利。

较近期的对比。包装行业的两家公司在处理未来可能出现的存货损失时所采取的会计方法，为我们提供了一个更有争议的案例。

威尔逊公司在1934年财年开始之初，就以“存货价值波动”的名义计提了750 000美元的准备金，这项准备金一部分来自盈余，一部分来自利润。在1934年，该公司计提准备金后使得期初存货减少，从而使得当年报告上的利润增加了750 000美元。然而，美国证券交易所要求该公司修改其上市申请书，将这笔金额计入盈余账户的贷方，而非计入利润。

另一方面，斯威夫特公司在1933—1935年财年期间，计提了16 767 000美元的存货跌价准备，同时相应减少了报告盈利。1938年存货出现亏损，该公司并非将损失从之前计提的准备中扣减，而是从该年的经营业绩中扣减，然后将11 000 000美元的准备直接计入盈余账户。在这个特殊的案例中，由于存货损失的金额是从利润中扣除，同时又将之前计提的准备结转盈余账户(333)，因此该公司从1933—1938年这6年的净利润都被低估了。

存货核算中的其他问题

公司财务报告的研究者，必须熟悉通用的会计准则中处理存货的两种允许的变化方式。众所周知，标准的方法是在年度终了时按“成本与市价孰低”原则入账。通过期初存货加上本期购入存货，再减掉期末存货得到“销售成本”。

后进先出法。这种方法的一种变化方式是，按最新购入的成本计算实际销售商品的成本。这种方法的理论基础是，销售商的销售价格主要与当前的重置价格或该商品的最新销售价格有关。只有当商品的单位价格在不同年间发生重大变化时，这种方法的重要意义才会凸显出来。因为它不会影响在长期内的累计报告利润，但是会影响利润在不同年度之间的分配。同时还可以减少由于存货价值(334)波动而引起的公司利润的大幅波动，从而减少所得税支出。

正常库存量法或基本库存量法。过去几年间，许多公司采取了一个更为极端的方法来减少存货价值的波动。这种方法基于的原理是，公司通常都会保持一定的原材料库存量，因此对这部分“正常库存量”，不需要计算由于其每年市场价格变动带来的存货价值的变化，就如同不需要考虑由于价格指数的升降而导致的制造业厂房价值的改变，也不需要将此改变反映到年度经营业绩中一样。为了保持基本库存入账价值不变，通常的做法是将存货按极低的价格入账，这样将来的市价就不会低于这个最低价格，因此这部分存货的价值不会减少。

早在1913年，国家铅制品公司（National Lead Company）就将这种方法运用到了其三种主要库存上，即铅、锡和锑。随后，这种方法被美国冶炼公司（American Smelting and Refining Company）以及美国金属公司采用。在1930年棉花市场出现暴跌前，美国东北部的一些棉纺厂也开始采用类似的会计处理方法，将棉花的原材料和产品都以一个非常低的价格入账。从1933—1935年，普利茅斯绳索公司

（Plymouth Cordage Company）也采取了类似的会计处理方法，1936年开始采用正常库存量法，为了具体说明这一做法，我们在附录注释49中列出了该公司在1930—1939年间的相关数据。

闲置资产费用

非经营性资产的运营费用几乎都是直接计入损益，1932年的许多财务报告在该项目下面都记录了巨额的扣减。

案例

扬斯敦钢板和钢管公司的年报上有一笔数额为2 759 000美元的“设备、矿区及其他闲置资产的维修费、保险费和税费”。斯图尔特-沃纳公司（Stewart Warner Corporation）随后也采取了另一种特殊的处理方法，在1932年将309 000美元“未用于当年生产的厂房设备折旧”费用直接冲减盈余，而非从损益中扣除。在1938年博坦尼精纺毛织物厂（Botany Worsted Mills）的年报中，将一笔166 732美元的费用直接计入损益，并形象地把这笔费用称为“闲置资产费用”。

对于闲置资产的费用支出，分析师应将其划分为不同于能直接计入损益的普通费用的其他分类。至少从理论上看，这些费用具有暂时性，因此应属于非经常项目。管理层可以通过处置或者放弃这些资产而随时终止这些支出。如果管理层因为这些资产预计未来所能带来的价值足以弥补当前支出，而选择继续花钱持有这些资产，那么将这些资产等同于一项长期债务也不合逻辑，因为将其视为一项长期拖累公

司盈利能力的负担，将导致公司的股价远远低于在不存在这些“资产”情况下所能达到的水平。

案例

经营石油管道运输业务的纽约运输公司（New York Transit Company）的案例就很好地说明了这个问题。在1926年，受新竞争环境的影响，该公司失去了以往由主线支撑的所有业务，这些资产随之也就成了“闲置资产”，相应产生的高额折旧、税收以及其他费用，吞噬了公司其他盈利资产（包括一条小型输油管道和高等级债券投资）产生的利润。结果，这导致了账面上的净损失，以及股息发放暂停。公司股票价格应声下跌，其股票市值远远低于该公司持有的现金和有价证券的价值。在盲目的股票市场评价看来，该项闲置资产几乎被视作一项沉重的长期债务。

然而到了1928年，董事会决定不再继续持有这些资产，于是出售了闲置的管道线，并获得一笔十分可观的收入。此后，公司的股东收到了每股总计为72美元（这几乎是1926年和1927年该公司平均股价的两倍）的特别现金股息，同时他们还继续拥有这家已恢复定期分红的盈利企业的所有权。即使出售闲置资产无法赚取利润，但仅仅放弃这些资产就使股票的价值大幅上升。

这是一个令人印象深刻甚至有些极端的案例，它揭示了证券分析在发现市场价格偏离其内在价值上所发挥的实际效用。这种效用通常被称为“冷酷的市场审判”，看似是由无数消息灵通、精明睿智的头脑经过缜密分析得出的综合判定结果，然而却往往是基于从众心理、错误推断以及在信息不完全的情况下做出的最肤浅的判断。就分析师而言，他们通常无法运用自己的技能，有效地纠正或是利用这些常见

的错误。因为周围环境变化非常迅速，他们还没来得及借此获利，这些分析结果就已变得不再适用。但在一些特殊的情况下，就像前述的案例，事实与逻辑足以确保分析师对自己分析结果的应用价值抱有高度的信心。

递延费用

有时候企业支付的费用，可用于未来的几年，而非支出当年的短短12个月。递延费用通常包括以下几项：

- 开办费（法律费用等）；
- 搬迁费；
- 开发费用（用于开发新产品或是新工艺，也包括矿山开采等）；
- 折价发行债券的折价部分。

按照会计准则，这些费用应该在相应的年度里进行摊销。涉及金额在资产负债表中列为递延费用，通过摊销进入费用冲减收入。在折价发行债券的情况下，摊销期为债券的存续期；矿山开采费用的摊销期应根据开采吨数的一定比例来确定；对于大部分其他项目，摊销期可以任意确定，一般为5年。

为了降低每年扣减项目对报告盈利的影响，对递延费用通过一次性冲减盈余，而不是在未来多年进行摊销的做法日益普遍。在理论上讲，这种会计处理方法是不合适的，因为它会低估随后几年的营业费用，夸大这段时期的净利润。举一个简单的例子，公司提前支付了董事长未来10年的薪酬，并将这笔支出作为“特别费用”冲减盈余。很显然，在接下来的10年中，公司的利润将会被高估。[(335)]另外还有一

种比较危险的做法是，将具有经常重复性质的费用，比如广告宣传费、新款汽车开发费用，通过确认为递延费用冲减盈余，而非冲减收入。(336)

通常这类会计交易的数额不大，并不会让分析师把它当回事。证券分析是一项极端注重实效的活动，因此不应该在那些不会影响最终判断的细节上耽误时间。但是有时候，这些项目具有重要的分析价值。

案例

卡夫奶酪公司在1927年前将大部分广告支出作为递延费用，在随后几年的经营业绩中每年摊销。在1926年，该公司支出了1 000 000美元的广告费用，但是仅将这笔费用的一半计入当期损益，然而同一年又将这笔支出的另一半从盈余中扣除，此外由于核销以前年度递延费用的累计余额，再次从盈余中扣减了480 000美元。通过这种方法，该公司在1926年向股东报告了总计1 071 000美元的利润。但是在下一年，当该公司申请增发股票上市并向纽约证券交易所汇报时，它发现有必要减少其利润中可疑的部分，因此将其1926年的利润重新调整为461 296美元，而不是1 071 000美元。

1932年，国际电话电报公司的报告上用总计35 817 000美元的费用冲减盈余，其中包括“冲销某部分当前已无实际价值的递延费用，尽管按照会计准则规定其入账时应在数年内进行摊销，总计金额为4 655 696美元”。

1930—1931年，哈德逊汽车公司（Hudson Motor Car Company）将以下费用（在众多项目中）冲减盈余而非计入损益：

（单位：美元）

1930	开发新款汽车对工具和材料进行的特别调整	2 266 000
1931	特殊工具的准备金	2 000 000
	厂房设备的重新安排	633 000
	特别广告	1 400 000

赫克公司（Hecker Products），后改名为金粉公司（Gold Dust Corporation），在1933年从盈余中计提了总计2 000 000美元，作为“开发和引进新产品净成本”的准备金，这项准备中的大约3/4在1933—1936年使用，剩余部分结转到“一般和应急储备”。

这些会计处理方法的影响是，大多数公司不会将费用计入当期损益而导致报告盈利减少，而是会在未来年度中通过摊销来抵减收入。

债券折价的摊销

公司通常以低于面值的价格发行债券来筹集资金。发行债券的折价部分应作为融资成本的一部分，也就是利息负担的一部分，因此折价部分应该与每年应付利息一样，在债券的存续期内通过每年计入损益来摊销。以前，为了避免让这种较难解释清楚的项目出现在资产负债表上，一种“谨慎的”会计处理方法是将债券的折价部分一次性冲减盈余。最近，这种冲减盈余的方法却由于相反的原因而变得流行，即避免对未来每年盈利的扣减，用一次性冲抵盈余的方法可以使得股票“更有价值”。

联合天然气和电力公司在1932年将一笔5 892 000美元的“债券折价和费用”冲减当年盈余。这种会计做法近年来在纽约证券交易所和证券交易委员中引起了诸多争议。由于这些反对的声音，不少公司对

之前冲减的盈余做了反向冲销，然后重新对债券的折价部分通过每年进行摊销计入损益。(337)

33

损益表中的误导手段与子公司的盈利

一个虚报损益表利润的典型案例

管理层通过虚构盈利项目来增加利润，是一种非常罕见的情况。根据我们目前已知，运用这种手段最典型的案例，可能就是1929年和1930年帕克和蒂尔福德公司（Park and Tilford）的报表。这是一家在纽约证券交易所上市的公司，该公司这两年报表上的净利润数据如下：

1929年——1 001 130美元=每股收益4.72美元

1930年——　124 563美元=每股收益0.57美元

通过核查公司披露的资产负债表，我们发现该公司在这两年里将商标商誉的价值先后从1 000 000美元增加到1 600 000美元，再到2 000 000美元，同时与这些资产的增加相对应的是这段时期内费用的减少。通过分析该公司在三个不同时间点的简要资产负债表（见表33-1），便可以清楚发现这种记账方法的显著特征。

表33-1　帕克和蒂尔福德公司资产负债表　　（单位：美元）

资产负债表	1929 年 9 月 30 日	1929 年 12 月 31 日	1930 年 12 月 31 日
资产：			
固定资产	1 250 000	1 250 000	1 250 000
递延费用	132 000	163 000	32 000
商标及商誉	1 000 000	1 600 000	2 000 000
净流动资产	4 797 000	4 080 000	3 154 000
负债：			
债券和抵押贷款	2 195 000	2 195 000	2 095 000
资本和盈余	4 984 000	4 898 000	4 341 000
资产负债合计	7 179 000	7 093 000	6 436 000

调整后的利润	1929 年前 9 个月	1929 年后 3 个月	1929 年	1930 年
报告期股票盈利	929 000	72 000	1 001 000	125 000
已付现金股息	463 000	158 000	621 000	453 000
冲减盈余的费用				229 000
资本及盈余的增加	466 000	减少 86 000	380 000	减少 557 000
修正后的股票盈利（不包括无形资产的增加，并减去从盈余中扣减的费用）	929 000	528 000（亏损）	401 000	504 000（亏损）

报表显示，在15个月里该公司的净流动资产减少了1 600 000美元，这个减少的金额比已付现金股息多1 000 000美元。但是，公司通过提高商标和商誉的账面价值1 000 000美元来隐瞒了资产价值的减少，并且无论是在致股东的年报中，还是在随后递交给纽约证券交易所的上市申请中，都没有对这些令人吃惊的事项加以说明。然而在回答个人询问时，该公司声称商标和商誉价值的增加，是为了发展子公司丁特克斯公司（Tintex Company）的业务而进行的广告费用和其他销售费用[(338)]支出。

在任何一种健全的会计准则下，都不允许将当期的广告费用从商誉中扣除。采取这种做法而不向股东披露更是不能为人所接受的。更难以置信的是，帕克和蒂尔福德公司在从1929年9月30日到12月31日这短短3个月的时间里，竟然支出了600 000美元的广告费用，并且将这

笔广告费用冲减了商标及商誉资产价值上增加的600 000美元。这笔记录似乎包含了将前期支出再贷记到当期损益中，导致该公司在1929年第4季度报表上的经营状况被严重扭曲。毋庸置疑，该公司的年度报表并未附有注册会计师的审计报告。

根据公布的损益表核对资产负债表及所得税

帕克和蒂尔福德公司的案例说明，在分析损益表时有必要对相应的资产负债表进行检查。这一点必须着重强调，因为华尔街总是天真地接受报告上的利润和每股收益。前面的案例还提示我们，有必要对公布的损益表的可靠性进行检查，即按联邦所得税应缴税额进行检验，通过应缴税额可以非常容易地计算出应税所得，然后用这个应税所得与致股东的报告上的利润进行比较。这两个数据不一定要完全相同，因为税法的复杂性可能会使这两个数据之间产生一些差异。(339) 同时，我们也不建议花费精力来将这两笔金额调整为完全一致，但其中一些非常明显的差异必须应该注意到，并对此做出进一步的分析。从这个角度对帕克和蒂尔福德公司的数据进行分析后，可得到如表33-2所示的建议。

表33-2　帕克和蒂尔福德公司应缴税收益和公布数据　　（单位：美元）

时期	应计联邦所得税	税率（百分比例）	税前净利润	
			A. 按应计所得税计算	B. 向股东报告的数据
1925 年 12 月前 5 个月	36 881	13	283 000	297 000
1926	66 624	13.5	493 000	533 000
1927	51 319	13.5	380 000	792 000
1928	79 852	12	665 000	1 315 000
1929	81 623[a]	11	744 000	1 076 000

注：a. 包括1931年额外支付的6 623美元。

在早期应税所得[(340)]与报告收益比较接近，这使得后来两者之间的差异显得更为突出。这些数据让我们有理由怀疑1927—1929年间致股东的报告的真实性，很显然，这段时期公司在很大程度上操纵了账目上的数据。

这个案例和本文中讨论的其他案例，都强烈地指出上市公司的报表非常有必要由注册会计师进行独立审计。同时，我们也建议上市公司的年报中还应包括报告收益与应税所得之间的详细对照。我们认为，也许对大众而言，省略掉这些在招股说明书和上市登记表中的次要信息会更简单，但如果美国证券交易委员会要求上市公司提供这样的调整，那么证券分析就会大有发展。

会计操纵的另一个特殊案例

1924—1927年，美国联合雪茄连锁店与帕克和蒂尔福德公司一样，经常使用一种奇怪的会计手段来操纵报表数据，但这种手段对报告盈利的影响不如帕克和蒂尔福德公司的严重。该公司在1927年5月的上市申请中，首次对这种手段背后的“理论”进行了解释，包括以下内容：[(341)]

> 公司在美国各大主要城市拥有数百栋租赁来的商业建筑，在1924年5月之前，这项资产并未入账。直到1924年5月，公司和纽约的F.W.拉弗伦茨会计师事务所（Messrs. F. W. Lafrentz and Company）才对这些资产的价值进行了评估，总价值超过20 000 000美元。
>
> 自此之后，公司的董事会便决定每三个月将这些资产估值的一部分，计入公司的财产账户中，同时以支付股息的形式进行资本化，以发行和流通在外的普通股为基础，每季度以普通股面值的1.25%为基础对这些普通股支付股息。

用这种手段产生的资本公积，被按面值发行的同等数量普通股所全部抵消，因此就不再属于公司当前盈余的一部分，也不需对产生的这部分资本公积进行现金分红。

运用与1924年同样的评估基础，这些租赁物的当前估值比其账面价值的两倍还多。

将“租赁物增值”计入损益的影响，如表33-3所示：

表33-3　租赁项目增值　　（单位：美元）

年度	报告期净利润	普通股的每股收益（每股面值为25美元）	市场价格范围（每股面值为25美元）	计入盈利的“租赁物增值”	不包含“租赁物增值”的普通股每股收益
1924	6 697 000	4.69	64 -- 43	1 248 000	3.77
1925	8 813 000	5.95	116 -- 60	1 295 000[a]	5.05
1926	9 855 000	5.02	110 -- 83	2 302 000	3.81
1927	9 952 000[b]	4.63	100 -- 81	2 437 000	3.43

注：a．1925年股息率为5%的股票发放的股息金额为1 737 770美元，在这两个数据间的明显差异无法解释，而在其他年间这两个数据相同。

b．不含退回的以前年度的联邦所得税，金额为229 017美元。

在分析联合雪茄连锁店将租赁物的增值部分计入当期损益这种会计处理方法时，应铭记以下几个需要考虑的要点：

1．租赁物实质上既是一种资产，也是一种负债。它是一种因支付所使用商业建筑的租金而产生的义务。非常讽刺的是，正是这些租赁物最终导致了联合雪茄连锁店的破产。

2．假设拥有租赁物的人能从租赁物上获取资产增值，这类增值是高度无形的，那么将无形资产以高于实际成本的价值标示在资产负债表中的这种做法就违反了会计准则。

3．如果资本资产的价值确有增加，相应的增加额应计入资本公积账户的贷方。无论怎样，也无法将它想象成利润的增加。

4．联合雪茄连锁店价值20 000 000美元的租赁物增值发生在1924年5月之前，但是它却被作为此后几年的收益。因此，计入1927年利润中的2 437 000美元的增值与当年公司的经营和发展没有任何关系。

5．如果这些租赁物的价值确有增长，那么这种效果会体现在升值的建筑物所实现的更丰厚的利润中。把这部分价值的增值部分单独入账，意味着对同一价值进行了重复计量。实际上，尽管联合雪茄连锁店决定通过追加资本化来融资进而延伸业务范围，其每股收益并没有出现增长的趋势。

6．租赁物评估得到的任何价值都必须在租赁期内进行摊销。如果联合雪茄连锁店的投资者因为这些有价值的租赁物能带来盈利，而以高额的价格购买其股票，那么投资者必须从公司的盈利中计提一定的准备金来逐步冲销这些租赁物的资本价值，直至租赁期届满资本价值全部摊销完。(342)然而，联合雪茄连锁店却是在显然已经不重要的初始成本的基础上摊销租赁物。

因此，令人吃惊的是，如果租赁物的价值真的有所增值的话，那么实际的效果就是，摊销费用的增加导致随后营业利润的减少。

7．联合雪茄连锁店在1924—1927年间虚报利润的行为，由于未在年报(343)中向股东披露事实而遭到了更为严厉的谴责。该公司采取这种会计处理方法大约3年以后，才向纽约证券交易所披露事实的真相。这可能是由于要满足向公众出售由大型金融机构承销的新发行优先股的法定要求。第二年，该公司不再继续将租赁物的增值价值计入损益。

联合雪茄连锁店的这种会计处理手段可以这样描述，将一种本质上是债务的无形资产的价值虚增计入当期利润中，同时未对此加以解

释，如果在前期果真发生了资产的增值，则升值部分的最终影响是将导致随后的利润由于更高的摊销费用而减少。

如果将在帕克和蒂尔福德公司的案例中描述的检查联邦所得税的方法，运用在分析联合雪茄连锁店时，会得出非常有趣的结果，如表33-4所示：

表33-4　对联邦所得税检查法的应用　　（单位：美元）

年度	联邦所得税储备	税前利润		
		A. 根据纳税准备计算	B. 向股东报告的数字	C. 向股东报告的数字扣减掉租赁物增值的部分
1924	700 000	5 600 000	7 397 000	6 149 000
1925	825 000	6 346 000	9 638 000	8 343 000
1926	900 000	6 667 000	10 755 000	8 453 000
1927	900 000	6 667 000	10 852 000[a]	8 415 000[a]
1928	700 000	5 833 000	9 053 000	9 053 000
1929	13 000	118 000	3 132 000[b]	3 132 000[b]
1930	无	无	1 552 000	1 552 000

注：a．减掉显然应计入过去年份的229 000美元的税收退回。

b．经过调整后这个数字也可以报告为2 947 000美元。

从上述案例中得到的教训

从联合雪茄连锁店的案例中，我们可以得到了一个相当实用的教训。当一家企业采取可疑的会计政策时，投资者就应该避免购买该公司的所有证券，尽管当中的某些证券看起来可能会很安全或很有吸引力。联合雪茄连锁店的优先股就是一个最好的说明。该证券的统计数据曾经连续多年表现异常突出，但后来却被证明一文不值。面对以上这些奇怪的会计记账方法，投资者可能会推断该公司的股票仍然是非常安全的，因为当高估的利润被纠正后，安全边际仍然非常高。这种

推断完全错误，因为你无法通过量化的方式来扣除不诚信的管理这个因素的影响，应对这类问题的唯一解决办法是远离这类公司的股票。

对已收股票股息赋予的虚构价值

从1922年开始，联合雪茄连锁店的大部分普通股被烟草制品公司持有，后者则被另一家公司控制着同样比例的股权。美国烟草公司是一家非常重要的公司，在1926年和1927年，它的平均市值超过了100 000 000美元，该公司采用的是另外一种虚构损益表利润的会计处理方法，即对收到的股票股息赋予了一个虚构价值。

该公司在1926年的损益表内容如下：

（单位：美元）

净利润	10 790 000
所得税	400 000
A类股票股息	3 136 000
归属于普通股股东的利润	7 254 000
每股收益	11
普通股的市价范围	117—95

在那段时间里，公司会计事项的详细信息从来不需要进行公开披露（纽约证券交易所也不负责任地允许那些只提交了极其简略报表的公司上市）。但我们仍有足够的信息证明，该公司大部分净利润都是通过如下方式凭空捏造的：

（单位：美元）

向美国烟草公司出租资产收取的租金收入	2 500 000
联合雪茄连锁店普通股的现金股息（已支付总额的80%）	2 950 000
联合雪茄连锁店普通股的股票股息（票面价值为1 840 000美元）扣除费用	5 340 000
	10 790 000

需要指出的是，烟草制品公司对从联合雪茄连锁店收到的股票股息进行估价时，其估价是面值的3倍，也就是联合雪茄连锁店从盈余中支付的股息数额的3倍。烟草制品公司对收到的股票股息的估值或许是以联合雪茄连锁店的市场价值为基础，由于烟草制品公司持有了大部分股票，因此股票市价很容易受到操纵。

当一家控股公司把已收股票股息按超过子公司支付股票股息时指定的价格入账时，就会出现一种非常危险的利润连环虚增。纽约证券交易所从1929年开始颁布法规，严格禁止了这种会计做法（这一点在第30章讨论过）。在烟草制品公司的案例中，这种手段更加令人反感，因为发放股票股息的来源是虚构利润中的一部分，例如租赁物的增值。通过非法利用控股公司和子公司间这种关系，导致这种虚构的利润实际上还增加了两倍。

在合并收益的基础上，烟草制品公司在1926年的报表如下所示：

（单位：美元）

美国烟草公司扣除所得税等后的租金收入	2 100 000
联合雪茄连锁店归属于普通股股东的净利润的80%	6 828 000[a]
	7 928 000
A类股票的股息	3 136 000
归属于普通股股东的利润	4 792 000
每股收益	7.27

注：a．不包括租赁物的增值。

烟草制品公司损益表上的普通股每股收益为11美元，相对实际值差不多高估了50%。

用一句华尔街的格言来说就是，在会计上做假账的公司，其股票价格也一定存在这样或那样形式的欺诈。熟悉各种有问题的财务会计处理方法，有助于分析师甚至公共大众在这些小伎俩出现时及时发现。(344)

子公司与合并报表

在这一部分，我们将介绍第二种常见的调整报表利润的方法。当一家公司控制了一家或多家重要的子公司时，就非常有必要通过编制合并报表来反映该企业在所报告年度真实的经营情况。单纯看母公司的财务报表是不完整的，并且可能存在误导。正如前述所讨论的，母公司有可能会通过不纳入公司创造的利润，从而低估利润；也可能通过不扣除子公司的损失或将从子公司所得的股息以超过子公司当年实际利润的价值入账，从而高估利润。

以前和现在的做法

在早些年，是否披露子公司的经营业绩取决于管理层的决定，并且在大多数情况下，这类重要数据是公司的机密。(345)在1933年以前的一段时间，纽约证券交易所要求新上市的公司必须递交合并报表或子公司的单独报表，披露子公司的经营业绩。但自从通过了1934年的法案后，所有上市公司必须在提交给美国证券交易委员会的年报中包含这些信息，并且几乎所有公司在致股东的报告中也必须遵循这个程序。

合并程度

即使在所谓的“合并报表”中，合并的程度也千差万别。伍尔沃斯公司合并了其在美国国内和加拿大的子公司，但不包括在美国国外的其他子公司。美国烟草公司的合并范围仅包括其完全拥有的境内子公司。当今大部分公用事业机构都将它们所控股（持有大部分有表决权的股票）的公司纳入了合并范围，并且在合并时扣除归属于“少数股东权益”(346)的部分利润。在铁路行业，只有当子公司是100%拥有

且是系统内不可缺少的一个组成部分时，才会被纳入合并范围。因此，大西洋海岸线铁路公司（Atlantic Coast Line）的报表中并未反映在其持股51%但独立经营的路易斯维尔和纳什维尔铁路公司（Louisville and Nashville）中享有的除股息以外的收益。类似的案例还有，纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司未在报表中反映在其拥有53%投票权的惠灵-伊利湖铁路公司（Wheeling and Lake Erie）中享有的除股息以外的收益。

非合并子公司的利润与亏损的处理

将非合并子公司除股息外的盈亏情况直接计入或是以脚注的方式显示在损益表中，这种做法近年来在工业企业中特别流行。

案例

美国烟草公司在1938年报表中以脚注的形式指出，当年从非合并子公司收到的股息和盈利共计427 000美元。就在同年，赫尔克里士火药公司（Hercules Powder）也类似地以脚注的形式公布了一笔257 514美元的金额。而在1937年之前，公司将在非合并子公司中所应享有的未分配利润计入“其他收入”。铁路公司处理这个问题的方法又与此不同，例如艾奇逊铁路公司除提供自己公司的财务报表外，在附录中还提供子公司完整的资产负债表和损益表，并且报表中只反映从子公司所收到的股息。

如果非合并子公司的经营成果没有计入损益表的报告期盈利中，并且其涉及的金额非常巨大时，分析师应该对这个报告期盈利进行调

整。子公司是否属于合并范围的评判依据不是关于控制的技术上的问题，而是持有股份的重要性。

案例

一方面，我们很少会计算联合太平洋公司在伊利诺伊中央铁路公司（Illinois Central）和其他铁路公司中持有的股份，这种计算似乎也没有什么意义。虽然持有的股票数量不少，但还不足以对联合太平洋公司的普通股造成实质上的影响。另一方面，虽然北太平洋铁路公司和大北方铁路公司在芝加哥-伯灵顿-昆西公司中的持股份比例仅为48.6%（还不到控制的比例），但在这个案例中却很明显需要对财务报表的合并范围进行调整。

类似地，杜邦公司持有的通用汽车公司的股票份额占其发行总量的23%，毫无疑问，通用汽车公司的经营成果对杜邦公司有重大影响，因此有必要调整盈利来反映通用汽车公司的经营成果。杜邦公司每年都通过调整盈余的方式，来反映所持有的通用汽车公司股票在上一财年账面价值的变化。然而分析师更偏向于在同期进行调整，并将其计入杜邦公司的盈利中，这种调整对杜邦公司在1929—1938年盈利的影响效果如表33-5所示。

表33-5　杜邦公司收益　　（单位：美元）

年度	杜邦公司每股收益	考虑杜邦公司在通用汽车公司经营成果中所占比例而进行的调整	杜邦公司调整后的每股收益
1929	6.99	+2.07	9.06
1930	4.52	+0.04	4.56
1931	4.30	−0.51	3.79
1932	1.81	−1.35	0.46
1933	2.93	+0.43	3.36
1934	3.63	+0.44	4.07
1935	5.02	+1.30	6.32
1936	7.53	+0.77	8.30
1937	7.25	+0.57	7.82
1938	3.74	+0.61	4.35

通用汽车公司在1931年的报表备受赞赏，因为它采取了本章和前面章节所推荐的一种补充计算方法。即不计入特殊的和非经常性的收益和损失，并计入通用汽车公司在非合并子公司中享有的一定比例的经营成果。在1931年和1930年报表上的每股收益如表33-6。

表33-6　每股收益，包括非合并子公司的未分配利润或亏损　　（单位：美元）

年度	包括非经常项目	不包括非经常项目
1931	2.01	2.43
1930	3.25	3.04

向统计机构推荐的程序

尽管这种程序看似让报表更加复杂化，但事实上该程序可用于矫正对普通股过度简单化的分析方法，对每股收益数据形成的先入为主的印象导致了过于简单的分析。统计指南和统计机构在对公司的分析中，很自然地突出了每股收益的重要性。然而，当公司报告中包含了以下一些不合常规或复杂的问题，同时也没有可行的纠正方法时，他们会通过省略对每股收益的计算，以便提供更有效的服务：

1．将非经常项目计入利润或是将应计入损益的费用冲减盈余；

2．母公司的报表中未能准确反映子公司本期的经营成果；

3．采取不合常规的方法(347)来计算折旧和其他摊销费用。

子公司支付的特别股息

当非合并子公司的盈利可以在盈余账户中累积时，子公司会通过向母公司支付巨额特别股息来提高母公司在经营业绩不好年份里的盈利。

案例

伊利铁路公司在1922年从宾夕法尼亚煤炭公司和希尔赛德煤铁公司（Hillside Coal and Iron Company）收到了总额为11 000 000美元的特别股息。同样，北太平洋铁路公司在1930年和1931年从芝加哥-伯灵顿-昆西铁路公司、北方快递公司（the Northern Express Company）和西北改进公司（the Northwestern Improvement Company）收到大量的特别股息，并用这些特别股息来竭力贴补那两年微薄的盈利，其中，西北改进公司是一家经营房地产、煤矿和铁矿石的子公司。纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司在1931年的盈利中包括了从所持有惠灵和伊利湖铁路公司最优优先股中收到的1 600 000美元的返还股息，然而这些股息中只有很少一部分来自惠灵公司的当年利润。

隐瞒子公司在好光景时的利润，然后将它转移到光景不好年份的利润中，这种方法从平滑报告盈利的角度看是一个值得称赞的方法。

但是，更明智的观点认为应该否定这种善意的欺骗，就像纽约证券交易所最新的监管规定一样，要求如实而完整地披露子公司的盈利。真实完全地披露公司在每段时期内的经营业绩是管理层的职责，同时股东需要通过对繁荣和萧条时期的盈利进行平均来推断公司的“正常盈利能力”。即使管理层是出于保持公司盈利稳定性的善意考虑而操纵报表上的利润，这也是不能接受的，因为这种做法可能会导致管理层更多恶意操纵财务报表的行为。

利用母子公司之间的关系扭曲盈利

运用母子公司之间关系使报表上利润产生令人吃惊的扭曲效果，这种案例有很多。在此，我们将举出两个铁路行业的案例。由于州际商务委员会颁布了严格的会计监管法规，以期有效阻止财务作假，因此这些事例令人更加印象深刻。

案例

在1925年，西太平洋铁路有限公司（Western Pacific Railroad Corporation）支付了每股7.56美元的优先股股息，以及每股5美元的普通股股息。公司损益表上的利润略超过了其支付的股息。这些利润几乎全部来自其经营的子公司——西太平洋铁路公司（Western Pacific Railroad Company）分配的4 450 000美元股息。然而，该子公司当年的利润仅为2 450 000美元。同时，该子公司的累积盈余也不足以向母公司支付巨额的股息，后者希望能将这笔股息计入其该年利润。为达到这个盈利目标，母公司破例向其经营的子公司捐赠了1 500 000美元，然后立即以股息的形式从子公司收回这笔钱。母公司的捐赠是冲减盈余，而收到子公司的股

息却被计入利润。通过这种欺诈的方式，母公司才得以实现普通股每股5美元的收益。然而事实上，真正可用于分配的利润仅为每股2美元。

为了印证我们前面提到的“不严密的或是别有用心的会计方法是极度容易蔓延”的观点，我们将指出纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司（镀镍公司）在1930年和1931年效仿西太平洋公司会计处理的例子。具体情况大致如下：

> 在1929年，纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司通过旗下的一家子公司，将持有的皮尔马克特铁路公司的股票出售给了同受其控制的另一家子公司切萨皮克-俄亥俄铁路公司。通过这一出售行为，镀镍公司获得了10 665 000美元的利润，并计入了盈余账户的贷方。在1930年，镀镍公司需要增加它的利润，于是从盈余账户中提取了10 655 000美元的利润，并将其计入子公司的账户，然后以“股息”的形式从子公司收回了3 000 000美元，并将这笔金额计入了镀镍公司在1930年的利润。在1931年，又将一笔2 100 000美元的股息以同样的方式计入当年利润。

之所以采取这些奇怪的会计处理方法，是因为公司认为有必要保持一个非常高的净利润数据，这样才能保证公司的债券满足信托基金投资的要求。(348)然而其后果与采取其他形式的会计作假一样，将公众带入了歧途，并为那些“内部人士”提供了不公平的利益。

子公司亏损的更广泛意义

在本章中我们已经提到，证券分析必须充分考虑子公司的经营成果，不论是盈利还是亏损。这从而也引出了另一个问题：子公司的亏损是不是直接从母公司的盈利中扣减？当一家公司拥有某些类似本例中不能盈利的子公司时，为什么公司的价值会降低？难道不是可以在任何时候通过出售、清算或是放弃子公司来终止这种亏损吗？因此，假设管理得当，那么我们是否可以认为子公司的亏损顶多是暂时的，可以将亏损计入非经常项目，而不是从正常盈利中扣除？

这一点与前面章节讨论过的有关闲置资产的费用类似，同时也与后文将要提到的公司里不能产生利润的业务部门的处理类似。对于我们上面提出的问题并没有一个简单的答案。事实上，如果子公司可以在不对公司其他部分产生副作用的情况下恢复正常经营，那么理应将这种损失看作暂时的。因为通过明智的推断，可以看出子公司在短期内是否可以产生利润，或是需要被处置。但是，如果在母公司和子公司之间存在重大的关联关系，比如，子公司为母公司的产品提供了销路，或者是为母公司提供便宜的原材料，抑或承担了大部分开销，那么终止子公司亏损就不是一件简单的事情了。通过进一步分析可能会发现，子公司的全部或部分亏损是母公司盈利中的必要部分。在每一个例子中，判断母公司和子公司之间的关联关系并不是一项简单的任务。就像证券分析中的其他问题一样，这通常还需要研究财务报表数据以外的其他信息。接下来的案例就将阐明这一问题以及我们如何对此进行分析。

案例A：纯度面包公司（Purity Bakeries Corporation）。这家大型面包和蛋糕制造商是通过多家子公司来运营的，其中最大的一家子公司是纽约的库什曼之子公司（Cushman’s Sons Inc.）。库什曼之子公司发行在外的有股息为7美元和8美元的累积优先股，纯度公司不对该优先股提供担保。纯度公司的年报以合并报表为基础，报表上显示的盈利是扣除了不是由纯度公司持有的库什曼之子公司的优先股的股息，无论是已收还是已支付的。库什曼之子公司的单独报表

（见表33-7）显示了在1934—1937年间，按照会计准则，该公司的经营给母公司纯度公司造成了巨大的损失。

表33-7　库什曼之子公司的经营结果　　（单位：千美元）

年份	纯度公司报告净利润	扣减全部优先股股息后库什曼之子公司的损失	不包括库什曼之子公司经营业绩的纯度公司的利润
1937	463	426	889
1936	690	620	1 310
1935	225（亏损）	930	678
1934	209	173	382
4年平均	278	537	815
纯度公司每股收益	0.36	0.71	1.06

从表33-7中可以看出，纯度公司在扣除库什曼之子公司经营业绩后的利润是扣除之前的3倍。分析师是否可以据此推断出前者能更准确衡量纯度公司的盈利能力，因为纯度公司预期能够从该子公司中再次获益（在1934年之前，该子公司一直处于盈利状态），或是放弃该子公司？这就需要考虑公司内部之间的关系。库什曼之子公司1937年报表中的一个注释显示，纯度公司从其子公司的运营中收取了相当高的服务费用，这表明库什曼之子公司可能具有某种能用来吸收费用的额外价值，这个问题值得深究。

但是在1938年，也就是第二年报表中显示：第一，库什曼之子公司获得了优先股股息的减免；第二，两家不能盈利的零售工厂（在费城和芝加哥）已经关闭。在进一步调查后，分析师可能会推断出，子公司的亏损从本质上来说并不是永久性的，因此也应该用这种观点来分析1934—1937年间的报表。

案例B：利哈伊煤炭及航运公司（Lehigh Coal and Navigation Company）。该公司的收入有许多来源，最主要的一项是向新泽西州中央铁路公司出租铁路财产，每年收取的2 268 000美元租金。该公司

的第二大投资是无烟煤矿，这些煤矿自1930年以来一直处于亏损经营状态。在1937年，这些亏损相当于利哈伊股票每股亏损90美分，其结果是公司当年的合并净损失为306 000美元，与此相对，母公司的净利润仅为1 125 000美元，即每股64美分。

但是在这个案例中，分析师不能肯定地说，利哈伊公司是由于拥有了矿业资产，才使其股票价值相对它没有这些资产时减少了。矿山为铁路部门的运营提供了十分重要的煤矿资源，如果关闭这些矿山，新泽西州中央铁路公司每年支付租金的能力就可能会严重受损，特别是在过去几年承租的铁路业绩表现不佳的情况下。事实上，后来新泽西中央铁路公司提出要求，认为按照租约的规定，利哈伊煤炭及航运公司应该对其提供一定数量的煤矿。因此，在这种相当复杂的背景下，投资者无法可靠地进一步研究公司合并的经营成果，包括无烟煤子公司的损失。

案例C：巴恩斯代尔石油公司（Barnsdall Oil Company）。这个案例与前面两个案例相反。巴恩斯代尔石油公司拥有炼油和生产两个部门，后者能够盈利，而前者还不能盈利。在1935年，炼油部门（和营销部门）分离出来成为一个独立的公司，并将普通股分配给自己公司的股东，但保留了新成立公司的优先股和债权。在1936—1938年，炼油厂继续亏损，巴恩斯代尔石油公司预付了一笔相当可观的费用来弥补这些损失，并将它先冲减资本公积，不足部分再冲减盈余公积。另一方面，从1933年6月1日到1938年年底，由于摆脱了炼油厂的亏损，损益表上生产经营利润呈现稳步增长。

1939年，纽约证券交易所要求公司更正致股东的年报，提醒股东注意公司将炼油厂投资的减值从报告盈利中扣除的影响。这些损失导致报表上利润的减少超过了1/3。

很显然，基于一个合理的会计准则，只要公司持续控制着一个不能盈利的部门，那么该部门的损失就应该从公司的盈利中扣除。分析

师必须判断未来终止亏损的可能性，并据此分析当前的股价。显然，巴恩斯代尔石油公司所采用的方法应遭到批评，因为它在并没有真正终止炼油厂亏损的情况下，就不再报告炼油厂的损失。（在1939年底，公司开始着手出售炼油厂及营销部门，与其彻底脱离关系。）

总结。为避免大家对这个问题感到迷惑，我们将处理这个问题的建议总结如下：

1. 在第一个案例中，子公司的亏损在任何分析中都应该扣除；
2. 如果涉及的金额巨大，分析师应该分析损失能否被提早终止；
3. 如果分析发现该损失能被提早终止，分析师应该将子公司的部分或全部亏损视作为非经常项目。

34

盈利能力与折旧及其他类似费用之间的关系

在分析损益表时必须特别注意折旧以及其他类似费用的扣减。这些项目与普通营业费用的区别在于，它并不代表当期相应的现金支出，而是代表了由于损耗、耗尽或其他原因导致的报废，引起的固定资产和资本资产价值的减少。这类费用主要包括以下几种：

1. 折旧（和废弃）、替换、更新或报废；
2. 耗损、耗尽；
3. 租赁物、租赁物的改良支出及许可权的摊销；
4. 专利权的摊销。

以上的项目都可以计入“摊销”科目下，但我们通常把他们称为“折旧项目”或是简单的“折旧”，因为后者对大家来说更为熟悉。

关于折旧的主要问题

会计中关于折旧费用的理论非常简单。如果一项资本资产使用寿命有限，那么应该在使用年限内，通过计提储备冲减盈利的形式注销资产成本。但是在这个简单的道理背后却有着三重深刻的含义：第一，我们发现会计准则允许以价值而非成本作为摊销费用的基础；第二，公司可以采取多种办法来规避按照现行的会计准则报告损益表中

的折旧费用；第三，在某些情况下，按照会计要求计提的折旧，从投资角度来看并不完全符合现实情况。在本章和下一章中我们将分析这些问题。我们将首先对工业公司进行一般情况下的讨论，接下来再针对石油公司、矿业公司和公共事业机构等特殊情况进行分析。(349)

折旧的基础

除成本之外的其他折旧基础

会计界支持的一种理论是：计提折旧费用的目的是在寿命结束时为资产重置做准备，而不仅仅是注销资产成本。按照这个理论，当前或者未来资产的重置成本就是计提折旧费用的基础，该重置成本不仅会随该资产价格的变化而变化，而且会因替代资产的性质改变而受影响。

不论是支持还是反对，(350)在现实中该理论几乎从未按照其形式被采纳过。但是我们在现实中却能碰到该理论的另一种变化形式，即在某一特定日期将资产负债表上所有固定资产的成本用替换资产的重置价格来替代，并基于这个新的价值来计算每年的折旧费用。

自1914年以来，有过两次这样重新估值的浪潮。第一次发生在20世纪20年代，将第一次世界大战前的成本调增为一个当时普遍采用的较高价值。第二次发生在1931—1933年间，将资产的价值调低为经济萧条时期的较低水平。(351)

案例

美国冰业公司（American Ice Company）在1926年将固定资产的价值调增了7 868 000美元，在1935年又相应地将其减记，恢复

为以成本为基础的估值。1926年调增资产的价值，导致需要计提更多的折旧费用，1935年的调减又使得折旧费用相应减少。1933年，美国机车公司（American Locomotive Company）将股票面值从每股50美元下调为每股5美元，并利用由此得到的大部分资本公积将固定资产的价值减记了约26 000 000美元，同时将对通用钢铁铸件公司（General Steel Castings Corporation）的投资减记了6 200 000美元，这对损益表的最终影响是将折旧费用减少为原来的40%。

会计界对这种随意改变计提折旧的基础，并使之不同于初始成本的做法表示反对。我们认为，假如满足以下条件，这种做法是应该允许的：

1．新的估值是建立在事实的基础上，比之前估值更为公平；

2．对新的估值计提的折旧是从损益中扣除的。

然而，在许多情况下我们可以发现，公司对固定资产进行重新估值时，总是不能完全满足上述情况。

减记资产价值以减少折旧费用

在关于折旧的会计处理上，最引人注目的可能就是最近减记固定资产价值的做法。这并非出于谨慎性的原则，反而是为了营造一个更好的盈利表现，从而提高每股的表面价值。

我们认为，在随后的“从投资者的角度来看摊销费用”部分再来讨论这些伎俩对证券分析的重要意义，而且对读者来说更为合适。由于我们在此讨论的是会计处理的问题，因此这里仅陈述我们的观点，我们认为过度减记固定资产价值，同时公然承认或显然是为了减少折

旧费用，从而增加报告收益，是一个不可原谅的借口，同时也是会计领域不能容忍的做法。公司递交给美国证券交易委员会的注册文件中，包括一份假设维持前期资产价值不变时当期利润会降低多少的报告。我们认为，这类信息还应该以脚注的形式添加在致股东年报的损益表中，如果会计师能够拒绝为包含了这类资产减记做法的报表发表审计意见，同时要求公司修改会计数据，那自然是更好的做法。

资产负债表与损益表之间的差异

许多公司调增固定资产的价值后，却并未相应的增加损益表中应计提的折旧费用。这实际上是为了在享受资产负债表中价值增加的同时，又不会因计提更多的折旧而导致利润减少。这种做法在矿业公司和石油公司中尤为普遍。下面是两个普通工业行业公司的案例。

案例

霍尔印刷公司（Hall Printing Company）在1926年和1931年将财产账户的价值调增了6 222 000美元，并将这项“重估增值”计入了资本公积账户的贷方。对这个被高估的价值计提的相应折旧，是从资本公积中扣减，而非从损益中扣除。例如，最典型的是在截至1938年3月的财年，公司从资本公积中扣除406 000美元的折旧费用，同时又在当期损益中扣除了864 000美元的“常规”折旧。在1938年4月，通过同时减记财产账户和资本公积的方式，将重估增值的余额变为零，并且不再计提特殊折旧费用。

博格华纳公司（Borg Warner）从1935年开始（之前几年的数额各不相同）每年从“增值盈余”（Appreciation Surplus）而非

损益中扣除约102 000美元，用于摊销在1927年增加的固定资产价值。

很显然，没有公司可以用一组数据来编制其资产负债表，然后用另一组不同的数据编制其损益表。最近的趋势是通过减少之前增加的计入资产负债表的价值，使其恢复至初始成本，用这种方法来纠正之前产生的差异。

折旧率的标准及非标准做法

如上市公司报告中所示

绝大部分工业类公司会按照会计准则，在计提折旧时，对不同种类的资产采取不同的折旧率。分析师可以很容易地从纽约证券交易所的上市申请文件，或公司的招股说明书及注册申请中核实这个问题。

案例

若按照标准方法，公司很可能作出如下声明：

（摘自蓄电池公司[Electric Storage Battery Company]在1928年12月17日递交的上市申请文件。）

公司的折旧政策……如下：建筑物的寿命期为20~33年，具体取决于建筑物的性质。机器、工具和固定设备的折旧年限为1~10年，具体取决于设备的性质。办公家具和固定设备在10年内注销。所有资产的折旧率，根据实际工作经验及工程师对设备使用寿命的

估计确定。关于流动资产的折旧，公司已计提相应的准备金用于弥补可能由坏账产生的亏损。

（摘自美联钢铁制品公司[Midland Steel Products Company]在1930年2月11日的上市申请文件。）

以下是公司使用的各项折旧率：

（年折旧率，%）

建筑物	2
地面、车道及人行道	2
机器	7
家具及固定设备	10
铁路专用线	2
汽车和卡车	25

工具和模具——若已知所需数量，则在产品的寿命期内进行摊销，否则在每个财年结束时注销。

这些被公司使用了多年的折旧率，已逐渐演变成了工业行业的标准做法。

折旧率是根据各项资产的预计使用寿命来确定的。因此，建筑物的折旧年限为50年；地面、车道及人行道的折旧年限为50年；机器的折旧年限为14年；家具及固定设备的折旧年限为10年；铁路专用线的折旧年限为50年。设定折旧率时未考虑各项资产使用寿命到期时的残值。

与现在大多数公司所采用的折旧政策的标准做法不同，我们将指出一些大型公司，如美国汽车和铸造公司（American Car and Foundry）、美国炼糖公司和鲍德温机车厂以往在折旧问题上采取的错误会计处理方式。

美国炼糖公司在1923年12月6日的上市申请文件中，包括了如下内容：

> 过去几年的损益表表明，在折旧问题上公司一直采用非常宽松的政策。通过必要及适当的维修、更新及置换，公司资产的价值一直保持不变。

这段声明看似可靠，但对分析师而言却远远不够。透过表34-1中显示的实际折旧费用，便可揭示公司所采用的是一种少见的极其随意和不稳定的政策。

表34-1　美国炼糖公司每年的折旧费用　　（单位：美元）

年度	冲减收入	冲减盈余
1916—1920	2 000 000	无
1921	无	无
1922—1923	1 000 000	无
1924	无	无
1925	1 000 000	无
1926	1 000 000	2 000 000
1927	1 000 000	1 000 000
1928	1 250 000	500 000
1929	1 000 000	500 000
1930	1 000 000	542 631
1931	1 000 000	无
1932	1 000 000	无

1926—1930年，公司每年都会从盈余中额外扣除一些费用，这似乎印证了我们的观点，美国炼糖公司的折旧政策是随意的，同时也是不准确的。

美国汽车和铸造公司在1925年4月2日的上市申请文件中，包括了如下内容：

> 公司没有设置与折旧相关的账户，但是在公司的政策和实务中，采取了与计提折旧具有同等效应的处理。公司在任何时候都会保证厂房和设备处于最佳状态，若有需要会立即对设备和建筑物进行维修、更新或更换，并且会及时更新换代先进设备以保证更加高效的生产。通过这一处理程序将折旧和报废完全包含在内，并且将成本直接计入营业费用。

分析师对此“完全”有理由持怀疑态度。美国制罐公司也采取了类似的做法，在1926年2月26日的上市申请文件中，公司回避了对其折旧政策的说明。尽管在报告中提到自1907年2月起，公司在资产扩建与完善方面花费了近50 000 000美元，并且“在这段时间内资产应计提的折旧费用超过了20 000 000美元”。

在鲍德温机车厂1929年10月3日的上市申请文件中，关于折旧政策做了如下让人吃惊的陈述：

> 在1924—1928年的5年间，按照联邦政府的规定应计提的厂房和设备折旧为5 112 258.09美元，这部分已从收入或是盈余中扣除（见表34-2）。

表34-2　鲍德温机车厂每年的折旧费用　　（单位：美元）

年度	冲减收入	冲减盈余	总折旧费用
1924	600 000	无	600 000.00
1925	无	无	无
1926	无	无	无
1927	1 000 000	2 637 881.01	3 637 881.01
1928	600 000	274 377.08	874 377.08
	2 200 000	2 912 258.09	5 112 258.09

未来几年预计的折旧费用，是按照联邦政府规定的、应计提折旧资产的预计使用年限来计算的。同时，其作为收入扣减项需经过税务专员允许，以及征得我公司工程师的同意，这将会影响公司计算折旧时使用的数额。

很显然，鲍德温机车厂在此期间的损益表缺乏准确性，其在1924—1928年呈送给投资者的报表上，普通股平均每股收益比准确数据高出很多，具体请参见表34-3。

表34-3　鲍德温机车厂普通股每股收益　　（单位：美元）

年度	报表上的数据	扣除每年折旧费用 1 022 00 美元后的修正数据
1924	0.40（亏损）	2.51（亏损）
1925	6.02（亏损）	11.13（亏损）
1926	22.42	17.31
1927	5.21	5.10
1928	5.34（亏损）	7.45（亏损）
5年平均	3.33	0.06

比较两家公司

当分析师得知公司采用的折旧政策有别于标准做法时，那么就有必要检查该公司是否计提了充足的折旧。将同一领域的两家公司进行

比较，可能会发现重要的结论。美国炼糖公司和美国汽车和铸造公司的比较结果如表34-4所示。

表34-4　两家公司折旧费用比较　　（单位：美元）

公司	财产账户的平均值（净值）1928—1932 年	平均折旧费用 1928—1932 年	折旧费用占资产价值的比例（%）
美国炼糖公司	60 665 000	1 050 000[a]	1.73[b]
国家炼糖厂	19 250 000[c]	922 000[c]	4.79[c]
美国汽车和铸造公司	72 000 000	1 186 000[d]	1.65
美国钢铁铸造厂	31 000 000	1 136 000	3.66

注：a．不包括从盈余中扣除的折旧费用，如果包括则该数据为1 358 500美元。

b．若包括从盈余中扣除的折旧费用，该数据为2.24%。

c．基于1929—1932年这4年，其中1928年数据缺失。

d．估计有一半的支出用于更新和维修。在1901—1933年美国钢铁公司的案例中，折旧费用支出平均占维护和折旧总准备金的40%。

无论是从绝对数还是从相对数来看，美国炼糖公司和美国汽车和铸造公司计提的折旧费用都是不充足的。(352)

折旧费用通常是企业合并中的一个问题

在判断企业合并中所提议的条件是否公平合理时，比较折旧费用之间的差异有时可能会引发相当大的争议。

案例

1924年，一项涉及切萨皮克-俄亥俄铁路公司、霍金谷铁路公司、皮尔马克特铁路公司、镀镍公司和伊利铁路公司的合并方案公布。一部分切萨皮克-俄亥俄铁路公司的股东对此方案提出异议，

并且说服州际商务委员会（Interstate Commerce Commission）相信，该合并条款对其铁路公司相当不公平，其中一个理由是，切萨皮克-俄亥俄铁路公司在前三年的真实盈利远高于报告上的数据，因为将设备的折旧和报废产生的高额费用计入损益才导致盈利偏低。(353) 1929年，伯利恒钢铁公司和扬斯敦钢板和钢管公司的合并方案同样遭到了反对，最终以失败收场。有关这两家钢铁制造商的部分数据见表34-5。

表34-5　两家钢铁制造商的折旧费用　　（单位：美元）

1928 年	伯利恒钢铁公司	扬斯敦钢板和钢管公司
财产账户，1927 年 12 月 31 日	673 000 000	204 000 000
销售额	295 000 000	14 100 000
折旧耗损与报废	13 658 000	8 321 000
折旧占财产账户的比例	2.03%	4.08%
折旧占销售额的比例	4.63%	5.90%

被隐瞒的折旧

美国制罐公司在1937年之前一直未向股东披露其折旧政策，这个奇怪的案例说明了在证券分析中没有理所当然的事。在1922—1936年，公司平均每年计提折旧2 000 000美元。而大陆制罐公司对旗下一家小工厂也计提了差不多这个数额的折旧费用。通过对比可以发现，美国制罐公司的盈利能力存在高估。在1934年的报表中，该公司第一次向股东披露，在此期间公司每年会将一定数额的“重置”费用计入营业费用，但没有公布具体金额。随后在1935年和1936年的报表中也披露了类似的做法，但具体金额仍然不详。另外在1935年递交给美国证券交易委员会的10-K文件中，提到这些额外的费用共计2 400 000美元。最后在1937年的年报中告知股东，1936年冲减的额外费用接近3

275 000美元。从1937年开始，公司“定期”计提折旧费用，当年为5 702 000美元，1938年为6 085 000美元。如此，股东们便能通过这些简单的步骤轻松得知他们资产的基本情况。

根据随后报表中披露的情况，先前对美国制罐公司低估折旧费用的推断，[(354)]必须更正为该公司未能披露事实的真相。

通过会计处理隐瞒过度折旧的一个案例

美国制罐公司的案例可以与纳贝斯克公司以往的做法进行比较，该公司也被控股公司持有同样比例的股权。在1922年之前，该公司不断增加其厂房数量，但资产账户除1920年外，并未表现出明显的增加。致股东的报告中就折旧费用这一问题的表述非常含糊，[(355)]但是根据金融手册上的公司政策：“每年的折旧费用为300 000美元，所有资产的更换和建筑物的改造费用直接计入了营业费用。”

我们无疑会得到这样一个结论，由于公司将新建工厂的资本投资从利润中扣除，因此真实的盈利远远高于公司公布的数据。在1922年，公司将7股合并为1股，将现金股息率提高到原来的3倍，这种低估盈利的会计做法宣告结束。其结果是表面的盈利能力突然提高了一倍，同时厂房设备账户也迅速膨胀，两个时期的具体对比见表34-6。

表34-6　纳贝斯克公司　　（单位：美元）

会计年度截止日期	归属于普通股股东的利润	年底厂房设备账户净值
1911 年 1 月 31 日	2 883 000	53 159 000
1912	2 937 000	53 464 000
1913	2 803 000	53 740 000
1914	3 432 000	54 777 000
1915	2 784 000	54 886 000
1916	2 393 000	55 207 000
1917	2 843 000	55 484 000
1917 年 12 月 31 日	2 886 000（11 个月）	53 231 000
1918	3 400 000	52 678 000
1919	3 614 000	53 955 000
1920	3 807 000	57 788 000
1921	3 941 000	57 925 000
1922	9 289 000	61 700 000
1923	10 357 000	64 400 000
1924	11 145 000	67 292 000
1925	11 845 000	69 745 000

未披露的折旧费用

在美国证券交易委员会出台规定之前，一些重要公司公布的盈利中扣除了折旧费用，但却未说明扣除的金额，幸好如今的上市公司都必须提供这个信息。[(356)]

石油公司和矿业公司的摊销费用

这些工业领域重要行业的折旧摊销容易受到特殊因素的影响。除了通常意义上的折旧外——这种计算方法与其他公司一样，[(357)]这些行业还必须考虑到矿石或石油储备的消耗。对矿业公司而言，还需要考虑开采费用。另一方面，石油生产商还需要承担无形钻井成本和非

生产性租赁的额外费用。这些费用对真实的盈利有着重要的影响。而且不同公司处理这些费用采取的方法不同，使得这些项目处理起来很棘手。

矿业公司的耗损费用

耗损表示，将资本资产转化为可销售的产品过程中资本资产的消耗，适用于金属、石油和天然气、硫黄及木材等公司。当这些产品的持有量或是储备耗尽时，其价值必须通过冲减收入的方式逐步结转。对于一些历史比较悠久的矿业公司（特别是铜和硫酸的生产商），耗损费用是依据联邦所得税法的技术性要求所定，它以1913年3月1日的估计储量和价值为基础，或是按产品价值的一定比例来计算。由于这些计算的基础是人为指定的，因此很多公司在致股东的报告中省略了耗损费用。

投资者自行计算的必要性

我们稍后会分析，投资于矿业公司的投资者，必须以自己支付的每股股价为基础计算相应的耗损费用。然而，不论是以初始账面成本为基础，还是以所得税为目的而设定的特殊数据为基础，计算耗损费用都令人困扰，且对投资者没有任何帮助。因此矿业公司可以在报表中省略耗损费用，但这类公司的股东在分析年报时，必须小心留意这个事实。此外，在对矿业公司进行比较时，必须区分报告期盈利中已经扣除耗损费用和没有扣除耗损费用的公司。以下列出了一些采取不同政策的公司：

报告盈利中未扣除耗损费用的公司

阿拉斯加朱诺黄金开采公司（Alaska Juneau Gold Mining Co.）

阿纳康达铜矿公司（Anaconda Copper Mining Co.）

苍穹矿业公司（黄金）（Dome Mines, Ltd.）

肯尼科特铜业公司（Kennecott Copper Corp.）

诺兰达矿业公司（铜和黄金）（Noranda Mines, Ltd.）

得克萨斯海湾硫黄公司（Texas Gulf Sulphur Co.）

报告盈利中扣除耗损费用的公司

塞罗德帕斯科铜业公司（Cerro de Pasco Copper Corp.）

格兰比联合矿业公司（铜）（Granby Consolidated Mining, etc., Co.）

霍姆斯特克矿业公司（黄金）（Homestake Mining Co.）

国际镍业公司（International Nickel Co.）

帕蒂诺矿业公司（锡）（Patino Mines）

费尔普斯-道奇公司（铜）（Phelps Dodge Corp.）

圣约瑟夫铅业公司（St. Joseph Lead Co.）

石油行业的耗损及其他类似费用

在石油行业中，耗损费用与公司实际经营成本之间的联系，比矿业公司更为紧密。后者通常投资于一项或是一组资产，投资成本在一段相当长的时期内得以摊销。但是，典型的大型石油生产商通常每年会花费高额资金用于租赁新资产和勘探新的油井。这些新增的资产用于弥补生产过程中储备的减少，因此在一定程度上，损耗费用与为维持储备和产量而发生的当期支出是等同的。新的油井在开采第一年的产出可能会高达总产出的80%，因此几乎全部的“高峰产量”（flush

production）成本应该在一个财务年度内结转，据此得到的大部分“盈利”实际上是这项资本投资的回报。如果该投资不是及时通过耗损及其他费用的方式结转，公司的利润和财产账户的价值就会同时存在严重高估。当一家石油公司致力于开采工作时，应该扣除下列各项：

1. 有形资产的折旧；
2. 以租赁物成本为基础计算的石油和天然气储备的耗损费用；
3. 非营利租赁物的冲销。尽管有部分开采和勘探工作事后被证明是没有价值的，但仍然必须用生产性租赁中获得的收益中来冲抵；
4. 无形钻井成本，这类费用可以作为营业费用一次性结转，也可以在钻井的使用寿命年限内分期摊销。

案例

1926年马兰石油公司（Marland Oil）的案例说明了，石油公司的报告盈利在一定程度上取决于公司采用的摊销政策。该公司为维持产量花费了大量的资金用于租赁新资产和开采新油井。在1926年之前，将所谓的“无形钻井成本”计入资本账户，然后通过每年从损益账户中计提摊销进行结转。在1926年，马兰石油公司采取了更为保守的会计处理，将这些“无形成本”直接计入当期损益，对利润产生的影响如表34-7所示。

表34-7　马兰石油公司　　（单位：美元）

项　　目	1925 年	1926 年	1927 年
毛利和杂项收益	73 231 000	87 360 000	58 980 000
计提准备前的净利润	24 495 000	30 303 000	9 808 000
摊销费用	9 696 000	18 612 000	17 499 000
归属于普通股股东的净利润	14 799 000	11 691 000	7 691 000（亏损）

在过去的10年里，一些大型石油公司所采用的政策也发生了巨大的变化。在经济萧条期之前的普遍做法是将“无形钻井成本”计入当期损益，正如1926年马兰石油公司的变化所示。但是自从萧条期后，许多大型公司都转为采用一种更为宽松的方法，即将成本资本化，然后每年摊销。(358)根据州配产法规，新油井的总产量被有效地分配到数年间，而非集中在几个月里，因此该摊销政策的改变看似也是理所当然。油井成为一种长期资本资产，因此将其成本的大部分（现在通常数额较大）冲减某一年收益的做法变得十分不可接受。

此外，石油公司还通过减记固定资产价值，从而减少每年应计提的摊销数额来增加当期利润。相对于其他工业领域的公司，这种会计处理方法在石油公司之间更为普遍。此外，还有一些生产商将资产报废的损失，从折旧储备中扣除，而并非计入当期损益。最后，我们将给出一些案例，它们通过采用“全面基础”而非租赁基础来计算耗损费用，导致摊销费用减少。通过这种方法，石油生产商的高租赁成本，就不是按照其实际成本，而是按其所拥有的全部石油储备的平均成本进行摊销。

以下是变更这种会计政策的重要意义。(359)

案例

海湾石油公司通过前述的资本化无形钻井成本，而不是将其计入当期费用，将1932年的利润增加了3 621 000美元。

美孚石油公司通过减记固定资产价值，从而减少折旧费用的方式，将1932年的利润增加了6 095 000美元（及随后相应的收益）。1935年通过将某一资产的报废损失1 376 000美元从折旧储备中而非当期损益中扣除，从而使得当年利润增加了同等数额。在1936年通过将无形钻井成本资本化的方式，增加了8 850 000美元的本年利润。在1937年，公司进一步修改了折旧政策（很显然是打算以标准基础计提折旧），令当年的利润增加了2 500 000美元。

1934年纯石油公司（Pure Oil Company）通过采用“全面基础”的方法，减少了当年的耗损费用，从而增加了1 698 000美元的本年利润。

会计方法改变对投资者和分析师的意义

这些会计方法的改变是非常令人困惑的，可能还会引起投资者的不满。然而我们必须认识到，其中大多数方法从技术上来说是允许的，因为公司可以选择以普通或是更为保守的基础来摊销固定资产。因此只要附有合理的解释说明，这些改变也是可以接受的。

建议准则。分析师应该试图采用统一且较为谨慎的摊销比例来计算资产的摊销，以便真实地反映拟投资公司的真实情况。我们建议采用以下标准，到目前为止它们都是可行的。

1．有形资产的折旧。在以成本或是在当有明确事实表明资产价值出现了减值时，以低于成本的价值为基础，并且总是按照规定的比例计提折旧。

2．无形钻井成本。将这些成本资本化，然后在石油产出期内逐步结转，尽管这种做法不那么“谨慎”，但无论是出于比较的目的或是为了能更真实地反映当期损益，我们认为这种做法都更为可取。比较采用这两种不同会计处理方法的公司时，对于将费用在支出的第一年就全部计入损益的公司，分析师必须尽力调整该公司由此被低估的当期利润。

案例

通过对比1938年大陆石油公司（Continental Oil Company）和俄亥俄石油公司（Ohio Oil Company）的报表，就可以发现做这种调整的困难所在。这两家公司的组织结构大致相同，在1938年的石油产量均达到了2 000万桶，大陆石油公司对其中2/3进行提炼，俄亥俄石油公司对1/3进行提炼。大陆石油公司将它的无形钻井成本直接冲减收入，而俄亥俄石油公司将无形钻井成本资本化，然后在油井的开采期内分期摊销。

由此我们可能会预计，大陆石油公司的当期摊销费用包括了全部的钻井费用，会比俄亥俄石油公司的当期摊销费用更高。然而在1938年俄亥俄石油公司扣除了11 602 000美元的费用，占5 400万美元销售收入的21.5%，同期大陆石油公司扣除了14 038 000美元的费用，占8 000万美元销售收入的17.6%。显然分析师对这两种会计处理方法无须进行调整，原因如下：

（1）若干年后，由于之前钻井费用的摊销额的不断增加，逐步结转之后可能会接近100%完全注销的结果；

（2）在大陆石油公司的案例中，该公司在1932年减记了45 000 000美元的财产账户价值，从而导致随后几年的正常折旧费用

和耗损费用也相应减少。

3．资产清理和租赁终止。我们认为资产清理的损失（超过已计提的累计折旧）应该计入当期损益，而不是像其他行业里大部分公司采取的冲减盈余。因为资产清理对于大型综合石油公司而言，是一个经常出现的正常事件，并不是像其他行业那样只是偶然事件。租赁终止也属于这类项目，因此产生的损失也应该计入当期损益。

4．石油储量的耗损。关于这一点，正确的理论原则是，分析师应该基于石油储量的市值计算耗损费用。这通常也适用于下一章将要讨论的摊销费用。因此，正如我们将分析的，对于计算耗损费用正确的会计基础，可能不是分析投资价值最合适的会计基础。

不幸的是，石油行业的商业惯例使得很难对这一原则进行有效应用。该行业的绝大部分利润显然来自石油生产，炼油和销售部门盈利甚少，如果有盈利，也是来自其投资。如果以盈利作为价值标准，那么典型的石油公司股票市价很大程度上将取决于生产部门，在此基础上就要求从已出产的每桶油中扣除较高的耗损费用。另一方面，如果以账面价值所占比例来划分，炼油和销售部门就会突显出来，石油储备的价值就变得很小，相应的耗损费用也会按比例减少。

对于上面提出的难题，我们找不到令人满意的答案。因为在一个行业中生产部门与其他部门之间盈利能力的差异，从本质上来看是人为造成的，并不能看成是永久不变的。对此我们提出了以下更为实际的折中办法：

1．如果是大型综合石油公司，最好的办法是接受公司的耗损费用数据（包括接受“全面基础”，因为这种方法似乎能真实反映事实）。但是，从资产负债表的“增值”账户扣除的耗损费用，应该从收入中扣减。

2．如果是单一或者业务近似单一的石油生产商，分析师应该计算已开采的石油储量的市场价值（如果公司公布了预计数据），重新计算用于分析的损耗费用。这种做法与我们在分析矿业公司时建议采用的方法一样。（请参见附录得克萨斯海湾制造公司[Texas Gulf Producing Company]的相关计算。）

其他类型的资本资产摊销

租赁物与租赁物改良

普通租赁一般不涉及承租人的资本投资，承租人只是支付租金获得财产的使用权。但是，如果支付的租金远远低于所使用的资产的价值，并且租赁期较长，那么我们通常所说的租赁就可能有重大价值。油田租赁通常是按产量的1/8为标准基础来计算租金。已开采或证明具有潜在高产量的油田价值与标准租金之间存在溢价，这与买卖资产所有权时的支付类似。通常在经济景气时期，城市房地产的长期租赁也会存在此类溢价现象。

公司为租赁物支付的租金成本应该作为一项资本投资，在租赁期内逐步结转。在油田租赁的案例中，由于从第一次出油起，产量会急剧下降，因此应以产量为基础而非租赁期来逐步结转。这些实际上是租赁物租金的一部分，很显然应该属于当期的营业费用。

“租赁物改良”是指在租赁物上建造建筑物、进行改造或是安装固定设备。由于租赁期满后，改良后的租赁物仍归属于土地所有者，因此这部分成本应该在租赁期内全部摊销完毕。每年以此为目的的摊销被称为“租赁物改良摊销”，这在一定程度上带有折旧费用的性质。连锁企业通常在租赁物的改良上投入大量资金，因此分析其损益账户中每年的摊销费用具有非常重要的意义。

案例

1938年12月31日，伍尔沃斯公司的资产负债表中有这样一项：“在租赁期内摊销的自有建筑物及租赁物的改良”，其净值为46 717 000美元。1938年此项目将高达3 925 283美元的摊销支出计入损益。

由于这些项目属于摊销类别，因此像其他摊销项目一样，公司也是采取了比较随意的处理方式。通过将每年的摊销费用冲减盈余而非冲减收入，或是将全部资本投资的价值减记为1美元，从而完全消除了每年的摊销费用。这样公司在计算每股收益时，就可以不扣减这些营业费用，从而在报表上呈现出一个虚假的、夸大的每股收益数据。

专利权的摊销

从理论上来说，专利权的摊销方法与矿产的摊销方法完全相同，即投资者应该将成本在剩余期限内逐步摊销，并计入当期损益。很显然，公司应该以专利权的账面价值为基础计算摊销费用，并计入损益，但通常账面价值与实际情况相差甚大。在下一章节的“从投资者的角度来看摊销费用”部分会对这一问题进行分析，为了避免赘述，我们将在随后对公司报告中专利权的会计处理方法进行分析。

商誉的摊销

这个问题不太重要，很少有公司会采用将商誉分几年冲减损益这种特殊的会计政策。

案例

美国无线电公司（Radio Corporation of America）在1934—1937年每年摊销310 000美元的商誉，其子公司美国国家广播公司（National Broadcasting Company）对商誉也采用了类似的处理方法，直到1938年，美国全国广播公司才不再采用这种做法，尽管当时还有1 876 000美元的商誉尚未摊销。

很显然，这种会计处理方法没有任何事实依据，因为独立于公司整体之外的商誉是不能持续的。因此，无论商誉摊销的规模大小，分析师都应通过反向冲回来调整当期损益。

35

公用事业类公司的折旧政策

省略折旧费用

在有关采用恰当的折旧政策的问题上，公用事业类公司是所有领域中最具重要现实意义的。而折旧问题在现实和理论上也没有太大差异。若干年前曾出现过省略折旧的情况，尤其是在城市服务公司，其年度报告中完全没有对折旧（或者损耗）进行任何扣减，因而出现对股票盈利的明显虚报。(360)时常有争论声称，可以适当忽视折旧费用，因为它们仅仅是簿记条目，并不代表实际的现金开支。但这种说法极为不准确。折旧不单单是一个簿记的概念，因为一般情况下它显示了资本价值的实际缩减。如果债权人或者所有者要避免自欺欺人的话，就必须计提足够的折旧。(361)

此外，大多数情况下，每隔一段时间折旧费用会被那些用来更换或扩展资产的较大现金开支所消耗或抵消。因此，人们往往最终发现折旧费用与实际现金开支确实相互联系，是如同工资以及租金一样的真实业务费用。也有少数情况是在很长一段时间里，折旧准备中很大一部分仍然未被动用。在这类例子中，投资者计算时调低年度费用有时也是合理的，我们将稍后进行解释。然而大原则上仍然是，充足的折旧准备对计算合理的收益数据来说是必不可少的。

其他误导行为

另一种相当普遍的做法是，只从盈利中扣减一部分折旧费用，剩下的则从盈余账户中扣除。在一些实例中，折旧冲减收益的金额依据的是所谓的“契约最低限额”，即根据债券发行条款，需按总盈利的某一百分比将维护费用和折旧合并从中扣除。而当这一契约最低限额低于折旧的实际需要和花费时，我们发现，那些表面上设定为保护投资者的条款实际上却被用来误导他们。(362)

令人遗憾的是，管理严谨的公司有时候也会采取这种类似做法。请注意表35-1底特律爱迪生公司（Detroit Edison Company）1931年和1930年的报告。

表35-1　底特律爱迪生公司　　（单位：美元）

项目	1931 年	1930 年
毛利润	49 233 000	53 707 000
折旧前净利润	21 421 000	24 041 000
折旧	4 000 000	6 900 000
（占毛利润的百分比）	8.1%	12.8%
固定费用	5 992 000	6 024 000
归属于普通股股东的净利润	11 429 000	11 117 000
每股收益	8.98	8.75
从盈余中扣减的额外折旧费用	1 500 000	
冲减盈余后的每股收益	7.80	8.75

虽然与业界平均水平相比，底特律爱迪生公司计提的折旧费用通常都比较充足，但在1931年（也于1934年）所采用的会计方法也应受到批评，原因有两个。首先，这种会计方法的实际效果（假如不是其目的）掩盖了公司较上一年实际收益的下降。其次，由于公司声誉卓著，这种手段很可能被其他公司效仿，由此对该会计方法产生一种无视道德的激励，促使公司将费用转移至盈余账户从而夸大盈利。

一个会计取巧的实例

一个有关会计取巧的特殊案例是艾奥瓦公共服务公司（Iowa Public Service Company）。1929年该公司所呈报的财产账户总额为25 200 000美元，总盈利是4 200 000美元，而折旧费用仅为78 000美元，这项数额明显不足。在随后的几年里折旧计提逐步增加，1932年达到220 000美元，但这项数额仍然有些偏低。1932年公司通过以下独特程序，正式承认其过去折旧费用计提不足：

1. 公司将普通股的设定价值（stated value）削减了1 587 000美元，并将这部分金额转移至资本公积。
2. 公司立即将这笔金额中的1 500 000美元计提为额外折旧，以及87 000美元的应急费用，用尽了这部分资本公积。

在此例中我们发现，必要折旧费用中的相当大一部分，在很长一段时间里没有包括在损益表里，而最终通过削减普通股价值来补充损益表中这部分折旧费用。这种刻意的会计处理附带的效果，是允许其母公司美国电力公司可获得的股息超过了公司实际盈利和初始盈余的总额，严重损害了债券持有人和第一优先股股东的利益。(363)

从盈余和准备中转拨资金暴露出折旧费用不足

案例

作为损益账户未能反映必要摊销所需的扣减金额的例子，布鲁克林联合天然气公司是最让人印象深刻的。由于不得不从盈余和应急储备中转拨大额资金，公司非常离谱地夸大盈利的行为得以暴露。根据表35-2所示的10年间（1929—1938年）的数据可对这个事件进行概述：

表35-2　布鲁克林联合天然气公司　　（单位：美元）

A. 年度平均，1929—1938 年：	
总收入	23 389 000
折旧	729 000
折旧，占总收入百分比	3.1
折旧，占固定资产百分比	0.67
呈报的归属于普通股股东的净利润	3 791 000
股息支付	2 918 000
结存盈余	873 000
B. 1929—1938 年 10 年期间：	
盈余和应急储备，1928 年 12 月 31 日	29 161 000
盈余和应急储备，1938 年 12 月 31 日	9 840 000
期间的耗费	19 321 000
根据上面损益表所增金额	8 730 000
差额	28 051 000
根据损益账户计算的普通股平均每股收益	5.13
根据资产负债表计算的普通股平均每股收	1.36
C. 对差额的解释：	
从盈余等转拨至：	
折旧或注销储备	25 300 000
勾销评估费用，1937 年	1 781 000
杂项费用（净值）	970 000
从盈余等账户中支取总额，1929—1938 年	28 051 000
D. 资产清理专项储备（Retirement reserve）被“耗尽”，1929—1938 年：	
资产清理专项储备，1928 年 12 月 31 日	1 565 000
来自收益项的增添，1929—1938 年	7 290 000[a]
来自盈余和应急储备的增添	25 300 000
总额	34 155 000
余额（折旧准备），1938 年 12 月 31 日	7 270 000
实际消耗的资产清理专项储备	26 885 000

注：a．另外每年大约从收益之中拨款130 000美元，用于焦炉大修以及更换后备组件，这部分费用在1938年被合并于资产负债表中的折旧准备里。如果将这部分费用等同于折旧，那么这10年间的折旧计提和“储备耗费”将增加大约1 300 000美元。

上述数据十分详尽，揭露了一个复杂但十分重要的情况，关乎公司真实的盈利能力。读者将会注意到以下几点：

1．所呈报的平均盈利为每股5.13美元，是在扣减了很小规模的与毛利润和工厂固定设备账户有关的“资产清理专项储备”后估算得来。

2．从收益中支取的用以资产清理的费用，被证实远远不够支付期间发生的费用。为弥补费用缺口，公司不得不消耗大量应急储备(364)（1928年年末花费了13 800 000美元），此外还从盈余中支取了大量金额。

3．尽管公司给股东的报告声称，它在这段时间所赚收益总计为每股51美元，其中股息支付40美元，盈余留存为每股11美元，但是公司盈余和应急储备实际减少了大约每股26美元。因此根据资产负债表估算的平均收益仅为每股1.36美元，而不是损益账户中所呈报的每股5.13美元。(365)

4．在此期间，资产的清理平均每年为2 688 000美元，或者说毛利润的11%，相比之下从收益中支取的费用为729 000美元，或者说毛利润的3.1%。1938年公司声称，为符合纽约公共服务委员会新的要求，它正采取一项尚未制定细节的折旧政策，而这项折旧政策暂时制定为每年收取1 200 000美元。根据实际情况以及我们先前的讨论来看，我们仍有理由怀疑这笔远大于之前数额的费用是否充足。(366)

多种折旧政策

上述关于公司的折旧费用未能完全反映在损益账户中的讨论将我们带入了一个更宽泛的话题，那就是公司在制定折旧计提政策时的根据。计提折旧所采用的方法多种多样，不少于如下所描述的7类。

A．常规折旧方法

1．直线法。每类可折旧资产在其估计的使用年限期间，每年减记相等的折旧费用，直至剩下残值。这是计算折旧的标准方法，在税收规定上得到认可，并且所有公司都普遍用于其所得税纳税申报中（income tax returns）。然而令人惊奇的是，很少有电力和燃气公司在所公布的损益账户中采用这种方法。

案例

密苏里联合电力公司（Union Electric Company of Missouri），是北美公司的一家子公司，采用直线法已多年。但即使如此，该公司呈报的折旧计提仍少于其所得税纳税申报中的数额（在1937年时对应的是3 899 205美元和5 549 109美元），两者的差异显然是由于相比公司的年度报告，在纳税申报中采用了更短的折旧期限。

正如我们稍后将说明的，美国国家委员会和联邦电力委员会（Federal Power Commission）近期通过的规定，正迫使很多公司做出改变，在他们的收益报告中需采用直线法或者标准法计提折旧。

2．偿债基金法。这种折旧方法的事实依据是，预留出来的折旧金额会一直赚取利息，直到资产报废。其效果是早些年扣减金额稍小，并且在往后的年份相应提高。在与美国国家铁路委员会（Railroad Commission of the State）的协议之下，这种方法普遍被加利福尼亚的公用事业公司所采用，预留的折旧费用被给予6%的利息率。如太平洋燃气和电力公司、圣地亚哥联合天然气和电力公司。尽管如此，这些公司仍根据直线法来进行纳税申报。

3．**整体法**。这个方法对整个可折旧财产账户采用单一的年度百分比，而没有对不同的资产类别采用不同的比率。其目的可能是为了获得真实折旧的一个简单近似值。

案例

联邦爱迪生公司（Commonwealth Edison），对整个可折旧资产的平均账面价值削减3%。

B．资产清理专项储备方法

资产清理专项储备的显著特点是，它不谋求评估在特定期间内因损耗、毁坏或者废弃所造成的折旧。相反，对于管理者来说，它应该在资产需要更新时及时提供充足的资金。在任何一段较长期间内，纯折旧和纯设备更新计提应在总额上不变。但是资产清理专项储备政策明显可进行随意的年度变动，来反映收益好坏或者近期真实设备更新的需求预期。实际上可以看出，大多数资产清理专项储备政策直接造成了资产价值当期损失的低估，从而夸大公司收益。以下是计算资产清理专项储备的多种依据。

4．**毛利润的百分比**。如果计提的百分比充足的话，这种方法会倾向于形成一种近似固定的折旧比率。但一般而言并非如此。

案例

杜肯照明公司（Duquesne Lighting Company），计提其毛利润的8%。另一方面，公司在1932—1934年的所得税应税收益减免额

（income tax deduction）不低于总收入的30%。

5．按单位产品计提固定比率。这种方法明显类似于上述毛利润的百分比法，并且它也遭到了同样的批评。

案例

在1932年，布鲁克林联合天然气公司声称，它为每1 000立方英尺燃气储备3美分作为资产清理专项储备（这项政策已经被修改）。在1937年，辛辛那提燃气和电力公司声称，它已在资产清理专项储备上采取措施，比率为每1 000立方英尺所售燃气储备5美分，以及每千瓦时所售电力储备2.70美元。

6．为维修以及折旧整体计提毛利润的百分比。通过这种方法计提的储备，用于维修的数额越大，则留给折旧的数额越少。(367)

案例

在1912—1918年间，第三大道铁路公司合并计提毛利润的20%用作维修和折旧。潮水电力公司（Tidewater Power Company）在1936年针对不同的服务类别采用不同的整体比率，即燃气和电力，计提15%；供水，计提12%；铁路，计提30%。

7．酌情扣减。大多数公司沿用的资产清理专项储备方法并未受限于数学公式，而是在很大程度上根据管理层的意愿来制定年度扣减

额。

案例

a．数额逐年不等：底特律爱迪生公司、费城电力公司、美国水务和电力公司、美国电力和照明公司（American Power and Light）。

b．基本不变的年度数额：从1933—1939年，美国坦帕电气公司（Tampa Electric charged）每年计提430 000美元。

c．每年计提的储备等同于当年实际设备更新金额：如西部联合电报公司在1932—1936年的计提方式。1936年，公司从损益账户中支取的折旧费用是5 631 000美元，相比之下纳税申报的金额为11 190 000美元。两者间的差额在很大程度上说明了，当年所呈报的数额为7 199 000美元的归属于普通股股东的净利润的来源。而在1937年，公司从盈余中转拨30 000 000美元到折旧准备中，暴露出了上一年的折旧准备不足。

折旧上的双重会计政策

我们已经做过说明，不管在年度报告中采用什么方法，几乎每家公司在计算其所得税时对折旧均沿用直线法。(368)投资者会因此面临两难的处境和一个迫切的问题。在许多情况下，至关重要的问题是确定哪一种折旧基准是恰当的，因为在公司的年度报表中所呈报的充足的债券利息保障和归属于普通股股东的净利润，也许会由于接受所得税的数据而变得完全不足。

案例

对于这种差异的存在，投资者普遍不知情，直到按照1933年法案条款出版的首批公司招股章程中的一本向公众披露了实情，那就是介绍美国水务和电力公司的1944年到期、票面利率5%的可转换债券。此文件显示，在1932年公司的“纳税申报摊销”已有7 023 000美元，而相应的“损益账户摊销”只有2 747 000美元。在当时，华尔街倾向于弱化这两者背离的重要性。归根结底，折旧是一个非常专业和极具争议的问题，并且到底是采用损益账户作为基准还是采用纳税申报作为基准，其理由的充分程度难分伯仲。

普遍接受所得税为基准的理由

我们一直坚信，这个容易被忽视的问题存在不确定性风险。自1934年以来的发展有力地支持了我们的主张，因此我们现在可以提出至少五个主要原因，来说明为何普遍接受以所得税数据为基准的折旧，而不是以损益账户为基准的折旧。

1．直线法所依据的是一个明确而且合乎逻辑的会计理论。如果它会造成过度扣减，那么财政部是不会采纳它的。而各种资产清理专项储备的依据不是随意性太强，就是技术不健全。

2．“资产清理专项储备”不足的情况，普遍是不得不通过从盈余中转拨大额资金以补充资产清理专项储备账户而显现出来。具体案例可参见本章关于布鲁克林联合天然气公司的数据。

3．自1934年以来，资产清理专项储备几乎得到普遍增长，从绝对值和百分比上看均是如此。这事实上可以看成，承认过去折旧计提不足。在表35-3中展示了这些储备增长的程度，而且提供了1930年和1938年一些公用事业公司有关折旧或者资产清理计提，以及维修费用

的信息。值得注意的是，在早些年里公司所采用的以资产清理为基准的支出费用，普遍低于那些采用以折旧为基准的公司。也可以注意到，那些先前采用资产清理方法的公司自那时起也换成了以折旧为基准。而且，在联邦电力委员会以及各个州委员会有关要求的推动下，有相当大一部分在1938年仍以资产清理为基准的公司正徘徊在转用折旧为基准的边缘。

表35-3　1930年和1938年公用事业公司折旧与资产清理专项储备的比较

	1930年						1938年					
公司	总收入（千美元）	折旧D或资产清理专项储备R（千美元）	D或R占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额的比率，%	总收入（千美元）	折旧D或资产清理专项储备R（千美元）	D或R占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额比率，%
堪萨斯城市电力及照明公司（Kansas City Power & Light）	14 504	2 036D	14.0	?		3.2	16 365	2 321D	14.2	760	4.6	2.8
太平洋照明公司（Pacific Lighting Corp.）	48 828	6 784D	13.9	?		3.1	45 501	5 755D	12.6	1 569	3.4	3.2
底特律爱迪生公司（Detroit Edison Co.）	53 707	6 908R	12.8	3 199	6.0	3.3	54 813	7 371R	13.5	3 828	7.0	2.3
南加州爱迪生公司（Southern California Edison Co.）	41 129	5 014D	12.2	1 180	2.9	1.5	42 997	6 235D	14.5	1 841	4.3	1.8
太平洋燃气和电力公司（Pacific Gas & Electric Co.）	76 578	8 886D	11.6	3 796	5.0	1.7	101 425	14 378D	14.1	4 604	4.5	2.0

续表 35-3

公司	1930 年						1938 年					
	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额的比率，%	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额比率，%
北美公司 (North American Co.)	133 751	14 274D	10.7	?		2.0	116 522	14 908D	12.8	7 515	6.4	2.1
工程师公共服务公司 (Engineers Public Service Co.)	53 042	4 905R	9.2	3 446	6.5	1.7	52 716	3 718R	10.8	3 587	6.8	1.7
美国煤气和电力公司 (American Gas & Electric Co.)	68 601	5 898D	8.6	?		1.4	72 502	10 607D	14.6	4 135	5.7	2.4
国际水力发电系统公司 (International Hydro-Electric System)	46 414	3 970R	8.6	3 321	7.2	1.0	61 217	5 525R&D	9.0	3 979	6.5	1.0
新泽西公共服务公司 (Public Service Corp. of N.J.)	138 162	11 904D	8.6	12 881	9.3	1.9	126 821	10 284D	8.1	10 095	8.4	1.6
哥伦比亚煤气和电力公司 (Columbia Gas & Electric Corp.)	96 130	8 138R[3]	8.5	?		1.4	92 968	10 059R[3]	10.8	6 005	6.5	1.6

续表 35-4

公司	1930 年						1938 年					
	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额的比率，%	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额比率，%
联邦爱迪生公司（Common-wealth Edison Co.）	84 004	7 109R	8.5	?		2.4	139 545	16 868D	12.1	7 915	5.7	2.6
电力和照明公司（Electric Power & Light Corp.）	75 048	6 165R[1]	8.2	?		0.8	104 233	16 016R[2]	15.3	?		2.4
杜肯照明公司（Duquesne Light）	28 676	2 294R	8.0	1 410	4.9	1.4	30 072	2 948R	9.8	2 314	7.9	1.5
北方州电力公司（特拉华（Northern States Power Co.（Del.））	33 272	2 560R	7.7	1 778	5.3	1.1	35 616	3 093R&D	8.7	1 771	5.0	1.4
美国水务和电力公司（American Water Works & Electric）	54 067	4 105R	7.6	4 252	7.9	1.1	50 004	4 759R[2]	9.5	3 759	7.5	1.3
联合燃气改进公司（United Gas Improvement Co.）	108 374	8 040R	7.4	5 586	5.2	1.4	107 249	9 214R&D	8.6	5 930	5.5	1.5

续表 35-3

公司	1930 年						1938 年					
	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额的比率，%	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额比率，%
巴尔的摩综合燃气公司（Consolidated Gas, etc., of Baltimore）	28 582	2 075R	7.3	1 389	4.9	1.7	34 557	3 345R	9.7	1 767	5.1	2.4
国民电力和照明公司（National Power & Light Co.）	80 376	5 901R	7.3	?		1.2	84 686	7 403R	8.8	6 006	7.1	1.6
联邦南方公司（Commonwealth & Southern Corp.）	137 752	9 548R	6.9	?		0.9	145 915	16 266R	10.9	9 562	6.4	1.5
底特律城市煤气公司[1]（Detroit City Gas Co.）	18 446	1 271D	6.8	1 199	6.5	2.0	20 038	929R&D	4.6	1 218	6.1	1.2
北方伊利公共服务公司（Public Service Co. of Northern Ill.）	35 405	2 400R	6.8	2 013	5.7	1.8	39 648	4 240D	10.8	2 247	5.7	2.6

续表 35-3

公司	1930 年						1938 年					
	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额的比率，%	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额比率，%
人民燃气照明和焦炭公司（Peoples Gas Light & Coke Co.）	59 881	2 584R	6.5	?		1.6	41 390	3 095D	7.5	1 652	4.0	2.0
美国电力及照明公司（American Power & Light Co.）	87 088	5 556R	6.4	?		0.9	96 884	9 653R[a]	10.0	4 738	4.9	1.3
联合爱迪生公司（纽约）[Consolidated Edison Co. (N.Y.)]	258 758	15 034R	6.3	17 047	7.1	1.3	240 896	18 829R	7.8	16 438	6.8	1.5
伊利诺伊电力和照明公司[a]（Illinois Power & Light Corp.）	37 123	2 239R	6.0	3 628	9.7	1.1	24 938	2 815R	11.3	1 514	6.1	2.2
尼亚加拉·哈德逊电力公司（Niagara Hudson Power Corp.）	78 834	4 753R	6.0	?		0.7	82 371	10 977D	13.3	4 956	6.0	2.0

续表 35-3

公司	1930 年						1938 年					
	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额的比率，%	总收入（千美元）	折旧 D 或资产清理专项储备 R（千美元）	D 或 R 占总收入的比率，%	维修费用（千美元）	维修费用占总收入的比率，%	年折旧或资产清理专项储备占财产账户平均额比率，%
联合燃气及电力公司[Associated Gas & Electric Co.]	84 219	4 849R	5.8	?		0.7	129 323	11 982R	9.2	8 139	6.3	1.3
彭纳电力及照明公司（Penn. Power & Light Co.）	31 086	1 860R	4.5	2 464	7.9	0.7	39 237	2 934R	7.5	2 847	7.3	1.3
美国和外国电力公司（American & Foreign Power Co.）	78 656	3 437R	4.4	?		0.5	59 809	5 370R	9.0	?		0.5
布鲁克林联合燃气公司（Brooklyn Union Gas Company）	25 698	669R	2.6	2 034	7.9	0.6	22 489	1 200D	5.3	1 656	7.3	1.2

注：a．见第572页1939年的数据。

b．这个数据包括了损耗。

c．现在是密歇根州综合燃气公司（Michigan Consolidated Gas Company）。

d．现在是伊利诺伊艾奥瓦电力公司（Illinois Iowa Power Company）。

4．一些州委员会和联邦电力委员会，已经下令在其管辖范围内的公司，所有账户应遵循一个固定的折旧基准。

案例

宾夕法尼亚州、密歇根州和纽约一些重要公司在其年度报表中被要求必须改成使用以所得税为基准。(369)例如纽约联合爱迪生公司于1938年在致股东的报告中为资产清理专项储备收取18 829 000美元的费用，而在所得税纳税申报中以直线法计算来计提折旧26 800 000美元。到1939年9月30日截止的12个月内，公司在致股东的中期报告中计提折旧24 217 000美元，相比之下，在其截至1938年9月30日的对应时期里，报告的折旧费用仅有17 737 000美元。在随后两个年期，总营业收入分别为248 666 000美元和239 413 000美元。

5．但凡存在任何真正的可替代投资，固定价值证券的投资者必须坚持对公司的安全性采取更严格的检查。

案例

我们所提出的第5条原因的实际重要性，可以通过两个例子来展示：一是这里的现成例子，另一个取自1930年的证券市场。

根据前面所列数据，很难理解为何投资者会认为自己购买宾夕法尼亚电力和照明公司价格为5美元、股息率仅为5.26%的优先股是合理的。根据公司自己的报告，其利润超过固定费用和优先股股息的安全边际完全不够；若按照所得税为基准计算折旧，利润将被削减过半；而按照南加州爱迪生电力公司（Southern California Edison）采用的毛利润百分比法来计算折旧的话，该安全边际几乎消耗殆尽（见表35-4）。

表35-4　两家公司对比数据

项目	宾夕法尼亚电力和照明公司	南加州爱迪生公司（用于对比）
	年度业绩截至 1939 年 6 月 30 日	
毛利润	39 232 000 美元	44 421 000 美元
折旧	2 815 000 美元	6 872 000 美元
占毛利润的百分比	7.2%	15.5%
用以费用支付的余额	13 985 000 美元	19 349 000 美元
费用和优先股股息	10 171 000 美元	11 891 000 美元
所获保障倍数	1.38 倍	1.63 倍
归属于普通股股东的净利润	3 814 000 美元	7 458 000 美元
1939 年 7 月优先股价格	95 美元，股息 5 美元	29 美元，股息 1.50 美元
优先股收益率	5.26%	5.17%
基于所得税的折旧（1938 年）	4 947 000 美元	
占毛利润的百分比	12.6%	
费用和优先股股息所获保障倍数，以所得税为基准计算	1.17 倍	

如果对出现于1930年的一个非常类似的例子（见表35-5）进行研究，我们将会发现，作为投资者，理解这些数字的含义是多么重要。

表35-5　两家公司对比数据

项目	美国电力和照明公司	太平洋照明公司（用于对比）
	年度业绩截至 1929 年	
毛利润	88 222 000 美元	43 275 000 美元
折旧	5 317 000 美元	5 525 000 美元
占毛利润的百分比	6.0%	12.9%
用以费用支付的余额	44 349 000 美元	14 257 000 美元
固定费用和优先股股息	32 762 000 美元	7 623 000 美元
所获保障倍数	1.36 倍	1.87 倍
归属于普通股股东的净利润	11 587 000 美元	6 634 000 美元
股息为 6 美元的优先股在 1930 年的最高价格	107	106
1938 年的最低价格	19	99

在这里，我们有三个理由来抨击美国电力和照明公司优先股的投资价值：（1）所呈报的保障对于真正的投资安全完全不够。（2）采用的折旧计提比率过低。以太平洋照明公司（Pacific Lighting）的基准调整，将会大幅削减满足优先股股息要求的安全边际。（3）这些优先股的股息要求暂时被低估了大约2 000 000美元，因为当时大部分优先股股息仅为3美元，而到1933年其股息逐渐增至5美元。

1938年，优先股市场价格下挫至6美元，是由于从1933年开始对股息的削减，而这又是因为在1929年，公司用以支持优先股所要求保障的净利润较低。1933年以后，公司呈报的收益增长受到阻碍，部分原因是不得不逐渐提高折旧计提使之符合实际状况。

否定或者质疑以所得税为基准的情况

读者可能会注意到，我们曾建议过在“通常情况下”应接受以所得税为基准。该建议并非绝对的，因为有时候也会采纳年度报告的数据，或是寻求其他的摊销基准。

在表35—5中，用作对比的太平洋照明公司可说明我们的第一种例外情况。公司1929年的数据来自年度报告，采用“偿债基金”折旧法，这遵循了美国加州委员会与加州公用事业公司间的协议，而公司平均的折旧扣减似乎低于按纳税申报计算的直线法扣减的数额。然而，公司的财报数据是可以采纳的，原因有二：首先，该数据结果是由获准的会计方法得出的；其次，从财产账户和毛利润的金额来看是充足的。同样，这些理由也可以应用于所有的加州公用事业公司。

还有另外的大部分公司所采用的折旧计提在他们自己看来是充足的，但实质上仍低于按所得税基准应扣减的数额。

案例

1938年底特律爱迪生公司在致股东的报告中支取了毛利润的13.5%，相比之下那年按纳税申报支取毛利润的18.2%。而北美公司1937年相应的数据分别是12.8%和14.8%。

在这类例子中，投资者，尤其是普通股购买者，可能会认为按所得税基准过分苛刻。

投资者在缺乏对资产本身的详尽了解，以及未能比我们更加熟知公用事业管理细节的情况下，要对上述观点作出判断是很困难的。我们倾向于提倡一种折中的办法，比如当纳税金额超过毛利润的12.5%时，则按所得税基准计算的数据可暂时用来做分析。(370)这或许说明了，在多年以前10%~12%的毛利润扣减额是相对充足的。

不同折旧政策的实质效果

读者可能会认为，这里有关公用事业类公司折旧政策的讨论太过专业化和乏味，但事实上它对于筛选公用事业类股票，以及理解公司的市场行为极具实质性的重要意义。1934年之前，那些未计提充足折旧的公司的价值普遍在股票市场上受到高估，因为投资者同样没有关注折旧的问题。一个谨慎的分析师会多次建议投资者从缺乏稳健性的公司转向更稳健的公司，因为在随后的年份里会出现一个趋势，那就是前者将大大提高它们的费用支出，从而使公司呈报收益相应缩减，而且公司的市场价格也会下降。表35-6可以说明这种趋势。

案例

表35-6　美国水务和电力公司VS太平洋燃气和电力公司[a]

项目	5年平均数，1927—1932年		截至1939年6月30日年度数据	
	美国水务和电力公司	太平洋燃气和电力公司	美国水务和电力公司	太平洋燃气和电力公司
毛利润	50 260	72 175	51 791	104 529
折旧	3 665	8 330	5 278	14 679
占毛利润的百分比	7.3%	11.6%	10.2%	14.0%
用以支付固定费用的余额	20 998	30 717	17 898	37 416
利息和优先股股息	16 290	18 785	16 768	20 198
归属于普通股股东的净利润	4 708	11 932	1 130	17 218
每股收益	2.69	2.67	0.48	2.75
调整后的每股收益[b]	1.47	2.67	亏损	2.75
	1933年		1939年7月	
平均价格	27	23.5	10.25	31.75

注：a．以千美元记，每股金额除外。

b．太平洋燃气和电力公司采用总收益的百分比扣减折旧。

1933年，美国水务和电力公司的普通股价格显然是根据前些年所呈报的收益得来的，并没有考虑折旧计提的问题，然而事实上其

资产清理专项储备明显不足。7年后归属于普通股股东的净利润大幅下跌，是由于公司不得不提高资产清理专项储备以符合业界趋势所致。

太平洋燃气和电力公司的数据进一步证明，如果公用事业类证券投资者在1933年愿意谨慎审视折旧政策，他将获利颇丰。

36

从投资者的角度来看折旧与摊销费用

有些折旧与折耗费用在会计上是合理的，但对投资者而言，可能并没有如实地反映实际情况。

假设案例所指出的问题

一个简单的假设案例能让我们更容易理解这一观点。

假设有三家货物运输公司：A、B和C。每家公司都有一辆货车，且都将资本总额划分为100份无面值股票，每年的折旧前利润均为2 000美元。

- A公司购买货车的成本为10 000美元；
- B公司购买货车的成本为5 000美元；
- C公司购买货车的成本为5 000美元，但因采取“极端审慎政策”而将其价值减计为1美元。

假设A公司的购买成本较高只是一个个体事件，实际上三家公司的管理层能力相当，且公司基本情况也相同。

会计师将这些货车的折旧年限定为4年，基于此，三家公司的损益表如表36-1所示。

表36-1　A、B、C三家公司损益表　　（单位：美元）

项目	A 公司	B 公司	C 公司
折旧前净利	2 000	2 000	2 000
折旧（折旧率为 25%）	2 500	1 250	0
归属于普通股股东的净利润	500（亏损）	750	2 000
每股收益	0	7.50	20

典型的市场估值

根据这些报告，A公司处于亏损状态，B公司的利润率为15%，C公司业绩则相当不错。如果一位“投资者”精通最新的证券估值方法，那么他就会认为A公司的股票几乎一文不值，最多每股5美元。另一方面，他可能会将B公司和C公司的股价定为每股收益的10倍左右，即B公司每股为75美元，C公司每股不少于200美元，因此三家企业估值如下：

A 公司 …… 500 美元
B 公司 …… 7 500 美元
C 公司 …… 20 000 美元

毫无疑问，这些估值明显是荒谬的，然而，它们却是近乎忠实地运用现行会计方法及华尔街分析法（Wall Street reasoning）所得到的。这样做的结果，一是资产价值低的公司会因此比资产价值高的公司更值钱；二是只需简单地一下把资产价值减记为0，公司便能使其股价大幅上涨。

资产负债表反映出的不合理性

如果查看过资产负债表，那么这些估值便显得更不合理。假设这些公司已经持续经营了3年，并且（简单起见）它们一开始并没有营运资金。A公司由于持续亏损，一直未支付过股息；B公司将其利润的2/3

用于支付股息，即每年每股5美元；C公司将其4/3的利润用于支付股息，即每股15美元。资产负债表如表36-2所示。

表36-2　A、B、C三家公司资产负债表　　（单位：美元）

项目	A公司	B公司	C公司
资产：			
货车	10 000	5 000	1
现金	6 000	4 500	1 500
总计	16 000	9 500	1 501
负债：			
股本	10 000	5 000	1
累积折旧	7 500	3 750	
损益	1 500（亏损）	750	1 500
总计	16 000	9 500	1 501

尽管A公司处于亏损状态，但它拥有的现金最多（可能是折旧基金）。C公司利润最高，但持有的现金最少。虽然人们认为A公司股价应为每股5美元，但5美元只是其每股现金流量的1/12。而C公司的每股股价200美元，则不低于其每股现金流量的12倍。

更合理的方法

股市中公认的估值方法，将会把我们带向如同爱丽丝漫游仙境一般的结局。现在让我们来考虑一个更理性的问题：一个企业家将会怎样确定这三家企业的合理价值？

常识将会让他立即作出判断：这三家企业的价值是等同的，与其资产无关。在实际中，他可能会倾向于给予A公司更高的估值，因为其货车购买价格要高于B和C两公司。毫无疑问，这位企业家十分重视每家公司的现金持有量。

因此，他会进行如下分析：首先，每家公司的价值都相当于其现金加上货车的公允价值，或许还会再适当增加以体现企业的商誉。考虑到必要的折旧，公司的收益还是很可观的。三家企业的商誉价值是一样的（见表36-3）。

表36-3　A、B、C三家公司价值　　（单位：美元）

项目	A公司	B公司	C公司
现金	6 000	4 500	1 500
货车（估计值）	1 500	1 000	1 000
商誉（估计值）	2 000	2 000	2 000
总值	9 500	7 500	4 500

公司的折旧费用与估值有什么关系呢？答案是： B公司的折旧费用是合理的，因为它与公司的实际情况相吻合，因此该企业家对B公司的估值与华尔街分析法所得出的结果一致，当然，这也源于一些巧合因素。但是，A公司与C公司的管理层所提取的折旧费用就与公司实际完全不符。对于A公司来说，折旧费用提取太多，因为固定资产成本过高。这样的错误，应该通过将财产账户（和股本账户）账面价值减记至当前公允价值来更正，然后才能得到符合实际的折旧费用。对于C公司来说，公司的资产被有意低估，以避免从收入中提取折旧费用。如果一个企业家或一个投资者需要为该货车（或者为运输业务）支付某些费用，那么他就不可能假定该货车并不存在而不必为此提取折旧。

上述分析在实际中的运用

现在，让我们将该分析运用到证券购买者所面临的实际情况中去。

案例

作为第一个例子，我们将给出尤里卡管道公司从1924—1926年的经营状况（见表36-4）。

表36-4　尤里卡管道公司1924—1926年经营状况　　（单位：美元）

年度	总收入	折旧前净利	折旧费用	收益
1924	1 999 000	300 000	314 000	14 000（亏损）
1925	2 102 000	541 000	498 000	43 000
1926	1 982 000	486 000	500 000	14 000（亏损）
3年平均	2 028 000	442 000	437 000	5 000
普通股每股（共50 000股）		8.84	8.74	0.10

最后一列意味着，在这3年里，这家公司的股票几乎没有收益。因此，在持续经营的假设前提下，该股票没有任何价值。但是，从企业角度看，这个结论是否合理呢？正如在假设案例中一样，这取决于折旧费用是否正确。表36-5是尤里卡管道公司在这方面的数据：

表36-5　尤里卡管道公司折旧费用　　（单位：千美元）

年度	折旧费用	厂房重置等的实际支出	未使用的折旧费用	折旧后利润	盈余调整	经营活动现金流	支付股息	速动资产净值增加额
1924	314	75	239	14（亏损）	贷方38	263	350	87（亏损）
1925	498	贷方51	549	43	借方43	549	200	349
1926	500	194	306	14（亏损）		292	200	92
3年平均	407	73	365	5	借方2	368	250	118

可以看到，平均每年的资产支出仅为73 000美元，因此每年可以有368 000美元的现金用于增加运营资金或支付股息（股息用以前的累积盈余支付）。很明显，这家企业一直是其所有者的现金收入来源，因此具有极大的持续经营价值，尽管高昂的折旧费用使它看起来不值分文。

如何确定合理的折旧费用

正如在假设案例中一样，投资者或分析师决不能使用这家公司自身所使用的折旧标准，而应当努力找到一个与公司实际情况更一致的标准。合理的折旧费用该怎样确定呢？对于运输公司而言，不难给出答案，因为我们正好知道应该提取多少折旧以保证企业的运转。但在实际中，这样确切的答案却几乎是不可得的。我们不知道尤里卡管道公司的固定资产能使用多长时间，也不知道重置它们需要花费多少。最好的办法便是，根据已知的实事作出一些粗略的估计。这些估计的唯一优势在于：它们大多会比公司给出的数据（我们都知道这是不可靠的）更合理。

“已使用的折旧费用”

从公司的角度来看，尤里卡管道公司的表现，很明显，从一开始提取的折旧费用就不应低于平均资产支出。减少折旧费用的主要原因是，它们并没有如实反映经营所得现金。财产账户中的支出（包括新的固定资产）实际上也是折旧准备的一部分。因此，这部分可视为经营企业所必须提取的最低折旧额，我们称之为——已使用的折旧费用。（如果财产账户增加额超过了当年折旧额，那么后者要全部认定为“已使用”。）在尤里卡管道公司的例子中，这样的支出在1924—1926年的三年间平均额为73 000美元。要计算折旧标准，仅靠三年的数据着实不够，但碰巧的是，尤里卡在很长的一段时期内的表现与此

基本相同，因此可以基于1924—1926年的数据得到折旧标准。[371]我们必须提醒读者，不能凭此就认为，可以从短时期（比如10年以内）的研究中得出标准的已使用折旧，除非该企业本身的特点使得该方法可行。

长期折旧是一种报废

第二个问题是，应当为所有资产的最终耗尽提取多少折旧准备？换言之，为将来的重置需要提取多少折旧准备？在对该主题的大部分理论探讨中，这是折旧费用最主要的作用。货物运输公司的例子便是一个诠释（4年后整个固定资产将会被重置）。但是必须认识到，在实际中，完全的损耗殆尽和重置几乎是不可能的。一般企业不会长期积累大量现金，以便在厂房报废后全部重置。实际上，厂房是不会磨损耗尽的，它们只会报废。十有八九，厂房被废弃是因为行业特点的改变，或公司状况、工厂周边环境的改变，或者出于其他的一些与实际折旧无关的原因。

这些变化便是经营风险，且无法用工程学或会计学的方法来衡量。换句话说，长期折旧因素实际上已经被报废风险所掩盖和吸收。[372]这种风险本质上是一个投资问题，而非会计问题，它不会减少收益（如折旧费用），而会降低为获得收益（受其影响）所支付的成本。

运用上述结论确定企业的盈利

让我们将这些结论与尤里卡管道公司的例子联系起来。已使用的折旧费用年均约为75 000美元。没有迹象表明整个厂房会在可预见的日期被重置，相反，管道的使用期似乎是无限的，因为会不断地对其进行维护、修理和更换部件。在这一方面，该公司更像铁路公路，而

非货物运输公司。根据我们的分析，只有已使用的折旧费用才能从收入中扣除，余下的折旧实际上就是为报废而做的准备，这与相关油田的可开采期有关，需要在收入实现后才提取而非预先提取。该案例的合理表述如表36-6所示。

表36-6　尤里卡管道公司1924—1926年数据　　（单位：美元）

项目	总额	每股
折旧前利润	442 000	8.84
已使用的折旧费用（估计值）	75 000	1.50
余额：利润（受经营风险、包括报废风险的影响）	367 000	7.34

盈利估计中的问题

公司的数据显示，在该时期内公司没有任何盈利。而我们的数据显示，公司的盈利为每股7美元以上，这清楚地表明该公司具有巨大的价值。购买企业时的各种考虑会影响所支付的合理价格。这些考虑包括：利润增加的可能性和无数的亏损风险，而固定资产报废只是其中之一。举例来说，如果保守而言，投资收益率应达到20%才足以覆盖那些风险，那么前面提到的尤里卡管道公司的股票价格应该是每股35美元左右。然而，关于这一点的详细讨论需要延后，直到我们开启普通股估值的话题。本章的目的只在于指出，在尤里卡管道公司这个实际案例中，对投资者而言，其计算出的折旧应当与公司自身计提的折旧有很大不同，正如在假设案例中的货物运输公司A一样。这不仅是必需的，也是可行的。(373)

住宅与办公楼的折旧

实际上，上述分析在房地产证券中应用极广。在对大量以住宅或办公楼为抵押发行的债券的分析中，折旧费用的真正作用是什么？很

明显，折旧费用扣减是一个会计计算而非投资计算，它基于这样一个假设：一般而言，资产由于磨损和损坏，在50年内等量地消耗殆尽。然而，在实际中几乎不可能如此，钢铁和石料的建筑是不会真的在50年内就完全耗尽的，它们只是在使用期过后被废弃和拆毁，而使用期的长短是由建筑物的状况决定的，而并非磨损与损坏。

此外，如果房地产债券的售价低于面值很多，那么投资者对折旧和报废的考虑就应基于其售价而非账面价值，并按一般惯例计算。“已使用的折旧”这个概念在这一领域应该是有用的，因为平均重置支出可视为营运资金的支出。（顺便说一句，这在酒店债券的分析中是个很重要的因素，但更重要的是，投资者应当将酒店债券看成一种特殊形式的债券，而非房地产债券。）

案例

1088公园大道公司（1088 Park Avenue Corporation），在纽约拥有一幢很大的公寓楼，对该公司第一抵押权债券的简要分析将会阐明我们的观点。

该公司共发行了1 851 000美元的债券，固定利率为2.75%，附加利率视已偿还的债券数量而定，最多可再增加2.25%。公司所有股票都附属于该债券。1939年，该债券的平均价格约为35美元，总市值为653 000美元。公司截至1939年2月28日的年度损益简表如表36-7所示。

表36-7　截至1939年2月28日的年度损益简表

总收入	251 900 美元
营业支出	104 300 美元
房产税（房产估价，2 150 000 美元）	63 000 美元
折旧费用（折旧率为 2%，建筑物账面价值，2 566 000 美元）	51 000 美元
息前利润	33 600 美元
折旧前债券收益率	4.57%
折旧后债券收益率	1.82%

每年的资本支出上限是总收入的6%，即15 000美元左右。实际上，自1934年以来，为这项支出所做的准备只有1939年2月存储的7 000美元。我们的分析如下：

1．假设就未来而言，1938年的利润、支出及资本支出准备均具有代表性，这就意味着债券可获得的现金收入为84 600美元减去7 000美元，即77 600美元，这是票面价值的4.3%，或者市场价值的11.9%

2．这个百分数不仅适用于投资回报，同时也适用于为建筑物（建于1925年）的报废所提取的准备。但是报废不仅仅受使用年限的影响，还受周边环境变化、建筑风格等的影响，这些因素几乎无法从一般的经营风险中辨别出来。

3．投资者也许会认为，他能从公司丰厚的现金收入中获得相当于票面价值2.75%的固定利息，即市场价格的7.86%。而公司只拿出了相当于市场价格4%的金额，一部分用于建立偿债基金来偿债，另一部分用于支付附加利息。实际上，报废导致的价值损失将会被债务的减少所抵消。投资者必须判别：当净利润可能出现变化时，利息回报是否仍具有吸引力？偿债基金的运行是否会充分考虑报废因素？如果答案是肯定的话，这些债券就是具有吸引力的，原因正是它的价格极低。(374)

4．报废导致的价值减少可能会被房地产的升值（引致因素是周期的、长期的或通货膨胀性质的）所抵消。过去，对这种升值的信赖使

得许多投资者忽视了他们所购买的房地产的折旧与报废。我们建议，这种升值可能性只能视为投机性的，它们并不能避免报废，仅仅只能弥补，做决定时决不能抱着这样乐观的期待。

折旧提取不足

让我们来看一个相反的例子，即企业使用的会计方法会导致折旧提取不足。要特别注意这样一种流行做法：为了减少折旧费用、增加收益而大规模地报废固定资产。这种做法最早出现在1927—1929年的繁荣时期，却在接下来的大萧条时期广泛应用。我们选了两个典型案例来讨论（见表36-8）。

表36-8　减记固定资产的作用　　（单位：千美元）

	安全车供暖照明公司		美国工业酒精公司	
项目	减值前	减值后	减值前	减值后
固定资产	9 578	9 578	29 116	29 116
减去折旧	6 862	9 577	9 815	29 115
固定资产净值	2 716	1	19 301	1
无形资产及其他资产	5 016	167	1 185	1 185
对子公司的投资等	2 330	2 330	1 416	1 416
净流动资产	4 379	4 379	6 891	6 891
总额	14 441	6 877	28 793	9 493
股本	9 862[a]	4 931[b]	22 585[c]	3 739
盈余	4 362	1 729	4 458	4 004
应急储备	217	217	1 750	1 750
总额	14 441	6 877	28 793	9 493

注：a.　98 620股，每股面值100美元。

b.　98 620股，无面值。

c.　373 846股，无面值。

案例

早在1933年，美国工业酒精公司和安全车供暖照明公司就宣布计划将其财产账户净值减记为1美元，其做法是通过减记相应的股本及盈余。这一改动可见资产负债简表36-8。

美国工业酒精公司同时还给出了一份声明：由于将固定资产的账面价值减记为1美元，以后就无须计提折旧费用。同时报告还建议从收入中提取重置准备金（数额应足以重置固定资产）。在1933年，应计提折旧为3 000 000美元，而在1932年只提取了近900 000美元。

安全车公司则走得更远。1932年没有为折旧提取任何准备金，因此，尽管1932年的折旧前收益少于1931年，当年公司的盈利却为正，而1931年还处于亏损中。公司1932年的年报中这样说道：“由于自1932年12月31日起不再对固定资产计提折旧，因此总收入超过支出的部分，以及对已有的固定资产计提的折旧，董事会可考虑分配给股东，这同时也并不会减少公司的流动资产。”

折旧捏造的收益

安全车公司的做法与我们假设案例中的货物运输公司C完全一样，C公司也将其卡车减记为1美元，并因此避免了从收入中计提折旧。我们已经指出，如果在实际中必须计提折旧，那么就无法通过更改账簿来掩饰。安全车公司的股东并没有因为公司减记固定资产而多赚取甚至一美元。无论如何，维护与重置企业的必要支出是不能少的，除非工厂已不复存在。让我们来分析一下安全车供暖照明公司的表现，正如我们分析尤里卡管道公司那样。在10年的时期内，已使用的折旧费用平均每年为500 000美元左右，这10年间的收益记录如表36-9所示。

如果在1933年的各种不确定性中对该公司进行分析，则无法判断长期数据和近期数据到底哪个更能代表未来。但是，无论对此作出什么样的假设，有一点是很清楚的：必须计提折旧费用。如果业绩不如1932年，那就意味着公司的盈利能力极其微弱，因为固定资产方面的实际支出毫无疑问会接近于报告收益：233 000美元（即使不超过的话），如果利润能回升到10年期的平均值，那么完全取消以前所计提的折旧费用就将会严重夸大真实的盈利。

表36-9　安全车供暖照明公司10年收益记录　　（单位：美元）

项目	1922—1931年平均值	1931年	1932年
折旧前收益	1 721 000	336 000	233 000
折旧费用	669 000	442 000	无
收益	1 052 000	106 000（亏损）	233 000
已使用折旧（估计值）	500 000	130 000	190 000
可供股票分享的收益	1 221 000	206 000	43 000

1933—1938年的计提情况

这段时期，公司每年计提的折旧费用仅18 000美元，年平均收益为590 000美元，即每股6美元。如果1922—1931年间的折旧标准还在使用，那么这6年的每股收益将为0，只有1937年才有大量收益，报告收益达到每股19.72美元，股价涨至141美元，但1938年就跌回了48美元。1937年的股价上涨可以归因于市场的双重误判：（1）当年的空调安装量很大，市场认为这样的情况会持续；（2）如果如此大规模的空调安装能持续下去，折旧费用将会比公司给出的那些无意义的数据大得多，而市场忽视了这一点。

美国工业酒精公司的减记行为并没有完全消除折旧费用，却因此设立了一个完全由管理层任意决定的“重置准备”账户。1933年，该账户的数额被固定在300 000美元。对前5年的近似值进行研究后，我

们不禁怀疑，在正常情况下，这些重置费用是否足够？请参见表36-10。

表36-10　美国工业酒精公司10年收益记录　　（单位：美元）

项目	1928—1932年平均值[a]	1928—1932年平均值（基于1933年给出的重置准备）
折旧前净利	2 090 000	2 090 000
折旧费用	1 350 000	300 000
归属于普通股股东的净利润	740 000	1 790 000
每股收益	2	5

注：a．已从收益中扣减了某些用于冲减盈余的项目。

在本例中，固定资产净值（固定资产总值减去折旧）在5年内增加了500 000美元。（例如，从1927年年底的18 800 000美元增加到1932年年底的19 300 000美元。）换言之，为扩充和重置资产的支出，超过了计提的折旧费用总额6 750 000美元。多数的大企业都有这个特点，因为它们都倾向于增加固定资产。在任何情况下，都必须假设：基于公认的会计准则所计提的折旧费用，是合理反映企业经营状况所必需的最小值。不管是企业的任意减记或投资者的个人计算，都不能完全忽略折旧费用。因此，如果美国工业酒精公司的盈利恢复到原来的水平，那么先前大幅减少折旧准备的行为将会错误夸大真实的盈利能力。(375)

其他消减固定资产的案例

商用溶剂公司（Commercial Solvents Company）在1932年将其厂房设备账户减记至1美元。五月百货公司和考夫曼百货公司分别在1933年和1929年将其厂房设备账户减记至1美元。帕克蒂尔福特公司在1927年将其厂房设备账户减记至1美元。在所有的这些例子中，其后的折旧费用都少于合理的数量。

“股票掺水”的更正

由于人们经常忽视资产的价值，而只关注报告给出的每股收益，因此减记固定资产与股票价值之间便有了联系，这值得我们关注。上一代投资者通过查看资产负债表来确定股票的价值，而股票价值由于人为地提高固定资产的账面价值（远高于其实际成本）而膨胀，这反过来又使得资本总额相应上升。这就是所谓的“股票掺水”，是当时饱受诟病的华尔街骗术之一。

有一个说法引起了我们的注意：“股票掺水”这个术语实际已从投资者的词汇中消失。这是非常令人惊讶的，因为1914年前通过夸大资产价值而得到的误导性结果，实际上现在又能以一个奇怪且相矛盾的方法得到，即相反地减少资产的价值。清除厂房设备账户以避免计提折旧费用，因此便增加了收益，并提高了股票价值——使用这种伎俩来提高证券价值，实在太荒谬。然而，华尔街却郑重地接受了这个颠倒黑白的分析法。当然，公司管理层是不会拒绝使用如此简单的一个策略来提升他们的业绩的。

购买者的矿产摊销

当矿产出现折耗时，公司与投资者在计提摊销费用方面，有着很大的区别。正如第34章所讲的那样，矿业企业是基于一些技术上的考虑来计提摊销费用，而这些考虑与股票持有者是无关的。

案例

在表36-11中，对霍姆斯特克矿业公司（Homestake Mining Company）1925年与1938年的业绩研究，将阐明这一观点。

表36-11　霍姆斯特克矿业公司1925年和1938年的业绩　　（单位：美元）

	1938 年		1925 年	
项目	总额	每股	总额	每股
总收入	19 496 000	97.0	6 080 000	24.32
折旧与折耗前净利	10 605 000	53.0	1 894 000	7.85
折旧与折耗	3 664 000	18.3	1 330 000	5.32
股息	6 941 000	34.7	564 000	2.25
市价（该年3月）	63		50	
企业的市场价值[a]	126 000 000		12 500 000	
基于市场价值的收益率	5.50%		4.50%	

注：a．股数在1925年为250 000股，1938年为2 000 000股。

从表面上看，1939年年初，该公司的股价为每股63美元。基于前一年的收益，这比1926年年初的每股50美元要合理，但是报告中的收益是以公司的折旧与折耗费用为基础计算的，而这些费用都与股票购买者实际支付的价格无关。如果我们从一个企业家的角度，考虑以股票的市场价值作为企业估值来购买整个企业，便能更好地理解上述观点。

在1926年，该公司的股票市值为12 500 000美元。付出这些钱之后，该企业家就能够得到大约2 500 000美元的流动资产（相当于现金），因此矿产和厂房设备等只耗费了他10 000 000美元。他需要摊销的正是这笔费用，即要在矿产枯竭之前获得适当的收益，并从收入中计提摊销。1926年，按当时的开采速度，这个已经被开发的矿预计至少还能再开采11年。由于开采出来的几乎都是矿石，因此很有理由相信开采期应该会超过11年，但如果认为能有20年以上，那就不谨慎了。基于“厂房设备与矿产共存亡”的理论，对于这样的矿业企业，固定资产的折旧速度应当与矿产的摊销一样。

购买者的摊销计算

因此，购买者的摊销率应在每年5%~9%之间，基数是为矿产所支付的10 000 000美元。计算过程在表36-12中，同时还有对1939年3月情况的相应分析。两种情况下，预期开采期的最大、最小值都一样，因为矿产至少还能再开采11年。

表36-12　霍姆斯特克矿业公司购买者的摊销费用计算　　（单位：美元）

项目	1925年的收益（以每股50美元为基础）	1938年的收益（以每股63美元为基础）
购买整个企业的支出	12 500 000	126 000 000
减去所包含的净现金资产	2 500 000	13 200 000
为矿产支付的金额	10 000 000	112 800 000
（资产负债表上的矿产价值）	（20 960 000）	（7 900 000）
摊销前收益	1 900 000	10 600 000
现金资产收益（率）	（5%）125 000	（3%）400 000
矿业投资收益	1 775 000	10 200 000
摊销前收益率%	17.8%	9.0%
（公司的摊销费用）	（1 330 000）	（3 664 000）
投资者的摊销费用：		
最高9%	900 000	10 200 000
最低5%	500 000	5 670 000
摊销后的矿业投资收益：		
最低收益	875 000	无
最高收益	1 275 000	4 530 000
矿业投资收益率：		
最低	8.80%	无
最高	12.80%	4.00%

从企业角度看，1925年的业绩（假设它能够持续）预示着令人满意的投资回报，但如果考虑到1938年的收益和相应的股价，大约63美

元，以及相关的事实，就能发现那绝对不可能是真的。公司1925年的摊销费用，大大高于每股股价为50美元时的费用水平；但在另一方面，以每股63美元购买股票的投资者，无法确定公司1938年的摊销费应该是多少，才足以摊销其投资，尽管该费用已高于1925年时的金额。(376)

大多数时候，矿业企业不会在报告中公布其折耗费用。这时，一定要试着用同样的方法来做分析。这意味着，只要矿产的开采期是有限的，就应先撇开折旧费用，从折旧前收益中提取“投资者的摊销”。需要考虑的三个因素是：（1）购买矿产的支出（总价减去现金资产）；（2）折旧与折耗前收益；（3）矿藏的最短开采期，或者其大概的开采期。

购买者的石油储备摊销

要阐释这个方法的应用，最好通过选择一家石油企业，如得克萨斯海湾公司（Texas Gulf Boducing Company）来做示例。该公司只是一家生产型企业，并且已知其石油储量（这是购买股票是所必须考虑的）。当然，公司那些尚未开发的租赁土地下或许蕴藏着大量的石油，但是这是不确定的，因此其在当前的价值不会高于其成本。

案例

1937年的得克萨斯海湾公司。

1．**情况**。与该公司摊销费用有关的重要因素都相对简单，它仅仅是一家生产型企业，其大部分石油都来自得克萨斯的一个油田。每桶石油的折旧与折耗费用，是将资产账面净值除以预计的剩余石油储备而得到。

1937年，石油储备均值为26 000 000桶，资产净值为9 500 000美元，因此摊销费用为每桶36.05美分，总计一年689 000美元。然而，在这笔费用中，只有397 000美元是从收入中提取的，其余的都是从资产负债表中的“估值盈余”中扣除。

每股收益在摊销前是1.13美元，计提摊销后，变为每股68美分（正如报告中的那样），如果再包括从盈余中计提的摊销费用，每股收益就只有35美分了。

股票的账面价值为每股10美元左右，1937年的市场价格在2美元到9.625美元之间波动。

2．投资者的计算。撇开发现或开采新油田的可能性，因为这是无法衡量的投机性因素，股票购买者预计资产还可使用13年左右，并以购买价格的8%作为每年的摊销。因此，如果股价是1937年的最高值9.625美元，投资者的摊销费用恰好等于整个公司的总摊销，那样，剩余的收益就只相当于购买价的4%。如果股价为当年的平均值5.75美元，投资者的摊销费用就大致相当于公司从收入中提取的那一部分。如果股价为最低值2美元，则只需提取每股16美分的摊销，这意味着当年的收益为每股97美分，即购买价的50%。

购买者的专利摊销

许多大型制造企业都将一些专利的账面价值计为1美元或成本价，一般都相对较低。在专利使用期内，即从授权之日起17年内，每年从收入中计提相同的摊销费用，这是一种标准的会计做法。但在投资者的角度，则需要一种完全不同的方法，他们的问题是：在购买股票时，为专利支付了多少？为专利支付的成本必须从以后的收益中扣除。

一般规则

稍微想想就能明白，这样的计算方法，在一般情况下都行不通。投资者无法区分出股票价格中专利占了多少，因为他无法精确计算出专利到期对公司盈利的影响。以通用电气或美国无线电公司为例，它们拥有许多专利，只有通过最详尽的调查，才能知道那些专利和其他真实资产在其市场价值中所占的比重。即使情况变得更为简单，即只有一项极其重要的专利，也很容易误判其对企业的重要性。

案例

吉列安全剃须刀公司（Gillette Safety Razor Company）在其基本专利到期后，盈利却出人意料地连续若干年大幅增长，股票市值也大为增加。相反的情况则发生在美国拱砖公司（American Arch Company）。该公司拥有机车用拱砖的专利，并向几乎全美所有的铁路公司供应其产品。因为该业务的技术特性和公司牢固的商业地位，其支持者认为，在1926年公司的专利期结束后，其客户不会流失。但是专利到期后，竞争很快就使得产品价格大幅下降，导致该公司收益锐减，股价暴跌。

由上可知：当投资者分析一般的制造企业时，专利不能作为定量因素，而应当被视为公司商业地位的组成部分。因此，对投资者而言，将专利的估值定为1美元最为稳妥，如果专利摊销数额很大，就可以加回收益中去。(377)但如果是从盈余而非收入中计提摊销，就无须更正收益数据。(378)

特殊案例

当一家公司主要业务是收取一项或几项专利的专利费时，就能更确切地知道该为其计提多少摊销。显然，摊销的计提与投资者为获取专利收益而支付的价格有关，而非专利的账面成本，而公司是根据后者计提摊销的。接下来的三个例子将阐明这一点，但同时它们也强调一个更为重要的因素，即基于过去与现在情况的计算结果，会被不可预料的未来事件所推翻，这存在于所有对普通股的分析中。

案例A：1929年的离心式管道公司（该结论已得到证实）

1．情况。离心式管道公司（Centrifugal Pipe Corporation）拥有用于铸造金属管道的离心铸造法（De Lavaud）在美国和国外的专利。公司将这一工序的独家使用权给了美国铸铁管公司（United States Cast Iron Pipe Company），并收取专利费。这项合约有效期至1938年，而其基本专利在1934年就到期了。该工艺还被授权给一些国外公司使用，到期时间为1934—1936年。

1929年，该公司股价在4.25美元到13美元之间波动。1928年每股收益及1924—1928年的平均每股收益，在提取专利摊销前都是1.05美元，共432 000股，专利摊销为每年每股1.72美元。（这是因为，在1923年年底，公司主要专利的初始估值为7 000 000美元，那时距专利到期还有11年。）因此，公司计提摊销后处于亏损状态。

2．投资者的计算。在1929—1938年10年的期限内，每股收益应在1美元左右，但不能确保是否还有其他收益。因此，投资者每年的摊销费用将会在0.43美元到1.3美元之间变动，这与4.25美元到13美元的购买价是相符的。很明显，如果以每股13美元买进股票，将不会有任何收益，除非利润高出往年。另一方面，如果以每股5美元买进的话，那么在计提每股50美分的摊销费之后，年收益率能达到10%左右。

3．**结果**。奇怪的是，1929年伊始就已有征兆的那些结果，在后来的10年中都出现了。在这段时期，该公司的每股收益为10美元，其中6美元用于支付股息。在1939年，该公司通过发放每股3.8美元的现金股息，外加价值50美分的剩余股票，将公司清盘。

案例B：1937年的黑泽汀公司（计算结果受到新变化的影响）

1．**情况**。黑泽汀公司（Hazeltine Corporation）成立于1924年，拥有无线电接收器中的中和式高频调谐放大器专利，但该专利在1936年已经过期。该公司还有一些其他的专利。

在接下来的13年里，公司业绩波动很大，但平均每股收益在2.4美元左右。公司每年需要计提每股1.5美元的摊销费用。股息是不定期派发的，平均每年1.7美元，主要来源是为专利而计提的摊销费。1936年，摊销前的每股收益为3.7美元，1937年，股价最低为每股7美元（这几乎等于累计的每股现金资产），最高到达18.5美元。

2．**投资者的计算**。如果投资者假定公司的主要收入来源为中和式高频调谐放大器专利，那么18.5美元的股价就显得太高，因为那些专利不久就会到期，并将严重削减公司未来的收益。另一方面，如果股价为7美元，则显得太便宜，因为公司还有大量的现金资产，且剩余的专利也有望获取收益。实际上，这可能只是一个肤浅的分析，因为记录显示，该公司拥有各种不同类型的专利，数量达几百项之多。

因此，如果不仔细探究公司业务的详情，就无法准确判断出该公司即将到期的专利价值，以及还可继续使用的专利价值。

3．**结果**。事实证明，公司在1937—1938年的收益和1936年一样高。1938年，公司得到了一个新的耦合系统专利，且该专利被应用到

大部分接收器中，这使得公司在业界的地位一如既往的稳固。公司股价在1938年涨到了每股30美元，1939年则到了36美元。

案例C：1939年的国际雪茄机械公司（现时的分析）

1．情况。国际雪茄机械公司（International Cigar Machinery Company）的主要专利是用机械生产雪茄，同时它还拥有这一领域其他一些次要专利。显然，原来的机械生产雪茄专利已经过期，但公司一直在改进其专利，并以此维持自身的地位。

公司的收入主要靠收取专利使用费及出售专利使用权。在1929—1938年的10年间，公司的每股收益在2.08美元到3.33美元之间，1938年公司的每股收益为2.28美元，共600 000股。这些数据，都是在计提了每年每股30美分的少量“折旧与摊销费用”之后的数据。1938年年末，公司在资产负债表中将所有的无形资产合并在一起，总额为14 000 000美元，而可摊销的专利只占其中的一小部分，大部分是不可摊销的商誉。净营运资金和其他有形资产总共只相当于每股2美元。1939年，公司的股价在20美元到24美元之间波动。

2．投资者的计算。假设公司的业务在很大程度上依赖某一项专利，那么合理的平均股价应为每股22美元。因为在那种情况下，直到专利到期，未来的收入都不足以补偿投资者的投资并给予其合理的收益。换言之，基于当前的专利情况，任何审慎性的摊销费用，都会使得购买该公司的股票变得不划算。

另一方面，如果将来公司能通过改进工艺，保持其对机械生产雪茄专利和许可权的控制，那么股价或许会是合理的。过去，该公司做到了。如果相对于手工生产，机械生产雪茄的工艺得到更广泛的应用（因为机械生产的雪茄价格更便宜），公司也可能盈利。因此，这对

于行业分析和预测都至关重要，而对于将投资会计的方法应用于分析确切的事实，则不是那么重要。

规则总结

对于折旧的长篇论述可以总结如下：

规则1：只有同时满足下列两个条件，公司给出的折旧费用才可用于分析：

A. 它们都是基于标准的会计规则计算出来的，且这些规则也适用于计算固定资产的公允价值；

B. 固定资产净值在几年的时期内都不曾减少。

规则2：如果公司的折旧费用经常超出过资产方面的现金支出，那么在分析计算中可以忽略。在那样的情况下，须从收入中扣除平均的现金支出，作为临时的折旧费用，折旧费用的余额就算作报废风险准备的一部分，该风险可能会降低公司的现金收益。为报废而计提的准备要基于投资者为购买整个企业所付出的价格，而非其账面价值或固定资产的重置成本。

规则3：如果公司的折旧费用低于资产方面的平均现金支出，且低于标准会计准则（适用于计算公司固定资产的公允价值）所要求的准备，那么在分析计算中就必须增加折旧费用。

应急储备及类似准备

过去，经营谨慎的公司会在经营状况良好的年份从公司收入中提取一部分款项，以便弥补未来可能发生的亏损，通常出现在经济不景气的时候）。这种政策倾向于使盈亏相抵。在这一方面，它与子公司

的累计收益的用途类似（见第33章）。经验告诉我们，这些人为修改真实收益的方法太容易被滥用，因此，持明智财务观点的人（以纽约证券交易所为代表）都坚持认为，公司管理层应该公布每年的真实业绩，让股东来进行平衡与平均。

案例

可口可乐公司1928年的年报称：“过去5年中，公司为防止意外而准备了近5 000 000美元，由此公司的地位大为巩固。”此前5年的报告都显示，该准备是通过多次从收入中计提而累积起来的，每次计提的数额不同，目的也各不相同。在1929—1939年之间，除1933年和1934年之外，这一政策都在执行，使得积累的“应急储备”总额在1939年年底达到了13 011 479美元。

1939年，大陆钢铁公司（Continental Steel Company）从下半年的收入中扣除了300 000美元作为应急储备，使得每股收益从4.62美元降到了3.13美元。

利用应急储备及其类似准备篡改收益

然而，在1931年和1932年，很多公司都提取了应急储备及其类似准备，使得它们的年报模糊不清且令人费解。公司设立这种准备有三个目的：（1）使得损失可以冲减盈余而非收入；（2）掩盖实际的损失；（3）在某些情况下，可以为以后年份的虚增收益打下基础。对美国商业酒精公司1931年和1932年年报的分析，也许能让读者更清楚地了解这些观点。

公司年报所披露的这两年业绩，如表36-13所示。

表36-13　美国商业酒精公司　　（单位：美元）

项目	总额	每股
1931年净亏损	597 000	3.18（亏损）[a]
1932年净利润	586 000	3.01
两年净亏损	11 000	0.17（亏损）

注：a．每股面值为20美元。

从这些数据来看，公司在1932年实现了可观的收入，但将两个萧条年份的数据合在一起，公司却已几近破产。不过，这时期的资产负债简表36-14却给出了截然不同的结论。（请注意，这段时期没有派发股息。）

表36-14　美国商业酒精公司的资产负债表（1930—1932年）　　（单位：千美元）

项目	1930年12月31日	1931年12月31日	1932年12月31日
流动资产	2 657	2 329	2 588
减去流动负债	294	1 225	1 327
营运资金净值	2 363	1 104	1 261
固定资产及杂项资产减去折旧	6 440	6 126	6 220
资产净值总额	8 803	7 230	7 481
资本	3 775[a]	3 746	3 895
杂项准备	256	416	413
盈余	4 772	3 050	3 173
总额	8 803	7 230	7 481

注：a．每股面值20美元。（报告显示股本总额为8 500 698美元，盈余为46 484美元。）

这些资产负债表显示，在这两年中，公司不仅仅名义上亏损了11 000美元，实际上，盈余竟缩减了1 600 000美元，其中大部分变成了流动负债。

两份报表迥然相异，原因在于公司没有从收入中减去损失和其他扣减项目，而是将它们冲减盈余。这个简单的手段由于三个会计步骤而变得复杂，因此，对于股东而言就不易理解了。这三个会计步骤是：

1．将大量资金从资本转为资本公积；

2．从资本公积中转移数额不等的资金到各类准备金；

3．利用这些准备金冲减各类损失，其他的一些损失则直接冲减盈余。

在1931年年底，美国商业酒精公司将4 875 000美元的资金从资本转至资本公积，然后又用其中的576 000美元去弥补损益项目下累积的赤字。1931年和1932年盈余账户的入账事项中，有以下值得注意的特殊亏损事项及调整：

根据前一年合同计算出的存货减值	145 000 美元
玉米期权交易损失	88 000 美元
固定资产减值	157 000 美元
存储罐重估减值	213 000 美元
开办费	73 000 美元
以前年份的所得税	54 000 美元
1932 年原材料成本超支	255 000 美元
依据合同支付的薪酬	40 000 美元
出售库存股份等的损失	46 000 美元
各类杂项（借方 10 项，贷方 1 项）	117 000 美元
应急储备	400 000 美元
1931—1932 年冲减盈余的金额	1 588 000 美元
损益账户两年平均的损失	11 000 美元
1931—1932 年盈余减少总额	1 599 000 美元

很明显，从盈余中冲减的费用，实际上大部分都是营运损失，这些损失反过来又导致公司流动负债剧增。更需注意的是，公司将一笔

400 000美元的新应急储备结转至1933年，并可能利用其冲减未来的损失，而那些损失本应反映在损益账户中。

因此，和很多其他公司一样，该公司1931年和1932年的会计做法不仅隐瞒了真实的损失，还有意在随后的年度里少报损失或夸大利润。(379)

存货减值准备是一种特殊却又常见的应急储备。本书第32章讨论了各种合乎规定的计算存货方法，其中提到过，正常库存量法旨在将基本的存货降至一个极低的水平，以致无论价格怎样下降，都无须再冲减收入。实质上，这种方法涉及为存货减值而设立的应急储备，且存货减值是按照明确且持续的会计政策计算。总的来说，我们必须将这一方法视为值得肯定的做法，而不是批评它。但是，有一点很关键，当研究某一年的业绩，尤其是将同一行业的几家公司进行对比时，分析师一定要考虑到这些准备金的使用。我们想在这里进一步提醒读者，不管其背后的理论是什么，从盈余中提取存货减值准备几乎都会夸大数年内的利润。

37

过往收益的作用

在接下来的5章中，我们将着重分析损益表，以便针对所考查时期内的收益作出公正且有用的结论。分析师所面临的主要问题是，这些记录在预测未来盈利时的效果如何。这也是当前证券分析中最重要却又最令人不满的方面。之所以最重要，是因为对过去数据进行费力研究的唯一价值在于，它可能为预测未来提供线索；之所以最令人不满，是因为这些线索从来就不是完全可靠，甚至常常是毫无价值的。这些缺陷严重降低了分析师研究成果的价值，不过它们也并没有因此完全作废。在多数情况下，将过去的业绩来作为估值与选股的起点依然是可行的。

盈利能力的概念

盈利能力的概念在投资理论中占有明确且重要的地位。它将连续数年内的实际收益与对未来收益的合理预期结合起来，前提是不发生特殊事件。为此，数据必须要覆盖数年，因为：（1）连续或重复的事件总比单一的事件更为可信；（2）长期平均值能吸收并中和商业周期的扰动性影响。

然而，必须指出，将毫无关系的数据混在一起而求得的平均值，与“正常”或“典型的”平均值是不一样的，每年的收益都明显近似于该平均值。二者的区别可以在表37-1中清楚地看到。

表37-1　调整后的每股收益（1923—1932年）　　（单位：美元）

年度	克雷斯公司	哈德逊汽车公司
1932	2.80	3.54（亏损）
1931	4.19	1.25（亏损）
1930	4.49	0.20
1929	5.92	7.26
1928	5.76	8.43
1927	5.26	9.04
1926	4.56	3.37
1925	4.12	13.39
1924	3.06	5.09
1923	3.39	5.56
10年平均值	4.36	4.75

克雷斯公司的平均收益约为每股4.5美元，可以称之为“标准的盈利能力”，因为每年的数据与其偏差都在合理范围之内。另一方面，哈德逊汽车公司的每股平均收益为4.75美元，但这只是10个差别极大的数据的平均值，且没有理由使人相信从1933年起收益会与这个平均数存在任何关系。我们在对凯斯公司的讨论中也得出了类似的结论（见第81页）。

这个在1933年做出的结论，得到了后来6年收益数据的支持（见表37-2）：

表37-2　每股收益　　（单位：美元）

年度	克雷斯公司	哈德逊汽车公司	凯斯公司
1933	4.23	2.87（亏损）	14.66（亏损）
1934	4.76	2.10（亏损）	7.38（亏损）
1935	4.63	0.38	5.70
1936	4.62	2.14	12.37
1937	4.62	0.42	19.20
1938	2.76	2.94（亏损）	8.89
1939	3.86	0.86（亏损）	1.87（亏损）

注：a．基于1936年1股拆2股前的资本总额。

定量分析中也应考虑定性分析

在研究收益记录时，必须记住一个证券分析中的重要原则：**只有得到企业质量方面的支持，数量方面的数据才是有用的。**

仅凭过去的数据平稳这一点，还不足以认定公司的业务也相当平稳。撇开数据不谈，企业必须要具有内在的盈利能力。在对定量分析的讨论中，我们提到过斯塔贝克公司（Studebaker Corporation），这一附加标准的重要性在那个案例中得到了很好的体现。另一方面，年度收益有可能出现相当大的变化，但总有一个合理的平均值，可以视为对未来收益的粗略估计。在1934年，美国钢铁公司是这一方面最突出的例子，其1923—1932年的年度收益如表37-3所示。

表37-3　1923—1932年美国钢铁公司年度收益　　（单位：美元）

年度	普通股每股收益[a]	钢产量（吨）	占全国总产量的百分数（%）	折旧前每吨净利
1932	11.08（亏损）	3 591 000	34.40	3.54（亏损）
1931	1.40（亏损）	7 196 000	37.50	5.71
1930	9.12	11 609 000	39.30	13.10
1929	21.19	15 303 000	37.30	16.90
1928	12.50	13 972 000	37.10	13.83
1927	8.81	12 979 000	39.50	12.66
1926	12.85	14 334 000	40.40	13.89
1925	9.19	13 271 000	39.70	12.49
1924	8.41	11 723 000	41.70	13.05
1923	11.73	14 721 000	44.20	12.20
10年平均值	8.13	11 870 000	39.10	11.03

注：a．已根据资本总额的变化进行了调整。

与斯塔贝克公司1920—1929年的数据相比，美国钢铁公司的收益显得更不稳定。然而，美国钢铁公司10年期的平均每股收益为大约8美元，在预测未来方面，这要比斯塔贝克公司大约6.75美元的盈利能力更有保证。这源于美国钢铁公司在钢铁业界树大根深的地位，并且其年产量和每吨利润的波动连续多年都相对较小。我们可以基于这两点来计算美国钢铁公司近似的“正常收益”，过程如下：

正常或惯常的钢铁年产量	13 000 000 吨
每吨总收入	100.00 美元
折旧前每吨净利	12.50 美元
13 000 000 吨钢铁的净利	160 000 000.00 美元
折旧、债券利息和优先股股息	90 000 000.00 美元
8 700 000 股归属于普通股股东的净利润	70 000 000.00 美元
每股正常收益	8.00 美元

由此可见，1923—1932年的10年平均收益，近似基于相当确切的“正常”产出和利润率而得出的理论数值，而股票数量的增加使得这一“正常数值”不会超过10年期的平均值。尽管该计算存在大量误差，但它至少为合理地估计未来收益提供了一个起点。

如果6年后再来查看这一分析，我们就能找到一些矛盾之处。美国钢铁公司的收益在1937年恢复到每股7.88美元（对未分配利润征收附加税之前是8.31美元）。股价在1933年平均为45.5美元，1937年3月则涨到了最高的每股126美元。因此，事实证明了我们的结论，公司的盈利能力要比1932年的业绩及股价所反映的更强。

但实际上，1934—1939年的平均收益却很令人失望（总计不超过每股14美分）。如果这些数据对于钢铁行业的有效性，能像其对于大部分其他行业那样强，那就不得不承认，基于1923—1932年的分析是无效的，因为钢铁行业的基本面已经恶化了。（主要是单位成本的增加和平均产出的下降，而售价却总体上维持原状。）[(380)]

不应将当前收益作为首要的估值基础

普通股的市价更易受公司当前收益的影响，而不是长期平均收益。这在很大程度上导致了普通股的股价波动，且这一波动几乎（当然会有变化）与业绩的好坏变化相对应。很明显，根据当前收益而相应改变对某家公司的估值，是很不理性的。(381)一家企业在业绩好的年度可能轻易赚取相当于业绩差的年度两倍的利润，但是其所有者可能从未想过要相应地增减公司的价值。

这就是华尔街的惯常做法与一般企业准则之间最重要的区别之一。投机的大众在这一点上所采取的态度明显是错误的，而且他们的错误可能会给更理性的投资者以获利机会，因为后者会在股价因当前收益减少而下跌时买入股票，并在市场异常繁荣使得股价大涨后卖出。

“击败股市”的经典方法

这里有一个公认的“击败股市”的经典方法。很明显，使用该方法需要有坚毅的性格，以便能与众不同地思考与行动；同时该方法也需要耐心，以等待数年后才可能出现的机会。但是，还有一些其他的考虑，会使得这一表面上很简单的股市制胜方法变得更为复杂。在实际操作中，选择合适的买卖价位是个困难的事情。在1921—1933年间，某投资者可能在1925年年底前清仓，并在1926—1930年一直保持观望，直到大萧条的1931年再入市。在日后看来，这些行为中的第一步是判断上的失误，最后一步则会带来很多麻烦。在其他波动幅度较小的市场周期中，这样严重的误判不太可能发生，但就如何在正确的时间应用“高抛低吸”这一简单原则时，则总会有很多疑问。

在市场周期的变动中，股票的内在价值可能会变化很大，且个股的变化要大于市场的整体变化。因此，有时一只普通股的股价相对于

其以前的平均收益会显得很高，但其境况可能后来得到了改善，以致在下一轮衰退中，其价格涨至更高也合乎情理。而相反的情况则可能会发生在低价购买证券时。如果这样的情形不怎么改变，那市场是否还会对公司情况的即期变化作出迅速而有力反应，就值得怀疑了。市场的错误在于，它假设在任何情况下这种变化都会继续下去，或者至少保持着。然而经验表明，那只是例外，大部分的实际情况其实是相反的。

市场总是不加区别地以当前收益为基础来对股票进行估值，而分析师则不能这样。有时需要更为注重近期的数据而非平均值，但前提是：能得到具有说服力的证据，以证明当前的业绩是可持续的。

平均值VS.收益趋势

除了极其强调公司当前的业绩，股市还很注重具有指示作用的收益趋势。在第27章中，我们指出，对趋势进行放大存在着双重风险。第一，假定的趋势可能是不可靠的；第二，基于趋势的估值不服从任何计算法则，因此极易被夸大。在分析收益记录时，平均值与趋势之间的确存在着根本性的冲突，接下来的这个简化的例子将很好地说明这一点（见表37-4）。

表37-4　平均值与收益趋势　　（单位：美元）

公司	连续7年的每股收益						第七年（当前）	7年平均值	趋势
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年			
A	1	2	3	4	5	6	7	4	很好
B	7	7	7	7	7	7	7	7	中等
C	13	12	11	10	9	8	7	10	差

从这些数据来看，当前收益（本例中为每股7美元）相等时，趋势越好，平均值越差；而趋势越差，则平均值越高。这就提出了一个重要问题：在预测未来方面，趋势甚至还不如平均值重要吗？具体而言，在预测A公司和C公司在接下来5年内的业绩时，难道应该认为它们都相当于过去的平均值？即A公司4美元、C公司10美元；而不是依照趋势，即A公司为：8美元、9美元、10美元、11美元、12美元，而C公司为：7美元、6美元、5美元、4美元？

答案来源于常识，而非形式的或先验的逻辑。A公司业绩的趋势很好，这点当然需要考虑，但却不能仅仅将其增长趋势线机械地延伸至遥远的未来。相反，必须记住，自发或正常的经济力量会影响趋势的可持续性。(382)竞争、管制、边际报酬递减规律等，都极大地阻碍了企业的无限扩展；相反的因素或许会阻止企业的衰退，但力度较小。因此，分析师必须采取谨慎的态度，找出使业绩更好的原因，并且衡量公司应对阻碍其持续增长的常见因素的能力，而不是和市场一样，将有利的趋势想成理所当然。

当趋势向上时，分析师的态度

即使定性研究能提供有利的结论（大多数情况下如此），分析师依然需要将投资价值建立在一个假定的盈利能力上，该盈利能力不能超过公司在正常经营情况下所能达到的盈利水平。之所以给出这样的建议，是因为投资价值只与已被证实过的业绩有关，因此，无论是预期中会增长的业绩，还是过去非正常条件下所取得的业绩，都不能作为估值的基础。在下一章我们将提到，当前景较好时，假定的盈利能力也更容易实现。但同时我们也建议，如果希望所得出的估值在严格的投资限制中也适用，那么就应将乘数的最大值保持在审慎的水平上（在1940年的条件下是20）。在这一基础上，假设当前年度的商业形势一般，A公司的盈利可能会是每股7美元，其投资价值则可能是140美

元。[(383)]股市与分析师（我们已给出其观点）在方法上的分歧意味着：那些所谓的“好股票”在正常市场条件下的现时股价，对于审慎的分析师而言可能过高。但这并不意味着分析师认为市场估值是错误的，而是他不能确定市场的估值是否正确。他可能会把其中大部分归因于“投机因素”，意思是股价是因为预期业绩而非已有业绩才这么高。（第39章将会进一步讨论这个话题。）

当趋势下行时，分析师的态度

当趋势已确定下行时，例如C公司，分析师就要格外注重不利的因素。千万不能假定下行趋势不久就会逆转，也不能将过去的平均值（远高于当前收益）当作未来的收益。对于任何草率的结论，如公司前景无望、不再盈利、其股票将毫无价值等，分析师都须谨慎对待。要判断买进一种价格相对较低、同时收益趋势正在下滑的证券是否划算，那么对企业现状及前景的定性分析则是必要的。我们认为，分析师的观点和认真分析企业优缺点的企业家的观点是一致的。

为了展示分析过程，我们附上了大陆烘焙公司及美国洗衣设备公司1925—1933年的净收益记录（见表37-5）。

表37-5　1925—1933年两家公司净收益记录　　（单位：美元）

年度	大陆烘焙公司	美国洗衣设备公司
1933	2 788 000	1 187 000（亏损）
1932	2 759 000	986 000（亏损）
1931	4 243 000	772 000
1930	6 114 000	1 849 000
1929	6 671 000	3 542 000
1928	5 273 000	4 128 000
1927	5 570 000	4 221 000
1926	6 547 000	4 807 000
1925	8 794 000	5 101 000

美国洗衣设备公司的利润呈持续下滑趋势，大陆烘焙公司的表现也同样差劲。在1929年，当时绝大部分公司都到达了鼎盛状态，这两家公司的利润却大大低于4年前。

华尔街分析师会从中得出这样的结论：两家公司都很明显地处于下行趋势。但这样极度的悲观显然是不合理的。对这两家公司的定性分析会表明：首先，这两个行业都会持续下去且相当稳定；其次，每家公司都在本行业内占据着领先地位且财务状况良好。因此可以推定，1925—1932年的下行趋势只是由于偶然或暂时性的因素，在衡量企业未来的盈利能力时，应当更为注重较高的平均值，而非看似很糟的趋势。(384)

亏损是定性因素，而非定量因素

当公司报告亏损时，通常还会计算每股亏损或者亏损额与利息金额的比率。例如，统计手册表明，1932年美国钢铁公司的亏损额是其债券利息是的12.4倍，且每股普通股亏损为11.08美元。必须承认，这些数字本身是没有任何数量上的意义的，且人们也严重质疑它们在计算平均值方面的价值。

假设A公司去年每股亏损5美元，B公司为7美元，两只股票的股价均为25美元。这是否就意味着A公司的股票胜过B公司的股票？很明显不是。如果假设答案是肯定的，那么就意味着流通中的股票数量越多，每股股票的价值就越高。如果B公司发行两股新股以替换1股旧股，那么每股新股的亏损就是3.5美元，根据先前假设，每股新股票都会比老股票值钱。这样的分析也可应用到债券利息上。假设A公司和B公司在1932年的亏损均为1 000 000美元，A公司发行了利率为5%、价值4 000 000美元债券，B公司发行了利率为5%、价值10 000 000美元的债券。A公司的亏损额是其债券利息的5倍，而B公司的亏损额为其债券利息的两倍。这些数据并不意味着A公司的债券不如B公司的债券安

全系数高，因为如果那样的话，则债券发行量越少，其安全性越差，而这显然是荒谬的。

如果平均值中包含有一些亏损额，那么就要考虑，它能否代表真实的盈利能力，因为各年的数据变化太大，必然会降低平均值的代表性。考虑到在20世纪30年代的大萧条时期，各企业普遍亏损，这一点便非常重要了。对于大多数公司而言，在代表盈利能力方面，1933年后的平均值要胜于1930—1939年10年期的平均值。(385)

直觉并非分析师的惯用手段之一

如果没有任何迹象表明情况会向相反方向发展，我们就会把过去的记录作为预测未来的基础。但是分析师必须时刻警惕任何相反的情况出现，必须将想象或直觉与合理的分析区分开来。预测未来的能力是无价的，但这并不是分析师的惯用手段。（如果分析师也有此能力的话，他就无须做分析了。）他只能利用逻辑并总结经验，然后作出合理的预测。我们不能过分苛求分析师，比如，要他预测出香烟会从1915年起销量大增，或雪茄业的衰退，或鼻烟业令人惊讶的稳定。再举一个例子，分析师也无法预测到，两家最大的罐头企业能够占有因需求增长而带来的所有利润，且没有遇到强大的竞争，而这样的竞争甚至使一些发展得更快的行业变得无利可图，如收音机行业。

对未来的分析应该是洞察性的，而非预言性的(386)

案例

让我们来看看1939年3月至7月的英特泰普公司（Intertype Corporation），当时其股价是每股8美元。在这一规模相对较小的

行业（为印刷行业提供排铸机等）里，这家老牌公司是一家龙头企业。它近期的盈利不容乐观，同时也没有好转的迹象。然而，分析师却被其资产负债表所吸引，因为该表显示，其每股净流动资产接近20美元。其普通股10年间的收益、股息及价格记录见表37-6。

表37-6　英特泰普公司10年的收益、股息及股价　　（单位：美元）

年度	每股收益	股息	股价波动范围
1938	0.57	0.45	12 ¾--8
1937	1.41	0.80	26 ½ --9
1936	1.42	0.75	22 ¾ --15
1935	0.75	0.40	16--6 ⅛
1934	0.21		10--5 ⅝
1933	0.77（亏损）		11 ⅛--1 ⅜
1932	1.82（亏损）		7--2 ½
1931	0.56	1.00	18 ⅝ --4 ¾
1930	1.46	2.00	32--12
1929	3.05	1.75	38 ¾ --17
1934—1938 年的平均值	0.87		
1929—1938 年的平均值	0.68		

毫无疑问，记录中没有任何吸引人的东西，因为整个记录毫无规律，也不呈现有利的趋势。尽管这使得投机者不看好该公司，但可以想象，分析师或许会以不同的方法对其进行分析。

对于分析师而言，关键的问题是，能否指望该公司继续经营下去，并像以前一样在任何情况下都能获取利润？在这一点上，考虑到公司在行业内的主导地位，及其良好的财务状况，便能得到一个肯定的答案。既然答案是肯定的，那么分析师就会指出，每股8美元买进股票将几乎不可能亏损；且只要出现有利迹象，股价就会翻番。请注意，在过去的5年中，有三年该股股价是1939年7月时股价的2~4倍，而在10年间则有6年如此。

我们会注意到，这种类型的分析，其重点在于得出一个一般性的结论，即公司将会经营得比以前更好，而非精确预测未来的趋势。

华尔街分析师怀疑，是否这样的推理都能被应用于任何趋势不规则的公司？而且他们会认为，要得出这样的结论，其困难和风险就像确信“成长型公司”会继续成长一样。但是我们认为，相对于惯常的分析，英特泰普式的分析法有两个明显的优势。惯常的分析会认为，可口可乐公司的价值是其近期收益的22倍或者其资产价值的35倍，因为该公司的利润实际上已连续增长超过15年。

总之，英特泰普式分析的第一个优势是：一般而言，人们分析企业并作出投资决策时的前提假设，基本与我们分析英特泰普公司时的一样。第二个优势是：该分析法是审慎的，它为可能出现的错误或失败留有足够的余地，可以大大减小将“对未来的信任”与纯粹的投资热情相混淆而导致的风险。

高额利润通常都是过眼云烟

更多时候，实际情况会与刚才所讨论的恰恰相反。针对过去的辉煌业绩能否无限持续下去，分析师提出了质疑。

案例

J.W.“全动式水平尾翼”沃森公司（J. W. Watson [“Stabilator”]Company），主要从事于单一类型的配件制造。这样一个小公司的成功一般都是昙花一现。竞争和工艺改进，对盈利而言是更为现实的威胁。因此，在这种情况下，读者便可能会指出：股价（其与当前收益及平均收益的比率基本相同）高涨是源于

人们认为其收益是可持续的，而实际上，这样的想法毫无依据，高额利润就本质上而言是短暂的。表37-7中，有与此相关的数据。

表37-7　J.W.沃森公司　　（单位：美元）

年度	普通股净收益	每股净收益	普通股股价波动范围	股息
1932	214 026（亏损）	1.07（亏损）	3/8~1/8	无
1931	240 149（亏损）	1.20（亏损）	2~1/8	无
1930	264 269（亏损）	1.32（亏损）	6~1	无
1929	323 137（亏损）	1.61（亏损）	14⅜~1⅜	无
1928	348 930（亏损）	1.74（亏损）	20~5¼	50美分
1927	503 725	2.16	25½~18⅜	50美分
1926	577 450[a]	2.88[a]	1927年之前无报价	
1925	502 593[a]	2.51[a]		
1924	29 285[a]	0.15[a]		
1923	173 907[a]	0.86[a]		
1922	142 701[a]	0.71[a]		

注：a. 基于原公司的收益及1932年的资本总额。

同样的分析也可应用于1928年的科蒂公司（Coty, Inc.）。该公司的收益纪录极佳，但这些收益却是来源于一系列名牌化妆品的流行。的确，在这个行业，女性多变的爱好既可以成就一家企业，也能毁了它。有一种观点认为，前几年里利润的急剧上升意味着将来会有更多的利润。这种观点在本例中就显得尤为荒谬了，由于该行业的特性，科蒂公司离盛极而衰的转折点已经不远了，紧接着将会是利润的大幅下滑，即使能够避免，可能性也是微乎其微。表37-8中是科蒂公司的一些数据。(387)

表37-8　科蒂公司收益数据　　（单位：美元）

年度	净利润	每股收益（调整后）
1923	1 070 000	0.86
1924	2 046 000	1.66
1925	2 505 000	2.02
1926	2 943 000	2.38
1927	3 341 000	2.70
1928	4 047 000	3.09
1929	4 058 000	2.73

1929年，科蒂公司的股价达到了每股82美元的顶点，市值为大约120 000 000美元，即其最高收益的30倍。而公司所获得的实际投资额（股本和盈余）为14 000 000美元左右。

接下来的收益数据如表37-9所示：

表37-9　科蒂公司收益数据　　（单位：美元）

年度	净利润	每股收益
1930	1 318 000	0.86
1931	991 000	0.65
1932	521 000	0.34（1932年的最低股价为1.5美元）

这种分析方法还可以用来分析1933年发行的啤酒股票。基于生产能力及每桶利润，这些股票有高额的当前收益或未来收益。但无须任何天赋，分析师都能非常自信地预测，大量涌入这一新行业的资金最终将会造成生产能力过剩和激烈的竞争。

因此，在实际中，现金投资不太可能持续地大量获利。更有可能的是，很多企业都会出现财务困难。其余的企业中，绝大部分都无法获得足够的收益以支撑其高涨的股价，而这种高价正是源于公司最初的成功。(388)

38

质疑或否定过往收益

在分析一家企业时，对于经营业绩起着决定性作用的每一个因素都要仔细分析，以确定未来是否会有不利的变化出现。从矿业领域选取的几个例子，将为我们展示这一过程。在这里，4个决定性的因素分别是：（1）矿产的可开采年限；（2）年产量；（3）生产成本；（4）售价。第一个因素的重要性，已经在前面的章节中结合从收入中计提折耗费用讨论过了。如果未来将要开采的矿产，与先前的矿产在位置、性质或品质上不一样，那么产出和成本都将受到影响。(389)

产出与营运成本的比率

案例

卡柳梅特与赫克拉联合铜业公司（Calumet and Hecla Consolidated Copper Company）。这家铜生产商在1936年及先前的报告中，解释了各种与矿石储量有关的问题。1936年的损益表可以总结如下：

铜产量	78 500 000 磅
销售量	95 200 000 磅（每磅 9.80 美分）
折旧与折耗前利润	3 855 000 美元
折旧	1 276 000 美元
折耗	1 726 000 美元
折旧后、折耗前的每股收益，共 2 006 000 股	1.29 美元

1937年年初，该股票股价为20美元，整个公司估值为40 000 000美元，即30 000 000美元的矿产加上10 000 000美元的营运资金。

详细分析1936年的收益结构后，就能发现，该公司有4个相互独立的收益来源，如表38-1所示。

表38-1　4个独立的收益来源

铜的来源	磅（百万）	折旧与折耗前利润	
		美分/磅（近似值）	总额（近似值）
以前生产的铜	17.3	4.5	775 000 美元
康格劳莫特铜矿	36.3	3.6	1 305 000 美元
阿梅克铜矿	23.0	3.3	760 000 美元
回收厂	19.2	5.3	1 015 000 美元
	95.8	4.0	3 855 000 美元

这4个利润来源，除了最小的之外，其余3个都有确切的使用期限。以前开采的铜数量有限；公司70年来的产量支柱——康格劳莫特铜矿，“将会在12~14个月内”枯竭。通过提炼残渣而回收的铜，只能算是最劣质的铜，而且还只能再持续5~7年。唯一较为稳定的产量来源是阿梅克铜矿，其运营成本也是最高的，因此它在1932年4月至1935年都处于关闭状态。（1936年还有其他一些运营成本很高的铜矿被关闭。）

因此，通过分析就能发现，在未来，康格劳莫特铜矿和回收厂能赚取的利润将不超过700万~800万美元。因此，除了具有不确定性的新开发项目，公司40 000 000美元估值中的大部分，将依靠那些成本较高的矿产的利润。而在1936年，那些矿产的利润只占总利润的一小部分。(390)

案例

弗里波特硫黄公司（Freeport Sulphur Company）。在1933年，该公司称为弗里波特得克萨斯公司（Freeport Texas Company）。它给分析师出了一个难题，即在当时的情况下，以过往的收益记录为依据来发行新的证券，这样是否合理？1933年1月，公司以每股100美元发行了股息6%的可转换优先股，发行总额为2 500 000美元，筹集的资金用来为一个租来的硫黄矿安装设备。

发行说明书还陈述了一些其他事项：

1. 基于1928—1932年的年均销量，该矿预计还能再开采至少25年；
2. 1928—1932年的平均收益为2 952 500美元，即优先股股息的19.5倍。

其意思是，假设硫黄的价格不发生变化，公司就肯定能在未来25年里，获取与以前相当的收益。

然而，事实却不能保证这个结论的正确性。公司以前的收益来源于两个矿产，分别在布莱恩高地和霍斯金斯高地。布莱恩高地的矿产归该公司所有，且是利润的主要来源。但到1933年，该矿的开采期已经“明显有限”（上市申请书如此陈述）；事实上，该矿的可开采期已不超过3年。霍斯金斯高地的矿是从得克萨斯公司（Texas Company）租来的，固定租金为每吨1.06美元，这意味着，至少70%的净利润支付给了得克萨斯公司作为租金。[(391)]弗里波特公司一半的硫黄产量来源于霍斯金斯高地矿。位于路易斯安那州

格兰德爱卡叶（Grande Ecaille）的新矿即将开发，但其租金将会是净利润的40%左右。

因此，弗里波特得克萨斯公司1928—1932年的收益与其未来的预期收益没有直接关系。那些被说成还能开采25年的硫黄矿，是指另一个地方的矿，且其开采条件也与先前的矿完全不同。开采新矿的利润，大部分用于支付租金，而老的布莱恩高地矿完全归弗里波特公司所有，因此其利润应100%归公司。

除了较高的成本，还必须注意：弗里波特公司未来的利润大部分将依赖于一个新项目。格兰德爱卡叶矿还没有安装好设备，不能开采，因此它面临着许多风险，那些风险都是处于发展阶段的企业所常遇到的。相对于布莱恩高地矿，新矿的开采成本极可能更高，当然也可能更低。从证券分析的角度来看，最重要的一点是，两个矿是如此不同，实际上也就相当于分析两个不同的企业了。因此，在与未来收益的相关性上，1928—1932年弗里波特得克萨斯公司的收益记录，并不比其他一些完全不同的硫黄公司高，如得克萨斯海湾硫黄公司。

让我们再次考虑企业家对其证券价值的看法。利用弗里波特得克萨斯公司的业绩可以得出接下来一系列的分析。在1933年6月，企业的市场价值为32 000 000美元左右（25 000股优先股，每股125美元；730 000股普通股，每股40美元）。其未来利润的大部分都依赖于一个新矿，该矿是从三家大型石油公司租来的，并花费了3 000 000美元才装备起来。在这次租赁交易中，这些石油公司都尽力为自己争取了有利条件。实际上，对于这个只投资了3 000 000美元的企业，市场给出了20 000 000美元甚至更高的估价。当然，这家企业的价值很可能会超过投入资金的6倍。但是，站在一般性的商业惯例角度来看，为预期的未来利润支付如此之高的溢价，是极其不谨慎的。[(392)]

很明显，股市自有其运行道理。但在作者看来，当这些道理过分远离健全的理智及商业经验时，普通股购买者最终将不可避免地遭受亏损，即使其能在短期内获得大量投机收入，或者有些买卖能侥幸地长期获利。

产品未来的价格

前面三个例子，都涉及产出率及营运成本的可持续性，而先前的预测收益都是以此为基础的。我们一般假定，在预测产品未来的售价时，这些指标都是已知的。对于未来的售价，分析师没有什么可如实说的，除非价格落在了合理预测的范围之外。

有时，事实能更为清楚地解释问题。我们继续采用矿业领域的例子，第一次世界大战期间，锌生产商由于粗锌的高价而获得了巨额利润。在1915—1916年的两年里，比尤特与苏必利尔矿业公司（Butte and Superior Mining Company）的折旧与折耗前每股收益不少于64美元，这归因于其每磅锌可赚取13美分，而第一次世界大战前每磅锌平均只赚5.25美分。很明显，该公司未来的盈利，几乎肯定会大大低于战时水平。战时的盈利也不能与其他任何年份的盈利相加，然后再求出平均的或可能的“正常”收益。(393)

低成本厂商地位的改变。铜矿开采业提供了一个具有更广泛意义的例子。对该行业的公司进行分析时，必须要考虑到这样一个事实：自从1914年以来，大量新的低成本厂商已经发展起来，而其他的公司也通过冶金工艺的改进而成功降低了冶炼成本。这意味着，整个行业生产成本的“重心”已显著降低。如果其他条件不变，这将会使产品售价降低（在天然橡胶业，这更为明显）。换言之，那些曾经生产成本低于平均水平的厂商已经丧失其优势，除非它们已改进生产技术。分析师需要在其分析中考虑到这些变化，并谨慎看待未来的铜价，至

少，在与第一次世界大战前或者萧条前的平均价格相比时，需要采取审慎的态度。(394)

跨区快速地铁公司历史上的异常股价，及一些证券之间的价格差异

纽约跨区快速地铁公司的历史盛衰无常，其股价经常与分析得出的价值不一致。根源在于，因特殊原因，当时的即期收益与过往收益无法代表未来的盈利。

在1918年之前的许多年里，跨区快速地铁公司都是非常兴旺的。截至1917年6月30日前的12个月里，其股本的每股收益为26美元，每股股息为20美元。其股票几乎全部为跨区联合公司（Interborough Consolidated Corporation，以前叫跨区大都会公司[Interborough-Metropolitan Corporation]）所持有，该控股公司还发行过证券抵押信托公司债、股息为6%的优先股以及普通股。包括其在跨区快速地铁公司的未分配利润份额，跨区联合公司的优先股每股收益为11.5美元，普通股每股收益为2.5美元。市场上优先股每股售价为60美元，普通股为10美元。这些股票的交易都很活跃，许多金融机构都着重强调地铁交通的飞速发展，并向公众大力推荐这些股票。

稍加分析就会发现，真实的情况与表面所见的完全不一样。按照纽约市与跨区快速地铁公司签订的合同，新的地铁设施正在兴建（布鲁克林地铁公司[Brooklyn Rapid Transit Company]也与纽约市签订了修建地铁的合同）。根据合同，只要这些新线路运营（预计在下一年），跨区快速地铁公司的收益将会被限制在1911—1913年时的平均水平上，这比当时的实时利润少了许多。而纽约市则能从其投资巨大的新线路中得到高额回报。当所有的款项（包括拖欠的款项）都付清后，纽约市将与跨区快速快运公司平分剩余的收益。然而，纽约市所欠的优先偿付款项是如此之多，以致专家认为，即使在最有利的条件

下，也至少需要30年之后，才会有多余的收益供其与跨区快速地铁公司分享（见表38-2）。

表38-2　跨区快速地铁公司　　（单位：美元）

项目	1917 年的实际收益	截至与纽约市的合同执行时的最高收益
跨区快速地铁公司的收益	9 100 000	5 200 000
跨区联合公司所占的份额	8 800 000	5 000 000
跨区联合公司的债券利息	3 520 000	3 520 000
可供跨区联合公司优先股分享的收益	5 280 000	1 480 000
优先股股息	2 740 000	2 740 000
跨区联合公司归属于普通股股东的净利润	2 540 000	1 260 000（亏损）
跨区联合公司优先股每股收益	11.50	3.25
跨区联合公司普通股每股收益	2.50	无

因此，这无可争辩地表明，在一年的时间内，跨区快速地铁公司将会出现严重亏损，而非迎来光明的未来；此后控股公司也不可能保持优先股每股6美元的股息，而在整整一代人甚至更长的时间里，普通股持有者将得不到任何收益。因此，从数字上来看，跨区联合公司的优先股和普通股的价值都远远低于其当时的售价。[(395)]

后来的结果不仅证实了上述观点，而且还证明了，当收益或价值上限固定后，常常会出现实际数据低于这一上限的风险。与新地铁线开始运营相伴随的，是营运成本的大幅增加，这归因于第一次世界大战时的通货膨胀；正如预料的一样，新线路的运营也减少了老线路的利润。跨区快速地铁公司不得不迅速减少其股息，在1919年则完全取消了股息。因此，其控股公司——跨区联合公司在1918年也暂停了优先股的股息支付。第二年，该公司违约拖欠债券利息，遂破产并彻底消失，其优先股和普通股也不复存在。两年之后，跨区快速地铁公司通过“自愿”重组的方式将到期的债券延期。当这些延期了的债券在

1932年到期时，公司又无法偿付，这一次，破产管理人接管了公司的全部资产。

在两次申请破产管理间的10年里，公司的收益状况出现了新变化，类似1917年的状况。[(396)] 1928年，跨区快速地铁公司宣称盈利3 000 000美元，即普通股每股收益8.5美元，当时股价高达每股62美元。但这些盈利中包含了地铁部门“拖欠的优先支付款项”，金额高达4 000 000美元。而这4 000 000美元，只是跨区快速地铁公司应从地铁部门获得的款项的一部分，该款项来自地铁收益，目的是为了弥补跨区公司在新线路营运前期的亏损。1928年6月30日，地铁部门拖欠的优先支付款项只剩1 413 000美元，因此，跨区快速地铁公司股票的所有可得收益，都来自这一特殊的收入来源，且这个来源只能再维持短短几个月。然而，粗心的投机者却将跨区公司股票的收益当作永久性的。分析证明，这种收益绝非永久性的，只是暂时性的。

39

普通股市盈率与基于资本总额变化的调整

在前面的章节中已经提到，华尔街对收益与价值之间的关系存在许多看法。人们通常认为，股票的价值是其即期收益的若干倍。这个倍数或乘数，既取决于普遍的看法，也取决于企业的性质和过往记录。在1927—1929年的牛市之前，10倍的市盈率是公认的估值标准。更具体点说，对普通股的估值一般都以10倍市盈率为起点。所以，除非一只股票特别优秀，人们才会赋予其更高的市盈率，反之亦然。

大约从1927年开始，10倍的市盈率标准被一系列令人困惑的新标准所取代。一方面，市场普遍倾向于高估普通股的价值，这可用一位金融界领袖的名言来总结：好股票的价值相当于其收益的15倍。(397) 同时也出现了另一种倾向：对不同类型的普通股估值，进行了更为彻底的区分。在1928—1929年，那些受到特别青睐的企业，如公用事业和连锁商店，其股票市盈率非常高，在25倍到40倍之间，蓝筹股（各行业龙头企业的股票）的情况也是如此。正如先前所指出的，这些过高估值的前提是，假设过去收益的上升趋势会持续下去。1932年之后，由于长期利率骤降，市盈率普遍变得更高。

精确地估值无法实现

证券分析不可能总结出某种方法，以估计出任何一只普通股的“合理价值”。实际说来，根本就没有这样的方法。估值的标准极其易变，能精确地估计股票价值的方法根本不存在。将股票的价值建立

在即期收益之上，看起来就很荒谬，因为即期收益一直在变化。同时，无论乘数是10、15或是30，实际上都纯粹是一种主观上的任意选择。

但是，投资者本身没有时间来进行这样科学的思考，他必须先估值，再去找依据。其境况就像毁约诉讼案中的陪审团。尽管不存在什么合理的方法来估值，投资者却必须估值并做出判断。因此，普通股股价并不是经过精细计算得到的，而是人们的各种反应相混杂的结果。股市就是一个投票机，而非称重器。真实的数据不会直接影响股市，而是要通过买卖双方来间接施加影响。

在股票估值方面，分析师的作用有限

事实和人们的偏好都在不断变化，面对这些，分析师无法作出精准的判断。但是，他依然能就此发挥一些具体的作用（即使作用有限），下面就是一些具有代表性的作用：

1. 他会设定一个标准，以对普通股进行审慎或投资性的估值，这两种估值与投机性估值是不同的；
2. 他会指出资本结构和收入来源对股票估值的重要意义；
3. 他会在资产负债表中找到影响收益的异常因素。

投资性估值的最高标准

普通股投资者和投机者一样，都是基于对未来收益的预测做出决策，而非过往收益。他的估值必须建立在对未来收益合理且审慎的预测之上。但是，只有当未来收益受制于一段时期内的实际业绩时，他才会对其做审慎的预测。其实，上一年的利润也能够代表未来的利润，条件如下：（1）当年的业务状况一般；（2）在过去几年中，企

业的收益趋势呈上升状态；（3）通过对行业的研究，确信其会继续发展。

在极其少见的情况下，投资者有理由相信未来的收益会高于以往任何时候，这可能是由于研发了新的专利、发现了新的矿石或其他特殊而重要的事情。但在大多数情况下，应该利用5~10年的年平均收益来计算普通股的投资价值。不过这并不意味着平均收益相同则股票价值也相同，如果某股票的即时收益高于其平均水平，或被认为会有更好的前景与稳定的收益，那么普通股投资者（如审慎的购买者）会给予其更高的估值。

我们的核心观点是，在任何情况下，都要给乘数设定一个适度的上限，以便使估值处于安全的范围之内。我们认为，在投资普通股时，股价达到平均收益的20倍左右就算很高了。

尽管这一标准本质上不可避免地具有主观任意性，但也不是完全如此。投资股票的前提是该股票具有价值，而一般普通股的价值只能通过已知的盈利表现出来，如平均收益。若相对于市价，平均收益率低于5%，那么股价就可能过高了。很明显，站在投资者的角度来看，这样的市盈率不在安全边界以内。除非未来的收益会大大高于以前，否则投资者不应购买该股票。但是，在本质上，这样的标准是投机性的，它已经不在普通股投资的范围内。(398)

投机交易中高价盛行

必须要弄清楚一点，我们并不是说，对于任何普通股，支付超过其平均收益20倍的价格就是一个错误；我们的意思是，那样的行为是投机性的。这类交易或许能轻易获得高额收益，但需要智慧和好运。此外还应注意，只有极少数的投机者能够在投机活动中一直保持明智和好运气。因此，我们可以得出一个具有重要意义的结论：偏爱购买

市盈率超过20倍的普通股投资者，在长期内极有可能损失惨重。在不仔细核查的情况下，人们很容易一再地受牛市的诱惑，并总能找到理由来证明为普通股支付高价是合理的，其实那些理由根本站不住脚。

成为投资级普通股需满足的其他必要条件及由此得到的结论

必须指出，如果将平均收益的20倍设定为投资级别股价的上限，那么人们所支付的价格，一般都会远低于这个最大值。这意味着，对于前景一般的企业而言，12倍或12.5倍的股票市盈率才是合适的。还需要强调一点，**合理的市盈率不是普通股投资的唯一必要条件，它只是必要条件，而非充分条件**。公司还必须在财务、管理及前景方面满足相应的要求。

由此可以得到一个重要的结论：**具有吸引力的投资性股票其实也是具有吸引力的投机性股票**。因为如果普通股能够满足保守投资者的要求，即又能保值，又具有良好的前景，那么，该股票的股价极有可能上涨。

投机性与投资性股票的案例

我们对投资性股票的定义，与华尔街所说的优质普通股不一样。对于这些优质普通股来说，即使市盈率超过20倍，也是合理的。并且，不管价格多高，这些股票都属于“投资性股票”。而按照我们的观点，如果这些“最好的普通股”价格过高，实质上也就成了投机性的了，因为高股价需要未来业绩的增长来支撑。因此，我们所定义的投资级普通股，是指处于质量可疑的低价投机性股票和优质高价的投机性股票之间的股票。

接下来的9个例子很好地展示了这些区别，这些例子截至1938年12月31日（见表39-1至表39-3）。[(399)]

表39-1　A组：1938年12月，因价格过高而变成投机性的普通股　　（单位：美元）

项目	A组		
	通用电气公司	可口可乐公司	佳斯迈威公司
普通股每股收益：			
1938年	0.96	5.95	1.09
1937年	2.20	5.73	5.80
1936年	1.52	4.66	5.13
1935年	0.97	3.48	2.17
1934年	0.59	3.12	0.22
1933年	0.38	2.20	0.64（亏损）

续表 39-1

项目	A 组		
	通用电气公司	可口可乐公司	佳斯迈威公司
1932 年	0.41	2.17	4.47（亏损）
1931 年	1.33	2.96	0.45
1930 年	1.90	2.79	3.66
1929 年	2.24	2.56	8.09
10 年期平均值	1.25	3.56	2.15
5 年期平均值（1934—1938 年）	1.25	4.59	2.88
债券	无	无	无
优先股	无	36 000 000（共 600 000 股，每股 60 美元）	9 750 000（共 75 000 股，每股 130 美元）
普通股	1 250 000 000（共 28 784 000 股，每股 43.5 美元）	529 500 000（共 3 992 000 股，每股 132.25 美元）	89 300 000（共 850 000 股，每股 105 美元）
资本总额	1 250 000 000	565 500 000	99 050 000
有形资产净值（截至 1938 年 12 月 31 日）	335 182 000	43 486 000	48 001 000
净流动资产（截至 1938 年 12 月 31 日）	155 023 000	25 094 000	17 418 000
基于普通股股价的平均收益率（1929—1938 年）	2.9%	2.7%	2.0%
基于普通股股价的最高收益率（1929—1938 年）	5.1%	4.5%	7.7%
基于普通股股价的最低收益率（1929—1938 年）	0.9%	1.6%	亏损
基于普通股股价的平均收益率（1934—1938 年）	2.9%	3.5%	2.7%

注：数据已根据资本总额的变化加以调整。

表39-2　B组：1938年12月，因收益不稳定而变成投机性的普通股　　（单位：美元）

项目	B组		
	固特异轮胎公司	席梦思公司	扬斯顿钢板钢管公司
普通股每股收益：			
1938年	1.34	1.42	0.89（亏损）
1937年	1.95	2.88	6.79
1936年	3.90	3.53	7.03
1935年	0.12	1.14	0.64
1934年	0.66（亏损）	0.84（亏损）	2.95（亏损）
1933年	0.79（亏损）	0.04	7.76（亏损）
1932年	4.24（亏损）	2.57（亏损）	11.75（亏损）
1931年	0.04	0.79（亏损）	6.55（亏损）
1930年	0.37（亏损）	1.05（亏损）	5.17
1929年	10.23	4.15	17.28
10年期平均值	1.15	0.79	0.70
5年期平均值（1934—1938年）	1.35	1.63	2.12
债券	50 235 000	10 000 000	87 000 000
优先股	70 250 000（共650 000股，每股108美元）	无	12 165 000（共150 000股，每股81美元）
普通股	7 7500 000（共2 059 000股，每股37.625美元）	37 050 000（共1 158 000股，每股32美元）	90 900 000（共1 675 000股，每股54.25美元）
资本总额	197 985 000	47 050 000	190 065 000
有形资产净值（截至1938年12月31日）	170 322 000	28 446 000	224 678 000
净流动资产（截至1938年12月31日）	96 979 000	14 778 000	83 375 000
基于普通股股价的平均收益率（1929—1938年）	3.1%	2.5%	1.3%
基于普通股股价的最高收益率（1929—1938年）	27.2%	13.0%	31.8%

续表 39-2

项目	B 组		
	固特异轮胎公司	席梦思公司	扬斯顿钢板钢管公司
基于普通股股价的最低收益率（1929—1938 年）	（亏损）	（亏损）	（亏损）
基于普通股股价的平均收益率（1934—1938 年）	3.6%	5.1%	3.9%

表39-3　C组：1938年12月，在数据上满足投资性要求的普通股　　（单位：美元）

项目	C 组		
	亚当斯米丽斯公司	美国安全剃刀公司	J.J. 纽伯利公司
普通股每股收益：			
1938 年	3.21	1.48	4.05
1937 年	2.77	2.47	5.27
1936 年	2.55	2.70	6.03
1935 年	2.93	2.42	4.94
1934 年	3.41	2.03	5.38
1933 年	2.63	1.40	3.06
1932 年	1.03	1.14	1.07
1931 年	4.72	1.58	1.73
1930 年	4.83	2.50	2.27
1929 年	4.83	2.57	3.15
10 年期平均值	3.29	2.03	3.70
5 年期平均值（1934—1938 年）	2.97	2.22	5.13
债券	无	无	5 587 000
优先股	无	无	5 405 000（共 51 000 股，每股 106 美元）
普通股	3 280 000（共 156 000 股，每股 21 美元）	7 800 000（共 524 000 股，每股 14.875 美元）	13 110 000（共 380 000 股，每股 34.5 美元）

续表 39-3

项目	C 组		
	亚当斯米丽斯公司	美国安全剃刀公司	J.J. 纽伯利公司
资本总额	3 280 000	7 800 000	24 102 000
有形资产净值（截至1938年12月31日）	3 320 000	6 484 000	25 551 000
净流动资产（截至1938年12月31日）	926 000	3 649 000	8 745 000
基于普通股股价的平均收益率（1929—1938年）	15.7%	13.7%	10.7%
基于普通股股价的最高收益率（1929—1938年）	23.0%	18.2%	17.5%
基于普通股股价的最低收益率（1929—1938年）	4.9%	7.7%	3.1%
基于普通股股价的平均收益率（1934—1938年）	14.1%	14.9%	14.9%

对各组公司的评析

A组中所列的公司，都是所谓的“一等”或“一流”行业的代表企业，它们在1928—1929年的投机热潮中及随后的年度里受到特别的热捧。这些企业财力雄厚，前景光明，过往收益大多相对稳定，或保持着增长态势。然而，这些股票的市价，已经大大高出了与其平均收益相匹配的价格水平，实际上，在1929—1938年的10年间，其最高的收益也低于1938年12月时市价的8%。这些股票还有一个特征，即其溢价高出实际资本投入太多。

B组中的股票很明显是投机性的，因为这些公司的过往收益极其不稳定，其市价与平均收益、最高收益及资产价值的比率也不稳定。

C组中的普通股，满足投资级别的具体数据要求，这些要求包括：

1．尽管经营状况在10年内变化巨大，收益却一直较为稳定；

2．平均收益与市价的比率符合要求；(400)

3．财务安排应该足够审慎，营运资金充足。

作为投资级别的普通股，尽管其资产价值不一定要与其价格相等，但是C组中的股票，其价格大多没有高出公司的实际资产太多。

投资普通股，就应当投资像C组那样的股票，但在实际中购买这样的股票，购买者还得确认公司至少还是有前途的。

对资本总额变化的考虑

在分析过往收益时，必须进行调整，以使这些数据能够反映出该段时期内资本总额的重大变化。最简单的情况是由于股息、拆分等导致的普通股数量变化。之后要做的，便是基于变化后的股票数量，再次计算资本总额（这样的调整工作是一些统计人员做的）。

当资本总额由于增发的股票以较低的价格（通常是由于行使认股权或认股权证）出售或优先股转换而发生变化时，调整就会变得更加困难。在这种情况下，因股票增发而获得的收益，要加至普通股的收益中。如果债券或优先股被转换为普通股，先前支付的费用也要因此而加回到收益中。新的数据应基于变化后的股数计算得出。如果新股的售价较低，对收益的调整幅度应该是其销售收入的5%~8%。（除非变化很大，否则并不一定要进行这样的调整。）

债转股与权证的执行可能会导致股票数量的变化，这时就需要对每股收益进行相应的调整。如果其他股东也有某种选择权，那么就必须考虑到，如果这些选择权执行，可能会对普通股每股收益带来哪些不利影响。

案例

在分析美国航空公司（American Airlines, Inc.）截止到1939年9月30日12个月内的收益时，一定要进行这样的调整。

报告收益……1 128 000美元
每股收益（大约有300 000股）……3.76美元
（1939年12月的股价约为37美元）

但是该公司还发行了价值2 600 000美元、利率为4.5%的债券，这些债券可以以每股12.5美元转换为普通股。分析师必须先考虑到债券的转换，然后给出如下的调整结果：

收益（加上177 000美元的利息）……1 245 000美元
每股收益（共508 000股）……2.45美元

进行了必要的调整后，每股收益缩水了1/3还多。

美国水务和电力公司的例子可以用来同时展示两种调整方法（见表39-4）。

表39-4　美国水务和电力公司　　（单位：美元）

	普通股每股收益*			A调整		B调整		
年度	收益总额	股票数量	每股收益	股票数量	每股收益	收益总额	每股数量	每股收益
1933	2 392	1 751	1.37	1 751	1.37	3 140	2 501	1.26
1932	2 491	1 751	1.42	1 751	1.42	3 240	2 501	1.30
1931	4 904	1 751	2.80	1 751	2.80	5 650	2 501	2.26
1930	5 424	1 751	3.10	1 751	3.10	6 170	2 501	2.47
1929	6 621	1 657	4.00	1 741	3.80	7 370	2 491	2.95
1928	5 009	1 432	3.49	1 739	2.88	5 760	2 489	2.30
1927	3 660	1 361	2.69	1 737	2.11	4 410	2 487	1.76
7年平均			2.70		2.50			2.04

注：a．股数与金额均以千计。

A调整考虑到了因1928、1929、1930年支付股息所引起的变化。B调整假设1934年发行的、价值15 000 000美元且利率为5%的可转换债券转换为股票，因此收益增加，数额相当于利息费用；但同时普通股股数也增加了750 000股。（上述调整，与因折旧费用等引起的对报告收益的修改，毫无关系。）

在分析资产负债表时，应该对普通股每股账面价值或流动资产价值进行相应调整。本书附录注释70中，对鲍德温机车厂业绩的分析就是如此，同时还将该公司所发行的认股权证纳入了考虑范围。

对分享收益的考虑

在计算归属于普通股股东的净利润时，不管是否真的支付了股息，都必须充分考虑到股东参与分享收益的权利。同样，也须考虑到“管理合同”，这会将相当一部分利润作为报酬给予管理人员，例如信托投资基金。有时还会出现一些特殊情况，如“限制性股票”（restricted shares），其股息会随着盈利状况和其他一些因素的变化而变化。

案例

特里科公司（Trico Products Corporation）是一家大型汽车配件制造商，其普通股股数为675 000，最初其中有450 000股是“限制性股票”，且全部由该公司的董事长持有。非限制性股票第一次股息支付是每股2.5美元，之后两种股票的股息都一样。由于1925年及其之后的年度里，公司的收益均达到规定数额，限制性股

票便开始一批批地解除限制。（至1938年年底，共有239 951股限制股解禁。）特里科公司调整后的收益如表39-5所示。

表39-5　特里科公司调整后的收益[a]　　（单位：美元）

年度	归属于普通股股东的净利润	非限制性股票每股收益		
		A. 不考虑限制性股票	B. 非限制性股票每股最高收益	C. 考虑到限制性股票解除限制（即基于资本总额）
1929	2 250 000	6.67	4.58	3.33
1930	1 908 000	5.09	3.94	2.83
1931	1 763 000	4.70	3.72	2.61
1932	965 000	2.57	2.54	1.44
1933	1 418 000	3.78	3.21	2.10
1934	1 772 000	4.72	3.74	2.62
1935	3 567 000	9.84	6.52	5.38
1936	4 185 000	9.75	7.25	6.39
1937	3 792 000	8.97	6.82	5.99
1938	2 320 000	5.56	4.53	3.70
10年平均	3 394 000	6.17	4.96	3.64

注：a. 1935—1938年的计算结果受公司回购非限制性股票的影响。

在表39-5中，C列是计算非限制性股票盈利能力最合理的方法，A列则是无效的。

蒙大拿电力公司（Montana Power Company）1921年6月之前的情况与特里科公司类似。

一般性准则

最后这几页的内容可以总结如下：

如果公司发行了具有优先权的可转换证券、可摊薄普通股内在价值的股票期权或其他具有分享收益权利的证券，那么一旦它们完

全执行，普通股的内在价值将会降低。

40

资本结构

优先证券和普通股在公司的资本总额中所占的比例，对于每股收益具有重要的意义。举一个假设的例子能帮我们更好地理解这一点。假定有三家企业：A、B和C，每家的收益（比如近期的平均收益）均为1 000 000美元。除了资本结构，它们在各方面都完全一样。A公司发行了100 000股普通股；B公司发行了6 000 000美元、利率为4%的债券以及100 000股普通股；C公司发行了12 000 000美元、利率为4%的债券以及100 000股普通股。

假定债券的价值等于其面值，普通股股价是其每股收益的12倍，接着就能计算出三家公司的价值（见表40-1）。

表40-1　A、B、C三家公司的价值　　（单位：美元）

公司	归属于普通股股东的净利润	普通股价值	债券价值	公司总价值
A	1 000 000	12 000 000		12 000 000
B	760 000	9 000 000	6 000 000	15 000 000
C	520 000	6 000 000	12 000 000	18 000 000

这些结果值得注意。盈利能力完全相同的公司，价值却不同，而原因仅仅是其资本结构不同。但资本结构本身对企业控制人而言是可控的。难道这就意味着，一家企业可以通过改变优先证券和普通股的比例，任意增加或减少其公允价值？

企业能通过任意改变资本结构来改变其价值吗

要正确地回答这个问题，必须更为细致地查看我们的例子。在计算这三家公司的价值时，我们假设债券的价值等于其面值，市盈率为12。然而，这些假设是对的吗？先考虑B公司，如果实际中没有什么不利因素，债券的价格可能是100美元，因为公司的盈利已达利息金额的4倍。一般而言，这些长期借款并不会妨碍股价达到其盈利的12倍。

然而，有人会强调说，如果B公司的市盈率为12，A公司的市盈率就应该更高，因为它没有债务，因此风险更小，且收益减少时，A公司的股票相对B公司受到的影响更小。很明显，这一点是对的，收益增长对B公司的股票影响更大。表40-2中的数据清楚地显示了这一点。

表40-2　A、B公司的收益　　（单位：美元）

	每股收益		相对于基数，每股收益的变化	
假想的收益	A 公司	B 公司	A 公司	B 公司
1 000 000	10.00	7.60	（基数）	（基数）
750 000	7.50	5.10	-25%	-33%
1 250 000	12.50	10.10	+25%	+33%

B公司受收益增长的影响更大，但受收益下降的影响也更大，能否假设这两类影响可以相互抵消呢？更进一步来看，在选择股票时，如果投资者希望获取更高的收益，难道他不应该选择一只能从一定幅度的增长中获取更大收益的股票吗？于是我们又回到了最初的结论，即B公司价值3 000 000美元，高出A公司25%，唯一的原因便是二者的资本结构不同。

最优资本结构

这个结论看起来似乎自相矛盾，但普通股的市场表现是支持该结论的。如果我们再仔细分析，将会发现原因在于我们将A公司的资本结构过度简单化了。很明显，A公司的普通股相当于B公司的债券和普通

股。实际上，A公司的普通股中有一部分相当于B公司的债券，因此在理论上，二者的估值标准都应该是一样的，即4%。A公司其他的股票，其价值就应该是其收益的12倍。这种理论上的分析所得到结果是15 000 000美元，即估值标准的平均值为6⅔%），与B公司的债券、股票总值一样。

但是，在实际中，A公司的普通股一般不可能值15 000 000美元，因为普通股购买者几乎不会意识到普通股中“债券部分”的存在，且无论如何也不希望有“债券部分”存在，因为他不愿意为此多付额外的成本。(401)这就导出了一个对证券投资者和公司管理者都很重要的原则，那就是：**对任何企业而言，最优资本结构即优先证券在资本总额中所占的比重，应足以保证其发行与投资都是安全的。**

具体而言，这意味着，从股东的角度来看， B公司的资本结构优于A公司。假设对两家公司而言，发行价值6 000 000美元的债券都将是可行且安全的。（在其他情况中，这可能还要求公司的营运资本净值不得少于6 000 000美元，并满足第13章所提出的优质股票条件。）在这样的情况下，完全靠发行普通股来筹集资本可谓过度保守，因为相对于通过举债来补充部分资本，股东投入的资本所产生的收益较少。绝大多数私营企业就是这样。在私营企业中，适当利用银行贷款来应付季节性的资金需求，是有益且合理的，并非要完全使用所有者的资金来提供营运资本。

企业的习惯做法导致优质债券缺乏

此外，银行愿意向实力雄厚的企业发放季节性贷款，而投资者也希望这些企业通过举债来筹资部分资本。这样的做法能增加市场上的高等级债券，给予债券投资者以更广泛的选择，并使得劣质债券的销售变得更为困难。不幸的是，近年来，企业的习惯做法使得优质债券供应不足。有实力的企业一般都不发行债券，而且很多企业都已经偿

还了以前发行的债券。实际上，企业的这一做法使得许多投资者备感失望，也使得许多投资策略达不到预期效果。下面这些评论写于1934年，但现在依然具有广泛意义：

1. 实力较弱的企业在发行债券方面受到了限制。由于优质债券数量不足，投资银行被迫销售较差的债券，而投资者也只能购买这样的债券，这必然会导致严重的后果。
2. 优质债券的缺乏会促使投资者进入优先股市场，由于前文中详细讨论过的一些原因，优先股在理论上并不是完全可靠的，投资于优先股并不一定能获取令人满意的收益。
3. 对很多大公司而言，将优先证券从资本结构中剔除（或在实际中剔除），能提高其普通股的质量。但这同时也增加了投资者对普通股的需求，反过来又使得许多应当购买优质债券的投资者（他们的状况与处境要求他们这样做）去购买普通股。进一步地，这导致普通股的价格过高，而且看起来似乎还是合理的。最终，大大混淆了投资动机和投机动机，这在1927—1929年曾使大量谨慎的投资者丧失理智。

对资本结构为高负债型企业的收益的评价

为了更进一步地拓展资本结构理论，让我们来看看C公司的例子。我们假设该公司债券的价格等于面值，共发行12 000 000美元，股票的市盈率为12倍，每股收益为5.20美元，这样公司总值便为18 000 000美元。但对债券价格的假设明显是错误的，如果收益仅为利息费用的两倍，那么这样的债券并不安全，因此按面值购买是不明智的。实际上，这个例子很好地表达出了我们的观点，即两倍于利息的收益依然是不够的。但有些投资者认为这已经足够了，但如果真是那样，在一家经营状况较好且收益率为8%的企业，其所有者就能通过发行利率

为4%的债券来收回自己的全部投资，并且依然能保持对企业的控制权，并享有企业一半的收益。这样的安排对所有者而言是极具吸引力的，但对债券购买者而言则是极其愚蠢的。

C公司的例子也体现出利率对优先证券安全性的作用。如果发行12 000 000美元的债券，利率为6%，那么利息费便是720 000美元，而收益还不到其1.5倍。假设D公司发行了这样的债券。看到这两家公司的业绩后，粗心的投资者可能会放弃D公司利率为6%的债券，而去按面值购买C公司的债券，因为C公司的收益为利息费用的两倍，这使他感到满意。但这种做法是不明智的。投资者可能会仅仅因为利率过高而拒绝某种债券，而因利率低去购买另一种债券。然而，债券的最低安全边界必须要足够高，以避免利率只需稍稍降低，就能使债券看上去符合安全标准。同样的分析也可适用于优先股的股息率。

因为规模过大，C公司的债券并不安全，因此会以相当的折扣折价销售。我们无法给出其合理的价格，但是在第26章我们已经指出，不安全的投机性债券的价格，一般不应超过70美元。大量债券的发行很有可能导致其股票市盈率达不到12倍，因为审慎的股票投资者会因其财务风险太大而避开C公司。结果可能是，C公司的债券和股票总值不是预想的18 000 000美元，而是会低于15 000 000美元（这正好是B公司的价值），甚至少于12 000 000美元（这是A公司的价值）。

现实是残酷的，但不一定是必然的。如果投资者粗心大意而投机者热情高涨，C公司的市场价值会达到18 000 000美元甚至更多，但那是不确定的，也是不可靠的。[(402)]以资本结构理论看来， C公司的资本结构无论如何都不是标准或合适的。这意味着，利用优先证券获取优势的做法，效果极其有限。在最优资本结构原则中已经提到，当优先证券的数量大到对发行和投资都不安全时，它也就不再具有优势了。

我们将A公司的资本结构定义为“过于保守”，C公司则是“投机”，B公司是“合适的”或“适当的”。

投机性资本结构中的杠杆因素

尽管投机性资本结构使得公司所有的证券都不再属于投资级的范围，但它却可能给予普通股以明显的投机优势。若C公司收益增长25%（从1 000 000美元增长到1 250 000美元），则意味着其普通股每股收益增长大约50%（从5.20美元增长到7.70美元）。因此，在牛市中，具有投机性资本结构的企业，其股价都相对较高。当然，在熊市时，它们的下跌幅度也更大。如果是以低价发行，那么这些公司股票的上涨空间，要远远大于其下跌空间，这就是其优势所在。

美国水务和电力公司的普通股股价在1921—1929间的涨幅简直令人难以置信，这大部分得归功于其高度投机性的资本结构。表40-3就是该公司这4年内的业绩总结。

表40-3　美国水务和电力公司　　（单位：美元）

项目	1921 年	1923 年	1924 年	1929 年	1929 年数据与 1921 年数据的比率
总收入[a]	20 574	36 380	38 356	54 119	2.63 : 1
可用于扣减各类费用的金额[a]	6 692	12 684	13 770	22 776	3.44 : 1
固定费用与优先股股息[a]	6 353	11 315	12 780	16 154	2.54 : 1
归属于普通股股东的净利润[a]	339	1 369	990	6 622	19.53 : 1
以 1921 年为基数[b]：					
普通股股数（股）	92 000	100 000	100 000	130 000	1.41 : 1
每股收益	3.68	13.96	9.90	51.00	13.86 : 1
普通股最高价	6.50	44.75	209	约 2 500	385.00 : 1
基于最高价的普通股每股收益率	56.6%	30.6%	4.7%	2.04%	0.037 : 1
报告数据：					
普通股股数（股）	92 000	100 000	500 000	1 657 000	
每股收益	3.68	13.69	1.98	4.00	
普通股最高价	6.5	44.75	41.875	199	

注：a．以千美元计。

b．股票数量及股价均经过调整，以剔除股息发放及股票拆分的影响。

1921年，美国水务和电力公司的普通股最多只有6.5美元一股，如果将其送股也一并持有，那么到1929年，则能拥有12.5股股票，而那时的最高售价达到了每股199美元，6.5美元变成了2 500美元。尽管普通股的市值增加了大约400倍，该公司总收入却只是1921年的2.6倍。普通股极端不成比例的上涨主要是由于以下因素（按重要性列举）的结果。

1．估值过高。公司1921年时的资本结构是高负债型的，其债券售价较低，人们也不太关注其普通股的每股收益，尤其是在公司不支付普通股股息后。1929年，公用事业股票普遍受到热捧，导致其普通股股价达到了收益历史最高值的近50倍。

2．投机性的资本结构使得普通股从公司资产和收益的扩张中获得了极大优势。公司几乎全靠发行优先证券来满足所有的额外资金需求。1921—1929年，尽管总收入只增长了160%，原有的普通股的每股收益却增长了14倍。

3．在那几年里，正如较高的净收益率所体现的那样，公司的收益率提高了。投机性的资本结构带来了额外的净收益，并增加了普通股的收益。(403)

其他案例：资本结构投机性的企业在变幻莫测的商业环境下的表现，可以通过对玉米产品生产商A.E.斯特利公司（A. E. Staley Manufacturing Company）的分析来展示。为了比较，我们还附上了对美国玉米生产公司（American Maize Products Company）的分析，该公司与A.E.斯特利公司所属行业相同，但其资本结构是保守型的。

斯特利公司最显著的一面，是其普通股每股收益的大幅波动，且该公司的净利润变动也很大。相对于优先证券，其普通股股数很少，因此利润的变化对普通股的影响便被极度放大了。(404)

大量的折旧费用也是一笔巨额的固定费用。因此，折旧前净利润从1929年的3 266 000美元锐减到第二年的1 540 000美元，降幅超过50%，导致其普通股每股收益从84美元降到仅有3.74美元。美国玉米生产公司净收益的波动幅度也很大，但其优先证券较少，这就使得归属于普通股股东的净利润的波动远小于前者（见表40-4至表40-6）。

表40-4　A.E.斯特利公司

年度	折旧前净利[a]	折旧[a]	固定费用及优先股股息[a]	归属于普通股股东的净利润[a]	每股收益（美元）
1933	2 563	743	652	1 168	55.63
1932	1 546	753	678	114	5.43
1931	892	696	692	496（亏损）	23.60（亏损）
1930	1 540	753	708	79	3.74
1929	3 266	743	757	1 766	84.09
1928	1 491	641	696	154	7.35
1927	1 303	531	541	231	11.01
1926	2 433	495	430	1 507	71.77
1925	792	452	358	18（亏损）	0.87（亏损）
1924	1 339	419	439	481	22.89

注：a．以千美元计。

表40-5　美国玉米生产公司

年度	折旧前净利[a]	折旧[a]	固定费用及优先股股息[a]	归属于普通股股东的净利润[a]	每股收益（美元）
1933	1 022	301		721	2.40
1932	687	299		388	1.29
1931	460	299		161	0.54
1930	1 246	306	22	918	3.06
1929	1 835	312	80	1 443	4.81
1928	906	317	105	484	1.61
1927	400	318	105	23（亏损）	0.08（亏损）

注：a．以千美元计。

表40-6　两家公司的比较　　（单位：美元）

项目	A.F. 斯特利公司	美国玉米生产公司
利率为 6% 的债券	3 000 000（面值 4 000 000 美元[a]，价格 75 美元）	
股息率为 7% 的优先股	2 200 000（共 50 000 股，每股 44 美元）	
普通股	950 000（共 21 000 股，每股 45 美元）	6 000 000（共 300 000 股，每股 20 美元）
资本总额	615 000	6 000 000
1927—1932 年的平均收益（近似值）	900 000	615 000
基于 1933 年资本总额的平均收益率	14.6%	10.3%[b]
普通股每股平均收益	14.76	1.87
基于普通股股价的收益率	32.8%	9.4%[b]
截至 1932 年 12 月 31 日的营运资本	3 664 000	2 843 000
截至 1932 年 12 月 31 日的资产净值	15 000 000	4 827 000

注：a．减去了估计的库存债券。

b．这两项数据之所以不同，是因为1927—1930年间对优先股的处理方法发生了一些变化。同时，1931—1933年的优先股由于数额太少而被忽略不计。

投机性资本结构可能会导致整个企业的估值过低

1933年1月，斯特利公司股票的情况就像前面分析过的C公司一样，其高负债型的资本结构导致该公司的债券和优先股价格过低，1931年暂停支付股息对优先股的影响也很大。结果是，公司总值没有因优先证券的存在而增加，反而比美国玉米生产公司（保守型资本结构）的价值低很多。（后者的平均每股收益与市场价值比率适当，称其资本结构为“过度保守的”并不恰当，但因为其年收入的变化较大，故不宜大量发行优先证券。另一方面，规模过小的债券或优先股是无足轻重的。）

1933年1月，与美国玉米生产公司相比，斯特利公司的价值被低估了，从流动资产和总资产来看更是如此。斯特利公司1美元净资产的价格只有美国玉米生产公司的1/3。

当市场行情不好时，像斯特利公司的普通股这样的投机性股票就会被过度低估，而当市场行情好转时，其股价就有可能涨幅惊人，因为其每股收益增长迅猛。1927年年初，斯特利公司普通股每股价格为75美元左右，一年之后就接近300美元。类似地，其股价从1932年的33美元涨到了1939年的320美元。

类似的案例

由于同样的原因，莫霍克橡胶公司（Mohawk Rubber）的股价涨幅巨大，引人注目。1927年，其普通股股价为每股15美元，总值为300 000美元，而优先股总值为1 960 000美元。公司1926年销售额为6 400 000美元，亏损610 000美元。1927年，销售额降到5 700 000美元，但是净利润却达到了630 000美元，由于普通股股数较少，这就意味着普通股每股收益超过了23美元。于是股价从1927年最低的每股15美元涨到1928年的251美元。1930年，公司又亏损了669 000美元，于是股价第二年就相应地跌至4美元。

在具有投机性资本结构的公司中，普通股股东的利益（如果有的话）是以牺牲优先证券持有者的利益为代价的，普通股股东是在利用少量自有资金和大量优先证券持有者的资金来经营公司，这就导致无论在什么情况下，优先证券持有者都是输家。普通股股东处在有利的位置，却只承担相对较少的风险，这就是所谓的“公平交易”的一种极端形式，换句话说，普通股股东拥有对企业未来利润“廉价的看涨期权”。

在资本总额中占比很小时，普通股的投机价值

在对固定价值投资的讨论中，我们反复强调，当普通股占比很小时，优先证券持有者将处于劣势（甚至于不公平）。自然地，会有这样一个问题：在这样的安排下，如果普通股股东没有相应的优势，那么普通股巨大的投机性价值从何而来呢？很明显，这会让我们跨过普通股投资的界限，去探索理智的、甚至科学的投机领域。

从斯特利公司的例子中可以看到，当行情不好时，投机性的资本结构会对优先证券和普通股的股价产生副作用，这时普通股股东无法以优先证券持有者的利益为代价来获取自己的收益，这明显减少了普通股内在的投机性优势。因此可以很容易给出答案：只能在股价暂时性因素超跌时，才能购买这些股票。但这实际上是在回避问题，因为它假定聪明的投机者能够一直等待并察觉到那些致使股价超跌的暂时性因素。如果事实真的如此，那么无论购买什么样的普通股，都能获得大量利润，这时最好的选择就是购买优质低价的普通股，而非更具投机性的股票。

上述结论在实际中的应用

在实际中，购买具有投机性资本结构公司的普通股时，只能选择那些股价低于正常水平或市场总体水平的股票，所谓正常水平或市场总体水平，是指既不过高也不过低。假设：（1）分散投资；（2）在选择有前景的公司时具有良好的判断力，那么投机者实际上似乎能够长期获利。在购买股票时，投机者偏好于优先证券绝大部分是优先股而非债券的公司，因为在出现亏损时，这样的安排能最小化甚至消除普通股因债券违约而作废的风险，并使得这些普通股股东能够有机会等待下一次牛市的到来。（但是，正因为优先证券能以这种方式让普通股持有者受益，因此这显然对优先证券持有者本身不利。）

然而，切不可忘记，在实际中，任何股票都不可能完全实现预期收益。正如可转换债券那样，当获取大量收益时，持有者也就陷入了

两难境地，虽然能够继续持有证券以获取更多收益，但此时风险已经显现。当可转换债券的价格超过了投资级的临界点，其特有优势也就消失了。在资本总额中占比很小的普通股也是这样，当价格持续上涨时，其风险也就越来越大。在莫霍克橡胶公司的例子中，聪明的购买者会在15美元的价位买进股票，却不会持有至股价突破100美元（即使其报价达到过250美元）。因为在100美元或以上，该股就不再具有优势。

41

低价普通股与收益来源分析

前面章节所讨论的内容，都与低价股有关。具有投机性资本结构的公司，其大部分的证券价格都较低。当然，对于“低价”的定义总是带有些随意性。10美元以下当然属于低价，20美元以上一般就不是了，因此分界线可以放在10美元到20美元之间。

低价股的数学优势

低价普通股似乎本身就具有数学优势，因为其上涨空间远大于其下跌空间。在市场中，从10美元涨至40美元，要比从100美元涨到400美元容易得多。部分原因是投机者的偏好，他们更偏好于10美元到40美元之间的股票，而非100美元以上的股票。大多数情况下，低价股能给投资者带来一种优势，即他们能以相对较低的价格成为一家大公司的股东并参与分红。

1936年4月，《芝加哥大学商业杂志》（*The Journal of Business of the University of Chicago*）刊登了一篇文章，[(405)]对多个不同价格组的股票价格变动进行了研究，其时间范围为1926—1935年[(406)]，证明了分散投资低价股要优于分散投资于投机性的高价股。下面这段引文是该文章作者得出的结论。

> 该研究证明了价格水平与价格波动之间存在着联系，除非统计数据存在严重错误，而这是迄今为止，其他股市研究者们所未曾发现的。这些联系可以简述如下：

1．低价股的波动较高价股要大。

2．在牛市中，低价股的涨幅比高价股大；而在熊市中，低价股也不怎么下跌。换言之，与高价股相比，低价股的下跌空间远小于上涨空间。

……

假设：（1）不同价格组的未来走势与其过去的走势类似；（2）基于近年来的活跃度选择股票的行为，并不能完全解释低价组股票的优异表现，于是便可以得到以下结论：

1．低价股蕴涵的机会要远远大于高价股。

2．预期收益相同的情况下，应该购买价格最低的那只股票。

大多数购买低价股的投资者亏损的原因

公众对“廉价股”所谓的喜好似乎已经有了合理的逻辑根据。然而，毫无疑问，大多数购买低价股的投资者都遭受了损失。这是为什么呢？根本原因在于其购买的是他人主动出售的股票，因此该交易只会对卖者有利却有损于买者。所以，大部分投资者都买错了低价股，即这些股票并不具有低价股的真正优势。原因或是这些公司的财务状况很差，或是由于相对于公司的规模，股票的价格已经不算低了。在低价发行的新股上出现亏损，则多数是由于第二个原因。在这种情况下，股票的“低价”是虚假的，是因为人为发行了大量股票，以致股价极其便宜，但股票总值实际上却已经过大。以前矿业股票的发行就是如此，后来1933年的酒业股票及1938—1939年的航空业股票也都是如此。

真正的低价股，其股票总值相对于公司的资产、销售收入、过往或预期利润，都显得很小。下面这些例子就揭示了“真的”低价股和“假的”低价股之间的区别。

莱特-哈格里芙斯矿业公司的股票只是表面上“低价”，实质上，其股市总值相对于所有的财务数据而言都过高（见表41-1）。而巴克兄弟公司却恰恰与此相反，其股票市值为743 000美元，只相当于其企业价值极小的一部分。（其优先股也是如此，当时优先股股价为18美元，具有低价普通股的特性）。[(407)]

表41-1　矿业公司与零售公司的对比　　（单位：美元）

项目	莱特-哈格里芙斯矿业公司（金矿开采）	巴克兄弟公司（零售商店）
1933年7月：		
普通股股价	7	5
股数（股）	5 500 000	148 500
普通股总值	38 500 000	743 000
优先股总值（按面值计算）		2 815 000
优先股总值（按市价计算）		500 000
1932年：		
销售额	3 983 000	8 154 000
净利润	2 001 000[a]	703 000（亏损）
1924—1932年：		
最高销售额	3 983 000	16 261 000
最高净利润	2 001 000[a]	1 100 000
最高每股净收益	0.36[a]	7.59
营运资本（1932年12月）	1 930 000	5 010 000
有形资产净值（1932年12月）	4 544 000	7 200 000

注：a．耗减前。

通过对股市的观察可以发现，相对于那些因即期收益很低而股价处于低位的股票，面临破产的公司的股票显得更为活跃，这是因为内幕交易者企图在企业破产之前把股票处理掉。他们以低价大量抛售该股票，有时还恶意蛊惑粗心的公众购买。但当低价的股票具有了投机性股票的特点后，就不会有人再急于出售了，也不会有人去鼓动他人购买。这时该股的交易便不再活跃，也就无法引起公众的关注。这就解释了为什么公众总会买错低价股，同时又错过了真正的机会。

低价与投机性资本结构相结合

按照定义，具有投机性资本结构的企业有大量的优先证券和相对少量的普通股，尽管大多数情况下其普通股股价较低，但股数很少时就不一定如此了。例如斯特利公司的股价在1933年达到了每股50美元，而当时其资本结构依然是投机性的，因为债券和优先股的面值占到了总值的90%以上。有时，即使没有优先证券，某些公司的普通股也和投机性资本结构公司的普通股一样，具有大幅上涨的可能性。这种情况发生在普通股市值规模很小时，且与资本结构无关。

为了诠释这点，我们附上对曼德尔兄弟公司和金贝尔兄弟公司的精简分析，这两家都是百货公司，时间为1939年9月（见表41-2）。

表41-2　两家百货公司的对比　　（单位：美元）

项目	金贝尔兄弟公司	曼德尔兄弟公司
1939年9月：		
债券总值（按面值计算）	26 753 000	
优先股	9 850 000（共197 000股，每股50美元）	
普通股	7 816 000（共977 000股，每股8美元）	1 485 000（共297 000股，每股5美元）
资本总额	44 419 000	1 485 000
截至1939年7月31日，12个月内的经营成果：		
销售额	87 963 000	17 883 000
息前净利	1 073	155 000
归属于普通股股东的净利润	1 105（亏损）	155 000
每股收益	1.13（亏损）	0.52
1934—1938年[a]：		
最高销售额（1937年）	100 081 000	19 378 000
最高普通股净收益（1937年）	2 032 000	414 000
普通股每股最高收益（1937年）	2.08	1.33
普通股最高价	29.375（1937年）	18（1936年）
普通股每股平均收益	0.23	0.46
1939年1月31日：		
净流动资产	22 916 000	4 043 000
有形资产净值	75 614 000	6 001 000
1937年支付的租金	1 401 000	867 000

注：a．基于后来1月31日的报告。

金贝尔兄弟公司是典型的投机性资本结构公司。另一方面，曼德尔兄弟公司优先证券却少于普通股。然而，由于曼德尔公司的普通股总市值相对很小，因此其普通股也具有吉贝尔公司股票的优势（尽管程度会低一些）。但是，从比例上看，曼德尔兄弟公司的租金要远高于金贝尔兄弟公司，而这些租金在很大程度上相当于优先证券。

高额的生产成本相当于投机性的资本结构

这个例子将拓展投机性资本结构公司普通股的概念。当归属于普通股股东的净利润减至正常水平之下，并因此使得普通股总值相对于公司总值而言过低时，投机性或临界性的情况就会出现。在减少普通股的收益方面，高额运营成本或高生产成本具备和高额优先费用一样的效果。接下来这三个假设的铜生产商案例将更为深入地解释上述观点（见表41-3）。

表41-3　A、B、C三家铜生产商的对比

项目	A 公司	B 公司	C 公司
资本：			
债券（利率为 6%）		50 000 000 美元	
普通股	1 000 000 股	1 000 000 股	1 000 000 股
产出	100 000 000 磅	150 000 000 磅	150 000 000 磅
生产成本（息前）	7 美分	7 美分	9 美分
每磅产量的利息费用		2 美分	
每磅产量的总成本	7 美分	9 美分	9 美分
A			
假设的铜价	10 美分	10 美分	
每磅利润	3 美分	1 美分	
每股产量	100 磅	150 磅	
每股息润	3 美元	1.50 美元	
股票价值（以 10 倍市盈率计算）	30 美元	15 美元	
每一美元股票价值的产量	3⅓磅	10 磅	
B			
假设的铜价	13 美分	13 美分	
每磅利润	6 美分	4 美分	
每股息润	6 美元	6 美元	
股票价值（以 10 倍市盈率计算）	60 美元	60 美元	
每一美元股票价值的产量	1⅔磅	2½磅	

毫无疑问，C公司的成本如此之高，其影响就像B公司的债券利息一样（假设产出和成本保持不变）。

由此得出的一般规律

表41-3展示了每单位利润和每美元股票价值产量之间的反向关系。

一般规律可陈述如下：单位成本越低，每1美元股票价值的产量就越低，反之亦然。由于A公司单位成本为7美分，C公司的单位成本为9美分，因此，A公司股价自然高于C公司，相应地，C公司每1美元股票价值的产量高于A公司。从投机技巧的角度来看，这并非没有任何意义。当商品价格上涨时，从百分比来看，高成本厂商的股票要比低成本厂商具有更大的优势。表41-3就表明，当铜价从10美分涨到13美分时，A公司的股票价值增长了100%，而B公司和C公司的股票价值增长了300%。与华尔街的一般看法相反，如果产品价格即将上涨、并可以此获取收益时，那么购买高成本厂商的股票将会是更好的选择。(408)如果销售收入和利润均有望增长，则具有投机性资本结构公司的股票也会拥有同样的优势。

收入来源

一般认为，“收入来源”与“企业类型”是一回事，大多数公众会以这种认识为基础，来估计普通股的价值。虽然不同类型的企业要使用不同的“乘数”，但是必须指明，这些不同的乘数本身就会随着时代的改变而改变。(409)

第一次世界大战前，所有的铁路股票都被极大高估，因为人们认为其非常稳定。在1927—1929年，由于收益稳定增长，公共事业公司股票的市盈率达到了最大值。在1933—1939年，随着不利的法律法规的出台，尤其是对政府竞争的忧惧，公众对公用事业股票的热情大为降低。近来，人们对树大根深的企业估值过高，因为这些企业在大萧条时期都有着大量收益，且前景远大。人们的行为及对股票的关注度随时会发生变化，因此证券分析师不可轻易制定规则，对某类公司进行估值。众所周知，过往的收益越高，未来的前景就越稳定，对每股收益的估计就应越高，但这还得遵循一个原则，那就是：**市盈率高于20倍（即每股收益与市价比值低于5%）的股票都不属于投资级别。**

三个特殊的例子

如果将收入来源与企业的具体资产一起研究、而非仅仅研究企业的一般特征，分析技术就可以大显身手了，尤其是当收入大部分来源于投资收益或其他固定可靠的资源时。我们将用三个例子来讲解普通股分析中这个非常微妙的要点。

1．北部管道公司

1923—1925年，北部管道公司（Northern Pipe Line Company）的收益及分红如表41-4所示。

表41-4　北部管道公司收益及分红　　（单位：美元）

年度	净利	每股收益[a]	股息
1923	308 000	7.70	10，额外再加 15
1924	214 000	5.35	8
1925	311 000	7.77	6

注：a．资本总额：共40 000股普通股。

股价在1924年最低为每股72美元，在1925年最低为每股67.5美元，在1926年最低为每股64美元，市盈率均低于10倍，反映出市场对该股票并不感兴趣，这是因为与以前年度的收益数据对比，这几年的利润明显下降，同时分红也减少了。

然而，对损益表进行分析后，便能发现下列收入来源（见表41-5）。(410)

表41-5　北部管道公司收入来源　　（单位：美元）

	1923 年		1924 年		1925 年	
收入	总额	每股	总额	每股	总额	每股
管道业务	179 000	4.48	69 000	1.71	103 000	2.57
利息与租金	164 000	4.10	159 000	3.99	170 000	4.25
非经常性项目	借 35 000	借 0.88	借 14 000	0.35	贷 38 000	贷 0.95
	308 000	7.70	214 000	5.35	311 000	7.77

该损益表的特殊之处在于，其大部分利润的来源不是管道业务。每股收益中大约有4美元来源于投资收益和租金。资产负债表显示，公司所持有的自由公债约为3 200 000美元（即每股80美元），还有一些有价金边债券，利率为4%左右。

这意味着在估计其每股收益时必须采用特殊的标准，因为常用的“10倍市盈率”法将会得到一个荒谬的结果。投资在金边债券上的资金相当于每股80美元，产生的收益为每年每股3.20美元，因而如果使用“10倍市盈率”法，会将每股80美元减少至每股32美元，这是极其可笑的。很明显，估计北部管道公司的债券投资收入所使用的标准，应当比它不稳定的管道业务收入更高。对该公司合理的估值应该如表41-6所示。对管道收益则应使用低标准，因为其趋势不好。估计利息和租金收入所使用的标准，应该与其来源相称。因此，1926年的股价64美元明显低于其内在价值。(411)

表41-6　北部管道公司的合理估值　　（单位：美元）

1923—1925 年平均值[a]		估值标准	每股价值
源于管道业务的每股收益	2.92	15%（市盈率，6⅔）	20
源于利息及租金的每股收益	4.10	5%（市盈率，20）	80
总额	7.02		100

注：a．非经常性项目的损益不计。

2．拉克万纳证券公司

拉克万纳证券公司（Lackawanna Securities Company）持有大量格兰奥尔登煤炭公司（Glen Alden Coal Company）的债券，利率为4%，以前都是由特拉华-拉克万纳-西部铁路公司持有，该公司也按比例持有拉克万纳证券公司的股票。拉克万纳证券公司的普通股股数为844 000。1931年12月31日，除相当于每股1美元的现金外，其唯一的资产就是面值为51 000 000美元、利率为4%的格兰奥尔登第一抵押权债券。1931年的损益如下：

来自格兰奥尔登公司债券的利息	2 084 000 美元
减去：	
支出	17 000 美元
联邦税（Federal taxes）	250 000 美元
股票收益	1 817 000 美元
每股收益	2.15 美元

1932年其股价为23美元，每股收益为2.15美元，表面上看没有什么不妥的。但是这些收益并非来源于普通的商业或生产活动，而是高级别的债券。（1931年格兰奥尔登公司盈利9 550 000美元，须支付的利息为2 151 000美元，因此盈利是利息费用的4.5倍。）若以10%为标准估计这些利息收入，那么格兰奥尔登公司的债券一美元只值37美分。（价格为23美元拉克万纳证券公司的股票，相当于格兰奥尔登公司面值为60美元、售价为37美元的债券加上1美元的现金）。

分析表明，该公司和北部管道公司的例子一样，10倍的市盈率显然太低了。

3．弗吉尼亚烟草公司

正如前面两个例子一样，弗吉尼亚烟草公司（Tobacco Products Corporation of Virginia）股票的市盈率约为10。但是在1931年，其收入完全来自出租资产给美国烟草公司。公司从1923年起，每年从美

国烟草公司收取2 500 000美元的租金，总共收取99年。由于美国烟草公司肯定能支付租金，于是每年的租金收入可以看成是投资于高等级债券的收入，因此其价值应大大高于其收益的10倍。这意味着，1931年12月弗吉尼亚烟草公司的股票价格相对于其实际情况而言过低（见表41-7）。（分期支付的租金的实际价值为35 600 000美元。公司还持有大量联合雪茄连锁店的股票，虽然这些股票后来变得一文不值，但并没有影响美国烟草公司支付的租金价值。）

表41-7　弗吉尼亚烟草公司　　（单位：美元）

项目	价格（1931 年 12 月）	市场价值
资本总额		
2 240 000 份股息率为 7%、面值为 20 美元的 A 类股票	6.00	13 440 000
3 300 000 股普通股	2.25	7 425 000
总额		20 825 000
1931 年净利		约 2 200 000
每份 A 类股票的股息		约 1
减去 A 级股股息后的普通股每股收益		无
支付的 A 类股票股息		0.80

特殊情况的相对重要性

从数量上看，前面那些例子并不重要，毕竟这只是少数情况。然而，这样的情况却经常出现，因此对其进行讨论就有了实际意义。从技术角度来看，严谨的证券分析技术与证券市场肤浅的反应及估值之间有着很大的区别，弄明白这一点是很有意义的。

推荐的两种处理方法

在市场估值过低的情况下，如刚刚讨论过的那些，我们建议使用下面两种处理方法。**首先，分析师可以找出被低估的股票，并最终从中获利，这对分析师而言是一个机会**。但是这也可能意味着，企业的财务状况有问题，才造成估值过低。然而，从股东的利益出发，这种错误必须纠正。有些公司，如北部管道公司和拉克万纳证券公司，其股价长期低于其实际价值，从公司所有者的角度来看，这意味着公司的整个安排都有问题。

这些例子在本质上都涉及一个基本的合理原则。北部管道公司将大部分资金用于购买金边债券，这是不合理的。拉克万纳证券公司的整个结构都是不合理的，因为它用一种无法归类的股票替代了高等级债券，而投资者一般只会为高等级债券支付合理的价钱，却不会购买那种股票，除非其价钱极低。（此外，这还涉及大量且不必要的企业所得税，弗吉尼亚烟草公司就是如此。）

其次，诸如股票持有者等的受益人应当要认识到这种不合理的安排，并要求进行调整。上述三个公司的股东最后都做到了。北部管道公司将管道业务不需要的资金以一种特殊的分红方式返还给股东，每股返还70美元。拉克万纳证券公司彻底破产了，其持有的格兰奥尔登公司的债券按比例分给了股东，以代替股票。最后，弗吉尼亚烟草公司调整了资本结构，它以美国烟草公司的租金为支撑，发行了利率为6.5%的债券，因此这项价值固定的资产就相当于一种价值固定的债券（后来这些债券按面值偿付），而非极易受投机影响的股票。通过这次资本结构调整，公司真实的价值很快就在市场价格中体现出来。(412)

刚才所分析的情况，要求我们将注意力从损益表数据转移到资产负债表所体现的一些相关事项上。因此，之前讨论的主题——收入来源，就将我们带入了下一个分析领域：资产负债表。

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第六部分

资产负债表分析与资产价值的内涵

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读九
解析资产负债表

布鲁斯·格林沃尔德

格雷厄姆和多德投资海尔布伦中心负责人，投资经典《价值投资》作者

格雷厄姆和多德提出的一系列重要原则使证券分析理论持久有效，也是从过去到现在任何精心制订的投资策略的基石。这些原则中的首要一条就是要按照格雷厄姆和多德的定义区分“投资”与“投机”：

> 投资运作是根据深入的分析，承诺本金安全以及回报率令人满意的操作。不符合这些条件的操作则是投机。（见第118页）

这一原则自1934年被提出，“深入分析”、“本金安全和回报满意”就一直是它的核心。

第二条相关原则与证券的内在价值有关。格雷厄姆和多德认为：

> 内在价值由资产、收益、股息等事实和可以确定的前景决定，有别于被人为操纵和狂热情绪扭曲的市场价格。（见第80页）

在理想世界，内在价值是证券的真实价值；按今天的术语就是，该证券在可预见的将来产生的现金流的现值。如果能从可获得的资料中精确计算出未来的现金流和正确的折现率，内在价值和真实价值应

该相等。格雷厄姆和多德认识到，这是永远不可能实现的。**“不充足或不正确的数据资料和将来的不确定性”使内在价值沦为“一个难以确信的概念”。**

正因如此，对内在价值的全面分析是任何称得上“投资”的活动之核心。首先，要对收集到的信息进行检验和梳理，保证有用的事实被提炼出来并剔除无关的噪音；然后，计算出与一切特定的内在价值所对应的不确定性范围。格雷厄姆和多德认识到，即使不十分精确的内在价值估值对投资决策也很有用。用他们的话来说：

> 只是为了证明其内在价值是足够的，例如能够为债券提供保障或者能够为购买股票提供依据。证券分析也可以用来确定证券的内在价值，或者该值大大高于或低于市场价格……差异程度可能会用假设性的“近似值范围”来表示。当市场前景不确定性增加时，“近似值范围”会扩大。（见第82~83页）

只有当证券价格大大低于内在价值，进而有足够的安全边际为其内在价值对应的“不确定性”提供保护时，才能买入。格雷厄姆和多德要求投资者不要投机，应尽可能弄清所购买证券的价值和对应的不确定性大小。在价格可以提供足够的安全边际以抵消不确定性带来的风险时才进行投资，是他们实现“本金安全并获得满意回报”的方法。这一策略几乎比任何其他方法都有明显优势。

《证券分析》至今仍有实用性，不仅因为这些原则有令人信服的逻辑，该书还为如何进行“全面分析”提供了详尽的指导，相关论述的完备性堪称典范。

针对普通股投资，格雷厄姆和多德研究了公司现状和发展前景，他们对后者采取了适当怀疑的态度。他们关注财务报表定量分析反映出的深层次问题，并定性研究公司管理之类不容易量化的因素。在关

键的定量分析领域，他们全面分析了所有的财务报表，尤其是突出了公司资产负债表的重要性。

在这一点上，格雷厄姆和多德与他们同时代的人不同。他们这样描述其他人的想法：

> 如果我们参照目前的做法来识别这些标准，我们发现“好股票就是好投资”是一个比较模糊的概念。所谓“好”的股票无外乎满足以下两点：
>
> （1）业绩良好、行业领先的公司；
>
> （2）任何财务状况良好的、未来盈利有望大幅增长的公司（资产负债表上的价值被认为完全与证券价值无关）。
>
> 只要存在明确趋势，（历史）平均盈利对企业价值的意义就不大。“市盈率”得到了各种各样的运用，有时用于过去，有时用于现在，有时用于不久的将来。（见第48~49页）

这简直描述的就是现在的情况。所谓的“市盈率”至今仍在证券估值讨论中占重要位置。类似标准的应用范围甚至比以前更广，包括“股价与息税前利润（EBIT）之比”和更险恶的“税息折旧及摊销前利润（EBITDA）之比”。资产负债表还是几乎不受重视。就像1934年时那样，如今根据所有相关信息“全面”分析证券内在价值的方法仍未被广泛采用。

格雷厄姆和多德列举了资产负债表的四个基本用途。

其一，资产负债表列出企业拥有资源的数量和性质。这些资源是任何有经济活力的企业赖以获得收益的本钱。在竞争性的环境中，没有资源的企业通常无法获得丰厚的利润；如果企业已经奄奄一息，资产负债表可以被用来确定能变卖的资源并计算能获得的现金。

其二，资产负债表上的资源可供分析企业收入来源的性质和稳定性。格雷厄姆和多德写道：

> 确有一些理论认为，以低于资产价值的价格购买股票比支付高溢价合算……股票溢价出售的公司往往资本收益率较高；高收益率吸引来竞争者，所以这种高收益率往往不能无限期维持。相应地，如果一家公司的股票因为收益率很低而折价出售，其收益率可能随竞争者退出、无新竞争者加入等自然经济因素回升，从而达到正常的资本回报率。（见第684页）

他们认识到，显著超越企业资本成本水平的高额利润率只在特定情况下才可维持。所以有合适资产支持的收益估计更实际、更准确；没有资产支持的收益一般是短期的，因而其价值低于有相应资产支持的收益。

其三，资产负债表的负债部分列出了资金来源，反映了企业的财务状况。高额的短期债或在不久的将来到期的长期债，表明企业可能陷入使股票贬值的财务困境。在这种情况下，利润的小幅下滑可能会使企业价值遭受显著的永久性的损失。

其四，资产负债表在一段时间内的变化可以衡量收益的质量。如今，收益的质量理论上由现金流量表体现，包括收入、成本与总体财务状况变化。然而事实就像格雷厄姆和多德所说：

> 资产负债表比损益表（或现金流量表）的标准化程度高，不会经常引起质疑。（见第106页）

一份资产负债表，就像一张公司在某一时点的资产及负债情况的快照，上面的数值及其真实性可以被检验。这就大大限制了资产和负

债数据被随意更改的程度。与之相比，收入和利润的组成随时间而变化，它们生来就是短期变量；如果要监测它们，必须在相当长的时间段内持续观察。无论在1934年还是今天，这一本质区别使资产负债表中的数据更可信（理论上）。正如后文讨论的，当股票市场庆祝世通公司（WorldCom）在20世纪末的收入增长时，公司的资产负债表已揭示出它面临的巨大财务压力，这一压力最终导致了以债务账面价值衡量的、史上最大的破产案之一。

全面分析

格雷厄姆和多德对资产负债表的重点分析是他们对内在价值进行全面分析体系中最重要的一环。遗憾的是，这也是在不大的价值投资者圈子之外最常被忽视的贡献。

资产负债表经常被忽视的情况，在《证券分析》一书孕育的年代就存在了。那时的经济和企业都处于非常萧条的环境中，格雷厄姆和多德因而根据资产负债表确定企业的清算价值（约等于流动资产减去全部负债）。这种保守做法背后的逻辑是令人信服的：如果能以大大低于清算价值的价格买下一家公司，那无疑是个好买卖。公司盈利可能会因公司所在行业的情况改善（竞争激烈程度下降或需求增加）或管理水平提升而增加。如果盈利增加使该公司的市场价值高于清算价值，当然很好；万一公司盈利未实现增长且可清算资产尚未发生严重损失，那么公司可以进行清算并把所得分给股东。在这两种情况中，以低于清算价值买下该公司的股东都会得到其投资的“满意回报”。

格雷厄姆和多德很清楚，他们面临的唯一的风险，是公司管理层在亏损运营期间挥霍资产，所以他们主张股东们针对这类投资积极维权。因此，他们写道：

选择买下普通股是一时的决定，而拥有它们是一个持续的过程。股东们当然有理由像当初买股票时那样认真研究持股公司。众所周知，典型的美国股东如温顺的圈养动物一样，对企业事务缺乏兴趣。（见第700~701页）

总的来说，这种做法无可指摘，而且，在当时也实践得相当成功。

但以低于清算价值的价格购买股票的做法逐渐失去魅力，原因有二：首先，在1940年以后，短线交易的税率快速增加，这种在较短时间内赚取差价的交易税负很重。其次，更重要的是，20世纪30年代充斥市场的、以低于清算价值买入股票的机会，随着之后经济的长期繁荣几乎消失了。最近几十年，很少有行业财务状况糟糕到面临清算，这一点已体现在普遍的股票价格水平上。所以，格雷厄姆和多德所钟爱的“净权益”——以低于流动资产减去全部负债的价格出售的公司很少；即使有这样的公司，第二个要求——管理层确保现有资产不快速缩水，也很少获得满足。

尽管如此，格雷厄姆和多德关注公司资产负债表的态度是正确的，很多衍生的研究方法也基本延续了其原始方法的精神。现在人们认识到：资产会在公司经营过程中被消耗或报废，从而需要重置。所以，重置价值——该公司最强劲的竞争者购买到相应净资产所需的最少花费，与格雷厄姆和多德使用的“清算价值”作用相同。如果一家公司的预期利润水平显示其资本收益率高，竞争者会蜂拥而至，从而拉低该行业的利润率并降低该公司的股票价值。因此，在绝大部分情况下，没有资产（以重置价值计）支撑的盈利能力会随竞争加剧而降低。“本金安全”和“满意回报”的目标要求真正的投资者在规划预期收益时，仔细评估该公司资产的重置价值。这样的投资者会比那些不进行此项评估的证券购买者处于更有利地位，从而长期来看，他们应获得更好的结果。

格雷厄姆和多德当时没有考虑采用资产的重置价值，可能是由于它难以计算。他们选择将注意力放在美国证券交易委员会要求企业披露的新的财务信息上。如今，我们可以在计算机系统的帮助下，随时取得并分析资产的重置价值；通过互联网查到很多蕴含大量资产价值信息的行业研究报告和出版物。这些在那个年代是不可能的。

举例来说，今天的投资者可以轻松估算美国公司增加油气储备的花费和保有储量，从而精确计算能源公司的价值，这在1940年是无法做到的。房产和设备的估值也可以达到前所未有的精确度。对房地产来说，有权查阅海量交易数据的财产评估员能够又快又准确地估算同类地产的买卖价格。

咨询工程师和行业专家可获得关于工厂和设备的信息。根据这些信息，为现有工厂增加铝加工能力，每年约需1 000美元/吨；现有的产能足以满足可预见的需求；现有铝加工企业每年的利润远超过1 000美元/吨，所以竞争者会涌入铝加工行业；产能过剩会降低企业的利润率，从而使股票价格下跌。你只能通过全面分析资产负债表判断出这些公司不是好的投资选择。

格雷厄姆和多德指出的另一个难点是，无形资产的估值——产品组合、客户关系、训练有素的员工和品牌认知度，它们大多都不出现在资产负债表科目中。如今，无形资产的价值有时能够根据财务报表等可用信息有效估计。例如，利用该公司及该行业其他公司的历史研发数据能估算复制其产品组合的花费（假定这些产品不受专利保护）。

专家意见可提供有益补充。不管是研发新产品、开设新店还是推出新品牌，投资说明书几乎总是在详细的商业计划基础上完成的。商业计划为投资提供较为准确的成本及预期收益分析。投资者可以利用

其中的数据估算获得无形资产的成本，有经验的产业经理人也能够完成这一估算。

更重要的是，如今很多无形资产可以像房地产那样交易。有线电视特许经营权、服装品牌、新药研发成果、连锁店，甚至音乐公司都可以在资深交易者之间换手（通常是大公司买，小公司卖）。这些私下交易的价格大都以其替代的内部研发费用为参考。如果丽诗加邦公司（Liz Claiborne）以销售额一半的价格买下一个与其旗下产品风格相似的品牌，我们可以推测，这接近甚至低于它开发自有品牌的费用。这些私下交易数据常常被经验丰富的投资者当作无形资产定价。

在完成对企业资产和盈利能力的全面分析后，通常有三种可能的情况：

其一，公司资产估值超过预期收益。这说明公司管理层未能充分利用资产。价值投资者要重点寻找改变管理层行为或更换管理层可能的催化剂。格雷厄姆和多德已经意识到了这一点，虽然他们未能给当今的激进投资者提出具体的干预范围。

其二，盈利能力超过公司资产价值。要保持超额利润，公司需要一些经济壁垒来防御竞争者。如今人们把特许经营权、进入门槛和其他竞争优势称作“护城河”，识别并对其进行估值是现代损益表分析的重要内容。即使在这种情况下，分析仍能为将来壁垒失效时确定企业价值提供有益信息。

其三，公司的盈利能力与资产价值大致相当。如果定性分析显示该公司有称职的管理层且没有特别的竞争优势，那么资产价值是衡量其盈利预期合理性的关键。全面的资产评估揭示证券所代表公司的整体价值，使投资者有把握设定合适的安全边际。

现如今，资产评估不单有上述用途。企业往往拥有超出其基本运营所需的现金或其他资产时，这些资产通常并不带来营业收入，但它

们可能是该证券内在价值的重要组成部分。这些资产应该与那些以营收为基础的价值分析结果加总（不要重复计算利息收入）。全面的资产评估能保证这些资产不被漏掉。

世通公司：案例研究

2002年夏，电信巨人世通公司申请破产，这是当时涉及财产额最大的一宗破产案。世通的财务报表证明，资产负债表分析对监测企业财务状况非常有效。任何一个认真分析世通公司破产前几年资产负债表的人都会担心公司的前景。例如，1999年中期，世通的市值为1 250亿美元；而1999年底其账面价值仅为512亿美元，并且这些资本几乎都是通过为并购增发股票获得的，主要是1996年以120亿美元收购大都会光纤系统通信公司（MFS Communications），以及1997年以300亿美元收购美国微波通信公司（MCI）。世通公司在15年中获得的留存收益只占很小一部分，资产负债表中账面价值的85%以上都是商誉等无形资产。公司市值与有形资产之比超过15，这一比例因行业不同是有差异的，但在本案例中，15倍高得离谱。

世通的无形资产到底价值如何呢？并不像它宣称得那么高，因为其中既没有重要专利也没有高端通信处理技术。更值得注意的是，世通公司电讯和数据服务的用户流失和低价倾销情况很严重。并且没有很高的行业准入门槛支撑它明显高于重置价值的市值。世通公司所在的行业竞争激烈，不仅不断有新的进入者（其中一些后来被世通兼并），还有不断扩张的美国电报电话公司（AT&T）等老牌企业。如果考察规模效益，AT&T比世通的竞争优势更大。

然而，比世通公司市值与资产不匹配的问题更值得关注的是，其不同时期资产负债表反映的公司详细经营状况：从1999年末到2000年末，物业、厂房与设备等资产净增了27%，约80亿美元，而公司收入仅增长了8%。这让人不禁要问：世通公司为何如此大规模增加投资？而

实际情况是，世通公司违规将大量营业支出记作投资。但是，即使不存在会计欺诈，公司管理层在收入增长放缓的情况下大量增加投资（其1999年固定资产投资约50亿美元）的决定也应引起投资者对他们的质疑。很显然，轻率地过度扩张容易导致不良后果。

2001年，上述做法的弊端清楚地显现出来：世通公司的短期债务从72亿美元缩减至1.72亿美元，同期它的长期债务增加了约125亿美元。实际上，世通的长期债务增加了约140亿美元，因为检视资产负债表的脚注就会发现，有超过10亿美元的长期债务通过紧急剥离借债的科目不再反映在该表中。世通公司面对收入下降仍决定再借70亿美元的事实，而且所有新增的债务都是长期的，应该引起任何花心思看这份资产负债表的投资者的警觉。

究竟发生了什么呢？世通的管理层在2000年失去了对财务的控制，往好处说，是就公司的未来收入增长打了一个风险很高的赌；往坏处说，是为了掩盖走弱的盈利率把费用记作投资。2001年，他们仓促地进行长期融资，希望给管理层几年时间解决财务困境。这也是不得已而为之，因为在股价下滑时出卖资产会向证券市场发出灾难性的信号。世通的主要融资方式是，在2001年5月公开发售119亿美元的企业债，由那些看好世通的未来收益和现金流的金融机构为其担保。

如果这些机构和他们的客户听从了格雷厄姆的建议，仔细研究一下世通公司的资产负债表，他们会做出更明智的决定。他们可能不会预见到世通的欺诈行为和随后的破产，但他们会避免投资不满足“本金安全和满意回报”条件的世通股票或债券。

布鲁斯·格林沃尔德（Bruce Greenwald）

哥伦比亚大学商学院金融和资产管理专业罗伯特·海尔布伦（Robert Heilbrunn）教席教授，格雷厄姆和多德投资海尔布伦中心负责人。他还是FirstEagle基金研究部主管。他被《纽约时报》誉为“华尔街大师中的大师”，是价值投资领域公认的权威。他也是投资经典《价值投资》一书的作者，同时也是本书的特约编辑。

在第六部分导读中，格林沃尔德详细地解析了资产负债表的构成及意义，并与读者分享了他对财务报表的重要分析理念。

42

资产负债表分析与账面价值的重要性

本书之前已多次提到，我们认为，资产负债表应该在过去这些年里得到华尔街的更多关注。作为本书这一部分的介绍，请允许我们列出投资者通过研究资产负债表可能获得的五种信息和指示：

1. 它给出有多少资本被投入该企业；
2. 它揭示公司的财务状况优劣，即营运资金头寸（working-capital position）；
3. 它包含资本的详细构成；
4. 它提供对报告期收益准确性的重要检测；
5. 它是分析收入来源的基础。

为了说明资产负债表的第一个应用，我们先给出如下定义：股票的账面价值（Book Value）是资产负债表列出的可用资本，通常仅限于有形资产的价值，也就是不计入商誉、商标权、专利权、特许经营权、租赁权等无形资产的价值。账面价值被称为“资产价值”，有时为了说明该价值不包括无形资产，也被称为“有形资产价值”。针对普通股，其通常被称为“所有者权益”。

账面价值的计算

用全部有形资产之和减去所有负债及非公众股权益，然后除以股票数量，就得到了每股的账面价值。

在很多情况下，通过下面公式可以简便地计算出答案：

$$\text{每股普通股的账面价值} = \frac{(\text{普通股股本} + \text{盈余项目} - \text{无形资产})}{\text{普通股数量}}$$

其中“盈余项目”不单指资产负债表中明确为“盈余”的项目，还包括股本溢价（premiums on capital stock）和实际构成盈余的储备金。这种性质的储备金可以称作“自愿储备”。举例来说，其中包括优先股赎回准备金、工厂维修备用金和应急费用（不包含已预见到的必要支出）。

表42-1为普通股账面价值计算的一个例子。

表42-1　美国钢铁公司1938年12月31日简化的资产负债表　　（单位：百万美元）

资产		负债	
1. 财产投资账户（减折旧）	1 166	7. 普通股股本	653
2. 矿山使用费	9	8. 优先股股本	360
3. 递延费用	4	9. 公众持有的附属股票	5
4. 杂项投资	19	10. 债券类债务	232
5. 杂项其他资产	3	11. 采矿特权债券	12
6. 流动资产	510	12. 流动负债	79
		13. 意外和其他准备	39
		14. 保险储备	46
		15. 资本公积	38
		16. 盈余公积	247
	合计：1 711		合计：1 711

有形资产	1 711 000 000
减去：所有负债（上表中8～12项之和）	688 000 000
普通股净资产	1 023 000 000
每股账面价值（共8 700 000股普通股）	117.59

注：a．递延资产到底属于有形资产还是无形资产可能会引发争议，但由于这一项的数额往往较小，归入哪一类都不会对分析结果产生重大影响。当然，把递延资产算作有形资产比较方便。

另一种更简短的计算过程如下所示：

（单位：美元）

普通股股本	653 000 000
加：盈余和自愿储备（上表中13～16项之和）	370 000 000
普通股净资产	1 023 000 000

计算普通股账面价值时如何处理优先股

在计算普通股权益时，要非常小心地剔除优先股权益。一般可采用资产负债表中列出的优先股股本值。然而，在越来越多的案例中，该值远不足以反映优先股的全部权益。比如下面这个例子。

岛溪煤炭公司发行的一种面值1美元的优先股股票，按约定每年可获得6美元股息；如果公司解散，每股可获得120美元。1939年，该优先股每股的市场价值约120美元。所以，在计算岛溪煤炭公司普通股资产价值时，应该扣减的优先股权益不是每股1美元，而是100美元；即每股该优先股的“真实”价值或“有效”价值是120美元。

资本管理有限公司（表42-2）是一家信托投资公司，其票面价值为10美元的流通优先股，可累计股息为每股3美元，清算价值为50美元或55美元。该公司面值1美元的A类股票可以分得优先股派发后利润的70%，其清算价值是每股20美元加公司剩余资产的70%。该公司面值1美分的B类股票享有剩余的利润和资产。很显然，以股票面值计的股本使该资产负债表毫无价值。分析者必须做如下调整：

表42-2　资本管理有限公司1938年12月31日资产负债表　　（单位：美元）

报告中的值			调整后的值
总资产（以成本计）	5 335 300	（以市场价计）	5 862 500
应付及应计费用	1 661 200		1 661 200
优先股（按面值 10 美元计）	434 000	（以 55 美元计[a]）	2 387 000
A 类股（按面值 1 美元计）	143 400	（以 20 美元计[a]）	2 868 000
普通股（按面值 1 美分计）	2 400		1 043 600（亏损）
盈余和储备	3 094 300		
总负债	5 335 300		5 862 600

注：a．约等于相应股票的有效面值。

可口可乐公司发行过一种没有面值的A类股票，股东可累计获得每股3美元的优先股息，并能以55美元的价格变现。可口可乐公司的资产负债表上以5美元每股的“设定价值”将其记为所有者权益。该股票的真实面值应为50美元。(413)

在包括以上例子的所有情况中，应设定一个与其收益率相匹配的优先股“有效面值”。很多人希望以一个统一的收益率评估所有优先股，但不能以比此更低的价格赎回，比如规定100万美元的优先股在收益率为5%时价值100万美元；若收益率为4%则认为其实际价值为80万美元；100万美元收益率为7%的不可赎回优先股的实际价值被评定为140万美元。很显然按“有效面值”计算更方便，在大多数案例中这样得到的评估结果也足够准确。(414)有一个更简便的、完全可以实际运用的方法：采用优先股面值加未付股息，若市场价高于二者之和，则以市场价计。

优先股的账面价值计算

计算优先股的账面价值的方法与普通股相同，等级低于它的股票忽略不计。对图比兹·查狄伦公司（表42-3）1932年12月31日资产负债表的分析说明了相关原则。

表42-3　图比兹·查狄伦公司1932年12月31日资产负债表　　（单位：美元）

资产		负债	
厂房和设备	19 009 000	股息率7%的第一优先股（面值100美元）	2 500 000
专利及工艺等	802 000	股息7美元的第二优先股（面值1美元）	136 000
杂项资产	478 000	普通股（面值1美元）	294 000
流动资产	4 258 000	债券负债	2 000 000
		流动负债	613 000
		折旧储备等	11 456 000
		盈余	7 548 000
总资产	24 547 000	总负债	24 547 000

第一优先股的账面价值计算过程如下：

总资产		24 547 000
减去：无形资产	802 000	
折旧储备等	11 456 000	
债券	2 000 000	
流动负债	613 000	14 871 000
第一优先股的净权益		9 676 000
每股账面价值		387

另一种算法：

股本面值	2 930 000
盈余	7 548 000
	10 478 000
减去：无形资产	802 000
第一优先股的净权益	9 676 000

资产负债表中折旧及杂项准备金数额很大，其中可能包含应属于盈余的部分，但在没有该准备金的详细构成资料的情况下只能全部作为资产的减项。（后来人们发现这些储备中很大一部分是被计提来冲销因陈旧而被废弃的工厂的。）

第二优先股的账面价值根据上述资料很容易计算，如下所示：

第一优先股净资产	9 676 000
减去：第一优先股面值	2 500 000
第二优先股净资产	7 176 000
每股账面价值	52.75

在计算普通股的账面价值时，按第二优先股1美元的面值进行扣减显然不行；因为每股年息是7美元，第二优先股的“有效面值”应该至少为100美元。所以普通股没有对应的资产，其账面价值为零。

流动资产价值与现金资产价值

除大家熟知的“账面价值”之外，我们想介绍另外两个性质相似的概念：流动资产价值和现金资产价值。

股票的流动资产价值等于流动资产减去所有负债和优先级高于该证券的权益；无形资产、固定及杂项资产都不包括在前者之内。

股票的现金资产价值等于现金资产减去所有负债和优先级高于该证券的权益。[(415)]除了“现金”项，现金资产还包括那些直接等同于现金或可随时变现的资产，比如定期存单（certificates of deposit）、通知放款（call loans）、以市价计值的有价证券和保险合约的变现值（cash-surrender value of insurance policies）。

下面以棉织品企业奥蒂斯公司为例说明这三种资产价值的算法（见表42-4）：

表42-4　奥蒂斯公司1929年6月29日资产负债表　　（单位：美元）

资产		负债	
1. 现金	532 000	8. 应付账款	79 000
2. 通知放款	1 200 000	9. 应计项目类等	291 000
3. 应收账款（减坏账准备）[a]	1 090 000	10. 设备储备等	201 000
4. 存货（减去减值准备 425 000）	1 648 000	11. 优先股	400 000
5. 预付项目	108 000	12. 普通股	4 079 000
6. 投资品	15 000	13. 盈余公积	1 944 000
7. 厂房（减折旧）	3 564 000	14. 资本公积 (paid-in surplus)	1 154 000
	8 157 000		8 157 000

注：a．存货按市价和购入价较低者计值。

A．普通股账面价值的计算：

总资产		8 157 000
减去：应付账款	79 000	
应计项目	291 000	
优先股	400 000	770 000
		7 387 000
加：存货中的自愿减值准备		425 000
得到：普通股的净资产		7 812 000
每股账面价值（共 40 790 股）		191

B．普通股流动资产价值的计算：

总的流动资产（表 42-4 中 1、2、3 和 4）	4 470 000
加：从存货中计提的自愿减值准备	425 000
	4 895 000
减：优先于普通股的负债（表 42-4 中 8、9 和 11）	770 000
得到：普通股拥有的流动资产	4 125 000
每股流动资产价值	101

C．普通股现金资产价值的计算：

总现金资产（表 42-4 中 1 和 2）	1 732 000
减去：优先于普通股的负债（表 42-4 中 8、9 和 11）	770 000
得到：普通股的现金资产	962 000
每股现金资产价值	23.50

以上计算中需要说明的是：首先，资产负债表中从“存货”中减掉的“减值准备”被加了回去，这样做是因为该储备是公司自发为尚未发生的存货意外减值计提的，并非强制性的，处理方法的一致性要求分析师把其作为盈余项目。同理，21万美元的“设备和其他支出储备”在可预知的未来没有与之对应的应付责任，也不是任何现有资产的减损。

1929年6月，奥蒂斯公司的普通股售价为35美元，读者可以发现其市场价和每股流动资产价值间的巨大差异，我们将在以后章节予以讨论。

账面价值的现实意义

普通股的账面价值本是其财务状况最主要的体现方式，它应该揭示股票的“真实价值”；就像企业的资产负债表能够说明该公司的价值一样。但这种理念在金融界几乎完全消失了，公司资产负债表上标明的资产价值丧失了它所有的重要性。这种变化要归咎于以下事实：首先，表上的固定资产价值经常与实际购入成本毫无关联；其次，在更多情况下，它与变现价格无关，也不能与收益相对应。虚增固定资产账面价值的做法正逐渐被蓄意大大降低固定资产价值以减少折旧计提的伎俩所替代，两种做法都使账面价值失去了其应有的重要意义。让人感到一丝不解的是：顶尖的统计机构就如同从过去穿越来的古怪人，还在按照传统步骤计算普通股的每股账面价值，他们相当一部分依据都是公司公布的资产负债表。

在完全抛弃账面价值这一历史悠久的概念之前，让我们探讨一下它是否会对分析师有现实意义。在普通的案例中也许没有，但在非同寻常的情况下呢？让我们研究一下表42-5和表42-6中的4个案例，把它们作为账面价值与市场价值极端关系的代表。

表42-5　通用电气公司与佩珀罗尔制造公司　　（单位：美元）

项目	通用电气公司	佩珀罗尔制造公司
普通股股价	（1930年）95	（1932年）18
普通股股数（股）	28 850 000	97 600
普通股市值	2 740 000 000	1 760 000
资产负债表	1929年12月	1932年6月
固定资产（减折旧）	52 000 000	7 830 000
杂项资产	183 000 000	230 000
净流动资产	206 000 000	9 120 000
总净资产	441 000 000	17 180 000
减去：债券和优先股	45 000 000	
普通股账面价值	396 000 000	17 180 000
每股账面价值	13.75	176

表42-6　商业溶剂公司与宾夕法尼亚煤和焦炭公司　　（单位：美元）

项目	商业溶剂公司	宾夕法尼亚煤和焦炭公司
普通股股价	（1933年7月）57	（1933年7月）3
普通股股数（股）	2 493 000	165 000
普通股市值	142 000 000	495 000
资产负债表	1932年12月	1932年12月
固定资产（减折旧）		6 500 000
杂项资产	2 600 000	990 000
净流动资产	6 000 000	740 000
普通股总资产	8 600 000	8 230 000
每股账面价值	3.50	50

善于观察的人都会对二者的不一致印象深刻。在通用电气公司和商用溶剂公司的案例中，数据不但能说明它们股票市值高出账面价值

数倍的事实，而且显示这些股票行情记录与普通工商企业的性质不相称。换句话来说，这完全不是商业评估，而是华尔街的戏法，或者说“颇具洞察力”的金融评估。

商业评估与金融评估

金融思维与普通的商业思维存在如此明显的差异，真不敢相信华尔街居然从不问“这家公司的价值到底是多少？”而这正是考虑是否购入某股票时最应该弄清的问题。如果一位投资者接到用1万美元买下某公司5%股份的要约，他首先会算出这意味着整个公司估值20万美元，然后他会通过计算判断该企业值不值这个价钱。

绝大部分股票买入者已不再使用这种基础的、非常重要的分析方法。成千上万的于1929年至1930年间“投资”于通用电气的人中恐怕没有几个知道，他们买入的价格在该公司值25亿美元时才合理，这意味着其中20多亿美元是投资溢价。在1933年7月以每股57美元买入商业溶剂公司的股票，并寄希望于禁止令撤销的行为，则更像是赌博。这些赌徒与自称为“投资者”的人都丝毫没有考虑到这相当于将整个公司估价为1.4亿美元，而其资产只值1 000万美元。在资产负债表分析中，商业溶剂公司的固定资产减记后显示为零；当然其仍存在实际价值，但不超过几百万美元。

表42-6中的另一个例子也让人印象深刻。一直业绩平平的宾夕法尼亚煤和焦炭公司，其股票价格只相当于其资产负债表上总资产的1/16；几乎在同一天，一只新发行股票的价格是其净值的16倍。佩珀罗尔制造公司的情况也许更令人深思：其账面价值真实，声望高，收入高，连年分红慷慨。然而，经济危机的现实压力使公司的部分拥有者低价抛售该公司股票，个人投资者能毫不犹豫接受的股价只有其价值的1/10。

建议

以上例子虽然极端，但说明一个问题：**投资者做商业决断时至少应该考虑一下所买卖股票的账面价值。**在一些情况下，账面价值反映的情况可能微不足道；但还是应该在拒绝以之为判断依据之前检验该值。希望有智慧的股票投资者至少能首先告诉自己，他们为整个公司支付的价格是多少，以及与之对应的净有形资产又价值几何。

确有一些理论认为，以低于资产价值的价格购买股票比支付高溢价合算。一般可以接受账面价值来代表实际投入企业的资金。股票溢价出售的公司往往资本收益率较高；高收益率吸引来竞争者，所以这种高收益率往往不能无限期维持。相应地，如果一家公司的股票因为收益率很低而折价出售，其收益率可能随竞争者退出、无新竞争者加入等自然经济因素回升，从而达到正常的资本回报率。

尽管这是一种传统的经济理论，且毫无疑问地广义有效，但我们还是怀疑它作为选择普通股的依据是否足够确信、清晰。需要指出的是，在现实情况下，商誉、高效的管理等无形资产像厂房设备一样具有真实价值。无形资产带来的收益可能比用钱就能随时买来的生产设施更不易受到竞争的侵害；在经济环境对企业有利时，投入较少的资本就可以获得快速增长。比起销售收入仰赖大量工厂投入的公司，若企业的销售收入和利润在成本小幅增加的情况下就能够大幅增长，股东就能得到更好的回报。

所以，我们认为，没有任何定律可以有效确定账面价值和股票市值的关系，只是强烈建议投资者审慎考察股票的账面价值并作出合理判断。(416)

43

流动资产价值的重要性

普通股的流动资产价值比包含固定资产的账面价值更重要。我们的讨论将归结为以下几点：

1. 流动资产价值通常是清算价值的粗略指标。
2. 很多普通股股票的市值低于其流动资产价值，因此也低于其破产清算时可变现的数额。
3. 很多股票长期以低于其清算价值的价格进行交易是根本不合逻辑的。这说明：（1）股票市场的判断出现了严重偏差；（2）公司的管理政策存在很大问题；（3）股东们对自己资产的态度有问题。

清算价值的概念

我们把“清算价值”（Liquidating Value）定义为企业的所有者放弃所有权能得到的补偿。他们可能会将整个企业出售给他人，也可能只出售其中一部分权益并继续关注企业发展。或者，他们会耐心等待时机，把各种资产逐渐变现，以获得尽可能高的收益。这样的清算在私营企业界每天上演，但在公有企业中相对鲜见。公司的转手价通常远远高于其清算价值，破产时也免不了被分拆出售。但主动从不盈利的企业中退出并精心清算的情况绝大部分发生在私营企业，而不是在公有企业。我们稍后会分析这一差异的原因和意义。

资产的性质决定它们的变现值

企业的资产负债表并不提供资产清算价值，但它包含有用的线索。计算清算价值的第一个原则是：相信负债数据，但必须质疑资产数据。也就是说，账簿上所有的负债必须按其面值作为资产的减项，资产的价值因性质不同而要具体考虑。表43-1说明了清算时各种资产账面价值的可靠性。

表43-1　各种类型资产的清算价值与账面价值之比

资产类别	清算价值占账面价值的百分比（%）	
	一般区间	粗略均值
流动资产：		
现金资产（包括可交易证券）	100	100
应收账款（减去常规储备）[a]	75~90	80
存货（以买入价与市场价孰低价格计）	50~75	66⅔
固定和其他资产（不动产、建筑物、机器、设备、不能转手的投资、无形资产等）	1~50	15（约）

注：a．分期付款账户余额必须以更低的清算价值计，范围是30%~60%，一般以50%计。

计算举例说明

下例说明了具体个案中如何对清算价值进行大概估算（见表43-2）。

表43-2　怀特汽车公司1931年12月31日资产负债表　　（单位：千美元）

资本：650 000 股普通股
1931 年 12 月的股价：每股 8 美元
公司总市值：5 200 000 美元

项目	账面价值	清算价值（估计）	
		占账面价值的比例（%）	金额
现金	4 057	100	
美国政府及纽约市政债券	4 573		8 600
应收账款（减减值准备）	5 611	80	4 500
存货（以买入价与市场价孰低计）	9 219	50	4 600
总流动资产	23 460		17 700
减：流动负债	1 353		1 400
净流动资产	22 107		16 300
厂房等固定资产	16 036		
减：折旧	7 491		
固定资产净值	8 545	20	4 000
在分支机构的投资等	4 996		
递延费用	388		
商誉	5 389		
普通股的总净资产	41 425		20 300
估计每股清算价值：		31 美元	
每股账面价值：		55 美元	
每股流动资产价值：		34 美元	
每股现金资产价值：		11 美元	
每股市场价：		8 美元	

计算目的

请注意，我们并不用精确计算怀特汽车公司的清算价值，只是要确认股票的市值是否低于股东在该企业的权益。分析显示，即使可能有计算错误，怀特汽车公司1931年的清算价值大大高于每股8美元，也就是说，整个公司的价值远高于520万美元。引人注目的是，怀特汽车公司仅现金资产就大幅高过公司的市值，减去所有负债后的余额也证明该公司股票值得投资。

流动资产价值大致等于清算价值

我们估计，怀特汽车的清算价值相较其他例子低估了存货并高估了固定及杂项资产，因为卡车比一般存货难变现，而对怀特汽车证券公司（White Motor Securities Corporation）的投资等被列为非流动资产的清算价格与其账面价值之比要高于普通财产。估计出来的怀特汽车公司的清算价值（约每股31美元）与其流动资产价值（约34美元）相差不大。在这个典型案例中，可以说非流动资产变现后足以弥补流动资产清算中的价值缩水。所以，我们的第一个结论是：可用流动资产价值大致估计清算值。

股票市价低于清算价值的情况长期存在

我们的第二个发现是，在这几年有相当多普通股的市价大大低于其清算价值。很自然，在经济危机中，这种情况出现的比例最高。但在1926—1929年的牛市中，这一现象也并不鲜见。上一章给出的例子中，奥蒂斯公司1929年6月的股价低于其清算价值，那时可是大牛市的顶端；在第41章中，北方管道公司（Northern Pipe Line）的数据取自1926年；而佩珀罗尔和怀特汽车的案例发生在1931—1933年的大衰退中。

我们认为，那三年中股票市场的最大特点就是大量股票的交易价格低于其清算价值。我们的计算表明：在纽约股票交易所挂牌的工业企业中，40%以上曾在1932年的某些时候市价低于清算价值；其中相当多公司（如怀特汽车公司）的股票甚至以低于其现金资产价值的价格出售。(417)回头再看，这肯定不是正常的状态。似乎典型的美国企业破产比持续经营更值钱。这些伟大企业的持股者在金融市场中出售股份的所得远比不上在破产清算中可获得的收益。

在1937—1938年的衰退中也出现了这种现象，只不过范围小一些。现有数据表明：1938年初，纽约股票交易所挂牌的工业公司中有20.5%交易价格低于其净流动资产价值。1938年年底，股票的普遍价格水平不再反常地过低，我们研究的648公司中仍有54家以低于其净流动资产的价格出售。(418)

大量企业以低于流动资产价值的价格交易是最近才出现的，认识到这一点很重要。在股市非常低迷的1921年，遭遇这种情况的工业企业并不多。很显然，完全忽视资产负债表且只根据企业损益表评估股票价格的做法，直接导致了1932年（以及1938年）这种不合理现象的发生。其结果是，没有当前收益的企业被认为价值很低，所以交易价常常只有其可变现资产价值的很少一部分。大部分卖家并不知道他们的卖出价低于企业的清算价值。很多人即使知道也认可了偏低的价格，但由于他们觉得既然企业不打算申请破产，清算价值实际毫无重要性可言。

上述现象的逻辑重要性

我们的第三个发现是：股价低于清算价值的现象按理对股市、管理层和股东都有重要影响。这可以被总结为一个简单的原则：

如果某只普通股持续以低于其清算价值的价格进行交易，那么，不是股价被严重低估，就是这个企业应该被破产清算。

由此得到两条推论：

- 推论一：如此低的价格不禁让股东发问：公司持续经营下去是否符合自己的利益？
- 推论二：如此低的价格，应使管理层采取一切有效的措施，以修正偏离企业内在价值的股价。他们应审视现有经营策略，

坦诚地向股东提出持续经营的理由。

上述原则应该是不证自明的。没有任何能说服人的经济理由，让股票持续地以低于清算价值的价格出售。如果一个公司持续经营还不如清算破产，那它应该被清盘。如果它存活下去更有价值，那么股票的价格应该高于其清算价值。所以无论如何，股票价格低于清算价值都是不合理的。

上述原则的两种应用

在很多情况下，以低于清算价值出售的股票，股票价格非常低廉，所以值得购买。我们可以利用证券分析方法从中获利。但在另一些案例中，股价低于清算价值说明企业的经营策略有问题，管理层应该采取矫正措施。如果他们不能主动这样做，股东们应施加压力。下面我们依次对其进行讨论。

这种股票作为潜在投资对象的诱人之处

这一类普通股一般盈利前景不乐观。如果利润能一直稳定增加，很显然股价不会这么低。反对购买这种股票的理由是企业盈利可能会下降，甚至持续亏损以至于企业的资产被耗尽，股票的内在价值最终低于买入价。不可否认，这确实在个别案例中发生过，但有更多的企业，因为经营情况好转致使股价上升，包括：

1．企业的盈利能力提高。可能的原因是：

a．行业总体情况好转。

b．公司有更好的运营模式，有的更换了管理层。这些转变包括更有效的生产技术、新产品、放弃不盈利的产品线

等。

2. 企业被出售或合并。相关企业可能更好地利用这些资源，所以至少愿意支付清算价格。

3. 完全或部分清盘。

经营情况好转的案例

行业总体情况好转

已有的例子和很多其他例子都可以说明上述各种有利发展。在佩珀罗尔的例子中，因为1932年6月30日的财务报表上亏损很大，股价下跌至17.5美元。后来纺织行业的整体情况好转，该公司取得了每股9美元的利润，恢复了分红；股价于1934年1月上升到100美元，1936年达到149.75美元。

经营策略的改善

汉密尔顿毛纺公司（Hamilton Woolen Company）是另一家我们研究的纺织企业，它是因为本身的改进改善了财务状况。1928年以前的连续几年间，公司一直遭受大量亏损，1926年每股几乎亏损20美元，1927年每股亏损12美元。1927年底，其普通股市价为每股13美元，而公司当时的每股净流动资产为38.5美元。1928和1929年，公司管理层进行了调整，提出了新的经营策略，开发了新的产品，采用了直销的方式，产品流程被部分优化。结果盈利大大增加，在之后的四年里，年均盈利约每股5.5美元，股价一年间就上涨到每股40美元。(419)

出售或合并

怀特汽车的情况好转归功于并购。然而，其后来的发展却非同寻常。怀特汽车在1930—1932年间亏损严重，管理层不得不寻找新的合作伙伴。斯塔贝克公司相信它可以把自己的资源与怀特公司的资源结合起来，实现共赢。怀特公司最吸引它的地方是拥有大量现金，所以，斯塔贝克公司1932年9月购买了怀特汽车公司的所有股票，每股的对价为：

- 5美元现金；
- 25美元斯塔贝克公司十年期债券，年息6%；
- 1股价值约10美元的斯塔贝克公司普通股。

这样的购买条件，显然不是以怀特汽车当时不足每股7美元的市场价为依据的，而是基于其流动资产价值。怀特汽车的股价因此上升到每股27美元，后来达到约每股31.5美元。(420)

另外一个类似的有趣案例发生在1939年初。那时，内布拉斯加标准石油公司（Standard Oil Company of Nebraska）的股票约为每股6美元，公司全部161 000股的股票总值100万美元。1938年12月31日的资产负债表简化如表43-3。

表43-3　内布拉斯加标准石油公司1938年12月31日资产负债表　（单位：美元）

资产		负债	
固定资产及杂项资产净值	2 794 000	流动负债	176 000
现金资产	1 155 000	股本和盈余	4 734 000
其他流动资产	961 000		4 910 000
	4 910 000		
每股（净）现金资产	6.07		
每股净流动资产	12.05		
每股净有形资产	29.33		

该公司主要在内布拉斯加从事石油产品的销售，年营业额约500万美元，但利润并不可观。1935—1938年，该公司折旧前盈利平均为每股0.69美元；在扣减“折旧费用”后，平均利润是每股0.39美元；扣减折旧后每股平均亏损0.39美元。

由于利润水平不高，股价大大低于清算价值，但我们完全有理由相信，这家公司的价值远远高于其清算价值。它是大型汽油销售商，因此该公司拥有的大量零售和批发网点对一些大型炼油企业具有相当大的吸引力。

1939年4月，私募投资者提出以每股12美元收购该公司66.67%的发行股份，但未获得足够多数的股东同意。不久，印第安纳标准石油公司提出以每股17.5美元收购该公司，这家大型炼油企业一直供给内布拉斯加标准石油公司汽油等产品，他们明显不愿失去这么重要的销售渠道。股东们很快批准了这项交易，内布拉斯加标准石油公司的股价在四个月内几乎达到了原来的三倍，而当时的股市总体是下滑的。艾萨克·贝尼希父子公司（I. Benesch and Sons）和联合船坞A（United Shipyards A）也通过出售资产提升了股价，详见后文表44-1。

完全清盘

莫霍克矿业公司是一个很好的案例，它通过完全清盘实现了大幅高于股票市值的现金收益。

1931年12月，该公司股价为每股11美元，普通股发行总量112 000股，总计市值123万美元。1931年底的资产负债表如表43-4。

表43-4　莫霍克矿业公司1931年底资产负债表　　（单位：美元）

现金和有价证券（以市场价计）	1 381 000
应收项目	9 000
铜（以市场价估计）	1 800 000
耗材	71 000
	3 261 000
减去：流动负债	68 000
净流动资产	3 193 000
固定资产，减折旧和损耗	2 460 000
杂项资产	168 000
普通股总资产	5 821 000
每股账面价值[a]	52
每股流动资产价值	28.50
每股现金资产价值	11.75
每股市场价	11

注：a．减去以市场价计的有价证券和存货铜。

管理层决定对企业清盘不久，1932—1934年总计支付常规和清盘股息每股28.5美元。事实上清算所得与其清算开始时的流动资产价值相当，是当时股票平均市值的2.5倍。

部分清盘

前文提到的北方管道公司和奥蒂斯公司都是通过变卖部分资产提升股价的案例，详见表43-5。

表43-5　北方管道公司与奥蒂斯公司的对比　　（单位：美元）

项目	北方管道公司	奥蒂斯公司
时间	（1926年）	（1929年6月）
市场价	64	35
每股现金资产价值	79	23.5
每股流动资产价值	82	101
每股账面价值	116	191

1929年9月，奥蒂斯公司为每股支付了4美元的特别股息，1930年通过部分清盘返还股本每股20美元，把股票的面值由100美元降为80美元。1931年4月，该股市场价为每股45美元；1932年4月，市场价为每股41美元。尽管在这期间股市总体价格水平从普遍高估转为大幅低估，公司还向股东派发了每股24美元的股息，且股价远高于1929年6月的价格水平。后来，该公司完全清盘，股东收益又增加了每股74美元，使得1929年6月后获得的总收益达到每股102美元（包括1929年至1934年间其他分红总计每股4美元）。[(421)]

北方管道公司于1928年按每股50美元退还股本，实施部分清算，这使得公司股价自1926年至1928年间几乎翻倍。后来又每股返还了20美元，股东们总计获得了比在1925年和1926年以低市价抛售股票所得还多的现金，同时保留了股权。标准石油集团的大部分管线公司进行了类似的慷慨分红，部分清算的案例还有戴维斯煤炭和焦炭公司。

选择以低于清算价值交易的股票时应区别对待

这些以低于清算价值交易的普通股代表了一大类价值被低估的证券。它们的市价与其实际情况不符，这意味着其中有些可以为我们提供获利的机会。但是，证券分析师在选择投资标的时应尽可能根据实际情况区别对待。他们会看好那些有望尽快发生上述有利转变的企业，或者那些能提供除流动资产外其他诱人的统计数据，比如令人满意的当期盈利和分红、过去平均盈利能力很高的公司。分析师应该远离那些流动资产迅速流失且无望改善的企业。

案例

表43-6中的两个公司的股票市值在1933年年初低于其清算价值，比较它们能说明以上观点。

表43-6　曼哈顿衬衣公司与赫普汽车公司1933年初的对比　　（单位：美元）

项目	曼哈顿衬衣公司		赫普汽车公司	
1933年1月股价	6		2.5	
公司总市值	1 476 000		3 323 000	
资产负债表	1932年11月30日	1929年11月30日	1932年12月31日	1929年12月31日
		300 000		
优先股面值	246 000	281 000	1 329 000	1 475 000
普通股数量（股）	1 961 000	885 000	4 615 000	10 156 000
现金资产	771 000	2 621 000	226 000	1 246 000
应收账款	1 289 000	4 330 000	2 115 000	8 481 000
存货	4 021 000	7 836 000	6 956 000	$19 883 000
	100 000	2 574 000	1 181 000	2 541 000
总流动资产				
流动负债	3 921 000	5 262 000	5 775 000	17 342 000
净流动资产	1 124 000	2 066 000	9 757 000	17 870 000
其他有形资产				
普通股（和优先股）总资产	5 045 000	7 328 000	15 532 000	35 212 000
每股现金资产价值	7.50	无	2.625	5.125
每股流动资产价值	16.00	17.50	4.375	11.75

以上两个公司1932年年底的股票市值和流动资产间的关系都很有趣。但是，比较此前三年的资产负债表就会发现，曼哈顿衬衫公司比赫普汽车公司的财务状况更好，后者在大萧条期间损失了一半以上的现金资产和60%以上的流动资产。曼哈顿衬衣公司普通股的流动资产价值在同一困难时期只降低了10%，它的现金资产反而大大增加了。通过变卖应收款项和存货，公司在还清了1929年欠下的银行贷款后，还余下很多现金。

所以从历史资料分析看，这两个公司分属两类。我们不得不考虑赫普汽车公司目前高于股票市值的流动资产可能不久就会消失。曼哈顿衬衫公司的情况不是这样，我们应该为它在大萧条期间优化自己的现金情况给予加分。后面我们会重新讨论证券分析怎样通过比较一个时期内资产负债表确定企业的实际发展。简单比较以下两个公司1939年初的资料，可以说明企业的历史盈利情况值得研究（见表43-7）。

表43-7　伊利和沃克纺织公司与太平洋米尔斯公司1939年年初情况对比

（单位：美元）

项目	伊利和沃克纺织公司		太平洋米尔斯公司	
1939年1月股价	17		14	
每股价值	1932年12月31日	1938年12月31日	1932年12月31日	1938年12月31日
净流动资产	30.00	39.50	26.95	24.50
净固定资产	37.73	46.42	90.85	79.50
1933—1938年平均利润		1.82		2.41（亏损）
1933—1938年平均股息		1.25		0.50

太平洋米尔斯公司（Pacific Mills）之所以亏损是因为计提了大量折旧储备，但是如果没有特别原因，不建议投资亏损的公司。分析师显然认为伊利和沃克纺织公司（Ely & Walker Dry Goods Co.）更值得投资。

价廉物美的好买卖

符合如下条件的公司股票是投资者喜欢的价廉物美的投资对象：（1）股价低于流动资产价值；（2）没有资产流失的危险；（3）在合理市价水平上，曾表现出优良的盈利能力。这类公司的价值确实被市场低估了；有理由相信，它们的股价早晚会反映它们的真实价值。低价购入这样的股票可以享有高度的安全性，本金遭受损失的可能性较小。

然而，需要指出的是，投资这些特价股需要注意当时的整体市场情况。比较奇怪的是，这种操作相对来说，在股价水平不是特别高也不是特别低的时候效果最好。在像1929年或1937年年初那样明显过热的市场情况下购买这类“特价股票”并不划算，因为随之而来的价格下跌对所有上市公司都会造成打击，不管它们是否被低估或忽视。另一方面，当所有股票都非常便宜的时候（比如在1932年），龙头公司的股票同样被低估，尽管那些不著名的公司股票价格更低，但投资龙头公司的效果更好。

代表整个企业的普通股不能比只对公司部分资产享有请求权的债券风险更高。本书早些时候对优先级高的证券的讨论对于弄清这个问题有帮助。我们在第26章指出：债券、优先股或普通股（不存在优先级高于它的证券时）不应比它代表的该公司所有财产价值更高。反之亦然，普通股不能比债券风险更高。因为股票代表的是公司的全部权益，债券的收益是固定而有限的，股东享有余下的所有经营成果，这个观点有些抽象，但对照下面讨论的股票和债券的关系就容易理解了。投资信托领域的两个公司的情况可以充分说明我们的观点，因为它们的融资利率相同，而且由同一个经营团队管理。

从表43-8中可以清楚看到，肖马特联合公司（Shawmut Association）的股票不应比投资信托中市价85美元的优先信用债券风险大。二者管理人相同，股票投资对应了180%的资产，而债券只有122%的资产作保证。肖马特联合公司的股东拥有公司全部财产，而投资信托债券的持有人权益仅限于本金，余下的财产属于次级证券持有人。实际上，虽然债券发行折价不少，以市场价计，剩余的低级权益金额还是很大。

表43-8　投资安全性比较

截至 1939 年 12 月	肖马特联合公司	肖马特银行投资信托
债券	无	优先信用债券面值总计 3 040 000 美元，年利率 4.5% 或 5% （以市价 85 美元计值共 2 585 000 美元，债券发行一般以 100 美元为一份） 次级信用债券面值总计 950 000 美元，年利率 6% （市价约 50 美元，共计 480 000 美元）
股票	390 000 股，市值 4 000 000 美元（每股 10.25 美元）	75 000 股，市价 3.5 美元，共计 26 000 美元
总股本	4 000 000 美元	3 325 000 美元
1939 年 9 月的资产净值	7 201 000 美元	3 153 000 美元
高级债券市值比净资产		82%
总资本市值比净资产	55%	107%
12 个月总投资收入[a]	（至 9 月 30 日）198 000 美元	（至 11 月 30 日）114 000 万美元
按市场价计的资本利润率	5.0%	3.5%

注：a．不包括证券销售的盈亏。

很难否认，表43-8中肖马特联合公司的股票比投资信托的债券更有吸引力。那些认为债券比股票更安全的投资者显然犯了只看形式而忽视本质的错误。不同的投资形式取决于投资者的经验和态度。投资信托的债券的确可以提供给投资者有一定保证的连续收入。因为债券本息必须按时给付，不然公司就会面临破产，所以公司在1942年和1952年债券到期前必须想办法筹措到足够的资金。投资信托有强烈的意愿去购回折价发行的债券，因为它们最终必须按面值还本。最终公司回购了1/3的债券，使得市场价格得以维持，还提高了剩下的债券的地位。

肖马特联合公司股票投资者的收益就是另一种情况了：股东们自1929年起连年得到分红，平均每股65美分，约合现价的6.5%。但分红时多时少，股东们普遍感觉命运掌握在管理层手中。不过，事实上并非完全如此，因为收入法案的处罚条例强制投资信托分配它的净收

益。公司没有在股票市值低于清算价值时通过回购维持市价，所以股东们不得不以内在价值50%的价格贱卖手中的股票。

在本书的1934年版，我们通过研究1933年1月美国洗衣设备公司（American Laundry Machinery）的股票论证了同一个观点，那时该公司股票价格为每股7美元，也就是说整个公司的市值是430万美元。而该公司当时拥有400万美元现金、2 100万美元的净流动资产、2 700万美元的净有形资产，十年内平均利润超过300万美元（其中1932年亏损100万美元）。该章的最后两段如下：

> 华尔街认为美国洗衣设备公司的股票不安全，但是他们会毫不犹豫地接受该公司450万美元的债券。其理由是债券能按时还本付息，而40美分的分红没有保障。董事会必须依法偿还债券本息，所以他们一定会履约。但是否分红要看公司经营需要，所以有可能会取消分红。这里，华尔街混淆了暂时的持续收入和本金安全问题，普通股的股息并不能令股票更安全。董事会只是把股东们自己的部分财产交给了他们；如果钱留在企业，它还是股东的财产。有一种错误的认识是：如果股东可以与债券所有者一样强制要求分红，他们的地位就会提高。宁可购买利率为5%或6%的债券，也不购买同一企业的股票以享有长期利益，这种行为是目光短浅的，但公众偏偏就会这样做。
>
> 不过，华尔街一直坚持这种不理性的观点，有时，事实会证明他们是对的。但在其他情况下，普通股股权不能使股票持有者享有私营业主的同等权利。这引领我们进入关于股价低于清算价值股票的第二层讨论。

44

清算价值的意义以及股东与管理层之间的关系

华尔街认为清算价值一点也不重要的原因是，正常经营的企业不会去考虑进行清算。这种看法本身的推理符合逻辑。对于那些市价低于清算价值的股票，华尔街的观点可以这样概括：

> 即使公司的清算价值超过其市值，它们也不值得购买。原因有二：第一，公司的利润不令人满意；第二，公司不计划进行清算。

我们在前一章中提出：第一个假设在一些情况下不成立，因为尽管过去的收益不令人满意，但外部或内部的变化可能促使公司再次取得满意的资本回报。但大多数案例的情况证明市场的消极看法至少是合理的。

因此，我们提出一个问题：“为什么无论一个企业的前景看起来多么糟糕，它的所有者都会允许它存在到资源耗尽的一刻？”

要回答这个问题，我们就必须探究美国金融市场最奇怪的现象之一：股东和他们所拥有的上市公司之间的关系。这超出了证券分析的狭窄范畴，但我们在此要对它进行一个简单讨论，因为证券价值和证券持有者的智慧和警觉性之间存在一种特别的关系。选择买下普通股是一时的决定，而拥有它们是一个持续的过程。股东们当然有理由像当初买股票时那样认真研究持股公司。

大多数股东冷漠而温顺

众所周知，典型的美国股东如温顺的圈养动物一样，对企业事务缺乏兴趣。他们按照董事会的建议行事，很少考虑维护自己作为企业和所雇经理人主人所拥有的权利。结果就是：绝大多数美国公司的决策权掌握在一个被称作“管理层”的小团体手中，而不是在拥有大部分股权的所有者手里。这种情况在阿道夫·伯利（Adolf A. Berle）和加德纳·米恩斯（Gardiner C. Means）的重要著作《现代公司与私有财产》（*The Modern Corporation and Private Property*）第四篇第1章中有详尽的描述：

> 从传统意义上讲，企业应该追求其所有人（即股东）利益的最大化，他们应享有全部用来分配的利润。但现在我们知道，管理层有能力将利润装入自己的口袋。如今谁也不能保证企业首先顾及股东的利益。经营权与所有权的深度分离及管理层权力的大大加强让人不禁要问：是否应通过社会和法律施加压力，以确保企业在经营决策时，优先考虑其所有者的利益或将更广范围的人的利益一并考虑。

在最后一章（见第335页），二人又论述了这个问题：

> 然而，第三种可能是存在的。一方面，财产的主人在交出控制权和责任的同时，也放弃了独占这些财产带来的收益的权利，使得社会不再有义务保护他们享有法定的严格财产权。同时，管理层通过行使经营权为自己谋取利益，破坏了要求企业仅需维护其所有者利益的传统。即便不作为的企业主不应独占企业创造的利润，管理层也不能利用手中的权力大肆为自己谋利。管理层并没有用事实或行动有效证明他们有权这样做。这与传统的理念格格不入。管理层的出现仅仅

为他们和股东之外更广泛的群体享有这些利润扫清了障碍，从而可以使大众要求现代企业不仅要对其所有者和经营者负责，还要为整个社会服务。

股东们貌似合理但偶尔不实的臆测

如果股东们头脑敏锐，可能不太完全同意伯利先生和米恩斯先生的结论，他们并没有主动放弃获得所投资企业所有利润的权利。毕竟，他们不是故意放弃这一权利，而是默认不加以履行。如果能获得足够的信息并受到正确引导，股东可以重新掌握所有权内固有的控制权。他们对董事会意见言听计从，貌似不关心企业经营的做法深受一些传统错误观点的影响，这些祖传的或口碑相传的准则包括：

1. 管理层比股东更了解企业，所以他们做出的所有经营决策应该被接受；
2. 股价变动不影响管理层的利益，他们也无须对此负责；
3. 如果股东不同意管理层的某项重大决策，最好的反对办法是卖出该公司股票。

管理层并不总像股东们认为的那样睿智而高效

上述三条听起来似乎有理，但实际上只对了一半。因为它们并非完全错误，所以危害性更强。绝大多数情况下，管理层是进行正确决策的最佳人选，但他们并不总能认识到以及采取对股东最有力的措施，他们不称职的行为可能产生严重的错误。似乎任何一家公司的股东都认为其管理层理所当然应该是称职的。但选股的艺术在于投资于管理优良的企业，远离管理混乱的公司。这说明很多公司管理不善。难道任何一家企业的股东不应该对其管理层是否高效进行考察吗？

股东和职业经理人在某些情况下存在利益冲突

股东们不应总是不加怀疑地接受管理层决定的第二个原因是，在特定问题上，股东与管理层之间存在利益冲突，这些领域包括：

1. 经理们的待遇——包括工资、奖金和股票期权；
2. 公司扩张——经理人有权借此要求更多薪水、获得更多权力和名誉；
3. 股息支付——经营利润留在企业受管理层支配还是分发给股东；
4. 股东是否继续投资该企业——既然企业不盈利，是任其继续经营、部分撤资，还是全部清盘；
5. 对股东的信息披露——管理层是否能通过不向广大股东公开某些信息获利。

以上各种决策都涉及管理层的利益，所以股东们应该认真参与。我们并不是说公司管理人员不值得信赖。事实上，大公司的职业经理们通常是一群品质和能力超群的人，但这并不意味着股东应该让他们在涉及自己利益的事项中享有完全决定权。私营老板只会雇用他们信任的人，但不会让这些人自定薪水，或决定对该公司投入或撤出多少资本。

董事们在上述事项中往往有自己的利益要考虑

上市公司的这类决策由董事会做出，董事由股东选举产生，管理层要对他们负责。理论上董事们应该代表股东利益，适时防止管理层中饱私囊。但在现实中不能指望他们，因为很多公司的大部分董事和

大多数公司的重要董事本身就是该企业雇用的管理人员；那些不在公司任职的董事往往与公司的主要领导人关系密切。可以说，很多时候是公司的管理层选聘董事，而不是董事会挑选管理层。因此，股东必须对管理层的利益与股东利益可能发生冲突的所有事项进行独立思考，并具备怀疑精神。也就是说，在这些事项上，不能仰赖管理层在知识和判断力上的优势。任何真诚的批评意见都值得股东仔细考虑。

不当的管理层待遇

管理层为自己谋取高福利的事实被大量曝光，这已经引起了认真质询。这种情况大部分发生在1933年以前。伯利恒钢铁公司的管理层获得了大量明显超发的奖金。美国烟草公司管理层获得以大大低于市值的价格购买本企业股票的权力，总量巨大。购买股票的特权容易遭到滥用。电力债券和股份公司（Electric Bond and Share Company）的管理层允许自己以大幅低于市价的价格认购大量本公司股票。后来股价跳水，低于协议认购价格，管理层被允许取消认购，已经认缴的款项被返还。怀特汽车公司也采取了类似行动，本章稍后会更完整地讨论这一案例。

这些交易中的一部分在1928—1932年的极端条件下是可以理解甚至合理的，其他的则找不到服人的理由。然而，人性天生趋利避害，发生这样的事也不稀奇。这并不能真正反映管理层的道德水准，让管理层就关乎自身利益的问题全权做出决定显然是不明智的。

企业高管薪金和持股情况在以前是不公开的，新的法规为驱散遮挡真相的迷雾做了很多努力。新发行证券的公司和在全国性证券交易所挂牌的上市公司必须填报相关高管的工资、奖金和股票期权，之后在呈交美国证券交易委员会的年报和代理投票委托发生时也必须填报这些信息。[(422)]虽然这些数据并不完整，但足以让股东了解雇用企业

管理层的成本。这些规定还包括：公司经理、董事的持股情况和持股10%及以上的股东情况要每月公布。

因为散户不太容易及时获得这些信息，统计机构非常尽职地把收入和股票持有情况加入他们每年出版的公司主管和董事名录。

近年来，管理层的巨额收入问题成了众矢之的。公众非常清楚，在这个问题上管理层的观点并不代表最高智慧。然而，他们并没有清楚地意识到，管理层在处理股东的资本和企业盈利分配问题时，对股东权益的维护也是有限的。我们在讨论分红策略时（见第29章）涉及了这个问题的一些方面。很显然，为企业扩张筹措新资本或把盈余投入企业再生产，也是股东们要认真研究并做出决定的事项。

评估持续经营是否明智

在第三个问题上股东同样需要认真对待，那就是是否把资本继续留在该企业中。管理层自然不愿意把任何一部分资本归还给股东，即使这些资本在别处能得到更好地利用，从而获得更高的收益。允许股东部分撤资（例如闲置的现金资产）意味着消减企业的资源，可能造成以后的财务困难，而且肯定在一定程度上降低了公司领导人的威望。完全清盘意味着企业提供的所有工作岗位将不复存在。所以，不要期望被雇来的管理层决定企业存续还是清盘的问题时能站在股东一边，只考虑股东利益最大化。我们必须再次强调：董事们通常与公司高管结成同盟，而且很多高管本身就是董事会成员；所以也不能期望他们完全站在股东立场上处理相关问题。

所以，“是否把公司继续经营下去”应该是企业所有者、股东们独立解决的问题。需要指出的是：从法律意义上说这不是管理问题，而是所有权问题。如果股票市值长期大大低于其清算价值，考虑这个问题符合逻辑。毕竟这种情况要么说明市场估值错误，要么说明管理

层不应再继续经营下去。股东们理所应当弄清错误所在，在决定过程中应该认真听取管理层的观点和解释。但如果管理层在这个问题上有最终决定权，整个调查将毫无意义。

很多时候，对管理层决策的批评中掺杂着反对者的私心。这令人不快，却很难避免。利他主义在财务领域很少见。发动针对管理层的战争需要耗费大量时间、精力和金钱，很难期望散户们能为伸张正义而花费这许多。在企业有大量投资的大股东联合起来保护自己的权益，从而代表所有股东对管理层交涉。绝大多数情况下，应该尊重普通股东的知情权，认真考虑他们对股东与管理层利益存在冲突的事项的意见。(423)

股东公开指责管理层、代理战及其他各种法律行动令管理层烦恼不已，很多案例中股东的做法不怎么明智，甚至有的动机不良。利益对立是职业经理人和积极的股东必须面对的问题。公众必须学会理智地审视这些争端，认清事实，理清逻辑，不要一味指责或被无关的个人品质问题影响判断力。

单从如何使股东获得最大利益的角度讨论结束企业经营，是很不人道的。必须要考虑雇员们在清算中的一些重要权益，但把问题复杂化没有任何好处。如果维持公司生存的主要目的是避免员工失业，且这将牺牲股东们的利益，他们有权知道这将给自己带来怎样的损失并直面它；虽然将企业清算有些残忍，若真有利可图，那么股东就不应该被告知“清算是不明智的”。公允地说，在现有经济体系中，企业主不承担为维持员工就业而忍受资产缩水的义务，私营企业主极少做这样的善事。是否应该为保证就业牺牲资本是整个国家经济福利制度面临的难题，我们在这里不做讨论。我们的重点是指出“股价低于清算价值”的现象并强调这对股东影响很大，应该向管理层问责。

管理层能在股票市场价格波动中获利

管理层一直很成功地撇清同本公司证券市场价格的关系。长期以来，人们普遍认为证券市值的波动与管理层无关，这是不对的。公司领导们确实不用对证券的日常涨跌负责，但这并不是说他们可以不关心证券的交易价格。声称自己不在意的管理层是非常虚伪的。证券市值的流动性是购买者考虑的主要指标之一；除了可靠的交易市场，合理的交易价格也很重要。股东们希望自己的资产能保值增值，满意的股价至少同分红一样重要。管理层既然有责任维护股东的权益，就应该尽其所能去防止出现本公司证券价格被过分高估或低估。

很多上市公司的主管一脸诚实地表示，他们甚至不知道自己经营公司的证券价格，这种态度简直让人忍无可忍。很多时候，他们的切身利益也与这些证券价格密切相关。有时，他们还会利用内幕消息占公众和股东的便宜。(424)我们讲述这些并非故意语出惊人，这是常识逻辑的结论。我们建议由董事们负责监控本公司的证券价格，并利用一切合法手段矫正显著的股价异常，如同他们处理其他损害股东利益的公司状况一样。

各种可能的矫正股票市值的措施

合理的办法有很多。第一类办法是，可以向股东们发出通告，说明公司的清算价值（即最低价值）高于目前的市场交易价格，股权的实际价值远超股价。大多数情况下，董事会判定公司持续经营比清盘对股东更有利，相关理由应同时公布。第二类办法从分红入手。应尽力制定一个至少与清算价值相匹配的股息率，以保证股东能在持续经营中获得投资收益。即使当前的利润不足以支付股息，只要有足够多的累积盈余和现金就能做到。

第三类办法是现金返还企业运营中富余的资本，通常是按持股比例返还部分股本从而降低票面价值，或以合理的价格回购部分股票。

最后，如果董事们经过仔细比较企业的清算价值和盈利能力，决定出让企业或实行清盘，他们应大胆地迈出这最敏感的正确一步。

奥蒂斯公司的案例

在1929—1930年，奥蒂斯公司管理层采取了上述数种拯救措施：1929年7月，董事长召集股东，公布了6月30日的资产负债表，指出了股价与公司清算价值之间的差距；9月，尽管企业利润并未比以前多，公司以大量现金资产和累积盈余为后盾恢复了分红。1930年，大部分公司运营富余资金被用来赎回为数不多的优先股，普通股股东的股本按每股20美元返还。(425)

后来，奥蒂斯公司施行分拆清盘的政策，逐步返还股东资本。从1929—1940年的最后一次给付，共返还每股94美元，另外分发股息每股8美元。正如我们在前一章中指出的那样，这些措施非常有效地改善了股东的处境。当时大部分股票的价值都在缩水，奥蒂斯公司的股东却最终获得了比持续经营大得多的收益。

汉密尔顿毛纺公司的案例

汉密尔顿毛纺公司1929年以来的历史更有趣，因为其董事会保护股东投资的做法堪称典范。1927年，长期亏损导致公司股价大大低于其清算价值。如果亏损持续，股本有被侵蚀殆尽的危险。另一方面，公司的未来收益有可能大幅增加，特别是施行新政的话。一份说明清盘利弊的文书被摆在了股东们面前，他们投票决议保留企业，并聘用了新经理。这个决定被证明是明智的，因为公司利润逐渐上升，股价也超过了清算价值。

然而到了1934年，公司再次严重亏损，主要原因是劳工矛盾激化。管理层再次建议股东实行清盘，这一次股东投票支持卖出企业。

交易成功后，他们获得了高于1934年11月公司流动资产价值的收益。

特别值得称道的是1927年决策过程的细节。继续还是放弃经营的终极决定权被交给掌握所有权的股东；管理层提供了相关信息，提出了自己的建议并就问题的两个方面都进行了论述。

其他主动清盘的案例

表44-1这个不完全的合并表说明了一个显而易见却很重要的事实：不盈利但拥有很多资产（特别是流动资产）的公司几乎一定能卖出大大超出其股票市值的价钱。原因当然是股价主要由企业的盈利能力决定，而清盘所得多寡由企业拥有的资产决定。

表44-1　其他自愿清算的公司情况　　（单位：美元）

公司	决定清盘或出售的年份	做出清盘或出售决定前夕的股价	实现的每股收益
美国胶合剂公司（American Glue）	1930	53	139.00+
艾萨克·贝尼希父子公司（I. Benesch & Sons）	1939	2¼	6.63
联邦针织厂（Federal Knitting Mills）	1937	20	34.20
莱曼工厂（Lyman Mills）	1927	112	220.25
莫霍克矿业（Mohawk Mining）	1933	11	28.50
标志针织（Signature Hosiery Pfd）	1931	3⅛	17.00
内布拉斯加标准石油（Standard Oil of Nebraska）	1939	6	17.50
联合船坞A（United Shipyards A）	1938	2¼	11.10[a]

注：a．数据截至1939年12月31日。

按持股比例回购股份

汉密尔顿毛纺公司的管理层在1932年和1933年把富余的现金资本按持股比例以合理的价格回购了大量股份，这种做法值得推荐。这是1929年向股东增发股票的反向操作；大萧条造成的萎缩让公司不再需要那么多资本，所以把其中大部分返还给股东是符合逻辑的行动。钱放在自己口袋里比留在企业中对那些股东更有利。(426)

通过公开市场回购损害股东利益

在1930—1933年的大萧条时期，很多工业公司用富余的盈余现金资产回购了本公司股票。(427)他们在不通知股东的情况下通过公开市场买入本公司股票，遭到了强烈反对。这种做法存在一些弊端。他们觉得以尽可能低的价格购买股票“符合企业利益”，却让在交易所出售股票的股东被迫承受了巨大的损失；坚持持有股票的人可能最终获益。虽然在为企业购买其他资产时可以遵循“最优价”原则，但从本公司股东手中回购股票时，无论从逻辑上还是从道义上，都不能这样做。管理层有义务在以公司名义回购股票时对出售股票的股东公平些。

但实际上，低价回购股票可能导致减少或取消分红，尤其是在经济动荡期间。这就会对所有股东造成伤害，不管他们是否出售了手中的股票。所以我们认为，以不公平低价回购只是“可能”给坚持持有股票的人带来好处。

怀特汽车公司的案例

前一章中我们让大家看到，怀特汽车公司在1931—1932年的股票市值远低于其清算价值。该公司管理层的经营策略很明显导致股东陷入了极其不利的境地，研究此案例很具指导性。

从1916—1926年，怀特汽车公司每年每股分红4美元（8%）；期间公司在1921年因经济危机亏损近500万美元，但它提取累积盈余全额支付了全额股息；这防止了公司股票的市价跌破每股29美元。经济复苏时公司股价一度升至每股72.5美元（1924年）和104.5美元（1925年）。1926年，通过以每股50美元的价格向股东增发新股，公司获得了1 000万美元的新资本，并与此同时支付了20%的股息。

公司的所有者们几乎没从这巨额现金中获得回报，当利润开始萎缩，分红也减少了。1928年，公司实现每股净利3美元（合并计算），但分红只有每股1美元。1931年6月30日结束的12个月中，公司约亏损250万美元，所以下一次分红被完全取消，公司的股价暴跌至每股7.5美元。

上述1931年与1921年的对比非常惊人。公司早年的亏损额更大，盈余公积更少，现金资本水平也远远低于1931年。但1921年实现了正常分红，所以股价得以维持。十年之后，尽管公司有富余的现金和充足的未分配利润，一年的经营亏损就足以说服管理层当期不分红，并坐视股票的市场价格下跌到荒谬的水平。

在取消分红的前后几年时间里，该公司积极在公开市场购入本公司股票。这始于1929年的“特定管理岗位”福利计划。截至1931年6月，该公司总计用280万美元买入了10万股自己的股票。暂停分红后，公司领导和员工不再被要求购买这些股份，福利计划就此中止。在接下来的6个月中，得益于怀特汽车股价的大幅下滑，公司以每股11美元的均价在公开市场购入另外5万股。这15万股被收回的股票随即被注销。

这些简单罗列的事实表明：**允许管理层动用公司资金回购股票可能造成严重问题。**我们首先注意到的是，怀特汽车管理层雇员与股东待遇之不同。公司为这些员工提供的福利，是以非常诱人的低价购买了大量本企业股票，购买这些股票的资金出自股东。如果当时公司的

效益提高，股票价格会大幅上涨，所有差价的好处都归属相应的雇员；但如果公司亏损了，“那些管理人员”什么损失也不用承担，所有重担落在股东们身上。(428)

在这些与股东直接进行的交易中，我们看到怀特汽车在1926年获得了1 000万美元新增资本金。除去给购买者融资，公司用其中一部分回购了很多股票，价格只有增发股票的1/5。取消当期分红是其能低价回购的主要原因。无须其他证据，这些事实足以令股东们怀疑，当期不分红的目的是故意压低市场价格。如果不分红是为了保留现金，很难解释公司为什么要大量回购股票，却中断15年以来从未间断的股息派发。

现金充裕的公司决定当期不分红，从而迫使股东在公开市场以很低的价格抛售该公司股票，这绝不是件令人愉快的事。

威斯摩兰德煤炭公司的案例

威斯摩兰德煤炭公司（Westmoreland Coal Company）在公开市场上回购股票是一个更近的实例。股东们是否能从中得到好处备受质疑。在1929—1938年间，该公司报告的账面亏损累计高达30.9万美元，约合每股1.7美元。但这些损失是在计提了巨额折旧费和备抵折耗（共265.8万美元，远远超出了相关重置成本）后发生的。所以，在不规律地支付了总计每股4.1美元的分红之后，公司手上的现金在这十年中还增加了不少。

据该公司年报，威斯摩兰德自1935年起在公开市场回购股票。截至1938年底，公司共回购了44 634股，超过流通股总量的22%。非常惊人的是，这些股票的平均买入价为每股8.67美元，不到该公司每股现金资产价值的一半。而且，这还是没有计算威斯摩兰德大量其他有形资产的价值。请注意，在1930—1939年间，该公司的股价都低于其现

金资产价值。在1938年年底，该公司公告的现金和可交易证券总计277.2万美元，而当时其股票的总市值只有140万美元。

分析该公司情况，可以清楚得到下列事实：

1. 股票市值低的原因是利润缺失且分红不稳定。在这种情况下，股价反映不出理论上属于股东的大量现金资产。如果这些现金资产的分配不能预期，股票市值由企业利润和股息决定。
2. 管理层真正的职责，是认清现实并尽其所能使股东的投资不受损失，尤其是防止牺牲股权的大部分真实价值。因为很多股东会因急需用钱、希望有稳定的收入或对煤炭行业失去信心而抛售股票，股东权益很容易普遍受损。
3. 公司手持大量现金资产而股价极低的异常情况其实是可以避免的。即使不研究它的年业务量和大量现金留存之间的非正常关系，大量回购便宜股票的行为就可以证明公司有维持正常经营以外的富余现金。
4. 所有富余的现金应该按持股比例返还给股东。用其中一部分钱以尽可能低的价格回购股票对那些被迫或糊里糊涂“割肉”的股东不公平。足够坚定持有股票的股东可能从中受益。公司负责人处于特别有利的地位，因为只要他们愿意，就可以把公司的现金分发给股东；普通股民则难以决定公司的分配政策。所以股票市场会如此低估上市公司持有的属于股民的现金资产的价值。(429)

综述与结论

股东与管理层之间的关系，在1928—1933年间的经济混乱中出现了很多不合理的问题。美国证券交易委员会的法令和更具批判性的社

会舆论已对此进行了有益的规范。这里要澄清一些几乎被遗忘的基本事实：股份制企业在法律上是股东创建并拥有的；管理层只是股东付钱雇来的员工；不管董事会是如何产生的，它作为代理人有法律义务只维护企业所有者的利益。(430)

为了使这些真理更有效地应用到实践中，有必要通过教育让广大投资者清楚地了解股东在下列事项中应该享有的权益：分红策略、扩张策略、用企业的现金回购本公司股票、管理层的福利待遇以及最基本的决定企业存亡的问题——把股本留在企业中还是全部或部分撤出。

45

资产负债表分析（完）

在前几章的讨论中，我们主要研究了如何通过资产负债表确定股价被市场低估的情况。然而，资产负债表分析更经常被用来判断股价是否被高估，即企业是否存在影响目前或未来投资收益的财务缺陷。谨慎的证券投资者通过认真研读企业的资产负债表，可以确定该公司是否拥有足够的现金、流动资产与流动负债的比例是否合理、是否不能及时偿还最近到期的债务以致需要再融资等问题。

营运资金情况与债务结构

涉及营运资金的基本原则

我们在这里无法给出企业应保留的现金量。投资者必须自己判断具体企业所需现金量及现金缺口的大小。以前工业企业营运资金的标准为：每1美元的流动负债，至少要有2美元流动资产相对应。

但20世纪20年代末以来，大部分行业倾向于保持更好的流动性比率。我们发现：绝大部分工业企业的营运资金比率（流动资产/流动负债）大幅超过2：1。(431)最近有一种流行的观点认为，如果一个公司的营运资金比率低于同行业平均水平，投资者应以怀疑的眼光审视它。(432)

我们认为，这种看法有一定逻辑缺陷。因为按照这一说法，无论具体企业的总体财务状况多么好，达不到平均值的公司都一概不被看好。我们提不出比传统的2:1标准更好的、判断企业财务状况是否满意

的明确数量标准。很自然，投资者更青睐超过这一最低标准的企业，但问题是有必要把更高的营运资金比率作为购买的必要条件吗？是否应该拒绝投资于其他条件令人满意而流动资产仅为流动负债两倍的企业呢？我们不赞成这一规则，但是也无法明确新的相关数值。

衡量财务实力的第二个标准是所谓的“酸性测试”（acid test），它要求流动资产减去存货至少要等于流动负债。通常，投资者都很希望所投资的公司同时通过2:1和酸性测试。如果这两条都未能满足，大多数情况下普通股、优先股或债券投资者都会强烈反对购入，投机者也不会看好该公司发行的证券。

例外情况与案例

就像所有其他类似的规定一样，特殊情况下要允许有例外。表45-1是阿彻尔-丹尼尔斯-米德兰公司（Archer-Daniels-Midland Company）在1933年6月30日的资产负债表与前一年数据的对比。

表45-1　阿彻尔-丹尼尔斯-米德兰公司　　（单位：美元）

项目	1933年6月30日	1932年6月30日
现金资产	1 392 000	3 230 000
应收款项	4 391 000	2 279 000
存货	12 184 000	4 081 000
总流动资产	17 967 000	9 590 000
流动负债	8 387 000	778 000
营运资金	9 580 000	8 812 000
营运资金减去存货	−2 604 000	4 731 000

该公司1933年6月30日的财务状况明显不如一年以前，按一般标准衡量财务压力相当大。但在这一案例中，应付款项增加的原因在于，根据该公司所属植物油产业的惯例，公司需要大量从银行借款以季节

性地收购谷物和亚麻籽做原料。所以通过调查，分析师不会认为1933年的资产负债表呈现出的财务状况值得忧虑。

道格拉斯飞机公司（Douglas Aircraft Company）和斯托克利兄弟公司（Stokely Brothers and Company）在1936—1938年的情况是很好的另一类例子（见表45-2）。

表45-2　斯托克利兄弟公司与道格拉斯飞机公司营运资金比较　　（单位：千美元）

项目	斯托克利兄弟公司			道格拉斯飞机公司		
	1936年5月31日	1937年5月31日	1938年5月31日	1936年11月30日	1937年11月30日	1938年11月30日
流动资产：						
现金和应收项目	2 274	2 176	1 827	2 885	2 559	4 673
存货	5 282	7 323	6 034	6 392	12 240	4 084
总计	7 556	9 499	8 861	9 277	14 749	8 757
流动负债：						
应付票据	2 000	2 000	2 500	1 390	5 230	
其他	1 527	1 286	1 320	1 179	3 183	2 129
总计	3 527	3 286	3 820	2 569	8 413	2 129
1~3年期银行贷款		3 000	3 000			
流动负债和1~3年债务	3 527	6 286	6 820	2 569	8 413	2 129
当年净利润	1 382	353（亏损）	713（亏损）	976	1 082	2 147

阿彻尔-丹尼尔斯-米德兰公司借款进行季节性原料采购，而道格拉斯飞机公司1937年从银行大量贷款，是因为它拿到了需要大量营运资金的订单。经调查，投资者了解到这些银行债务很可能是暂时的；而且新生意能带来足够的利润，还本付息不成问题。斯托克利公司的情况与前两家公司不同：在难以盈利的市场条件下，大量的流动负债被用来增加库存；所以斯托克利公司1937年5月的资产负债表对优先股和普通股股东提出了严肃警告，正如表45-2所展示的那样。

一年以后，道格拉斯飞机公司还清了银行贷款，流动比率达到4:1。斯托克利公司在1938年10月暂停支付优先股股息，那一年，其股价从每股21美元跌到了10美元（每股面值25美元）。

就像在第13章讨论债券选择时指出的那样，我们提出的这些原则不适用于铁路和公用事业公司。但大家很快就会知道，这并不是说这些公司的营运资金状况完全不重要，只是一刀切的标准不适用于它们。

大量银行借款通常是财务状况不良的一个标志

即将到期的银行借款和其他债务容易使企业陷入困境。换句话说，财务困境几乎不会只由普通商业往来账户的应付款引起。这并不是说有银行借款就一定是坏事，合理利用银行借款（特别是季节性需要）是合法的，甚至是被推崇的。但是，如果报表显示有应付票据或账单，分析师应该更仔细地研究公司的财务状况。

1919年战后繁荣的标志，是从银行贷款并高价购入大量工业原料。在1920—1921年，商品价格急剧下滑，这些贷款导致了严重的财务危机。20世纪30年代的萧条显示出了不同的特征。1929年的工业借贷非常少，原因之一是对商品或存货的炒作很少，原因之二是公司大量出售股票以获取更多的营运资金。（自然也有例外，比如著名的阿纳康达铜矿公司1929年底的银行贷款余额是3 500万美元，三年以后增加到7 050万。）大量的银行贷款更经常出现在铁路和公用事业公司的报表中。它们被用来购买土地等财产或偿还到期债务，还被一些铁路公司用来支付固定费用。所有这些公司都希望得到永久性投资用来偿还银行贷款；但事实证明，很多时候是不可能的，最终企业被接管。英萨尔（Insull）的公用事业控股公司就是这么垮掉的。

案例

纽约中央铁路1932年底的资产负债表中有6 800万美元的银行贷款；1931年12月31日城市服务公司的应付票据总计6 900万美元。很难准确描述两家公司投资者或投机者对这一情况是怎样地担心。可以肯定的是，这种不利的情况不应该被忽视。除非价格低得值得一赌，相对保守的投资者会强烈反对购买任何背负如此多债务公司的债券。当然，如果公司的财务状况改善了，这些银行贷款应该能被偿还。但逻辑要求我们认识到，改善只是“可能”，而银行贷款非常真实并且必须偿还。(433)

拥有高额利润的企业很少会因为还不上银行贷款而破产。但是如果像1931—1933年那样很难完成财务重组，债权人可以要求暂停分红，把所有可用的利润都用于偿还债务。所以尽管公司的利润和前几年相差无几，布鲁克林-曼哈顿交通公司（Brooklyn Manhattan Transit Corporation）在1932年暂停支付普通股股息，纽约水务公司1931年也没有派发优先股股息。

1937—1938年的衰退没有像前两次危机那样造成企业财务普遍困难。1919—1921年的股票市场与1937—1938年时有显著不同，最近股价下跌的绝对值和幅度比战后更大。但是，由于对美国企业的财务状况影响相对较小，1937—1938年的衰退没有1919—1921年严重。(434)这说明股票价格对公司业绩的暂时波动做出的反应越来越不理智，令人十分担心。我们把这一现象归咎于传统股票投资者和投机者之间界限的消失。

企业之间的债务

对母公司或关联企业的流动负债理论上应当视同其他短期负债，但实际上这些债务很少被逼迫偿还。

案例

联合燃气公司（United Gas Corporation）自1930年就欠母公司电业债券和股票公司（Electric Bond And Share Corporation）2 600万美元，所以它一直有远超过流动资产的流动负债，但这笔债务并没有影响它在1936—1939年间支付第一优先股的股息。该公司在1932年获得的利润比1939年还多，但被迫暂停支付优先股股息。因为除了欠母公司的债务之外，还有大量的银行贷款到期。保守的投资者自然希望公司的流动负债是欠关联公司的。

即将到期的债务可能带来的风险

在很短时间内就要到期的大量债券，在经营收益不佳时会造成严重的财务问题，投资者和投机者都需要在分析资产负债表时认真评估企业的债务情况。将到期的债务是最经常导致企业破产的原因之一。

案例

菲斯克橡胶公司未能偿还800万美元的应付票据，在1930年底被接管。1933年，科罗拉多燃料和钢铁公司和芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司（Chicago, Rock Island and Pacific Railway Company）的破产都是因为它们无力偿还1934年到期的大笔债券。1933年6月，科罗拉多燃料和钢铁公司的优先股价格是每股54美元，而它的短期债券由母公司担保，1934年到期，年息5%）售价是45美元（面值100美元，意味着预期年化收益率超过100%）。这充分说明投机者是多么不小心：该债券的市场价预示了未来的麻烦，到期不能还债很可能导致破产（因为自动展期是不可能的），从而

使股票价值归零。投机者常常无视这么明显的危机，也因此遭受巨大的损失。（两个月后该公司被接管，其优先股的价格下降至每股17.25美元）。

纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司在1929年发行的三年期债券面临着一系列财务问题。1932年这些债券首次到期，之后在公司被接管的威胁中几次展期。1939年，该公司的优先股股价从每股18.5美元飙升到45.75美元，而那时该公司1941年将要到期的债券价格只有50美元（面值100美元），这充分说明典型的投机者无视企业的财务问题。

即使公司能设法偿还将要到期的债务，相关的再融资费用也必须被考虑在内。

案例

美国轧钢公司（American Rolling Mill Company）1933年11月1日到期的、年息4.5%、面值1 400万美元的票据能很好地说明这个观点。1933年6月，这些票据的市价是80美元，这意味着5%的年收益。与此同时，该公司的普通股价格从每股3美元上升至24美元，总市值4 000万美元。投机者购买该公司股票是因为钢铁企业总体情况好转，但是他们没有考虑，在比现在更差的市场上进行新融资以赎回那些票据，必须提供非常吸引人的条件。这必然会影响普通股的收益。事实上，该公司新发行的票据年息为5%，用以赎回利率4.5%票据，并可以以25美元的价格转换成股票。结果该票据1933年8月的售价是101美元，同期该公司的普通股市价跌到了每股21美元。1933年11月1日，公司按面值兑付了年息4.5%的票据；同日，股价跌为每股15美元。

快要到期的债券对所有拥有这个公司证券的人，包括偿还权在将要到期的债券之上的抵押贷款的债权人，都有重要影响。因为如果公司无法按期偿还这些次级债券，优先债券也会受到很大影响。菲斯克橡胶公司是一个非常典型的案例，其1941年到期的年息8%的第一抵押权债券的优先级比年息5.5%的无担保票据高。但公司因为无力偿还年息5.5%无担保票据而被接管，导致第一抵押权债券的价格从1929年的115美元跌至1932年的16美元。(435)

分期偿还的银行贷款

很低的利率和正常商业银行贷款的稀少，导致近年出现了一种新现象：银行对企业的放款要求逐年分期偿还。这些借款大部分被用来偿还债券（例如1931年11月商业投资信托公司[Commercial Investment Trust Corporation]）和优先股（例如1939年阿彻尔-丹尼尔斯-米德兰公司）。有的借款被用作补充营运资金（例如1937年西部汽车用品公司[Western Auto Supply Company]）或者偿还一般短期银行借款（例如美国工业酒精和斯托克利兄弟公司）。在大多数情况下，银行规定或希望企业每年都偿还贷款的一部分。

从证券分析的角度来看，这种银行贷款就像过去企业融资中经常用到的向公众发行的短期票据。研究时必须把它部分看成流动负债，部分视为即将到期的债务。如果现金资产足够多，那么这些贷款就能像流动负债一样被按时偿还；如果公司盈利能力很强而且稳定，那么通过再融资还债不成问题。但是如果以上两种条件都不具备（就像斯托克利公司的例子），分析师必须把大量需分期偿还的银行债务视为潜在威胁，因为它们可能影响分红甚至导致破产。

我们不用再强调审查资产负债表的必要性，也不再展开阐述银行贷款或其他短期负债可能带来的问题。

比较一个时期内的资产负债表

证券分析的这一重要部分应考虑以下三方面：

1．检查报告期每股收益。

2．确定亏损（或盈利）对公司财务状况的影响。

3．追踪较长一段时间内公司拥有的资源与其盈利能力间的关系。

通过资产负债表检查报告期每股收益

其中一些技巧已经应用在证券分析的相关阶段，比如我们在第36章给出了这方面的例子，检查了美国工业酒精公司1931年和1932年的利润情况。下面是研究更长一段时间内的收益情况的例子。表45-3是美国工业酒精公司1929—1938年资产负债表所示的净值和每股净收益的变化。

表45-3　美国工业酒精公司（1929—1938年）　　（单位：美元）

1. 报告期净收益（net earnings）		
1929	4 721 000	（公司年报中）每股[a]：12.63
1930	1 105 000	2.95
1931	1 834 000（亏损）	4.90（亏损）
1932	176 000	0.47
1933	1 393 000	3.56
1934	1 580 000	4.03
1935	844 000	2.15
1936	78 000	0.20
1937	456 000（亏损）	1.17（亏损）
1938	668 000（亏损）	1.71（亏损）
10年总计	6 782 000	18.21

注：a．数据来自年报。

2．上述净利润与盈余账户变化值的对比

1929—1938年报告的净收益总额	6 782 000
减去：已付股息总额	5 959 000
（A）应计入“盈余”的金额	823 000
盈余公积（1928年12月31日）	14 214 000
减去：1933年将工厂厂房设备账户减值为1美元时的盈余减值	455 000
调整后的盈余公积（1928年12月31日）	13 759 000
盈余公积和应急储备（1938年12月31日）	5 736 000
（B）资产负债表中盈余减值	8 023 000
损益表中的收益增加与资产负债表上的盈余减值间的差额	8 846 000

3．对上表中差额的解释

公司依据损益表计算每股净收益，冲减盈余却未计入损益表的费用：	
存货减值	4 500 000
各种资产耗损和减值	3 969 000
杂项调整（净值）	377 000
	8 846 000

1933年，该公司通过折旧减值19 301 000美元把固定资产减值到1美元，其中18 846 000美元从资本账户中扣减，剩下的部分从盈余账户里扣减。由于这笔固定资产减值，1932年以来折旧计提不足，公司报告的利润在这一时期被远远夸大了。

4．1929—1938年的真实总收益

损益表所示收益	6 782 000
减去：盈余调整总额	8 846 000
更正后的10年总收益	2 064 000（亏损）

5．营运资金比较（1938年与1928年）

营运资金净值（1928年12月31日）	11 336 000
营运资金净值（1938年12月31日）	8 144 000
10年间减值	3 192 000
加上：出售股本（capital stock）的收入	6 582 000
营运资金在10年间实际减少	9 774 000

上面的分析并不需要再进一步讨论，因为我们的大部分观点在第31~36章已经阐明了。实际上，1929—1938年这10年从盈余中扣减的所有支出都是报告期盈利的减项（不包括把厂房设备账户减到1美元的那笔）。如果该公司1932年以来提取了足够的折旧，厂房设备账户的值正常减少，那么盈余应该也会相应减少。虽然公司通过出售增加的股票获得了6 582 000美元，其营运资金减少3 192 000美元的事实进一步证明：在这10年中，公司不像报告的那样在分红前是盈利的，而是一直亏损。(436)

检查亏损或盈利对公司财务状况的影响

第43章中比较曼哈顿衬衣公司与赫普汽车公司在1929—1932年的资产负债表是第二方面的例子。表45-4和表45-5是一个类似的例子，比较了普利茅斯绳索公司（Plymouth Cordage Co.）和H.R.马林森公司（H. R. Mallinson）1929—1932年的损益情况和财务状况。

案例

表45-4　普利茅斯绳索公司与H.R.马林森公司的比较　　（单位：美元）

项目	普利茅斯绳索公司	H. R. 马林森公司
报告期利润：		
1930 年	288 000	1 457 000（亏损）
1931 年	25 000	561 000（亏损）
1932 年	233 000（亏损）	200 000（亏损）
3 年总利润	80 000	2 218 000（亏损）
股息	1 348 000	66 000
对盈余和储备的冲减	2 733 000	116 000
3 年盈余和储备减值减少额	4 001 000	2 400 000

表45-5　普利茅斯绳索公司与H. R. 马林森公司资产负债表比较　　（单位：千美元）

项目	普利茅斯绳索公司		H. R. 马林森公司	
	1929 年 9 月 30 日	1932 年 9 月 30 日	1929 年 12 月 31 日	1932 年 12 月 31 日
固定及杂项净资产	7 211	5 157	2 539	2 224
现金资产	1 721	3 784	526	20
应收项目	1 156	668	1 177	170
存货	8 059	3 150	3 060	621
总资产	18 147	12 759	7 302	3 035
流动负债	982	309	2 292	486[a]
优先股			1 342	1 281
普通股	8 108	7 394	500	500
盈余和杂项储备	9 057	5 056	3 168	768
总负债	18 147	12 759	7 302	3 035
净流动资产	9 954	7 298	2 471	357
不包括存货的流动资产净值	1 895	4 143	589（亏损）	264（亏损）

注：a. 包括32 000美元“递延负债”。

虽然这三年中普利茅斯绳索公司的盈余大量减少，但它的财务状况比1929年更乐观了，每股清算价值（与账面价值不同）也可能更高。而亏损使马林森公司的营运资金消耗殆尽，这对重新恢复以前的盈利能力造成极大的障碍。

把存货减值计入损失有可能增进财务健康

单纯因存货减值造成的损失，显然不如需要增加流动负债弥补的亏损严重。如果存货减值金额超过亏损额，从而使现金增加或应付款减少，那么可以认为，虽然企业账面亏损，但其财务状况更健康了。这有点自相矛盾，但在分析股价低于清算价值的股票时很有用。我们在估计清算价值时曾指出：通常应以资产负债表上存货余额（以买入价与市场价中较低者计算）的50%~75%估算。如果投资者对存货的估价大大低于其账面价值，账面亏损的公司在他们眼中可能有利可图，见表45-6和表45-7中是曼哈顿衬衣公司的例子。

表45-6　曼哈顿衬衣公司　　（单位：千美元）

项目	1929年11月30日资产负债表		1932年11月30日资产负债表	
	账面价值	清算价值(估计)	账面价值	清算价值(估计)
现金和流通债券	885	885	1 961	1 961
应收项目	2 621	2 100	771	620
存货	4 330	2 900	1 289	850
固定及其他资产	2 065[a]	500	1 124	300
总资产	9 901	6 385	5 145	3 731
流动负债	2 574	2 574	100	100
优先股	299	299		
普通股价值	7 028	3 513	5 045	3 631
普通股数量(股)	281 000	281 000	246 000	246 000
普通股每股价值(美元)	25.00	12.50	20.50	14.75

注：a．不包括商誉。

表45-7　1930—1932年损益表　　（单位：美元）

支付优先股股息后的余额	
1930年	318 000（亏损）
1931年	93 000
1932年	139 000（亏损）
3年总计	364 000（亏损）
冲减盈余	505 000[a]
已付普通股股息	723 000
	1 592 000
减去购买普通股票的贴现	481 000
该时段盈余减值	1 111 000[a]

注：a．减去转为应急储备的10万美元。

如果只看财务报表的结论，该公司在那段时间中是亏损的，所以普通股价格下降了。但如果投资者在1930年以每股8美元（那年该股的最低市场价是每股6.125美元）的价格买入了曼哈顿衬衣公司的股票，比较符合逻辑的解释是他是以清算价值而不是账面价值为基础评判该

企业的。所以，在他看来：曼哈顿衬衣公司股票的内在价值，在大萧条中从每股12.50美元上涨到14.75美元，同时大量分红。真实情况是：曼哈顿衬衣公司在那3年中把半数以上的资产变现，从而使营业损失大大少于保守投资者的估计，表45-8总结了这项成就。

表45-8　曼哈顿衬衣公司转化为现金的资产和收益的使用　　（单位：美元）

变现的资产 和这部分收入的分配	金额	相应的“预期损失” 和差额的分配
存货减值	3 000 000	1 000 000
应收项目减值	1 800 000	350 000
工厂设备等资产减值	1 000 000	750 000
	5 800 000	2 100 000
实际损失	800 000	800 000
变现净收入	5 000 000	相对原清算价值增加： 1 300 000
分配如下：		分配如下：
支付普通股股息	700 000	普通股股息　700 000
归还应付款项	2 500 000	增加清算价值　600 000
兑付优先股	300 000	
注销普通股	500 000	
增加现金资产	1 000 000	
	5 000 000	

曼哈顿衬衣公司在1930—1932年的合并损益表显示账面亏损，连续的资产负债表却反映了更真实的财务情况。这类事实证实了我们的一贯主张：资产负债表分析很有必要，它能对损益表分析起到补充和验证的作用。(437)

正常存货的价值减少应计入营业损失吗

更深一层的问题是：存货账户的变动（不管是否单由持有价格下降引起）应该被视为营业损失吗？我们在普利茅斯绳索公司的案例中

注意到以下数据对比：

1929 年 9 月 30 日存货……	8 059 000 美元
1932 年 9 月 30 日存货……	3 150 000 美元
减少……	60%

在那3年间，纤维原料的价格下降超过50%，而且我们有理由相信该公司1932年库存的纤维原料、绳索、合股线的重量不比1929年少很多。至少半数的存货账户缩水是由单价下降造成的；这部分存货价值缩水应记为营业损失吗？类似的情况还有固定资产的评估值下降导致固定资产缩水。这两种实体资产价值下降导致的减值同样应当从利润中扣减呢？

我们已经在第32章阐述以“正常库存”为基础评估存货的问题时，讨论过这一方法，普利茅斯绳索公司在1932年以后也是这样做的。理论上，分析师可能试图在“正常库存”的基础上计算所有企业的盈利能力，以剔除存货价格浮动的影响，便于统一比较。实际上，他没有所必需的数据，所以如在其他领域的分析中一样，只好以大概的而不是精确的允差衡量存货价格变化的扭曲作用。

存货升值虚增利润

存货价格变化的重要性不仅体现在衰退期，1919年和1920年发生的事很好地证明了这一点。1919年，工业企业的利润很高；1920年，各公司公布的利润不规则，总量仍然比较大。然而，这两年的高额利润多来源于存货升值，当时炒作使商品价格疯涨。这些利润的有效性值得怀疑，危险的是这些高价存货中很多是用银行贷款买来的。

案例

表45-9中这些工业龙头企业，在1919年年底至1920年年底所报告的账面盈利令人满意，他们的资产负债表反映出的财务状况变化，却无疑令人不安。

表45-9　12家工业企业资产负债表分析（合计数据）　　（单位：美元）

	1919年	1920年	1919-1920年
属于普通股股东的利润	100 000 000	48 000 000	148 000 000
已付股息	35 000 000	68 000 000	103 000 000
冲减盈余	5 000 000	10 000 000	15 000 000
盈余增加	60 000 000	30 000 000（减少）	30 000 000
存货增加	57 000 000	84 000 000	141 000 000
其他净流动资产增加	+30 000 000	131 000 000（减少）	101 000 000（减少）
工厂设备等增加	33 000 000	169 000 000	202 000 000
资本金增加	69 000 000	141 000 000	210 000 000
储备增加		12 000 000	12 000 000

表45-9中的12家公司包括：美国制罐公司、美国冶炼精炼公司（American Smelting and Refining）、美国毛纺公司、鲍德温机车制造、中部皮革公司、玉米产品精制公司、通用电气、B.F.古德里奇、莱克瓦纳钢铁（Lackawanna Steel）、共和钢铁（Republic Iron and Steel）、斯塔贝克汽车公司和美国橡胶公司。

为了增加说服力，表45-10和表45-11单独给出美国橡胶公司的数据。

表45-10　美国橡胶（1919—1920年）　　（单位：美元）

属于普通股的利润：		
1919年	12 670 000	每股：17.60
1920年	16 002 000	19.76
总计	28 672 000	37.36
已付现金分红	8 580 000	
已付股票分红	9 000 000	
转入应急储备	6 000 000	
盈余及储备调整	（贷记）2 210 000	
盈余及杂项储备净增额	7 300 000	

表45-11　美国橡胶公司资产负债表　　（单位：千美元）

项目	1918年12月31日	1920年12月31日	增加
工厂设备和杂项资产净值	131 000	185 500	54 500
存货	70 700	123 500	52 800
现金和应收项目	49 500	63 600	14 100
总资产	251 200	372 600	121 400
流动负债	26 500	74 300	47 800
债券	68 600	87 000	18 400
优先股和普通股	98 400	146 300	49 900
盈余和杂项储备	57 700	65 000	7 300
总负债	251 200	372 600	121 400
营运资金	93 700	112 800	19 100
营运资金减存货	23 000	10 700（亏损）	33 700（亏损）

美国橡胶公司1919—1920年的财务数据与曼哈顿衬衣公司1930—1932年的财务数据反映出的情况正相反。橡胶公司的账面利润很多，但大量购置厂房设备和存货使该企业财务状况恶化。股票购买者如果只把注意力放在美国橡胶公司1920年每股近20美元的报告期盈利上，很容易误入歧途；同理，证券市场只顾虑1930—1932年间的账面亏损，没有看到很多公司的财务状况在此期间得到了改善，也是错误的。

对公司盈利能力和资源的长期研究

比较数年内连续的资产负债表的第三种研究的益处要在对一个公司的历史材料和内在特质进行广泛研究之后才能显现出来。表45-12至表45-14这类研究的目的可以通过以下对美国钢铁公司和玉米产品精制公司的长期研究得到很好的说明。

表45-12　美国钢铁公司营运结果　　（单位：百万美元）

项目	第1个10年 1903—1912年	第2个10年 1913—1922年	第3个10年 1923—1932年	30年总计
生产完工货物（吨）	93.4	123.3	118.7	335.4
总收入（不包括公司内部交易）	4 583	9 200	9 185	22 968
总利润[a]	979	1 674	1 096	3 749
债券利息	303	301	184	788
优先股股息	257	252	252	761
普通股股息	140	356	609[b]	1 105[b]
盈余和自愿储备	279	765	51	1 095

注：a．折旧后，但不包括母公司的偿债基金费用。

b．包括用股票支付的204 000 000美元。

表45-13　美国钢铁公司利润和平均资本的关系　　（单位：百万美元）

项目	第1个10年	第2个10年	第3个10年	30年总计
初始资本	987	1 416	2 072	987
期末资本	1 416	2 072	2 112	2 112
平均资本（约计）	1 200	1 750	2 100	1 700
年资本利润率	8.1%	9.6%	5.2%	7.4%
年资本收益率	5.8%	5.2%	4.0%[a]	5.2%[a]
平均普通股资产（普通股、盈余和储备）	237	620	1 389	816
普通股股本收益率	17.7%	18.3%	4.8%	9.0%
普通股股本分红率	5.9%	5.7%	2.9%[a]	3.7%[a]
每年折旧	24	34	46	35
平均固定财产账户	1 000	1 320	1 600	1 300
固定资产折旧率	2.4%	2.6%	2.9%	2.7%

注：a．不包括股息。

表45-14　美国钢铁公司平衡损益表的变化　　（单位：百万美元）

项目	1902年12月31日	1912年12月31日	第1个10年的变化	1922年12月31日	第2个10年的变化	1932年12月31日	第3个10年的变化	30年间的变化
资产：								
固定及杂项资产（减去折旧）[a]	820	1 160	+340	1 466	+306	1 741	+275	−921
净流动资产	167	256	−89	606	+350	371	−235	−204
总计：	987	1 416	+429	2 072	+656	2 112	+40	−1 125
负债：								
债券	360	680	+300	571	−109	116	−455	−264
优先股	510	360	150	360		360		150
应计优先股股息						5	+5	−5
普通股	508	508		508		952[b]	+444	−444
盈余及自愿保险[a]	411（亏损）	132（亏损）	1279	633	1765	679	146	1 090
总计	987	1 416	+429	2 072	+656	2 112	+40	−1 125

注：a．减去最初虚增，后来又被注销的508000000美元。

b．包括81000000美元的红利和204000000美元的股息。

I．对美国钢铁公司1903—1932年营运结果和财务变化的分析（分析于1933年完成，10年为一段）

调整后的资产负债表，除去了原本包含在固定资产中的金额为508 000 000美元的无形资产项目（“水”）。该项目后来在1902—1929年间，通过每年从偿债基金（总计182 000 000美元）和盈余中冲减被注销。相关的偿债基金也从利润项中扣除。

以上数据的重要性。这30年中，外部经济环境时好时坏。第1个10年中1904年和1908年是经济低谷，1911年和1912年也不正常。第2个10年中有3年比较困难，1914年和1921年经济疲软，1922年的开销很高。第3个10年的前8年经济繁荣，后两年却是史无前例的大衰退。

与第1个10年的平均利润率计算出的中间10年利润相比，第一次世界大战给美国钢铁公司带来了3亿美元的意外利润。而最后10年的投资利润率大幅下降，只有5.2%；与8%的满意平均利润率相比，公司10年少赚约6亿美元。

从另一个角度看，我们发现：最后10年与第1个10年相比，美国钢铁公司的投资实际增加了一倍还多，生产能力增长了三倍；而其平均年产值只增加了27%，付息前年平均利润只增长了12%。这就引出了下列问题：

（1）第一次世界大战结束后，钢铁生产是否从比较理所当然的兴旺产业转为盈利率较低的行业？

（2）造成这种转变的主要原因是否是把大量利润用来投资新工厂，造成了产能过剩，从而降低了利润率？

补充说明。1933年做出的上述分析可以用之后的事实来检验。应指出的是，工厂设备账户和年利润都应该根据最后披露的信息做向下调整，即（1）1937年从工厂设备账户中分离出来并于1938年注销的269 000 000美元，与1929年注销的508 000 000美元都是无形资产；（2）1935年从盈余中冲减的270 000 000美元应该用来增加前30年的

固定资产折旧。然而，这些随后的调整并没有对上文的结论造成任何实质性的影响。

美国钢铁公司1932年以来的表现，证实了我们1933年做出的悲观结论。1934—1939年的数据给出了该公司的正常盈利能力，美国钢铁公司的普通股息润只有每股14美分。新的产品、生产工艺或其他因素（包括战争）都有可能带来好的转变，仅仅是“可能”而已，是猜测而不是根据历史财务数据得出的理性结论。

玉米产品精制公司例子的说明。第一阶段的利润低于正常值，如果该公司计提了足够的折旧，利润还要低。美国钢铁公司第一次世界大战为美国钢铁公司和玉米产品精制公司都带来了大量利润。在1916—1925年这10年中，公司在营运资金大量增长的同时还清了很多借款，还赎回了不少优先股。计提的折旧费超过了在新工厂设备上的花费。

1926—1935年，玉米产品精制公司与美国钢铁公司的情况迥然不同。尽管经历了大萧条，玉米产品公司的盈利能力基本随资本投资扩大相应增强。其年利润（包括大萧条前后）几乎是前一个10年的四倍。相较之下，美国钢铁公司1926—1935年的利润少于1906—1915年的利润。资产负债表数据的另一个特征是，虽然财产账户余额继续明显下降（因为计提折旧幅度比较大），但是对关联公司的投资比财产账户减少额多，说明公司的业务范围扩大了。

很显然，玉米产品精制公司的数据并没有反映美国钢铁公司那些令人忧心的问题。详细分析见表45-15至表45-17。

II．对玉米产品精制公司的类似分析（1906年2月28日至1935年12月31日）

表45-15　年平均损益表　　（单位：千美元）

	1906—1915 年	1916—1925 年	1926—1935 年
折旧前收益	3 798	12 770	14 220
折旧	811	2 538	2 557
利息和分红余额	2 987	10 232	11 663
债券利息	516	264	88
优先股股息（已付或应付未付的）	2 042	1 879	1 738
归属于普通股股东的净利润	429	8 089	9 837
普通股股息		2 751	8 421
盈余	429	5 338	1 416
该段时间总盈余	4 290	53 384	14 159
普通股、盈余和储备调整	贷方 1 282	贷方 6 026	借方 5 986
普通股、盈余和储备总增加值	5 572	59 410	7 173

表45-16　资产负债表　　（单位：千美元）

	1906 年 2 月 28 日	1915 年 12 月 31 日	1925 年 12 月 31 日	1935 年 12 月 31 日
工厂设备（减折旧）和杂项资产	49 000	51 840	47 865	34 532
对关联企业的投资	2 000	4 706	16 203	33 141
净流动资产	1 000	11 091	42 528	43 192
总计	52 000	67 637	106 596	110 865
债券	9 571	12 763	2 474	
优先股	28 293	29 873	25 004	24 574
普通股、盈余和杂项储备	14 136	19 708	79 118	86 291
应付未付的优先股股息		5 293		
总计	52 000	67 637	106 596	110 865

表45-17　总资本和普通股股本的利润率和收益率[a]　　（单位：美元）

项目	1906—1915 年	1916—1925 年	1926—1935 年	29¾ 年
平均总股本	59 818	87 116	108 730	81 432
该时期收益率	5.0%	11.8%	10.7%	10.2%
该时期分配率	4.2%	5.6%	9.4%	7.3%
平均普通股股本	16 922	49 413	82 704	50 213
该时期收益率	2.5%	16.4%	11.9%	12.2%
该时期分配率	无	5.6%	10.2%	7.8%

注：a．对盈余和储备账户的调整已从利润中扣除。

上述计算的说明

1．工厂设备账户和普通股权益被调整了，反映1922年和1923年的账面减值共3 600万美元。

2．“流通在外的债券”账户在1906年和1912年增加了，反映分支机构发行的债务、工厂设备等账户也相应调增。

3．最初的资产负债表中的估值足够准确。

4．前两个10年中部分债券利息的扣除额是估算的。

5．对普通股、盈余和储备的调整主要反映杂项储备金的变化和可交易证券的减值。

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第七部分

证券分析的其他方面：价格与价值间的差异

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读十
股票市场大幻象和价值投资的未来

大卫·艾布拉姆斯

艾布拉姆斯资本管理公司总裁

在价值投资者的圈子里，你会遇见很多人，他们都表示自己曾从格雷厄姆和多德的《证券分析》中得到了启发。平心而论，他们中的大多数人多少有点夸大其词。有不少有志气、有实践精神的价值投资者的确已经吃透了《聪明的投资者》这本书，但是我可以打一个赌——很少有人真正深入研读过《证券分析》这本书，能将此经典从头到尾通读的人就更少了。我不得不承认，虽然我已经研读过《证券分析》中的多个部分，但是我还从来没有将其从头到尾通读一遍。所以，当被要求为本书的第七部分写个导读时，我知道这是我该做“功课”的时候了。在做了20多年的专业投资者之后，我终于读到了价值投资者的《申命记》（《圣经·旧约》中的第5本书）。

第七部分的标题是“证券分析的其他方面：价格与价值间的差异”，它包含了许多内容：认股权证的估值；向管理层发行期权给公司的普通股价值带来的潜在下跌影响；相对价值分析存在的缺陷以及投资银行家们的贪婪。从最初版本出版到现在，这75年中，整个世界和金融市场都经历了巨变。然而，市场怎样运行，公司怎样运行，以及投资者和公司的管理者在某些具体环境中应如何回应这类问题的答案，就像格雷厄姆和多德认识到的那样，从来就没有改变过。

这个世界喜欢将事物进行分类，投资风格也不例外，因此，金融媒体常常将市场参与者分为“价值型”“增长型”或者“投机型”投资者。这么分类可以，但是我要说的是，基于这些年来我观察的大量

投资者，至今我还没有发现有哪个取得长胜的投资者使用的不是基于价值投资的方法，即支付价格比它的现价或者未来价值更少的对价法则。诚然，有些人喜欢购买具有成长性的证券，其他人则被特卖柜台的资产所吸引，同时还有一部分人致力于套利活动，他们借助存在的价格差异和利差，在买入一样金融产品的同时又卖出另一样以获取利润。但是，我所知道的每一个成功的投资者，都会计算资产的现值或未来价值，并与购入价格进行比较。

无论采用哪种方法，这些投资者都是通过《证券分析》中阐述的原理去发现超值的投资机会。许多人已经通过这种方法变得富有，其中就包括许多为本修订版本做出过贡献的人，更不用说所有聪明到在几年前就买入伯克希尔·哈撒韦公司股票的人了。他们的成功就是价值投资光辉历史的一个例证。但是，价值投资的未来又会怎么样呢？它的前途是光明和繁荣的，还是暗淡和无望的？与可供他们去寻找的超值机会量相比，使用格雷厄姆的原理的人是不是太多了？是不是资金太多而超值机会太少呢？一个勤劳认真的证券分析师无论在什么时候都能够取得成功吗？

我对价值投资的前途持乐观态度。可以肯定的是，在金融市场中，有很多聪明能干的人都采用了格雷厄姆和多德的技术，但是市场本身也是呈指数增长。价值投资者投入的资本只占全球资本市场资本量中很小的一个部分。在观察了市场20多年以后，我的感觉是，与其说是大量格雷厄姆和多德的追随者在日益稀少的机会中淘金，不如说是资金正变得越来越倾向于涌入起伏不断的巨浪之中，从一个热潮流向下一个热潮。而这似乎只能说明，掌控这些巨量资金的人越来越不明智了。单是过去的10年中，估值就经历了大起大落，从1999年和2000年的互联网泡沫，到接踵而来的科技市场崩溃。2002年夏天，我们目睹了惊人的公司债务坍塌，但是这些极低的价格很快就被史上最为慷慨宽松的贷款标准从报纸头条上抹掉。就在我写这篇导读时，抵

押信贷市场正发生动荡，这可能又会创造出新一轮的机遇。我想，这并不会是我们看到的最后一次极端变化。

导致这种疯狂现象的原因是什么呢？根源就在被我称为“股票市场巨大幻象”的东西上。投资看起来很简单，特别是在一个软件廉价和网上交易泛滥的世界。买一只股票并不比在亚马逊上买一本书更困难。而且，有很多人靠股票变成了富翁，于是其他人开始相信任何人都可以轻而易举地致富，但是他们错了。我所认识的在股票市场中积累起财富的人，都在十分努力地为此工作。格雷厄姆和多德了解在股票市场中取得成功所需要付出的努力，他们写道：

> 我们之前强调过，只有在少数案例中，分析能得到正面结论，因此分析师必须考查很多证券后才能发现真正有投资价值的。分析师是靠什么方法来发现这些有潜在价值的证券呢？主要就是靠勤奋和系统性的工作。（见第794页）

是的，你可以通过买卖股票而变得富有，但是就像两位作者所熟知的，这需要努力的工作和耐心。尽管如此，“巨大的幻象”仍然存在，可能是因为市场是一条会为了适应时代而改变自己外貌的变色龙，就像伍迪·艾伦电影中的泽利格那样。有时候它以技术股票市场泡沫的形象出现，有时候又呈现为过高估值的股票市场，如20世纪80年代末的日本那样。在当前的外貌下，美国的许多金融机构都在试图效仿大卫·斯文森和他的同事们，他们通过将绝大部分的资金分配给“另类投资经理”的方法来管理耶鲁大学的捐赠基金，并取得了巨大成功。

但是，“巨大的幻象”毕竟只是一个幻象。如果想在金融市场中致富，你就要致力于“勤奋和系统性的工作”。为此，《证券分析》第七部分中的许多内容都是有必要掌握的。自本书首次出版以来世界上发生了巨大变化，毫无疑问，本书中的部分内容已经不适用于当今

的投资者了，并且这些不足之处需要指出。在我们快速浏览这部分的同时，我会指出其中的不足之处，以及作者们那些经得起时间考验而不朽的智慧。

较早出现的一个不足在第七部分的第46章中。这一章的内容很可能是最为过时的。本书首次出版的时候，衍生品市场仍处于初期阶段。费雪·布莱克（Fischer Black）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）尚未提出他们著名的认股期权估值公式，而且现在充斥金融市场的产品，如期权、利率远期、互换、互换期权等，在那时都尚未成形。第46章集中介绍了当时仅有的几个衍生证券之一的认股权证。作者们通过几个具体的例子提出了一些很好的观点，但是他们的分析方法对于当今的世界来说是不够精确的。

以巴恩斯代尔石油权证为例，格雷厄姆和多德认为，这些认股权证的价值被低估了，因为市场的定价仅仅是它们的内在价值。这个结论虽然是正确的，但在今天却并没有多少价值，因为这种错误的定价并不会持续很久。此外，他们指出一条显而易见的道理——拥有一只以其内在价值进行交易的认股权证比拥有其对应的标的股票更好，他们还注意到了认股权证和期权的杠杆本质。他们的分析方法在当时看来是很好的，但是还不够深入。两位作者能够识别出巴恩斯代尔石油的权证相对于普通股来说定价是错误的，但他们无法给读者提供一套正确评估认股权证价值所需要的理性框架或工具。

我想要说明的是，仅仅因为一个资产的价值被高估或低估，就在这种错误定价的基础上进行买卖，并不一定是明智的决定。如果衍生品市场完全了解对基础证券的错误定价，拥有其衍生工具就不再具有什么特别的优势。然而，如果市场低估了被错误定价的证券或者一组证券的衍生工具价值，那情况将对衍生品的投资者非常有利。事实上，投资者将受益于这两种错误定价的证券——基础证券及其衍生工

具的双重杠杆。虽然这种情况不会经常发生，但利润却十分可观。若能抓住双重错误定价的时机就能赚取巨大的利润。

上述现象最著名的例子发生在20世纪80年代末期，当时日本的股票市场一路走高，以至于估价水平高到了荒唐的地步。有些人认为这是一个“新时代”，日本经济将统领世界；然而价值投资者却持不同观点，认为这只是一种金融泡沫，最终会自行消失。在华尔街，越来越多的人开始相信日本的股票市场会跌落至一个更合理、更理性的水平，对于那些能够利用价格剧烈波动的人们来说，泡沫意味着机遇。

在这种背景下，期权卖家竟然愿意以极低的价格提供日经指数的看跌期权。我记得曾问过销售这些期权的代理商，参与这些交易的另一方是谁，他们说是“欧洲机构”。这是华尔街代理商不愿透露真实内幕时惯用的回答。后来，人们发现大多数信息的来源都是日本金融机构，他们过分自信地认为日本市场绝不会衰退，因此签订了多年合约并迅速将期权费列为收入。最终，日本市场崩溃，当时随着看跌期权价值飙升，我的雇主和很多美国投资者都赚到了可观的利润。

最近，资产支持证券次级抵押贷款衍生品市场通过信用违约互换的形式（CDS），提供了一个类似的扭曲风险和回报程式。这些证券是一系列债券的看跌期权，它们由住宅资产上的次级抵押贷款支持。这些债券刚发行的时候，投资者和评估机构基于抵押债券运作方式的相关假设，普遍认为它们算得上是投资级别。但是，有一些机敏的投资者意识到，基础抵押品的风险，比购买者最初购买与次级抵押债券和证券指数相关的信用违约互换时所假设的下跌风险更大。2007年，次级债市场崩溃的时候，它们当中有些证券价值上涨超过了风险值的五六十倍。所有交易都涉及两方，所以如果你能知道交易对方的想法对你来说是有帮助的。巴菲特曾写道：“如果你玩扑克三十分钟后还不知道傻瓜是谁，那么你就是傻瓜。”

“算算看”

像格雷厄姆和多德一样，最初我对待衍生品市场的方法也很简单。我清楚地记得年轻时自己的幼稚所带来的危险和陷阱。

那是在20世纪80年代初期，我刚刚在华尔街起步。衍生品市场那时也刚刚出现，股票期权是最初吸引人们目光的工具之一。像格雷厄姆和多德以及华尔街的其他人一样，我掌握了股票期权的杠杆本质，以及如何利用它们放大一只股票的利润（或损失）。但除了基本知识以外，我几乎一无所知。当时，我在一家主要从事期权套利的公司的风险套利部门工作。虽然那时的我不理解这项工作的意义，但我却知道坐在我旁边的人们利用它赚到了很多钱。而且，他们似乎每天都在开市前不久才到办公室，闭市后很快就离开；他们从不浏览《华尔街日报》，倒更喜欢读八卦的《纽约邮报》。这激发了我的好奇心。有一天我问公司的老板艾拉（Ira），为什么他们会这样做。接下来两分钟的谈话彻底改变了我看待衍生品的方式，并深刻地影响了我之后涉足陌生金融和商业领域的方式。

艾拉指着一只股票（我不记得是哪一只了，但很可能是IBM，因为毫不夸张地说，当时华尔街的日升日落就是围绕着IBM的动向），问了我一个问题：“如果你同时买入价格为35美元的看涨期权，卖出40美元的看涨期权，买入40美元的看跌期权，再卖出35美元的看跌期权，然后会发生什么呢？”我第一反应是“事情乱套了”，但我没说出口，只是面露难色。他看出我的困惑，说：“算算看。在它到期时值多少呢？”用铅笔和纸算了几分钟后，我抬起头，仍有点困惑地说：“它永远值5美元。”“对。”他说。但我还是不太明白。于是艾拉又问我：“如果你能以4.5美元买进呢？”啊！那太棒了！我终于恍然大悟。虽然我到华尔街不久，但已做过许多套利交易，所以我知道艾拉的话是什么意思。通常来说，那些最具流动性的期权合约是那些到期日邻近的，那意味着如果你能以4.5美元购买这个“盒子”——就像它

的名字那样，它是由两对期权构成的，那么在不到六个月的时间里你就一定能够获得11%的收益率。

接着轮到我提问了：“你真的能用4.5美元买下它们吗？”“有的时候。”他回答。此时我意识到，这场扑克牌游戏中的“傻瓜”就是我。由于处理期权市场时采用了格雷厄姆和多德过于简单的方法，而且还没有完全弄明白自己所投资工具的运算过程，因此我没能领会交易在对方看来是怎样的。就像人们说的那样，我任人宰割，我做的交易可能让对手以4.5美元买到了一个“盒子”。我意识到，我面对的交易对手十有八九比我聪明。我为自己的无知感到尴尬，并发誓以后要怀着对交易对手的尊敬和对自己有限知识的谦卑来工作。我绝不会再成为“傻瓜”，这份事业让我受益匪浅。

不同于格雷厄姆和多德生活和工作的世界，今天的证券分析师们如果对期权定价模型如何运作、有何局限性不够了解的话，他们将因此而处于劣势。如今，衍生品不仅充斥着金融市场，许多公司和投资公司更是出于或谨慎或鲁莽的目的而利用它们。

随着经验的累积、对期权及其评估模型的学习，我发现了期权理论的一个主要弱点。大体来说，华尔街许多人所依赖的、支撑衍生品分析的学术基础，是建立在市场是“有效的”这一假设之上的。《证券分析》的两位作者们一定会乐于和这些学者们进行争论。他们知道，“市场有效”这一潜在前提并不总是成立，他们写道：

> 显然，证券市场的估值过程经常是不合逻辑的，甚至是错误的。正如我们在第1章中指出的，这些估值过程不是自动的或者是机械的，而是一种心理上的，因为它们在买卖双方的头脑中进行。（见第794页）

当时，市场效率这个问题还未涉及，格雷厄姆和多德更没能够预见到我老板所指出的、对更加复杂数学关系的需要。他们只是观察衍

生证券和其基础工具的关系，这多少也算是一种简单原始的分析方法了。尽管如此，他们确实敏锐地捕捉到了期权和认股权证的发行是如何影响到发行公司的普通股未来价值的。事实上，他们甚至比当今一些会计师以及华尔街一些分析师的理解更为到位。在一个题为“摊薄股票价值的危险工具”的小节中，两位作者写道：

> 认股权证的所有价值来自于对普通股价值的抵减，如果公众对这一点缺乏足够的认识，则会导致荒谬（甚至是有害）的做法。（见第759页）

在过去的10年中，记录下这样的文字非常简单，因为最近某些公司所采用的薪酬计划，已经通过掩饰摊薄效应和夸大利润表成功欺骗了股东。

直到近期，公司才开始在它们的损益表上将向管理层发行期权的成本计入费用。就在两年前，“游戏规则”发生了改变——公认会计准则开始要求公司从几种可选方法中选择一种来计量它们股票期权的成本。这相比之前没有任何成本记录的做法来说是一个巨大的进步，但是，公认会计准则认可的几种方法，与分析师用来给并非由公司发行的衍生品定价所采用的方法是一样的。很明显，这是不太合适的。并不会导致发行更多股票的第三方衍生合约，与公司自行发行的，且会在将来增加股票发行，进而摊薄当前股东利益的期权是有巨大的区别的。长期持股者需要全面分析公司向其管理层发行期权所产生影响，否则，接下来的几年中，他们会发现他们被蒙在鼓里了。

小心投资银行家

现在来看第47章“融资成本与管理成本”，格雷厄姆和多德其实可以更巧妙地把它命名为“小心投资银行家”。正如谚语所说，“万

变不离其宗”。一个朋友曾经借喻华尔街上的利益冲突，对我说：“没有冲突的地方，也就没有利益。”读者将会发现，了解投资银行家滥用职权的事是非常有趣的，高盛和摩根士丹利的人若看到在过去的好日子里，像美国班谭汽车公司（American Bantan Car Corporation）可转换优先股那样的股票那样有20%的承销利差时，或许会落下几滴怀旧的眼泪。但是那章的最后一页确实代表了其经久不衰的原因。格雷厄姆和多德写道：

> 20世纪20年代末，投资银行家标准的放松，以及他们利用巧妙的手段来增加个人报酬，对企业管理领域产生了不良影响。管理层觉得他们自己不仅应当获得可观的薪水，还应大幅参与企业利润的分配……不可否认，管理层经常使用狡猾和值得怀疑的手段来保护自己的巨额收益，而且也不必向股东进行完整的披露……有了这种报酬的公开化，我们认为，如果股东自己可以很好地去控制报酬超出任何合理的限制，那么他们自己的利益就能够得到很好的保护。（见第769页）

最近有许多极端的例子，从互联网泡沫到杠杆收购狂潮再到次级抵押贷款的惨败，它们都与格雷厄姆和多德在几年前描述的诡计有很多相通之处。在两位作者还未对公司管理层的高额报酬感到惊讶的时候，他们也许已经被纽约证券交易所付给自身管理层的高额报酬所震惊。当今投资者对华尔街的看法，大约是像我们的作者们在他们的著作中所展示的那样，至少带点怀疑和非议。

再向后，第50章“价格与价值的背离”和第51章“价格与价值的背离（续）”是第七部分的精华，任何对投资感兴趣的人都应该读读它们。它们以20世纪30年代的案例作为例证，向读者提供了一个非常有用的“做与不做”的清单，讲述在哪里寻找价值和应该避开哪些陷

阱等。我们中的许多人具有一种将过去浪漫化的倾向，并且当投资者们沉浸在这种美好的回忆中时，他们经常会对格雷厄姆的时代望眼欲穿：唉，要是能回到那些当股票仅以收益的7倍卖出并且市值还低于营运资本的日子，那该有多好！我也必须承认，当我读了第50章的A组清单时，我也着实羡慕了一番。在20世纪30年代做投资是多么的轻松啊。

但是反过来想想，其实在我的一生中也出现过无数机会，或许也会让格雷厄姆着实嫉妒一番。事实上，金融市场偶尔会出现一些具有出色风险收益特征的资产供我们买入。如果投资者能把握机会在最坏的情况下小赚一笔，在好的情况下大赚一笔，那就太完美了。我的个人清单以管理协助清算信托作为开始，这或许是我真正进行价值投资的开始。此外还包括以面值购入的新罕布什尔州公用事业第二抵押权证券，利息率为18%；在执行生活保险公司（Executive Life）进行初步聆讯后，以25美分的价格购入面值一美元的担保投资合约（Muni GICs），后来法庭宣布这项起诉并没有法律或逻辑上的基础；珍特瓦普通股，这是一个收购后又分拆出的证券，交易价格是其营运资本的1/3左右。

艾拉针对期权市场给了我启发，与此同时，我的朋友克里斯塔夫将管理协助清算信托介绍给我——他将有他手写笔记10-Q表传真给了我。在他向我讲解的过程中，我能够准确地理解他的看法：一个价值4美元的股票市价2美元。还有，这个公司现在有义务把它出售资产所获得的收益支付给股东。在得知这一定是个翻倍的买卖后，我立即卖出了持有的所有其他股票，并把我全部的资产（总价值达10 000美元）投到了这只股票上。我唯一后悔的是当时没有给我的公司购买一些，因为我担心当时正在度假的老板可能不赞成这笔投资。

最近令人印象深刻的机会发生在2002年中期，就在壮观的公司债券市场正值崩溃之时。放眼望去，到处都是超值的机会。那年，公司

债券市场的投资者有很多故事。我买的是一个每1美元面值只要15美分的爱依斯电力公司（AES）10.25%优先次级本票。在那个价格之下，现实回报率接近66%。AES是一个在全球范围内都有资产的复杂公司。而且，这家公司以一种基于特定项目的债务和具有不同期限的公司债相结合的非传统方式进行融资。较高的杠杆水平和复杂的资产基础，导致市场担心这个公司会被推向破产。分析带给我们的结论是，它承担此项债务的价值和现金流远高于充足水平。就像事情演进的那样，我们的结论是正确的。这些债券从没有推迟过一次付息，并且在价格触及低点之后的一年里以面值被回购，这造就了一笔意外之财。当然，格雷厄姆也应该会惊叹于2002年夏天债券市场短暂的精神错乱。

在我继续阅读第七部分时，作者的文字使我愉悦万分，印象深刻。他们清晰、有力地表达了观点，这种能力在金融领域除了他们最为优秀和知名的学生沃伦·巴菲特外，鲜有人能够企及。毕竟，是格雷厄姆和多德创造了“狂热的市场先生”这种比喻。“狂热的市场先生”或许是你的朋友，也可能是你的敌人，但你永远不可能接受他的建议。在对市场分析缺陷的讨论中，我们可以找到作者利用语言奥妙的一些伟大例子。

“安全边际”一词也是格雷厄姆和多德创造的，这一词汇对为本版书做出贡献的投资专家们具有特殊的意义。我们都是一只一只地分析证券的基础分析师，权衡每一只证券在特定价格上的投资风险与收益的特征。偶尔，当我们有了对市场动向的判断时，我们一般也不为其打赌。我们的理由有很多，但是我认为第52章的话阐释得最好：

> 市场分析中不存在“安全边际”，不是对，便是错，一旦你错了，就会遭受损失。（见第827页）

这的确是一个非常精辟的概括，难道不是吗？然而，许多年后，很多投资者仍然在制定自己的市场观点上消耗精力。华尔街最优秀的

企业雇用了市场战略家。许多投资者，无论是专家还是普通人，都非常渴望听取他们的意见。我认为，这不过就是巨大的幻象存在的另一个证据罢了。

在最后一个章节，格雷厄姆和多德向各类市场参与群体提供了建议，他们当中包括小投资者、高净值投资者以及机构投资者。他们的意见是怎样的呢？

对于对收入感兴趣的小投资者，作者认为，美国政府储蓄债券是唯一合适他们投资的品种。证券的表现就像它们所承诺的那样，当然，有一些发展是不存在且无法预见的。第一个就是20世纪70年代晚期以及20世纪80年代早期肆虐的通货膨胀。恶性通货膨胀最终导致了更高的利率，以及债券投资者的巨额损失。第二个就是固定收益市场的扩张和固定收益证券的激增，这为那些筛选大量类似债券寻找不合理的定价，以期进行价值投资的人提供了大量机会。

格雷厄姆和多德建议，寻求利润的投资者们，无论大小，都要购买价格低于其内在价值的证券，并且建议他们分享自己分析的工作内容，以供其他人提出批评。从本质上讲，他们是建议所有的投资者都要变成业余的证券分析师。本书写于1929年的崩溃之后，随之而来就是大萧条时期。在那时，我们根本无法预知近年来金融市场的盈利景象。在当今高度竞争的市场中，成为一个成功的业余投资者也是可能的，但我并不推荐。如果你并不想将自己变成一个致力于研究投资的全职投资者，那么寻求一些专家的帮助或许是更好的选择。

他们还建议机构投资者只投资于固定收益证券投资，如果这样做就能够满足他们的需求的话。幸运的是，像哈佛、耶鲁和普林斯顿这样的大学，杰克·米亚（Jack Meyer）、大卫·斯文森、安迪·戈尔登（Andy Golden）这样的人并没有遵从他们的建议，而且正因为如此，他们现在拥有的资源远多于听取其建议所能得到的。由于这些人的洞察力和独立思考能力，他们各自的机构都获得了数以百亿计的捐

赠基金，并且与他们那些不是那么富裕的同行相比，这些捐赠基金除了给予他们巨大的财富，或许还有永久的竞争优势。**抛开格雷厄姆和多德提供的任何具体建议，投资者需要从《证券分析》中学会的最重要的一点，就是看数据，为自己思考。**所有伟大的投资者都是这样做的，并且这正是他们的伟大之处。

有趣的是，格雷厄姆和多德在《证券分析》的最后一章中漏掉了一组投资者。他们竟然没有为准备开始金融职业生涯的年轻人提出任何建议。这些年轻人对金融生涯将带给他们带来财富和快乐深信不疑（如果不是声誉的话）。为了补此疏落，我提供的最后一点建议便是给这些年轻人。

跟我一起修订本书的人都是像我一样的投资专家。与你们一样，他们曾经也是华尔街新手，银行账户里只有很少一点钱，但是却拥有活力、希望和良好的职业道德，并以此来武装自己。年轻人，我们与你们有某种特别的亲切关系。我想我们都会赞同自己做出的职业选择。虽然，起初也许是被金钱所驱动，但现在，财富的积累，这个曾经每天把我们逼进办公室的动力已经成为过去时了。之所以做这些工作，是因为我们热爱它，因为我们能够享受挑战、刺激以及与发现下一个市场机会所带来的愉悦感。

几年前，芝加哥大学的一些教授认为，格雷厄姆和多德完全搞错了。他们认为市场是有效率的。事实上，他们对像你这样有抱负的分析师说：“别费力气了。不要再浪费你的时间。市场对你来说太有效率了，你不可能从自己的努力中获得额外回报。还是找一些其他的事去做吧。”在很长的一段时间里，金融界的人把争论这个话题当作时尚，教授们为他们的立场做辩护，而实践家们则坚持认为教授错了，并经常会引证一些不能被学术理论所解释的异常现象。

最近，这种讨论已经平息，或许是实践家都太忙于赚钱，太忙于发掘下一个错误定价的证券，所以没有时间去争论。我们这个职业充

满回报。我想告诉你，在这个发展日新月异且全球化日益严重的世界，许多才华出众、勤奋努力的参赛者被吸引到世界金融市场的赛场上来，这将是一场持久的智力挑战。但正是同行与同事之间这样激烈的竞争，才使得我们当中的佼佼者脱颖而出。我为在华尔街里遇到了这么多富有求知欲、勤奋努力且积极进取的人而倍感幸运。

所以，那些胸怀抱负的年轻分析师，我可以告诉你，对于市场是有效还是无效这个问题，答案是非常明显——市场足够低效。你问：“为什么说是足够低效？”对我和你偶尔找到的一些伟大的机会来说，这是足够低效的。虽然机会不是每天或者每星期都能光顾，但是低效对于你我来说已经足够了。巨大幻象是存在的，但它留给了那些想去做困难、有时令人讨厌，且经常是枯燥乏味的价值投资工作的人以充足的机会。祝狩猎愉快！

大卫·艾布拉姆斯（David Abrams）

波士顿艾布拉姆斯资本管理公司总裁。

在第七部分导读中，艾布拉姆斯分享了他早年投资经历中的经验教训，并把期权和认股权证的枯燥内容讲得深入浅出，形象生动。

46

认股权证

在过去20年间，认股权证的使用范围不断拓展。起初，它们是以依附于债券和优先股的参与权的形式出现。这种形式下，认股权证通常被视为是优先证券的一个特征，就像可转换权一样，认股权证本身和公司的资本结构并无多大关系。后来，有人将认股权证从其他证券中分离出来，将其作为承销商、创始人及管理层的报酬。此后，认股权证便逐渐像普通股一样通过销售商或交易所发行到了公众的手中。这样，它们作为一种完全独立的“证券”形式，成为许多公司财务方案的重要组成部分和投机活动中重要且受欢迎的投资对象。

我们在前面的章节讨论过，认股权证作为优先证券附属物的技术层面的内容。本章我们将讨论认股权证更为重要的角色——作为独立的金融工具。我们的讨论分为以下三部分：（1）简介；（2）认股权证作为投机工具的技术特征；（3）作为公司财务结构组成部分的意义。

概述

（可分离的）认股权证是一种可转让的，可在较长一段时间内购买股票的权利。依附于信用债券的认股权证有时称作“信用债券权证”（Debenture Rights），或者是“股票购买权证”（Stock-purchase Warrant）。它的条款包括：（1）股票种类；（2）数量；（3）价格；（4）支付方式；（5）权利期限；（6）反摊薄协议。（最后一条在第25章介绍过。）

特权所涉及的股票种类

几乎所有的认股权证都可用于认购发行公司的普通股。在少数情形下，它们也可用于认购优先股（如美国储物柜公司[American Locker Company, Inc.]），或其他公司的普通股（如中央州电力公司发行的优先股所附加的认股权证可认购北美公司的股票，索尔维美国投资公司[Solvay American Investment Corporation]发行的优先股所附加的认股权证可认购联合化学和染料公司的股票）。认股权证无权收受利息、股息或本金返还支付，也不享有投票权。

与配股权的比较

配股权（Subscription Rights）是公司给予股东用于配股的权利，配股权与认股权证在某些方面类似。然而，认股权证与配股权有两项显著的差异。认股权证期限较长，股票认购价也几乎总是高于发行该权证时的股票报价，而且认购价在不同权证条款中常常存在差别。配股权的存续期限短，且配股价格固定、并经常低于授权时的市场价格。因此，配股权设计的宗旨是确保能够行权，公司可以迅速筹集资金。总体来说，认股权证与公司的融资需求没有关系，也就不大可能在短期内行权。换句话说，通常情况下，除非到期前市价相对发行时发生了大幅下跌，否则配股权将会行权；除非在发行日后至到期前市价显著提升，认股权证才会行权。(438)配股权的持续期通常为60天；认股权证的持续期限很少短于一年，许多还是永久性的。

支付方式

大部分认股权证要求使用现金支付认购费。那些原先依附于债券或优先股的认股权证既可以使用现金认购，也可以使用优先证券（以其面值）来换购。这种备选方法具有十分重要的实践意义。

案例

电力和照明公司的认股权证是永久性的，认购股票的价格为每股25美元。投资者既可以使用现金，也可以使用第二优先股（每股面值100美元）支付。1939年11月股票价格为8美元，第二优先股价格为17美元。尽管普通股的售价比行权价低17美元，但由于第二优先股的价格非常低，认股权证仍具有“行权价值”。计算如下：

1份认股权证+1/4股第二优先股=1股普通股

认股权证价值=8－1/4×17=3¾

认股权证的交易规则

认股权证在市场买卖的方式与股票相同。截至1939年年底，仅有两只认股权证在纽约证券交易所独立挂牌上市，(439)但是许多认股权证在纽约场外交易所和其他交易所的交易很活跃。这些机构的交易规则有些古怪，有时会导致严重错误。在标准规则下，“一份认股权证”是指购买一股股票的权利，而不是起初一股股票所附带的权利。

案例

沃尔格林制药公司（Walgreen Drug Company）的优先股附带认股权证，每持有一份优先股就可以购买两份普通股。按照标准的交易规则，“一份沃尔格林认股权证”意味着有权认购一股普通股，也就是说，一份优先股附带了“两份认股权证”。

无独有偶，联合雪茄公司（Consolidated Cigar Corporation）发行的股息为6.5%的优先股附带认股权证，允许每持有一股优先股的股东就有权购买0.5股普通股。这些认股权证的交易规则也是一份认股权证有权购买一股普通股；也就是说，每股股息为6.5%的优先股附带“半份认股权证”。

但不符合这种标准的例外情况也数不胜数。

案例

商业投资信托公司发行的股息为6.5%的优先股附带认股权证，允许每股优先股购买0.5股普通股（与联合雪茄公司优先股的例子中的比例相同）。但是纽约证券交易所的交易规则是：一份认股权证起初依附于一股优先股，也就是说，它有权认购0.5股普通股。同样违背正常的交易规则的，还有尼亚加拉·哈德逊电力公司的B类认股权证；洛兹公司的优先股认股权证和塞夫韦商店（Safeway Stores）的“旧系列”（Old Series）认股权证。

当认股权证可以认购的股数发生变化时，通常的程序为继续按照“一份旧认股权证”等同于“一份认股权证”来进行交易。

案例

“一份洛兹公司的债券认股权证”起初可以以55美元的价格认购一股普通股。它是指洛兹公司发行的面值200美元、利率为6%、1941年到期的信用债券所附带的认股权证。1928年公司支付了25%的股票股息之后，根据反摊薄协议规定，一份认股权证在原先认购

一股普通股的基础上免费加送0.25股普通股。“一份洛兹公司的债券认股权证”实际上并没有发生变化，但在分红之后代表了以55美元购买1.25股普通股的权利。当商业投资信托公司按1：2.5的比例分拆普通股时，其认股权证也发生了类似的变化，因此一份认股权证有权购买1.25股新的普通股，而不是0.5股旧股票。

但有时也会出现一些反例。

案例

尼亚加拉·哈德逊电力公司A类认股权证。这些认股权证有权以35美元的价格购买一股普通股。公司在1932年调整了资本结构，发行的每1股新的普通股用于替换3股旧股票。因此原先的“一股认股权证”现在能以35美元的价格购买1/3股新的股票，也就是说，每股105美元。于是纽约场外交易所将“一份A类认股权证”重新定义为购买一股新股票的权利。因此三份旧的认股权证转换成了一份新的认股权证。

在此提及的技术性细节，多数是在标准的描述性教科书中找不到的。那些买卖特定认股权证的投资者必须仔细研究清楚其交易遵循的规则。(440)

出于各种目的发行的认股权证的案例

A．依附于优先证券

1911年美国电力和照明公司发行的票据也许是最早的案例。截至目前，最著名的案例是美国和国外电力公司发行的270 000 000美元第二优先股所附带的认股权证，这些认股权证可以购买不少于7 100 000股普通股。

B．作为给承销商的报酬

最早的重要案例应该是巴恩斯代尔公司1926年发行的价值25 000 000美元、利率为6%的债券所附带的认股权证。作为报酬的一部分，银行家收到可以购买500 000股普通股的认股权证。在接下来股价高企的阶段，这些认股权证的价值高达13 000 000美元。开放式投资信托国家基金公司（National Fund, Inc.）在1936年向保荐人发行认股权证，以代替通常发放的承销费。许多小型公司上市时除了给予银行家现金报酬外，还有大额的认股权证。如美国航空公司（Aeronautical Corporation of America）（1939年）、特朗普炸药公司（Triumph Explosives, Inc.）（1939年）、霍华德飞机公司（Howard Aircraft Corporation）（1939年）。

C．作为对推销商和管理者的报酬

一个令人印象深刻的例子是1929年1月美国石油公司（Petroleum Corporation of America）的成立。公司以每股34美元的价格向公众发行了3 250 000股普通股。推销商和管理层得到五年期的认股权证，可以按每股34美元的价格购买1 625 000股普通股。

D．在兼并或重组中发行以换取其他证券

联邦和南方公司（Commonwealth and Southern Corporation）发行了约17 500 000份认股权证、34 000 000股普通股及1 500 000股优

先股，主要用以交换六家子公司的证券。有趣的是，它发行股票和认股权证用以交换宾夕法尼亚·俄亥俄爱迪生公司（Penn-Ohio Edison Company）和东南电力和照明公司（Southeastern Power and Light Company）的认股权证。

鲍德温机车厂原有的优先股和普通股在1937年的重组中，都被替换成了新的认股权证和普通股。科罗拉多能源及钢铁公司（Colorado Fuel and Iron）于1936年进行重组，旧的优先股和普通股只能兑换成认股权证。1938年，伊利铁路代表持有其债券的保险公司提出重组方案，方案的独特之处在于给予原有股东认股权证，使其能向原有债权人而不是公司购买新的普通股。

E. 原始的普通股附带发行

美国公用事业控股公司（Public Utility Holding Corporation of America）发行了2 500 000股普通股，附带的认股权证可以购买同样数量的普通股。另外，股票承销机构购买了500 000股A类股票（含投票权），以及可购买1 000 000股A类股票或普通股的认股权证。

F. 单独出售以获取现金

1929年，第四国家投资者公司（Fourth National Investors Corporation）向其母公司出售750 000份认股权证，以获得3 000 000美元。1936年，飞利浦包装公司向银行家出售认股权证以获取现金。

认股权证作为投机工具

我们在第41章中提出：从广义上讲，认股权证拥有与低价普通股相同的一般性特征。从名称和形式上来看，认股权证与低价股票的实

质都是对企业未来发展的长期投资。(441)认股权证与普通股之间的关系，大致类似于同一家公司普通股与投机性优先证券的关系。

定性因素

正如其他所有的投机性承诺一样，一份具体权证的吸引力取决于两个完全不同的因素：定性因素，即企业的资质，尤其是公司取得巨大发展的可能性；定量因素，即认股权证的投资条款，包括认股权证的价格和其认购普通股的价格。我们不能指望证券分析来揭示哪些企业未来最有可能稳步发展。因此，在挑选用于投机的认股权证时，我们在定性因素方面要讨论的不多。通常来讲，认股权证只有通过增加盈利才能获取切实的价值，因此我们更应该看重盈利变化的前景，而不是盈利的稳定性。例如，公用事业类认股权证在1928—1929年变得极其受欢迎，并不是因为公用事业公司非常稳定，而是因为市场相信它们的盈利将会一直增长。

我们已经论述过，投机性资本机构的企业的普通股价格大幅上升的概率最大。例如在40章讨论过的A.E.士丹利公司（A. E. Staley Company）及美国水务和电力公司。因此可以说这类普通股的认股权证也拥有特殊的投机性优势。但本质上这是一个数量问题，而不是质量问题。我们认为，很难断言说某一特定行业的长期发展前景比平均水平好很多，从而使得与之关联的认股权证比其他认股权证更具有吸引力。但是如果投机者在这一点上有明确的看法和偏好，那么遵循它们是完全合理的选择。

定量因素：低价的重要性

从数量的角度指出决定认股权证相对重要性的因素要容易些。这些有利的因素包括：第一，较低的价格；第二，较长的期限；第三，

接近股票市价的认购价。从投机理论的角度进行分析，毫无疑问三个因素中最为重要的是认股权证的低价。我们可以通过比较辛克莱尔石油和炼油公司（Sinclair Oil and Refining Corporation）1917年发行的认股权证和尼亚加拉·哈德逊电力公司1929年发行的B类认股权证来得出这一结论。

案例

辛克莱尔石油和炼油公司1917年发行的面值为1 000美元的票据附带了认股权证，持有者可以在1918年8月1日前以每股45美元的价格买入25股股票；在1919年8月1日前以每股47.5美元的价格买入25股股票；在1920年2月1日前以每股50美元的价格买入25股股票。1917年12月股价跌至25.25元，一份可以购买25股股票的认股权证售价为20美元，也就是说，每股的成本仅为80美分。此时，股票市价远低于认股权证的认购价，但是认股权证可以以很低的价格购买到。后来发生的事情具有非常典型的投机性市场的特征。在不到18个月的时间里，辛克莱尔石油和炼油公司的股价飙升至69.75元，使得能够认购25股股票的认股权证的价值上升至超过550美元。股票价格上升175%，导致认股权证的价格上升了2 680%。

尼亚加拉·哈德逊电力公司发行的B类认股权证赋予持有者以50美元的价格购买3.5股普通股，也就是每股14.285元。当1929年认股权证在纽约场外交易所上市时，售价为60美元——相当于对应每股普通股的认股权证为17美元，而股票的售价为22.5元。在这种情况下，投机者购买认股权证的价格几乎相当于股票的价格。当股票价格在当年晚些时候升至每股31美元的高点时，认股权证仅上涨至21美元，上涨的幅度远小于正股。同年再晚些时候，股票价格跌至11.25元，接着认股权证的价格崩溃式下跌至2美元。这些比较说

明，当尼亚加拉·哈德逊电力公司的认股权证以17美元出售时，价格毫无吸引力。

价格相对低廉的重要性。投资者都希望认股权证不仅本身的价格低廉，而且相较于普通股价格也较低。为了说明这一点，我们比较商业投资信托公司1928年发行的认股权证和美国和国外电力公司1933年发行的认股权证。

案例

商业投资信托公司1928年8月以每份6美元出售认股权证。认股权证的持有者可以在1929年年底前以每股90美元的价格购买0.5股普通股，在1931年1月1日前以每股100美元的价格购买0.5股普通股。普通股当时的售价大约为70美元。所以，购买对应一股普通股的认股权证需投入12美元，大约是当时股价的1/6。尽管认股权证赋予持有者的认股价相对较高，但由于相关的现金成本远小于股票，因此认股权证相对股票仍具有投机优势。后来，认股权证的价格在1928—1929年翻了11倍，而普通股涨幅仅3倍。1933年11月，购买一股美国和国外电力公司股票的认股权证的价格为7美元，我们会在后面说明，这恰好反映了与普通股的平价。但是普通股10美元的市价，使得售价为7美元的认股权证毫无投机优势可言。我们将在后面看到，这使普通股和认股权证一起陷入了“伪”低价投机品之列，我们曾在41章开头讨论过这种类型。

上面的讨论说明：从技术层面来看，仅当认股权证同时具备低价格、期限长、股票的认购价格与市价相差不大等要素时，它才具备投机的吸引力。(442)

案例

上文提到的辛克莱尔石油和炼油公司，以及商业投资信托公司的例子满足这些要求。巴恩斯代尔石油公司1927年的认股权证为我们提供了一个不同寻常的案例。它们可以以25美元购买股票。当股票售价为31美元时，认股权证售价为6美元，正好处于平价关系。这种情况下，只要股票价格一上升，就意味着认股权证价格上升的比例更大，后来事实也证明了这一点。

技术优势通常不存在

1928—1929年间，认股权证的交易空前活跃，当时存在这样一种趋势：认股权证的售价无论从绝对还是相对角度来看都很高，因此它们相对于典型的普通股并没有什么技术上的优势。在接下来的大萧条时期，许多认股权证的售价极低，但同时相关的股票价格也非常低，以至于投资者对认股权证的相对吸引力表示怀疑。这可以通过表46-1中一些1939年年底认股权证的典型例子看出。

表46-1　一些有代表性的认股权证的情况　　（单位：美元）

发行认股权证的公司名称	期限	认股权证规定的股票购买价格	股票市价	认股权证市价
美国和国外电力公司	永久性	25 或 1⅗	1⅞	3/8
阿特拉斯公司	永久性	25 或 23⅝	8⅝	7/8
鲍德温机车厂	至 1945 年 9 月 1 日	15	17¼	7¾
电力和照明公司	永久性	25 或 4	6⅞	2⅝
马纳蒂糖业有限公司	至 1947 年 11 月 5 日	12.5 或 5	3⅞	5/8
梅里特查普曼·斯科特公司	永久性	30	4½	1/2
纽约公共汽车公司	至 1947 年 3 月 1 日	17.5	32¾	17¼
斯卡林钢铁公司	至 1942 年 5 月 1 日	10 或 6⅔	8¼	3⅓
三角洲公司	永久性	22½	2¾	1/2
联合公司	永久性	25	2¼	1/4

注：a．替代现金的可交割优先证券现价的成本。

b．4份认股权证的市价，等同于1股普通股。

需要注意的是，认股权证如果规定可以按债券或优先股的面值来支付，那么认股权证一般会按与普通股关联的价格出售（电力和照明公司认股权证的报价实际上比平价要低）。其他的低价认股权证似乎与可变现价值还有很大距离，不值得引起注意。鲍德温机车厂和纽约公共汽车公司（New York City Omnibus）的价格关系代表了它们在市值规模上各自所处的阶段。(443)

认股权证作为资本结构的一部分

认股权证本质上是对企业发展前景良好预期的认可。但是受益于未来企业经营的改善或进步的权利天然地归属于普通股持有者。普通股投资者提供资金，承担亏损的“第一风险”，很大程度上就是为了获得这种回报。因此，关于认股权证的基本事实是：它代表了某种从普通股拿走的东西。公式很简单：

普通股的价值+认股权证的价值=普通股自身的价值

（即没有认股权证的价值）

认股权证意味着相关股票价值的减少

案例

为了详细地解释这一点，我们可以参考巴恩斯代尔石油公司发行认股权证对股票价值的影响。1926年公司的盈利为6 077 000美元或每股5.34美元（发行股数为1 140 000股）。然而，公司也发行了可以按每股25美元购买1 000 000股股票的认股权证，公司得到的款项用于赎回利率为6%总额为25 000 000美元的债券。分析师原已假设了认股权证会行权，因此将1926年每股5.34美元的盈利下调至3.54美元。1929年认股权证确实行权了，盈利是每股3.25美元，但如果没有认股权证的话，盈利将是每股4.76美元。当年股票的平均价格为35美元，相当于认股权证具有10美元的价值。这意味着，发行认股权证实质上使得普通股的价值每股缩水约8美元（否则，普通股价值会达到43美元）。

上面的例子清楚地表明，发行认股权证会影响普通股的利益，使得普通股不能充分享有盈利或经营价值大幅提升带来的好处。因此，即使认股权证购买股票的认购价高于现价，也会使得普通股当前的价值缩水，这是由于股票现价本身在一定程度上就是依托于享有未来增长的权利。

摊薄股票价值的危险工具

由于认股权证通常间接地、不知不觉地摊薄了普通股的价值，因此是一种非常危险、令人不快的工具。股东对认股权证的发行漠不关心，没能意识到未来他们的部分股权价值将被认股权证夺走。无论是否发行认股权证，股票市场经常显得漫不经心，对普通股都给予相同的估值。因此认股权证可以作为推销商或其他内部人士不合理的报酬，反正不用担心这会引起股东的质疑和批评。此外，在不降低普通股价格的基础上（带有一些人为操纵的因素），公司通过发行大量认股权证创造出巨大的价值，所以认股权证人为地给证券创造了很高的总市场价值。

经证实，认股权证是公司重组一个既方便又具有吸引力的工具，因为认股权证使得重组人能够给原有股东一点甜头，却显然是要把公司整个都移交给债权人。然而美国证监会反对这种做法，认为如果原有股东真的没有任何权益，他们甚至无权获得认股权证。(444)

归谬法

认股权证的所有价值来自于对普通股价值的抵减，如果公众对这一点缺乏足够的认识，则会导致荒谬（甚至是有害）的做法。在这里，我们指的是通过原有普通股附带的认股权证购买额外的股票。这种安排对股东而言与不发行权证无异，而且它违背了保持企业财务稳健的法则。一家管理健全的公司只有在需要新的资本时才会增发新股，而且这时股东通常有权利按比例来认购增发的新股。(445)在不需要融资时将认购权分给股东，除了具有欺骗人们相信自己得到了某种实惠的作用外，从各个角度来看，都是不明智的。这很像一些公司有时特别乐于采用的方法，即以“股票”的方式发放股息，而董事会可以随时将这些凭证赎回。普通股股东本就有权在董事会认为合适支付的时候获得股息，因此“送股”是这项权利的一种纯属多余且独立的

表现形式。(446)类似地，依附于原有普通股的认股权证也是股东本就享有的参与未来新股认购权利的多余的表现形式。(447)

对认股权证的弊端进行进一步研究，需与两个更广泛的关于财务实务的研究结合在一起：第一个研究涉及公众为企业融资和管理所支付的成本；另一个涉及充满操纵性和危险性的公司实践，即金字塔式控制股权。我们将在下面的章节探讨证券分析的这些内容。

47

融资成本与管理成本

首先，让我们更仔细地思考一下第46章中美国石油公司的组织和融资状况。这是一家专门投资石油行业中企业证券的大型投资公司。它向公众以每股34美元的价格发行了3 250 000股股票。公司因此得到了每股31美元的净额，总计100 750 000美元的现金。他们向无记名的对象发行了认股权证，据推测这些人可能是发起人、投资银行或管理层。这些认股权证的有效期为5年，行权后可以以每股34美元的价格额外认购1 625 000股股票。

这个例子是那一时期投资信托进行融资的典型。另外，正如我们日后所见，这种在繁荣时期发展起来的技术熬过了接连不断的衰退，并且很可能会变成各类企业进行股票融资的标准做法。但是，我们完全有理由去质问建立这样一种形式的真正意义是什么：首先，购买股票的投资者会得到什么；其次，负责发行这些证券的投资银行的立场又是什么。

管理成本中的三个项目

一家新的投资信托公司，例如1929年1月的美国石油公司，它以两种资产起家：现金和管理层。那些以每股34美元购买股票的投资者被要求以三种途径对这种“管理”进行支付。

1．通过他们购买股票支付的价格与公司实际收到款项之间的差额

这3美元的差额实际上并不是付给了管理者，而是付给了那些承销以及销售股票的人。但是从股票购买者的角度来看，为股票支付多于其内含初始现金的唯一理由，应该就是他相信这家公司的管理水平是值得这个差额的。

2．通过发行给利益相关者认股权证而支付的价值

这些认股权证本质上赋予了其所有者获取企业价值增值的权力，在接下来的五年里，如果企业出现增值，则这些认股权证的持有者可以获取增值部分的1/3。从1929年来看，一个五年的期限，足以提供分享企业未来成功的丰厚机会。这批认股权证具有实实在在的价值，并且那些价值是从普通股的初始价值中扣除。

按照股票和认股权证之间通常的价格关系，1 625 000份认股权证将会减少大约1/6的普通股价值。在这个基础上，公司收到的100 750 000美元中的1/6应当被分配给认股权证，剩余的5/6则属于普通股。

3．通过高管得到的报酬以及采用公司这种形式所导致的额外税收

综合以上分析，我们可以发现美国石油公司的股东对用于管理其投入资金的那些技能支付了以下价格：

	（单位：美元）
1. 融资成本（每股3美元）	9 750 000
2. 认股权证的价值（现存现金的1/6）	约16 790 000
3. 管理层工资等日后扣除项目	?
合计	26 540 000+

这三个项目加在一起的话，据说就已经占据了公众提供给企业资金数额的25%～30%。这意味着这个比例并不仅仅是对未来利润的扣除比例，也是为了获取管理服务而实际牺牲的投入本金的比例。

支付这一价格得到了什么？若进一步研究，我们不禁要问：这家企业拥有什么样的管理技能呢？董事会由许多著名的金融界人士组成，并且他们对投资的判断被认为是很有价值并且值得拥有的。但是在这里我们必须注意到一些严重的限制，这些限制会对那些判断的价值造成严重影响。首先，董事并无义务将自己全部甚至是主要的精力投入到企业中。他们可以无限扩张他们的这些业务，并且看起来也正打算这样做。常识告诉我们，由于同时存在许多其他相关方对董事提出要求，这一事实将会严重削弱他们向石油公司提供的专家意见的价值。

还有一个更明显的限制，来自于公司的预期评估。公司拟致力于单一领域的投资——即石油领域，因此，他们进行判断和分析的范围也是被大大限制的。结果，资金高度集中，首先集中运用到两个关联公司里——草原管道公司和草原石油公司，然后又集中到了一个单独的后继企业中，即联合石油公司。因此美国石油公司表面上变成了控股公司，但一旦完成原始收购，其中的管理技能也就变得没有多大用处了。(448)

我们不得不做出这样的结论，从股票购买者的角度来看这种以美国石油公司为例的财务方案，并不能够令他们满意。之所以是这样，不仅是由于支付的管理总成本相对于所获取的服务价值过高，还因为这种成本并没有得到相应的披露，而是被用认股权证这种绝妙的诡计手段掩饰了起来。(449)（上述推论并非基于美国石油公司的投资不能盈利的事实(450)）。

此关系中投资银行的立场。这个例子所展示的第二个问题也非常重要。投资银行发行像美国石油公司这样的证券时，他们所持有的立场是什么呢？这些与几年前的实践比起来又有什么不同呢？20世纪20年代以前，信誉良好的券商向公众出售股票是受以下三个重要原则约束的：

1．企业必须经营良好，并且提供足够的记录和财务报表，供公众对以发行价购买股份的合理性做出判断。

2．投资银行必须首先代表股票购买者的利益而行动，并且它必须与公司管理层保持距离。他的职责包括，保护他的客户免于向管理层支付过度的补偿以及阻止可能有损股东利益的政策。

3．投资银行拿走的补偿必须是合理的，它代表了公司为募资服务所支付的费用。

这些行为准则在合理的股票融资与声名狼藉的股票融资之间划出了一条清晰的界线。华尔街有一条公认的格言：一个新企业的资本必须来源于私人。(451)这些私人利益体应当处于一个自己做调查，得出其自己的结论并与企业保持密切联系的地位，所有这些保障措施（作为对获取巨大报酬机会的一个补充），被认为是判断是否对某一个新企业进行投资所必需的。因此，一个新企业向公众发行的证券，几乎完全由“蓝天”销售商以及那些声誉存在问题的小投行承担。由于从公众支付的价格中拿走的融资费用并不合情合理，这种发行很大程度上要么是彻头彻尾的诈骗，要么就是类似公然诈骗。

投资信托融资，其本质是违反了那三条股票发行标准的。投资信托是新的企业，他们的管理层和他们的投资银行在大体上是相同的；对融资和管理的补偿不得不仅仅由接受服务的人决定，而且没有公认的合理标准来进行控制。由于缺乏这些标准，而且企业与银行家之间进行议价时没有保持合理的距离，因此，充分保护证券购买者的利益几乎没有希望。此外，我们还必须考虑在1928年和1929年金融界中盛行自私自利的扭曲观点的这一事实。

自1929年以来的发展。投资信托融资的不良影响曾一度蔓延到整个普通股发行领域，甚至就连领先的投行也准备在没有过去记录，并

且完全基于对其未来盈利预期的情况下销售新的或者是新成立的商业企业的股份。在1933年发行“啤酒和白酒公司股票”时，就出现了这种趋势的迹象。幸运的是，从那时起，观点发生了逆转，并且我们发现由一线投行所保荐发行的普通股现在又变成从前那样，具有与之相似的特点和安排了。(452)

然而，自1933年来，相当多的普通股由中等规模和声誉一般的投行发行。这些发行的大部分是新企业的股份，这反过来也就倾向于陷入一个领域，就是那些在当时容易被工业集团利用的任何领域。因此在1933年中，有许多黄金类，白酒类和啤酒类股票发行，并且在1938—1939年中，“飞机类证券”大量出现。从另一方面来看，新投资公司的形成，似乎变成了一种长青行业。在调研这种普通股发行中，首先必须认识到，在他们背后的投资银行并不是代表了购买股份的客户们的利益而进行行动。一方面，新公司并不是一个可以与各种代表着客户利益的投行在正常的商业环境中进行谈判的独立实体，另一方面，投资银行家们本身也是发起新企业的发起人之一。重要的是，他们是在为他们自己向公众募集资金。

投资银行家的新角色

更确切地说，做这些发行的投资银行家是在双重伪装下进行的。他代表自己与企业的发起人做了一笔交易，然后又与社会公众做了一笔交易，他们从公众身上募集承诺投给企业资金。他们有权要求一笔对其辛劳的丰厚报酬，但是这个报酬的金额会使其与公众的关系发生重大变化。因为这带来了一个实实在在的差异，就是股票购买者是将投资银行看作他自己的经纪人和代理人，还是必须将投资银行看作是努力筹集资金将企业经营下去的“企业发起人－经营者－管理者”。

当投资银行开始变成后者的身份，普通大众的利益无疑会遭殃。1933年的《证券法》旨在通过要求充分披露有关事实和扩大原有的隐

瞒和歪曲事实所应承担的责任范围，来保护证券购买者。尽管充分披露毫无疑问是可取的，但除了熟练、精明的投资者或者是训练有素的分析师外，这对其他人并没有多少实际帮助。值得担心的是，典型的股票购买者并不会去阅读冗长的招股说明书，也不会理解其中所包含的全部含义。现代融资手段就像一个魔术师变戏法的口袋，只要公众不是那么的聪明，他们便可以在大庭广众之下变戏法。把股票期权用作对销商兼发起人的报酬是一种更新的和更具欺骗性的交易伎俩。

我们将仔细讨论1936年和1939年的两个新设企业的融资案例的某些细节，目的是说明这些发行的特征，以及评估他们所需要的分析技术。(453)

案例A：美国班塔姆汽车公司，1936年7月

这次发行由100 000股票面利率6%的可累积可转换优先股构成，以其面值每股10美元的价格向公众发售，每一股可以转换成3股普通股。承销商收到了大约每股2美元或者说是售价20%的佣金。但是，这个佣金仅仅是发售工作的报酬，并不保证取得或配售股份。

新公司收购了美国奥斯汀汽车公司，后者在1929年以3 629 000美元的现金资本开始成立运营并最终以破产告终。班塔姆汽车公司的组织者仅以5 000美元的价格就购入了奥斯汀的资产，并承担其债务。然后他们又加上了500美元现金将这笔交易转变成了新公司的300 000股普通。换句话说，全部普通股的发行耗费了企业发起人5 500美元的现金还有他们的时间和所做的工作。

招股说明书中明确说明优先股以投机方式发行。由于优先股提供的仅6%的回报几乎不能充分补偿其中所包含的风险，这样只有在转换权具有价值时，那种投机发行才能成功。（前身公司的巨大损失中已清晰地展示了风险的这些特点。）但是请注意，在转换权的价值尚未

明确之前，普通股会以高于3⅓美元的价格出售。在那个例子中，企业组织者5 500美元的投资的价值将会超过1 000 000美元。换句话说，在公众能够赚到利润之前，组织者们已经将其股权价值翻了180倍。

结果，到1939年6月30日，公司累计赤字750 000美元；他被迫从复兴金融公司借钱，并且优先股股东已经不在流动资产中享有任何权益了。优先股的价格下跌到了3美元，但是同期普通股的竞买报价是3/4美元。这意味着（如果报价可信）即使公众已经失去了其投资价值的70%，组织者的5 500美元的初始贡献仍然具有225 000美元的名义市场价值。

案例B：美国航空公司，1939年12月

这家公司以每股6.25美元的价格向公众发行了60 000股新普通股。承销商没有做出任何获得股份的确定承诺，但可以从销售的每份股份上收到了以下三种报酬：（1）现金90美分；（2）1/20股股票，表面上价值31美分，由其主要股东提供；（3）一份以6.25美元到8.00美元之间的价格购买1/2股股票的认股权证。如果这些普通股6.25美元的发行价是合理的，那么毫无疑问，这些认股权证每执行一份至少值1美元。这将会意味着对发行工作的报酬加起来是每股2.34美元，或者说是比公众支付数量的1/3还要多。

这家公司从1928年开始经营，从1931年起开始制造轻型“Aeronca”飞机。其销售额稳步上升，从1934年的124 000美元上升到1939年的约850 000美元。然而，直到1938年年底，这家公司都是没有利润的，当时的总赤字超过500 000美元（包含开发费用的冲销）。在1939年10月15号前的九个半月时间里，它的盈利是50 000美元。在这次向公众发行新股之前，在外流通的股份数为66 000股，这意味着净资产价值仅有每股1.28美元。除将支付给承销商的30 000股认股权证外，管理层的手中还掌握有15 000股类似认股权证。

我们似乎有充足的理由相信，该公司在行业发展中处于有利的位置。但是分析表明，公众分享公司未来收益的增长，将会被三种因素严重摊薄：

- 通过从购买新股的价格中减掉的现金销售费用；
- 通过原始所有者投入的用以换取其股票权益的少量有形资产；
- 通过会吸掉部分增长价值的认股权证。

为了展示这种摊薄的效果，我们先假定这个公司表现得非常成功，以至于其公允价值在完成此次融资后是其有形资产的2倍，就是说，相对之前的484 000美元的有形资产，它的公允价值约为1 000 000美元。那么这时，公众支付每股6.25美元获得的股票价值是什么呢？如果没有认股权证的发行，这个价值将会是126 000股每股价值8美元。但是，如果假定对于认股权证来说每股2美元的话，则股票自身的价值仅为每股7.25美元。因此，即使是这家公司取得相当可观的成功，也仅会给购买股份的公众带来16%的增值。如果事情向相反方向发展，那么投资的很大一部分将会迅速消失。

公众应当为新的企业融资吗？在完整考察过一遍自1933年以来在美国证券交易委员会注册的新企业融资之后，从稳健程度以及对国家的经济价值来看，我们对此感到很悲观。把资本投入到新企业中去冒险对美国的发展进程是必要的，但是由公众进行融资的新企业却从来没有给国家的建设带来巨大的贡献。华尔街已经得出结论，那些企业所需的资本应当在私人或个人基础之上提供才是合理的，也就是由组织者本身或者与他们关系紧密的人提供。因此，出售新企业股份并不是一件很崇高的事，并且领先的投行也不会参与其中。完成这些融资的途径如果不那么苛刻，就需要向公众收取很高的销售成本，即使最为乐观地看，新企业的成功概率也会大大下降。

经过深思熟虑后，我们认为，《证券法》应当进行修订，禁止新企业和不成熟的企业向公众公开发行股票，这样做才符合国家的利益。准确定义“成熟”并不是一件容易的事情，譬如说大小，无亏损的经营年份数量，美国证券交易委员会也许有必要审慎地考虑如何对此进行评判。我们认为，无论如何，模棱两可和困难的例子在数量上也是相对较少的（即使我们上面的第二个案例可能归属于这一类）。我们应当高兴地看到，在一些无关紧要的细节上，美国证券交易委员会的权利和职责减少了；但是从保护没有能力自我保护的公众上，我们支持进行更加严格的立法。

“蓝天”（Blue-sky）促销。在那些“美好旧时光”里，诡计多端的股票推销员非常依赖于高压推销，他们甚至很少为其准备任何伪装的优点。他们能够出售一个矿井类的股票，而那矿井也许还算不上是一个“地洞”；或者是以亨利·福特的早期合伙人据此赚取了巨额利润为理由而推荐一项发明的股票。受害者事实上购买的是“蓝天”，除此之外并没有其他东西。就算是只具有一点商业常识的人瞥一眼都能够发现，这些企业完全是没有价值的，而招股说明书所采用的光面纸本身就足以辨明这项方案是欺诈性的。

联邦和各州应对这些欺诈的严格监管，催生了另一种证券推销方式。股票推销员不再对毫无价值的公司发行证券，而是选择了一个货真价实的企业，它可以以远高于其公允价值的价格出售。通过这种方式，既没有违背法律，公众亦可以像从前那样被利用。石油和矿企是最适合发行这种股票的了，因为向外行灌输一个夸大他们真实价值的观念是相当容易的。美国证交会也开始变得越来越严厉，并且努力去阻止这种类型的半欺诈行为。理论上，一个发起人可能以5美元的价格发行仅仅价值为每股1美元的证券，只要他们完全披露所有事实并且不添加任何虚假的描述。委员会没有获得授权，以新证券的稳健性和定价的公允性作为其允许发行的前提，除了在1935年公用事业控股公司法案条目约束下进行的公共事业公司证券发行。事实上，看起来他已

经做到了最好，在多重压力下，规劝甚至阻止那些相对不公平的证券的发行。但是有一点是必要的，就是公众要认识到委员会在这方面的权利是受到严重限制的，因此只有潜在购买者持怀疑态度进行分析，才能保证不被利用。

在公众眼中，促销活动特别容易被新产业所吸引。首先进入这些领域的企业已赚取利润，或者甚至是已发行企业正在赚取利润，他们都被赋予一个虚假伪装，即利润是永久的并且未来还会增加。因此，严重高估的价格可以被以看似合理的价格出售。在1933年酒类股票发行中，被高估的程度完全取决于推销人的良心。因此，这里所列的股票发行案例几乎展示了从完全合法到几近欺诈的所有层次。(454)类似的情形还出现在1938—1939年飞机股票的发行中。公众应当铭记在心：当一个特定产业变得越来越容易筹集资本的时候，不公平交易机会会增加，产业自身过度发展的危险也将变成现实。

投资银行不稳健导致的影响。20世纪20年代末，投资银行家标准的放松，以及他们利用巧妙的手段来增加个人报酬，对企业管理领域产生了不良影响。管理层觉得他们自己不仅应当获得可观的薪水，还应大幅参与企业利润的分配。在这方面，银行为自己利益而调整的投资信托安排，为“大财阀”领域树立了一个鼓舞人心的例子。

大公司的管理层是否应当获取数十万甚至是上百万美元的年薪，这也许是一个具有开放性的问题。这个问题的答案取决于公司的成功在多大程度上是得益于管理层独特且过人的能力，然而这一定是非常难以确定的。不可否认，管理层经常使用狡猾和值得怀疑的手段来保护自己的巨额收益，而且也不必向股东进行完整的披露。正如我们在股东与管理层关系的讨论中指出的那样，能低价购买股票的认股权证（或长期认购权），是实现这个目的的一个绝佳工具。在这方面，进行完整并且持续的公开披露并不只是在理论上可取，而且还具有实用价值。1933—1934年，立法标志着这一方面发生了巨大的进步，因为

管理层报酬的主要来源必须在登记表和年报补充文件10-K文件中进行披露。有了这种报酬的公开化，我们认为，如果股东自己可以很好地去控制报酬超出任何合理的限制，那么他们自己的利益就能够得到很好的保护。我们相信，通过股东对自身利益的关注，来限制管理层的报酬超过合理的范围。

48

公司金字塔结构的相关内容

公司财务中的金字塔结构，指的是一种借助于一家或者一系列控股公司而创建的投机性资本结构。通常，这种安排的主要目的就是使公司组织者既能够以很少甚至根本不存在的资本投资去控制一家企业，还能够获取绝大部分的盈余以及不断增长的持续经营价值。这个工具经常被占据支配地位的股东用来“变现”其持股的投机利润，并同时保持控股权。有了此类资金，这些成功的资本家通常会努力将其控制范围拓展到其他的经营企业上。金字塔技术可以用O.P.范·斯沃林根和M.J.范·斯沃林根（O.P and M.J. Van Sweringen）的巧妙手法来说明。他们从购买当时并不太重要的纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司的控股权开始，将其迅速发展成为一个辽阔的铁路“帝国”。(455)

案例

范·斯沃林根的金字塔结构。范·斯沃林根最初在铁路领域的交易发生在1916年。它购买了纽约中央铁路公司总价8 500 000美元的普通股和优先股，并因此控制了纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司（也被称为“镀镍公司”）。这笔交易通过向出售方支付6 500 000美元的票据以及2 000 000美元现金来完成，并且这笔现金是从一家克里夫兰银行借来的。接下来，这家公司在继续收购其他公司的控制权时，用到了许多不同方式，具体包括：

1．以并购为目的组建一家私人公司（例如组建西部公司来收购伊利湖和西部铁路公司，并组建三叶草公司收购托莱多-圣路易斯-西部铁路公司，两宗交易都发生在1922年。）

2．使用一家已控制的铁路公司的资产，对其他公司进行控制（例如纽约-芝加哥-圣路易斯铁路公司在1923—1925年间购买了大量切萨皮克-俄亥俄铁路公司、皮尔马克特铁路公司的股票。）

3．利用一家控股公司控制一条铁路，并且公开发行控股公司证券（例如1927年切萨皮克公司接管了切萨皮克-俄亥俄铁路公司的控制权并且向公众出售该公司的债券和股票。）

4．组建一家普通控股公司（例如通过注册成立于1929年的阿勒格尼公司接管了许多铁路、煤矿和不同性质企业的控制权）。

在1930年提交至众议院的《范·斯沃林根控股公司报告》（*Van Sweringen Holding Companies*）中，有一个有趣的图表(456)，在表48-1中我们摘取了这些数据，表中将范·斯沃林根所行使的控制权同他们在控股企业的资本中相对较少的股份或金融权益进行了比较。其中，A栏中的数据表示，范·斯沃林根持有或者控制的有表决权的证券比例；B栏的数据表示，实际上直接或者间接归范·斯沃林根所有的“投入资本”（债券、股票和盈余）的比例。

表48-1　公司控股和普通股所占比例　　（单位：%）

公司	A 控股	B 权益
控股公司：		
万尼斯公司	80.0	27.7
通用证券公司	90.0	51.8
日内瓦公司	100.0	27.7
阿勒格尼公司	41.8	8.6
切萨皮克公司	71.0	4.1
皮尔马克特公司	100.0	0.7
弗尼吉亚运输公司	100.0	0.8
威兹顿公司	81.8	4.3
铁路公司：		
纽约－芝加哥－圣路易斯铁路公司	49.6	0.7
切萨皮克－俄亥俄铁路公司	54.4	1.0
皮尔马克特铁路公司	48.3	0.6
伊利铁路公司	30.8	0.6
密苏里太平洋铁路公司	50.5	1.7
霍金谷铁路公司	81.0	0.2
惠林－伊利湖铁路公司	53.3	0.3
堪萨斯城南铁路公司	20.8	0.9

值得回顾的是，在战前，控股公司为了对铁路资产实现金字塔式控制所采取的类似做法，特别是罗克岛公司的例子。这家企业组建于1902年，通过下属中介子公司获得了芝加哥-罗克岛-太平洋铁路公司几乎所有的普通股，以及圣路易斯和旧金山铁路公司大约60%的股份。利用这些股份，两家控股公司发行了大量抵押信托债券、优先股和普通股。1909年圣路易斯和旧金山铁路公司的股票被出售；1915年罗克岛和下属中介子公司双双破产，公司的股票被抵押信托债券的持有者接管，同时控股公司发行的股票价值也被一笔勾销。

这次不光彩冒险的失败，在那时被当作铁路领域“高额筹资”结束的标志。然而，大约10年后，同样不正当的作法再次出现，而且规模更大，给投资者带来的损失也更加严重。需要补充说明的是，1914年州际贸易委员会对罗克岛公司的财务进行了调查，美国国会对1930年设立的铁路控股公司也有类似的调查。但是，金融界的健忘人尽皆知，实在是令人沮丧。

公司金字塔结构的弊端

金字塔结构对购买证券的公众的害处表现在以下方面：首先，它创造并向公众销售大量不安全的高级证券；其次，它制造了在行情好的年份控股公司普通股盈利能力高速增长的假象，并且这些股票总是成为疯狂的、灾难性的公众投机工具；再次，那些没有资本投资的人（或者是资本相对较少的那些人）拥有了公司控制权，这是不公平的(457)，并且容易产生不负责和不健全的管理决策；最后，控股公司在繁荣时期存在夸大预期收益、股息回报或账面价值的情况，因而不仅推动了投机热情，也而且给操纵市场提供了便利。在这四项公司金字塔结构的负面作用中，前三项是非常明显的，但是要理解最后一项的种种影响不同含义，则需要借助一定的分析处理方法进一步的分析。

夸大收益。控股公司可以通过过高估计自己从子公司获得的股息，或者把出售子公司股票所获得的收益计算至收益当中，来夸大公司表面的盈利能力。

案例

中央国家电力公司的主要资产是大量的北美公司定期支付股息的普通股。1929年年末之前，这些股息被中央国家电力公司按当时的市场价值计入收益。就像我们在有关股息的章节中讨论的那样，平均来看，这种市场价值远远高于北美公司在盈余中扣除的股息，也远远高于北美公司能够用于普通股的可分配利润。因此，中央国家电力公司的损益表给了投资者一个公司收益正在增长的假象。

1927年美国创业者信托公司的报告披露了一笔交易，这笔交易的特征虽有些不同，但效果相似。1927年11月，美国创业者信托公司向

其股东提供了以每股16美元的价格购买美国国际证券公司大约88 400股B类普通股的特权。美国国际证券公司是美国创业者信托公司的一个子公司，后者在1926年以每股3.7美元的价格购入前者的B类普通股。美国创业者信托公司在1927年的报告显示其普通股的净利润达到了1 316 488美元，如上所述，其中大部分是通过该公司股东购买子公司的股份而获得的。(458)

对股息回报的曲解。就像控股公司有可能利用所获得的股息来夸大收益一样，定期向股东支付市场价值超过当期收益的股息，也会扰乱公众对于股息回报的印象。人们很容易犯一种错误，那就是将不定时发放的认股权价值等同于普通股的回报收入。拥有金字塔结构的公司在发放这种认股权上十分慷慨，因为新的收购和新的融资在不断交替，这种交替激发了那些拥有控制权公司的野心，使其投机欲望十分狂热，直到不可避免地破产。

认股权的发行有时会使股票市场陷入一种奇特的循环式推理，市场操纵者常常热衷于这种推理，但它却是分析师的悲哀。A公司的股票价值显然超不过25美元，但投机或操纵活动却使其上涨到75美元。若给予股东以每股25美元的价格再购买股份的权利，认购权本身就具有了市场价值，比如每份10美元。对于投机群体来说，这种权利差不多相当于10美元的特别股息。这种股息不仅使人们认为股价上涨到75美元是合理的，而且还更加乐观地期待更高的价格。对于分析师来说，整个过程是一个骗局和圈套。无论这一权利的价值是多少，它完全是由投机者的盲目热情所创造出来的，但是这种虚幻的价值常被看作一种实实在在的收益，以及证明催生出这种收益的市场热情自有其道理的证据。因此，加上操纵者的推波助澜，投机公众会不由自主地会陷入眩晕狂热的状态。

案例

在1928年8月和1929年2月间，尽管没有支付任何股息，美国和国外电力公司的普通股股价从33美元上涨到138.875美元。普通股股东（和其他证券持有者）被授予了以可分离的认股权证购买第二优先股的权利。最初，这种权利具有每份3美元的市场价值，许多人将这种权利的价值作为普通股的股息。

夸大账面价值。当一家控股公司拥有子公司的绝大部分股份时，就有可能出现控股公司夸大子公司账面价值的现象：控股公司通过操纵子公司在市场中剩余的少量股票，人为抬高子公司股价，并用这一价格来计算所控股公司股票的账面价值（有时被称作“财产清算价值”）。举一个关于这种方法的早期例子，弗吉尼亚州烟草制品公司持有美国联合雪茄连锁店约80%的普通股。1927年，市场上可供购买的少量联合雪茄连锁店股票的价格高得惊人，而对不太谨慎的买家来说，烟草制品公司的股票愈发具有吸引力。但正如我们前面所讨论的，联合雪茄公司那混乱恼人的账目以及股息政策就是这种人为操控的产物。

如果要举一个夸大账面价值最夸张的例子，那恐怕非电气债券和股票公司莫属了。它拥有美国和国外电力公司的大部分认股权证。整个安排看起来就好像是人为设计的，使公众不明不白地就支付了天方夜谭的高价。我们应该简要回顾一下这种价值虚增的各个阶段，这能给予证券分析的初学者一些启发。

第一，美国和国外电力公司合计发行了1 600 000股普通股，和以每股25美元的价格购买了7 100 000股额外股份的认股权证。这为普通股建立了一个较高的价格水平，反映出投资者对公司收益和前景的乐观估计，然而他们却忽视了认股权证的存在。正如前面所解释的那样，普通股报价是由发行的认股权证来支撑的。

第二，数量相对较少的普通股价格如此之高，自然而然为上百万的认股权证创造出相应的高价值。

第三，电气债券和股票公司利用这些高价值，把它们套算到了其持有的大量美国和国外电力公司普通股和认股权证之上，从而使其自身的普通股价值也得到了相应的虚增。

认股权证工具的利用。上述过程最终可追溯至1929年，其结果几乎令人难以置信。美国和国外电力公司普通股拥有的可分配收益出现了表48-2所示的上升趋势（然而在相当大的程度上归功于持续进行的新收购）。

表48-2　美国和国外电力公司普通股所得收益　　（单位：美元）

年份	归属于普通股股东的净利润	股份数（股）	每股收益
1926	216 000	1 243 988	0.17
1927	856 000	1 244 388	0.69
1928	1 528 000	1 248 930	1.22
1929	6 510 000	1 624 357	4.01

根据“优秀公用事业公司的股票价格可以是其当期收益50倍”这一理论，美国和国外电力公司普通股的每股价格高达199.25美元，相应地，认股权证价格高达174美元。因此，通过华尔街疯狂的魔力，6 500 000美元的收益变成了市场价值为320 000 000美元的普通股和1 240 000 000美元的认股权证，总和则高达1 560 000 000美元。

由于美国和国外电力公司超过80%的认股权证归电气债券和股票公司所有，其高级证券的荒谬价格也相应地使电气债券和股票公司的财产清算价值高得惊人。这一财产清算价值经常被用来佐证电气债券和股票公司越来越高的股价是合理的。1929年3月，人们注意到这家公司的全部有价证券的市场价值相当于每股108美元，而市场报价范围则是每股91美元到97美元。这说明电气债券和股票公司的股价被“低估”

了。1929年9月，价格上涨到了每股184.5美元。当时计算出的“财产清算价值”总计达到约每股150美元，而且“不考虑公司监理和建设业务的价值”。公众并没有意识到，这一账面价值中相当大一部分是建立在市场对公司拥有的一部分资产做出的虚幻估价之上，而这部分资产其实就是仅仅几年前公司免费获得的（作为对购买美国－国外电力公司第二优先股的奖励）。

这种认股权证的利用手段，即使在1932—1933年大萧条的谷底时期，也展现出一种奇特的生命力。三十年河东三十年河西，曾经风光无限的美国和国外电力公司已经在破产的边缘上挣扎，它的票面利率5%的债券价格仅为15.25美元。然而，1933年，不切实际的认股权证仍然具有将近50 000 000美元的总市场价值，这一数字与高级证券的极低价格相比显得荒唐至极。从表48-3可以看出这种情形有多么荒谬，并且在相对价值评估变得更加严格、股票价格大幅缩水的情况下更加让人觉得匪夷所思。

表48-3　权证控制的市场行情　　（单位：千美元）

证券	发行量	价格（1933年11月）	总市值（1933年）	价格（1938年12月31日）	总市值（1938年）
5%信用债券	50 000	40	20 000	53	26 500
S7第一优先股	480	21	10 100	19⅜	9 300
S6第一优先股	387	15	5 800	15	5 800
S7第二优先股	2 655	12	31 900	9¼	24 900
普通股	1 850	10	18 500	3½	6 500
附认股权证股	6 874	7	48 100	1	6 900

在1938年年末，正如表格所列出的那样，荒谬的价格在很大程度上得到了修正。

某些非金字塔结构的控股公司

为了避免产生错误的印象，我们必须指出，尽管金字塔结构通常通过控股公司建立，但这并不意味着所有的控股公司都是为这个目的而设立的，不应并且因此而受到谴责。控股公司经常被用于完全合法的目的，例如允许分离的单位之间进行统一和节约的运作，进行多样化投资和分散风险并取得一些灵活和便利的技术优势。许多著名且重要的企业都以控股公司的形式存在。

案例

美国钢铁公司是一个彻头彻尾的控股公司。尽管在其建立资本结构之初尚存在一些金字塔成分，但这个缺陷在随后的几年中便消失了。AT&T显然是一家控股公司，但是其融资结构从未遭受严厉的指责。通用汽车在很大程度上也是一家控股公司。

因此，了解一家控股公司必须从其可取之处来进行考虑。例如，美国照明和电车公司就是一家典型的完全出于法律目的而组织的控股公司。另一方面，从联合照明和电力公司的权益来看，特拉华州联合照明和铁路公司收购美国照明和电车公司的控制权则必须看作是构建金字塔的行为。

投机资本结构可能通过其他方式创建

同样应该被指出的是，投机性资本结构可以通过不采用控股公司的方式来创建。

案例

前面章节中讨论过美泰克公司资产重组的例子，它就产生了形成控股公司和出售高级证券的结果。引用另一个例子，在大陆烘焙公司的例子中，控股公司的形式并不是他们形成金字塔结构的必要部分。投机资本结构完全由母公司创造的大量优先股构建，而且，即使大陆烘焙公司注销所有子公司并直接取得其所有资产，这种投机型结构也仍然会存在。（正如实际发生的那样，1938年这家公司开始逐渐收购其主要子公司资产，并因此在很大程度上消除了控股公司的形式，但是投机性的资本结构仍然得以保留。）

金字塔结构受法律上的限制

20世纪20年代，公用事业公司金字塔结构的惨痛教训促使美国国会采取了激烈的行动。《1935年公用事业控股公司法案》（*The Public Utility Holding Company Act of 1935*）包含了许多对现存体系来说意味着“死刑”的内容，法案要求它们最终必须简化资本结构，并且处置在非邻近地区中运行的子公司。所有收购和新融资都需要经委员会通过，这有效地阻止了新金字塔结构的形成。能用来管制现存的铁路控股公司，并且阻止新控股公司产生的类似规则的制定也指日可待。(459)

我们可以带着些许自信说，像范·斯沃林根和罗克岛公司这样失败的例子在日后重现的机会非常渺茫。在工业领域，也不会再出现上述不切实际的巨额融资，这类情况只可能在铁路公司和公用事业公司中出现。但是在将来，那些善于发明创造的金融奇才也许会将目光投向工业领域。因此，投资者和分析师务必对这类令人眼花缭乱的新手法保持警惕。

49

同领域公司的比较分析

在特定领域中对所关注的一组企业进行统计比较，这算是一项例行的分析工作。这种分析允许以行业整体作为背景，对比研究每家公司的表现，通过这种方法经常能够找到价格低估或者高估的实例。此外，也可能会得出一个企业的证券应当被同一领域中其他企业的证券所取代这一结论。

我们将会在本章中提供进行这种比较分析的标准表格，也会讨论表格中各个不同条目的重要意义。当然，之所以这些表格被视为“标准”，仅仅是因为他们具有较好的普适意义，这并不代表是完美的，而且读者可以结合自己特定的目标对它进行修正，使之更符合实际需要。

表格Ⅰ．铁路公司比较

A．资本结构：

1．固定费用[a]

2．有效债务（固定费用[a]×22）

3．优先股市值（股份数×市场价格）

4．普通股市值（股份数×市场价格）

5．总资本

6．有效债务与总资本比率

7．优先股与总资本比率

8．普通股与总资本比率

B．损益账户：

9．总收益

10．维护费用与总收益比率

11．铁路营业收入（税后净额）与总收益比率

12．固定费用[a]与总收益比率

13．优先股股息与总收益比率

14．归属于普通股股东的净利润与总收益比率

C．运算：

15．固定费用[a]保障倍数

15．I.P.[b]固定费用[a]和优先股股息保障倍数

16．普通股每股收益

17．普通股每股收益与市价的比率

18．总收益与普通股市值比率（第9项÷第4项）

16．S.P.[c]优先股每股收益

17．S.P.优先股每股收益与市价比率

18．S.P.总收益与优先股市值比率（第9项÷第3项）

19．将子公司未分配的盈亏计入盈利的贷方或者借方（如果重要的话）

D．7年平均数据：

20．普通股每股收益

21．普通股每股收益与当前市价比率

20．S.P.优先股每股收益

21．S.P.优先股每股收益与当前市价比率

22．净扣减保障倍数

23．固定费用保障倍数

22．I.P.净扣减和优先股股息保障倍数

23．I.P.固定费用和优先股股息保障倍数

E．趋势数据：

24~30.过去7年的普通股每股收益

（如果必要的话，可以根据当前资本结构调整。）

24．S.P.到30.S.P.如果需要，计算投机性优先股的同上数据

F．股息：

31．普通股股息率

32．普通股股息收益率

31．P.优先股股息率

32．P.优先股股息收益率

注：a．如果净扣减较大的话使用净扣减。

b．I.P.用于研究投资性优先股。

c．S.P.用于研究投机性优先股。

对铁路公司的比较的评述(460)

过去的传统做法是把对收益的分析建立在前一日历年的数据之上，同时适当参考后续的中期报告。但是，由于完整的月度数据现已经变得可得，因此，我们可以忽略日历年的划分并使用可以获得的最新数据取代按日历年获取12个月的数据，这种做法更加合乎逻辑而且有效。实现这种获取12个月数据的最简单方法就是，将当年经营成果的变化应用到上一日历年对应阶段的经营成果之上。

案例

截至1939年6月，宾夕法尼亚铁路系统12个月的总收益

(1) 1939 年 6 月的前 6 个月（报告值）	189 623 000 美元
(2) 1938 年 6 月的前 6 个月（报告值）	167 524 000 美元
(3) 差异	+22 099 000 美元
(4) 1938 年（日历年）	360 384 000 美元
1939 年 6 月的前 12 个月 (4 加上 3)	382 483 000 美元

基于7年的平均数，我们计算得出了表格中一些重要数据。在深入的研究中，我们应当更加细致地分析平均结果。为了节省时间，我们建议：只有在分析师根据“标准形式”表格进行研究之后，又筛选出了需要进一步研究的那些公司时，再针对它们计算那些额外的平均数据。计算平均数所需的周期是否要包含7年或者是更长抑或更短的时间，在很大程度上取决于个人判断。理论上，它应该长到正好足够包括一个完整的波动循环，但又不至于长到包含进了许多完全过时的因素和结果的地步。举个例子来说，把1934—1939年这6年视为一个更加合适的长度，就比更长的1933—1939年更好。

与优先股相关的数据可以分成两类，分类依据是证券是作为固定价值投资还是作为投机（市场价格通常能够足够清晰地指明一项具体

的证券属于哪一类别。）标记有“I.P.”的项目将被用来研究投资型优先股，那些标记有“S.P.”的项目则被用来研究投机型优先股。当涉及次级收益债券时，最简单和最令人满意的做法就是：在所有方面把它当作优先股对待，然后对其真实名号做一脚注。这样，那些或有债券利息将因此被从净扣减额和固定费用中剔除。

在表格对比中，我们遵循前面提供的建议，通过资本化净扣减额和固定费用中的较大值来计算有效负债。在运用这个表格帮助筛选高级证券时，应该特别关注第22项和第23项（或者22 I.P.和23 I.P.），这些条目表示了利润高于所需利息（和优先股息）的平均边际。同时还应考虑第6、7和8项，它们表示了总资本中高级证券和次级权益的划分比例（在处理债券时，优先股是次级权益的一部分；在考虑投资优先股时，它必须被包含进有效负债中。）我们还应审视第10项和第19项，以检查公司是否存在不充分的维护或者在收益中包含进一些未实现的来自子公司的股息的行为，以求达到放大收益的目的。

通常，我们会用类似于分析普通股的方式分析投机性优先股，并且优先股价格越低，二者的分析方式也就越类似。然而，应当记住，从理性角度讲，一只优先股与具有相同表现的普通股相比，优先股总是有些欠缺吸引力。举个例子来说，一股6美元的优先股取得5美元收益，从本质上来说并不比一股取得5美元收益的普通股（具有相同的前期费用）更受欢迎，因为后者被赋予了获取现在和未来收益的全部权益，而优先股在索取未来收益上则受到了严格限制。

在对铁路公司的普通股进行比较时（和等价的优先股），出发点是取得的收益与市场价格之间的百分比。同时注意，还应在一定重要程度上考虑第10项和第19项。相对来说，第12项和第18项可以立即显示一个公司是投机的还是保守的资本结构。具有投机性资本结构的铁路公司，其净扣减额相对于总收入来说比例将会很大。并且，通常来说，普通股的市场价值相对于总收入来说则只占一个很小的比例。对

于具有保守的资本结构的铁路公司来说，与之相反的特点则是完全正确的。

对同行业投机或保守资本结构的公司比较的限制

当两家公司一家是投机性资本结构而另一家是保守资本结构时，分析师在推断两家公司普通股相对吸引力的结论时必须更加慎重。像这样两只股票，它们会对有利或不利的变化产生截然不同的反应，这导致如果环境发生变化，他们其中一个在目前条件下所拥有的优势也许很容易就不复存在了。

案例

表49-1的例子从两方面指出了，在对比具有保守资本结构公司的普通股与具有投机资本结构公司的普通股时可能出现的谬误。在1922年，联合太平洋铁路公司的归属于普通股股东的净利润与市场价格的比率比罗克岛公司的比率高出了将近4倍。建立在这些数据的基础上，可以得出联合太平洋铁路公司价格更加便宜的结论，但这将会是非常荒谬的。因为，相关资本结构是如此不同，直接导致这两家公司并不具有可比性。这一事实如图表所示，在随后的五年当中，伴随着商业整体温和复苏，罗克岛公司普通股的收益和市场价格增幅都超过了联合太平洋铁路公司。

表49-1　联合太平洋铁路公司和罗克岛公司普通股比较

项目	联合太平洋铁路公司	芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司
A. 总体复苏的效果：		
普通股均价，1922 年	140 美元	40 美元
每股收益，1922 年	12.76 美元	0.96 美元
收益市价比，1922 年	9.1%	2.4%
固定费用和优先股股息保障倍数，1922 年	2.39 倍	1.05 倍
总收益与普通股市值比率，1922 年	62%	419%
总收益增长率，1927 年之于 1922 年	5.7%	12.9%
普通股每股收益，1927 年	16.05 美元	12.08 美元
归属于普通股股东的净利润增长率，1927 年之于 1922 年	26%	1 158%
普通股均价，1927 年	179 美元	92 美元
普通股均价增长率，1927 年之于 1922 年	28%	130%
B. 总体衰退的效果		
均价基础上的收益率，1927 年	9.0%	13.1%
固定费用和优先股股息保障倍数，1927 年	2.64 倍	1.58 倍
总收益与普通股市值比率，1927 年	51%	204%
总收益减少，1933 年之于 1927 年	46%	54%
普通股每股收益，1933 年	7.88 美元	20.40 美元（亏损）
普通股每股收益减少，1933 年之于 1927 年	51%	269%
普通股均价，1933 年	97 美元	6 美元
均价减少，1933 年之于 1927 年	46%	93%

注：1933年6月，罗克岛公司委任破产受托人。

1927年的情况则大致相反。当时，罗克岛公司普通股的收益率高于联合太平洋铁路公司的普通股。但是，就此得出罗克岛公司的普通股从本质上看更便宜这一结论将会同样荒谬。后者的投机性资本结构使它非常容易受到不利发展的影响，因此他没能经受住1929年后的衰退。

其他实例

本书作者之一所做的几个关于这方面的比较，可以很好地阐述铁路股票（及债券）的实用比较分析方法。这些比较资料在几年前由一家公司出版，并被作为纽约证券交易所客户服务内容的一部分。这些可以在附录注释66中找到。可以看到，铁路公司的比较都是在大致相同的资本结构类别中进行的，但艾奇逊铁路公司和纽约中央铁路公司例外。这个例子对纽约中央铁路公司针对有利或不利变化都更为敏感这一点做出了特别的说明。

表格Ⅱ．公用事业公司比较

用于公用事业公司的比较表格，实际上与用于铁路公司的几乎相同。仅有的一些区别如下：固定费用（就像在第一行和其他地方提到的）应当包含子公司优先股股息。第二行应当被称为“长期债务和子公司优先股”，并且这些应当被从资产负债表中剔除。涉及净扣减额的第22项及22 I.P.并不需要。第10项变成“折旧与总收益的比率”。如有公司发布相关信息，则应当包含一项10M来表示“维护费与总收益的比率”。

关于铁路公司比较的经验也很好地适用于公用事业公司的比较。折旧率的差异与铁路公司的维修费比率的差异同样重要。当一个较大的差异出现时，不应理所当然地认为一项资产是过度保守或者是不够保守，但是确实应当形成一个有关这种影响的推测，而且应当尽可能彻底调查这个问题。在对利率发生一些有利或者不利的变化以及在对相应的相关前景进行研究前，并不能基于统计结果显示一只公用事业股票比另一只更具有吸引力进而做出行动。结合1933年的经验，市政和联邦竞争的危险性也应被给予重视。

表格Ⅲ．工业公司比较（针对同行业公司）

由于这个表格与前面的两个表格在很多地方存在差异，因此这里以完整的形式给出以下数据：

A．资本结构

1．债券面值

2．优先股市值（股数×市价）

3．普通股市值（股数×市价）

4．总资本

5．债券与总资本比率

6．优先股市值与总资本比率

7．普通股市值与总资本比率

B．损益账户（最近年份）

8．总销售额

9．折旧

10．息前利润

11．债券利息

12．应计优先股股息

13．归属于普通股股东的净利润

14．边际利润（第10项与第8项的比率）

15．总资本收益率（%）（第10项与第4项的比率）

C．计算

16．利息保障倍数

16．I.P.利息和优先股息保障倍数

17．普通股每股收益

18．普通股每股收益与市价比率（%）

17．S.P.优先股每股收益

18．S.P.优先股每股收益与市价比率（%）

19．总收入与普通股市值比率

19．S.P.总收入与优先股市值比率

D．7年均值

20．利息保障倍数

21．普通股每股收益

22．普通股每股收益与当前市价比（%）

（20 I.P.，21 S.P.和22 S.P.——如果需要的话，可针对优先股进行相同的计算。）

E．趋势数据

23．过去7年每年的普通股每股收益

（如果必要的话，调整发行在外股数。）

23．S.P.如果需要的话，可针对优先股计算上面相同的数据

F．股息

24．普通股股息率

25．普通股股息收益率

24．P.优先股股息率

25．P.优先股股息收益率

G．资产负债表

26．现金

27．应收账款（扣除减值准备）

28．存货（扣除减值准备）

29．总流动资产

30．总流动负债

30．N.应付票据（含“银行贷款”和“应付票据”）

31．净流动资产

32．流动资产与流动负债比率

33．存货与销售额比率

34．应收账款与销售额比率

35．资本总额的有形资产净值

36．普通股每股现金资产（减全部前期债务）

37．普通股每股净流动资产（减全部前期债务）

38．每股有形资产净值（减全部前期债务）

（36 S.P.，37 S.P.，38 S.P.——如果需要的话，可针对优先股计算相同数据。）

H．补充数据（如可获取时）

1．实物产出：

产量；单位收入；单位成本；单位利润；单位总资本；单位普通股价值。

2．杂项：

例如：运营店面数；店面销售额；店面利润；矿储备；以当时（或平均）开采速率计算的矿井寿命。

工业公司的比较

对如何使用这个推荐表格进行一些评述或许是有益的。净收益数据必须根据任何已知的扭曲和忽略进行修正，包括针对未分配收益和子公司损失的调整。如果它看起来具有误导性且不能进行充分的修正，那么就不能把它用作比较的基础。（从不可靠的数据中得出的结论本身也一定是不可靠的。）不要试图对折旧数字进行准确的比较，它们只有在揭露折旧率有显著差异时才有用。计算债券利息保障倍数则受到第17章所述条件的约束，应考虑公司或许具有重要的、可以等价于利息支出的租赁。

虽然普通股每股收益与市场价格比率（第18项）在所有的比较中是一个主要数据，但是对于第15项我们也应当给予同样的重视，它代表了基于总资本的收益率。这些数据，连同第7项和第19项（普通股加总市场价值与销售额和总资本的比率），将会指出保守或者投机资本结构在所比较公司中所扮演的角色。（资本结构的理论在第40章中讨论过了。）

实际操作中，除非总资本的收益率（第15项）比较高，否则完全依赖于普通股每股收益与市场价格的比率（第18项）高于行业平均值这一事实也不安全。此外，如果公司盈利较少，但每美元普通股的销售收入却很高（第19项），则在总体业务提升的情形下，它也许具有更好的投机价值。

除非与资产负债表相关的计算，能指示财务上的明确缺陷或是流动资产价值相对于市场价格存在大幅高估，否则这种计算不具有首要的意义。对当期经营业绩、7年平均数以及趋势的重要性进行区分则完

全依靠分析师主观判断来决定。显然，如果那些运算都能够相互印证的话，分析师将会对他得到的任何结论都更加具有信心。

标准表格的运用举例

一个使用标准表格去得出相对价值结论的例子应当是很有趣的。1938年7月，对主要钢铁制造商普通股的一项调查显示，大陆钢铁公司具有超越平均水平的表现，而格拉尼特城钢铁公司则表现出了相对较弱的盈利能力。在某种程度上，这两家企业在钢铁行业中都经营同样的业务；它们在规模上非常相似，普通股的价格也完全相同。在表49-2中，我们提供了这两家企业的比较数据，并省略了标准表格中的一些对这个分析来说并不重要的条目。

表49-2　大陆钢铁公司和格拉尼特城钢铁公司比较

（除每股的数据之外，其他单位为千美元）

项目	大陆钢铁公司		格拉尼特城钢铁公司	
1938 年 7 月的普通股市价	17		17	
1. 债券面值	1 202		1 618	
2. 优先股市价	2 450			
3. 普通股市价	3 410		6 494	
4. 资本总额	7 062		8 112	
5. 普通股与资本总额比率	48.3%		80.0%	
	5 年平均值截至 1938 年 6 月 30 日	截至 1938 年 6 月 30 日	五年平均值截至 1938 年 6 月 30 日	截至 1938 年 6 月 30 日
8. 销售额	15 049	13 989	8 715	8 554
9. 折旧	500	445	390	459
10. 可支付债券利息的净额	704	559	336	287（亏损）
11. 债券利息	81	67	（估计值）18	（估计值）54
12. 优先股股息	179	171		
13. 普通股余额	444	321	318	341（亏损）
14. 销售利润率	4.7%	4.0%	3.9%	（亏损）
15. 总资本收益率 %	10.0	7.9%	4.1%	（亏损）
16. 利息保障倍数	8.7 倍	8.3 倍	18.7 倍	（亏损）
17. 每股收益	2.29	1.60	1.20	0.89（亏损）
18. 每股收益与市价比率 %	13.5	9.4	7.1	（亏损）
19. 销售额与普通股市值比率	441.5%	409.8%	134.3%	131.8%
趋势数据：				
23. 年度每股收益				

续表 49-2

项目	大陆钢铁公司		格拉尼特城钢铁公司	
	5 年平均值截至 1938 年 6 月 30 日	截至 1938 年 6 月 30 日	5 年平均值截至 1938 年 6 月 30 日	截至 1938 年 6 月 30 日
截至 1938 年 6 月 30 日	1.60		0.89（亏损）	
截至 1937 年 6 月 30 日	3.83	1.31		
截至 1936 年 6 月 30 日	2.67		1.49	
截至 1935 年 6 月 30 日	1.69		1.45	
截至 1934 年 6 月 30 日	1.66		2.65	
股息：				
24. 普通股股息率		1.00		无
25. 普通股股息收益率		5.9%		
财务状况（日期）：		1938 年 6 月 30 日		1937 年 12 月 31 日
29. 流动资产总额		6 467		4 179
30. 流动负债总额		1 198		1 164
31. 净流动资产		5 269		3 015
35. 资本总额的有形资产净值		13 498		13 556

对比较的评述。在这里推荐使用每个项目的5年平均数，分析时结合最近12个月的数据，因为截至1938年6月30日的年度商业环境异常，所以我们并不建议太过于强调这个时期的业绩。格拉尼特城钢铁公司在日历年的基础上进行报告，而大陆钢铁公司则在1934—1938年间同时使用6月30日和12月31日作为财政年度。但是，季度与半年度数据的可获得性，使分析师构建其均值和截至年中的12个月数据变成了一件非常简单的事情。

对数据的分析只揭示了格拉尼特城钢铁公司的一个优越之处——数量较少的高级证券。但是，即使这样，它也未必就是一项优势，因为大陆钢铁公司的少量普通股对于有利和不利的发展变化都更为敏

感。1938年6月的表现以及5年平均数显示出了大陆钢铁公司在以下重要项目上的统计优势：

- 普通股每股收益
- 总资本收益率
- 总销售额与普通股市值的比率
- 销售利润率
- 折旧额相对固定资产价值的比例
- 营运资本状况
- 有形资产价值
- 股息回报
- 收益趋势

如果是在1934年之前进行比较，人们会发现格拉尼特城钢铁公司在1930—1933年年中的萧条时期具有明显的优势。在这段时期中，它取得了利润并分配股息，与此对应的是，大陆钢铁公司则发生了轻微亏损。然而，接下来的结果却完全相反，这不禁令人感到十分困惑——大陆钢铁公司经营良好，而格拉尼特城钢铁公司则表现得很差劲。显然，与更早的结果相比，人们会更加关注1937—1938年的结果。但是，严谨的分析师会尽最大努力去弄明白这两家公司相对表现发生变化背后的根本原因。

定性因素的研究也是必要的

根据我们之前的观察，我们得出一个一般化的建议，即只有仔细思考定性因素之后，才能接受借助这类表格比较得出的结论。在同行

业中，当某一家公司与其他公司相比显得股价过低时，而且这种反差并没有被统计结果所揭示，这种现象也许是有合理原因的，比如，公司前景黯淡或者是管理上漏洞百出。但是，普通股股息回报较低一般不能被看作一个抵消性因素，因为股息通常可以在合理的时间内根据盈利能力进行调整。

尽管有时过分保守的股息政策会持续较长的一段时间（见第29章），但是显然，市场价格迟早会反映公司的盈利能力。

股票受欢迎的相对程度以及市场的相对活跃度，是与内在价值无关的两个因素，但它们对市场价格有着强大并且通常是持续的影响力。分析师必须谨慎考虑这些因素，但是如果分析师只推崇那些更加活跃、更受欢迎的股票，他必然将一无所获。

从分析师的角度看，与选择购买一只新发行的证券相比，给出把一只证券替换成另一只证券的建议似乎要承担更大的责任。投资性证券持有人都不愿意做出改变，因此，如果随后的市场活动证明这一替换是不明智的，他们将会特别恼怒。投机性证券持有人会自然而然地以市场结果来衡量判断一切建议，并且通常是立竿见影。鉴于这些人性方面的因素，分析师应避免向投机者提出替换普通股的建议（除非同时声明对随后的市场行为不负任何责任），并且在建议投资性投资者进行这种替换时也必须要三思后行，除非所推荐的证券具有十分诱人的统计优势。我们认为，这种替换至少要使投资者的货币增值50%才值得推荐。

同质化程度的高低影响比较分析的价值——行业比较的可靠性随着行业的性质而变化。当然，最基本的问题是，未来的发展是否会对这个行业里的公司产生类似的影响。如果是类似的，那么它们的业绩也许符合统计结果所揭示的历史相对业绩。这种类型行业公司所组成的群体被称为是“同质的”。但是，如果这个领域中的各个公司对

新的环境会产生大不相同的反应，那么相对业绩就不再是一个可靠的参考。这类公司组成的群体可以被称作是“异质的”。

尽管存在交通地域差异，比如波卡洪塔斯烟煤运输公司，铁路行业仍然是高度同质的公司群体。规模较大的电力、供暖以及能源等公用事业公司也是一样。同质群体的最典型例子是原材料的生产者，以及那些无所谓品牌的标准化产品的生产者，包括糖、煤、金属、钢制品、水泥、印花棉布等产品的生产者。规模较大的石油公司可以被看作“相当同质”的；规模较小的公司则不太适合进行比较，因为它们会受到产量，存货以及相对价格的重大突变的影响。规模较大的烘焙，乳制品和包装企业也属于同质群体。对于大规模连锁商店企业，当与同一子群体中的杂货店，餐厅（食品店、廉价商店、旅馆）等相比较时，也属于“相当同质”的群体。百货公司同质性稍弱，但这一领域的比较也绝不牵强。

依赖广告商标来销售制成品的制造商应被视作异质群体。在这些领域中，一家公司的繁荣通常以竞争对手的损失为代价，因此这些领域中的公司不可能同荣辱共沉浮。例如，在汽车制造商中，他们的相对地位总是会不断发生显著变化。各类机械设备的生产商也属类似情况。专利药品生产商也是如此。从这个观点看，轮胎、烟草制品、鞋等产品的制造商属于既非同质也非异质的中间群体，他们之间相对地位的变化并没有那么频繁。[(461)]

在从统计数据中获取比较结论时，分析师应当最为慎重地对待非同质群体中的公司。毫无疑问，人们会偏爱在所属领域中具有最佳统计表现的公司（假如偏爱没有被已知的定性因素所抵消掉），因为这一选择的基础似乎比其他的更为可靠。但分析师和投资者应当充分认识到这种优势也许只是短暂的。**普遍原则是，一个群体越缺乏同质性，在比较时就越应重视定性因素。**

对比较分析价值的更加一般的限制——我们想再次告诫读者，通过精密的数学比较表格得出的结论并不一定是同样精密的。在之前提到缺乏同质性时，我们对定性因素进行考虑的必要性。但除此之外，我们在第1章中较详细地介绍过的那位分析师在成功之前还面临其他各种障碍。比较分析技术或许可以降低他的工作的危险性，但并不意味着他不再需要从股市的未来、股市自身的承受度，或者是自己失败的后果当中（通常是令人不快的）学习所有的重要因素。他必须预料到，自己很多时候看起来是错的，并且有时候是真的错了。但是，凭借他的智慧和谨慎的工作，总体上结果应该会比典型的股票买家用猜测或肤浅的判断得到的结果更好。

50

价格与价值的背离

在阐述分析证券的技术时，我们提到过许多价值被高估或者低估的证券。显然，证券市场的估值过程经常是不合逻辑的，甚至是错误的。正如我们在第1章中指出的，这些估值过程不是自动的或者是机械的，而是一种心理上的，因为它们在买卖双方的头脑中进行。因此，市场的错误也就是某一群体或者说大量个体的错误。我们往往可以用一个或者更多的原因来概括这些错误，比如以下这三个：夸大，过度简化以及忽视。

在本章和下一章中，我们会尝试对证券市场中的各种偏差做一简明评论。我们会从分析师实际操作的角度入手阐述这个问题，探讨在每一个实例中这些偏差能在多大程度上带来盈利。这一讨论将进一步阐明我们在前面章节中提到的证券分析的范围和局限，并且我们将会利用到后续讨论中的相关资料。

分析师的一般程序

我们之前强调过，只有在少数案例中，分析能得到正面结论，因此分析师必须考查很多证券后才能发现其中真正有投资价值的。分析师是靠什么方法来发现这些有潜在价值的证券呢？主要就是靠勤奋和系统性的工作。他们遵从的方法有两个。第一个方法是，由对行业的一系列比较分析构成，遵循前一章所述的框架。这种分析可以让分析师对每个行业的标准或者是一般特征有所了解，同时可以发现那些与以往业绩有很大差异的公司。如果他发现某只钢铁公司普通股盈利与

市场价格之比是行业的两倍，他就得到需要进一步分析的线索——或者说这暗示去继续调查有关企业的定性因素和定量因素。

这种有条不紊的调查方法也可以应用于债券和优先股领域。与几个处于相同等级的主要运营商发行的债券的表现进行比较分析，可以很好地研究大量被托管的铁路公司的债券。或者，大量的公共事业优先股可以依据以下三点来列示：（1）它们的综合股息和利息保障水平；（2）股票与价值比率；（3）价格和收益率。这种简单的分组可以反映出一些问题，比如，要么这些股票有充分的保障、回报高于平均值，要么反过来，就不充分的保护程度而言，它们的售价明显过高。

第二个常用的方法是仔细检查公司报表，并把它们和债券或股票的市场价格联系起来。这些报告的摘要可以在各种日报中找到；更加全面的报告可以在金融服务机构的每日财政报告或者每周《商业和金融纪事报》（*Commercial and Financial Chronicle*）中找到。快速浏览100篇左右这样的报告，可以发现第5~10篇在收益和流动资产方面看起来有趣、值得进一步仔细研究的报告。

可以利用股票价格的周期性波动吗

对于伴随市场总体高涨和低落的周期性大幅波动而发生的价格与价值之间的背离，人们理解得最为透彻。股票在牛市售价过高，在熊市售价过低已是老生常谈。实际上，这也就是说任何价格的上涨或下跌都会达到一个极值，由于价格不会永远维持在这些极值（或任何其他价格水平）上，因此回过头看，一定会发现在那时价格上涨或下跌的过头了。

分析师能成功地利用市场的反复扩张吗？经验表明，利用类似以下步骤可以得到相当令人满意的结果：

1．筛选出一个普通股清单，它的成分股应当是多样化且都具有领先地位的，例如“道琼斯工业平均指数”中的那些。

2．用一个适当的乘数与平均收益相乘，确定这组股票的“正常值”。这个乘数相当于将收益按一定的利率进行资本化，比如说按当前最高等级产业债券利率的两倍进行资本化。一般来说，计算平均收益通常采用7~10年内的数据，但也有例外，像1931—1933年这样的情况应该采用另一种方法。比如如果要在1939年或以后计算平均值时，则应当采用1934年以后的数据。

3．在实际值远低于上述正常值时，就按清单进行一揽子购买，例如实际值是正常值的2/3时；或者也可以按比例来看，比如在正常值的80%时处开始购买。

4．在股价远高于正常值时卖出购入的股份，例如实际值高于正常值1/3，或从比例来看，达到20%~50%。

这是罗杰·巴伯森许多年前提出的操作方案。1925年以前，这个方案得出的结果令人相当满意。但是，正如我们在第37章指出的，在1921—1933年的这个周期内（从一个最低点到了下一个最低点），运用这个方案意味着在1921年买进，然后在1926年前后卖出，从而在1927—1929年这段经济快速增长的繁荣时期完全与市场隔绝，随后又在1931年重新买进，紧接着市场价值严重的缩水。这样的方案对人类意志力的要求未免也太高了。

1933年以来的市场表现给这些机械公式的应用出了另一套难题，特别是在判定用来计算正常值的正常收益时。我们几乎不能期待利用如此基础而简单的方法来准确预测市场的大幅涨落。但对于那些意识到它本身局限性的人来说，它却可以发挥相当大的功用，因为平均来

说它至少可使买进的价格水平具有内在的吸引力，这在普通股投资中非常重要。

利用保证金交易“抓住市场反转的机会”并不可行

从一般投机者的立场出发，不管是借助保证金还是卖空，这种操作方法一定都是行不通的。一个利用自有资金进行交易的人，能够经受得住过早买入和过早卖出所带来的损失。事实上，他必须做好同时犯这两种错误的准备，在买入后看到市场继续下跌，在卖出后看到市场继续上涨。而使用保证金交易的人一定会关心即时结果，他顺势而为，希望能够判断出市场反转的准确时机，并在反转之前采取行动。然而，他很少能成功抓住时机，因此结局常常是短暂的成功后，以彻底的惨败结束。投机者的基本特点就是：他买进股票不是因为它的价格便宜，而是因为他认为股价在上涨；卖出股票的时候也是类似的逻辑。因此，投机者和证券分析师的观点有本质的区别，这极大阻碍了他们之间建立任何长久和谐的往来关系。

毫无疑问，债券价格也具有周期性的波动，在某种程度上和股票相似。时常有人建议，证券投资者要遵循在波动周期的顶峰售出、谷底买入的策略。但在典型情形下，我们对这样做是否能够得到令人满意的结果持怀疑态度。判断高级债券的价格高低没有明确的标准，不像普通股的检测指标收益率那样，市场操作主要靠与“投资”几乎毫不相关的、预测市场动向的技术来指导。在卖出和再次买进股票之间，资金遭受的利息损失是一个很大的不利因素。在我们看来，即使获得收益也不足以弥补投资者因把赌注压在市场波动上而承担的心理负担。

“次级”或无人问津的非主流证券中蕴藏的机会

回到普通股上，虽然主要证券的过高或过低估价只发生在股票市场周期中的某些时间点，大量的“无人问津”或“次级”证券却可能存在持续估价过低的情况。当市场的主导证券价格低廉时，一些稍逊一筹的普通股很可能便宜得更多。例如，在1932—1933年期间，普利茅斯绳索公司、佩珀勒尔制造、美国洗衣设备公司等其他许多股票的售价相对于过去的记录和当前的财务表现来说低得令人难以置信。至于投资者是应当以保守估价的50%购买通用汽车这样优秀的证券，还是以保守估价的25%购买不太有名气的佩珀勒尔制造证券，大概就取决于个人的喜好了。

领导地位的变幻无常

市场中领先证券的组成每年都发生很大的变化，特别是最近人们的注意力从证券过去表现转移到了假定的前景之上。如果我们回去考查1937—1938年这段衰退期的证券，就会发现许多曾经表现优秀的证券，其出售价格相对于它们的统计表现而言显得极低。

案例

大西洋和太平洋茶叶公司的普通股提供了这类情形的一个令人吃惊的例子，这只普通股在1929年售价高达494美元，到了1938年竟然跌到了36美元。这只证券的主要数据如表50-1。

表50-1　大西洋和太平洋茶叶公司的普通股主要数据

年份	销售额（千美元）	净销售额（千美元）	普通股每股收益（美元）	支付的普通股股息（美元）	普通股价格范围
1938	878 972	15 834	6.71	4.00	72--36
1937	881 703	9 119	3.50	6.25	117.25~-45.25
1936	907 371	17 085	7.31	7.00	130.5--110.5
1935	872 244	16 593	7.08	7.00	140~-121
1934	842 016	16 709	7.13	7.00	150~-122
1933	819 617	20 478	8.94	7.00	181.5~-115
1932	863 048	22 733	10.02	7.00	168--103.5
1931	1 008 325	29 793	13.40	6.50	260~-130
1930	1 065 807	30 743	13.86	5.25	260~-155
1929	1 053 693	26 220	11.77	4.50	494~-162

注：除标示价格范围的外，以1月31日作为年度截止。

1938年1月31日的资产负债表显示其拥有现金资产8 500万，净流动资产1.34亿美元。按1938年的价格低点计算，优先股和普通股的总价值为1.26亿美元。这家公司的惊人增长曾经是美国商业界的传奇，它是美国甚至世界公认的最大零售企业，该公司拥有连续多年的盈利和股息记录，但是最终它的股票售价却比其净流动资产还要低。因此，这个国家的杰出企业之一，在1938年被华尔街看作继续营业还不如停业清算、变卖资产更有价值的企业。这是为什么？首先是因为连锁店的税收威胁；其次是因为近期盈利的减少；最后是因为整个市场的萧条。

我们猜想，是否对市场的真实本质可以找到一个更好的解释，那就是它的目标并不是准确严谨地评价企业，而是以每天变化市场报价的形式来传达它的喜好和厌恶，希望和恐惧。的确，市场活动中还是存在足够的理智和判断力，并且在多数情形下也能使市场价格与内在价值在一定程度上达成一致。特别是像在第4章指出的，当我们在处理像分析未来前景这样难以捉摸、非数学的问题时，我们通常都会接受

市场的结论，认为任何分析师都无法得出更好的结论。但是，大多时候，股票市场的情绪波动常常会超越合理判断的极限，这足以使得分析师始终处于忙碌的状态。

正常市场中的机遇

在正常时期，当没有确切的信号表明平均价格过高或过低时，从统计数据上来说普通股通常可能是被低估的。这些普通股可以被分为两类：（1）相对市场价格显示出较高的当前及平均收益；（2）收益相当令人满意且相对于净流动资产而言，售价较低。显然，这些公司不是大公司或有名的公司，或者收益的趋势不那么令人鼓舞。在表50-2和表50-3中给出了许多可归为以上两类的公司在1938年年末或1939年的表现，在那时，行业股票的市场价格水平既不是特别高也不是特别低。

A组，截至1938年或1939年年底，普通股的卖出价少于其上一年度收益的7倍，同时少于每股净流动资产（见表50-2）。

表50-2　A组公司情况　　（单位：美元）

公司	年份	12月31日的价格	当年每股收益	平均每股收益（1934—1938年或1934—1939年）	每股净流动资产	每股有形资产净值
J. D. 亚当斯制造	1938	8	1.15	1.20	12.07	14.38
美国座椅公司	1939	10.25	1.82	1.75	11.42	23.95
邦特兄弟	1938	10	2.10	2.14	12.84	27.83
大联盟公司	1939	10	1.80	1.25	13.60[b]	20.00[b]
国际银公司	1939	26.75	4.98	0.10（亏损）	39.67	97.50
I. B. 克莱纳特	1938	8.5	1.27	0.80	11.04	16.90
新理念公司	1939	12.125	2.18	1.78	13.44	16.02
纽约货物公司[a]	1939	7.75	1.44	1.44	11.66	14.05
太平洋商业公司[a]	1938	11.5	2.31	2.77	24.18	27.74
塞顿皮革公司	1938	6.25	1.38	0.94	8.38	11.27

注：a．这些股票也属于B组。

b．含估计成分。

B组截至1938年或1939年年底，普通股的卖出价是其净流动资产的三分之二或更少，同时低于上一年度的盈利或平均盈利的12倍（见表50-3）。

表50-3　B组公司情况　　（单位：美元）

公司	年份	12月31日的价格	当年每股收益	平均每股收益（1934—1938年或1934—1939年）	每股净流动资产	每股有形资产净值
邦特兄弟	1939	7	0.83	0.27	12.75	19.59
伊利和行者公司	1939	18	2.30	1.83	41.60	48.51
吉尔克里斯特公司	1939	4.75	0.70[a]	0.85[a]	13.85	17.39
黑尔兄弟商店	1939	14	1.81	2.00	22.13	28.14
国际牌打式排字机公司	1939	8.75	0.55	0.82	19.77	22.35
李和卡迪公司	1939	6	0.77	0.73	11.35	12.61
H. D. 李商品公司	1938	14	0.87	1.35	25.00	31.56
曼哈顿T恤衫公司	1938	11.5	0.73	1.06	19.36	23.62
伊莱制造公司	1939	12	1.69	0.94	18.97	22.21
S. 分析公司	1939	9.25	1.21	1.39	14.90	26.61

注：a．年度截至1月31日。

对于勤奋的分析师来说，要找到像表中列出的那些具有有趣统计数据的股票并不困难。真正的困难在于判断这些定性因素是否能有效地印证定量数据；换言之，就是投资者是否对这家公司的未来有足够的信心，并认为在明显低于正常价格的情况下购入它的股份是很合算的交易。

在这个问题上，从财务方面来考虑，可能会倾向得出悲观的结论。投资信托机构用尽了它们所有的工具试图发现这样的机遇，却仍然很少注意到它们的存在。在一定程度上，事实之所以如此，是因为这些股票很难如信托机构偏好的那样被大量买进和卖出，另外也是因

为信托机构坚信，**不论一家二等公司的统计表现有多么优秀，都不足以证明这是一笔有利可图的交易，除非有明确坚实的根据证明其前景是乐观的。**

典型小型公司的主要缺陷是，容易突然或者也可能是永久的失去盈利的能力。毫无疑问，小型公司组中发生这种不利情况的比例高于大型公司组。不过它也自有其优势所在，一家成功的小型公司其价值成倍增加的能力远远高于那些规模已经相当庞大的公司。例如，菲利普莫里斯公司的市场价值从1934年的500万增长到1939年的9 000万，伴随着1 200%的净收益增长。若换作美国烟草公司，这简直是令人难以置信的增长。类似的，百事可乐的增长率远远超过可口可乐；通用鞋业和国际鞋业也是如此。

但是大多数读者或多或少都会试图通过预测它未来前景的可能性来确定菲利普莫里斯公司存在的潜在机遇，然后，甚至在相当高的价位上也会购买它的股份，而不是针对多样化的，前景一般的“便宜证券”组合进行投资。根据我们的经验，我们更倾向于后一种策略，虽然在当今情况下我们并不能保证这会得到非常好的结果。不过从多年的观察进行判断，假如在处理未来前景的问题上具有一般的警觉性和良好的判断能力，并且在市场统计数据过高时避免投资的话，对明显过低估价的普通股进行投资总体上来说成功的概率相当大。为了让读者对历史上的股票市场有所了解，针对这种类型的机遇，表50-4给出了两个比较旧的例子。

表50-4　两个公司比较

佛罗伦萨烤炉公司普通股		凡世通轮胎和橡胶公司普通股	
价格（1935年1月）	35	价格（1925年11月）	120
股息	2美元	股息	6美元
每股收益：		截至10月份每股收益：	
1934年	7.93美元	1925年	32.57美元[a]
1933年	7.98	1924年	16.92
1932年	3.33	1923年	14.06
1931年	2.27	1922年	17.08

注：a．在扣除意外准备之前每股收益是40.95美元。

在这些例子中，市场价格并没有充分的反映上述数据所指示的盈利能力。

标准以及非标准证券的市场行为

一份对普通股市场行为的深入研究给出以下结论。

1．标准或者是领先证券通常对他们的报告收益变动极为迅速，因此其市场行为也就倾向于夸大年度收益波动的重要性。

2．较为缺乏知名度的证券，它们的市场行为很大程度上依赖于市场专业人士对他们所持有的态度。如果他们对它缺乏兴趣，那么价格通常远远地滞后于统计表现。如果这只证券非常有人气，不管是人为操纵还是自然发生的，结果可能南辕北辙。公司业绩若有变动，价格便会反应激烈。

非标准证券的案例

表50-5和表50-6的两个例子将会解释非标准证券在市场行为上的不同。

表50-5　巴特和苏皮瑞尔矿业（实际上是锌）公司普通股　　（单位：美元）

期间	每股收益	每股股息	价格范围
1914年	5.21	2.25	44--24
1915年第一季度	4.27	0.75	50--36
1915年第二季度	7.73	3.25	80--45
1915年第三季度	10.13	5.75	73--57
1915年第四季度	11.34	8.25	75--59
1915年	33.47	18.00	80--36
1916年	30.58	34.00	105--42

表50-6　马林斯制造公司的普通股　　（单位：美元）

年份	每股收益	股息	价格范围
1924	1.91	无	18-9
1925	2.47	无	22-13
1926	1.97	无	20-8
1927	5.13	无	79-10
1928	6.53	无	95-69
1929	2.67	无	82-10

这里的收益和股息是相当之高的。这可能是由于战争时期锌的价格所致，即使这样该公司还是被市场忽视，股价并不突出。原因就是公众或者是有影响力的市场投资者对它缺乏兴趣。

将上面提到普通股与下面提供的马斯林车身公司（后更名为马林斯制造公司）普通股的表现进行对比。

1924—1926年，我们可以发现一只低价的“次级”普通股的典型市场波动行为。在1927年年初，从投机角度来看，它10美元的价格无疑是具有吸引力的，因为这个价格相对于前三年的收益来说是低估的。1927—1928年利润的大幅但也并不算惊人的增长导致了一波典型的股票市场行情。股价由1927年的10美元上涨到1928年的95美元，进而又在1929年跌回了10美元。

另一类的对比是把1938—1939年的飞机制造业股票的市场行为与1915—1918年受到战争有益影响的股票相比较。表50-7的两个例子将解释在1938年和1939年，市场价格与当时的实际业绩表现之间的关系。

表50-7　波音公司与格伦·马丁公司普通股的比较　　（单位：美元）

	波音公司	格伦·马丁公司
日期	1938年12月	1939年11月
公司市值	25 270 000美元 (722 000股，每股35美元)	49 413 000美元 (1 092 000股，每股45.25美元)
销售额（1938年）	2 006 000	12 417 000
销售净额（1938年）	555 000（亏损）	2 349 000
销售额（1939年前9个月）	6 566 000	8 506 000
销售净额（1939年前9个月）	2 606 000（亏损）	1 514 000
有形资产（1930年9月30日）	4 527 000	15 200 000

在这些案例中，市场显然把来自战争订单的未实现利润也进行了资本化，仿佛它们是长期的未来收益。1915—1916年，巴特和苏皮瑞尔矿业公司的市价收益比率和1938—1939年间这些飞机制造企业的市价收益比率之间的对比令人颇感震惊。

分析师和这些情形的关系

分析师能够明智地、相当成功地分析上面提到的莱特航空公司、班戈和阿鲁斯托克、凡世通轮胎和巴特和苏皮瑞尔矿业公司在上述时期的情况。分析师甚至能在1927年年初就对马斯林车身公司形成有见地的判定。但是一旦这些证券落入精明的市场操纵者手中，也就超出分析师所能够分析判断的范围了。对于华尔街来说，马斯林车身公司已经不是实实在在的公司，而仅仅是股票行情自动显示器上的一个标志。买入和卖出该证券都面临危险，分析师能对这种危险给出警告，却对它上涨或下跌的极限一无所知。不过碰巧的是，这家公司在1928

年发行了一只可转换优先股，使得购买优先股，并卖出普通股的套利交易变得有利可图。1939年的飞机证券也是类似的，分析师最多只能指出这其中显而易见的风险，即把全世界都希望只是暂时性的（战时）交易，当作了永久性的收入来源。

当分析师认为大盘已经上涨到危险的时候，他在推荐不是很出名的普通股时，一定会变得犹豫而谨慎，即使这笔交易看似是很合算的。这是因为大盘的深幅下挫对所有股票价格都会产生负面影响，而这类交易不活跃的证券尤其容易受到降价抛售的影响。

盈利变化因素之外引起的市场夸大：股息的变化

股票市场总是过度反应，这不仅限于收益的变化，还包括许多其他因素。股息的变化、股票分割、公司合并和股权剥离等事件都会受到高度的关注。现金股息的增长是件好事，但是仅仅因为股息率从每年的5美元增长到6美元就将股价提高20美元是很荒唐的。这意味着以这个较高价格购买股票的人提前支付了未来20年中他从新股息率中获得的所有额外股息。市场对股票股息的热衷就更加不合逻辑了，因为它们本质上不过是白纸一张。股票分割也是一样，虽然它创造出更多的股份，但并未给股东带来新的好处，除了更低的价格水平可能使它更有市场这一微弱的优势。(462)

合并和分割

华尔街非常热衷于合并，而对完全相反的分割同样也是热情洋溢。在股票市场中，2加2常常得到5，而5接下来可以被分割为3加3。对合并后的结果进行归纳研究后，我们对利用合并增强盈利能力(463)的有效性提出了质疑。我们也有理由相信，公司管理层的个人因素常

常会阻碍有利的合并，而那些顺利完成的合并有时又要归功于那些掌权者对不利条件的预知。

用投机者的心理学来解释股票市场对那些本身并不重要的变化做出的夸张反应会非常容易。首先，他想要“行动”；其次，如果有令他感到兴奋的假象表明市场将会上涨，他便愿意为这个“行动”贡献力量。（不论是出于虚伪还是自欺，证券经纪公司的顾客通常都拒绝承认他们只是在与股市行情进行赌博，并且声称他们的购买是具有“理由”的。股息和其他类似的“利好消息”提供了他们所渴望的假象，并被职业市场操纵者所利用，有时甚至还得到了公司高级职员的默许。整件事情若不是如此幼稚，那必是十分恶毒的。证券分析师应了解华尔街为什么会有如此荒谬的行为，而他自己应当努力避免重蹈其覆辙。

诉讼

华尔街喜欢走极端的另一方面表现在对诉讼的极端厌恶上。任何官司不论影响大小，都会给当事公司的证券带来不利影响，股价下降的程度可能与官司本身的大小完全不成比例。虽然它们本质上都具有专业性，但这种情形对分析师而言可能是一个真正的机会。其中最重要的方面是接管。由此产生的过低估价问题几乎只发生在债券上，因此我们将在之后与高级证券有关的章节中再讨论这个问题。

案例

诉讼影响普通股价值的一个很有趣的案例来自瑞丁铁路公司。1913年，美国政府为迫使这家公司分离铁路和煤矿资产而对它提起诉讼。股票市场像往常一样，认为这一举动是对瑞丁铁路公司的致

命打击，尽管分离本身通常被认为是一个“利好”。后来在1921年，该公司出台了一项计划，将煤矿子公司的股票按比例分配给瑞丁铁路公司普通股和优先股的股东。这个结果又被称赞为利好，尽管实际上这意味着政府对公司取得了胜利。

但是，一些普通股股东反对优先股参与煤矿公司权益的分配，并提起诉讼要求权益的分配只限于普通股。有趣却又并不令人吃惊的是，这一举动的结果是瑞丁铁路公司普通股的股价反倒下跌了。按照逻辑，普通股的股价应该上涨，因为一旦诉讼成功，低级股票的价值必然增加，而如果诉讼失败（实际上就是失败的），普通股价值也不会比从前更少。但是，股票市场的推理只是既然又有了新的诉讼，最好对瑞丁铁路公司的普通股敬而远之。

对于涉及诉讼的情况，与普通证券持有者从质的角度分析相比，分析师从数量的角度分析通常更有优势。假设一家破产公司的资产被转换成现金，可以偿还债券持有者一定比例的债务（例如50%），但是这时其他人提出诉讼想要得到一大部分钱。也许这种举动太过牵强以至于显得荒唐；也许这一诉求在低等法院或者向上级法院上诉时就已败诉，并且上诉到美国高等法院的机会也十分渺茫。尽管如此，只要这个诉讼尚未得到解决，就会使债券的市场价值严重下降。在上面这种情况下，这些债券的售价可能只有每美元面值35美分，而不是50美分。这件事之所以会这样，是因为对于原告来说胜诉机会渺茫、几乎没有任何实际价值的诉讼，在市场看来则是被告方的沉重负担。这样，我们就有了可以从数字上进行验证的价值低估案例，这类案例给证券分析师提供了很好的研究素材。

案例

岛屿石油和运输公司的票据（利率8%）。在1933年6月，这些票据的售价为18美元。接管人得到的现金相当于该票据面值的45%，扣除某些费用和准备后，可供这些票据分配的净资产余额为票据面值的30%。资产的分配因为一起索赔诉讼而耽搁，这起诉讼已在各个法律程序阶段遭遇了数次败诉，终于临近终审判决。这起诉讼对这些票据的市场价值产生的负面影响，与诉讼本身完全不相称，以下事实可以证实这一点：这起诉讼本来可以通过支付一笔相对较小的金额得到解决。在高等法院最终维持了早期的判决之后，票据持有者在1934年4月得到了清偿（每1 000美元面额分配到了290美元）。(464)

1938年，在联合船坞公司将资产出售给伯利恒钢铁公司的计划获得批准之后，也出现了类似的情况。持异议的股票持有者因认为价格严重不足而提起诉讼，要求取消出售。这起诉讼的影响是使B类普通股的价格在1939年1月降至1.25美元，相比之下，如果成功出售的话，可以实现的价值在2.5美元到3美元之间。很明显，如果这起诉讼有任何价值的话，股票的价格应高于而不是低于2.5美元；反过来，如果它没有任何价值，股票价格显然应当是实际售价的两倍。（A类股票的价格也存在类似的差异。）

价值低估的投资证券

对于投资级证券，通过勤奋的挖掘，投资者在任何时期都能找到值得投资的低估债券和优先股。很多时候，债券或优先股的价格低估，是由于市况糟糕造成的，而市况糟糕则是源于证券发行的规模太小。但正因为规模小，它们具有更高的内在安全性。在第26章中，1936年到期的电气制冷建筑公司（利率6%）的证券就是这种矛盾状况的绝佳例子。

有时一些特定的情形会极大地加强高级证券的地位，但价格对这种改善的反映则较慢，因此就为进行一笔合算的交易提供了机会。这种情形通常与资本结构或公司的对外关系有关。我们会用几个例子来说明这个观点。

案例

1923年，扬斯敦钢板和钢管公司收购了美国钢铁和钢管公司的资产，并承担了后者1951年到期、利率为7%的一般抵押债券债务。扬斯敦钢板和钢管公司以99美元的价格出售了利率为6%的债券，用来为这次收购筹备资金。当时的价格关系如表50-8所示：

表50-8　扬斯敦钢板与美国钢铁和钢管公司相关债券情况　　（单位：美元）

公司	价格	收益率%
扬斯敦钢板和钢管公司信用债券，利率6%	99	6.02
美国钢铁和钢管公司一般债券，利息率7%	102	6.85

市场没有理解美国钢铁和钢管公司债券地位的改变，因此它的收益率竟然比同一家公司无担保债务的证券还要高，这种价格关系显然不合逻辑。这就给证券分析师提供了推荐购买或交换证券的一个十分具体的机会。

1922年，底特律市收购了底特律联合铁路公司的市区线路，并同意支付了一笔足以回购后者1932年到期、利率为4 .5%的第一债券的资金。这个收购合同中加入了这条强有力的保护性条款，使底特律市承担了这些债务，假设不是技术上的。但在交易完成后，这些债券的售

价为82美元，收益率竟然高于7%。证券市场似乎没有意识到，这些债券其实已成为底特律市的债务了。

1924年，刚果利姆公司未清偿的债务总额为2 890 000美元，在它之后又发行了1 800 000美元的股息率为7%的优先股，以及960 000股普通股，其平均市场价值大约为48 000 000美元。同年10月，这家公司为了收购奈恩油毡公司（同行业的一家大公司，有形资产为15 000 000美元），又额外发行了681 000股普通股。充足的权益为其少量的高级证券创造了巨大的保障，这无疑使它们变得更加安全，但优先股的价格仍然低于面值。

1927年，电气制冷公司（现在的凯尔维纳特公司）以6 600 000美元出售了373 000股普通股，普通股总数达到了1 000 000股，其平均市场价值大约为21 000 000美元，高级证券则只有价值为2 880 000美元的1936年到期、利率为6%的票据。但是由于1927年发生了营运赤字，票据的售价仅为74美元，收益率达11%，显然市场没有将公司通过额外出售的普通股从而获得了一笔比赤字更多的现金这一事实考虑在内，这笔资金将为小额票据偿付提供坚实的后盾。

这四只高级证券都是按不低于面值进行清偿的。（康格勒姆-奈恩优先股在1934年的清偿价格是107美元。）引用这种案例对作者来说是十分省事的，因为他们的判断不会因为之后的倒霉事而有遭到质疑的风险。为了客观起见，我们补充了一个在本章写作时正在发生的例子。

案例

这是一个正在发生的例子。1949年到期、利率为5%的乔克托和曼菲斯铁路公司第一证券在1939年售价大约是35美元，同时附有5

年以上未支付的利息。这些债券对芝加哥-罗克岛-太平洋铁路公司的潜在利润保有最先留置权。罗克岛公司自1930年就显示出极低的盈利能力，而且所有的债务都处于违约状态。但是，1937年抵押分割对利润进行的分割显示乔克托和曼菲斯铁路公司还是非常有利可图的，那一年的利息保障倍数是2.6，尽管对于总利息14 080 000美元来说，公司只赚到了2 700 000美元。另外，截至1939年的几项改组计划，包括美国州际商务委员会检察官成员的改组，都为这只证券提供了充足的本金和利息保障，尽管残留的整个债券结构被大幅削减，但每年的利息费用降至2 500 000美元以下。

假设，这家公司将按照提案进行重组，那么很明显，这些乔克托和曼菲斯铁路公司债券将享有非常稳固的地位，无论它们是否能保留对利润的最先留置权以及被支付清偿利息。这一结论是必然的，除非一个毛收入为65 000 000美元的铁路公司没有能力支付每年2 500 000美元的费用——这还不到之前负债的1/5。

因此，所有的数字因素似乎都有力地证明，售价为35美元的乔克托和曼菲斯铁路公司利率为5%的债券是被低估的，一旦完成资本结构的调整，这只证券的牢固地位将变得显而易见。(465)

接管中的价格与价值的背离

在第18章探讨重组过程时，我们给出了两个发生在接管中的价格与价值相背离的例子：菲斯克橡胶公司，其债券价格相对于其所拥有的流动资产而言非常的低；斯塔贝克公司，它利率为6%的票据的价格与股票的价格也明显不相称。由此，我们得出的一般性结论是：在经由接管并最终实现巨大价值前，高级证券的卖出价格将会很低。这一特点有双重作用。之前，它告诉我们绝对不能以投资性价格购买有可

能陷入财政困难的公司发行的任何证券；现在，它又暗示我们财政困难出现之后，诱人的机会也可能随之而来。

这一结论不仅适用于那些地位牢固、在公司重组后依然完好无损的证券（例如第2章描述的布鲁克林联合电梯公司利率5%的债券），也适用于那些在重组过程中被“减记”的证券或受到了其他影响的高级证券。这一结论似乎尤其适用于那些由于停业清算或向外部群体出售资产并最终导致现金分配或类似的情形。

案例

这里给出了三个典型的案例。

1．安大略电力服务公司，1950年到期利率为5.5%的第一证券。这只证券在1931年7月1日未履行支付利息的义务，当时证券的售价仅为21美元。安大略水利委员会随后很快购买了它的资产，按900美元的新公司信用债券换取1 000美元的安大略电力服务公司债券，并且新信用债券由安大略省全额担保。1933年12月，新的公司债券报价为90美元，相当于原来债券的价格为81美元。少数没有参与交易的债券持有者以现金的形式得到了面值的70%。

2．联合洗衣店公司，1936年到期利率为6.5%的债券。1932年2月，公司指定接管人。1932年4月，该债券的报价为4美元。1932年6月，其资产被卖给了外部权益人。1932年8月和1933年3月，公司分别支付了12.5%和2%的停业清算股息。1933年12月，证券价格仍然为4美元，这说明预期的进一步分配至少会分配相同的数额。

3．菲斯克橡胶公司1941年到期利率为8%的第一债券和1931年到期利率为5.5%的信用债券。这只证券的信息在第18章里已给出。1931年1月，公司宣告破产清算。1932年，利率为8%和5.5%的证券

售价分别低至10美元和10.5美元。1933年，公司实行了重组，以现金的形式偿付了利率为8%的证券的40%和利率为5.5%的证券的37%，同时取得两家后续公司的证券。1933年年末，现金和新证券的合计价值接近利率8%债券价值的100%和利率5.5%公司信用债券价值的70%。

破产导致的价格模式

在破产清算或破产的过程中，特别是当这个过程较长时，价格可能会遵循某些模式。首先，股票通常会有售价过高的倾向，这不仅是相对于债券价格，相对于其绝对价值来看也是如此，比如与其可能达到的最高售价相比。这是由于表面较低的价格范围吸引了公众的投机兴趣。对高级证券而言，随着接管进程的缓慢推进，公众兴趣持续走低，价格也常常相应地降低。因此，价格可能会在准备发布重组计划的前不久达到最低水平。

因此，我们只要密切关注这些情况就能发现通过分析性活动赚取利润的机会，并且努力寻找售价远低于其内在价值的证券，同时大致判断对其投资的最佳时机。但在这些情况下，我们必须对致力于精确地预测合适购买时机的这种做法提出警告，就像对待所有的其他分析性情况那样。按照我们的理解，证券分析的本质特征是：**在需要考虑的所有因素中，时间因素是次要的。**因此我们使用了“大致”这个修饰词，用来说明在选择开始行动的“正确时机”时，可以有几个月，有时甚至是更长时间的回旋余地。

铁路托管权的机遇

1932年之后的几年中，美国的铁路利润大部分落入托管人的囊中。1938年年末，总共有111家铁路公司，接管人或托管人掌握的营运路线为78 016英里（总铁路里程的31%在美国）。在任何历史时期，法院掌控的里程数都没有这么多。这些公司的重组都被长期延迟，一方面是由于需要处理复杂的资本结构，另一方面是由于未来正常收益的不确定性。结果，大量证券的价格跌至极低的水平——这无疑为精明的投资者提供了绝佳的机会，只不过整体来看，铁路业的收益在随后几年中的表现与普通企业相比仍然令人失望。

从1939年年末的情形来看，似乎许多重要铁路里程的第一抵押留置权都下跌至很低的水平，所谓的担保也无济于事，运营商对未来的态度极为悲观。当然，与那些有偿债能力路段的债券和股票相比，这些证券更便宜，它们的售价相对于目前表现来说多半是慷慨的，并且如果未来的形势如托管权证券的低价所预示的一样糟糕，它们将面临破产的风险。后一类证券的分析方法见第12章以及附录注释66。

51

价格与价值的背离（续）

上一章中我们得出了主要股票和次级股票之间的实际区别，它类似于高级证券领域中高知名度证券和低知名度证券之间的区别。高知名度证券可以定义为一个历史悠久，并深受普通投资喜爱的公司的证券。只要公司在投资者当中享有很好的声誉，公司证券也可以是新近发行的。有时高知名度证券和低知名度证券在市场中会遵循不同的行为模式，即：

1. 高知名度证券的价格通常会保持稳定，即使他们的投资地位被严重削弱。
2. 低知名度证券对任何性质的负面发展都很敏感。因此，其价格常常会跌至远低于其统计表现看起来所能支撑的价格水平。

高知名度证券的价格惯性

之所以会有这些截然相反的特征，原因（至少部分的）来自于一般投资者的惰性和洞察力的缺乏。他们购买证券的依据不是基于分析而是基于声誉，一旦购买了证券就坚持到底。因此，持有历史悠久证券的投资者不会轻易出售这些证券。即便是微小的价格下降，也足以吸引长久以来就熟悉这只证券的购买者。

案例

美国橡胶公司8%非累积优先股的历史表现可以很好地说明高知名度证券的特点。这只证券的投资者在1905—1927年之间都收到了所有的股息。并且在除了1924年的这段时间，都有投资者愿意为这只证券支付超过其面值的价格。它的炙手可热完全建立在其市场声誉和股息记录之上，因为这家公司在大多数时期的统计表现并不吸引人，即使相对于工业债券来说也是如此，所以不能据此购买该非累计优先股。在1922—1927年之间，其包含利息和优先股股息在内的利息保障倍数展示如下：

1922 年	1.20 倍
1923 年	1.18 倍
1924 年	1.32 倍
1925 年	1.79 倍
1926 年	1.00 倍
1927 年	1.01 倍

在1928年，这只股票的卖价高达109美元。在那一年，公司遭受了巨大的损失，并且优先股息也停止支付了。除了令人失望的表现以及股息的缺失，这只证券在1929年实际上是以92.5美元的价格进行售出。（在1932年，它以3.125美元的价格出售。）(466)

低知名度证券的脆弱性

让我们转向低知名度证券，这一部分的证券基本上都属于工业领域。“知名度”这一元素只在铁路公司的高级证券中扮演了一个很小的角色，并且在公用事业企业里（如电力、燃气、电话以及供水公司），我们可以发现价格的变化紧随其统计表现，而不会受到流行程度以及熟悉程度的很大影响。

工业中的融资活动持续地给市场投资清单带来新的公司债券及股票。投资者们被说服去购买这些证券，很大一部分是被这些证券的收

益率高于高知名度证券，以及同等级证券的标准收益率所吸引。如果获利能力在发行后不发生变化，则这些证券的收益当然令人满意。但是任何不利的变化都可能导致市场价格的剧烈下跌。低知名度证券容易受到“伤害”给了我们一个实用结论：如果以投资为直接目的，那么购买新发行的工业债券和优先股是不明智的。

由于这些证券对不利发展过于敏感，看起来价格经常会跌至非常低的水平，并且在那种情况下就能够提供非常有吸引力的购买机会。这毫无疑问是正确的，但是在利用这一差异之前，我们须十分谨慎。首先，低成熟度证券的失宠并不仅仅是一个由于缺乏知识导致的主观问题。“知名度”通常被定义为一种客观品质，它是一种应对商业风暴的能力的体现。尽管这个定义并不完全准确，但也足够说明投资者偏好高知名度证券的原因。

更重要的或许是高知名度证券与低知名度证券在规模和声望上的巨大差异。规模大的公司通常也是较老的公司，有着公众非常熟悉的高级证券。因此，低知名度债券和优先股大多数是由不那么重要的公司发行的。但是我们已经指出，当我们讨论工业投资时（第7章），这一领域中具有主导性的规模或许可以被合理的认为是最有说服力的特点。因此，这就意味着在这一方面，低知名度证券必须遭受到这个并非可以忽略不计的劣势的损害。

低知名度的工业证券很少得到投资级评级。逻辑的和实践的结论是：如果给予低知名度证券投资级评级，那么他们很少能与之相称。因此，他们只能在一个投机的基础上去购买。这反过来就要求价格低到足以使其具有很大上升空间的地步，比如，价格通常要低于70美元。

回顾我们如何对待投机性高级证券（见第26章），我们把70美元到100美元的价格区间称作“主观差别区间”，在此范围内的价格差异主要是由于人们对证券是否可靠存在不同的意见。看起来在面对低知

名度工业债券和优先股的情况下，分析师不应当被价格落入此范围的证券所吸引，即使数量指标非常令人满意。我们仅应当在能够以一个明显可以投机的价格购买它时，我们才应当偏好这些证券。

如果统计表现异常优秀，那么我们应该对这条规则做出例外，就像前面章节中福克斯影业利息6%的票据（Fox Film 6% notes）那个案例，这个例子在附录注释67中有所描述。由于低知名度的工业优先股在合约上的缺陷，我们怀疑将其纳入这种例外的严谨性。（在上面描述的刚果利姆公司优先股的例子中，那家公司在其领域中具有主导性的规模，并且其优先股也并没有像市场表现得那么的不知名。）

可比价格的差异

比较或许很可恶，或许也没那么可恶，但它们对分析师来说有着难以捉摸的魅力。看起来，与结合A证券自身去说明购买A证券更有吸引力的程序相比，在A证券与B证券之间决定更偏好A证券的程序似乎更为简单。但是，在比较分析章节里，我们已经提到了建议投资者交换证券要承担相应的特殊责任，并且我们也对过度认可单纯的数量指标优势提出了警示。公司的未来通常并不会遵循统计数据。我们也可以用另一种方式去阐述，分析师不应当促成证券交换，除非：（1）从其自身来说，购买它是有吸引力的，或者（2）被考虑的两只证券之间有确定的合约关系。我们用两只证券作为例子来解释第（1）条，参见表51-1和表51-2。

案例

表51-1　1932年3月的比较

项目	沃德烘焙公司第一证券，利息率 6%，1937 年到期，价格 85.25 美元，回报率 9.70%	伯利恒钢铁公司第一证券，利息率 5%，1942 年到期，价格 93 美元，回报率 5.90%
总利息保障倍数		
1931 年	8.1 倍	1.0 倍
1930 年	8.2 倍	4.3 倍
1929 年	11.0 倍	4.8 倍
1928 年	11.2 倍	2.7 倍
1927 年	14.0 倍	2.3 倍
1926 年	14.5 倍	2.6 倍
1925 年	12.6 倍	2.1 倍
7 年平均	11.4 倍	2.8 倍
债券发行额（美元）	4 546 000	145 000 000[a]
股票市值 (1932 年 3 月平均数)	12 200 000	116 000 000
现金资产	3 438 000	50 300 000
净营运资本	3 494 000	116 300 000

注：a．包括担保股票。

表51-2　1929年3月的比较

项目	斯皮尔公司（家具商店）利息率 7% 的第一优先股，价格 77 美元，回报率 9.09%	共和钢铁公司利率 7% 的优先股，价格 112 美元，回报率 6.25%
总利息和优先股股息保障倍数		
1928 年	2.4 倍	1.9 倍
1927 年	4.0 倍	1.5 倍
1926 年	3.0 倍	2.1 倍
1925 年	2.5 倍	1.7 倍
1924 年	4.7 倍	1.1 倍
1923 年	6.5 倍	2.5 倍
1922 年	4.3 倍	0.5 倍
7 年平均	3.9 倍	1.6 倍
债券发行额（美元）	无	32 700 000
第一优先股发行额（美元）	3 900 000	25 000 000
高级证券市值	3 200 000[a]	62 000 000
净营运资本	10 460 000	21 500 000

注：a．含价值50美元的第二优先股。

在这个比较中，沃德烘焙公司证券的统计数据表现远强于伯利恒钢铁公司债券。更进一步来看，它除了具有高回报外，还有充足的保障，给其投资级评价并不为过。尽管定性因素方面不是那么吸引人，但也没有显示出一些企业可能垮掉的风险。因此，那只债券可以推荐购买或者是作为利息率5%伯利恒钢铁公司证券的绝佳替代品。

在这个比较中，毫无疑问，斯皮尔公司证券在统计表现方面比共和钢铁公司优先股更好。尽管从其自身来看，考虑到企业的类型和我们是在处理优先股这一事实，它的表现并不足以让人对其投资优势留下深刻印象。从完全投机的基础上考虑，价格似乎并没有低到足够有把握推荐的地步。例如，在交易中强调增加本金的机会就是完全投机的基础。这意味着，事实上我们不能坚持推荐将这只证券与其他证券进行交换，比如说共和钢铁公司优先股。

相关证券的比较

当所分析的证券之间具有确定的相关关系时，我们就面临一个截然不同的处境。在给定的情况下，分析师从证券各自优点的角度去考虑一个交换，同时不需要承担保留或者转换证券所带来的责任。在前面的章节中，我们已经思考了在一些情况下相对价格的明显偏离，在这些情况分析师就可以做出权威的交易建议。这些差异源起市场时常没有能够辨别出合同条款的影响，以及投机市场上把注意力集中在普通股上而忽略高级证券的趋势。第一种类型的例子我们在第17章讨论涉及担保证券的价格差异时给出。各种跨区快速地铁公司证券间的价格差异，在附录56中做了讨论，此外，还有在第2章涉及的布鲁克林联合高架铁路利息率5%债券和布鲁克林-曼哈顿铁路公司利息率6%债券的价格差异也是这一类的例子。(467)

在第25章中，可转换优先证券和普通股之间不合逻辑的价格关系，则是从公众投机偏好集中在更活跃的次级证券上获得机会的例子。1933年8月，美国供水和电器公司的“自由”普通股，与交易并不那么活跃的同一股票的信托证书之间7个点的价差，则是对这种一般趋势的另一种阐释。这种现象不仅带来了直接交易的机会，还有对冲操作的机会。

我们可以对1933年7月的南部铁路公司股息率为5%的非累积优先股与莫比尔和俄亥俄铁路公司的股票信托证书做一个类似的比较。前者不支付股息，以价格49美元出售，后者是同一家公司的附属公司，附有永久性支付4%股息的保证，以价格39.75美元出售。即使立即恢复优先股股息并且不再中断，其回报也并不比高级固定收益证券能够获得的来得更高。（1939年，南部铁路公司优先股，也不支付股息，以35美元的价格出售，莫比尔和俄亥俄铁路公司利息率4%的信托证书则以40美元进行出售。在这种价格下，有担保证券的优势仍然非常明显。）

其他较不确定的差异。上面例子中的偏差从数字上就能看出。高级和次级证券之间还有一个更大级别的差异，尽管很难明确指出，但具有非常有效的实际意义。这类的例子有科罗拉多工业公司利率为5%，1934年8月1日到期，由科罗拉多燃料与铁矿公司担保的债券，在1933年5月该债券售价43美元，同时，不支付股息的科罗拉多燃料与铁矿公司利息率8%的优先股售价为45美元。债券必须在14个月内完全偿付，否则优先股就会面临通过完全接管清偿的可能。为了证明购买优先股比在相同价位购买债券更有价值，那么公司不仅需要在一年多的时间内按面值偿付债券，而且还要在那段较短时间内恢复优先股息和清偿拖欠股息。这几乎是完全不可能的。

在比较同一家公司的不可转换优先股和普通股时，我们发现了一个相同的趋势，即二者都在投机基础上时，普通股通常有价格过高趋

势。但是，只有在优先股是可累积的时候，我们做这种比较才是可靠的。这种限制的原因在第15章讨论非累积证券的缺陷时做了细致清楚的讨论。在1933年4月，当美国和国外电力公司累积股息为7美元的可累积第二优先股售价11美元时，其普通股售价10美元显然是毫无根据的。在1927年2月，芝加哥大西部铁路公司普通股价格为21.5美元，同时每股累积股息为44美元的4%优先股的价格为32.5美元，对于此我们可以做出与上面类似的评论。

在这种情形下，如果公司发展得十分繁荣，最终普通股的价值的确远高于优先股。但是即使如此，这家公司也必须要经历一个情况有所改善的过渡期，以便在此期间恢复优先股股息，然后清偿累积股息。这种发展直接有利于优先股，因此可能会使高级证券的市场价值（至少在短期内）比普通股要高得多。因此，如果有任何可以改善的可能，那么在低价时购买优先股将比购买普通股更有前景。

特殊供求因素造成的差异

我们现在考虑来源于供需条件的不合逻辑的关系，而供需条件是考虑不周的投机性购买的产物。有时特殊的、暂时影响供求的因素也会导致差异。

案例

在1933年，跨区快速地铁公司利率为5%和利率为7%的证券之间的价格关系并不合逻辑，大量的偿债基金购买了利率5%而不是7%的证券，这无疑起到了不合比例地提高前者价格的作用。此类型中一个著名例子是1921—1922年战后调整期美国自由公债利率为4.25%的债券的市场表现。在战争期间，人们出于爱国动机、凭借银行贷

款的资助大量买进这一债券。后来很多人为了偿还贷款大量抛售债券，导致价格下降。这一特殊的销售压力实际上导致自由公债比高等级铁路证券具有更低的价格基础，但是铁路债券无疑不具有安全性优势，并且在税收优惠方面也是处于相对劣势。表51-3比较了一下1920年9月二者的同期价格。

表51-3　战时债券与铁路债券的同期价格　　（美位：美元）

证券	价格	回报
美国自由公债第四债券，利息率4.25%，1938年到期	84.50	5.64%[a]
联合太平洋第一债券，利息率4%，1947年到期	80	5.42%

注：a．未考虑税收优惠。

对证券分析师而言，这种情况是将保守的铁路证券换成自由公债的绝好机会。

不久之后，自由公债和美国胜利债券利率为4.75%， 1923年到期的债券之间也出现了价格差异，但不像上一个案例那么显著。本书的一位作者在当时编制发行的一个文件中也对此进行了讨论，附录注释68给出了这份文件的复本，作为“实际证券分析”的另一个例子。

美国的储蓄公债提供的机会

对于中等收入的投资者来说，近年来美国政府和公司证券之间重新出现了价格差异。美国储蓄公债的收益率（每人每年可投入本金达10 000美元）按照定期复利计算是2.90%，按照单利计算是3.33%，这显然高于最好的公共事业和工业证券(468)的收益率。美国储蓄公债除了安全因素之外（目前显然应该设定的比任何公司证券更高），主要

优势是持有人在任何时候都可以要求赎回，因此保证了其市场价值不会损失太多；次要优势是它可以免除正常的所得税。

52

市场分析与证券分析

严格来说，预测证券价格不能算作是证券分析的一部分，但是，“预测”与“分析”却常常被认为是密不可分的，而且往往由相同的人和组织进行。预测价格走势基于各种不同的目的，预测的技术和方法更是千变万化。华尔街最为重视预测“大盘”短期走势的科学性、艺术性，甚至视之为消遣。所谓的“大盘”，是以财经媒体上所使用的各类平均值来表示。一些服务机构和专家，将自己的目标限制在预测证券市场的长期走势上，刻意地避开每日波动，而是关注较长期的（如几个月的）更显著的波动。另外，不少人热衷于预测个别证券的市场表现，这与从整体预测市场是截然不同的。

市场分析可替代或辅助证券分析

如果这些活动都是严肃认真而不是主观臆测的，那么我们可以将它们都称为“市场分析”。在这一章中，我们要探讨市场分析在多大程度上能够替代或是辅助证券分析。这个问题相当重要。如果像很多人认为的那样，可以不考虑股票的潜在价值就能正确预测出股票价格的走势，那么将证券分析的应用限制在对固定收益证券投资的选择上是有道理的。这样的话，对于普通股这类证券来说，掌握买卖时机或是选择上涨最多、最快股票的技巧显然要比费力研究股票的内在价值能带来更丰厚的利润。还有不少人认为，股票的市场状况分析结合其内在价值分析才能得到最佳效果。如果真是这样，涉足于固定收益证券领域外的证券分析师必须也是一个合格的市场分析师，能够同时从两个角度来观察两方面局势的变化。

市场分析的方法纷繁复杂，其涉及的理论和技巧的细节并不是我们所要评述的范围。我们将探讨价格预测的主要假设涉及的逻辑。即使是比较概略的分析，也能在市场分析和证券分析的关系这个令人困惑的问题上得出一些有用的结论。

两类市场分析

市场分析可分为两类：第一类市场分析只从股票市场的历史表现中寻找资料来进行预测。第二类市场分析则关注所有的经济因素，例如整体的和特定的经商状况、货币利率、政治局势。（市场表现本身就是研究因素之一。）第一类方法的理论依据可以概括为：“市场本身就是最好的预测者”。这种方法通过在各式图表上绘制个别股票价格或其“均值”变化来研究市场的行为。通过这种方法致力于研究价格变化的人，就是“图表专家”，这种方法常被称为“图表法”。

但必须说明的是，当前的许多市场分析实际上是以上两种方法的结合：市场行为是主要的研究对象，但不是唯一的；一般经济指标处在附属地位，但是仍然非常重要。于是，无论是在解读反映市场行为的技术指标上，还是在将这些指标结合外在因素进行综合分析上，都给个人判断留有很大的空间。最知名的市场分析方法“道氏理论”实质上局限于对市场行为的研究。所以，我们认为只把图表阐释单独应用于股票价格的研究上是合理的。

第一类市场分析的内涵

应当承认，在过去的十五年里，此类“技术研究”的风潮极大地增长了。与之相反的是，从1927年开始，证券分析的声望遭受了极大的损失，此后一直没有完全恢复。即使是在长期萧条中及此后的多年，图表法的追随者都在不断地增多。许多持怀疑态度的人将图表法

视为占星术或巫术一类，并倾向于抛弃整套分析程序。但是在华尔街，图表法却非常重要，分析师需要小心审视图表法的主张。为了使我们的讨论限制在逻辑推理的框架上，即使是有关阐述图表法主要原则方法的极为浓缩的概要，我们也会选择忽略。(469)我们希望仅仅研究这种观点的中心思想的含义，他们认为将研究限于股价以往的变动有助于预测股价未来的变动。

我们认为，这样的考虑将会得出以下的结论：

1．图表法不可能是一门科学。

2．就其过去的表现看，图表法不是股票市场上赚钱的可靠方法。

3．它的理论基础建立在错误的逻辑或纯粹臆测上。

4．相较于杂乱无章的投机行为，图表法具有某些优势，所以风靡一时；然而这种优势会随着图表研究者的增加而日渐消失。

1．图表法不是一门科学，而且在实践中不可能持续有效。图表法不是一门科学是显而易见的。如果图表法是一门科学，那么它的结论就会形成可靠的规则。在这种情况下，每个人都可以预测到明天或是下个星期的股价变化，这样每个人都可以通过在合适的时间买进或卖出股票而持续地获利。但这明显是不可能的。只要略微思考一下就知道，人们不可能完全掌控对经济事项的科学预测。这种预测的“可靠性”所引发的行为最终将导致预测的失效。因此，思维缜密的图表专家承认，要想保持图表法预测的准确性，就必须保证只有少数人掌握了正确的预测方法。

2．并不存在一种可以保持长期预测准确性、同时又为众人所知的图表法。(470)假如存在这样一种方法，那么这种方法就会迅速地被无数交易员采用。这样的追随行为最终将会导致此类方法的失效。

3．理论基础有待商榷。图表法的理论基础围绕以下命题：

a．市场（或是某个特定股票）的行为反映了那些对他们感兴趣的人的行为和态度；

b．因此，通过研究市场行为的历史记录，我们可以预测市场未来的状况。

这个假设可能是正确的，但是未必会得出这个结论。你可以通过研究股票的图形而获得许多有关其技术走势的信息，但这不意味着你就能因此而获利。赛马迷们刻苦钻研赛马的“过往表现”，就是一个与此类似的很好的例子。毫无疑问，这些图表提供了有关参赛者的相对优劣的大量信息，人们透过这些图表往往能够选出比赛的优胜者。但问题在于，图表分析并不能提供充足的有价值的信息，以保证投注赛马成为能盈利的消遣活动。

进一步说，证券分析也存在类似的情况。公司以往的盈利状况提供了关于其未来经营状况的很好的参考指标——有用，但未必绝对可靠。因此，证券分析和市场分析处理的数据都不能确定未来的状况，这点上两者是相似的。正如我们将指出的，他们的区别是证券分析者通过设定“安全边际”来保障自己，但市场分析者却否认这一点。

毫无疑问，有的时候，对于那些精通于图表分析法的投资者来说，图表所揭示的市场表现能够提供明确、可靠、具有特定价值的信息。如果将图表分析的应用仅仅限定在真正有说服力的事例上，那么便有更好的理由支持“技术研究”。但是这样确定的信号只是偶尔出现，在此期间，人们往往缺乏耐心，加之图表分析师的职业危机感迫使他们从不大具有说服力的数据中更频繁地给出结论。

4．其他理论和实践上的不足。图表分析法对证券交易者的吸引有些类似于专利药品对于患绝症的病人的诱惑。事实上，股票投机者的确患了几乎是无可救药的疾病。然而他寻找的治愈方法不是对投机的节制，而是利润。无论过去如何，他都说服自己，利润是可以被创

造和保留的，并且为此贪婪地、不假思索地去使用每个看似可行的方法。

我们认为，图表分析法之所以看起来合理，很大程度上源于它坚持着赌博的格言——扩利止损。这个信条一般能够避免突发的较大的损失，有时候还能获得较大的利润。因此，相对于盲目地遵循“市场小道消息”，遵循这一原则能产生更可观的结果。交易者们注意到了这个优势，并确信通过进一步发展图表分析法，他们能够使其变得更加可靠，以获得持续盈利。

但是，这个结论中潜伏着一个双重谬论。许多玩家在轮盘赌中遵循一个类似的方法，这个方法在每一环节限制了损失，并有时候带给他们巨额收益。但是最后他们往往发现，多次零星损失的集合超过了少数几次的大额收益之和。因为较长时期内赌博输赢的数学概率是无法变更的，因此结果必然如此。对股票交易者也是如此，他们会发现交易费用对他们极为不利。另一个困难是，随着图表分析法越来越受欢迎，亏损交易所产生的损失数额趋于增加，而获利交易获得的利润趋于消失。因为当越来越多的人采用相同的方法，几乎同时获得买入的信号时，这样竞争性的交易必然导致投资者要支付更高的平均价格。相反地，当更多的投资者为了止损或保障利润，在同一时间决定卖出时，结果也只会获得一个更低的平均价格。“止损指令”曾经是交易者的很有用的技术手段，正是由于使用越来越频繁，其保障效果已大大减弱了。

我们相信，比较明智的图表研究者能够认识到图表分析的这些理论上的弱点，并且认为市场预测是一门需要才能、判断力、直觉以及一些其他个人素质的艺术。他们承认，不存在只要自动执行便可以保证成功的既定规则程序。因此，华尔街越来越多地倾向于采用复合或折中的方法，即在整体经济背景下对市场表现进行彻底地研究，而且整个方法必须经过经验丰富的判断评估后方可采用。

第二类机械预测法

在考虑判断因素的重要性以前，让我们先讨论第二类机械预测法，这类方法是建立在市场本身以外的因素之上的。就整体市场而言，通常的做法是建立能够反映各类经济要素的指标，如货币利率、载货量、钢产量，然后通过观察这些指标的近期变化，来推断市场未来的变化。[(471)]这类方法中最早期的一个非常简单，选用的指标是高炉的开工率。

该理论是由克里夫兰信托公司（Cleveland Trust Company）的利昂纳多·艾尔斯上校（Col. Leonard P. Ayres）研究出来的，他发现：当运行中的高炉减少至总体的60%以下时，证券价格通常到达底部；相反，当高炉开工率回升至60%以上时，证券价格通常到达顶部。艾尔斯上校的另一个理论是，在生铁产量出现低点之后大约14个月，债券价格便会达到高点；在生铁产量出现低点之后2年，股票价格会达到顶点。

这个简单方法可以作为所有机械预测法的代表，有以下特征：（1）它的先验推理听上去值得赞同；（2）过去一些年的数据符合该规律，它的说服力基于这个事实。所有机械预测法都存在着不可避免的缺陷，即时间因素。例如，预测高利率维持一段时期以后将会导致市场剧烈下跌，这是比较容易而且可靠的。但问题是，“多久？”对于这个问题并没有科学的方法能给予回答。因此，许多提供预测的服务成为伪科学，他们想当然地认为：既然这样的时滞或巧合在过去会数次发生（他们经过不断试错才找出这些“规律”来），那么理所当然在未来也会发生。

所以，运用机械指标（mechanical indices）来预测证券价格的变化，一般来说会引起与图表分析法相同的反对意见。他们并不是真

正科学的方法，因为不存在令人信服的理论来支持他们，而且真正科学的预测方法从逻辑上来说在经济领域中是不存在的。

市场分析相对证券分析的缺点

我们回到之前的结论：市场分析是一门艺术，需要特别的才能方可成功。证券分析也是一门艺术，而且除非分析者具备足够的才能和知识，否则无法得出令人满意的结果。但是，我们认为证券分析相对于市场分析拥有很多优点，能使那些具备技能和才智的人更容易获得成功。证券分析的关键是防范不利因素。我们通过设定“安全边际”（确保价值远高于所支付的价格）来形成自我保护。言下之意就是，即使证券不像它看起来的那样吸引人，投资回报仍然可能是令人满意的。市场分析中不存在“安全边际”，不是对，便是错，一旦你错了，就会遭受损失。(472)

市场分析者的基本原则是终止损失，保障利润（在开始下跌时就抛售），这导致市场交易的活跃。这也意味着，买入和卖出的交易成本累加起来就成为沉重的负担。而证券分析的操作一般属于投资类型，不会涉及活跃的交易。

市场分析的第三个缺点在于它其实是智慧的较量。一部分人在市场交易中创造的利润主要是另外一部分做着同样事情的人付出的损失。交易者必然偏好较活跃的股票，而这些股票价格的波动正是源于大量此类型的交易者对这些股票进行频繁的交易。市场分析者只有比他的竞争对手更聪明或更幸运，才有希望获得成功。

而证券分析师与其同僚并不存在上述的竞争性关系。通常来说，他选择买入的证券，卖方并没有同样煞费苦心地研究过这些证券的价值。我们必须强调，证券分析者所研究证券的数量比市场分析者要多得多。从这庞大的证券清单中，证券分析者要挑选出优秀的证券，这

些证券的市场价格远不能反映其内在价值。而价格大幅低于内在价值的原因要么是被忽略，要么是人们过分强调一些只是暂时性的不利因素。

市场分析看起来比证券分析容易，而且实现收益也更快。基于以上分析，就长期来看，市场分析可能令人失望。不论是在华尔街还是其他任何地方，都没有既快速又容易赚钱的可靠途径。

基于近期前景作出的预测

金融界所提供的分析和建议中，有很大一部分是基于公司近期的商业前景。如果公司前景看好、盈利增长，人们便应买入股票。当预期公司报告盈利增加时，股票价格也会上涨。在这一推论上，市场分析和证券分析被认为是一致的。人们认为证券市场前景与企业商业前景是一样的。

但是，我们认为，基于近期商业前景来选择股票的理论，使得投机性股票的选择变得过于草率。其缺陷在于：当前的市场价格实际已经反映了人们对于未来前景的一致预期。在很多情况下，前景预测提供的比实际需要的更多。当一只股票因为其第二年的盈利预期增加而获得推荐，双重危机便产生了。首先，第二年的预测可能是错误的；其次，即使正确，也早已反映甚至过度反映在当前的股票价格中。

假如市场仅仅反映了当年的收益，那么，对来年业绩的准确预测将带来不可估量的价值，但是预测不一定正确。表52-1一方面反映了美国钢铁公司普通股的年度每股收益，另一方面反映了1902—1939年间该证券价格的变动范围。排除1928—1933年的时间段（其间经营变动极其剧烈，导致证券价格不可避免受到影响，随之相应变动），我们很难确定在收益的波动和市场价格之间存在明确的相关关系。

表52-1　美国钢铁普通股（1901—1939年）

年份	每股收益（美元）	股价波动范围		
		最高	最低	平均值
1901	9.1	55	24	40
1902	10.7	47	30	39
1903	4.9	40	10	25
1904	1.0	34	8	21
1905	8.5	43	25	34
1906	14.3	50	33	42
1907	15.6	50	22	36
1908	4.1	59	26	48
1909	10.6	95	41	68
1910	12.2	91	61	76
1911	5.9	82	50	66
1912	5.7	81	58	70
1913	11.0	69	50	60
1914	0.3（亏损）	67	48	58
1915	10.0	90	38	64
1916	48.5	130	80	105
1917	39.2	137	80	109
1918	22.1	117	87	102
1919	10.1	116	88	102
1920	16.6	109	76	93
1921	2.2	87	70	79
1922	2.8	112	82	97
1923	16.4	110	86	98
1924	11.8	121	94	108
1925	12.9	139	112	126
1926	18.0	161	117	139
1927[a]	12.3	246	155	201
1927[b]	8.8	176	111	144
1928	12.5	173	132	153
1929	21.2	262	150	206
1930	9.1	199	134	167
1931	1.4（亏损）	152	36	99
1932	11.1（亏损）	53	21	37
1933	7.1（亏损）	68	23	46
1934	5.4（亏损）	60	29	45
1935	2.8（亏损）	51	28	40
1936	2.9	80	46	63
1937	8.0	127	49	88
1938	3.8（亏损）	71	38	55
1939	1.84	83	41	62

注：a．未考虑40%的股票股息。

b．考虑了40%的股票股息。

在附录注释70中，我们截录了一家著名的统计和咨询服务公司在1933年下半年对两只普通股提供的分析和建议。这些建议大部分建立在1934年显而易见的前景上。在分析中并没有试图确定公司公允价值的迹象，更没有将公允价值与市场价格相比较。详尽的统计分析告诉我们，其建议卖出的股票市价低于其内在价值，只是因为股票当时的前景不被看好，相反，其建议买入的股票市价高于内在价值，只是因为短期内拥有令人满意的前景。

对于分析师能否相对成功地预测个别证券在近期的市场行为，我们是持怀疑态度的——无论分析师是将自己的预测建立在对市场的技术分析上，还是建立在企业经营的总体环境或个别公司的具体前景上。我们认为，将分析师的正面结论限定在以下领域内，可以获得更为满意的结果：

1. 选择满足严格安全测试标准的标准优先证券；
2. 发掘应被评为“投资”级别的优先证券，但该证券还要拥有可观的增值机会；
3. 发掘卖出价远低于内在价值的普通股票或投机性优先证券；
4. 确定相关证券之间存在的明确价格差异，这种情况下可以合理地转换证券或进行对冲、套利操作。

投资策略的观点概述

最后，如果将注意力从分析师转移到证券持有者上，我们可以通过明确证券持有者应该做什么和不该做什么来简述我们的观点。以下分析考虑了不同种类的投资者。

A. 资金量少的投资者

1．**收益型投资。**在当前市场状况下，这类投资者想获得安全的累积收益，唯一明智的投资就是美国储蓄债券。即使有其他收益更高的优质投资，收益也不会高出多少，而且不能获得足够的安全保障以避免中期和最终的损失。普通债券和优先股表面上提供较高的收益，但同时也包含着重大的风险因素。推销员推荐的各个种类的“储蓄计划”和类似的证券都隐藏着重重陷阱。投资者如果听信了他们的承诺回报，放弃美国储蓄债券，而购买了这些所谓的“储蓄计划”，那么很有可能会后悔。

2．**利润型投资者。**有四种方法可同时供小型和大型投资者选择。

a．根据客观的、长期的标准判断，当市场状况确实比较低迷时，应当购买有代表性的普通股。这个策略需要耐心和勇气，而且可能出现严重误判的情况。长期来看，我们相信会出现满意的结果。

b．根据证券实际的业绩表现，当可以以合理的价格持有这些证券时，购入具有特殊增长潜力的证券。当证券的成长性被普遍预期时，价格很少会合理。如果购买证券是因为对未来的增长充满信心，但是公众并不认可，那么策略有可能是合理的、盈利的；但也很有可能是无根无据、损失惨重的。

c．购买安全的有特殊权利的优先证券。具有充足的保障性，并具备承诺的转换权或类似权利的证券很少，但并不表示不存在。在该领域中，投资者耐心、持续地去寻找机会，奉行谨慎的选择策略，会获得满意的结果。

d．购买卖出价低于内在价值的证券。内在价值不仅与过去的收益和流动资产价值相关，还考虑了保守估计未来的盈利能力——换言之，内在价值涉及定性和定量的因素。我们认为，既然现在市场上很大一部分证券都不活跃，那么一定存在很多市场没有反映其内在价值

的情况，由此为有辨识力的投资者提供了真正的机会。这样的机会可以在债券、优先股或普通股中发现。

我们认为，非专业的小型投资者也能寻找和辨别以上讨论的证券的价值，但他必定需要高于普通水平的智慧和培训。不过，我们认为，非专业投资者的观点应该接受专业的分析师的批评，比如美国证券交易所统计学家的批评。**谦虚与自信肯定是不矛盾的，这其中的逻辑在于：除非一个人具备向其他人提供专业建议的资格，否则他不应该独立作出投资决策。**

3．投机型投资者。当然，小型投资者有权跳出他的角色，成为一名投机者（他也有权在之后对他的决定后悔）。市场上存在着各种类型的投机者，也提供了不同的成功方法。

a．购买新成立或近期成立企业的股票。对于这种做法，我们毫不犹豫地重点批判。购买这类新股的投资者成功的机会很少，如同他把3/4的钱扔出了窗外，而把剩下的钱存在了银行里。

b．在市场上交易。作为一个机构，华尔街是幸运的，市场上只有小部分的人能成功交易，而大部分人却认为他们能成功交易。普遍观点认为，股票交易就像其他交易一样，有了智慧和实战力及专业的指引，便能带来盈利。我们对此表示怀疑，甚至可能带点偏见。我们认为不管如何准备和采用什么方法，成功交易都是偶然的、暂时的，或是来源于非凡的才智。因此，大部分的股票交易者都不可避免地要失败。我们并不期望这个结论能够对公众产生很大的影响。注意，我们认为在股票的价格低于其内在价值时买入，然后在较高价格水平卖出的行为才是投资。而股票“预期”上升时买入，“预期”下跌时卖出的普遍做法是投机，这是我们判断投资和投机的基本区别。

c．以过高的价格购入“成长型股票”。我们称此为“投机”，这与大部分的权威观点相悖。正如之前所述原因，我们认为这种方法本身就是非常危险的，而且随着此方法的普及，危险性与日俱增。但是

其成功概率却比其他的投机方法要高得多，而且这是一个能更好地锻炼远见、判断力和节制力的领域。

B．资金量多的个人投资者

尽管此类投资者与资金量小的投资者相比，拥有显而易见的技术上的优势，但是资金量多的个人投资者也有三个不利条件。

1．这类投资者不能简单地通过购买美国储蓄债券来解决自身的投资问题，因为任何人能够购买的数量都是有限的。因此，他必须去考虑更广阔的固定收益证券投资领域。我们相信，严格的定量测试加上对定性因素的准确判断能够令他们得到满意的结果。

2．不管用什么方法，可能发生的通货膨胀会带给他们比小型投资者更严重的外部问题。自1932年以来，基于常识的论点强烈支持持有一些普通股作为防御工具。另外，持有大量的普通股与富有投资者传统的观点和操作是一致的。

3．投资的规模更容易导致大型投资者集中在受关注度高、活跃的证券上。所以从某种程度上来说，他在运用“价值被低估的证券”这一技巧上存在缺陷。然而，我们认为，他可能在偏好和偏见上存在更加严重的障碍。

C．商业企业的投资

我们认为，拥有税收豁免权的美国政府债券几乎是商业资金长期投资的唯一合理途径。（在1940年的市场状况下，短期投资涉及的困难和收益一样多。）显而易见，商业企业投资的其他方式——不管是债券还是股票，都能带来相对更高的收益，代价是存在着损失和遭受批评的风险。

D．机构投资

我们不会冒昧地为金融机构提供建议，因为这些机构本身就精于投资理论和实践。慈善机构和教育机构也是如此，因为他们一般都有经验丰富的金融家为他们制定投资策略。但是，为了不去躲避这个困难的问题，我们大胆提出以下观察意见：我们认为，一个机构如果仅依靠高等级固定收益证券带来的微薄收益就能维持运营，那么它就应该将投资限定在这个领域内。即使过往普通股综合指数表现较好，能为此承担更大的责任，然而经常出现的不明朗因素仍然存疑，而这些与普通股投资是紧密相关的。如果大部分人都一致认为应该防范通胀，或是因为收益不足而不得不物色更高的回报，这个结论或许可以修改。在这种情况下，负责人可能需要拨出一部分机构资金，应用证券分析的标准及技巧，涉足固定收益证券投资以外的领域。(473)

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

第八部分

环球价值投资

TY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY ANALYSIS SECURITY AN

导读十一
将格雷厄姆与多德的理论应用于世界范围内的投资

托马斯·鲁索

Gardner Russo & Gardner公司合伙人

我很荣幸能给大家介绍《证券分析》以前从未涉及的部分：全球投资。这并不是作者的疏忽，毕竟当本书的第二版于1940年推出时，除了英国和一些欧洲国家以外，国际证券市场仍然很不发达。

20世纪80年代早期，我在斯坦福大学商学院读书时，从教授杰克·麦克唐纳（Jack McDonald）那里第一次知道全球价值投资。麦克唐纳与我们分享了不少他自己海外投资的“战例”（war story）。即使是在离现在不远的20世纪80年代早期，国际投资还是很困难的。根据美国的标准，海外市场的流动性低，交易成本高昂，会计实务与美国大相径庭。至少可以说，在信息披露方面，海外市场不如美国透明。

还不止这些。想要成为国际投资者面临着重重挑战，包括当地公司治理和管理实践、资本流动的限制、税收变化、语言、文化和政治稳定性方面的差异、交易时间的不同、外汇买卖的复杂性、货币风险、管理海外证券托管时涉及的流转问题等。那么，何苦要如此大费周折？

奇妙的是，居于内布拉斯加州奥马哈市的沃伦·巴菲特竟然为我在雷区中指明了道路。作为麦克唐纳教授课堂上的客座讲师，巴菲特并不是（现在也不是）国际投资的专家。作为20世纪50年代格雷厄姆和多德在哥伦比亚大学的高足，巴菲特在20世纪80年代早期，就已经从一个纯粹的财务报表分析投资者，进化为一位伯乐，他善于寻找由

诚实、能干、善待股东的管理层所经营的、拥有很宽业务领域的公司。这样的公司已然非常稀少，为什么还要将自己局限在美国呢？

巴菲特说，如果在你的投资生涯中有20个好主意就已经相当幸运了。因为大好的机会总是少之又少，投资范围的狭窄会导致达不到最佳的分散性投资组合。投资者可以，而且的确必须通过大范围地搜索来“弥补”机会的稀少。深入、成熟地理解某个特定的行业，能够使得投资者在自己的能力范围之内同时评估国内和国外的机会。各国可能在偏好和法律上存在差异，但大部分商品和服务的生产、市场营销和销售等基本经济原理在任何地方都适用。

学习巴菲特，将焦点放在企业的基本面上，可以帮助投资者应对各国在会计和信息披露方面的差异问题。当地的会计数据可以对照其他国家类似经营情况的公司进行分析。例如，如果一家德国啤酒公司的隐含收益似乎与法国、英国和意大利的同类啤酒厂不同，那么很有可能财务报表上的细节被误读了，而且需要对其数据进行更深入的分析。当然，差异也可以解释为当地监管环境或消费者偏好的不同。当一家重要附属机构的业绩没有全面反映在损益表中时，可以通过研究其他国家的类似公司来更好地了解。例如，酿酒厂的盈利能力主要依赖于当地的分销网络和当地的市场占有率。仅占有偏远市场很小市场份额的酿酒厂的附属公司，不大可能表现出重大价值。最后，聚焦于公司的运作可以为投资者展现一个业务联系的全球网络，这可以弥补财务报告的不足。

格雷厄姆、多德和巴菲特都担心，一些公司的管理层会死抓住公司的财产不放、拒绝派息，而且开展一些只对增加管理层声望和薪酬有益的并购。这就是为什么巴菲特会去寻找那些强调公司长远发展、提升企业经营品牌并关注资产配置有效性的管理层。当投资于外国企业时，你的确需要巴菲特所渴求的那种管理者，因为与美国企业相

比，海外企业的管控规则和管理运作缺乏对股东利益的考虑。如果管理层行为不当，你也不能指望可以与其他股东一起来纠正他们。

虽然文化和语言的差异使得直接与海外管理层交往以做出评估非常困难，但是我们可以获得管理层的长期经营记录。你可以依据你所知道的行业最佳准则，来评判他们以往决策的水平。而且，正如巴菲特频繁提到的，业务模式简单、拥有强大壁垒的企业，连傻瓜都可以经营。假如没有过往业绩可寻，再加上语言和文化差异，很难选择诸如法国、捷克或泰国等地的明星公司。因此，巴菲特的“简单的企业，强大的壁垒”方法为海外投资者提供了额外的保障。

实践环球投资

从20年前开始海外投资生涯起，我经历过以下因素带来的种种挑战：汇率波动、会计实务、企业信息披露、交易、执行以及管理障碍等。当境外市场逐渐面向全球投资者时，这些挑战在慢慢改善，但它们对于很多寻找全球投资机会的投资者来说仍然是很大的障碍。

汇率风险

经常有潜在投资者问我，如何规避汇率的不利变动。虽然一些美国投资者偏好把所有的外汇敞口都对冲回美元，但我认为通过持有多样的货币能够最好地保障投资者的收益。因为美国人购买商品和服务需要支付多种货币，那么保有适当外汇敞口是合理的。

处理外汇风险并不容易。比如在1992年欧元诞生以前，投资欧洲的企业需要兑换大量货币。管理多种外汇持仓非常麻烦，而且有时候要付出高额的交易费用。我最终放弃了投资菲利普莫里斯公司旗下、以斯洛伐克为基地的糖果制造商费加罗公司（Figaro），因为持有斯洛伐克外汇头寸的成本实在太高了。

另一个问题是，即使一个人倾向于进行对冲，但是找出合适的对冲方案也是惊人的复杂。大部分公司的业务遍布多个国家，涉及不同的货币。比如说，如果投资者想要对冲雀巢公司的瑞士法郎风险（其股票在瑞士上市），那么他将难以决定到底选择什么货币对冲，因为雀巢公司只有不到5%的收入来自于瑞士。

而且，当货币波动不定而导致对冲成本高昂时，最引人注目的投资机会往往会出现。比如说，在20世纪90年代初期，海湾战争引发的船舶工业危机导致挪威股市大跌，之后我投资于挪威的股票市场。斯堪的纳维亚货币当时承受着巨大的压力，定价基于货币将进一步下跌的预期，使得对冲成本高得令人望而却步。我们有充足的理由认为，不仅仅是挪威的股票被低估，其货币也是。既然海湾战争的结束会导致挪威的股票上涨，那同样也会使得相关货币升值。

会计标准

当我第一次投资海外市场时，美国投资者问：“外国公司的会计账目可靠吗？”我那时的回答是：“和什么比较呢？”虽然国外的会计标准存在很多缺点，但实际上，它们在某些方面比美国的会计标准更加保守。再说，美国人引以为豪的标准也没能让我们避过安然和世通欺诈事件等会计丑闻。

不过，早期海外市场的会计准则的确使得海外投资非常麻烦，其中一个困难涉及未合并附属公司的问题。即使企业部分拥有的附属公司的股权占了公司内在价值的很大份额，但在资产负债表和损益表上通常不会找到有关附属公司的资料。同时，由于处理商誉、摊销和折旧的规定不同，各国企业之间很难进行一对一的比较。

例如，在20世纪80年代后期，我开始投资于荷兰酿酒商喜力（Heineken）时，公司看起来不如美国的同类厂商盈利能力强。但是

由于喜力采用了重置成本的会计方法，因此实际上计提了过多的折旧费用。一旦以公认的会计准则（GAAP）进行调整，喜力的盈利能力就变得非常的耀眼。这是一个很简单的调整，因为它的年度财务报告中有充足的财务信息披露。

但是，外国公司通常都不会提供充足的分类信息披露，更糟糕的是，他们根本不披露未合并附属公司的信息，这令上述调整变得颇具投机性。在此情况下，投资者必须坚持更大的安全边际以规避不完全的信息披露风险。幸运的是，全球会计准则日益改善，要求业绩报告广泛涉及各业务板块，并加强未合并附属公司的信息披露。

无法获取的资讯

在某些国家，投资者经常无法获得上市公司的资讯，可以获得的信息质量也很低劣。一些财务报表甚至没有翻译成英文，特别是在相对比较小的市场，如挪威和捷克等。我经常雇人为我翻译此类财务报表。随着彭博社和其他类似资讯供应商的出现，我们可以更快获地获得更多的英文资讯。然而，企业的新闻发布经常只用当地的语言。

美国的投资者也很难安排与企业的管理层见面。我回想起20世纪80年代末我第一次去拜访喜力啤酒公司。当我被引荐介绍给副主席时，他认真严肃地问道“你在这里干什么？”实际上，他之前可能从未见过美国投资者，而且也很难想象为什么美国投资者会对自己的公司感兴趣。同样的，我最初投资于英国的早餐谷物生产商维他麦（Weetabix）时，也只有一次和管理层中的一个人见了面。

维他麦和喜力分别由他们的创办者家族所控制着，只有极少数投资者的诉求能传到管理者的耳中。但是，仔细研读两家公司的报告可以发现，两家公司都审慎经营，也很注重回馈股东。

我可以接受鲜与投资者打交道的管理者，但是在投资这类公司时，我需要设定更大的安全边际。但是，这也是有限度的。我回想起20世纪90年代后期亚洲金融风暴之后，我来到韩国，与一家生产糖果的龙头企业乐天糖果的高层见面。我向管理层询问公司下一年的现金流前景。翻译员和管理者说了将近30分钟后，给了我一个词的回答：“更好”。因为不知道他们都讨论了什么，而仅得到了一个不够充分的回答。尽管这家企业可能前途光明，但我还是选择了离开。

谁受托管了

当我开始投资海外时，很少有国外公司以现在常见的美国存托凭证（American Depositary Receipt）的形式在美国市场上市。这就意味着许多美国受托人不能有效投资海外，因为他们普遍需要本国的股票托管服务。当我同时投资于美国存托凭证（ADRs）和当地股票时，我的一些客户却只能够持有美国存托凭证。更糟糕的是，一些国家的限制确实使得境外投资者缚手缚脚。

20世纪80年代中期情况就是如此。那时，我的投资者持有必富达金酒（Beefeater’s Gin）的生产商詹姆斯-伯勒斯有限公司（James Burroughs PLC）的股份，却因为法律障碍无法接受惠特贝瑞公司（Whitbread）提供的换股安排，而只能够接受现金。而且他们不能参与联合多美（Allied Domecq）并购惠特贝瑞和保乐力加（Pernod Ricard）并购联合多美的行动。相反，他们迫不得已卖掉股票获得的收益还要纳税。同理，我也很难投资于一些发展中国家的金融市场（比如印度和中国），因为当地证券市场监管限制外商投资行为。

美国投资者可以投资的金融工具也存在类型的限制。比如说，我在20世纪80年代中期第一次投资于雀巢公司时，作为非瑞士投资者，我不能购买实股，只能购买“参与权凭证”（participation certificates）。投资于维他麦和荷兰的传媒公司电讯报（De

Telegraaf）的情况亦是如此。因为参与权凭证持有者拥有的权利少于股东，为此我降低了愿意支付的价格，以维持足够的安全边际。

即使是在资金潮水般涌向海外市场的背景下，完成海外交易和持有海外证券至今仍然是个挑战。在大多数海外市场，佣金仍然居高不下，而且许多海外市场在扣除佣金以外还要征收各种税费。最后，许多美国托管机构在海外交易结算时要收取额外的费用。他们也试图从外汇交易中获取更大利润。收取海外派息普遍会被延迟，将海外派息兑换为美元时也要支付高额佣金。此外，养老基金和捐赠基金等享有税收豁免权的投资机构，在试图收回被有关当局扣留的海外股息税时都遭遇到重重困难。投资者可以用已缴纳的海外税收来抵减应付的美国境内税款，从而解决这一问题。最后，由于托管机构通常较迟或是根本没有得到他们的海外附属托管机构通知企业的相关行动，因此很难为海外持股代理投票。

时至今日，仍有大量行政和技术的困难存在，但是有关公司治理和证券监管方面的担忧其实是被过分夸大了。国际企业治理对投资者的保障已经越来越与美国趋同（尤其是在欧洲）。美国流行的任命非执行董事的做法已经在许多国家成为惯例。此外，尽管欧洲市场并未针对企业董事操守制订萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley）那样的新条例，但实际情况是，他们基于原则的企业管制体系与美国基于规则的管制结构所提供的保障是一致的。

维他麦：做对一次

我常常抱着这种心态来对待投资——沃伦·巴菲特曾经描述的“做对一次”，寻找拥有真正竞争优势的超级品牌、相对保守的资本结构、有主人翁意识且一贯尊重股东利益的管理团队、并且股价合理的企业，让这些具备主人翁意识的管理团队运用该品牌创造出来的充足现金流进行再投资。每家企业的内在价值应当随着时间增长，如果

增长速度足以带来吸引人的投资收益，那就更理想了。维他麦就是其中一例。

20年前我开始注意到维他麦是因为我的妻子。与每一个在英格兰度过童年时代的人一样，她是早餐谷物维他麦的忠实顾客。维他麦有些类似于纳贝斯克脆麦片条（Nabisco Shredded Wheat）。我并不喜欢吃维他麦。但是通过对早餐谷物行业的市场调查和与维他麦的全球竞争者交谈，我发现维他麦不仅拥有非常忠诚的顾客，而且在英国的早餐谷物市场中拥有很大份额。我可以投资于这家公司么？公司手册上关于公司财务状况的描述给我留下了深刻的印象，但是想要获得更多的细节信息还是非常困难。

我发现，在那以前的五年里，维他麦的收入增长超过60%。更重要的是，它的经营性利润从1982年的每股亏损2.2便士跃增为1986年每股收益38.6便士。但是，维他麦只有不到10%的毛利率，以行业标准看表现只算中等。这也意味着毛利率还有上升的空间。另外，维他麦的资产负债表相对保守，现金余额大约700万英镑，超过其市值的10%。此外，该股的市盈率只有7倍，而自由现金流回报率（每股自由现金流/股价）却达14%。总体来说，维他麦在本地市场拥有非常强大的产品品牌。同时，在维他麦的控股家族的继承人理查德·乔治爵士（Sir Richard George）的管理下，公司的表现蒸蒸日上。

我首次投资于维他麦的经历可以说明投资海外有多么的困难。首先，维他麦有表决权的股票极少交易（倘若有的话）。而我的客户拥有的没有表决权的证券，是在未上市证券市场（OFEX）上进行交易的，而并非主要交易场所。事实上，维他麦的股票交易需要先进行预约，买盘和卖盘之间的报价差额非常大。除此之外，交易的成本也非常高昂。两家证券经纪商瓜分了维他麦的股票，所以投资者无法四处比较以寻求一个更好的价格。尽管障碍重重，但是这只股票如此超

值，所以我最终还是大量买入。然而麻烦并没有结束，10年来，我在完善该股票的结算方式上困难重重，收取股息的过程也非常痛苦。

当时维他麦股价如此低廉的另一个原因，是投资者对于家族控股企业存在偏见。投资者通常害怕控制上市公司的家族成员对股价漠不关心，甚至转移资产至个人名下。有趣的是，我偏好投资于家族控股企业。倘若你的利益能够与一个忠实的家族联系起来，那么家族控制实际上会让情况变得更好，而不是更坏；他们会着眼长远，做出有利于股东而不是管理层的决定。毕竟，一个家族控制一家企业时能够自由地做长远打算，而不用在乎其他人怎么想。

最后，维他麦的管理层非常不愿意与投资者打交道。他们不会在伦敦城内金碧辉煌的经纪商办公楼举行丰盛的午餐会。除了规定的半年报和年报以外，基本不会有新闻发布。在分析师交流会上也基本没有机会见到管理层。实际上，投资者能得到的信息主要来自于每年年报中主席写给股东的信。尽管我的客户已经拥有了接近16%的流通股份，但我还是花了几年的时间才得以与公司的首席执行官见面。

虽然难以与企业接触会使许多投资者退却，但我很欣赏公司的管理层专注于企业的运营前景、用业绩说话的做法。这些年来，我没有见过维他麦有过任何内幕交易，所以我相信公司的管理层能够成功地为股东创造价值。最棒的是，当我第一次知道维他麦时，它的股价正因为上述困难而被低估，而且低估持续了很长时间。我庆幸有机会以低于其内在价值的价格不断增持该股。2003年维他麦的股票被收购时，我当初的投资已经增值了10倍。

总结

我的结论是，格雷厄姆、多德以及巴菲特的原则适用于美国市场，也同样适用于国际市场投资。实际上，与其在美国市场寻找超值

的股票，倒不如放眼海外市场，那些市场相对缺乏效率，备受短期趋势和谣言主宰，对于最新发展又反应过度。对于价值投资者来说难道还有比这更好的选择么？

托马斯·鲁索（Thomas Russo）

宾夕法尼亚州兰开斯特Gardner Russo & Gardner公司合伙人，Semper Vic Partners公司的一般合伙人。他从事环球价值投资已经超过20年了。

鲁索撰写的部分是本书从未涉及的内容——环球市场中的价值投资。这个主题在格雷厄姆与多德的时代只是小课题，但是在今天已经具有非同寻常的重要意义。

附录

注释1（第2版引言）

表F1-1　雅培公司　　（单位：美元）

年份	股票价格[a]		每股收益[a]	每股已付股息[a]
	高价	低价		
1929	12	9	1.17	0.36
1930	11	9	0.80	0.57
1931	9	6	0.67	0.60
1932	8	4	0.50	0.54
1933	10	5	0.90	0.48
1934	14	10	1.48	0.56
1935	40	19	1.77	0.95
1936	55	31	2.10	1.97
1937	53	34	2.38	2.00
1938	58	34	2.31	1.62
1939	72	53	2.61[b]	2.05

注：a．数据调整以反映截至1939年年底的情形，公司分别在1935年、1936年、1939年支付了33⅓%，200%和5%的股息。

b．1939年流通股平均的每股收益为2.90美元。

表F1-2　美国家庭用品公司　　（单位：美元）

年份	股票价格		每股收益	每股已付股息
	高价	低价		
1929	86	40	5.47	3.55
1930	70	47	5.49	4.20
1931	64	37	5.52	4.20
1932	51	25	3.93	4.20
1933	43	25	2.97	3.25
1934	36	26	3.02	2.40
1935	38	29	2.57	2.40
1936	52	37	3.81	2.50
1937	52	32	3.88	2.60
1938	46	31	3.75	2.40
1939	60	42	5.23	2.65

表F1-3　兰伯特公司　　（单位：美元）

年份	股票价格		每股收益	每股已付股息
	高价	低价		
1926	72	40	4.58	1.75
1927	89	66	6.98	6.00
1928	136	80	8.92	6.50
1929	157	80	10.04	7.75
1930	113	71	9.52	8.00
1931	88	40	8.23	8.00
1932	57	25	5.08	7.00
1933	41	19	2.99	4.00
1934	31	22	2.96	3.00
1935	29	21	2.03	2.75
1936	27	16	1.70	2.00
1937	24	10	1.54	2.00
1938	17	9	1.71	1.50
1939	18	14	1.69	1.50

注释2（第1章）

圣路易斯－旧金山铁路公司6%的优先股的价格在1931年跌至每股4.5美元，在1932年跌至每股1美元，同年，该铁路进入破产管理程

序。在美国州际商务委员会（the Interstate Commerce Commission of USA）检察官的重组计划下，这批证券都变得一文不值了。

一年后（1933年7月），欧文斯－伊利诺斯玻璃公司的债券以每股101.25美元的价格被赎回。

1925年，莱特航空的股价升至每股32.375美元，并在1929年派发100%股票股息之前蹿升至每股299美元。新股在1932年下跌至每股3.875美元（相当于旧股每股股价为7.75美元），而后在1936年，该股大幅反弹至每股140.75美元（相当于旧股每股股价为281.5美元）。这让人怀疑其股价被操控，因为这是一个即使在1939年也不可能达到的价格——1939年第二次世界大战爆发，订单增多，盈利急速增长。1935—1939年盈利的飙升，加上已签订的和预期的战争订单，也许可以解释为何在1939年年底，股票能以1935—1939年平均盈利35倍的价格出售。

在接下来的6年里，跨区快速地铁公司的票据每年派息7%，相当于本金的1.7%。1939年，纽约市订立合同购买跨区快速地铁公司的财产，将票据持有者的未偿还本金的87.5%和5%债券持有者本金的82.5%变现，并用3%的纽约市债券（企业股份）支付。我们认为，充足的抵押品足以保证票据得以按面值偿还。然而，在购入价格相同的条件下，1933年7%票据的购买者将比5%债券的购买者获得更多的收益。假设纽约市债券按面值偿还，那么包括利息，票据持有者的总收益是每1 000美元债券约获得1 340美元，而5%债券的总收益是每1 000美元债券约获得1 125美元。

1936年12月，派拉蒙电影公司向第一优先股派发累计股息12美元。自此之后，公司定期向这批第一优先股派发股息，但直到1939年才开始向普通股派发股息。1937年年初，第一优先股和普通股价格都大幅上升，但在同年晚些时候，优先股的售价比普通股高出很多，并且情况一直持续如此。

注释3（第1章）

“高市盈率股”与“低市盈率股”

1936—1938年，作者组织了高市盈率股和低市盈率股（依据上一年度盈利情况计算得出）相对表现的测试。1924—1931年，在每年的3月1日，作者共进行了8次研究。所有在纽约证券交易所上市的工业股，均按3月1日股价相对上年度盈利的比率排序（排除了那些财政年度终止日不是12月31日，以及上年度每股收益低于1美元的公司）。在余下的公司中，排名前25%的公司和排名后25%的公司将在下一步进行比较。平均而言，排名前25%的公司的股价大约是排名后25%的公司的三倍。

研究的因素包括股票市价后续的变化以及随后的盈利和派息记录。我们希望根据（1）未来股价的变动加股息收益，以及（2）与股价相关的未来盈利，来判断购买高市盈率（“昂贵”）的股票和低市盈率（“便宜”）的股票，哪种对投资者更为有利。

为了节约篇幅，详细的研究结果不在这里给出。总而言之，这些研究并不是结论性的，它们没能一致地指出哪种股票具有长期稳定的优势。研究得出的推论支持购买按年度盈利计算为低市盈率的股票。尽管像预期一样，“昂贵”的股票的盈利和股息相对于“便宜”的股票有所改善，但改善的程度似乎不足以（在八年的时期内）抵消最初为它们支付的溢价。同样，这些改善未能在牛市或熊市中持续下去，从而证明这些“昂贵”的股票比“便宜”的股票更加“便宜”。

在此感谢欧文·卡恩（Irving Kahn）对本研究的帮助。

注释4（第5章）

美国快递公司的一段财务历史说明，资产权益由股票形式转变为债券形式，可以吸引投资者购买新证券。即使新证券无论是安全性还是盈利能力都不如股票。

1918年，该公司的资产仅包括位于纽约市雷克托街（Rector Street）2号的大楼和几处价值相对较低的房地产。100 000股每股15美元的股份代表着这些资产的所有权。次年，雷克托街的大楼以3 725 000美元出售，购买者靠按面值出售3 000 000美元第一抵押权债券（由该大楼的留置权担保）融得部分资金。出售其他资产后，美国快递公司向其股东派发每股39.25美元的清算股息。

美国快递公司市价15美元的股票与按面值计的债券的实际差别惊人。前者的买家支付1 500 000美元，可以取得雷克托街物业的完整所有权外加其他资产。后者的买家付出3 000 000美元，仅能取得雷克托街物业的有限权益。显而易见，相对于按面值出售的债券，市价15美元的股票更为安全、利润也更丰厚。此例中，债券只相当于股票背后所代表资产的部分权益，但公众显然视股票为投机，而视债券为投资。这种反常现象部分归因于“债券”这两个字有奇妙的影响力。

有关这个例子更详尽的陈述及参考来源，请参阅1934年版的《证券分析》，第617~618页。

有关此原则较新的例子可参考布鲁克林区的考特·利文斯顿办公大楼（Court-Livingston Office Building）的历史。在原来的第一抵押权债券止赎后，物业所有权（撇除若干租赁土地）相当于3 880股股份。1939年年初，股票报价为每股30美元，说明公司资产总值为116 400美元。然而，该公司当时持有现金资产约值180 000美元。1939年4月，该物业以250 000美元售出，股东随后收到每股约110美元的清算股息。买家向一间储蓄银行办理了285 000美元的抵押贷款，涵盖整个物业，包括原先租出的土地。由于部分建筑物租约尚未终止，因此这个例子不如美国快递公司大楼的例子那么清晰。但考特·利文斯顿的

股份总市值远低于公司的现金持有量，显示了在普遍将债券形式作为融资媒介的情况下，运用股份形式将导致价值被大幅低估。

注释5（第5章）

“美国凭证”（American Certificates）是指克鲁格－托尔公司面值5.36美元（按当时汇率计）、利率为5%的参与信用债券。由于债券在2003年到期，所以在美国市场上的售价为每张28.14美元。以下性质解释了将其归为普通股的原因：

1．相关债券的利率为5%，每年支付一次，在任意一个财政年度，包括支付的或宣布的股息在内，如果普通股的股息率超过5%，每高出1%，则债券有权将利率额外提高1%。

2．“美国凭证”的发行价是相关债券面值的5.25倍。根据正常情况下（即非参与）的5%的利率计算，在该发行价上的收益率少于1%。

3．债券持有者的合理收益是依靠债券的参与性质获得的，而参与性质又是受股票的派息支配的。只有1/5的收益和本金价值来自于债券合同；其余五分之四都具备了普通股偶然、可变的性质。具体划分参见表F5-1。

表F5-1　克罗格和托尔公司相关债券和股票情况（每20克朗）　　（单位：美元）

项目	债券成分	股票成分	总计
本金	5.36	22.78	28.14
在1928年的收益	0.27	1.07	1.34

这些凭证价格最高在1929年达到每张46.375美元，但到了1934年仅为每张0.5美分。

注释6（第6章）

有关纳贝斯克公司优先股的投资特点，可以从历史价格和股息支付记录中找到令人信服的证据。公司自1898年成立以来，每年都会定期支付每股7美元的股息。1907年以来，公司股价从未低于过面值（100美元）。1908—1939年，公司股票年度最高价和最低价的均值为140.6元，年度股息为每股7美元，收益率为5%。股票在纽约证券交易所上市以来，整个历史期间（1899—1939年）的平均价格为132.75美元，收益率为5.27%。这个平均价格计算范围囊括了1900年的79.5美元和1939年的175美元。股票上市的41年间，售价低于面值的情况仅在5年中出现过。

注释7（第6章）

海滨－全佛罗里达铁路公司2 500万美元的第一抵押权黄金债券，利率6%，A系列，1935年8月1日到期，最初在1925年以98.5美元加利息的价格发行。该债券由海滨－全佛罗里达铁路公司、佛罗里达西北铁路公司（Florida Western & Northern R.R. Co）、东西海岸铁路公司（East & West Coast Ry.）联合发行，其本金和利息还经海岸航空铁路公司（Seaboard Air Line Ry. Co.）进一步背书获得无条件担保——海岸航空铁路公司出租几条铁路资产，每年净租金收入至少相当于所有未偿付抵押债券的年利息费用之和。

出售这些债券的收益主要用于赎回第一抵押权债券，并在佛罗里达州的东西沿海岸修建大约217英里的铁路。因此，这些债券持有人对大约475英里长的新建铁路和已有铁路拥有了第一抵押权。

海滨－全佛罗里达铁路公司在1931年2月2日破产清算，在此之前，海岸航空铁路公司已破产清算，这些债券的到期利息支付遭受违约。

虽然这些债券购买者为收购和建设佛罗里达州的铁路提供了24 625 000美元的成本，但这些债券的售价在1931年12月时非常低（面值为1美元的债券只值1美分），市场对其投资的估值仅为250 000美元。1939年年底，估值上升至940 000美元，面值1美元的债券的价格上升至3.875美分。

注释8（第6章）

布什运输公司（Bush Terminal Co.）发行的利率为4%的第一抵押权债券（1952年到期）和利率为5%的综合抵押债券（1955年到期）在1933年发生利息支付违约，与此同时，该公司的偿债基金也发生违约。所有的违约在重组过程中都得到了支付，并且证券发行也未受影响。其他一些债券违约并得到类似处理的案例可以从本书的1934年版本中获得（第637~638页）。

注释9（第6章）

芝加哥－东伊利诺伊铁路公司发行的利率为6%的综合抵押债券（1934年10月1日到期）在1934年和1935年都发生违约，1940年的重组计划使得该债券得以按票面价值和4%的利率获得支付。

普赖斯兄弟公司（Price Bros. Co., Ltd.）发行的利率为6%的第一抵押权债券（1943年到期）在1932年因无法支付利息而违约。但是，债券持有人在1937年获得了票面价值和累计利息的全额支付。其他案例可以从本书的1934年版本中获得（第638页）。

注释10（第6章）

密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司于1915年被清算，该公司发行的1990年到期的、利率为4%的第一抵押权债券的价格在1905年高达104.25美元，直到1914年售价仍达到91.875美元。在1915年陷入财务困境之前，历史记录显示这是一只高等级投资债券。1903—1912年的11年间，该债券的最低价格也达到98.5美元，那是在大恐慌的1907年。

在漫长的清算过程中，利息支付遭到延期，债券在市场上也是以平价交易。虽然避免了技术性违约，但该债券的投资价值消失了。当真正破产清算时，售价跌至52.125美元。在1921年宣布重组时，债券售价低至56美元，直到1927年，价格才恢复至具有投资价值的90美元。因此，第一抵押权没能保护投资者在财务困境中不受市场价格大幅下跌的影响。

在本书的第2章中，我们也介绍了类似的事例，即布鲁克林高架铁路公司发行的1950年到期、利率为5%的第一抵押权债券。这是一种以布鲁克林地铁公司（Brooklyn Rapid Transit Co.）的重要高架线路为担保的抵押权，该公司在1918年12月31日被清算，1923年重组为布鲁克林－曼哈顿运输公司（Brooklyn-Manhattan Transit Corp）。1903—1917年，这种债券一直被列为第一安全级别投资工具，除了在1907年大恐慌时期售价降至85美元，以及1917年公司似乎马上要被接管的时候以外，其余时期债券的售价从未低于90美元。虽然该证券没有受到重组的影响，但价格在1920年已经降至55美元，直至公司被清算3年之后的1926年，才恢复至以前的投资水平。

1934年7月1日，查克托－孟菲斯铁路公司（Choctaw & Memphis R.R.）发行的利率为5%的第一抵押权债券（1949年到期），由于不能按期支付利息而违约，1938年和1939年的最低市场报价分别为21美元和32美元。不过，芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司的重组计划为这

种债务系统中的小额优先证券免受市场价格大幅下跌的影响提供了充分的担保。（见第831页关于该证券的讨论）

注释11（第7章）

铁路和公用事业债券在1937—1938年的价格表现与1936年收益偿债能力的关系。

A．铁路债券：根据1936年利息保障倍数大于2.5和小于2，我们将1937年1月在纽约证券交易所上市且未破产清算的37只铁路企业债券分为三类。（只有艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司和班戈－阿鲁斯图克铁路公司的盈利的固定利息费用在2～2.5倍之间。）对每一类铁路企业，我们选取一只表现活跃的证券代表最低级抵押权债券。表F11-1列示了三类不同铁路债券的平均表现。

表F11-1　三类不同铁路债券的平均表现

类别	利息保障倍数（1936年）	平均每1 000美元债券的表现		
		票面利率	1937—1938年	
			最高价	最低价
第一类： 7只，支付股息，利息保障倍数大于2.5	4.68倍	4.04%	112.5	100.75
第二类： 12只，支付股息，利息保障倍数低于2	1.50倍	4.56%	105.75	64
第三类： 18只，不支付股息，利息保障倍数低于2	1.17倍	4.44%	93.75	29.5

第一类中只有一只债券的价格跌幅超过10%（切萨皮克－俄亥俄州铁路公司发行的1992年到期、利率为4.5%的普通债券，但该债券后来

挽回了几乎所有损失）。

B．公用事业债券：根据1936年利息保障倍数低于1.5倍、介于1.5倍与2倍之间，以及大于2倍的标准，将在纽约证券交易所上市，且具有偿付能力的公用事业公司划分为三类。表F11-2显示了第一类和第三类公司的相对表现，每一家公司选择一只重要债券作为代表。

表F11-2　第一类和第三类公用事业公司的相对表现

类别	利息保障倍数（1936年）	平均每1000美元债券的表现		
		票面利率	1937—1938年	
			最高价	最低价
第一类： 1936年，42家利息保障倍数超过2倍的公司	3.67倍	3.93%	108.25	102.75
第二类： 1936年，11家利息保障倍数低于1.5倍的公司	1.29倍	5.16%	90.875	61.25

42只第一类债券中，只有5只债券的价格跌幅超过10%，而且所有这些债券的价格在后来都恢复至1937年的最高水平，甚至更高。

11只第三类债券中，只有1只债券的价格没有跌破10%，它由萨格奈电力公司（Saguenay Power Co.）发行，而该公司由加拿大铝业有限公司（Aluminum Ltd. of Canada）控股，并且获得强大的美国铝业有限公司提供的某些担保。

注释12（第7章）

关于下面几个例子更完全详细的信息请见本书1934年版本中的640~641页。

1．海湾国家钢铁公司（Gulf States Steel Co.）在1927年以98.75美元的价格发行了利率为5.5%的信用债券，1930年又发行了同样

的债券。1929年的利息费用偿付率是1922—1929年平均费用偿付率的4.88倍，这段时期中，1926年的费用偿付率最低，为3.5倍。但在1930—1932年，公司在支付利息费用前是以赤字状态运营的，且债券价格在1932年降至21美元。

2．马里恩蒸汽掘土机公司（Marion Steam Shovel Co.）在1927年以99.5美元的价格发行了到期日为1947年、利率为6%的第一抵押权债券，当时的利息费用偿付率是1922—1929年平均水平的4.11倍，这段时期中，1928年的费用偿付率最低，为2.78倍。但在接下来的9年里，公司有7年时间在支付利息费用前处于赤字运营状态，且债券售价最低仅为20美分（面值为1美元）。

3．麦克洛瑞百货公司（McCrory Stores Corp.）在1926年以98美元的价格发行了利率为5.5%的信用债券，1931年固定费用的偿付率是1922—1933年平均水平的5.32倍。在此之后，公司盈利水平急剧下降，无法覆盖费用支出，最终在1933年被诉讼破产，债券售价降至仅为21.625美元。

然而，在随后的几年间，这三家公司的所有债券价格几乎全部恢复到正常水平。

注释13（第7章）

工业债券价格表现（1937—1938年）与1936年前一段时期的收益之间的关系。

这项研究与附录11中描述的类似，但做以下修正：所有在纽约证券交易所上市的工业企业债券都对平均利息保障倍数进行了检测，年限尽可能长，直至1936年（不超过10年）。A组企业包括所有利息保障倍数在3倍以上的公司，B组企业包括利息保障倍数低于2.5倍的37家公司。

两个分组的平均结果如表F13-1所示。

表F13-1　两类工业债券比较

分类项目	债券数目	利息保障倍数的中间值[a]	票面利率	1937—1938年的价格区间	
				高价	低价
A组	27	4.00倍	4.07%	107.5	97.5
B组	37	1.45倍	5.00%	95	70

注：a. 使用中间值，因为平均值不具代表性。

在A组中，只有8只债券的损失超过最高市场价格的10%；而在B组中，只有9只债券的价格没有跌破最高值的10%。并且，在A组的这8只债券中，除了2只债券以外（哥德海姆丝织品公司［Gotham Silk Hosiery］发行的利率为5%的债券和琼斯－劳克林［Jones & Laughlin］发行的利率为4.25%的债券），其他价格均恢复至距离1937年的价格高位只差4个百分点的位置。B组那9只债券的价格都维持不变，但是除了两家公司外（休斯敦石油［Houston Oil］发行的利率为5.5%的债券和考伯斯公司［Koppers Co.］发行的利率为4%的债券），另7家在1936年的利息偿付率超过3倍。

注释14（第7章）

下列案例中关于大萧条前盈利能力消失的更详细信息请参考本书1934年版本第641~643页。

1. 波特尼联合制造公司（Botany Consolidated Mills, Inc.）在1924年发行了1934年到期、利率为6.5%的第一抵押权债券，该公司当年以及此前的7年里，利息支付前盈利平均为利息费用的5.75倍，在1926年公司遭受经营亏损之前，该债券都是以固定价值证券的价格交易。在此之后，公司经营亏损不断加大（1927年例外），直至1932年公司破产清算。在破产清算前最后一年，面值1美元的债券的售价只有

5美分，而在1928年和1929年经济繁荣的时期，其面值1美元的债券价格分别低至59美分和40美分。

2．R.霍伊公司（R. Hoe & Co.）在1924年发行了1934年到期、利率为6.5%的第一抵押权债券。在不考虑发行该债券募集的新资本的额外盈利的情况下，公司过去三年平均盈利是该债券利息费用和其他固定费用总和的3.2倍。然而，从1924年开始，公司盈利连续下降（1929年除外），利息支付保障已不充足，但公司债券价格直到1928年以前还一直维持在面值附近。此后，价格在1929年跌至75美元。1932年公司破产清算中止，债券价格跌至60.125美元。

3．1922—1932年，朗贝尔木材集团公司（Long-Bell Lumber Corp.）净利润连续下滑。当朗贝尔木材有限公司（Long-Bell Lumber Co，一家子公司）在1926年发行利率为6%的第一抵押权债券时，公司平均利息保障倍数远高于工业行业的最低要求。但在此之后公司开始出现营业亏损，1926—1929年，该公司平均利息保障倍数只有1.37倍，到了1932年该债券出现违约。

4．1927年，国家散热器公司（National Radiator Corp）以面值发行了1947年到期、利率为6.5%的信用债券。不考虑新资本额外回报，该债券在1922—1926年可获得的盈利是利息费用的3.5倍。虽然1927年的固定费用覆盖率足够大，但在接下来三年里公司遭遇经营亏损，在1931年破产清算。

注释15（第8章）

较早的案例包括：在纽约证券交易所上市的墨西哥发行的政府债券在1933年6月全部违约，1美元仅可收回4美分至6美分，但与此同时，墨西哥电力能源公司（Mexican Light & Power Co.）发行的1940年到期的5%第一抵押权债券却并未违约，售价还高达50美元。虽然智

利发行的6%政府债券自1931年起即处于违约状态，1美元仅可收回11美分至12美分，智利铜业公司（Chile Copper Co.）发行的1947年到期的5%信用债券在1933年6月的售价仍高达67美元。虽然里约热内卢市发行的政府债券自1931年起即处于违约状态，售价22美元，年初时1美元售价仅可收回10美分，里约热内卢电车照明电力公司（Rio de Janeiro Tramway, Light & Power Co.）发行的1935年到期的5%第一抵押权债券在1933年6月的售价仍高达87美元。虽然两只债券都未违约，但意大利发行的1951年到期的7%外国偿债基金债券售价仅为95美元，而意大利比瑞利公司（Pirelli Co.）发行的1952年到期的7%偿债基金可转换债券在1933年6月以溢价水平出售。

1939年年底，墨西哥电力能源公司债券依然在支付利息费用，售价为21美元到25美元，而墨西哥政府债券处于违约状态，1美元售价仅可收回0.75美分。需注意，在1939年9月，莱茵－西伐利亚电力能源公司（Rhine-Westphalia Electric Power Corp.）7%担保（美元）票据被以平价提前赎回，剩余小部分利息也得到按时支付，而在纽约市场交易的德国7%外国债券的价格仅为面值的10%。1939年11月，意大利比瑞利公司以105美元的价格提前赎回债券，并全额支付了1952年到期的可转换（美元）债券的利息；与此同时，意大利王国7%外国债券的售价仅为65美元。

注释16（第8章）

举例来说，虽然拥有充足的本币，但由于奥地利政府对外汇兑换的限制，阿派恩－蒙大拿煤钢公司（Alpine-Moutan Steel Corp.）发行的1955年到期的7%第一抵押权债券在1932年9月1日的应付利息无法支付。因为匈牙利政府颁布法令，规定从1931年12月23日开始暂停在国外使用外币支付匈牙利金融债务，所以利马钢铁公司（Rima Steel Corp.）发行的1955年到期的7%第一抵押权债券在1932年8月1日的应付

利息同样无法支付。德意志银行（Deutsche Bank）发行的1932年9月1日到期的6%票据的本金在到期时未能支付，原因是德国政府对外币兑换的限制。票据持有人可以选择立即得到德国马克，但必须在德国使用；或者在1935年9月1日获得美元支付，且立即获得2%的额外奖励。类似的妥协情况还出现在萨克森市政工程股份公司（Saxon Public Works, Inc.）发行的1932年7月15日到期的5%票据中。

注释17（第10章）

如果读者想要更细致地了解设备信托债券的投资质量和记录，请参考肯尼斯·邓肯（Kenneth Duncan）所著《设备信托债券》（*Equipment Obligations*，纽约，1924）第7章。1900年起铁路公司重组时设备债券违约的案例以及它们的应对在这本精彩著作的第229~239页。简要引述邓肯在1924年所写的著作（见第199~200页）：“设备证券的持有人不得不接受除现金之外的其他证券的案例只有3个；设备证券的持有人不得不重新收回设备证券并出售它们的案例只有2个；没有设备证券最后未能被偿付；当违约发生时，持有人要么获得现金，要么获得其他证券，后者之后的出售价值不会低于债券的本金。”另可参考杜因的《公司证券研究》（纽约，1934）第9章。

对铁路公司破产管理时设备信托债券的一个更为简要，更具时效性的概要是由弗里曼公司（Freeman & Co.）的设备信托债券专家所做的研究，于1940年1月9日发表。

1886—1938年铁路公司破产管理时设备信托债券的情况

1886　丹佛－里奥格兰德铁路公司（Denver Rio Grande R.R.）设备信托票据持有人同意将票据转换为抵押债券和优先股，转换后证

券价值较设备信托票据提高了40%。

1888　切萨皮克俄亥俄铁路公司设备信托债券未受影响——其他证券的利率下降。

1892　佐治亚中央铁路－银行公司（Central Railroad & Banking Co.of Georgia.）设备信托债券未受影响——全额偿还。

1892　萨凡纳－阿梅里克斯－蒙哥马利铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1892　托莱多－圣路易斯－堪萨斯城铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1895　艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司的托管人在到期时，为每1000美元的设备信托债券预留了1 200美元抵押债券用以偿还。

1895　纽约－伊利湖－西部铁路公司的托管人发行新凭证，用以偿还设备信托债券。

1895　联合太平洋铁路公司设备信托债券未受影响——预留抵押债券用以在到期时偿还设备信托债券。

1896　费城－雷丁铁路公司设备信托债券已偿还——部分价值通过评估确定。

1896　北太平洋铁路公司设备信托债券未受影响——定期偿付。

1899　根据新合约，哥伦布霍金河谷－托莱多铁路公司设备信托债券的利息被立即支付，定期偿还本金的10%。

1900　堪萨斯城－匹兹堡－格尔夫铁路公司发行新第一抵押权债券，用以偿还设备信托债券。

1905　辛辛那提－汉密尔顿－代顿铁路公司设备信托债券未受影响。

1905　皮尔马克特铁路公司设备信托债券未受影响——破产管理期间以6%的收益率出售新设备信托债券。

1908　海滨航空铁路公司的托管人出售新凭证，用以在到期时偿还设备信托债券。

1908　除了部分律师和其他费用，底特律－托莱多－艾恩顿铁路公司全额支付了设备信托债券的全部本金。

1910　布法罗－萨斯奎汉纳铁路公司设备信托债券得以出售；未造成损失。

1915　沃巴什铁路公司为设备信托债券持有人提供了两种选择：获得现金或6%设备信托债券。

1916　明尼阿波利斯－圣路易斯铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1916　密苏里太平洋铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1916　新奥尔良－得克萨斯－墨西哥铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1916　圣路易斯－圣弗朗西斯科铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1916　西太平洋铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1916　惠灵－伊利湖铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1917　沃巴什－匹兹堡终点铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1918　芝加哥－皮奥里亚－圣路易斯铁路公司设备信托债券暂时违约；从1919年开始恢复偿付。

1920　华盛顿－弗吉尼亚铁路公司的新管理层偿还了全部逾期债券。

1921　密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1921　亚特兰大－伯明翰－大西洋铁路公司设备信托债券持有人可以在债券结算时获得现金支付。

1922　芝加哥－奥尔顿铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1923　明尼阿波利斯－圣路易斯铁路公司依然处于破产管理之中——设备信托债券获得全额偿还。

1927　芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司设备信托债券未受影响——全额偿还。

1931　沃巴什铁路公司在将到期日顺延了3年之后，公司已全额支付设备信托债券利息，1939年，通过R.F.C.公司的贷款，公司购买全部当时仍发行在外的1944年之前到期的凭证，偿还相关债券。

1931　佛罗里达东海岸铁路公司在顺延了到期日后，除D系列租赁债券之外，其他所有设备信托凭证的本金和利息均被全额偿付。

1931　海滨航空铁路公司全部设备信托凭证被转换为1945年2月1日到期的托管人凭证，后者在1938年2月1日前利率为2%，1940年2月1日前利率为3%，之后至到期日利率为3.5%。最近发行的设备信托凭证由托管人定期检验。

1931　安娜堡铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1932　莫比尔－俄亥俄铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1932　佐治亚中央铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1932　圣路易斯－圣弗朗西斯科铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1932　南诺福克铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1932　威斯康星中央铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1933　密苏里－太平洋铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1933　新奥尔良－得克萨斯－墨西哥铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1933　国际－大北方铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1933　阿克伦、坎顿－扬斯敦铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1933　芝加哥－东伊利诺伊铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1933　所有1937年7月1日之前到期的芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司设备信托凭证被转换为1947年7月1日到期的3.5%偿债基金信托人凭证。通过计算，偿债基金可以在凭证到期时偿还所有债务。3.5%设备信托凭证和信托人发行的R系列债券的本金和利息被全额偿付。

1935　至1935年3月2日，芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司都按时偿还设备信托债券本金。但根据新的安排，1935年4月1日至1940年12月31日到期的本金将在今后每年支付200美元，直到全额偿还。这一方案中，全部本金和利息迄今为止都得到按时偿付。最近发行的设备信托凭证由信托人定期检验。

1935　芝加哥－西北铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1935　芝加哥大西方铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1935　丹佛－西里奥格兰德铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1935　纽约－纽黑文－哈特福特铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1935　圣路易斯西南铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1935　西太平洋铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1937　纽约－安大略－西部铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1937　纽约－萨斯奎汉纳－西部铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1938　伊利铁路公司设备信托债券的本金和利息被全额偿付。

1938　拉特兰铁路公司设备信托债券的本金在1938年5月31日被全额偿付。1938年和1939年到期债券的持有人可自愿选择将到期日顺延至1941年6月1日。迄今为止，利息都按时支付。

需要注意的是，在上述案例中，将设备信托债券转换为托管人凭证或信托人凭证会造成支付持有人利息的减少，佛罗里达东海岸铁路公司（Florida East Coast Ry.）D系列租赁债券的废除，导致凭证持有人最终只能以1美元设备信托债券0.43美元的价格出售。这一案例在铁路公司设备信托债券发行的历史中是一个特例。

注释18（第10章）

考虑到它们的投资历史，1932—1933年，设备信托债券以异常高的收益率出售——这是我们在本书1934年版中表达的一个观点。这一类型证券在1933年6月和1939年年底时的收益率如表F18-1所示。

表F18-1　设备信托债券的收益率比较

线路和债券系列	现时基础，%			
	1933 年 6 月		1939 年 12 月	
	买入价	卖出价	买入价	卖出价
大西洋海岸线“E”系列债券	5.50	4.50	2.00	1.50
巴尔的摩－俄亥俄铁路“D”系列债券	6.75	5.50	3.25	2.00
佐治亚中央铁路“Q”系列债券	14.00	9.00	4.50	3.75
切萨皮克－俄亥俄铁路“W”系列债券	4.50	3.75	2.10	1.50
芝加哥－西北铁路“U”系列债券	12.00	8.00	3.00	
芝加哥大西方铁路“A”系列债券	12.00	9.00	4.46	
芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路“L”系列债券	14.00	9.00	4.49	
伊利铁路公司“NN”系列债券	8.75	7.25	2.00	
伊利诺伊中央铁路“P”系列债券	7.00	6.00	2.50	1.75
长岛铁路“I”系列债券	4.75	4.00	2.50	1.50
密苏里太平洋铁路“D”系列债券	12.50	9.00	5.00	
纽约中央铁路“1929 年 4.5%”系列债券	6.50	5.50	2.15	1.25
纽约－纽黑文－哈特福德铁路“1930 年 4.5%”系列债券	6.50	5.50	3.10	2.50
北太平洋铁路“1925 年 4.5%”系列债券	6.00	5.00	1.25	0.50
皮尔马克特铁路“1930 年 4.5%”系列债券	12.00	9.00	2.45	1.00
雷丁铁路公司“1930 年 4.5%”系列债券	4.65	4.00	2.00	1.50
南太平洋铁路公司“M”系列债券	5.50	4.75	2.25	1.60
南方铁路“CC”系列债券	11.00	8.50	2.10	1.50

注释19（第10章）

美国投资银行家协会房地产证券委员会（Real Estate SECurities Committee of the Investment Bankers Association of America）的一篇中期报告（1931年5月12日，全文发表在1931年6月《投资银行业》［*Investment Banking*］第7~10页）预计，总额为10 000 000 000美元的，发行在外的房地产债券主要分为以下几类：

（单位：美元）

第1类	贷款规模低于目前正常状态下重估价值的75%，且投资记录良好	2 000 000 000
第2类	没有迹象表明贷款存在问题，但其规模高于证券现值的75%，且无须行使止赎权或遭受损失即可完成偿付	2 000 000 000
第3类	贷款规模普遍高于证券现值的75%，但最终偿付前可能行使止赎权或可能遭受少量损失（10%-25%）	2 500 000 000
第4类	抵押物价值仅为贷款规模的80%-100%，目前贷款规模已达到抵押物价值的125%-150%，在行使止赎权拍卖完成后，损失将达到25%-60%。	3 000 000 000
第5类	这一类中判断出现严重过错。未完成的、计划不周的、位置不正确的建筑，包括许多租赁和第二抵押债券。这一种类的损失将达到60%-100%，抵押物通常被完全放弃。	500 000 000
合计		10 000 000 000

在1931年11月美国投资银行家协会第20届年会前的年度报告中，委员会将上述预测修订为以下：“由于无记录可考的小规模债券的大量存在，发行在外的房地产债券的准确数量难以确定。位于华盛顿的联邦储备委员会预计，目前发行在外的最大可能规模为6 000 000 000美元。这一数字大幅低于我们在5月报告中预计的规模，但我们认为6 000 000 000美元的预测大致是正确的。这些房地产债券的清算将成为房地产市场需要面对的重大难题之一。

“受城市房地产价值下降的影响，据估计发行在外的房地产债券有60%左右或多或少地处于困境之中”。（《第12届美国投资银行家协会年会会议记录》[*Proceedings of the Twelfth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*]，1931年，第130页）

上述“困境”的特征呈现在委员会主席为递交的报告所作的引言中。他写道：“现在，据估计发行在外的房地产债券有60%左右或多或少地处于困境之中。一些只是遇到了少许小问题，处于短暂违约状态或是无法支付税金；而其他的则处于重组进程中，或已开始行使止赎权。（同上，第128页）

利息或本金支付实际违约的房地产债券数量的增长与之后的减少在道琼斯公司编辑的数据中按年度方式（每年11月1日）予以展示(474)，只包括出售给公众并为公众所持有的债券。

	（单位：美元）
1928 年	36 229 000
1929 年	59 755 000
1930 年	137 463 000
1931 年	327 968 000
1932 年	739 326 000
1933 年	995 017 000
1934 年	647 945 000
1936 年	408 738 000
1938 年	223 534 000

注释20（第10章）

纽约市72号街西区大道（72d Street and West End Avenue）“哈德逊大厦”（“Hudson Towers”）是该类令人痛心的案例之一。这座27层高的建筑用于设立为病人及其家属服务的宾馆、疗养院和医院，因此属于特定类型的建筑。大厦的土地成本为395 000美元，工程师预计建造成本为1 300 000美元。1923年，为了给1 650 000美元第一抵押权债券的销售提供方便，土地和建筑价值被“评估”为2 600 000美元，使得这一债券成为纽约州法“允许被信托基金投资”。之后，这一建筑在最终完工前经历了多次转让和再转让，并且在1927年向公众出售总额1 150 000美元的第二抵押债券。

这一工程从未真正完工。1932年8月，根据第一抵押权债券止赎权的相关规定，该资产以200 000美元的价格出售。对这一做法持反对态度的第一抵押权债券持有人只能在1933年6月接受欧文信托公司（Irving Trust Co.）提出的，以8.14美元购买1 000美元无保证金第

一抵押权债券本金的方案。因此在清算时，1美元的本金连1美分都无法收回。在扣除保护委员会费用后，有保证金第一抵押权债券持有人投资的1 000美元本金也只能收回3.84美元。

注释21（第10章）

注意美国投资银行家协会工业证券委员会（Industrial Securities Committee of the Investment Bankers Association）在1928年报告（《1928年美国投资银行家协会会议集》［*Proceedings of the Investment Bankers Association of America*］，第91页）中发表的以下评论。

“我们对一些基于租赁资产中的业务发行的优先股通函进行检查，发现有关优先支付租金的事实以小字体且不显眼的方式进行描述。快速浏览这些通函的投资者很容易得到优先股股息是收益需要首先支付的部分的印象。不幸的是，通常来说，投资者都未能细致地阅读通函，一般的投资者也很少注意通函提到的租赁费用。在我们看来，这些数值应该与债券利息费用一样，被展现在显要的位置。”

当然，对于债券发行之前就存在租赁租金费用的情况，以上论述同样有效。

关于租金费用造成债券支付困难的一个重要案例是纽约沃尔多夫－阿斯托里亚公司（Waldorf-Astoria Corp.）发行的1954年到期的7%第一抵押租赁债券。

1929年10月，总额11 000 000美元的沃尔多夫公司债券向公众发行。基础租金开始时为每年300 000美元，两年后升至每年600 000美元，之后逐渐上升至最高每年800 000美元。此外，还有一些建筑和偿债基金租金被要求视为营业费用，虽然它们的金额是固定且可决定的。发行通函中指出7%第一租赁债券固定收益保障倍数超过4.5倍（根

据损益表预测），这是有误导性的，因为租金费用将很快超过债券利息，并同其他营业费用混在一起，隐藏了真实的特征和效果。如果7%第一租赁债券买方将之前的费用以6%的比例资本化，将会发现11 000 000美元债券的优先级低于约23 000 000美元的优先请求权。

1932年年初，与房东（纽约中央铁路公司的一家子公司）的谈判变得非常必要，因为土地租金支付已处于违约状态。1937年调整方案完成，房东在未来需要支付的土地租金的顺序和额度上做出了妥协，作为回报，债券持有人同意修改债券契约，将他们持有的债券转化为普通股和承担或有负债费用的收益债券。1932年，案例中的债券价格下降至3.25美元。

与之非常相似的是皮埃尔宾馆（Hotel Pierre）债券。在此案例中，原债券价格在1932年和1933年曾低至每1美元仅售1美分。1932年的重组给予6.25%原第一租赁债券持有人与大幅度减少的本金相符的2东61号街（2 East 61st Street Corp.）发行的新收益信用债券，以及少量股票。1939年4月，公司租赁债券再度遭遇支付困难，并自愿提出破产申请。

1926年，芝加哥塔建筑公司（Tower Building Company）6.5%第一租赁债券以平价向公众出售，总额为1 900 000美元。租赁要求年租金以190 000美元为基数，之后逐渐上升。这些沉重的租赁费用支付随后处于违约状态。租赁合同于1931年被终止，债券也失去了所有价值。

相似的灾难性命运同样降临在纽约170百老汇公司（170 Broadway Corporation）发行的1949年到期的6.5%第一租赁债券的持有人上。

注释22（第11章）

如果读者将我们推荐的最低定量指标与1939年标准统计公司和纽约州银行家协会的债券投资组合委员会共同提议的债券质量衡量标准进行比较的话，会发现其中的有趣之处。表F22-1和表F22-2中囊括了后者提议的各种债券类别的检测比率（市政债券类除外），这两张表许可一篇名为《如何测试你的债券》的文章进行转载，作者E.谢尔曼·亚当斯（E. Sherman Adams），发表于1939年12月4日的《巴伦周刊》。

表F22-1　　债券质量比率

	盈利保障（B）					资产保障（A）			
	五定费用保障倍数[1] 净值[2]，高于	扣除折旧、损耗等之前[3]，高于	用以支付固定费用的收益/长期债务的票面价值，高于	净利润/毛利润，高于	经营比率[4]，低于	固定债务/净资产（C），低于	净资产/毛利润（B），低于	营运资本/固定债务（C），高于	流动资产/流动负债，高于
重工业生产线：									
钢铁	6	10	24%	7%	84%	35%	100%	150%	400%
机器	6	8.5	24%	6%	88%	50%	60%	250%	400%
其他工业生产线：									
汽车配件	6	9.5	24%	5%	89%	50%	50%	150%	350%
建筑材料	6	9	24%	6%	87%	30%	100%	125%	400%
化学制品	5	6.5	20%	15%	73%	75%	125%	100%	300%
家庭产品	6	9	24%	5%	90%	50%	50%	150%	350%
办公设备	6	7.5	24%	10%	83%	50%	100%	150%	350%
纸张（非新闻纸）	6	10	24%	7%	84%	35%	100%	200%	400%
采掘业：									
煤矿	6	11	24%	8%	81%	40%	100%	150%	400%
有色金属生产商	6	10	24%	12%	74%	20%	300%	100%	350%
石油	6	11	24%	8%	79%	30%	133%	150%	300%
食品公司：									
烘焙和糖果制品	4	6	16%	4%	91%	66⅔%	50%	75%	200%
其他食品	5	7	20%	6%	88%	50%	75%	100%	200%
库存的特殊情况：									
汽车轮胎*	6	11	24%	4%	90%	50%	40%	200%	
肉类包装*	6	11	24%	1%	97.5%	33.5%	15%	200%	
有色金属加工厂*	6	11	24%	4%	90%	40%	50%	200%	
零售店：									
百货公司*	6	9	24%	2.5%	95%	50%	25%	150%	250%
杂货连锁店*	5	7.5		1.5%	97%	60%			
其他特殊情况：									
动态影像	6	8	24%	8%	86%	50%	80%	200%	400%

续表 F22-1

	盈利保障（B）					资产保障（A）			
	固定费用保障倍数[a]								
	净值[b]，高于	扣除折旧、损耗等之前[c]，高于	用以支付固定费用的收益/长期债务加票面价值，高于	净利润/毛利润，高于	经营比率[d]，低于	固定债务/净资产（C），低于	净资产/毛利率（B），低于	营运资本/固定债务（C），高于	流动资产/流动负债，高于
非周期性的	6	7	24%	15%	77%				
机械设备-汽车制造公司	4	6[g]	16%	9%	74%	40%	200%		300%
烟草制造	4		16%	9%	86%	75%[h]			
公用事业：									
煤气电动业务公司*	2.75[b]		12%	19%[i]		60%	500%[j]		
水力发电业务公司（零售）*			12%	25%		60%			
水力发电业务公司（批发）*	2.75[b]		8%	25%		50%			
自来水公司*	3[k]		10%	20%[i]	55%	60%	700%[j]		
电话公司*	2[k]		13%	15%		50%	350%[j]		
铁路*	4[k]								
	3[k]	3.5[g]							

注：*这些类别的参考比率列于表F22-2中。

a．基于前些年呈报的实际固定费用，而不是当期费用。

b．税后。

c．这些指导性比率中，大多数是基于各个行业内较为成功的公司的业绩记录。

d．营业费用比率，不包括折旧、损耗以及联邦所得税，与毛利润的比率。

e．固定债务与净资产加上存货的比率。

f．在扣除折旧之前的固定费用保障倍数，减去设备信托到期。

g．这个类别中至少有75%的收入来自电力。

h．去年的指标至少与六年平均值持平。

i．净利润/营业收入。

j．净资产/营业收入。

k．任何一年最低不低于两倍。

数据来源：表F22-1和表F22-2转载自1939年12月4日的《巴伦周刊》，即《国家财经周刊》。

（A）以下补充的有关资产保护的指导比率推荐用于所有的（C）类工业；现金和现金等价物/流动负债——100%或更高。固定债务/所有资本的市场价值（债券按面值，优先股按面值或市场价格中的较低者，普通股按市场价格；年末价格）——不超过25%。指导比率（C）尤其适用于公司的最新财报数据，但也应考虑早些年的数据以及它们的趋势。（B）有关盈利保护的所有指导比率应该用于公司过去六年的平均数据。这也同样适用于净资产/总收入的比率。

表F22-2　适用于特定类别的其他指标[(475)]

汽车轮胎、肉类包装、有色金属制造商

净营运资本（不包括存货）/ 固定债务——100% 或更高。

百货公司

存货周转率——一年 8 次或更高。

杂货连锁店

存货周转率——一年 12 次或更高。流动资产（不包括存货）/ 流动负债—100% 或更高。（建议将这个比率用于杂货连锁店，以替代用于其他所有工业类别的现金和现金等价物 / 流动负债的比率。）

印刷和出版

固定债务 / 净资产加上商誉——50% 或更低（a）。流转指数——指数趋势（1929 年 =100）应和全国平均水平持平（b）。

[(a) 作为债券的资产保护，将商誉考虑在内，这其中包括高级会员资格、发行量、特许经营、广告赞助等，是确定定期数据合理性必不可少的因素。商誉是一个粗略指标，评估典型报社类公司的“商誉”是基于发行量，大约是 30 000 美元 /1 000 张。（b）全国平均水平指标：1929 年——100；1930 年——100.4；1931 年——98.2；1932 年——92.3；1933 年——89.1；1934 年——93.0；1935 年——96.8；1936 年——102.0；1937 年——104.8；1938 年——100.3。]

公用事业

折旧和维修费用 / 营业收入——蒸汽电力业务公司类为 15%，水力发电业务公司类为 13%，自来水公司类为 12%，电话公司类为 25%。净营运收益 / 净资产——所有类别均为 7% 左右。净资产 / 营业收入，以及营业费用 / 营业收入——对于水力发电业务公司类，应注重将这些比率结合起来考虑，但不能设立标准，因为每种指标必须根据当地的情况加以评估。每个电话局的营业收入——50 美元或更高。

铁路类

铁路运营商的固定费用保障倍数，过去六年的平均水平——2 倍或更高。净营运资本（包括流动资产中的政府债务以及流动负债中的应记税款）/ 固定费用——200% 或更高。轨道和构架的维修加上设备维修（包括折旧）/ 总收入——过去几年为 25% 或更高。运输费用 / 总收入——稳定或有下降趋势。每货运列车小时的总吨英里数——呈平稳上升趋势。固定债务 / 总资产的市场价值（债券按面值，优先股按面值或市场价格中的较低者，普通股按市场价格；年末价格）——不高于 50%（见正文）。

详细解释这些比率需要大量篇幅。很明显，我们会尽可能考虑所有这些比率是否有所多余或者过分严苛，同时改进我们推荐的数量指标。需要说明的是，表中列出的这些衡量尺度“并不能作为银行能够介入的最低标准”，而应将之视为介于“一种补充测试工具”和“一

个万无一失的忠告”之间的衡量尺度。在我们看来，提议的标准过多大大降低了这类衡量指标的实用性。如果要求符合所有检测，那么合格的债券投资范围将小得令人无从选择。而如果想从中删去一些，投资者又难以抉择哪些是最重要的，且在多大范围可以让自己的投资安全，这犹如将投资者遗弃在茫茫大海之中。

对于储蓄银行或者保险公司的债券投资组合而言，这类衡量指标的实际用途是在证券分析过程中提供一个有益的指导，使其能从这些测试结果中得到一些启发。标准统计公司目前为行业的龙头公司编制这类衡量比率（见表F22-17），目的是提供有益的指导，而非不可逾越的标准，也不是专项检测。

注释23（第12章）

I类铁路公司的铁路维修支出/总营业收入的比率，基于1926—1930年（包含1926年和1930年）的5年和1937年的数据，按地域分类如表F23-1所示(476)。

表F23-1　I类铁路公司的线路维修支出/总营业收入的比率　　（单位：%）

	1926—1930 年			1937 年		
地域	轨道维修	设备维修	总计	轨道维修	设备维修	总计
全美国	13.7	19.5	33.2	11.9	19.9	31.8
新英格兰地区	15.3	17.8	33.1	13.7	17.6	31.3
格雷特湖地区	12.5	20.9	33.4	10.7	20.9	31.6
中东部	12.5	20.7	33.2	10.4	21.0	31.4
波卡洪特斯	13.4	20.0	33.4	10.2	18.3	30.5
南部	14.5	20.0	34.5	11.6	21.0	31.7
西北部	14.5	18.3	32.8	13.8	19.0	32.8
中西部	14.0	18.1	32.1	13.1	19.5	32.6
西南部	15.9	18.0	33.8	14.0	18.3	32.3

如上所示，不同地区之间的差异明显小于1920年以前的情况。1931—1932年，大多数铁路的维修支出显著低于上述标准。例如，1932年伊利诺伊中央铁路的比率为：轨道维修，8.36%；设备维修，19.48%。

同一地区的铁路公司之间也存在巨大差异，如表F23-2所示。

表F23-2　同一地区铁路公司之间的差异　　（单位：%）

年份和铁路	轨道维修/总收入	设备维修/总收入	总计
西南部地区 1926—1930 年平均值			
艾奇逊公司：	15.85	17.97	33.82
1929 年	15.79	18.13	33.92
1932 年	11.52	23.69	35.21
圣路易斯－西南铁路公司：			
1929 年	19.97	16.26	36.24
1932 年	14.65	16.87	31.52
南太平洋铁路公司：			
1929 年	12.63	17.46	30.09
1932 年	11.86	18.57	30.43

下面按照财务状况对不同铁路的维修费用趋势进行比较研究，如表F23-3所示。

表F23-3　不同铁路的维修费趋势　　（单位：%）

项目	总维修费用比率		
	1928 年	1934 年	1938 年
1938 年派发股息的 17 条铁路	34.5	32.2	32.0
1938 年未派发股息，但有清偿债务能力的 23 条铁路	32.2	30.0	29.8
1938 年无清偿债务能力的 21 条铁路	32.6	32.3	33.0
所有 I 类铁路	32.8	30.7	30.7

比较研究表明：首先，与未派发股息而挣扎于维持偿债能力的铁路公司相比，那些派发了股息的铁路公司在维修费用上通常有更大的自由。其次，陷入托管境遇的铁路公司往往会增加它们的维修比率，哪怕其他公司正进行削减。

注释24（第12章）

一个特殊例子：切萨皮克-俄亥俄铁路公司在1921—1929年的维修支出非常高。表F24-1中的数据反映出这一情况，并且可以与前面提到的波卡洪特斯地区的标准维修比率进行比较。

表F24-1　切萨皮克-俄亥俄铁路公司在1921—1929年的维修支出　（单位：%）

年份	轨道维修/总收入	设备维修/总收入	总计
1921	14.51	23.87	38.38
1922	12.70	27.01	39.71
1923	12.60	28.10	40.70
1924	14.40	27.90	42.30
1925	15.20	25.30	40.05
1926	14.23	22.89	37.12
1927	14.37	22.38	36.75
1928	13.47	22.29	35.76
1929	14.39	22.36	36.75
1930	13.55	19.55	33.10
1931	12.88	18.99	31.87

表F24-2中的数据来自路易斯维尔－纳什维尔铁路公司，该公司51%的普通股归大西洋海岸线铁路公司所有。这个例子可以用来说明当子公司存在大量现时盈余时，并未全额支付母公司股息的情况。

表F24-2　路易斯维尔-纳什维尔铁路公司的情况　（单位：美元）

年份	每股收益	每股派息	普通股派息后的余额	大西洋海岸线铁路公司所拥有的路易斯维尔－纳什维尔铁路公司的股权的未派发收益
1922	14.72	7.00	5 558 019	2 834 590
1923	11.54	5.00	7 648 935	3 900 957
1924	12.08	6.00	7 112 794	3 627 525
1925	15.98	6.00	11 680 711	5 957 163
1926	16.60	7.00	11 232 111	5 728 377
1927	14.29	7.00	8 536 241	4 353 483
1928	12.24	7.00	6 133 220	3 127 942
1929	11.73	7.00	5 536 543	2 823 636

有一个不那么引人注意，但十分相似的例子是芝加哥的伯灵顿－昆西铁路公司（Burlington & Quincy）。该公司在1922—1929年（包含1922年和1929年）所赚收益远远超过它派发的股息，特别是在1924年、1928年和1929年。之后情况发生了逆转，公司在1930年、1931年、1932年派发的股息超过了公司收益。大北方铁路公司（Great Northern Ry. Co.）和北太平洋铁路公司（Great Northern Ry. Co.）分别拥有伯灵顿－昆西铁路公司约48%的普通股。

注释25（第12章）

有些公司是全工业或者半工业性质的，但是却伪装在“公用事业”的名号之下，例如1927年组建的联合公共服务有限公司（United Public Service Co.）从事电力照明和能源、天然气和人工燃气、制冰和冷藏业务；1916年组建的南冰－公用事业公司（Southern Ice & Utilities Co.）从事制冰、冰激凌、乳制品，以及冷冻仓库业务；1928年组建的公用事业服务公司（Utilities Service Co.）在小城镇收购并经营着20多家电话公司，并在大城镇和城市拥有4家制冰公司；1928年组建的中部大西洋合众国服务公司（Central Atlantic States Service Corp.）从事制冰、煤炭以及冷藏业务；1928年组建的威彻斯特服务公司（Westchester Service Corp.）从事煤炭、制冰、燃油，

以及建筑供应业务；1928年组建的全国服务公司（National Service Co.），是威彻斯特服务公司这类公司的控股公司，从事制冰、燃料，以及有关行业。研究显示这些公司有着公用事业类公司的资本结构，但事实上，它们的经营业务大部分，甚至全部都是工业性质的。

其中一些公司实质上仍然以原有形式存在，但它们中的大多数陷入财务困境而濒临重组。联合公共服务有限公司在1934年重组为联合公共服务公司（United Public Service Corp.），南冰－公用事业公司在1938年更名为南冰公司（Southern Ice Co.），公用事业服务公司（Utilities Service Co.）在1930年进入破产管理，并在1933年通过将电话业务从工业部门分离出来对公司进行重组。中部大西洋合众国服务公司在1934年进行重组，它的资产被卡斯科公司（Casco Corp.）接管。1936年威彻斯特服务公司根据《破产法》第77B条款进行了重组。全国服务公司仍保留其原有特质。

注释26（第12章）

在不同时期，美国投资银行家协会都会通过它的几个委员会来对债券发售通函的不妥之处进行批评，这些债券发售通函要么完全避免涉及折旧问题，要么通过将一些折旧费用归于损益表中的综合项下来隐瞒实际折旧金额。以下的摘录能够说明这些问题：

“诚然，关于折旧费用，以及在选用适当的折旧策略上都存在很大的分歧，但不管采取何种策略，投资者都有知情权。那些要求投资者注入资金的公司在其债券发售通函中却未提及折旧这一公司事务中的重要部分。”（《特别委员会关于筹备以及使用债券发售通函的报告》[*Report of Special Committee on the Preparation and Use of Bond Circulars*]，《美国投资银行家协会的诉讼》[*Proceedings of the Investment Bankers Association of America*]，1925年，第274页）

“我们的会员特别注意处理折旧问题，很少有通函完全省略资产负债表，情况大多发生在资产负债表在通函中并非十分必要的时候。而常见的做法是列出扣除折旧和税收前的收益，然后对折旧费用只字不提。我们尽可能为投资者展示一个普通债券发售通函的完整面貌，除非通函中具备了折旧前收益，计提的折旧金额，债券利息和税收金额，剩下转入盈余的余额，否则投资者并没有获悉所有事实。如果投资者了解资产负债表，并且对生产十分熟悉，他们可以通过公司采用的折旧策略以及折旧计提金额了解那些公司管理层考虑的问题。一些发售通函列出了扣除折旧和税收后的收益，但没列出扣减前的收益。工业证券和商业管理委员会主席认为给投资者展示的理想情况，是在发售通函中分别列出了折旧前收益，折旧金额，以及扣除折旧后的收益。”（美国投资银行家协会的《商业管理委员会的半年度报告》[*Interim Report of the Business Conduct Committee*]，1927年3月，第3页）

注释27（第13章）

计算公用事业控股公司债券利息保障倍数时处理少数股东权益的例子。

特拉华州联合照明和铁路公司1938年的报告记录了公司拥有的美国照明和电车公司54.69%普通股的业绩。45%少数股东可获收益大约是1 851 000美元。这类少数股东权益可按三种方法处理：

方法A（普遍做法）：少数股东权益在支付母公司利息费用之后扣减。在这种方法下，少数股东权益对债券利息保障没有任何影响。

方法B（更为精确，但稍显复杂）：子公司收益和费用的计入仅限于母公司对其的所有权。换句话说，收益和固定费用都按照少数股东持有的普通股的百分比进行扣减。

方法C（推荐使用）。少数股东权益在计算利息保障倍数之前从净利润（同费用项目的处理方法）中扣除。这种方法计算出的利息保障倍数比方法B更低，但这种低估是稳健的。

将上述三种方法运用于联合照明和铁路公司1938年的业绩报告，结果如表F27-1所示。

表F27-1　三种方法计算联合照明和铁路公司的业绩报告　　（单位：美元）

项目	方法A（普遍）	方法B（精确）	方法C（保守）
总营业收入	77 351 000	59 221 000*	77 351 000
净利润	21 352 000	17 072 000*	21 352 000
少数股东权益			1 851 000
用来支付固定费用的余额	21 352 000	17 072 000*	19 501 000
固定费用[a]	14 927 000	12 498 000*	14 927 000
少数股东权益	1 851 000		
用来支付母公司普通股股息的余额	4 574 000	4 574 000	4 574 000
固定费用保障倍数	1.43	1.37	1.31

注：a．子公司利息和优先股股息，以及母公司利息。

*不包括美国照明和电车公司的少数股东权益（45.31%）。

需要注意，采用方法B时，只需额外计算用于少数股东权益的子公司固定费用金额。按母公司的股权来划分调整的固定费用将使利息保障低于方法C。同样需要注意，尽管方法C计算出的保障倍数总会低于其他两种方法，但方法B计算出的保障倍数会高于还是低于方法A，取决于子公司的费用率是低于还是高于整个集团。

注释28（第15章）

投资学教材的作者大都忽视了保障优先股股息的安全边际的计算，原因在于部分作者未将优先股划入投资品行列，比如劳伦斯·张伯伦（Lawrence Chamberlain）的著作。但大多数情况下，是由于相关著作缺乏对其的具体解释。最近几十年来大量发行的优先股表明这

一情况到了转折点，应该形成选择优先股的相关方法，但奇怪的是，那些撰写有关证券选择“科学”的作者却未能对此给予充分的关注。

在关注该问题的大多数著作中，采取提前扣除法计算要么得到明确推荐，要么在讨论中得到暗示说明。例如卡尔·克拉夫特（Carl Kraft）和路易斯·P.斯塔克韦瑟（Louis P. Starkweather）所著的《工业证券分析》（*Analysis of Industrial Securities*，纽约，1930年）中，作者在详尽分析琼斯兄弟茶叶公司（Jones Bro. Tea Co.）时，利用了这一具有误导性的计算方法，且未能对结果中的比率进行严格检验。参见第127页比率20-（b）和第130~132页、第162页，特别是1926年和1927年的展示。

J.E.柯什曼（J. E. Kirshman）在修订版《投资原则》（*Principles of Investment*，纽约，1933年）中提到了联邦水务公司（Federal Water Service Corp.）优先股的收益保障水平是“之前几年的几倍”，这一说法只有在使用提前扣除法计算时才是正确的。固定费用和优先股股息合并起来的保障倍数在1928—1932年从未超过1.37倍（参见第155~156页，第437页）。与之相似，D.F.乔丹（D. F. Jordan）重复阐述合理的优先股安全边际是使用单一优先股股息的收益保障倍数得到的，参见他的《投资学》（*Investments*，第三次修订版，第157、160、162、167、185、192页，纽约，1936年）。但奇怪的是，他在讨论公用事业控股公司优先股案例时发现了这一方法的谬误，建议采用完全扣除法计算（第169页）。

弗洛伊德·F.波切特（Floyd F. Burtchett）的《投资品与投资策略》（*Investments and Investment Policy*，纽约，1938年）中同样包含了提前扣除法的思想（见第263、287、325页）。

然而，巴杰和格思曼（Badger and Guthmann）、赫舍尔和普赖姆（Herschel and Prime）强调应对采用提前扣除法计算优先股保障水平保持警惕，并建议将完全扣除法作为标准的程序。参见R.E.巴杰和

H.C.格思曼（R. E. Badger and H. C. Guthmann）所著的《投资原则与实践》（*Investment Principles and Practices*，第348~350、465~467页，纽约，1936年）；A.H.赫舍尔（A. H. Herschel）所著的《安全投资的选择和维护》（*Selection and Care of Sound Investment*，第217~222页，纽约，1925年）；约翰·普赖姆（John H. Prime）所著的《工业证券分析》（*Analysis of Industrial Securities*，第292页，纽约，1935年）。

注释29（第16章）

参见本书1934年版附录注释27。

注释30（第16章）

以下的详细价格记录可佐证文中观点。1929年10月31日，堪萨斯城终点铁路公司发行的1960年到期的4%债券售价为86.25美元，收益率为4.9%。与此同时，芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司发行的1988年到期的4%普通债券售价为90美元，收益率为4.5%。4年之后的1933年11月22日，堪萨斯城终点铁路公司债券售价依然为86.25美元，而芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司债券售价大跌至42美元，这一价格的收益率高达约10%。1927年12月8日，堪萨斯城终点铁路公司债券售价为93.875美元，芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司（Chicago, Milwaukee & St. Paul Ry.）发行的1989年到期的4%普通债券售价为93美元，收益率略低于前者。1933年2月24日，堪萨斯城终点铁路公司债券售价为90美元，收益率4.65%，而芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司债券售价大跌至38美元，在这一价格收益率高达约11%。1927年11月7日至1932年6月15日，堪萨斯城终点铁路公司债券售价从93美元下跌至82.75美元（收益率分别为4.4%和5.18%），与此同时，密苏里－

堪萨斯－得克萨斯铁路公司发行的1962年到期的4%优先留置权债券售价则从93美元大跌至31.125美元（收益率分别为4.39%和超过15%）。

这些债券之后的价格表现情况请参考表F30-1。

表F30-1　四家公司债券价格与收益比较　　（单位：美元）

债券	1929—1939 年价格区间	1939 年年底价格	1939 年年底收益率
堪萨斯城终点铁路公司 4% 债券，1960 年到期	109.875~78	107.75	3.45%
芝加哥－罗克岛－太平洋铁路公司 4% 普通债券，1988 年到期	96~10	13.875	违约
芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司 4% 普通债券，1989 年到期	87.875~19.5	24.75	违约
密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司 4% 优先留置权债券，1962 年到期	94.5~11.5	14.625	27.3%[a]

注：a．目前的收益率水平，无疑需要考虑是否能够持续。

注释31（第17章）

纽约哈勒姆铁路公司的案例可以展现租赁和担保某些有趣的方面。

1．公司资产的大部分被租赁给纽约中央铁路公司401年，租金等同于债券利息以及优先股和普通股的5美元股息。债券利息和本金均由纽约中央铁路公司提供担保，但股息无特定担保。然而，从1873年租约开始，股息都得到定期发放。

2．公司的电车道资产被单独租赁给纽约铁路有限公司（N. Y. Rys. Co.），租金等同于每股优先股和普通股额外2美元的股息。纽约铁路有限公司破产后租约被终止，电车道被纽约哈勒姆公司收回经营。1932年，新租约又将这些资产租赁给纽约铁路公司（N. Y. Rys. Corp.，之前承租人的继承公司）999年。唯一的租金是一次性支付的

450 000美元，所以这次交易实际上相当于将电车道资产以上述价格出售给新承租人。

3．由于富有价值的“上空权”（或是在哈勒姆公司线路上建设的权利）没有包含在租约中，且需单独支付，纽约哈勒姆公司的股东一直试图从纽约中央铁路公司获取大量额外收入。有关这一诉求的推测性谣言推动公司股票价格在1928年达到505美元，这表明股息回报率低于1%。该诉求在1932年停止，此时股票价格已下跌至82.25美元。（1939年年底股票价格为110美元。）

莫比尔－俄亥俄铁路公司的案例同样拥有类似的有趣特征。

1．1901年，南方铁路公司发行“莫比尔－俄亥俄股票信托证”，用以交换几乎所有的莫比尔－俄亥俄铁路公司股本。其规定将每年为这些信托证支付4%的股息。

2．莫比尔－俄亥俄铁路公司业务发展良好，1908—1930年向南方铁路公司支付了140%的股息。根据反托拉斯法的规定，州际商业委员会和亚拉巴马州都试图强迫南方铁路公司放弃对莫比尔－俄亥俄的实际控制。与此同时，股票信托证持有人开始要求获取库存股，或提高信托证的股息率。出于对这些法律行动的预期，这些信托证的价格在1928年上升至159.5美元。

3．1929年后收益的大幅下降迫使莫比尔－俄亥俄铁路公司在1932年进入破产管理程序。当年9月1日应付的债券利息无法按时支付，但股票信托证持有人依然可以定期获得由南方铁路公司担保的4%股息。1932年，信托证价格低至3.5美元，但这只反映了投资者对南方铁路公司财务能力的不信任，而不是对4%股息率义务合法性的质疑。莫比尔－俄亥俄铁路公司在1940年与海湾－莫比尔北方铁路公司（Gulf, Mobile, Northern R.R.）合并，但这一进展并未影响担保股票信托证的地位。

注释32（第18章）

工业办公建筑公司重组

该企业的历史鲜明展现了第一抵押权债券持有人的理论权利与实际经历之间的不同。1926年，公司在新泽西州纽瓦克市（Newark, N.J.）新建了一幢办公楼。表面上看，土地与建筑成本合计3 800 000美元，但实际上，土地价值利用常用的“评估”程序从300 000美元标高至2 000 000美元。公司通过出售以下证券支付办公楼的成本：

6% 第一抵押权债券	3 150 000 美元
7% 无担保票据	450 000 美元
优先股	450 000 美元
普通股	100 000 美元

（由于房地产标高价格，普通股的“账面值”达到约1 800 000美元。）

在经历一段盈利较差的时期后，1932年6月1日应付利息无法按时支付，公司被指定了托管人。之后不久，公司重组方案起草完毕，内容包括：

1．1947年到期的6%第一抵押权债券将被交换为同样1947年到期的5%第一抵押收益债券。

2．1937年到期的7%无担保票据将被交换为1948年到期的7%无担保收益票据。

3．8%优先股将被交换为新的8%优先股。

4．普通股将被交换为新普通股。

5．以上所有的交换将按照面值对面值或股对股的规则完成。

重组委员会通过用100 000美元购买作为抵押出售的资产，执行以上的方案。不愿意接受以上方案的第一抵押权债券持有人每1 000美元的债券只能获得56.43美元的偿付。

在本次重组中，债券持有人放弃了对利息的固定请求权，但没有因此得到任何补偿，而股东却并未放弃任何利益。（直到三分之二的债券被偿还后，才可发放股息，但偿还有利于股东。这一规定实际上也并不代表牺牲了股东的利益。）这是极度偏袒一方的结果或“妥协”——当债券持有人被明确可以获得资产的直接所有权后，这种偏袒更为明显。重组委员会作为具有资产管理权的最大股东（支付一定酬劳）制定了上述方案，这可以用来解释他们慷慨大方的行为。实际上，办公楼的实际所有者通过发行优先证券（也就是收益债券）获取资本，并将非优先权益让渡给管理层。对于办公楼的管理来说，以上价格是令人惊愕的。

有反对意见可能会认为我们的批评有些牵强附会，因为无论如何办公楼都很难维持除收益债券的利息以外的任何支付，所以作为整体的股东留存权益几乎可以忽略不计。但是在无法比拟的萧条期，如此衡量办公楼的潜在盈利能力是非常错误的。如果将眼光放长远，一些情况的出现会让股东权益变得有价值，包括以下：

1．经济重回繁荣，甚至出现新的房地产泡沫。

2．货币通货膨胀严重，从而减少债券债务负担。

3．影响办公楼或其周围发展的特别有利的因素。在重组方案完成不久，纽约证券交易所计划开始将业务转移至纽瓦克市，据传这一办公楼将作为场外交易所的总部所在地。如果这一传言为真，原股东将从这一过去破产的企业中获取大额利润。这些利润实际上本应当属于公司债券持有人，因为他们承担了未来损失的所有风险。（正如1933年2月债券市价跌至4美元时所展现的那样。）

需要注意价值5 500 000美元的资产在作为抵押品拍卖时仅获得100 000美元，净额结算相当于信用债券持有人每1美元仅获得5美分。（1927年，该债券价格曾高达100美元。）这一非常低的价格从其1932年上半年税后净收益达到67 000美元的事实也可以看出来。在作者看来，履行此类重组方案协商得到的转移资产价格，较之股东“冻结资产”或者其他所有人进入普通破产程序形成的价格，更加不公平。虽然债权人扣押资产的权利行使起来比较烦琐，但鉴于贷款合同有具体规定，且开始时股东存在通过利用借来的资金获取利润的可能性，它不能被认为是不公正的。但是在工业办公建筑公司的案例中，通过法定程序，工业债券持有人被剥夺了本应在违约时拥有的救助方式——要么以其名义接管资产，要么获取善意销售资产得到的现金价值中属于其份额的部分。

美国最高法院之后有关重组方案公平性的判决中，对于此类债权人和股东利益的调整提出明确的反对。参见凯斯与洛杉矶木材产品公司案（Case vs. Log Angeles Lumber Products Company Ltd., 308 U.S.106，1939年11月6日）。法院认定根据第77B条款制定的重组方案并非“公平和公正”，因为当公司面临破产，且在债券持有人行使对资产所有价值的请求权之前，股东也参与其中。

注释33（第18章）

金融投资公司发行的1932年和1940年到期的5%债券

这一发生在投资信托领域的案例将说明托管人如何通过避免主动采取积极行动的倾向，剥夺债券持有人拥有的保护措施，而这些保护措施正是持有人购买债券时所倚仗的。

纽约金融投资公司（Financial Investing Co.）出售了1932年和1940年分别到期的两只5%担保信托债券。它们以托管人的上市证券作

为担保，并根据严格的规定进行分散化处理。依照契约，公司担保物的价值应维持在发行债券的120%以上。托管人有权：（1）当规定的比例无法达到时，通知公司；（2）如果上述比例在30天后仍无法达到，宣告本金提前到期；（3）此时出售担保物，用以支付债券的本金和利息。

这些规定看似给债券持有人提供了与以市场可销售证券作为抵押的贷款银行相似的保障。对于后者，如果比例低于合同约定的水平，且无法达到，可以出售抵押物用以偿付贷款。两者唯一重要的不同点在于债券契约给予30天的宽限期，使比例达到规定水平。

但是金融投资公司债券的真实经历却明显区别于当时典型的银行抵押贷款。1931年10月，比例降至20%以下，托管人向公司通知这一“违约事件”。之后的30天内，规定比例仍无法达到，但抵押物并未被出售。1932年4月，这些债券的买价低至20美元。1932年10月，其中一只债券的本金到期，但未得到偿付。这一事件引发了以下行动：担保两只债券的抵押物被全部出售；最终，在“追缴通知”15个月后的1933年1月，债券持有人每1美元的债券获得了65美分的偿付。

我们在其中发现，债券契约中对债券持有人看似有效的保障措施与他们实际上获得的结果之间存在巨大鸿沟——巨额损失、长时间拖延、过渡时期市场价值令人痛心的缩水的结果无法令人满意。如何解释这一现象？是否是因为托管人的惰性或粗心大意？表面上看也许如此，然而事实上，托管人针对这一局面花费了大量的时间，进行了深入的思考。但是其付出被债券托管制度的原则控制甚至毁坏了，这一原则即“绝不去做那些可能会招致批评的事情，除非根据债券契约被债券持有人要求这样去做”。在金融投资公司5%债券的案例中，只有当占比30%以上的债券持有人写信要求，并且获取相应损害赔偿时，托管人才会被迫采取行动。从主动性方面，托管人在立即出售抵押物的问题上较为迟疑，因为如果市场走势转好，股东可能会指责托管人没

有保障地清除了抵押物。此外还有一个类似的原因，即某些债券持有人在抵押物价值跌至债券面值之下时同样反对出售它们。

不难看出，针对债券契约中的保护性条款执行提出的各种反对意见基本上都是错误的。事实上，如果它们站得住脚，就应该被包含在债券契约的规定中。如果我们从整体上分析这一案例，我们认为最后令人无法满意的结局是由于以下原因共同造成的：

1．缺乏强制执行债券契约相关条款的明确规定。

2．典型的债券持有人缺少金融敏锐性和主动性。

3．托管制度的基础使得托管人被反应迟缓、无理性的债券持有人引领，而不是引领他们。

注释34（第19章，第26章）

我们相信以下两个例子能够警示分析师不要过度依赖于（1）合约中的保护条款；（2）选择工业债券时，公司出具的统计数据。

Ⅰ．威利斯－奥佛兰公司（Willys Overland Co.）发行的1933年9月到期、10年期利率6.5%的第一抵押权债券，最初发行额为10000000美元。

A．保护性条款：

1．普通第一抵押权债券的抵押物是发行公司现在拥有的或者以后会取得的（除新货款留置权以外）所有固定资产，同时由主要子公司拥有的所有股票作为抵押品来担保。子公司被禁止进行抵押贷款或者长期贷款，除非同样作为该证券的抵押担保品。

2．每年用偿债基金支付该证券额的10%（每年1 000 000美元），在到期日前赎回该证券本金的90%。

3．净流动资产不得小于发行在外债券金额的150%。

4．现金股息支付的条件：1923年9月1日以后，扣减股息后流动资产不低于流动负债的200%；净流动资产不低于以面值计的发行在外债券价值的200%。

B．1928年12月31日统计数据：

1．1928年利息保障倍数为12倍；1923—1928年平均超过11倍；过去6年里每年至少3.5倍。

2．1928年12月31日，优先股和普通股的市场价值为110 000 000美元，或者说债券价值5 000 000美元的22倍。

3．1928年12月31日，合并净流动资产额为28 700 000美元，超过发行在外债券价值的5倍。

4．可为债券提供担保的合并净有形资产额超过债券价值的14倍。

C．1928年以后的历史：1929—1932年，公司合并盈余从39 600 000美元骤降至400 000美元。盈利损失中，有6 000 000美元是支付的股息，其余是经营和其他损失。巧合的是，28 700 000美元的净资产降低至2 400 000美元，虽超过流动负债，但总计减值将近30 000 000美元。

偿债基金的运作使得1931年年底未偿付的债券余额仅为2 000 000美元，但是1932年偿债基金应得到的支付没有到位。1933年2月法庭任命了公司接管人。1933年3月的债券应付利息未能支付，1933年9月的本金也未能按期偿还。

售价在1931年高达101.5美元、在1932年高达92美元的债券，在1933年年底时价值仅为24美元。

应该说明的是，无论是在1932年7月偿债基金违约时，还是在营运资本第一次低于约定的最低水平时，委托人和债券持有人都没有采取任何行动。如果立即采取措施，还可能索取到一小部分债券本金的偿付。公司被托管后，一个债券持有人权益保护委员会成立。他们发现重组计划难以实施，于是倾向于清算该公司，但是随后又发现，试图取消公司抵押品赎回权面临法律困境。

该公司最后于1936年重组，债券持有人得到了一家房地产开发公司的股票，以及重组后公司的可转换优先股或者数量更多的普通股。幸运的是，这些股票的价值很快超过了其面值与旧股票未支付利息的总和。

Ⅱ．伯金与盖伊家具有限公司（Berkey and Gay Furniture Co.）发行的利率6%，1927—1941年连续到期的第一抵押权债券，最初发行额为1 500 000美元。

A．保护性条款：

1．由价值4 400 000美元的固定资产，或者超过初始发行量290%的第一留置权做担保。通过剩余固定资产的担保，发行人还可以发行最多价值1 000 000美元的债券，但是不得超过由此产生的成本的50%。

2．净流动资产须保持在2 000 000美元以上，流动比率必须大于2。

3．本金连续到期等同于每年7万美元的偿债基金计划，将在到期前赎回该证券的三分之二。

B．1927年12月31日统计数据：

1．1927年，利息保障倍数超过3倍；1922—1927年平均大约4.5倍；6年时间内从未低于3倍。

2．净流动资产余额3 698 000美元，是债券价值的2.5倍。

3．可用做担保的有形资产总额8 500 000美元，平均每张债券大约6 000美元。

C．1927年以后的历史：1929年1月1日到1931年7月31日，该公司总计报告损失额3 000 000美元。仅1930年一年，营运资本就从2 900 000美元缩减至650 000美元。1931年7月，流动负债首次超过流动资产。1931年11月债券利息出现违约。1932年2月法庭指派了企业托管人。1932年5月公司应该进行的债券本金分期偿还也出现违约。1933年4月，取消公司抵押品赎回权的法律判决公布。曾经在1928年平价出售、1931年3月售价高达65美元的债券，在1933年底价值仅仅只有1美分。

出现利息违约之后，债权人权益保护委员会组建起来。很难说在这样糟糕的情况下，这种为债权人争取利益的适当举措是否能够起到作用，但是在1930年营运资本条款被违反时，如果实施这些措施肯定会激励债券持有人努力寻求保护与补偿，而不是无所事事地等待，直到差不多一年以后利息支付出现违约。

1935年，公司资产根据留置权的规定进行拍卖，1936年，投资者每1 000美元债券得到了522.5美元的补偿，其中很大一部分来源于向另一家公司提起损害赔偿诉讼得到的赔偿。

注释35（第22章）

表F35-1显示了特权证券融资渠道在历史上颇受欢迎，然而当下却逐渐被人们淡忘。表中的数据囊括了《穆迪手册》中列出的近年来所有特权债券，包括股票和债券。

表F35-1　特权债券的相关数据

年份	发行在外的特权证券数量	可转换	可参与	带认股权
1925	434	434	未提及	未提及
1926	613	503	未提及	110
1927	1 129	537	410	182
1931	2 668	1 214	862	592
1935	1 705	860	630	215
1939	1 629	912	536	181

美国证券交易委员会第208、243、295、339号统计数据报告显示，1937年4月1日至1939年9月30日，在1933年《证券法》要求之下新发行的证券显示出新特点。从这些报告中总结出来的数据显示了近年来通过特权证券融资的趋势。

注释36（第24章）

我们将反摊薄公式用于切萨皮克公司发行的1947年到期、利率5%的有抵押可转换债券。这些债券发行于1927年5月，由切萨皮克－俄亥俄公司的普通股做抵押担保，1932年5月15日之后可转换为切萨皮克－俄亥俄公司的普通股。该契约包含了常见的反摊薄条款。而且，为了计算新的转换价格，在这些债券发行时切萨皮克－俄亥俄公司会新发行1 190 049股新股。相关数据见表F36-1。

表F36-1　切萨皮克-俄亥俄公司债券相关数据

条款	证券数量	占总数的比例（%）	发行者的总收入（千美元）	占总数的比例（%）
卖出优先证券总额	439	100.00	3 359 177	100.00
卖出特权证券总额	191	43.51	658 020	19.60
优先股总量	214	100.00	470 423	100.00
特权证券总量	139	65.00	247 259	52.50
可转换	89	41.60	210 243	44.70
参与型	40	18.70	23 637	5.00
附带认股权证	10	4.70	13 379	2.80
长期有担保债券	135	100.00	1 570 082	100.00
长期带特权信用债券	20	14.81	46 824	2.98
可转换	12	8.89	41 822	2.66
参与型				
附带认股权证	8	5.92	5 002	0.32
长期信用债券总额	79	100.00	1 312 213	100.00
长期无担保带特权债券总额	31	39.24	363 193	27.68
可转换	27	34.18	358 746	28.34
参与型				
附带认股权证	4	5.06	4 477	0.34
短期债券总额	11	100.00	6 459	100.00
短期特权债券总额	1	9.09	744	11.50
可转换	1	9.09	744	11.50

随后切萨皮克－俄亥俄公司新发行了如下证券：

（a）向1929年4月30日登记在册的股票持有者发行100美元每股的普通股296 222股。

（b）1930年新发行46 066.5股普通股用来交换霍金谷铁路公司的普通股。分析公司报告可知，霍金谷铁路公司股票价值为7 076 710.18美元，或者说以153.62美元的转换价格与切萨皮克－俄亥俄公司的股票进行换股。

（c）向1930年6月12日登记在册的股东新发行100美元每股的普通股382 211股。

最终，1930年7月31日，切萨皮克－俄亥俄公司普通股的票面价值从100美元每股跌至25美元每股，按照4：1的比率用新股兑换旧股。

基于以上事实，1933年初的转换价格可计算如下：

基础数据　　1929年4月30日 准金谷铁路公司新发证券　　新发证券

$$C' = \frac{(1\,190\,049\times 220)+(296\,222\times 100)+(46\,066.5\times 153.62)+(382\,211\times 100)}{1\,190\,049+296\,222+46\,066.5-382\,211} \Big/ 4\text{（因为每4股新股换1股旧股）} = 43.97\text{美元}$$

注释37（第24章）

联合纺织公司发行的1923年到期、三年期利率7%的可转换债券，就附带了这种类型的转换特权。合约规定：“普通股转换率应该为每1000美元票据转换成22股普通股，每500美元票据转换成11股普通股。或者，如果此时当事人又按照低于46美元每股的价格发行了额外的普通股，转换率应减少至资产的公允价值或者该股票的发行价……如果随后又有新股票以更低的价格发行，转换率应该进一步降低，同时将应付利息与股息进行调整。”

这些信用票据发行于1920年4月，当年11月公司按照21美元的价格新发行股票，因此转换价格从46美元降低至21美元。在转换价降低之后，该特权的价值再未显著上涨。1920年11月之前股价从未超过46.5美元，而转换价降低之后股价就再没超过21.875美元。该证券于1921年10月以102.5美元的价格被赎回。

注释38（第24章）

AT&T1913年发行的总价值6 700万美元、利率4.5%、1933年到期的可转换债券，是这种相对罕见情况的案例之一。1915年3月1日到1925年3月1日，该债券可以按每股120美元的价格转换成普通股。债券合约规定，通过转换而来的普通股须作为“AT&T法定股本的一部分，当转换权行使时，这部分法定股本正式被核算在内”，并且不包含常见的反摊薄条款。很有意思的是，无论是之前还是之后发行的AT&T可转换证券都包含反摊薄条款。例如，1906年发行的利率4%可转换债券，以及1929年发行的利率4.5%可转换债券的合约条款就是这样。

该公司发行的1933年到期、利率4.5%的可转换债券，在特权可行使的第一年，即1915年，有超过一半的债券进行了转换，债券余额也随着之后几年的转换迅速降低。1925年，当转换权到期时，有价值1 899 400美元的债券没有转换，1931年这些债券以面值被赎回。同时，1925年以前，股票持有者被赋予特殊配股权，可能可以解释在无反摊薄条款保护持有人“权利”的情况下，转换特权得到快速行使的特殊现象。尽管接近每股八九美元的普通股股息无疑也是一个影响因素。

另一个可能不是非常切题的例子是布鲁克林联合天然气公司发行的1936年到期、利率5.5%的可转换债券。这些债券发行于1925年12月，每张债券可在1929年1月1日或以后转换成为20股普通股。债券合约的用词比较模糊：“在债券到期之前，如果公司的股票特性出现变更，随着股票持有者根据其持股数有权获得的股票数量的增加或减少，债券持有人通过转换可获得的股票数量也应相应增加或减小。”这就出现了疑问：是所有形式的摊薄都有了可靠保护，还是仅仅针对股票股息、股票拆分和反向股票拆分进行保护？可能正是出于这个原因，1929年1月1日前实际的转换已经可以进行，债券与股票之间存在巨大的套利价差。尽管此时等量股票可获得的更高股息收益率也可以部分解释此缺口的形成。相关数据如表F38-1所示：

表F38-1　布鲁克林燃气公司普通股与债券相关数据　　（单位：美元）

日期	普通股价格	等同的债券价格	债券价格	每 1 000 美元债券的价差金额
1926 年 3 月 19 日	71.5	143	129	140
1926 年 9 月 17 日	91	182	155	270
1927 年 6 月 17 日	115	230	197	330
1927 年 9 月 23 日	142	284	224	600
1928 年 3 月 30 日	153	306	272	340
1928 年 9 月 28 日	166	332	309	210
1928 年 12 月 28 日	187.5	375	375	0

注释39（第24章）

道奇兄弟公司发行的1940年到期、利率6%的信用债券说明了，在公司合并时，发行公司的股票被转换后数量变少，相应的债券转股价升高。1925年发行的债券，可以转换为道奇兄弟公司的A类股票，上限是7 5 000 000美元中的30 000 000。转换率规定如下：

第一批5 000 000美元转换，价值30美元的债券按面值转换为1股A类股票。

第二批5 000 000美元转换，价值35美元的债券按面值转换为1股A类股票。

第三批5 000 000美元转换，价值40美元的债券按面值转换为1股A类股票。

第四批5 000 000美元转换，价值50美元的债券按面值转换为1股A类股票。

第五批5 000 000美元转换，价值60美元的债券按面值转换为1股A类股票。

第六批5 000 000美元转换，价值70美元的债券按面值转换为1股A类股票。

合约规定，如遇并购情况，发行公司的购买者必须承担这些债券的相应责任，承诺将其转换为与原来约定的A类股票相同种类与数额的，并购过程中新发行的股票。

第一批价值15 000 000美元债券在1928年7月道奇兄弟公司与克莱斯勒公司合并前已经转换完成，克莱斯勒公司承担了剩余部分债券的责任。这次并购中，每5股A类债券转换成为1股克莱斯勒公司普通股。因此，根据合约条款，随后的第四批价值5 000 000美元的债券按照每1 000美元债券转换为4股克莱斯勒普通股的比例进行转换（克莱斯勒的转股价为250美元每股）。与之相似，第五批与第六批债券的转股价分别为300美元与350美元。1935年5月1日，所有发行在外的余额为30 150 500美元的债券被赎回。

注释40（第25章）

西班牙河纸浆造纸有限公司1911年发行的票面利率6%、1931年到期的第一抵押权债券是不附带分红特权的普通债券。1915—1916年利息支付出现违约，随后债券持有人与发行公司达成了妥协，逾期利息的支付截止日期延后到1922年10月，偿债基金支付暂时停止，该债券的持有者，以及其关联公司的特定债券持有者，在其债券的有效期内，有权获得相当于西班牙河公司支付给优先股和普通股股息数额10%的利润分享，具体情况见表F40-1。

表F40-1　西班牙河纸浆和造纸厂有限公司相关数据

年份	利息保障倍数（倍）	债券的市场价格区间（美元）
1919	2.62	105.5~97
1920	3.03	97.5~93
1921	4.39	87~86.25
1922	2.39	115~93.25
1923	3.46	105~95
1924	4.37	104~97
1925	3.85	106.25~106.25
1926	3.96	108~105
1927	3.36	108.75~108.5
1928	以 110 美元被赎回	

通过这种安排，债券持有人不仅在1928年债券被赎回前每年获得相当于西班牙河纸浆与造纸厂有限公司普通股和优先股现金股息10%的利润分配，还在1920年7月获得了为了清算优先股的应付股息而派发的42%股票股息的10%。

表F40-1的数据显示了1918年以后这些债券的投资质量。

注释41（第25章）

1918—1919年进行的如下操作展示了一种对冲操作技术：买入1920年到期、利率6%、价值1 000美元的皮尔斯石油公司（Pierce Oil Corp.）票据，同时卖出普通股进行对冲。该票据可随时转换成50股普通股（该票据的应付利息不算在内）。具体数据如表F41-1所示。

表F41-1　皮尔斯石油公司对冲操作相关数据　　（单位：美元）

日期	购买	月度价格区间	卖出	月度价格区间
1918年10月	买入10张6%票据， 价格100.5＝1 008	99.5~101.5	买入25股普通股， 价格19＝470	16.25~19.125
1918年12月	买入25股普通股， 价格16＝403	15.75~17		
1919年1月			买入25股普通股， 价格19＝470	16~19.375
1919年5月			买入25股普通股， 价格28－696	24.75~28.625
1919年12月	买入50股普通股， 价格17.5＝881 2 292	17~20.625	买入10张票据， 价格100＝1 000 2 636	赎回价100
利润	344			

1918年10月至1919年12月，票据的最低价为99.5美元。

这五笔交易可分析如下：

1．以非远离平价的价格购买票据，同时卖出一半相关股票。当股价下跌时可获得对冲利润，如果股价上升可通过卖出另一半股票获得利润。

2．股价下跌可获得对冲利润。

3．股价回升使得最初的头寸得以恢复。

4．股价上涨可卖出另一半股票获利。

5．股价再次下跌，可按面值卖出票据，同时重新购回已出售的股票来获利。

由于接近到期日的票据（发行公司的财务状况良好）肯定会被市场给予价格持续上涨的厚望，因此没必要在第二步卖出该票据。投资者应该持有该票据，等待可出售股票的机会再次出现。

注释42（第26章）

我们已经在第14章指出，1932年，纽约证券交易所上市的所有优先股中有95%无法维持其投资级价格。阿道夫·H.格雷茨（Adolph H. Graetz）研究了在1931—1934年上市债券中抽取的大样本，发现了表F42-1中的年度债券低价分布情况。

表F42-1　1931—1934年公司债券年度低价分布

种类（按价格区间划分）	1931年		1932年		1933年		1934年	
	数量	比重[a]	数量	比重[a]	数量	比重[a]	数量	比重[a]
0~9.9	245	5.69	623	13.82	683	14.78	555	12.28
10~19.9	334	13.45	562	26.29	507	25.75	459	22.57
20~29.9	335	21.23	419	35.59	438	35.23	370	30.63
30~39.9	380	30.06	388	44.20	418	44.28	333	38.02
40~49.9	296	36.94	364	52.28	403	53.00	331	45.40
50~59.9	319	44.35	426	61.73	381	61.24	372	53.46
60~69.9	377	53.10	384	70.25	384	69.55	340	60.86
70~79.9	461	63.81	417	79.50	405	78.31	409	70.04
80~89.9	571	77.07	406	88.51	399	86.94	435	79.79
90~99.9	835	96.47	450	98.49	467	97.04	568	92.61
100或更多	152	100.00	68	100.00	137	100.00	334	100.00
合计	4 305		4 507		4 622		4 506	

注：a. 价格等于或低于所在区间上限的证券占相应种类证券数量的比重。

纽约证券交易所上市的所有美国公司债券的平均价格在1939年年底达到74.60美元，这一事实显示了以投机级价位销售的债券的现状，说明很多证券都在以很大的折价比例销售。纽约证券交易所上市交易的公司债券与存款凭证的完整价格记录表明，1 100只证券中的558只，或者说57%，在1939年的售价都在70美元以下。其中数量最多的是

铁路公司发行的低价证券。参看《商业金融纪事报》，1940年1月6日，第56～64页。

注释43（第26章）

表26-1中列示的债券以后的命运。

美国座椅公司发行的1936年到期、利率6%的债券被展期10年，1939年的售价高达104美元。

美国克鲁斯伯尔钢铁公司发行的1940年到期、利率5%的债券，1937年价格涨至104.5美元，于1938年9月以101美元的价格清偿。

麦克森和罗宾斯公司发行的1950年到期、利率5.5%的债券在25美元购买仍是有利可图的，1935—1938年以溢价出售。其后由于管理层有欺诈行为，1938年年底到1939年年初售价跌至50美元。利息支付延迟至1939年5月，但在1940年4月时债券的价格就回升至101美元。

马里恩蒸汽掘土机公司发行的1947年到期、利率6%的债券是表现最差的一个。然而，1936—1937年，该债券的价格缓慢爬升至面值水平，1939年的售价高达87美元。

阿科美公司发行的1942年到期、利率6%债券的一部分持有者将所持债券的到期日从1936年展期到1946年，同时接受了票面利率减至4.5%。1936年以来这些债券的售价一直接近于面值。未展期的债券于1936年12月以102.5美元的价格被赎回。

注释44（第27章）

三家公司随后的业绩表现如表F44-1所示。

表F44-1　三家公司随后的业绩表现　　（单位：美元）

细项	电力和照明公司	班戈－阿鲁斯图克铁路公司	芝加哥黄色出租车公司
随后的最低股价	1	9.5	6
最低价与1929年最高价的比率	1.15%	9.51%	17.14%
1933年后的最高价	26.625（1937年）	49.5（1936年）	32（1936年）
最高价与1929年最高价的比率	30.7%	54.7%	91.4%
1939年收盘价	6.875	12.875	8.375
1939年收盘价与1929年最高价的比率	7.9%	14.2%	23.9%
1930—1939年平均每股收益	0.05美元（亏损）	3.85美元	1.21美元
1930—1939年平均每股股息	0.25	2.61	1.60
1939年每股收益	0.39美元（亏损）	0.17	1.04

注释45（第28章）

斯威夫特公司

1939年，斯威夫特公司的股票以约为21美元/股的价格出售。每股分派股息1.20美元，平均的股息收益率为5.70%。公司的流动资产的净值，包括附属公司相关资产的股东权益，总计约等于股票市值。该股票全部有形资产的价值约为市值的两倍。

1939年10月，财务状况可做如下概括（单位：美元）：

资本额：	
债券	36 000 000
股票（5 920 000股，21美元/股）	124 000 000
公司总售价	160 000 000
净流动资产[a]	139 000 000
有形资产净值	286 000 000
销售额，1939会计年度	757 000 000
净利润，1939会计年度	10 322 000

注：a．不包括未并表附属公司的股东权益。

表F45-1是20世纪初以来公司的简明财务记录，并以当前每股25美元的不变价格计算。

表F45-1　斯威夫特公司财务简报

年份	每股收益[a]（美元）	每股股息[a]（美元）	每股有形资产净值[a]（美元）	股价[a]（美元）	总股东投资（包括自愿储备的部分）（百万美元）
会计年度					
1939年	1.74	1.20	41.40	21	250
1900年	2.19	1.67	22.45	21（估计值）	22
平均值					
1930—1939年	1.36	1.20	40.60	20.25	244
1920—1929年	1.81	2.00	38.75	28.50	233
1910—1919年	3.67	2.37	33.66	24.50	120
1900—1909年	2.42	1.52	25.60	22	42
40年均值					
1900—1939年	2.32	1.78	34.65	23.75	160

注：a．全部的每股数据根据1918年25%的派息政策而作出调整。

讨论：这家企业是国内最大产业中的龙头企业。事实上，斯威夫特公司在某些年份的销售额比任何一家美国企业还要多。1898—1939年这42年间，除了1937年以外，它每年都支付股息，除了三年之外，其余年份都有净利润。它的股东权益从1898年的15 000 000美元增长到1939年的250 000 000美元。然而，该公司在1939年以低于有形资产一半的价格出售（按照1930—1939年的平均数计算）。这个售价尚不超过其净流动资产的股票价值，更不用说生产厂房、运输设备、品牌及商誉等资产项。到底出了什么问题？

如果我们追问为什么华尔街不愿意向斯威夫特公司投资更多，答案很简单。过去十年来，投入资本的平均回报率尚不足4%，过去20年来利润趋势一直向下。但真正的问题是，为何这些不利因素足以将股票市值腰斩（相对于有形资产的市场价格），而同期纽约交易所内普通股却普遍以高于账面价值50%的价格交易（如1938年年底）。由此引

申出的问题是为什么售价如此之低以至于持有回报率高达6%，而1930—1939年该公司的普通股平均回报率仅为4%。（参见穆迪200成分股指数）

斯威夫特公司股票的低价格与平均盈利、股息及账面价值之间的相对关系，成了盈利趋势主导市场估值这一现象的完美例证。我们可以清楚地看到，市场此举不仅显示出对于公司前景缺乏憧憬；在1930—1939年盈利下调的环境下，它还明确地表达了对于公司持续盈利能力的怀疑，同时表达了对1.20美元的股息能否持续的怀疑；在确保未来盈利能力方面，市场还怀疑公司的巨额有形资产是否有价值。

反之，我们又不得不怀疑市场对于斯威夫特公司的估价是否经过了对公司未来发展可能性的认真考察，并且细致地权衡了利弊。肉类产品缺乏需求扩张空间是一块短板，这一点毫无疑问。但其效应或许将被以下因素抵消：（1）包装行业内在的稳定性和表现；（2）公司的行业龙头地位以及财务稳健性；（3）考虑到政府管制下肉类行业损失惨重，相对于其他获利丰厚的行业而言，低利润边际与低盈利的特点将使其免受政策风险的威胁。

从这一视角看，斯威夫特公司的案例可以被视为当下投资观点有效性的简单明了的测试。我们的批判并非针对华尔街对于未来繁荣或者衰败的判断，而是针对这种分析方法的短视。假设斯威夫特公司的股票以7美元的价格售出（正如1932—1933年那样），华尔街的投资哲学仍将这一购买行为抨击为“追逐下降的行业”。但是公司业务停止扩张的顾虑是不大可能使全部的价值突然消失的。正如派克－戴维斯药厂（Park-Davis）这样的“好”公司股票，如果以某一价位购入，也可能是一项坏的投资，在这样的价位购入如斯威夫特公司这样的“坏”公司股票也能成为好的投资。（将1939年12月间二者状况进行比较研究将非常有趣。）

因此，华尔街的商业价值评估师与顾问的真正任务应该是决定增长因子在整个估值蓝图中的相对权重，而不是找寻适用于每个公司的快速简易分类法——如同审判日来临一样，赋予永恒的祝福或者诅咒。

另一方面需要指出的是，10年的市场记录对于公司管理层而言构成了一项挑战。这带来的问题值得公司高管与股东探讨。只有积累的更多的有形资产可以支撑起相等的股票估值，斯威夫特公司有才能的管理层才会感到满足。如果条件仍不允许，通常来说，造成不利结果的潜在因素就需要被客观的研究。深度细查后得出的补救措施与原因应当向59 000位企业所有人汇报。

注释46（第29章）

绝大多数欧洲大陆国家的公司章程规定有强制留存条款，目的是保证股息的定期派发。留存的储备通常来自于每年积累的利润，但比例都不大。一般地，每年一度的股东大会有权决议是否发放股息，不过偶尔也会临时派发股息。

在英国，《公司法》并未将分派股息政策的职能限定于股东大会，而是用法律条件的细则（法律文本中的表A）推荐了这种股息宣布模式；同时，公司章程通常规定，年度股息的宣布必须以“公司在全体大会上”或“全体大会授权下的董事会”的名义进行。参见《第一程序表》（*First Schedule*），《公司法案表A》（*Table A of the Company Act*），1929年，19~20卷，第23章。对英国有关股息的法律和政策的讨论可参见《帕默的公司法》（*Palmer’s Company Law*），第13版，第222~233，628页，伦敦，1929年。

下面详尽地说明了国外公司的股息政策状况及其后续记录。（具体案例参见本书1934年版，第669~670页）

1．荷兰皇家石油公司（Royal Dutch Co.）1920—1939年在荷属东印度的石油业务包括：

(a) 普通股的可分配利润	1 530 396 000 荷兰盾
(b) 支付普通股股息	1 497 293 000 荷兰盾
(c) 股息支付比率	97.84%

2．西门子哈尔斯克股份公司1925—1938年的财务记录包括：

(a) 净利润	150 893 000 马克
(b) 股息	124 419 000 马克
(c) 法定的董事奖金	3 458 000 马克
(d) 专项储备	25 550 000 马克[a]
(e) 收支差额	2 534 000 马克（亏损）

注：a．其中包括3 000 000马克的福利基金。

3．英美烟草公司（British-American Tobacco Co., Ltd）于1921年9月30日至1938年9月30日的财务年度记录包括：

(a) 可用于分配股息的净收益	91 934 000 英镑
(b) 股息	87 240 000 英镑
(c) 股息支付比率	94.9%

4．通用电气公司显然采用了美国公司留存大部分盈利的股息政策。它的大部分盈利都被结转到了一个名为“储备账户”的科目中。该公司1925年至1939年3月31日的财务记录包括：

(a) 净收益	10 433 000 英镑
(b) 优先股股息	3 468 000 英镑
(c) 普通股股息	4 521 000 英镑
(d) 拨付储备	1 847 000 英镑
(e) 盈余差额	597 000 英镑

注释47（第31章）

文中提到的是第76次美国国会第一次会议期间的第70号议会文件（华盛顿，1939年）——《投资信托基金和投资公司的统计调查》（*The Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies*）。该文件第463~493页以及第833~937页，完整地介绍了美国证券交易委员会的工作人员对大型管理投资公司在1927—1937年业绩表现的详细检查结果。美国证券交易委员会的工作人员采用的方法一般是将投资公司净资产（不扣减长期债务）的波动与标准统计90普通股指数（Standard Statistics Index）的波动以及一组其他证券进行比较，由于投资公司实际上不只限于投资普通股，因此这样具有更好的可比性。

这项调查的结果概括如下，它援引上面提到的议会文件第904~906页：

“附录中提到的分析是指大型管理投资公司完全……表现得与普通股指数类似，但是很少有公司能超越这一表现。偏离指数的唯一情况来自于普通股以外的投资，即在熊市期间提升这类投资的比例，以及在牛市期间降低这类投资的比例。没有证据表明有许多公司能在多年里持续战胜指数。分析指出，所有决定业绩表现的因素之间相互作用的结果，同指数代表的优秀上市公司的业绩持平。这个分析没有指出投资公司的业绩表现是否就是简单的取决于随机选取的上市普通股的表现。投资公司的正常表现可能比严格随机挑选出的股票的表现更好，尽管这样的结果意味着代表指数的股票也比随机选取的股票更好……”

“可以比较肯定地说，所有这些管理投资公司（相对于此处研究的样本）的业绩表现不比领先的普通股指数好，甚至很可能比1927—1935年的指数的表现更糟……”

“固定投资信托（fixed investment trusts）和半固定投资信托（semifixed investment trusts）……在1930—1935年的典型表现低于指数表现，尽管幅度很小。但几乎所有的固定投资信托和半固定投资信托都将资产投资于普通股，因此它们在熊市的表现比投资公司更差，在牛市的表现比投资公司更好……考虑所有因素，我们怀疑固定投资信托在1930—1935年的表现比管理投资公司的平均表现更糟糕。”

表F47-1分析了最大的六家投资公司（截至1939年12月31日）在此之前4年时间内和6年时间内的表现。

表F47-1　最大的六家投资公司在1934—1939年，1936—1939年的表现

公司	12月31日每股资产价值（单位：美元）			支付的股息（单位：美元）		价值变化中的总收益（单位：%）	
	1933年	1935年	1939年	1934—1939年	1936—1939年	1934—1939年	1936—1939年
阿特拉斯公司（Atlas Corp）	11.03	15.25	12.80	2.90	2.60	42.4	1.0
红利股份（Dividend Shares）	1.21	1.56	1.28	0.54	0.39	50.4	7.1
混合投资者（Incorp. Investors）	17.99	20.86	16.34	9.93	6.66	46.0	10.3
雷曼公司（Lehman Corp）	26.84	37.10	32.72	9.72	8.00	54.4	9.8
马萨诸塞州投资信托（Mass. Invest. Trust）	17.70	24.03	20.98	6.39	4.91	54.5	7.9
道富投资（State St. Investment）	65.34	92.30[a]	71.81	39.30（估计）	36.00（估计）	70.6	16.8
标准统计420股票指数	71.0	96.8	94.3	24.0	18.3	66.6	16.3

注：a．调整后。

所有的结果将与我们可以找到的最全面合适的标准统计420股票指数进行比较。指数上的股息回报的计算有些随意，是按照道琼斯工业

指数中30只股票的权重来估计的。表F47-2对12家投资公司在1937—1939年不同日期持有的现金和政府债券，与在相应日期的道琼斯工业平均指数做比较。从中可以观察到，持有的现金与道琼斯工业平均指数呈反向变动关系，这暗示了公司在上升的股票市场中倾向于买入，在下跌的股票市场中倾向于卖出。

表F47-2　1937—1939年12家投资公司的情况与道琼斯指数比较

日期	道琼斯工业平均指数	12家投资公司[a]持有的现金和美国国债（美元）
1937年9月30日	154.5	35 057 000
1938年3月31日	99.0	82 796 000
1938年12月31日	154.8	27 093 000
1939年6月30日	130.6	35 858 000
1939年9月30日	152.5	23 775 000

注：a. 这些公司是：亚当斯快递（Adams Express）、蓝脊（Blue Ridge）、权益投资公司（Quity Corp）、通用美国（General American）、投资者股份有限公司（Incorporated Investors）、雷曼公司、尼亚加拉股份公司（Niagara Share）、季度收入股份（Quarterly Income Shares）、精选行业（Selected Industries）、三角洲公司（Tri-Continental）、美国及海外证券（U.S. & Foreign Securities）、美国及国际证券（U.S. & International Securities）。

注释48（第32章）

销售成本计价的标准法和“后进先出法”之间的差异可以通过下面这个简单的例子来说明。

假设一家公司期初有10 000 000磅铜；之后三年每年购入10 000 000磅铜，年销售10 000 000磅，销售价格比市场价格高2美分。期初成本和市场价格为10美分；第一年的平均成本和期末价格为15美分，第二年为5美分，第三年为10美分。

很显然，公司的存货与期初存货等量，并且每卖出一磅铜能赚2美分。根据常识可以推测公司每年赚取200 000美元的毛利润。但是按照标准的会计做法，第一年的利润是700 000美元，第二年亏损800 000美元，第三年的利润是700 000美元。在1939年以前不允许结转损失，所以公司应税所得为1 400 000美元。按照1939年的法律规定，采用标准法，该时期内的应税所得为700 000美元，也就是第一年的“利润”，以后就没有了。

然而，根据“后进先出法”，公司每年利润为200 000美元，所得税也基于此计算缴纳。

相关的计算显示在表F48-1和表F48-2中。

表F48-1　标准法　　（单位：美元）

	第一年		第二年		第三年	
销售收入		1 700 000		700 000		1 200 000
销售成本						
期初存货	1 000 000		1 500 000		500 000	
本期购入	1 500 000		500 000		1 000 000	
	2 500 000		2 000 000		1 500 000	
减去期末存货（成本与市价孰低）	1 500 000	1 000 000	500 000	1 500 000	1 000 000	500 000
毛利润		700 000	亏损	800 000		700 000

表F48-2　后进先出法　　（单位：美元）

销售收入	1 700 000	700 000	1 200 000
销售成本（等于当年购入成本）	1 500 000	500 000	1 000 000
毛利润	200 000	200 000	200 000

注释49（第32章）

正常库存量法的说明

表F49-1中，普利茅斯绳索公司1930—1939年的10年业务数据体现了多种存货准备的计提方法。1932年以前采用的是一种比较随意的处理方法。1929年公司计提了大量准备，在下一年便消化掉了。此后直到1933年才又计提了存货减值准备。1933—1934年，公司采用新的会计政策，将全部存货的价值减记为1932年的低价。1935年，尽管不是完全必要，公司仍然计提了与1934年相当的准备。从1936年开始，公司采用正常库存量法，通过计提足额的准备，将日常经营所需的最小存货供给的价格减记为有史以来最低的。

表F49-1　普利茅斯绳索公司相关数据　　（单位：千美元）

日期或是截至9月30日的年度	存货数据			当年净利润		
	计提准备前[a]	计提公司准备后	按照正常库存量计提准备后[b]	调整存货准备前	调整存货准备后	
					按照公司的做法	按照正常库存量的做法
1929	8 059	7 110	4 297			
1930	6 008	6 008	4 367	658（亏损）	288	1 463
1931	4 011	4 011	3 292	25	25	943
1932	3 150	3 150	3 102	233（亏损）	233（亏损）	444
1933	3 473	3 143	3 238	486	157	294
1934	5 144	4 471	4 722	619	276	432
1935	4 030	3 358	3 503	475	475	370
1936	5 191	4 193	4 193	892	466	320
1937	5 315	3 291	3 291	1 195	269	269
1938	4 849	3 877	3 877	1 066（亏损）	9（亏损）	9（亏损）
1939	4 635	3 457	3 457	336	130	130
10年平均				207	184	466

注：a．按照成本与市价孰低计量。

b．1929—1935年的数据由普利茅斯绳索公司提供。

表F49-1表明，如果在十年间采用正常库存量的方法而非公司实际采用的存货减值方法，会产生什么样的结果。最重要的事实是，正常

库存量法将减少盈利的大幅波动，并会导致这一时期的总利润大幅增加。导致后者的原因是，1929年9月30日的公示报表体现了一笔巨大的存货贬值，公司当期还为它计提了准备。这些数据揭示了，如果在1930—1932年的大萧条期间普利茅斯绳索公司采用正常库存量法，那么其业绩表现将会非常优秀。（参见我们在第45章基于公布的数据所作的分析。）注意，将采用正常库存量法后存货净值的较小变化与调整之前的数据进行比较。

注释50（第32章）

在1929年1月1日至1933年1月31日这段时间，州际百货公司以平均每股20.62美元的价格，购入30 000股自己公司的普通股。随后该公司将股票的账面价值降至每股5美元，冲减了468 689美元的留存收益，同时还保留了20 000股作为按照协议规定在未来几年里提供给管理层的报酬。在1937年1月31日前的三个财年里，该公司向管理层发行了12 432股，将管理服务的成本按每股5美元计算计入损益表，尽管对公司而言，股票发行成本其实更高，其市场价值远高于每股5美元（见表F50-1）。

表F50-1　州际百货公司1935—1937年收入情况　　（单位：美元）

截至1月31日的财年	报表上的净利润[a]	平均成本基础上的净利润[b]	基于市场价值的净利润[c]	基于现金报酬的净利润[d]
1935	468 350	418 991	442 675	453 095
1936	446 650	402 445	423 718	432 080
1937	882 002	781 378	715 997	852 438

注：a．将股票按照每股5美元扣除。

b．将股票按平均初始成本从利润中扣除。

c．将股票按授予管理层当日的市价从利润中扣除。

d．若管理层不要股票而选择现金，将现金报酬从利润中扣除。

表F50-1揭示了这些交易事项对报告期利润的影响，正如公司在1937年5月13日的招股说明书中所披露的一样。

注释51（第33章）

基于1939年的税收法案，表F51-1对公司应纳税所得额与报告给股东的净利润之间的差异做一个概括。

表F51-1　需缴所得税收益和报告给股东的净收益之间的差异

	导致应纳税所得额增加的差异	导致应纳税所得额减少的差异
Ⅰ. 出于税收的考虑从损益表中剔除的项目	当年的短期资本损失 为员工购买人身保险 将持有证券的价值调低为市价	收到的国内股息的85% 收到的国债、市政债的利息
Ⅱ. 通常是盈余账户中的项目，包括在纳税申报表里	出售资本资产的收益 收到的以前年度收入 出售股本的收益	出售资本资产的长期损失 应在未来核销的开发费用 到期收回债券时的溢价及未摊销的折价 出售股本的损失 从盈余中扣减的债券折价部分的本年及以前年度摊销额
Ⅲ. 不出现在当年报表中的损益或盈余账户中的项目		（特定情况下）结转以前年度的净损失 （特定情况下）结转以前年度的短期资本损失

Ⅳ. 其他差异：

A. 由于纳税申报表上和公布报表中的折旧和其他摊销项目的计算方法不同所引起的。

B. 由于已在美国境外缴纳所得税和其他税费导致的税收减免。

注释52（第35章）

以下三个不同的例子都是有关将部分摊销拨备排除在损益表之外的。

例子A：宾夕法尼亚－迪克西水泥公司。截至1937年1月1日，这家公司创建了一个9 373 000美元的特别储备（从盈余中支取），以此削减公司厂房设备的价值，消除在1926年公司成立时所制定的高价。（通过随意将股息为7美元的无面值优先股这类资本负债从100美元减至25美元，来创造资本公积。）在1936年摊销费用达1 367 661美元，但到1937年时公司仅从收益中支取585 000美元的费用，而剩余的744 000美元从特殊储备中支取。这些项目变动的结果，是为了在1937年和1938年表面上降低固定费用的负担，但是根据以往基准计算的话，在扣减利息之前就已经余额不足。

在这个例子中较低的折旧费用看似合理，因为它适用于厂房设备的初始成本，而不是增值后估价。公司仅仅削减厂房设备账户，然后根据较低基准支取摊销费用，这将更为简单。保留较高的厂房设备账面价值，从而产生特殊储备，会促使投资者要求核实债券和优先股中的大量初始优先资本。

例子B：赛明顿－古尔德公司（Symington-Gould Corp.）。1938年该公司从收益中支取168 000美元用于折旧，同时另外从“厂房设备价值减值储备”中支取165 000美元。在1937年时该公司也是如此。初始储备设立于1937年年初，大约是880 000美元，相比之下总厂房设备账户金额为7 500 000美元。

这种设计安排不同于宾夕法尼亚－迪克西水泥公司的例子，因为该公司的储备比例要小得多，而赛明顿-古尔德公司的储备足够支付大约五年的额外摊销费用。通过这一设计安排，资产负债表中的厂房设备账户净值只会适度减少，而另一方面从收益中支取的折旧费用减半。

例子C：顶点钼业公司（Climax Molybdenum Co.）。1938年这家矿业公司在资产负债表中从收益里仅支取了20 000美元用于损耗费

用（这是根据矿井的成本），同时从“已发现存量”中支取2 341 000美元的较大数额用于损耗费用。

很明显，从收益账户中支取的损耗费用对于投资者来说已经毫无意义，对“已发现存量”的消耗是矿井剩余存续寿命的重要指标——在1938年这个指标大约是29年，之后则需要重新开发。需要注意公司的费用是根据矿井大约72 000 000美元的估价来计算的，但是1939年公司股票的平均价格大约是47美元，相当于111 000 000美元的矿井估价。因此分析师根据市场价值计算的损耗费用会高于公司从盈余中支取的费用。

或许该主张为了应付30年的矿井寿命应该按复利计算拨备，以此来大量扣减每年的损耗费用。但鉴于采矿企业涉及的许多不确定性，遵循简单的“直线”法似乎更切合实际，从而能为未来难以预料之事设立一个确定的安全边际。

注释53（第37章）

在本书1934年版第434页中，我们指出，A公司的合理股价应该为其平均每股收益乘以16，即约65美元。现在，我们的观点与先前的看法有两点不同：（1）乘数应从16提至20；（2）应该以上一年的每股收益代替平均每股收益。之所以要提高乘数，是因为债券利率相对于1934年前已经大为降低。1940年，标准统计公司A1+级的债券利率为2.78%，而在1933年为4.67%，1929年为4.78%。关于20倍乘数的进一步讨论，见附录注释57。

之所以要用上一年的每股收益来代替每股平均收益，是因为最近一年的收益与未来收益的关系更为紧密，因此在衡量收益方面也更为可靠，但这也有限制条件，即：（1）最近一年的业务状况并非异常优异；（2）收益呈现上升趋势；（3）远期前景向好。

注释54（第37章）

在这一问题上，本书1934年版给出了如下解释：

例子：1933年，从资产价值与平均收益方面看，马克卡车公司的股价已低到极点。1933年3月初公布上一年年报时，该公司股价仅为每股15美元。年报显示，每股现金资产净值为12美元，每股净流动资产为40美元。该公司的收益状况在表F54-1中。

表F54-1　马克卡车公司的收益状况　　（单位：美元）

年度	归属于普通股股东的净利润	每股收益	派发股息
1932	1 480 000（亏损）	2.19（亏损）	1.00
1931	2 150 000[a]（亏损）	2.90[a]（亏损）	2.25
1930	2 008 000	2.67	5.50
1929	6 841 000	9.05	6.00
1928	5 915 000	7.83	6.00
1927	4 707 000	6.60	6.00
1926	7 716 000	10.81	6.00
1925	8 331 000	13.64	6.00（其中一半为股票股息）
1924	5 083 000	11.97[b]	6.00
1923	5 866 000	13.81[b]	5.00
平均	4 284 000	7.13	

注：a．将工具等资产减记为1美元之前。

b．因发放50%的股息（1925年12月31日发放）而经过调整。

从表F54-1中可以看出，1933年3月，马克卡车公司的股价略高于其每股净流动资产的1/3，也稍高于平均每股收益的两倍。

由于马克卡车公司是其行业内的龙头企业，且该行业本身也是一个重要的行业，因此可以相信，该公司会继续取得良好的收益。所以，其股价如此之低确实很反常。铁路股票被冷落在很大程度上是因

为卡车的竞争，同时投资者普遍担心卡车运输业会源源不断地从铁路运输业手中抢夺业务。因此，重型卡车制造业的前景非常好，马克公司的股价实在过低。

后来的情况及其分析：马克卡车公司后来的情况如表F54-2所示：

表F54-2　马克卡车公司后来的收益状况　　（单位：美元）

年度	每股收益	股息	股价变化范围
1933	1.42（亏损）	1.00	46¾~13½
1934	0.03	1.00	41¾~22
1935	0.66（亏损）	1.00	30¾~18⅝
1936	2.41	1.50	49¼~27⅜
1937	2.15	1.25	62¼~17⅜
1938	1.56（亏损）	0.25	32½~16
1939	1.14	0.50	33¾~18

该公司在后来这些年里的收益令人大失所望，原因在于：（1）生产资料行业不够活跃，包括重型卡车制造业；（2）马克卡车公司在行业内的地位下降了。

考虑到1933年年初的股价普遍较低，以每股15美元购买马克卡车公司的股票便理所当然可能收益颇丰。从这个例子中，我们可以得出两点结论：（1）分析师错误估计了马克卡车公司的未来收益，可能是因为误判或其他原因；（2）要想尽可能地预防突发事件，股票的内在价值就应当大大高于股价。

注释55（第37章，第47章）

1933—1934年发行的啤酒业股票后来的表现。

表F55-1中有该段时期内发行的所有啤酒业股票的发行价及1938年年底的价值，其中大部分股票的发行价都取自《商业与金融年鉴》（*Commercial and Financial Chronicle*），表里共包含了72家公司。总价值是按照每家公司的股票价值来计算的，并非其资本总额。

表F55-1　72只啤酒业股票的数据汇总

1938年12月31日的股价VS.发行价	公司数量	股票总值（千美元）	
		以发行价计算	以1938年12月31日的股价计算
1938年12月31日的股价较高	9	6 211	12 555
发行价较高	62	30 533	5 918
二者相等	1	346	346
	72	37 090	18 819

注释56（第38章，第51章）

通过研究便能从跨区快速地铁公司各类证券的差异中找到不少机会，这些机会都具有一定的特征，并在市场中重复出现。

1．1919年11月，该公司利率为4.5%的债券与跨区联合公司的优先股的价格均为13美元。该债券（称为跨区都市4.5%）已经违约，公司也处于破产在管状态。债券持有人有权要求获得公司的所有资产（价值不菲），股东则一无所得。在随后的重组中，优先股与普通股都不再存在，而债券持有人则获得了新的债券，且其价值高出面值13%。

2．1920年1月，跨区快速地铁公司利率为7%的债券售价为64.5美元（1921年9月到期），同时，该公司利率为5%的第一替续债券售价为53.25美元（1966年到期）。每份利率为7%的债券都是以1 562美元的利率为5%的债券为抵押，并可转换为约1 144美元利率为5%的债券。因此，利率为7%的债券的价值要远远高于利率为5%的债券，原因在于：

（a）更为安全；（b）收益率更高；（c）因为可转换，因此当利率为5%的债券的价格上涨时，利率为7%的债券的持有者也可从中获利。

后来该债券延期了一年，延期期间利率为8%。1922年，该债券持有者可获得100美元的现金，外加900美元可转换抵押债券，利率为7%，1932年到期。如果持有者拒绝这些，也可要求公司一次性足额偿付该债券。由此可见，如果将利率为5%的债券换为利率为7%的债券，在1921—1922年便可获得可观的收益。

3．1929年早期，跨区快速地铁公司的股票售价高于曼哈顿铁路公司的“改进后的保证股票”（例如，1929年3月时，前者为55.5美元，后者为54美元），这是非常不合理的，因为：

a．当跨区快速地铁公司的股票还未获得收益时，“曼哈顿改进股”便已有每年5%的股息，且总收益率达到6.25%；

b．如果跨区快速地铁公司的股票收益率达到6%，那么“曼哈顿改进股”的收益率则可达到7%；

c．1950年之前，跨区快速地铁公司的股票收益率一直未超过7%；

d．曼哈顿公司每年都发放5%的股息，而跨区快速地铁公司的股东却什么也没得到。

而且，在接下来的21年里，曼哈顿公司的股东所获取的股息绝不少于跨区快速地铁公司的股东。因此，在1929年8月时，二者股价的差异是有道理的，当时“曼哈顿改进股”的价格较跨区快速地铁公司要高出16%（前者为39.25美元，后者为23美元）。

4．1933年10月，跨区快速地铁公司利率为5%的债券及利率为7%的债券的售价均为65美元。对此的详细分析可见第1章与第51章。

5．1932年12月，曼哈顿铁路公司的“未改进股”售价为18美元，而“改进股”的价格为6.625美元。前者的股息率为7%，且由跨区快速地铁公司无条件担保。“改进股”的股息率则视公司收益而定。然而，1922年启用的改进方案有如下条款：如果跨区快速地铁公司不能按照与曼哈顿公司签订的条约支付税款与债券利息，那么它就必须为后者的“改进股”也提供无条件的担保。由于跨区快速地铁公司陷于破产，因此也极有可能违约（事实上不久后它就违约了）。由此可见，曼哈顿公司的“未改进股”与“改进股”之间的差异是不合理的。

纽约市给出了购买方案（该方案在1940年完成实施），在这一方案下，曼哈顿公司的“未改进股”价格为35美元，“改进股”的价格为19美元，纽约市将通过发行市政债券来完成这一购买计划。但这样一个权宜之计，多少有失公正。

注释57（第39章）

在本书1934年版中我们提到，对于普通股而言，16倍的市盈率已是投资级别的上限。而这里之所以给出20倍的市盈率，是考虑到长期借款利率已大为降低。如果利率从4.5%降至2.75%，那么乘数就应从16升至25。

随着利率的降低，市盈率也相应地升高，这时就需要特别注意。第一，由于市盈率升高，在购买股票时就必须三思而后行。假若股票的市盈率为10，那么无须等待很长时间便可能获得收益，那样投资者也许就会认为赚钱很容易。但是，若乘数上升，那么投资者可能就没有足够的耐心等待收益的到来，同时也无法对未来做出可靠的预测。这样，他就只能指望市场行情或其他方面的收益。

第二，如果利率一直维持在较低水平，那么股票投资的收益率最终也会下降。到那时，过高的乘数便不再合适，因为没有充分考虑到长期利率降低的后果。

注释58（第39章）

我们在此附上本书1934年版中的表格（见表F58-1至表F58-3），以说明购买各种普通股的情况。

表F58-1　A组三家公司的普通股数据　　（单位：美元）

项目	纳贝斯克公司	空气压缩公司	商用溶剂公司
普通股每股收益			
1932年	2.44	2.73	0.51
1931年	2.86	4.54	0.84
1930年	3.41	6.32	1.07
1929年	3.28	7.75	1.45
1928年	2.92	4.61	1.22
1927年	2.84	3.58	0.84
1926年	2.53	3.63	0.69
1925年	2.32	3.33	0.37
1924年	2.18	2.81	0.45
1923年	2.02	4.14	0.02（亏损）
10年期平均值	2.68	4.34	0.74
优先股	35 000 000（共248 000股，每股140美元）		
普通股	333 000 000（共6 289 000股，每股53美元）	76 000 000（共841 000股，每股90美元）	75 000 000（共2 495 000股，每股30美元）
资本总额	368 000 000	76 000 000	75 000 000
有形资产净值（截至1932年12月31日）	129 000 000	29 200 000	8 700 000[a]
净流动资产（截至1932年12月31日）	36 000 000	9 800 000	6 000 000
基于普通股股价的平均收益率	5.1%	4.8%	2.5%
基于普通股股价的最高收益率	6.4%	8.6%	4.8%

注：a．该公司已将厂房与设备减记为1美元，而在1929年这些固定资产的净值约为3 000 000美元。

表F58-2　B组三家公司的普通股数据　　（单位：美元）

项目	B.F. 百路驰公司	海湾钢铁公司	堪萨斯标准石油公司
普通股每股收益[a]			
1932 年	6.75（亏损）	3.94（亏损）	0.23[b]
1931 年	8.01（亏损）	5.89（亏损）	1.95（亏损）
1930 年	8.55（亏损）	4.84（亏损）	1.19
1929 年	4.53	5.93	4.73
1928 年	1.50	6.28	0.91
1927 年	17.11	4.93	2.59（亏损）
1926 年	4.15（亏损）	5.28	0.51
1925 年	23.99	7.17	1.54
1924 年	11.10	7.48	1.50（亏损）
1923 年	0.88（亏损）	12.79	0.88（亏损）
10 年期平均值	2.99	3.52	0.22
债券（面值）	43 000 000	5 200 000	
优先股	11 200 000 （共 294 000 股， 每股 38 美元）	1 000 000 （共 20 000 股， 每股 50 美元）	
普通股	17 300 000 （共 1 156 000 股， 每股 15 美元）	5 600 000 （共 198 000 股， 每股 28 美元）	5 380 000 （共 296 000 股， 每股 20 美元）
资本总额	71 500 000	11 800 000	5 380 000
有形资产净值（截至 1932 年 12 月 31 日）	105 300 000	27 000 000	5 290 000
净流动资产（截至 1932 年 12 月 31 日）	43 700 000	2 230 000	3 980 000
基于普通股股价的平均收益率	19.9%	12.6%	1.1%
基于普通股股价的最高收益率	160%	45.7%	23.7%

注：a．已根据存货价值的变化进行了调整。

b．截至1932年12月31日，共9个月。

表F58-3　C组三家公司的普通股数据[a]　　（单位：美元）

项目	S.H. 克雷斯公司	岛溪煤炭公司	纳什汽车公司
普通股每股收益			
1932 年	2.80	1.30	0.39
1931 年	4.19	2.28	1.78
1930 年	4.49	3.74	2.78
1929 年	5.92	5.05	6.60
1928 年	5.76	4.46	7.63
1927 年	5.26	5.64	8.30
1926 年	4.65	4.42	8.50
1925 年	4.12	3.22	5.57
1924 年	3.06	3.58	3.00
1923 年	3.39	4.08	2.96
10 年期平均值	4.36	3.78	4.75
优先股	3 700 000（共 372 000 股，每股 10 美元）	2 400 000（共 27 000 股，每股 90 美元）	
普通股	38 300 000（共 1 162 000 股，每股 33 美元）	14 300 000（共 594 000 股，每股 24 美元）	50 300 000（共 2 646 000 股，每股 19 美元）
资本总额	42 000 000	16 700 000	50 300 000
有形资产净值（截至 1932 年 12 月 31 日）	58 300 000	18 900 000	41 000 000
净流动资产（截至 1932 年 12 月 31 日）	15 200 000	7 500 000	33 000 000
基于普通股股价的平均收益率	13.2%	15.8%	25.0%
基于普通股股价的最高收益率	17.9%	23.5%	44.7%

注：a．岛溪煤炭公司与纳什汽车公司的数据因股票拆分而进行了调整。

A组：1933年7月，因价格过高而变成投机性的普通股（数据已根据资本总额的变化进行了调整）。

B组：1933年7月，因收益不稳定而变成投机性的普通股。

C组：1933年7月，在数据上满足投资性要求的普通股。

后续：截至1939年12月31日，上述各组股票的后续情况如下。假定每只股票都购买100美元，结果也可以在表F58-4中看到。

表F58-4　上述各组股票的后续情况

	1939年12月31日的股价	每股股息总额	假设购买100美元该股，所得到的结果		
			所获股息	1939年12月31日的价值	总变化率
A组					
纳贝斯克公司	22⅝	10.80	20.6	42.9	−36.5%
空气压缩机公司	170¼	35.50	39.2	189.0	+128.2%
商业溶剂公司	14	2.85	9.5	46.6	−43.9%
平均			23.1	92.8	+15.9%
年均股息率			3.85%		
B组					
百路驰公司	19½	2.00	13.3	131.0	+44.3%
海湾钢铁公司	55[b]			196.4	+96.4%
堪萨斯标准石油公司	48	10.00	50.0	240.0	+190.0%
平均			21.1	189.1	+110.1%
年均股息率			3.52%		
C组					
克雷斯公司	57¼[a][c]	19.10	57.8	173.5	+131.3%
岛溪煤炭公司	25¼[a]	12.50	52.1	105.2	+57.3%
纳什汽车公司	6⅝	3.88	20.5	34.9	−244.6%
平均			43.5	101.2	+44.7%
年均股息率			7.25%		

注：a．因股票进行了1拆3，故数据经过了调整。

b．这只股票后来变成了共和钢铁公司的股票，因此数据也经过调整。

c．因股票进行了1拆2，故数据经过了调整。

由此可见：

1．B组后来的表现最好，是投机的好选择。然而，这只是一种偶然，其他同类型的股票在这段时期内的表现相当差。

2．C组的股息回报最高。与其他类型的股票相比，该类股票的股息回报普遍较好。

3．由于只选取了少量样本，因此A组和C组的股票并不能代表这一类型所有股票。从纳什汽车公司的糟糕表现就可以看出，股票的质量是很重要的。书中曾强调过这点，即：投资者必须要在确信公司具有良好前景时，才能去购买该公司的股票（C组中的股票）。

注释59（第40章）

表F59-1　美国水务和电力公司[a]

项目	1929 年	1938 年	1938 年的数据与 1929 年数据比值（%）
总收入	54 119	50 004	92.4
可用于扣减各类费用的金额	22 776	17 593	77.2
固定费用与优先股股息	16 154	16 698	103.37
归属于普通股股东的净利润	6 622	895	13.52
普通股股数	1 657	2 343	141.41
普通股每股收益（美元）	4	0.38	9.5
普通股最高价	199	16.13	8.1
1929 年起普通股每股最低收益（美元）			0.38（1938）
1929 年起普通股最低价			6（1938）

注：a．除了以每股计的收益，其他数字单位为4美元。

表F59-2　联合电力和照明公司

项目	1934 年	1937 年
总收入	73 867	89 531
可用于扣减各类费用的金额	19 905	23 404
固定费用	18 918	17 932
附加税		289
优先股收益	987	5 183
优先股每股股息（美元）	1.64	8.64

注：a．除了以每股计的收益，其他数字单位为4美元。

还有一家公司的股票也出现了与美国水务和电力公司类似的机会，具体如下：

1935年，联合电力和照明公司价值6美元的累积优先股售价为每股3.5美元，累积优先股总值仅为2 100 000美元，偿付顺序次于集团的长期借款及子公司的优先股（总值329 422 455美元）。从总收入及优先资本总额来看，公司的资本结构为典型的金字塔型，因此，可用于扣减各类费用的金额的稍许降低都能使得母公司的优先股收益大增。到1937年，该股股价已从1935年的最低价——3.5美元涨至75.875美元。1936年时该股的最高价为68美元。

注释60（第41章）

这两家公司后来的表现很有趣（1934年版中也有）。

金价的上涨使莱特哈格里夫斯公司的销售额达到了七百多万美元，1934—1938年，每年的折耗前每股收益均在72美分左右。1934年，股价涨至10.30美元的高点，但1939年年底仅为6.125美元。

从大萧条中复苏之后，巴克兄弟公司的销售额在1937年达到了14 314 000美元。1936年，其净利润达到666 000美元，相当于优先股每股23.67美元，普通股每股3.36美元。发放优先股股息后（1936年，公司调整了资本结构，处理了累积优先股的股息，因此优先股股息也进

行过调整），普通股每股收益为2.67美元。1936年，优先股股价涨至131美元，1937年则到了140美元，普通股在1937年也达到了32美元的最高价。而1939年年底，普通股售价仅为8.125美元，优先股仅为80美元。请注意，该公司的优先股比普通股更具投机机会，因为与普通股的股价相比，优先股的股价其实算比较低了。

注释61（第41章，第43章，第45章）

普通股的价格、收益及资产价值
1938年，对纽交所上市证券的研究

1938年年底，纽交所上市股票总值约为410亿美元，这正好处于1937年3月的最高值550亿美元与1939年的最低值270亿美元的中点。很明显，华尔街几乎没有考虑过，与内在价值相比，股票的价格到底是过高还是过低。事实上，一年之后，股票的价值依然与先前差不多。因此，人们需要研究大萧条后的股票价值，至少应当研究在一般情况下，不同的普通股的股价与其收益、资产价值之间的比率关系。1939年年初，在本书作者的指导下，哥伦比亚大学商学院的学者们就做了这样的研究，几乎涵盖了在纽交所上市的所有股票，本注释对他们的研究成果进行了总结与简要评析(477) （见表F61-1至表F61-4）。

表F61-1　648家公司的所有数据（以百万计）及其与道琼斯工业平均指数所包含的30家大型工业企业的对比[a]

项目	648 家公司	道琼斯工业指数中的 30 家大企业
1938 年 12 月 31 日		
普通股市值	32 412	14 771
归普通股所有的有形资产	21 980	7 922
归普通股所有的净流动资产	2 606	811
债券（按面值）与优先股（按市价）	8 029	2 727
资本总额	40 441	17 498

续表 F61-1

项目	648 家公司	道琼斯工业指数中的 30 家大企业
1938 年：		
销售额	27 460	7 896
折旧	1 198	433
息前净利	1 595	652
利息与优先股股息	442	116
归属于普通股股东的净利润	1 153	536
普通股收益	1 109	435
归属于普通股股东的净利润的平均值（1936—1938 年）	1 953	850
归属于普通股股东的净利润的平均值（1934—1938 年）	1 642	772
普通股市值：		
以 1937—1938 年的最高价计算	48 216	20 364
以 1937—1938 年的最低价计算	19 898	9 299
资本总额		
以 1937—1938 年的最高价计算	56 774	23 065
以 1937—1938 年的最低价计算	26 862	11 552
1938 年 12 月 31 日：		
现金	4 359	1 528
应收项目	3 195	785
存货	6 073	2 165
其他流动资产	13	
流动资产总额	13 640	4 478
流动负债总额	2 694	926
净流动资产	10 946	3 552
固定资产及其他资产	约 20 000	8 236
比率：		
1938 年 12 月 31 日，普通股市值与下列项目的比率：		
归普通股所有的有形资产	147%	186%
归属于普通股股东的净利润（1938 年）	28.1 倍	27.5 倍
归属于普通股股东的净利润平均值（1936—1938 年）	16.6 倍	17.4 倍
归属于普通股股东的净利润平均值（1934—1938 年）	19.8 倍	20.4 倍
流动资产比流动负债	5.0 倍	4.8 倍
折旧比销售额	4.3%	5.5%

注：a．作者估计，1939年年底这648家公司的总市值要比1938年年底的低3%，约315亿美元。归属于普通股股东的净利润约为18.3亿美元。由此可见，1939年年

底，总的市盈率约为17.2，总值约为1934—1939年平均收益的18.8倍。

表F61-2　分组统计数据

						归属于普通股股东的净利润			基于1938年普通股市价的收益率				
各行业组	该组所含公司数	普通股市价（以百万计）	资本总额（以百万计）	归普通股所有的有形资产	第5列与第3列的比率（%）	1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年	基于归普通股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）	基于归股票和债券所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
汽车制造	11	2 667.5	2 897.1	1 087.3	40.9	174.6	208.8	87.2	6.6	7.9	3.3	16.1	14.1
卡车制造	8	99.6	114.9	106.5	107.0	2.9	3.6	3.7（亏损）	2.9	3.6	（亏损）	2.7	1.5
汽车配件	39	601.9	656.0	352.2	58.6	38.6	41.4	2.8（亏损）	6.3	6.9	（亏损）	10.9	10.2
钢	27	1 682.1	2 173.2	2 269.9	136.0	32.1	54.5	52.4（亏损）	1.9	3.2	（亏损）	1.4	2.5
铁	8	110.0	137.9	138.4	125.8	0.7	2.4	0.9	0.6	2.2	0.8	0.5	2.5
重化工业	11	3 537.7	3 864.1	1 032.6	29.1	131.6	144.3	94.5	3.7	4.1	2.7	12.7	10.4
煤油	3	29.9	35.2	45.6	152.5	3.2	2.7	0.8	10.5	9.0	2.6	7.1	6.8
炼焦	3	393.9	450.7	137.1	35.0	17.4	16.4	16.9	4.4	4.2	4.3	12.7	11.9
各类化工产品	19	760.5	825.3	370.3	48.9	39.9	42.6	30.5	5.3	5.6	4.0	10.8	9.5
肥料	5	27.2	45.0	43.4	160.0	0.9	1.0	0.2	3.3	3.7	0.6	2.1	3.2
玻璃制造	3	388.9	414.5	156.1	35.0	18.9	20.3	12.3	4.8	5.2	3.2	13.8	12.2
药品与化妆品	13	404.7	544.8	114.3	23.2	30.0	31.5	29.5	6.1	6.4	6.0	26.2	19.6
重型机电产品	4	1685.5	1 722.1	607.5	35.9	52.6	66.2	40.0	3.1	3.9	2.4	8.7	8.7
轻型机电产品（包括家用电器）	10	94.4	122.2	50.3	53.3	4.3	5.0	1.9	4.5	5.3	2.0	8.5	7.4

续表 F61-2

各行业组	该组所含公司数	普通股市价（以百万计）	资本总额（以百万计）	归普通股所有的有形资产	第5列与第3列的比率（%）	归属于普通股股东的净利润			基于1938年普通股市价的收益率			基于归普通股股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）	基于归股票和债券所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
油漆	28	4766.6	6091.7	5395.8	113.0	297.8	385.9	271.2	6.2	8.2	5.7	5.5	5.1
瓦、陶	8	170.9	448.5	379.8	222.0	12.3	5.1	17.3（亏损）	7.2	3.0	（亏损）	3.2	4.4
玻制品	4	168.2	252.1	211.8	125.7	17.0	19.8	19.3	10.1	11.7	11.5	8.0	7.4
面粉、谷粉、面包	11	306.1	459.2	394.9	63.5	19.4	21.1	21.3	6.3	6.6	6.9	9.8	8.6
糖	11	111.9	204.9	208.2	186.5	12.9	13.4	4.2	11.5	11.9	3.7	6.2	6.5
矿泉水、软饮料	3	339.9	577.6	48.5	9.0	19.1	22.6	24.6	3.6	4.2	4.6	39.4	39.8
食品、罐头等	13	611.9	751.2	285.9	46.7	43.2	41.3	28.9	7.0	6.7	4.7	15.1	11.4
水果	1	189.7	189.7	170.9	90.0	11.7	12.1	10.3	6.2	6.4	5.4	6.9	6.9
酒类	6	270.5	297.9	56.6	20.9	13.9	13.5	14.4	5.1	5.0	5.3	24.6	18.2
啤酒、烈酒	8	165.0	261.2	160.0	95.2	26.7	26.6	24.2	16.2	16.2	14.7	16.7	13.6
针织品	5	16.4	26.3	22.6	137.7	1.4	1.6	1.2	8.6	9.5	7.2	6.2	6.6
丝绸、人造丝等	8	78.1	156.5	66.4	85.0	5.8	5.7	2.5	7.4	7.3	3.2	8.6	6.6
棉花	2	98.0	98.0	69.6	182.6	2.0	1.7	0.3（亏损）	5.2	4.4	（亏损）	2.8	2.9
羊毛、毛线、地毯、毛毡	5	41.2	65.3	45.2	109.8	1.6（亏损）	1.3（亏损）	9.7（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	1.5
服装	6	26.7	34.9	27.6	103.2	1.3	1.4	0.1	4.8	5.3	0.3	4.7	5.2

续表 F61-2

各行业组	该组所含公司数	普通股市价（以百万计）	资本总额（以百万计）	归普通股所有的有形资产	第5列与第3列的比率（%）	归属于普通股股东的净利润			基于1936年普通股市价的收益率			基于归普通股股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）	基于归股票和债券所有的有形资产的收益率（%）（1934—1936年）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
杂项业务	9	54.6	96.6	65.3	115.7	1.7	3.0	0.8	3.0	5.5	1.5	2.6	4.2
铁路设备	15	509.5	616.9	539.2	106.0	8.4	17.0	4.6（亏损）	1.7	3.3	（亏损）	1.6	22.4
农业机械	6	437.6	635.7	374.8	85.7	29.2	43.1	24.6	6.7	9.8	5.6	7.8	6.7
工用品	8	127.6	150.5	73.2	57.4	8.7	11.2	4.6	6.8	8.8	3.6	11.9	11.3
钢铁	2	370.5	465.0	178.0	47.4	23.4	21.4	17.0	6.2	5.7	4.6	13.1	9.8
其他管道装置或与金属制品	37	444.9	531.5	215.3	48.3	21.3	29.0	1.3	4.8	6.5	2.5	9.9	8.9
蒸汽机及与金属制品	19	444.0	485.2	231.0	52.0	20.4	27.1	14.5	4.6	6.1	3.3	8.8	8.4
收音机、留声机、钢琴	4	99.8	169.1	19.2（亏损）	0	5.5	5.9	5.0	3.5	3.9	3.0	*	1.8
动画、剧院、广播	10	268.8	317.6	240.6	89.4	23.2	29.7	20.5	9.4	11.1	7.6	10.5	8.2
煤炭开采	14	94.9	160.7	149.9	560.0	9.5（亏损）	12.8（亏损）	16.9（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）
金矿开采	15	1578.0	1721.2	1551.3	98.3	81.9	108.3	73.7	5.2	6.9	4.7	5.4	5.2
金矿开采	6	270.1	270.1	88.6	32.8	18.7	18.6	18.2	6.9	6.8	6.7	21.1	21.1

续表 F61-2

各行业组	该组所含公司数	普通股市价（以百万计）	资本总额（以百万计）	归普通股所有的有形资产	第5列与第3列的比率（%）	归属于普通股股东的净利润			基于1938年普通股市价的收益率			基于归普通股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）	基于归股票和债券所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
其他非铁金属（铁除外）	15	1298.0	1431.0	532.7	40.9	55.2	68.4	53.3	4.3	5.3	4.1	10.4	10.6
纸、纸板	16	185.2	454.2	210.9	113.8	9.7	17.2	9.2	5.2	9.3	5.0	4.6	5.4
印刷、出版	7	42.6	97.8	86.8	210.5	0.9	0.9	2.5（亏损）	2.2	2.0	（亏损）	1.0	7.0
食品杂货	7	113.7	145.2	158.9	139.5	10.7	9.5	9.0	9.4	8.3	7.9	6.7	6.7
面粉和谷类	10	791.2	861.9	476.9	60.2	57.7	59.8	51.2	7.3	7.5	6.5	12.2	11.1
饭店	6	29.4	40.4	39.8	135.0	1.5	1.4	0.2	5.2	4.9	0.6	3.8	3.5
药店	3	30.7	40.9	19.7	64.1	3.2	3.2	2.4	10.4	10.4	7.9	16.2	12.2
杂货零售	7	236.4	245.0	110.0	46.5	20.0	20.5	16.9	8.5	8.7	7.1	18.2	18.0
百货商店	24	291.2	559.3	336.6	115.6	14.9	21.2	12.1	5.1	7.3	4.2	4.4	5.1
邮购商店	4	701.0	755.9	437.5	62.2	42.8	49.3	43.0	6.1	7.0	6.1	9.8	9.0
杂货批发	6	71.1	165.8	88.2	124.0	6.5	8.4	2.7	9.1	11.9	3.8	7.4	6.3
飞机、航空机场	13	522.8	539.1	160.0	30.6	4.9	8.6	16.1	0.9	1.8	3.1	3.1	4.6
商用办公设备	9	389.5	448.8	173.9	44.7	26.4	22.8	19.3	6.8	5.9	5.0	15.2	11.7
航运	5	5.9	41.1	41.7	697.0	1.0（亏损）	1.4（亏损）	1.6（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	3.2

续表 F61-2

各行业组	该组所含公司数	普通股市价（以百万计）	资本总额（以百万计）	归普通股所有的有形资产	第5列与第3列的比率（%）	归属于普通股股东的净利润			基于1938年普通股市价的收益率			基于归普通股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）	基于归股票和债券所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
运输	7	36.8	69.9	64.2	175.0	0.9（亏损）	0.2（亏损）	0.2（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	1.4
橡胶、轮胎	8	261.0	663.7	195.4	74.9	8.7	14.0	5.8	3.3	5.3	2.2	4.5	5.3
香烟	5	1 360.7	15 077.3	438.2	33.7	71.8	76.3	74.7	5.5	5.9	5.7	16.4	13.4
雪茄	7	27.7	44.1	29.7	107.1	0.2	0.6	1.5	0.6	2.2	5.5	0.7	6.3
烟草	3	117.5	132.5	45.5	38.8	6.5	6.4	6.0	5.6	5.5	5.1	14.3	12.9
各类批单	3	18.2	28.2	13.3	73.0	1.4	1.5	1.5	7.8	8.5	8.2	10.7	9.8
工业、房地产、酒店	5	20.9	58.6	43.4	145.0	1.0（亏损）	1.0（亏损）	1.4（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	2.4
水泥	4	91.1	108.2	95.4	105.0	2.0	4.0	3.0	2.2	4.4	3.3	2.1	3.9
其他建筑材料	21	889.5	1 020.3	501.6	56.3	26.1	34.1	8.7	2.9	3.8	1.0	5.3	5.1
建筑工程	4	38.5	55.5	17.9	46.6	0.6（亏损）	0.1（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	0.7	
服装	6	157.8	171.7	133.2	84.5	11.7	10.4	6.7	7.4	6.6	4.2	8.8	8.6
皮革	5	11.2	19.8	11.8	105.3	0.8（亏损）	0.8（亏损）	4.2（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）	（亏损）

注：a．普通股不单独享有任何有形资产所有权，基于优先股和普通股共同所有的有形资产的收益率为11.5%。

表F61-3　按公司规模分组的数据

表F61-3a　以1938年年底的公司市值划分公司规模

规模	组内公司数	普通股市值（以百万计）	归普通股所有的有形资产（以百万计）	第四列与第三列的比率%	基于1938年普通股市价的收益率			基于归普通股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）
					1934—1938年	1936—1938年	1938年	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
少于1 000万	252	968.0	1 323.9	136.8	3.4	5.0	（亏损）	2.5
1 000万~1亿	309	7 292.4	5 575.4	76.4	5.3	2.9	2.9	6.9
1亿~10亿	82	17 016.1	11 368.4	66.7	5.3	6.2	4.5	7.9
大于10亿	5	7 135.9	3 712.4	52.0	4.6	5.5	2.9	8.9

表F61-3b　以1938年年底有形资产净值划分公司规模

规模	组内公司数	普通股市值（以百万计）	归普通股所有的有形资产（以百万计）	第四列与第三列的比率%	基于1938年普通股市价的收益率			基于归普通股所有的有形资产的收益率（%）（1934—1938年）
					1934—1938年	1936—1938年	1938年	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
少于1 000万	250	1 493.0	951.1	63.6	4.9	6.0	2.4	7.7
1 000万~1亿	331	10 454.5	6 761.4	64.4	4.9	5.8	3.0	7.6
1亿~10亿	64	16 303.5	11 321.6	69.4	5.1	6.0	4.2	7.3
大于10亿	3	4 161.4	2 946.0	70.8	5.5	6.7	3.0	7.8
所有公司	648	32 412.4	21 980.1	67.6	5.1	6.0	3.6	7.5

表F61-4　1934—1938年，基于投入资本的收益率1（某些组）

各行业组	组内公司数	基于投入资本的收益率（%）			
		各组个体数据			组内平均值
		最大值	最小值	中值	
软饮料	3	59.4	5.3	5.5	39.8
金矿开采	6	33.4	9.8	15.4	21.1
制药	13	30.7	（亏损）	12.9	19.6
甜食	6	31.9	（亏损）	19.7	18.2
杂货零售	19	22.8	（亏损）	17.9	18.0
肥皂	3	34.0	5.2	14.4	11.9
矿业（金、铁、铜除外）	15	152.0	（亏损）	8.2	10.6
轻型机械	37	44.2	（亏损）	9.3	8.9
各类化工产品	19	42.3	（亏损）	9.9	9.9
动画	16	42.2	3.5	7.7	8.2
卡车制造	8	17.4	（亏损）	0.7	1.5
羊毛、地毯	5	14.7	（亏损）	3.2	1.5
造船业	7	4.8	（亏损）	2.4	1.4
建筑工程	4	2.8	（亏损）	0.8	0.7
皮革	5	6.1	（亏损）	1.5	（亏损）
总和	164				
所有公司	648	152.0	（亏损）	6.3	7.0

注：a．投入资本数据截至1938年年底，代表着归债券及股票所有的有形资产。

这份研究从823只上市股票（1938年12月31日）中选取了648只，除了71只铁路股票和46只公用事业股票被排除在外，还有27只金融公司股票、16只外国公司股票、15只暂停交易的股票以及其他一些不合条件的股票未包括在内。所选取的股票总值在1938年年底为324亿美元，即所有上市公司总值的近80%（所有铁路普通股的总值，包括其控股公司的，还不及所有股票总值［413亿美元］的6%）。

该研究包括两个要点：

1．1938年、1936—1938年及1934—1938年的市价与收益的比率。

2．1938年的有形资产价值及净流动资产与市价的比率。

除此之外，我们还附上了以下数据：

3．1938年的销售额（所有业务收入）与普通股股价、收益的比率。

4．营运资金比率；营运资金与销售额的比率；现金、应收项目及存货在流动资产中的比重。

5．优先证券及相关费用。

6．基于销售额、固定资产的折旧计提。

在本注释中，所有数据主要是按两个原则归类的。其一，按行业分，就像每月出版的《纽约证券交易所公告》（*New York Stock Exchange Bulletin*）那样。但我们发现下面这样做会更好：将公告的分类修改下、替换掉一些公司、对一些行业组进行更细的分类（否则就太笼统了）；其二，按规模分类，并以投入资本和证券总值来衡量规模[(478)]，得出4个分组：小企业（少于1 000万美元）；中型企业（1000万~1亿美元）；大企业（1亿~10亿美元）；超大型企业（大于10亿美元）。

所有的这些数据都在表F61-1至表F61-4中，同时我们还附上了1937—1938年期间各类股票市值的最值（截至1938年12月31日）。这些极值之间的差距如此之大（仅在12个月内），再加之它们与其资产、收益的比率，恰恰很好地反映了近年来的股市现状。

对这648家公司的总结

本研究中最显著的数据应该是归普通股所有的有形资产（表F61-1），其总值达到了220亿美元，而所有股票的市值为324亿美元。尽管自1930年以来，经济形势总体上并不令人满意，且1938年这些公司的

业绩也令人失望，而信心的缺乏更使得美国企业无法吸引到新的投资，但这些公司的市值却依然高出其有形资产价值近50%。

但总量上的高估却不能掩盖个股的低估，不少于307家公司（即总数的47%）的市值低于其有形资产价值，同时67个行业组中有28个如此。

再来看表F61-3，可以发现，小公司（按市值划分规模）的总市值远低于其有形资产价值，而大公司的总市值却大大高于其有形资产价值（约50%），由此可见，小公司明显处于不利的位置。说来也怪，在表F61-3b中，相对于其他类型的公司，小公司的总市值明显高出其有形资产很多。这是因为，在市值小于1 000万美元的公司中，大部分公司由于经营不善，导致股价较低，尽管其有形资产不少。

换言之，按市值分组的小公司的收益状况明显较差，因此其股价相对资产而言较低。尽管大部分小公司的股价较低，但按有形资产划分的小公司组的市值又大大高于其有形资产，唯一的解释便是，投资者为经营良好的公司支付了很高的溢价。

人们可能会注意到，1938年年底，有54家公司（占总数的8%）的市值低于其净流动资产。在1937—1938年的股市低谷时期，这个数目不少于133，即总数的1/5；而在1937—1938年的股市高峰时期，没有公司的市值低于其净流动资产。

我们研究了1934—1938年、1936—1938年及1938年这些公司的收益，其中1934—1938年的平均收益最具代表性，因为1938年的业绩非常不好，而1936—1938年的收益都相对较好。在这一点上，读者应当有自己的见解。1938年年底，上市公司的股价水平为1934—1938年平均收益的19.5倍（即估值标准为5.1%），是1936—1938年平均收益的16.6倍（即估值标准为6%），是1938年收益的28倍，即净收益率为3.6%。通过研究可以发现，经营很好的公司的股价普遍较高，但总体而言，大部分公司的股价还是较低的。

各行业组的特点

将这648家公司分组实际上有很大的主观成分在其中。纽约证券交易所公告将这些公司分为27组，但我们觉得分成67组更为恰当。以市值衡量，最大的是石油组，接着是化学和汽车制造，前7组包括111家企业，总值193亿美元，占所有公司总值的53%。表F61-2详细地展示了各个组的业绩，表F61-5是按另一种方式进行分类。

表F61-5　按市值与资产价值比率分组

市值/资产价值	组数	组内公司数	基于1938年市价的收益率（%）		
			1934—1938年	1936—1938年	1938年
大于400%	4	25	4.7	5.2	5.2
200%~400%	17	166	4.8	5.4	3.6
100%~200%	22	189	5.9	7.0	4.4
50%~100%	20	234	4.9	6.7	3.0
少于50%	4	34	1.1	亏损	亏损
总和	67	648	5.1	6.0	3.6

可以看到，市值与资产价值比率最高的组，其市值与收益的比率也高出一般水平（与1938年收益的比率除外）。这些公司在1938年的收益高于其1934—1938年的平均水平，这也是其受到投资者热捧的关键。在表的下端，比率最低的公司收益情况总体上都很差。从利润的角度来看，处于50%~100%的20个组的业绩并不比比率高的组差很多（当然，考虑到1938年的业绩，情况就不同了）。在收益方面，比率为200%~400%的组的表现要差于比率为100%~200%的组。请注意，表F61-5给出的是每组的总体数据，不排除组内有个别公司与该组的总体特征不同。

收益趋势

可以用1934—1938年、1936—1928年及1938年的收益来检验收益趋势。如果收益趋势为1938年>1936—1938年>1934—1938年，则可视为异常优异；如果是1938年<1936—1938年<1934—1938年，则视为退步，据此可进行表F61—6的分组：

表F61-6　按照收益趋势分组

趋势好的组	趋势坏的组	1934—1938年、1936—1938年、1938年收益均为负
航空业	商用办公设备	煤炭
雪茄	罐头制造	建筑工程
面粉、面包、谷物	罐头食品	土地和酒店
软饮料	棉织品	皮革
	肉类	造船
	人造丝	航运
	饭店	羊毛
	杂货零售	
	制革	
	烟草	
	植物油	
	蒸馏酒[a]	
	金矿	

注：a．趋势略微向下。

研究者会发现，在趋势不好的组里有一些受到热捧的行业，而在趋势好的组里有两个并不被看好的行业。这样分组的价值在于说明，数据上的向上趋势能否作为看涨的依据是值得怀疑的。

接下来的表F61-7中，有3个时段收益与1938年12月股价的比率最高的组，也有资产与股价比率最低的组。

表F61-7　“便宜”的组（基于收益）与“昂贵”的组（基于资产）

			与1938年普通股价值的比率（%）			
	组内公司数	普通股总值（百万美元）	资产（%）	收益%		
				1934—1938年	1936—1938年	1938年
收益比率最高的组[a]	48	907.2	116.7	10.9	11.9	9.0
资产比率最低的组[b]	25	1 404.9	14.9	4.7	5.2	5.2

注：a．包括：啤酒与蒸馏酒，奶制品，各类烟草制品，动画，药品零售，杂货零售，糖，植物油。

b．包括：制药，甜食，收音机等，软饮料。

从表F61-7中可以看到，在不景气的1938年，股价相对于平均收益而言较低的公司的表现要差于648家公司的总体表现。而且，与资产价值相比，其股价也算低的。这就与那些股价为有形资产4倍以上的公司形成了鲜明的对比。后者包括收音机（3家公司）、制药（13家公司）、甜食（6家公司）和软饮料（3家公司）。请注意，“便宜”的股票的资产价值是资产比率低的股票的8倍，1934—1938年的收益是其2.3倍，甚至1938年的收益都是后者的1.73倍。从数据上看，后者唯一的优势是其1938年的收益较1934—1938年的平均收益增长了11%，而前者则下降了17%。但必须指出，后者的收益增长主要是靠可口可乐一家公司，而前者的业绩其实都还是相对较好的。

一些组的相似相关性使得对比差异更为显著。如收音机、广播与动画对比，制药与药店对比，甜食与糖对比，软饮料与奶制品、酒对比。最突出的要数可口可乐（软饮料界的翘楚）和其他饮料公司的对比（奶、软饮料、啤酒和威士忌）。后者中14家公司的普通股总值只是可口可乐一家的2/3；但1938年其销售额却为9 700万美元，而同期可口可乐仅为760万美元；其普通股净收益为528万美元，而可口可乐

为238万美元；其归属于普通股的有形资产为3 900万美元，可口可乐仅有160万美元。

投入资本的收益率

投入资本（即归普通股或所有证券所有的有形资产）收益率可以作为市盈率的补充。在此，我们采用1934—1938年的平均收益与1938年年底的投入资本（包括长期借款）相比，结果可在表F61-3a、表F61-3b和表F61-4中看到。

对这些我们需要做一个评论。由于投入资本收益率可视为企业业务状况良好的一个标志，因此可以利用其分析不同行业的盈利性。从这67个组来看，各组差异很大，从最高的39.8%（软饮料）到实际为负（皮革）。

各组间的差异之明显，可以在表F61-4中看到。在表中，我们给出了最大值、最小值、中值及组平均值（包括5个最高值与5个最低值）。可以看到，有些整体表现很好的组也包含有业绩很差的个股，反之亦然。

各行业间的差距让投资者和分析师认识到，依据行业来判断优劣不一定是可靠的。尽管在选择普通股时，行业理所当然极其重要，但仅基于此就做出仓促或极端的判断却不一定合理。

依据资产规模进行分组时，我们会发现一些有用的东西。5个组（从小于100万美元的公司到大于10亿美元的公司）的资本（即归普通股和优先股所有的有形资产）的平均收益率几乎完全相同。而且，比率最低的组的股价还高于其他的组。

但是，若按市值而非有形资产分组，就会得到相反的结果。最小的公司最不赚钱，尽管按比例看，它们拥有更多的资产和销售额。原因很简单，正是由于它们不赚钱，因此市值低。二者的对比表明，小

企业所面临的压力并没有使它们总体上的资本收益低于大企业[(479)]。但单个企业无疑更容易受到冲击，各小企业间的差异也非常明显。

注释62（第43章）

表F62-1中这些公司的优先股和普通股在1931年和1932年的前四个月的股价低点低于其每股净流动资产，其中大部分股票的价格在1932年后期还有下跌。

表F62-1　15家公司1931年到1932年4月优先股与普通股的情况　　（单位：美元）

公司	1931年至1932年4月		每股优先股对应的流动资产	每股普通股对应的流动资产	1932—1933年低价	
	优先股低价	普通股低价			优先股	普通股
阿里斯－查默斯公司		6½		11		4
美国农用化学品公司		4⅜		43		3½
加利福尼亚包装公司		5⅜		8		4½
钻石火柴公司	19½	10⅝	48	14	20½	12
恩迪科特－约翰逊公司	98⅛	23½	276	37	98	16
液碳公司		11¾		23		9
马克卡车公司		12		36½		10
中陆汽油公司		3¾		8		3¾
蒙哥马利·沃德公司	59	6½	462	16	41	3½
国家收银机公司		7⅛		15		5⅛
美国工业酒精公司		19¼		23½		13¼
美国管道铸造公司	12¼	8¾	26	10½	11½	6⅛
威臣植物油公司	44¼	9½	74		40	
西屋制动公司		9½		11		9¼
西屋电气公司	60¼	19⅞	1 164	34½	52½	15⅝

表F62-2是类似的一组股价低点不高于其每股现金资产（未扣减流动负债）的股票（1932年前5个月）。

表F62-2　一组股价低点不高于其每股现金资产的股票　　（单位：美元）

公司	1932年1月到5月低价	每股现金资产	每股流动资产价值	1932—1933年低价
美国汽车和铸造公司[a]	20	50	108	15
美国机车公司[a]	30¼	41	63	17⅛
美国钢铁锻造公司[a]	58	128	186	34
美国毛纺公司[a]	15½	30½	85	15½
刚果利姆－奈恩公司	7	7	12	6½
豪湾公司	5¾	10	11	4⅛
哈德逊汽车公司	2⅛	5½	7	2¼
塞普汽车公司	1½	5½	7½	1½
利马机车厂	8½	19	36	8½
麦格玛钢业	4½	9	12	4¼
马林－罗克韦尔	5¾	11½	13	5¾
汽车制造	11	15½	19	7⅜
万星威服装公司	10	17	34	5
纳什汽车公司	8	13½	14	8
纽约制动公司	5	5	9	4¼
奥本海默－柯林斯公司	5	9½	15	2½
瑞欧汽车公司	1½	3	5½	1⅝
堪萨斯标准石油公司	7	8½	14	7
斯图华纳公司	1⅞	3½	7	1¼
怀特汽车	7	11	34	6⅜

注：a．优先股。

这些例子来源于本书作者本杰明·格雷厄姆讨论该现象的几篇文章：《公司腰包鼓鼓，股东钱袋瘪瘪》（*Inflated Treasuries and Deflated Stockholders*，《福布斯》1932年6月1日号第11页）；《拥有大量资产的公司应该向股东返现吗？》（*Should Rich Corporations Return Stockholders' Cash*,《福布斯》1932年6月15日号第21页）；《拥有大量资产但陷入亏损的企业该被清算吗？》（*Should Rich but Losing Corporations Be Liquidated*,《福布

斯》1932年7月1日号第13页）中补充了1932—1933年的低价股票信息。

注释63（第46章）

分析师必须经常计算配股权和其对应普通股的价值。为了使得计算过程更加便捷，我们附上两个简单的公式。

令R =配股权的价值

M =股票市价S =股票认购价

N =认购一股股票需要的配股权的数量

公式A适用于股票除权日之前（也就是购买股票即能获得配股权）。

$$R=\frac{M-S}{N+1}$$

公式B适用于股票除权日之后（也就是购买股票不再享有配股的权利，除权日前的股票持有者才能享有配股权）。

$$R=\frac{M-S}{N}$$

例子：配股权允许持有者每5股配1股，配股价为50美元。股票含权的价格为64美元。

$$\text{配股权价值}=\frac{64-50}{5+1}=2.33\text{ 美元}$$

例子：同样的条件，股票除权价为90美元。

$$\text{配股权价值} = \frac{90-50}{5} = 8 \text{ 美元}$$

然而，这样的计算方法需要进行必要的改进，以反映：（1）老股可获得而新股不享有的股利，或新股获得而老股不享有的股利；（2）在配股权到期前，因不必马上购买新股而从相应资金中获得的利息。

注释64（第48章）

公司金字塔的两个例子

第一个例子：我们也许可以通过以下部分性总结来刻画英萨尔公司金字塔结构的本质特征：

		级别高于普通股的负债（1931 年 12 月 31 日）	
公司 1（顶部公司）	公司证券公司。一个有自身特点的投资公司。在持有的 145 000 000 美元资产组合中，主要持股公司 2 和公司 3，分别为 59 000 000 美元和 42 000 000 美元。	银行贷款等	33 000 000 美元
		债务	24 000 000 美元
		优先股	37 000 000 美元
公司 2	英萨尔公用投资公司。也是一个专业的投资公司。在持有的 252 000 000 美元资产组合中，主要持股在公司 3，为 64 000 000 美元。（它也持有公司 1 价值 32 600 000 美元的股份。）	银行贷款等	53 000 000 美元
		债务	58 000 000 美元
		优先股	46 000 000 美元
公司 3	中西公用公司，一个公用事业控股公司，控制着一些子公司。1931 年的总营业额是 173 000 000 美元。主要子公司是公司 4。	母公司：	
		银行贷款等	35 000 000 美元
		债务	40 000 000 美元
		优先股	61 000 000 美元
		（注：公开持有：	
		子公司债券	283 000 000 美元
		子公司优先股	152 000 000 美元
		子公司普通股	10 000 000 美元）
公司 4	国家电力公司。一个公用事业控股公司，控制着一些子公司。1931 年总营业额为 68 000 000 美元。主要子公司是公司 5。	母公司：	
		银行贷款等未单独报告	
		债务	10 000 000 美元
		优先股和 A 类股票	36 000 000 美元
公司 5	国家公共服务公司。一个控制着 4 个子公司的公用事业控股公司。1931 年的总营业收入是 36 000 000 美元。主要子公司是公司 6。	母公司：	
		银行贷款等未单独报告	
		债务	20 000 000 美元
		优先股和 A 类股票	30 000 000 美元
公司 6	海滨公共服务公司。一个控制着 6 个子公司的公用事业控股公司。1931 年的总营业收入是 16 000 000 美元。主要子公司是公司 7。	母公司：	
		债务	无
		优先股	9 000 000 美元
公司 7	弗吉尼亚州公共服务公司。一家公用事业运营和控股公司。1931 年的总营业收入是 7 600 000 美元。	债务	37 000 000 美元
		优先股	10 000 000 美元

请注意，一个具有连续6层控股公司的金字塔结构建立在这个系统中的各个运营公司上。6家控股公司都走向破产的事实标志着这个结构的彻底垮塌。如需英萨尔集团的相关描述、图表以及讨论，请参见詹

姆斯·博布赖特（James C. Bonbright）和加德纳·米恩斯（Gardiner C. Means）的文章《控股公司》（*Holding Company*），第108~113页，纽约出版社。

第二个例子：美国和外国证券公司。这提供了一个简单的范例，可以说明一般投资信托领域公司金字塔的作用方式（见表64-1至表F64-3）。

这家公司组建于1924年。公众按面值购买了25 000 000美元面值为6美元的第一优先股（公司实际收到了24 000 000美元），参与组织的银行按面值购买了5 000 000美元面值为6美元的第二优先股。1 000 000股普通股代表纯粹的名义投资（每股10美分），其中25%被分给了公众，另外75%则分给了组织者。因此，后者提供了1/6的资本，少于其他人的5/6，但是却在公司盈余中取得了3/4的权益。到1928年年末，这种控股公司金字塔形式随着另外一家公司的成立而被使用，它就是美国和国际证券公司，一个总资本为60 000 000美元的企业。公众提供了50 000 000美元的资本，收到的是价格为100美元的面值为5美元的优先股，另外还有1/5的普通股。美国和国外证券公司提供了10 000 000美元的资本，收到的是价格为100美元的面值为5美元的第二优先股，还有4/5的普通股。这种安排实际上使原始公司的组织者可以控制额外的资本，但是从他们自己的角度来看，他们并未进一步投资一分钱。由于美国和国外证券公司所拥有的资源增值了30 000 000美元，在1928年年末可以发现，贡献最初那5 000 000美元的组织者现在控制着110 000 000美元的资本（含可收回的捐赠），并且他们在盈余和业绩提升中所被赋予的权益份额大约为78%。

A．1924—1928年

表F64-1　股票出售情况　　（单位：美元）

项目	总额	公众投资	组织者投资
初始投资	30 000 000[a]	25 000 000	5 000 000
1928年12月的账面价值	60 000 000	32 000 000	27 000 000
账面价值增长（%）	100%	30%	450%
美国和国外证券公司资本[b]的最大市场价值	100 000 000	42 000 000	57 000 000
市场价值增长（%）	233%	70%	1 040%

注：a．公司收到29 000 000美元。

b．第一优先股是100美元；第二优先股估计是80美元；普通股是70美元。

B．1928—1939年

表F64-2和表F64-3的结果是按每100美元的初始投资额来展示的，公司回购导致流通在外的第一优先股减少了。

表F64-2　股票出售情况　　（单位：美元）

日期	公众投资	组织者投资
账面价值：		
1928年12月31日	130[a]	550
1932年12月31日	100[a]	35
1933年12月31日	100[a]	96[b]
1939年12月31日	108[a]	215

注：a．第一优先股按面值计算，加上附属普通股的清算价值。

b．不包含累计的第二优先股股息。

表F64-3　收益账户　　（单位：美元）

日期	公众投资[a]	组织者投资[a]	第一优先股	第二优先股（估计）	普通股
交易价格					
1929年高点	170	1 150	100	80	70
1932年低点	27.5	11.5	26	10	1.5
1933年12月	73	170	65	50	8
1939年12月	87	165	80	60	7

注：a．每100美元。

从账面价值（破产价值）以及市场报价的角度看，这种安排的实际运行状况已经在前面的表格中展示。

这些数据展示了一个高度投机的资本结构，在有利和不利环境下的典型状况。应该能够注意到，由于投资者对投资信托证券过分乐观或悲观的态度，公司的账面价值或者是破产价值的变化在市场中被急剧放大。注意到另一个问题也很重要，那就是在1933年，当一个大约等于每股初始投资额的账面价值被重新建立起来时，市场对属于公众部分的资本登记了一笔很大的减值，与此对应的是属于组织者部分的相应增值。

注释65（第48章）

利用相对较小的投资实现控制的例子如下：

1．范·斯沃林根（Van Sweringen）的利益集团用不到20 000 000美元的投资获得了8条I级铁路和价值达2 000 000 000美元的复合资产。因此，不到1%的投资控制了整个系统。参见1936年F.I.沙芬（F. I. Shaffner）的著作《投资的问题》（*The Problem of Investment*），第38页，纽约出版社，另参见《范·斯沃林根的更多细节》（*Further Details of The Van Sweringen pyramid*）中的第666~667页。随后，麦斯·博尔（Messrs Ball）和汤姆林森（Tomlinson）在破产价位上购买了这个控制权，仅花掉3 000 000美元。

2．1935年以前，通过拥有1 000 000份与普通股相比具有多重投票权的面值1美元的优先股，亨利·L.多尔蒂公司（Henry L. Doherty & Co.）取得了城市服务公司27%的投票权。这种安排，加上一个金字塔资本结构，使1 000 000美元的优先股能够控制固定资产达1 250

000 000美元的公司。参见詹姆斯·博布赖特和加德纳·米恩斯的1932年由纽约出版社出版的著作《控股公司》，第113~114页。

3．1930年以前，拥有1 200 000 000美元固定资产的标准燃气和电力系统公司被H.M.毕勒斯比公司所控制，主要是通过获得1 000 000份面值1美元的优先股，这与城市服务公司（同上，第115页）的案例类似。随后，对资本结构的改组发生了，此后不超过3 000 000美元的股权权益对1 2000 000 000美元的公用事业系统具有了更全面的控制权。

4．账面价值为8 000 000美元且市值比这更少的股票，曾经控制了过亿美元的联合然气和电力公司（同上，第122页）。据透露，在1935年制定公用事业控股公司法案的听证会举行前，H.C.霍普森（H.C.Hopson）和J.I.曼哲（J.I.Manpe）在这一系统的控制人中占据了最顶端的位置，他们的投资额是298 318美元。1923—1929年，他们从金字塔控股公司工具中每年平均获得的回报率是60.28%。参见《H.R.5423听证会》（*Hearing on H. R. 5423*），美国众议院洲际与对外贸易委员会，第74次国会第一次会议，第1473~1476页，华盛顿特区，1935年。

5．通过6层控股公司，英萨尔控制了潮汐电力公司，用后者发行在外证券的账面价值衡量，它的投资仅占后者总投资额的0.02%。这相当于用1美元的投资控制5 000美元。类似地，位居高层的英萨尔通过6层控股公司，仅用2.5美元就控制了金字塔底层的佛罗里达电力公司约5 000美元的投资。参见公共事业公司（Utility Corporations），参议员文件，pt27-A，第70次国会第一次会议，第159~161页，华盛顿特区，1935年。

注释66（第49章，第50章）

1989年到期的芝加哥-密尔沃基-圣保罗-太平洋铁路公司一般抵押债券（不同系列）的分析

1939年的平均价格为25美元

在不含保证债券的情况下，这只具有不同利率安排的证券总价值是139 000 000美元。全部证券以25美元的价格出售，共收入3 500万美元。在总计11 000英里的铁路系统中，这只债券享有其中6 000英里里程的第一留置权。此外，这只证券还有铁路相关设施以及其他资产作为保障。依据各抵押留置权对这个系统的收益进行分割（包括在特雷霍特的分支）显示，在去除了设施信托费用后，剩余盈利中的60%可以分配给这只证券。因此，简单来说，一般抵押债券25美元的价格，相当于圣保罗铁路公司全部资产大约为6 000万美元，此外，全部资产还受以市场价值衡量约为2 900万美元的设施义务约束。（这个总数中不包含的次级留置权，即使在最好的情况下也只对很小一部分资产具有请求权。）

我们把这里得到的圣保罗铁路公司全部财产约9 000万美元的价值与如下几个数据做对比：至少6.6亿美元的重置成本减折旧；以面值计算为73 900万美元的总资本；1934—1938年9 900万美元的平均总收益；以及那五年中可供支付利息的平均净额约8 100 000美元。如果扣除设施信托的利息（看作营运费用扣除），7 000 000美元的余额大约相当于以市价计算的各系列第一抵押权证券价值的12%。

这个针对一般抵押债券地位的概览显示，除非圣保罗铁路公司的前景是暗淡的，否则它们的价格肯定是超过25美元的。我们可以用两种方法进行评价，在每种方法中，我们将会使用1934—1938年的平均收益来衡量盈利能力。

方法A：综合估值，独立于具体的重组计划。我们假定，8 000 000美元的净收益能够很好地涵盖4 000 000美元的固定费用，这相当

于1亿美元的4%第一抵押权债券价值是面值。4 000 000美元的收益余额可以以利率8%进行资本化，从而为第一抵押权债券提供50 000 000美元的次级权益。这样得出的结论是铁路系统的价值为1.5亿美元，或者说是比设施信托证券价值高出了1.2亿美元。反过来，这意味着一般抵押证券的价值是7 200万美元，或者说是面值的52%，但实际市场价格则是25美元。

这个简洁的计算以如下问题和条件为前提：

1．800万平均净收益能够很好地衡量未来净收益的吗？这一数值比1938年的收益多200万美元，但是却比1939年的少了大约140万美元。在1938年一月所做的“正常收益”估计中，它们设定为高达1 580万美元。这一数值在过去10年中，始终在1929年的3 000万美元和1932年的不到100万美元之间变动。此外，1934—1938年的道路维护比率要高于其他道路的平均维护比率。因此，总的来看，8 00万美元的估计值还是比较保守的，尽管铁路的未来收益并不确定。

2．这一系统中的部分价值必须被分配给次级证券，因此应当被从一般抵押证券份额中扣除。最近的重组技术表明，这种转移的价值相对来说是较小的。

3．最重要的问题是依据800万美元的收益，能否用我们的方法计算得出1.5亿美元的市场价值。这里的关键点是未来的资本性支出可能需要从收益中融资，从而减少可向证券持有人分配的收益数额。各种重组方案建议，在为固定优先费用支付400万美元后，每年大约250万到500万美元会被用于这一目的。如果遵循这个结论，800万美元的总收益就不太可能得到价值5 000万美元的次级证券，因为可能会有一些利息支付。

综上所述，如果大额的资本支出拨备是必要的，那么我们的评估可能过于宽松。另一方面，我们的估算也可能会被证明是建立在被过低估计的未来盈利之上的。

方法B：这种方法源自一种特定的重组方案。为了达到目的，我们采用1938年11月经国际商会仲裁后提出的重组方案，同时，我们还将尝试对分配给一般抵押证券的新证券的价值进行评估。以现有的设施信托证券和7 700万美元的利率为3.5%的新第一证券为基础计算，这一重组方案的固定费用是3 865 000美元。接着，我们扣除大约250万到500万（由管理层决定）美元的资本支出；然后是利率为4.5%的系列A收益债券产生的3 600 000美元的利息；再扣除收益率为4.5%的系列B收益债券产生的1 100 000美元的利息，此后还有偿债基金以及新的优先股和普通股。

每份一般抵押债券将会收到大约350美元的利率为3.5%的新第一抵押权债券和利率为4.5%的A系列债券，此外还有大约240美元利率为4.5%的B系列债券和优先股。发行后，利率为3.5%的第一抵押权债券的最高市价将会是90美元。800万的盈利表面上将完全覆盖利率为4.5%的A系列债券产生的全部利息，但是如何分配是取决于资本构成的。市场价格方面，比如利率为4.5%的A系列债券的市价为40美元；利率为4.5%的B系列债券的市价为20美元，优先股的市价为5美元，它们看起来是合理的，最后两个主要代表了投机的可能性。这标志着一般抵押债券的总价值为51美元，这与第一种方法得到的结果相差无几（正如事情应该发生的那样）。(480)

结论。圣保罗铁路公司一般抵押债券25美元的价格明显是被低估的，除非铁路公司的前景是如此的暗淡，以至所有的运营公司的证券都被高估了。不管在怎样的状况下，这些债券都应当能够证明，它们是比其他并不是那么稳健的铁路公司的次级证券以及优先股更好的选择。

密苏里-堪萨斯-得克萨斯铁路公司和圣路易斯-旧金山铁路公司的对比（发布于1922年1月）

简介：不论对投资者还是投机者而言，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司的新证券都代表着很多有吸引力的机会。最近，已宣称开始进行的待重组计划将公司的固定费用降至一个非常保守的数目，因此，债券的利息可以被一个具有可持续性的边际所涵盖。不仅如此，公司在不利的当前条件下表现出色，为次级证券提供了一个可持续盈利能力的保证。对密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司进行长期接管，终将会被发现是强化了新证券的地位。这是因为虽然在此期间，为了恢复公司的机能产生了大量费用，但对铁路以及相关设施的提升反过来提高了整体的运行效率，因此，去年的运输运行费用远低于其他铁路的平均费用。

在分析密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司证券的价值时，与圣路易斯－旧金山铁路公司的对比是不可避免的。这两家公司所在地区，交通特点和金融结构均相似。事实上，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司的重组基本是参照圣路易斯－旧金山铁路公司的，后者在1926年完成。

这两家公司相似的资本结构通过表F66-1说明，我们对比了各种证券的当前价格和回报率。

表F66-1　两家铁路公司的对比

	圣路易斯－旧金山铁路公司				密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司			
	利率（%）	到期	价格	回报率（%）	利率（%）	到期	价格	回报率（%）
第一留置债券	4	1950	69.50	6.35	4	1970	65	6.35
	5	1950	83.50	6.25	5	1970	78	6.50
	6	1928	96.50	6.55	6	1932	92	7.15
调整债券[b]	6	1955	73.50	8.16	5	1967	45	11.11[a]
收益债券[b]	6	1960	55.50	10.81				
优先股	（6）		38		（7）		25.50	
普通股			21.50				8.25	

注：a．假设全部利息已支付。

b．直接回报。

接下来我们讨论的两家公司的一般状况，涉及资本结构和运营成果，然后对相关证券做了一个详细的比较。我们的分析表明，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司相对于圣路易斯－旧金山铁路公司拥有两个潜在的优势：

Ⅰ．固定费用在总收入中的占比更低。

Ⅱ．具有更高的运营效率。

通过这几点优势，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司能够为其债券提供更大的保障，还有相应更佳的股票获利能力。基于我们对这两家公司的对比结论，我们建议圣路易斯和旧金山铁路公司证券的持有者做出如下交换：

1．在它们较低的价格上，将圣路易斯－旧金山铁路公司优先留置权的4%，5%和6%债券换成对应的密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司优先留置权证券。

2．把价格是55.5美元的旧金山铁路公司利率6%的收益证券换成价格是45美元的密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司利率5%的调整证券。

3．把价格是21.5美元圣路易斯的旧金山铁路公司普通股换成价格是25.5美元的密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司优先股。

除此之外，从密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司证券自身的优点来判断，我们把优先留置权债券看作被很好地保护了的高收益投资；并且把调整债券、优先股和普通股视作提供了具有吸引力的投机机会。

密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司和圣路易斯－旧金山铁路公司主要在相同的州运营，并且在许多方面存在激烈的竞争。

因此，除了圣路旧金山铁路公司运送了更多的煤炭和木材以及相应较少的油外，两家公司的交通特点是相似的。每公里的费率和客运费率基本上是完全一样的，但密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司平均荷载量更重，运程更长（见表F66-2和表F66-3）。

表F66-2　运营里程1920年12月31日

州	密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司	圣路易斯－旧金山铁路公司
密苏里	544	1 720
堪萨斯	487	626
得克萨斯	1 721	495
俄克拉何马	1 036	1 517
其他	19	898
总计	3 807	5 256

表F66-3　1920日历年

项目	密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司	圣路易斯－旧金山铁路公司
平均列车荷载	442 吨	398 吨
每吨荷载平均运距	248 英里	187 英里

这两项优势无疑很大程度上得益于1921年密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司更低的运输运营费用。

资本结构。在表F66-4中我们比较两家公司的证券。

表F66-4　资本结构比较　　（单位：美元）

项目	密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司	圣路易斯－旧金山铁路公司
设备和基础证券	7 248 000	86 782 000
第一留置债券	93 073 000	121 748 000
调整债券	57 500 000	39 220 000
收益债券		35 192 000
优先股	24 500 000	7 500 000
普通股	783 155 股 （无面值）	504 470 股 （面值 100）
固定利息支出	49 17 717	9 248 374
偶然的利息支出	2 875 000	4 750 912
总利息支出	7 792 717	13 999 286

表F66-5中关于圣路易斯－旧金山铁路公司的数据取自当时最近可得的报告，也就是1920年12月31日。密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司的数据是基于如下假设，即所有原有证券都是按照重组方案的规定进行交易的。然而，某些高级留置权，特别是1990年到期的利率为4%的第一抵押权证券，仍然不会得到偿付也是可能的。在那种情形下，基础债券的数量（见上面数据）将会增加，第一留置权证券将会减少，二者合计则不会变化。有前景的是，固定利息费用事实上并没有重组计划中那么多，因为公司可以节省那些没有交易的40 000 000美元第一抵押权证券1%年息的一半。

表F66-5　每英里总收益和利息费用对比　　（单位：美元）

	密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司		圣路易斯－旧金山铁路公司	
	每英里	占总额百分比	每英里	占总额百分比
总收入[a]	16 870	100.0	16 730	100.0
固定利息	1 300	7.7	1 790	10.7
偶然利息	760	4.5	920	5.5
总利息	2 060	12.2	2 710	16.2

注：a．1921年数据，12月的是估计值。

“偶然的利息费用”代表着收入和调整债券的要求，它们只有在有收益时才需要支付。这一弹性条款对两家公司来说都是一种加强，因为这将允许它们在没有财政保障的情况下，在困难年份减少利息支付。

表F66-5显示了密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司将会通过固定费用大规模下降所获得的优势。后者对每收到的1美元只需要付7.7美分，一个如此低的比例将会保证优先留置权债券在正常条件下获得一个很大的安全边际。从这方面说，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司相对于圣路易斯－旧金山铁路公司具有重要优势，它的利息费用，不管是固定的还是偶然的，都相对更低。

盈利能力。在比较两个企业的盈利能力时，按照惯例是取涵盖了数年报告的平均值。然而在本例中，由于联邦控制干扰的影响使得这样一种程序并不可行。前几年的数据太过遥远，那些来自1917—1920年的数据又太不正常，不足以作为有说服力的分析基础。因此，有必要着重强调最近的运营结果。截至1921年11月30号的11个月的报告刚刚发布，通过在原数据的基础上加上1/11，可得到近似的全年损益表，见表F66-6。

表F66-6　1921年损益表（有一个月是估计的）　　（单位：美元）

	密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司		圣路易斯－旧金山铁路公司	
	收入	占总额百分比（%）	收入	占总额百分比（%）
运营里程	3 784		5 165	
总收益	63 842 000	100.0	86 521 000	100.0
维护费	24 635 000	38.6	26 874 000	31.1
其他运营支出	25 072 000	39.3	37 275 000	43.1
税	2 731 000	4.3	3 790 000	4.4
租金等，减掉其他收入	1 654 000	2.6	1 065 000[a]	1.2
利息余额	9 750 000	15.2	17 517 000	20.2
固定利息	4 918 000	7.7	9 248 000	10.7
偶然利息	2 875 000	4.5	4 750 000	5.5
股票余额	1 957 000	3.0	3 519 000	4.0
优先股股息要求	1 715 000	2.7	450 000	0.5
普通股余额	242 000	0.3	3 069 000	3.5

注：a．部分的使用了1920年数据。

在分析上述数据中，给予密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司的更多维护支出以额外关注是必要的。在每收到的1美元中，后者投入了38.6美分到维护中，而圣路易斯－旧金山铁路公司则支出了31.1美分。很容易理解，维护上花费的金额在很大程度上是一个管理层任意决定的事项，因此为人为粉饰净利提供了一种方法。在与相同范围内的其他公司相比时，在去年中，圣路易斯－旧金山铁路公司看起来似乎没有进行充分的维护，而密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司则过度维护了。这一政策差异的结果就是：与正常维护支出相比，圣路易

斯－旧金山铁路公司的净收益看起来更大，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司的则太小了。

我们通过表F66-7的分析展示这一修正如何从根本上影响各种证券的地位。

表F66-7　1921年盈利能力　　（单位：美元）

项目	实际结果		调整结果（维护比例为35%）	
	密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司	圣路易斯－旧金山铁路公司	密苏里、堪萨斯－得克萨斯铁路公司	圣路易斯－旧金山铁路公司
固定利息倍数	1.94倍	1.89倍	2.51倍	1.54倍
总利息倍数	1.25倍	1.25倍	1.55倍	1.02倍
优先股每股收益	8.00	46.92	17.39	3.19
普通股每股收益	0.30	6.08	3.25	无

优先留置债券。尽管密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司优先留置权证券的售价比相应的圣路易斯－旧金山铁路公司债券低了几个点，但是表F66-7显示出它们都具有良好的保障。因为，尽管密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司有更多的维护支出负担，其在1921年的盈利也足以涵盖其固定利息负担了。如果适当允许保养上的差异，那么密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司的出色表现将变得非常抢眼。

收益债券。密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司利率为5%的债券在1925年以后将变成可累积的，但是圣路易斯－旧金山铁路公司利率6%的收益证券却是永远不可累积的。在接下来的三年中，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司可分配给调整债券的收入中至少一半都要被作为利息发放，在1921年盈利的基础上，收益债券持有者今年很可能可以得到全部的5%利息。

如果支付全部利息，那么密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司和旧金山铁路公司的这些证券产生的回报率是相同的。密苏里－堪萨斯

－得克萨斯铁路公司证券的收益率与一般的铁路债券更为接近，仅次于优先留置权证券，而旧金山铁路公司的利息率为6%的收益证券还受到调整抵押贷款的约束。就像表格F66-7指出的那样，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司调整债券在正常经营环境下应该能够受益于其更大的盈利能力。

密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司利率7%的优先股。（1928年1月1日后可累积）。由于价格的相似性，这只证券更适合与圣路易斯－旧金山铁路公司普通股比较，而不是与其优先股比较。就当前收益而言，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司优先股表现出色，并且它看起来不仅比圣路易斯－旧金山铁路公司更受青睐，而且也是一个独立的有吸引力的投机品。

密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司普通股。虽然想要凭这只证券获得股息无疑是很遥远的事，但是它应当能快速反映市场上铁路运输业的状况提升或者是密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司地位的变化。在当前8.25美元的价格下，作为一只低价铁路股票，它拥有不寻常的投机机会。

艾奇逊铁路公司、南太平洋铁路公司和纽约中央铁路公司的对比（1922年4月发布）

简介。最近几周里，我们发现人们对高等级铁路证券的兴趣正在回升。这种活动之所以重要，是因为它是同时建立在投资和投机的考虑之上的。不断发展的债券清单第一次加入了优先股，现在它又把注意力转向投资级普通股，即那些具有悠久股息记录的普通股。

从投机角度出发，等级更高的铁路股份正变得越来越吸引人。我们清晰地指出了相对于1921年，1922年的净利润有一个很大的提升。汽车载重量已经有了很大的提高，并且今年稍晚些整个行业的复苏更

会加强这一状况。更重要的是持续减少的运行费用将会使净利率向常规回归。

因此，高等级的铁路普通股值得投资者和投机者去考虑。在这里我们提供了对当前状态和这种类型的3家主要公司（艾奇逊铁路公司、南太平洋铁路公司、纽约中央铁路公司）的最近记录的对比结果。一些最重要的数据已经列在表F66-8中。

表F66-8　普通股

路线	价格（美元）	股息率（%）	回报率（%）	每股收益（美元）		收益/固定费用，1921年
				1921年	1914—1921年平均值	
艾奇逊铁路公司	100	6	6.00	14.69	12.89	4.00倍
南太平洋铁路公司	90	6	6.67	7.25[a]	8.35[a]	2.13[a]倍
纽约中央铁路公司	91	5	5.50	8.92	6.64	1.44倍

注：a．部分是估计值，参见正文。

这些数据清晰地表明，从盈利能力和财务健全上来看，艾奇逊铁路公司是非常优秀的。与纽约中央铁路公司相比，它有更高的股息回报，更多的收益以及更低比例的负债。尽管南太平洋铁路公司和艾奇逊铁路公司都支付6%的股息，但是艾奇逊铁路公司展现了盈利能力上的优势，这足以为其高10个点的报价提供支持。

作为对其出色收益纪录的补充，以下特点需要特别注意：

1．现金资产财富；

2．石油资产的价值；

3．在较低的基础上仍然不断减少的债务。

接下来的几页中，我们将会更仔细地分析这三家公司的记录。在对可得数据进行仔细研究后，我们提出了以下结论：

1．艾奇逊铁路公司应该在立刻买入，不管是作为有吸引力的投资还是旨在获取投机利润。

2．得益于巨大的盈利能力，艾奇逊铁路公司从本质上来说比南太平洋铁路公司更好。

3．出于投资目的而持有纽约中央铁路公司的，应当立即换成艾奇逊铁路公司，以取得更高的股息回报、更强的平均盈利能力以及更稳定的财务状况。

从投机的角度来看，应当指出，与债务以及总收益相关联的那一小部分纽约中央铁路公司股票，在良好状况下每股收益可以更迅速的增长，相反，净收益中一个相对较小的下跌也会给它带来严重的打击。

公司结构。在分析一家铁路公司的地位时，不仅要考虑其自身的运营，还要考虑它投入巨额投资的子公司的线路。艾奇逊铁路公司和南太平洋铁路公司发布的报告涵盖了其整个系统，但是纽约中央铁路公司却持有很多自己独立报告运行状况的重要线路的股份。把这些被控制公司的里程加总实际上会超过纽约中央铁路公司的合理里程数。每年子公司带来了大量盈余，其中一部分真正归属于纽约中央铁路公司股票，但是这些不会反映在母公司的回报中。要获得适当的纽约中央铁路公司股票的价值判断基础，我们将借助它自己的报告和一份包括所有子公司的合并报表来分析其盈利能力。这么做的另一个理由是，纽约中央铁路公司打算收购被控公司流通在外的少数股权以实现它们之间的整合。

表F66—9列出了纽约中央铁路公司独立运营的子公司，以及其里程数和集团内持股比例。

表F66-9　纽约中央铁路公司

公司	里程（英里）	持股百分比（%）
纽约中央铁路公司	6 069	
辛辛那提北部铁路公司	245	56.9
C. C. C.－圣路易斯铁路公司	2 421	50.1
印第安纳港带铁路公司	120	60.0
卡诺瓦－密歇根铁路公司	176	100.0
伊利湖－西部铁路公司	738	50.1
密歇根中央铁路公司	1 865	89.8
匹兹堡－伊利湖铁路公司	224	50.1
托莱多－俄亥俄州中部公司	492	100.0
总里程	12 350	

对于南太平洋铁路公司而言，为了反映最近剥离石油资产的调整影响，必须对前年的表现进行修正。此外，还应消除前期石油收入，可转换债券转股以及出售太平洋石油公司股份获得的43 000 000美元的影响。**盈利能力**。我们对于1921年的结果特别感兴趣是因为它们不仅是最近的，而且它们代表了独立运作的第一个完整年度。1921年损益表概况如表F66-10所示。

表F66-10　1921年的损益表　　（单位：千美元）

项目	艾奇逊铁路公司	南太平洋铁路公司	纽约中央铁路公司	纽约中央铁路集团
里程	11 678	11 187	6 077	12 350
总收益	228 925	269 494	322 538	535 821
去除租金后的净额	41 268	39 823	56 679	90 615
其他收入	11 082	8 000[a]	15 665	17 251
总收入	52 350	47 823	72 344	107 866
固定费用等	13 018	22 800[a]	50 048	71 519
优先股股息	6 209			500
归属于少数股东				4 302
归属于普通股股东的净利润	33 123	25 023	22 296	31 545
每股收益	14.69	7.25	8.91	12.62[b]

注：a．估计值。参见正文。

b．纽约中央铁路公司每股值。

表F66-11　1914—1921年全年普通股每股收益　　（单位：美元）

	艾奇逊铁路公司		南太平洋铁路公司[a]		纽约中央铁路公司		纽约中央铁路集团	
日历年	运营基础	保证基础	运营基础	保证基础	运营基础	保证基础	运营基础	保障基础
1921	14.69		7.25		8.92		12.62	
1920	12.54	13.98	1.89	8.61	12.34（亏损）	5.49	14.65（亏损）	9.68
1919	15.41	16.55	7.03	8.40	6.23	7.97	10.73	8.62
1918	10.59	9.98	10.63	8.38	6.59	7.16	13.39	8.34
1917	14.50		13.96		10.24		13.25	
1916	15.36		11.00		18.26		23.50	
1915	10.99		8.90		11.08		13.80	
1914	9.03		6.01[b]		4.10		3.69	
平均值								
运营基础		12.89	8.33	6.64	9.54			
保障基础		13.14	9.06	9.16	11.69			

注：a．参见正文。

b．截至6月30日。

南太平洋铁路公司的固定费用以及营业外收入是基于1920年的报告基础预计的，并且已经进行了调整，以反映分离油田收益的影响。

我们立即就可以看出，艾奇逊铁路公司的表现最佳，不仅是每股收益，特别需要注意的还有较小的固定费用与可支配收入的比值。纽约中央铁路公司及其子公司的合并损益表中的每股收益非常可观，但这里必须考虑到其债券和租赁协议在其总市值中占比过大。

从1921年数据中得出的结论，可以被1914年开始的历史数据所印证。我们在第832页底下给出了那段时期的年度每股收益数据。对于1918年、1919年和1920年，我们给出了两个数据，分别基于实际运营以及政府租赁和保证。南太平洋铁路公司的数据也已经做了调整，见第934页。

以上显示的或许还算显著的一个特点就是，自1915年以来，艾奇逊铁路公司净利始终保持一个较高的增速，尽管这段时期，运营商普遍受到反常环境的影响。与纽约中央铁路公司和南太平洋铁路公司的对比在1920年这一过渡年份显得特别鲜明。

另一个重大特点是艾奇逊铁路公司的营业外收入的大幅增长，从1918年的4 311 000美元增长到1919年的15 100 000美元，进而到了1920年，则为9 842 000美元。这部分利润很大一部分来源于其石油资产，而且这部分的重要性看起来并未受到足够的关注。

运营统计。与南太平洋铁路公司和纽约中央铁路公司相比，艾奇逊铁路公司卓越的盈利能力在某些程度上得益于资本在总收入中较小的比重，但更重要的是较低的运营费用。表F66-12清晰地显示了艾奇逊铁路公司在运输费用方面所享受的优势。

表F66-12　营运支出分析

支出占总收入的百分比	艾奇逊铁路公司			南太平洋铁路公司			纽约中央铁路公司		
	1921年	1918—1920年	1913—1917年	1921年	1918—1920年	1913—1917年	1921年	1918—1920年	1913—1917年
维护费用	36.9	36.0	30.1	33.9	34.3	25.4	31.9	36.3	29.9
运输费用等	38.7	39.6	34.1	45.0	45.1	38.8	45.1	47.6	40.0
总计	75.6	75.6	64.2	78.9	79.4	64.2	77.0	83.9	69.9

可以观察到，艾奇逊铁路公司在维护费用支出方面一直比较随意。与坐落在相似地区的南太平洋铁路公司相比，艾奇逊铁路公司把收益中的很大一部分用来做维护，而把相对较少的一部分投入到了运费中。

资本结构：从股票相对于债券的占比来看，艾奇逊铁路公司的最大，纽约中央铁路公司的则最小。后者的资本结构看起来更加不平衡，因此，相对较小的净收益变化就会导致每股可分配利润的巨大波

动。在繁荣年份，债券债务的优势导致股票盈利能力体现出明显优势，但在萧条年份，它又会变成一系列巨大的负担。

表F66-13　公众持有的证券

证券级别	艾奇逊铁路公司	占总数的比例（%）	南太平洋铁路公司	占总数的比例（%）	纽约中央铁路公司	占总数的比例（%）	纽约中央铁路集团	占总数的比例（%）
债券和受担保的股票	289 888	45.3	473 644	57.9	840 110[a]	77.1	1 156 261[a]	77.5
优先股	124 173	19.4					9 998	0.9
少数股权							74 302	4.9
普通股	225 398	35.3	344 780	42.1	249 597	22.9	249 597	16.7
总计	639 459	100.0	818 424	100.0	1 089 707	100.0	1 490 158	100.0

注：a. 包括租赁公司（Leased Companies）的证券，以及以5%的利率进行资本化的现金租金价值为66 700 000美元。

结论：艾奇逊铁路公司的资金状况也许是其在铁路领域独特地位的最好说明。事实上，尽管在过去8年里几乎没有出售任何债券，艾奇逊铁路公司12月31号仍然持有52 7000 000美元的现金与政府债券，而此时它的负债总额仅为28 279 000美元。

强大的盈利能力与强劲的财务状况结合后，证实了股息率最终上升的期望。

注释67（第50章，第51章）

以下内容引用自本书1934年版，第594~595页。

“一个当前的例子。1931—1932年，福克斯电影公司遭受了巨大的损失，在1933年4月，公司通过说服其债务持有者将95%的债务转换成普通股进行了资本结构的调整。这次调整的结果是，公司的银行债务全部消失，1936年4月到期的票据也已从30 000 000美元下降到不到

1 800 000美元。1933年12月，利率6%的票据售价75美元，到期收益率超过20%。普通股的市场价值大约35 000 000美元，净流动资产大约10 000 000美元。这些数据显示出这些票据是被充分保障的，因此其售价75美元是非常便宜的。”

“这个结论的可靠性有多少呢？”我们可以相当肯定地说，无论这些股票值不值35 000 000美元，这1 800 000美元的票据都是完全安全的。但是一个这样的表述并不像它听起来那样的确凿，因为我们通常没有办法利用一只高度投机的股票与一只投资级高级证券之间的相对价格差异。[(481)]分析师必须依靠自己去决定购买这只股票是否具有吸引力。如果企业非常不稳定，那么即使是大量的次级权益也有可能完全消失，并且就算是一个较小规模的票据也会因此失去偿付。在福克斯电影公司的例子里，一方面，这是一个重要的行业，也就是说公司有充足的稳定性，至少要能够保证那个较小债务的偿付能力。另一方面，电影行业已经高度投机化，而且福克斯电影公司自1930年以来的表现记录并不能够鼓舞信心。”

“然而，我们的结论必然是，1933年12月，这些票据有巨大的资产支持，将不能偿付的风险降到了一个很小的程度。当再次强调把分散化投资作为所有这些操作的一种保护方式时，我们表达的观点是，从组合的加总结果来看，购买这类证券几乎总能够得到令人非常满意的结果。当然，有时候总会发生一些损失，但是在一个正常的时期，如1923—1927年，这种损失的概率无疑远低于非常时期的损失概率，如1930—1933年。”

（续）在1933年资本结构调整后的资产负债表上，这家公司对自己固定利息费用的保障倍数接近于6倍。它在1934年的利息保障倍数为将近5倍，在1935年为将近10倍，并且在1936年超过了38倍。这些票据在1936年4月4日到期时被以面值偿付。

注释68（第51章）

胜利债券的持有人备忘录（1921年5月通告）

我们非常希望向持有1923年6月1日到期、利率4.75%的胜利债券的持有人指出，通过以现价把它们交易成等量的、1938年到期、利率4.25%的第四期自由债券所能获得的优势。

在写这篇文章时，利率4.75%的胜利债券价格约为97.70美元，利率4.25%的自由债券价格是87.20美元。这两只债券的直接收入回报是相同的，都是4.86%。换一种说法就是，在成本和收入回报等价的基础上，每400美元的胜利债券能够交换450美元的利率4.25%的自由债券。

但是从未来市场升值的角度看，自由债券相对于胜利债券有着巨大的优势。胜利债券可能的升值空间被严格限制在2个点上，因为临近的到期日（1923年）使它不能以任何可观的溢价进行销售。然而，自由债券的售价相对于其面值存在巨大的折价（超过12.5%），因此在接下来的几年内，价格显著上升不仅有可能而且是非常可能。

举一个也许有些极端的例子。假设到1923年，所有胜利债券和自由债券的售价都回到了面值，那么第四期自由债券的上升幅度将超过12个点，而胜利债券仅有2个点。通过进行这里建议的交换，投资者现在持有的每400美元胜利债券能够因此得到450美元。在任何情形下，利率4.5%的自由债券只需要在接下来的两年中上升2个点，就能使这笔建议的交易变得有利可图。

在这方面，我们想指出，所有迹象都指向将来高等级债券价格的上升。利率下降的趋势已经非常明显，联邦再贴现率的降低就是证明。由于这个原因，与短期票据相比，长期投资现在受到了普遍的欢迎，并且后者获得的收入回报也因此比临近到期日的那些要少很多。

但是在胜利债券这个例子中，这些短期票据能够在不影响直接收入回报的情况下交换长期的自由债券。

自由债券的清算问题一直是个争论激烈的问题，如今仍在持续，但是看起来在现在这段时期它好像结束了。用借来的钱购买的债券大部分都被偿付或者是出售了，短期持有在很大程度上被消除了，并且现在自由债券可以被看作大部分都在真正的投资者手中了。这极大地改善了其技术指标，并且任何购买活动都将促使其价格大幅上升。

这笔建议的交易还能使我们获得另外一个优势，那就是自由债券（高达一定数额）可以免除附加税和一些普通税务，同时，胜利债券则只允许免除普通税务。

由于具备更大的价格升值空间和优越的税务免除地位，我们建议1923年6月1日到期、利率4.75%的胜利债券的持有人现在把它们转换成等量的1938年到期，利率4.25%的第四期自由债券。

我们会很乐意提供关于这笔交换的更进一步信息，特别是与投资者个人讨论这一交换带来的当前税务节约。

注释69（第52章）

道氏理论的主要观点包括：

1．股价波动分为三种类型：

a．主要趋势，这是牛市或熊市基本的趋势，期限跨度从不足一年到几年时间。道氏理论的支持者的主要目标便是正确认识主要趋势。

b．次级趋势（中期趋势），持续期为3个星期至几个月，但股价变动的方向与主要趋势相反。

c．日常波动（短期趋势），这种股价的波动方向是不确定的，特征也不明显，重要性亦大打折扣，这种波动只在决定趋势线是否形成上有些作用。然而，我们必须将日常波动画出来并认真研究，正是它们构成了长期的波动。

2．如果要得出关于波动本质的可靠推论，道琼斯工业指数和道琼斯运输指数必须能够相互印证。尽管一般来说，在牛市中，两个指数下次的高点会超过前次的高点，下次的低点也会超过前次的低点（熊市反之亦然），但主要趋势在运行中会被次级趋势的折返走势所中断。平均来看，次级趋势一般会使得股价回撤主要趋势波幅的1/3至2/3，起始点为上次次级趋势结束时。很显然，想随时判断股价波动是次级趋势还是主要趋势被逆转，是一项非常困难的任务。

3．如果道琼斯工业指数和道琼斯运输指数在几周或更长时间的波动都处在大约5%的范围之内，我们就说描述离散技术指标的趋势线形成了。如果两个指数同时突破趋势线的上方，那么我们认为累积（买入）指标（accumulation）形成，股票会达到更高的价格。如果两个指数同时突破趋势线的下方，那么我们认为派发（卖出）指标（distribution）形成，股票会达到更低的价格。如果一个指数突破了趋势线，而另一个指数没能突破趋势线，那么指标并不能说明未来的走向。

4．超买市场在股价上升阶段成交很清淡，下降阶段成交很活跃；超卖市场在股价下降阶段成交很清淡，上升阶段成交很活跃。活跃的成交量预示着牛市的终结，而牛市的启动往往伴随着较低的成交量。

5．成交活跃的个股经常与指数的走势保持一致，但个股也可能反映它们独有的特征，这会导致与指数变化的偏离。

上述关于道氏理论的主要观点的介绍自然不能穷尽应用理论实践时的很多细节。对道氏理论更详尽的阐述和应用请参见威廉·彼得·汉密尔顿（W.P. Hamilton）的《股市晴雨表》（*The Stock Market*

Barometer）、罗伯特·雷亚（Robert Rhea）的《道氏理论》（*The Dow Theory*）、查尔斯·戴斯（Charles A. Dice）的《股票市场》（*The Stock Market*）、弗洛伊德·伯切特（Floyd F. Burtchett）的《投资和投资策略》（*Investments and Investment Policy*）。图表分析理论请参见理查德·夏巴克（R. W. Schabcker）的《股票市场理论与实践》（*Stock Market Theory and Practice*）。

注释70（第39章，第52章）

标准统计公司在1933年10月和12月发布的“股票投资指南”中有如下内容（见表F70-1，表F70-2，表F70-3）：

表F70-1　鲍德温机车公司

B(N.Y.S.E.)					鲍德温机车公司
股票	建议	股息	价格	日期	收益率
普通股	持有（1）	无	11¼	1933年12月21日	无
优先股（7美元）	持有（投机首选）	无	34¼		无
认股权证	持有（1）		7		

表F70-2　鲍德温机车公司股票情况[a]

年度	收益		股息		价格变化范围	
	普通股	优先股	普通股	优先股	普通股	优先股
1933	约5.24（亏损）	约15.50（亏损）	无	无	17.625-3.5	60-9.5
1932	6.50（亏损）	20.39（亏损）	无	无	12-2	35-8
1931	6.55（亏损）	20.61（亏损）	0.875	3.50	27.875-4.625	104.5-15
1930	1.94	15.18	1.75	7.00	38-19.375	116-84

注：a. 数据不一定可靠。

表F70-3　比阿特丽斯奶油公司

BRY (N.Y.S.E.)					比阿特丽斯奶油公司
股票	建议	股息	价格	日期	收益率
普通股	卖出	无	12.5	1933年10月17日	无
优先股（7美元）	卖出	7	72		9.9%

评价：虽然该公司认股权证的执行会给普通股带来不利影响，但有利因素也逐渐显现。长期来看，其优先股还是具有投机价值的。

现状与前景：尽管鲍德温机车公司已将营运成本压至最低，但1933年的订单实在太少，因此利润依然为负。近来，公司的订单逐渐增加，美国公共工程署向许多铁路公司发放贷款，用于购买新设备（包括30辆机车），这也使得鲍德温机平公司的前景大为改观。还有些公司也在申请贷款用于购买设备，包括133辆机车。很明显，铁路公司已经开始进行现代化的改造，预计在1934年年底达到高潮。鲍德温机车公司在业界具有非常强大的优势，因此有望获取丰厚的收益。尽管普通股的有效收益率有时较差，尤其是考虑到认股权证（这些认股权证附属于抵押债券，可以以5美元每股认购480 000股普通股）的摊薄作用后，但普通股的每股损失依然在慢慢减少，公司的财务状况还是很稳定的（见表F70-2）。

背景：鲍德温机车公司是两大蒸汽机车制造商之一，同时也生产锻件、铸件产品，液压机械及其他一些特殊机械、发动机、空调机组、制冷设备等。公司还持有了通用钢铁铸件公司（General Steel Castings）的股票，并在费城拥有价值不菲的房地产。

资本总额：长期借款，总额15 500 000美元，利率7%；200 000份优先股（面值100美元），售价为每股125美元；843 000股普通股（无面值）。优先股股息累积达每股17.50美元。

评价：由于该公司近期的一些不确定性，建议换成其他更有前景的股票。

现状和前景：奶制品行业的统计数据不容乐观，产能过剩导致黄油、奶酪的库存达到历史新高，也导致产品的价格下降。农场主占有了大部分的液态奶利润（源于牛奶控制委员会和AAA市场协议的干预）。此外，截至8月31日的6个月里，该公司的收益由于成本的增加、高峰季节销售不理想而受到不利影响。这段时期内的优先股收益为4.47美元，归属于普通股股东的净利润为0.28美元，而去年同期的数据分别为6.34美元、0.82美元。由于季节因素，下半年的收益将会更少。除非牛奶的产量受到限制，否则公司业务复苏无望。但公司的财务状况还是良好的。

背景：比阿特丽斯奶油公司是奶制品业的三巨头之一。以前其利润主要来自黄油业务。近年来，公司大量扩充冰激凌和牛奶产量，同时还兼营奶酪、蛋和家禽产业。其主要业务区域在中西部，但也开始进入东部和太平洋沿岸地区。

资本总额：长期借款（债券无面值），利率为7%；107 851股优先股（面值100美元）；377 719股普通股（面值25美元）。

表F70-4　比阿特丽斯奶油公司股票情况[a]

年度	收益[b]		股息[c]		价格变化范围[c]	
	普通股	优先股	普通股	优先股	普通股	优先股
1933	0.84（亏损）	4.03	无	7.00[d]	27~7	85~45
1932	3.54	19.30	2.50	7.00	43.50~10.50	95~62
1931	7.12	32.49	4.00	7.00	81~37	111~90
1930	7.31	34.02	4.00	7.00	92~62	109.25~101.25

注：a．数据不一定可靠。

b．截至2月28日。

c．历年。

d．预计可持续。

股票投资指南（标准统计公司出版，纽约，哈德逊大街345号，版权所有，盗版必究）

1934年版中我们的分析

很明显，之所以给出持有鲍德温机车公司的股票、卖出比阿特丽斯奶油公司的股票的建议，主要是因为机车行业大有前途而奶制品行业前景黯淡。就机车行业而言，据说各铁路公司的设备更新还会持续好些年；而奶制品行业的缓慢复苏不知会是几个月还是几年。

但如果是根据本书给出的原则和方法，那么对这两只股票进行分析后的结论将会与这份报告相反。对比阿特丽斯奶油公司的分析应该如下：当前的形势不利，近期的前景也不好，股价已大幅下跌，股票的内在价值应该高出当时股价不少。

而对鲍德温机车公司的分析应该如下：该公司1934年的前景无疑要好于1933和1932年。然而，其股价已是1932年最低价的5倍。公司的业绩真的好到能与其股价相称吗？实际上，公司过去10年的收益都很糟糕。

为了回答这些问题，我们需要做一个统计分析（表F70-5并不是一般意义上的对比，而是着力于对两家公司分别进行分析并得出各自的结论）。

表F70-5　对两家公司进行的分析及得出的结论

项目	鲍德温机车公司	比阿特丽斯奶油公司
A. 资本总额		
债券（按面值）	15 500 000	
优先股（按市价）	7 000 000	7 750 000
优先证券总额	22 500 000	7 750 000
普通股（按市价）	9 400 000	4 700 000
认股权证（按市价）	3 400 000	
次级资本总额	12 800 000	
资本总额	35 300 000	12 450 000
B. 近期的损益表	截至 1933 年 9 月的 12 个月内	截至 1933 年 8 月的 12 个月内
销售额	7 730 000	44 045 000
折旧、息前净利	1 000 000（亏损）	1 831 000
折旧	1 850 000	1 605 000
利息	1 160 000	
优先股股息	1 400 000	750 000
归属于普通股股东的净利润	5 410 000（亏损）	524 000（亏损）

C．收益记录（见表F70-6）：

表F70-6　两家公司的收益记录[a]　　（单位：千美元）

年度	鲍德温机车公司			比阿特丽斯奶油公司			
	销售额	总收益	归属于普通股股东的净利润	销售额	总收益	归属于普通股股东的净利润	普通股每股收益
1933	7 730	2 850（亏损）	5 410（亏损）	44 045	226	524（亏损）	（亏损）
1932	10 579	2 941（亏损）	5 478（亏损）	46 264	434	323（亏损）	（亏损）
1931	20 436	2 982（亏损）	5 523（亏损）	54 059	2 101	1 363	3.54
1930	49 872	4 202	1 637	82 811	3 354	2 626	7.12
1929	42 797	3 093	900	83 682	2 489	1 971	7.31
1928	37 214	600	1 104（亏损）	53 307	1 523	1 103	6.31
1927	49 011	3 400	1 685	52 744	1 223	890	6.66
1926	65 569	5 800	4 049	33 974	1 006	735	5.97
1925	27 876	500（亏损）	2 225（亏损）	35 050	1 003	760	6.18

注：a．鲍德温机平公司：数据截至1933年9月30日。除1925年外，其余数据都是可比较的。

1925—1928年平均每年的折旧为1 022 000美元，因此数据据此进行过更正，1928年的总收益为近似值。

比阿特丽斯奶油公司：1933年的数据是截至1933年8月31日的数据，1932年的数据是截至1933年2月28日的数据，1925—1931年的数据与此类似。1928年，比阿特丽斯奶油公司通过证券交易赚取的389 000美元被排除在外。

D. “正常时期”（1925—1930年）的业绩。

鲍德温机车公司的平均总收益	2 900 000 美元
鲍德温机车公司的次级资本平均收益	824 000 美元
鲍德温机车公司普通股的平均每股收益（假设认股权证全部执行，且该部分资金的收益率为6%）	0.73 美元
鲍德温机车公司普通股的最高每股收益（经调整）	3.17 美元
比阿特丽斯公司普通股的平均每股收益	6.59 美元
比阿特丽斯公司普通股的最高每股收益	7.31 美元

注意：由于比阿特丽斯公司1925—1932年的持续扩张与股票增发，因此普通股每股收益比普通股总收益更有意义。

E. 资产负债表数据（1932年12月31日）见表F70-7。

表F70-7　两家公司的资产负债表数据

项目	鲍德温机车公司	比阿特丽斯奶油公司
流动资产	13 900 000	9 410 000
流动负债	1 200 000	748 000
净流动资产	12 700 000	8 662 000
每股普通股的有形资产价值	26.50	48.75

注意：鲍德温机车公司的营运资金数据经过调整，以剔除归米德法尔克公司（Midvalc Company）的少数股东所有的收益。归普通股所有的资产价值也经过调整（假设认股权证全部执行）。

尽管比阿特丽斯奶油公司在1933年减记过固定资产价值，但数额并未公布，因此未调整其普通股所有的资产价值。

由此分析可见，鲍德温机平公司的普通股并不值每股11美元。其优势仅在于1926年较好的收益及其账面价值，但这两项并不足以支撑其股价。表面上看，该公司利用了“杠杆”，即资本结构具有投机性，因为其优先证券数额较大。实际上，只有在收益超过自1926年以来的所有年度时，这个“杠杆”才具有价值。

至于比阿特丽斯奶油公司，它有两点极其引人注目。一是在1925—1930年的6年中每股收益一直较好，几乎相当于当前股价（12.5美元）的50%。二是其销售额较大，即使在1933年奶制品价格极低的时候，其销售额也相当于普通股每股9美元。1929年这一比率是18：1。显然，利润率的稍微提升都能使得股票收益率大为上升。

比阿特丽斯奶油公司还有一些其他方面值得关注：

1．公司的投机性资本结构使得其普通股具有相当的投机价值，且其大部分优先资本为优先股，因此财务风险较小。

2．公司的有形资产价值较高。当然也有个问题，即公司的普通股在长远的将来是否能一直获得合理的收益。由于公司减记过其固定资产，因此我们也应基于此来得出结论。

3．假设少计算固定资产价值是合理的，这就意味着近年来的折旧费用超出了必要的水平。截至1934年2月的一年里，折旧费用为1 400 000美元，而前一年还是1 900 000美元。如果截至1933年2月的一年里折旧费用也是如此减少，那么1933年的归属于普通股股东的净利润就是正数了。

4．考虑到公司的类型、股价，其营运资金状况还是很好的。

定性分析：A.鲍德温机车公司：对于公司的前景及盈利能力，很难得出一个可靠的结论。该行业是一个基础行业，过去这些年里的机车订单过少，意味着大量累积的需求。然而公司的业务状况很不稳定，因此很难合理预测其未来的前景。

B．比阿特丽斯奶油公司：该公司的经营状况较为稳定。对奶制品的需求肯定比对机车的需求要稳定，尽管供给过剩会给价格带来严重影响，但最终的结果也比大多数行业要好。所以我们有理由相信，未来的奶制品行业还是会像以前一样继续发展。1929—1933年的需求减少只是大萧条时期的正常现象，并不意味着以后也是如此。相对于其他两家巨头（波登公司[Borden’s]和国家乳品公司[National Dairy Products]），比阿特丽斯公司仍处于劣势，因为前两者的业务更多元化，赚钱的业务也更多。当然，如果形势好转，比阿特丽斯公司的盈利还是可以恢复到先前的水平的。

由于人们倾向于对未来抱有希望，因此作出的预测可能会偏离实际，但我们认为，从长期来看，定性分析得出的结论要比这份报告的结论乐观。(482)

后续。到1933年年底，两家公司的境况都有了很大的变化。对鲍德温机车公司而言，尽管前景有所改善，1934年的亏损却依然和1933年持平，且公司的亏损一直持续到1939年。1935年，公司进入77B程序（指司法程序，77B指企业重整条文），其普通股股价跌至1.5美元。1939年年底，公司重整后的新股股价为3美元。

1935年2月，比阿特丽斯公司宣告盈利。自此收益便稳定增长（只有一年除外）。截至1939年9月底的一年里，每股收益达到了3.81美元，年底的股价达到了27.5美元。

注释71（第26章，第28章）

米德和格罗丁斯基的理论可以归纳如下。

在一段或长或短的扩张期过后，所有产业都将不可避免地陷入衰退。衰退一旦发生，则很难扭转。无论任何时候，工业产业都可划分为朝阳产业和夕阳产业。行业开始衰退通常有如下征兆：需求停滞，

寻求改良而不是扩张产量，努力提高价格和增加借款。安全投资必须严格限定在处于扩张状态的产业内，并且优先将积极开展研发活动提高产品质量的公司作为投资标的。我们可选的投资范围不得不扩大到普通股，因为这类公司发行的债券和优先股数量有限。考虑到衰退的可能，投资者必须从收入和主要盈利中扣除摊销准备。

这个观点揭示了投资实践不可回避的、在公司事务掩饰之下的重要事实。然而其是否提供了一种安全并且切实可行的投资方式，却是另一个问题。该理论的若干推论如下。

1．从衰退产业退出、投资新兴产业不应顾忌当时的股票价格。如果大部分股票持有者遵循该法则，“好”股票的价格将情绪化地大幅增长，而“差”股票的价格将下跌到接近于0——完全没有考虑到相应公司的收益与资产状况。该理论对价格因素的忽视反映了价格毫无影响，或者是一般而言投资者事实上无须为好股票支付非常大的差价。第一种可能性明显站不住脚，第二种可能性就更令人怀疑了。过去10年市场的行为并不支持该论点，因为数据显示增长型公司股票获得了巨大的溢价。相应地，该理论的延伸结论与事实也相差很远。

2．这种方法并不像其听起来那么简单易行，除了在躲避衰退产业方面。可以接受的投资必须满足行业审查以及一些适用于具体公司的特殊要求；股票持有者必须警惕可能会发生的行业衰退，无论是收益水平尚佳还是市场环境不利的情况，都准备好随时卖出股票。

这种一般性的方法涉及一个困境：一方面，能够投资的增长型产业的数量极为有限，而任何集中度过高的投资完全是不可行的；而另一方面，一个随意的投资决策可能会造成多重问题或者让形势陡然反转。米德和格罗丁斯基将所有行业分为扩张型和收缩型——列出61种扩张型行业和50种收缩型行业。当然，肯定有很多临界案例。事实上，我们可以想象，肯定有很大比例的中间类型令人在分类时左右为难，无法使我们有信心地区分出好的和差的阶层。

更为严重的是，行业的增长可能在毫无警告的情况下停止，此时投资者尚未拿到预期的收益。我们在比较1926—1930年（或1928—1930年）与1930—1936年工业公司净盈利的变化趋势时发现了惊人的结论，行业发展趋势在不断地自我修正。这项研究的数据可以在米德和格罗丁斯基的数据表中或者是标准统计公司关于工业公司1926年以后的净盈利情况报告中获得。

3．远离衰退行业的债券、选择扩张行业的股票，这个建议可能因为某些原因被反对。[(483)]投资顾问们将全力指出：偿债基金机制可能能够在最终不可避免的行业崩溃之前起到回收优先资本的作用。不仅如此，为了预防相同的惨剧发生在增长型公司身上（一段更长的时间后），米德和格罗丁斯基坚持认为普通股投资者应该用所获得的股息与利润建立起自己的偿债基金机制，这样只有部分收益才是真正的利润。根据显而易见的量化分析结果，我们可以说斯威夫特公司（属于衰退型行业，一家食品加工公司）发行的债券称得上是安全的，即使未来人均消费的肉食减少。但是扩张型行业中的领军者佳斯迈威发行的普通股怎样才能称得上“安全”，这超过了我们可理解的范围，不论投资者是在1937年以155美元买入，还是在1938年以58美元购买到的。

4．米德和格罗丁斯基通过详细研究得出的投资原则同时引出了其他结论，它们对于股票投资者也具有重要价值。毫无疑问，很多案例表明处在衰退期的公司完全丧失了盈利能力，股票持有者的投资几乎血本无归，也失去了对公司的管理权，无论公司的竞争力多强、资源多丰富，都无法阻止此次崩溃。但如果事实果真如此，不论企业所有者想获取什么，他们都不会只在公开市场上销售他们的股票。出于与说服投资者出售股份相同的思路，让股票持有者在公司资产被浪费之前提出对资产的索求，岂不更加符合逻辑？

我们认为，《潮起潮落的投资价值》（*The Ebb and Flow of Investment Value*）有力地支持了我们的理论（在第43、44章中提到），即，股票市场价持续低于清算价值是一个信号，此刻所有的传言都应该引起重视；这要求投资者弄清楚（根据他们的自身利益）公司是否应该与以前一样继续经营，是否应改变策略，是否应被出售，是否应被部分的或整体清算；并且，最终，这个关键问题不应该从公司管理层（他们有其特殊利益，并抱有偏见）那里寻求答案，而应求助一家处在竞争环境中、秉承完全公正态度的外部机构。

第6版跋

本版的出版工作从2006年后期开始。当时一位麦格劳－希尔的编辑联络我，商谈为《证券分析》推出新版本。我同意担任此版书的首席编辑。随后的几个月内，我们与另外三名编辑成立了一个团队，包括一位著名的财经作家和历史学家、一位权威的价值投资学者和一位经验丰富的财经记者。我们也请了多位业内人士为原文撰写了导读，从而能够通过他们的价值投资实践展现这一理论的新发展。我们还新增了有关环球价值投资的章节。

因为这些稿件均在2007年下半年和2008年年初提交给编辑，所以没有涉及日益恶化的信贷危机和金融市场的急转直下。这些事件几乎使得投资银行巨头贝尔斯登（Bear Stearns）在2008年3月倒闭。与其目光短浅地只关注近期发展，不如注重研究在熊市和牛市中都适用的长远策略。正如格雷厄姆和多德说的那样，我们主要聚焦“概念、方法、标准和原则；最重要的是，使用合乎逻辑的推理”。

我们决定以1940年出版的《证券分析》第二版作为第6版的参照。因为它是最完整的版本，而且我们也决定不对此经典著作的原文做任何改动。通过这样的安排，希望读者能够在一睹格雷厄姆和多德大师级著作真实面目的同时，也能洞悉与如今瞬息万变的世界仍然相关且极为重要的真知灼见。

本书是11位撰稿人共同努力的成果，堪称价值投资派观点的集萃。虽然当中的许多人是业务上的竞争对手，但我们也是朋友和同行。我们都清楚，没有人知道全部问题的答案；我们还对曾经犯过的重大错误记忆犹新。同样，我们承认自身在价值投资上并不完美，一直都存在着新的挑战，也一直有提高的空间。通过整合这些经验丰富和功力非凡的撰稿人以及作者的不同观点，我们希望《证券分析》第6

版的内容丰富多样、研究详尽深入，树立投资学说的一面旗帜，承继前5个版本，成为有长远价值的著作。

塞思·卡拉曼

首席编辑

2008年5月

致谢

非常感谢各位联席编辑和联席撰稿人在百忙之中，抽空与本书读者分享投资经验，探讨投资真知。谨此代表全体编辑人员，向作者本杰明·格雷厄姆和戴维·多德致敬。他们的经典著作使我们受益良多，假如没有他们，就不会有今日的成果。我也希望借此机会感谢巴菲特先生为本书撰写前序，娓娓道出个人感受。更重要的是，通过教育和慈善事业，他践行了格雷厄姆和多德的价值投资、合理推论、高度诚信以及慷慨的原则。

此外，我要特别感谢里尔·史匹诺（Lear Spiro），是她提议请多位行业领先的价值投资者分享他们今天是如何应用格雷厄姆和多德的投资原则的。这个提议乍一看便知难以协调，许多人都怀疑最终能否成功。实际上，假如没有她的协调和组织，本书难以面世。我还要向麦格劳－希尔的团队致谢，他们是菲利普·鲁比（Philip Ruppel）、赫布·沙夫纳（Herb Schaffner）、劳拉·弗里德曼（Laura Friedman）、赛斯·莫里斯（Seth Morris）、丽迪亚·莲娜蒂（Lydia Rinaldi）、安东尼·兰迪（Anthony Landi）、简·帕米瑞（Jane Palmieri）以及莫林·哈珀（Maureen Harper）。他们致力于使本书成为令我们引以为荣之作。

塞思·卡拉曼

未来，属于终身学习者

我遇见过的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。已经超读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我，他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构，极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种留在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读APP：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”APP。它将成为你“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、速读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，与你共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读APP玩转指南

湛庐阅读APP结构图：

三步玩转湛庐阅读APP：

APP获取方式：
安卓用户请在各大应用市场、苹果用户请在APP Store
自行下载“湛庐阅读”APP，与最深邃的人生阅读社！

使用APP扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

延伸阅读

《共同基金常识（10周年纪念版）》

◎ 指数基金教父约翰·博格先生的心血力作，历经市场十年洗礼之后的升级版，堪称投资界的经典必读书。

◎ 中国银行业协会首席经济学家巴曙松领衔翻译。

◎ 高瓴资本创始人兼首席执行官张磊、中国人民保险集团副董事长缪建民、耶鲁大学首席投资官大卫·斯文森专文作序推荐。

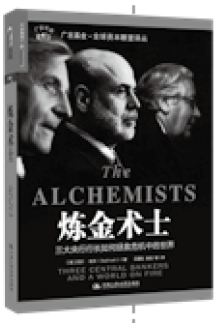
使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-5596-0531-3
9 787559 605313

《炼金术师》

◎ 《炼金术士》以清晰且富有启发性的方式描述了中央银行的前世今生。

◎ 与《大而不倒》《金融之王》《当音乐停止之后》并称“洞察金融危机必读书”。

◎ 中国银行业协会首席经济学家巴曙松领衔翻译，广发基金总经理林传辉作序推荐，畅销书《当音乐停止之后》作者艾伦·布林德倾情推荐。



使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-300-21879-3
9 787300 218793

《资本之王（经典版）》

◎ 全球私募之王黑石集团成长史。

◎ 一部透视黑石集团运作内幕的巨作。

◎ 首度展现黑石创始人史蒂夫·施瓦茨曼叱咤风云的私募传奇。

使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-213-07782-1
9 787213 077821

《金融之王》

◎ 一本描述自第一次世界大战后到大萧条时期国际金融史的著作，视野宏大、极具震撼力。

◎ 《经济学人》评价这本书对当今世界依然具有参考价值，而且开创了深入系统地研究中央银行家的先河。

◎ 《纽约时报》评价这本书充满了对历史的精准预言，是一本非常有价值的世界金融史著作。

使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-300-13186-3

(1)正如格雷厄姆所言，亏钱常常会让人不安。最近的亏钱经历和对未来的担忧所导致的焦虑情绪，会显著地影响我们把握随之而来的投资机会的能力。如果一只被低估的股票现价降了一半，而在经过反复的检验后确定基本面没有变化，我们就应该抓住机会大量买入。如果我们的资产净值随着股票价格下降，想增加仓位恐怕在心理上难以接受。——卡拉曼注

(2)长期来看，投资者能够进行基本面分析，公司管理层也会解释其经营战略并调整资本结构，股票价格往往会向内在的商业价值调整。特别是价格严重低于内在价值的股票将吸引专买便宜货的投资者甚至公司收购者，从而提高长期股价效率。然而，这一趋势往往会因为短期的贪婪和恐惧而中断。——卡拉曼注

(3)我自己的经历也像巴菲特描述的那样。1978年暑假，我在共同股票基金（Mutual Shares）管理一只免中介费的、以价值为基础的共同基金，那是我职业生涯的开始。1980年，Telecor按计划清算，同时剥离其电子设备租赁子公司（Electro Rent），这一事件使我将基本面分析的优点铭记于心。因为购买Telecor股票的投资者仅以相当于一倍现金流的价格，非常有效地实现了对快速发展的电子设备租赁公司的投资。你会永远记住你的第一次价值投资经历。——卡拉曼注

(4)2007年7月，次级抵押贷款损失触发的次贷危机可以被视为最新和最富戏剧性的案例。——卡拉曼注

(5)格雷厄姆和多德以不高于净营运资本2/3的价格购买股票，净营运资本是营运资本减去其他债务的余额。大萧条中符合这一标准的股票很多，但今天已经非常少了。——卡拉曼注

(6)另一种限制为“谨慎人原则”（Prudent Man Rule）。这是一个法律概念，用来确定能否投资的界限。20世纪70年代中后期，关于这一规则的很多解释可以杜绝重大的股票风险。自那以后，随着投资者越来越多地投资于奇特的

以及日益缺乏流动性的资产，谨慎成了投资者的一个移动目标，投资者会用其他投资者的行动来安慰自己。——卡拉曼注

(7)技术革新使得投资者能够搜集到越来越多的信息，也使得细致分析成为可能。然而，大众化的应用并没有使价值投资者的境况显著改善。随着信息广泛传播和廉价使用，有一些极端明显的市场无效率得到及时纠正。对于商业顾问和行业专家来说，信息和想法的创新日趋重要。——卡拉曼注

(8)很多投资者会想当然地认为资产类别的收益率是固定不变的，收益水平与资产类别没有必然关系，收益取决于拟投资公司的经营情况与投资者为相关证券支付的价格，但这种想法是错误的。资本流入某类资产可能会反过来给投资这类资产的投资者带来损失，影响该类资产持续产生符合历史预期的诱人回报的能力。——卡拉曼注

(9)他们不会进行杠杆收购，即通过债务融资和少量的股权资本以极高的价格来购买公司业务。风险投资或杠杆收购唯一的价值投资理论依据可能是它们都被当作错误估价的看涨期权，即使如此，我们仍不清楚这些领域能否创造较好的价值。——卡拉曼注

(10)哈佛商学院的迈克尔·波特教授在他的不朽名著《竞争战略》中指出，在如今的经济背景下，有必要彻底、充分、动态地对业务模式和行业做基础性研究。2000年的《公平披露规则》（*Regulation Fair Disclosure*）使得清晰的行业研究变得至关重要，规则强制和约束了公司与公司的实际和潜在的股东之间的信息交流。华尔街的分析师面对缺乏他们所覆盖公司必要信息的尴尬事实，不得不拓宽打听信息的范围。——卡拉曼注

(11)很多对冲基金使用显著的杠杆来放大远期收益，当某种证券的分析出现错误或判断失误时，就事与愿违了。——卡拉曼注

(12)路易斯·里奇，《睿智与证券》（*Sagacity and Securities*），《纽约时报》，1934年12月2日，p.BR13——格兰特注

(13)古斯塔夫·卡塞尔，《增长会因此而不再出现吗？》（*Must There Be an End to Progress*?），《交易所》，1940年1月。——格兰特注

(14)《为什么证券经纪仍存在于业内？》（*Why Do Securities Brokers Stay in Business*?），《交易所》，1940年9月。——格兰特注

(15)詹姆斯·格兰特，《繁荣之过》（*The Trouble with Prosperity*）（纽约，兰登书屋）第84页。——格兰特注

(16)切尔西·博兰德，《普通股投资理论》，纽约，罗纳德出版社，第74页。——格兰特注

(17)《财富》，《华尔街，本身》（*Wall Street, Itself*），1937年6月。——格兰特注

(18)《纽约时报》，1939年10月3日，第38页。——格兰特注

(19)《交易所》，1940年3月。——格兰特注

(20)小弗雷德·施韦德，《客户的游艇在哪里？》（*Where Are the Customers' Yachts?*）（纽约，西蒙舒斯特出版社，1940年）第28页。——格兰特注

(21)本杰明·安德森（Benjamin M. Anderson），《经济和公共福利》（*Economics and the Public Welfare*），（纽约，Van Nostrand，1949年）第431页。——格兰特注

(22)罗伯特·洛维特，《金边不安全》（*Gilt-Edge Insecurity*），《星期六晚邮报》，1937年4月3日。——格兰特注

(23)《格雷厄姆，华尔街教父回忆录》（*Benjamin Graham, The Memoirs of the Dean of Wall Street*），由西摩·查特曼（Seymour Chatman）编写（纽约：麦格劳－希尔公司，1996年），第106页。——格兰特注

(24)格雷厄姆，《华尔街教父回忆录》（*The Memoirs of the Dean of Wall Street*），由西摩·查特曼（Seymour Chatman）编辑（纽约：麦格劳－希尔公司，1996年），第145页。——格兰特注

(25)格雷厄姆，《美国国际公司的衰亡》（*The Collapse of American International*），《华尔街杂志》，1920年12月11日，第175～176页，第217页。——格兰特注

(26)格雷厄姆，《固特异轮胎公司重组案》（*The Goodyear Reorganization*），《华尔街杂志》，1921年3月19日，第683～685页。——格兰特注

(27)格雷厄姆，《不走寻常路的8只股票》（*Eight Stock Bargains Off the Beaten Track*），《华尔街杂志》，1924年7月19日，第450～453页。——格兰特注

(28)格雷厄姆，《华尔街教父回忆录》，第188页。——格兰特注

(29)格雷厄姆，《华尔街教父回忆录》，第181～184页。——格兰特注

(30)同上，第253页。——格兰特注

(31)同上，第259页。——格兰特注

(32)格雷厄姆，《华尔街教父回忆录》，第263页。——格兰特注

(33)詹姆斯·格兰特，《繁荣之过》，第43页。——格兰特注

(34)本杰明·格雷厄姆，《约翰·伯尔·威廉斯的〈投资价值理论〉回顾》（*Review of John Burr Williams' s The Theory of Investment Value* [Cambridge, Mass: Harvard University Press: 1938]），政治经济学期刊（*Journal of Political Economy*），第47卷第2期（1939年4月），第276～278页。——格兰特注

(35)1940年委员会修正了该指数，加入了新的成分股，并将1935—1939年的平均水平作为基础。——作者注

(36)关于这三家公司的数据将在附录注释1中给出。

(37)罗杰·洛温斯坦，《巴菲特传》（*Buffett: The Making of an American Capitalist*），第35页。——罗杰·洛温斯坦注

(38)罗杰·洛温斯坦，《巴菲特传》，第37页。——罗杰·洛温斯坦注

(39)摘自路易斯·洛温斯坦（Louis Lowenstein）1989年春季在哥伦比亚大学的演讲。——罗杰·洛温斯坦注

(40)贝尔大妈是美国电话电报公司的绰号。朗讯科技公司是在美国电报电话公司加工制造部门和贝尔实验室的基础上建立的。——译者注

(41)技术上，账面价值=投资额度+累计实现利润－已支付股息。另一个数学上等价的定义是，账面价值=总资产－总负债。——罗杰·洛温斯坦注

(42)郭思达，可口可乐公司前董事长、首席执行官兼总裁罗伯特·戈伊苏埃塔（Roberto Goizueta），郭思达是其中文名。——译者注

(43)罗杰·洛温斯坦，《崩溃起源：大泡沫和它的破灭》（*Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing*，纽约：企鹅出版社，2004年），第70页。——罗杰·洛温斯坦注

(44)为了继续了解刚刚给的6个例子，请参阅附录注释2。

(45)1933—1939年，凯斯公司普通股的盈利状况在每股亏损14.66美元和盈利19.20美元之间变化，平均为3.18美元。股价介于30.5美元到191.75美元之间，公司1939年的收市价为73.75美元。

(46)见附录注释3，参阅“高市盈率股”与“低市盈率股”的比较这项市场行为研究结果。

(47)1927年，这些票面利率为3.5%的证券的收益率为3.39%，而同时到期的票面利率为4.25%的美国自由公债的收益率为4.08%。

(48)美国电话电报公司票面利率为4.5%，1939年到期的可转换证券，每年价格范围如下所示：

年份	最高价	最低价
1929	227	118
1930	193.375	116
1931	135	95

(49)弗雷德·F.弗伦奇公司（Fred F. French Company）及其附属公司组织、赞助的独立所有公司使用了上文描述的融资方法，只有后来加入都铎城商住综合区（Tudor City）的融资中的企业除外。加入都铎城的这部分企业用附息票据替代了优先股。在融资计划中，这些附息票据可由公司决定是否按面值转换成优先股。

(50)这个例子中房地产企业赠予优先股持有者一份普通股股份。普通股并无直接价值，但在利好条件下有潜在价值，有可能使购买变得有利可图。然而，从投资的角度来看，这家企业的优先股有前文阐明的各项不利因素。购买优先股的投资者均损失惨重，几乎无一例外。

(51)到1936年，布鲁克林联合高架铁路公司5%利率债券的价格已涨至115.5美元。1937年后，布鲁克林－曼哈顿运输股份有限公司盈利下降，该证券价格下跌到59美元。然而，1940年，纽约市购买了该系统，人们从而认识到这一证券的强势地位，其价格再次恢复至92美元。

(52)第一国家杂货商店的盈利能力的变化一直不大，其优先股于1934年被赎回。斯塔贝克公司的盈利在1930年后大幅下跌，1933年获委任接收，其优先股几乎失去了所有价值。

(53)一些铁路公司现在通常会向所有股东发送简明的年度报告，但也愿意应要求发送一份更全面的报告。

(54)大约从1925年到1939年年底，阿拉斯加－朱诺公司的数据都有些简略，而卡特彼勒拖拉机公司（Caterpillar Tractor）从1938年开始每月都公布一份完整的损益表和资产负债表。这种做法并非很不寻常，实际上，大多数公司都会向其董事提供这些数据。

(55)纽约证券交易所1936年3月建议所有上市公司遵循此程序，而不是公布通常的季度盈利。但这个建议引起了极大反对，一个月后就被撤回。

(56)波卡洪塔斯燃料公司（Pocohantas Fuel Company）似乎是唯一一家虽然在纽约证券交易所上市，但却只发布了年度资产负债表而没有提供任何形式的损益表的企业。其债券于1934年10月被撤销上市资格。

纽约场外交易会处理一些所谓的“非上市”证券。这些证券始于美国证券交易委员会尚未成立的时期，因此不须服从美国证券交易委员会的要求。在这些公司中，美国图书公司（American Book）不公布损益表；新泽西州锌业公司（New Jersey Zinc）只公布损益表，但不公布资产负债表。

有的公司在场外进行证券交易，因此不受美国证券交易委员会监管。这些公司一般只公布年度报告，且往往没有上市公司的报告那么详细，特别是倾向于省略销售和折旧数据。绝大部分这类公司都会提供资产负债表和损益表，但例外情况相当多。一个有趣的例子就是邓白氏公司（Dun & Bradstreet Corporation）不愿向其股东披露收入。邓白氏本身是一家金融咨询公司。其他漏报损益表的公司有：比米斯兄弟皮包公司（Bemis Brothers’ Bag）、约瑟夫－狄克逊坩埚公司（Joseph Dixon Crucible）（自1935年以来）、格伦伍德－兰奇公司（Glenwood Range）、古德曼制造公司（Goodman Manufacturing）、完美炉具公司（Perfection Stove）、丽格鞋业（Regal Shoe）等。

(57)一些公司，例如美国塞拉尼斯公司，成功获准将它们在1938年之前某些年份的销售额保密。但后来大部分公司不公布销售额的请求都被拒绝，销售数据得以公布。

我们对几乎所有在纽约证券交易所上市的工业公司（648家企业）1938年年报的研究显示，只有8家在次年年底没有公布它们的销售数字。直到1939年12月下旬，美国证券交易委员会只将销售数字保密许可授予一家公司——联合果品公司（United Fruit），对于其他7家则没有做出处理决定，这7家公司是美国苏门答腊烟草公司（American Sumatra Tobacco）、宝耐美公司（Bon Ami）、柯林斯－艾克曼公司（Collins & Aikman）、马蒂逊碱业公司（Mathieson Alkali）、麦斯塔机械公司（Mesta Machine）、犀飞利笔业公司（Sheaffer Pen）、联合工程和制造公司（United Engineering and Foundry）。

还有一些证券，大概是因为不愿意提供销售数据而注册失败，进而被撤销上市，例如特瑞科产品公司（Trico Products Corporation）。马林－罗克韦

尔公司（Marlin Rockwell Corporation）在1938年被撤销上市可能也是因为这个原因。证券交易所支持的一项法律修正案，要求充分披露场外交易证券的信息，以消除这些证券不公平的优势。

许多公司向股东提供的年度报告所包含的信息依然比提交给美国证券交易委员会的要少得多。然而，标准统计公司（Standard Statistics）的企业名录服务（Corporation Records Service）会定期公布美国证券交易委员会的数据作为补充资料。

(58)这其中有几点涉及了纽约证券交易所与联合化学染料公司（Allied Chemical and Dye Corporation）之间旷日持久的纠纷，该纠纷最后于1933年以纽约证券交易的胜利而宣告结束。但是该公司给股东的年度报告仍存在不足，它们并未提供销售、经营费用或折旧的数据。

(59)现在的纽约爱迪生联合电力公司（Consolidated Edison Company of New York）。

(60)这些报告已分别刊发为第70届美国国会第1次会议参议院第92号文件第1-84D部分（1928—1937年）；第75届美国国会第3次会议众议院第702号文件第1和第2部分（1938年）；第76届美国国会第1次会议众议院第468号文件（1939年）；第72届美国国会第2次会议众议院第2192号文件第1和第2部分（1933年）；第76届美国国会第1次会议众议院第340号文件及提补充报告第609～611页（1939年）；依照第74届美国国会第8号公共法案进行的电话调查提议报告（1938年）。

(61)1941年普尔出版公司（Poor’s Publishing Company）和标准统计公司合并为标准普尔公司（Standard & Poor’s Corp）。独立的普尔服务已经停止。

(62)这些服务说明参见美国专业图书馆协会（Special Libraries Association）1939年出版的《商业金融服务手册》（*Handbook of Commercial and Financial Services*）。

(63)《钢铁背后的美元》（*Dollars behind Steel*），美国钢铁协会（American Iron and Steel Institute）小册子，纽约，1939年出版。

(64)1939年10月，美国证券交易委员会将冒险公司（The Adventure Company, Ltd）发行的股票列为“投资公司”类别。该公司由探索公司（The Discovery Company, Ltd）创立。1美分面值的股票市价为每股10美元，这个价格的意义虽然不是十分重大，但也具有一定的相称性。

(65)劳伦斯·张伯伦（Lawrence Chamberlain）和威廉·海（William W. Hay）合著的《投资和投机》（*Investment and Speculation*）第8页，纽约，1931年。

(66)劳伦斯·斯隆（Laurence H. Sloan），《普通人和他的普通股》（*Everyman and His Common Stocks*），第8~9页，接279页，纽约，1931年。

(67)对于这些重要的建议，请参见费利克斯·沙夫纳（Felix I. Shaffner）的《投资问题》（*The Problem of Investment*），第18~19页，纽约，1936年。

(68)近年来，人们以到期无法获利的价格购买了许多美国政府的短期证券，仅因为证券持有人预期将获得宝贵的购买新债券的特权。按照我们的定义，这项买入应被称为投机，因为除面值和应计利息外，支付金额还有一个溢价。

(69)经纪人购买1 000股的资金中有10 000美元是借的，自己投资的资本只有1000美元。3个月的净利润达100美元，故年化收益率达40%。——译者注

(70)我们冒着将来会后悔的风险，有意在这里引用一个极具争议性的例子。在华尔街，几乎每个人都不顾其市场价格，把通用电器公司的股票视为“投资证券”，更具体地说，将平均价格为38美元视作从投资的角度证明充分合理的。但我们相信，把投资质量视为与价格无关的东西，这是一个根本而危险的错误。关于通用电气公司在哪个点上不再具有其投资价值，并开始其投机价值，自然有相当广泛的民意差异。我们的数字仅作说明之用。

(71)例如1993年《证券法》中的债券销售欺诈案，日期为1939年12月4日，发行号为2112号。内容主要为美国货运运输公司（American Terminals and Transit Company）的债券和绿河谷货运公司（Green River Valley Terminal Company）的票据出售问题的定罪。

(72)见附录注释4，美国快递公司（United States Express Company）的清算阶段充分解释了这一观点，另外还有最近的一个关于考特－利文斯顿公司（Court-Livingston Corporation）的例子。

(73)读者请参考本书第一版的附录注释3，其中列举了这些偏离标准债券的模式以及每个模式所对应的例子。为了节省空间，这些内容从本版本中删除了。

(74)1939年6月，美国证券交易委员会开了一个好头：拒绝批准格里斯－弗莱格制革公司在重组过程中发行“资本收益债券”，理由是新型混合债券的设计已

经太复杂了。详见1939年6月16日美国证券交易委员会公司重组发行第13号。不幸的是，法院未能以同样的观点审理该事件，最终批准了新证券的发行。

(75)自1914年以来，长期投资债券价格的实际波动已经如此巨大（见第45页图0-2）以至于这些价格的变化变得相当重要。尽管如此，投资者仍然将价格变化视作次要因素而习惯性操作。这样一来，至少从主观上保证了我们的标准和命名是正确的。对于反对意见中那些认为这是在纵容投资者自欺欺人的观点，我们认为，整体上来看，忽略高等级债券的价格波动要比试图利用这种变动将自己转变为交易员更好一些。

(76)这个证券的条款请见附录注释5。

(77)在1932年有很多这种类型的优先股，例如州际百货公司（Interstate Department Stores）的优先股，在1932年和1933年平均售价约为30美元，之后在1936年和1937年升值到107美元。类似的评价适用于低价位债券，见第411页表26-1中提到的那些。

(78)见附录注释6。

(79)《伦巴底街》（*Lombard Street*），第245页，纽约，1892年。

(80)这是一条适用于大多数固定价值类债券投资的一般规则，但在后面讨论中也存在一些例外情形。

(81)与1934年相比，这些观点在1940年时已不再显得那么有新意和非同寻常，我们对其是否仍能作为一种标准表示怀疑。

(82)见附录注释7。

(83)跨区快速地铁公司发行的票面利率为7%，7年期有担保债券，在本金违约后被禁止抵押接管（见第846页的讨论），这个例子很好地说明了上述观点。

(84)见附录注释8。

(85)见附录注释9。

(86)见附录注释10。

(87)在美国金融实务中，“debenture”这个词通常被认为是指“无担保债券或票据”的意思。在没有很好的理由下，这个术语有时候也可以表示其他一些没有特别指代意义的证券。也存在许多有担保的债券，如《芝加哥使者与稽查员报》（*Chicago Herald and Examiner*）发行的1950年到期，利率为4%的抵押担保债券；隆星燃气（Lone Star Gas）发行的1953年到期，利率为3.5%的抵押担保债券。同样，也有许多具有优先权的证券被称为无担保优先

股票或者无担保股份，如杜邦公司在1939年称之为杜邦无担保股份，通用雪茄公司（General Cigar Company）优先股在1927年称为通用雪茄公司无担保优先股（1929年的名称）。

无担保债券会受欢迎，是因为即便最开始没有获得担保，随后也可以通过保护性条款进行操作获得特殊的安全保障。例如，纽约－纽黑文－哈特福德铁路公司（New York, New Haven and Hartford Railroad Company）发行的无担保债券（将在第19章讨论）。另一个例子是福克斯新英格兰剧院有限公司（Fox New England Theaters, Inc.）发行的票面利率为6.5%的无担保债券，公司于1933年重组。由于无法获得未来盈利能力的安全保障，该无担保债券可以通过公司在剧院自动售货机发行一系列的第一抵押权债券获得安全保障。观察表明，除了票据表示一种相对短期的证券之外（如发行后到期日不超过10年），债券和票据之间没有明确的差异。

(88)1935—1939年，工业企业债券融资的情况可以很好地证实这一观点。在这段时期，只有高等级债券才可以发行，而到目前为止，工业债券中的很大比例由信用债券构成。

(89)古德希包装公司的这两种证券于1935年以102.5美元的价格退出流通。

(90)原则偶尔也会有例外，即优先证券拥有非同寻常的优先地位——如非常稳健的优先铁路债券（见第219~220页）。

(91)1937年，太平洋电力照明公司发行的票面利率为5%的第一抵押权债券价格最低达到51美元，而美国燃气和电气公司的信用债券价格最低为104美元。

(92)许多公用事业控股公司债券（以及一些过度负债的运营公司）在1931—1932年发生违约，但美国钢铁公司发行的附属债券仍然维持较高的投资评级，尽管它的经营状况非常糟糕。

(93)关于这一重要观点的案例，见斯塔贝克汽车公司（Studebaker）优先股（见第100页）和威利斯－奥佛兰汽车公司（Willys-Overland Company）发行的票面利率6.5%第一抵押权债券（见第876页）的讨论。

(94)例如，如果投资者将投资范围限定在1928年繁荣时期固定费用覆盖率在2.5倍或以上的铁路债券，他就必须在以下范围内选择债券：艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司，加拿大太平洋铁路公司（Canadian Pacific），切萨皮克－俄亥俄铁路公司（Chesapeake and Ohio），芝加哥铁路公司（Chicago），伯灵顿－昆西铁路公司（Burlington and Quincy），诺福克－西方铁路公司（Norfolk and Western），皮尔马克特铁路公司（Pere Marquette），瑞丁铁路公司（Reading），以及联合太平洋铁路公司。（除皮尔马克特铁路公

司，其他公司的债券在经济萧条时期都表现良好。值得注意的是，关于平均盈利是固定费用两倍的标准，以前做的测试可能比后面推荐的更严格。）

(95)铁路和公用事业债券在1937—1938年的价格表现与1936年收益偿债能力的关系，见附录注释11。

(96)见附录注释12。

(97)这些公司包括：美国机械与铸造公司（American Machine and Foundry），美国制糖公司（American Sugar Refining Company），联合石油公司（Associated Oil Company），玉米产品提炼公司（Corn Products Refining Company），通用烘焙公司，通用电气公司，通用汽车金融服务公司（General Motors Acceptance Corporation），亨布尔石油和炼油公司（Humble Oil and Refining Company），IBM公司，利格特和迈尔斯烟草公司（Liggett and Myers Tobacco Company），P.罗瑞拉德公司（P. Lorillard Company），国民制糖公司（National Sugar Refining Company），皮尔斯伯利面粉厂（Pillsbury Flour Mills Company），A.O.史密斯公司（Smith ［A.O.］ Corporation），美孚石油公司（Socony-Vacuum Corporation），印第安纳标准石油公司（Standard Oil Company of Indiana），新泽西标准石油公司（Standard Oil Company of New Jersey），以及美国钢铁公司。

(98)工业债券价格表现（1937—1938年）与1936年以前一段时期收益之间的关系，见附录注释13。

(99)见附录注释14。

(100)1921年（一个异常的年份），由于货币市场利率普遍提高，安全性较高的债券也有7%的票面利率。

(101)这类令人不悦的案例包括1949年到期的、以特定收入作为抵押的、7%的道斯贷款（Daws Loan，德国政府）和1956年到期的7%的圣保罗担保债券（San Paulo）。1934年和1932年，两笔借款分别违约，无论当时做什么，或无论当时可以做什么，都无法对这些作为抵押的收入强制行使请求权。

(102)上述有关外国政府债券的部分是从本书的1934年版本中复制的，并未经修改。1940年的战争状态强化了我们的结论。请注意，1939年年底，只有阿根廷、加拿大和古巴发行的以美元计价的政府债券以高于6%的收益率在市场中出售。（部分古巴政府债券以高于6%的收益率出售。请注意，英国、荷兰、瑞典和瑞士没有发行美元计价债券。）如要获取有关外国债券违约情况的数

据，请参考外国债券持有人保护委员会股份公司（Foreign Bondholders' Protective Council, Inc.）的新闻稿和研究报告。

(103)相关案例请参见附录注释15。

(104)相关案例请参见附录注释16。

(105)1英里≈1.6千米。——译者注

(106)这里指法规的特定条款，并不涉及银行委员会（Banking Board）可豁免任何或全部条款的酌情权。（见第236页）

(107)在特殊的情况下，如果公司运营资金的状况良好，可确保毫无困难地支付款项，即使其盈利表现不好，亦可以合适的价格购买其短期债券。这项投资会与商业银行的贷款相对应。例如：这适用于共和钢铁公司（Republic Steel Corporation）承担的中央钢铁公司（Central Steel Company）的票面利率为8%的第一抵押权债券，该债券于1941年11月1日到期。债券在1939年11月的卖出价为109美元，收益率为3.31%。请注意：投资策略上，有时可倾向于选择到期日较近的债券，但不能放宽安全标准。

(108)这可能在一些情况下不适用，例如当财政困难源于过多的债务负担，而重组后债务负担减少至可以由之前所得的盈利支付时。

(109)我们注意到：1939年11月，底特律1954年到期的市政债券以3.7%的收益率发行，而更小的市政府，只要拥有良好的信用记录，发行类似债券的回报率仅约2%，这主要是由于底特律市1933年发生违约。

(110)分析州或市的财政状况的技巧较为复杂，而且没有可靠的捷径可循。对这个话题的充分讨论超出了本书的介绍范围，也并非作者所长。

(111)请参见州际商务委员会（Interstate Commerce Commission）对纽黑文铁路公司（New Haven）的调查。该公司主席在1936年12月的证词中，承认公司1931年派息是为了使其债券“合法”，而且认为其他铁路公司也是出于相同的原因支付尚未赚取的股息（见1936年12月3日的《纽约时报》）。更早期的案例，可参见阿瑟·S.杜因（Arthur S. Dewing）对波士顿－缅因铁路公司（Boston and Maine Railroad）1911—1913年为了使其债券合法，而支付尚未赚取的股息的讨论（见《公司财务政策》[*The Financial Policy of Corporations*]，第3版修订版，第609页注释）。亦请参见我们引用的1930年沃巴什·安阿伯市的例子。

(112)例如，尽管新英格兰铁路公司（New England Railroads）没有经过任何盈利测试，但佛蒙特州允许投资其发行的债券；对于其他铁路公司，固定费用

不得超过总营业额的20%。两个案例中，公司均需具备连续的股息支付的记录。

(113)例如，参见修订法规第57章27节的缅因州法律（1931年《公共法》第222章第Ⅵ、Ⅶ及Ⅷ分节中修订）。这些法规涉及蒸汽铁路、公用事业和电话公司的债务。佛蒙特州关于公用事业类债券的法律中也可找到类似的条款。新罕布什尔州允许铁路及公共服务公司的债券采用累计扣除法，但奇怪的是，新罕布什尔州规定电话和电报公司的债券采用总扣除法。

(114)“市盈率”、“利息保障倍数”及“盈利保障”这三个词同样重要。“利息保障倍数为1.75倍”的说法比含义相同的“安全系数是75%”的说法更容易理解，因此我们建议一致使用前一种表达方式。一些权威刊物（例如穆迪公司1930年以前发行的《投资手册》）曾使用“安全边际”来表达扣除利息后的盈利余额与计息前盈利的比率。例如：如果利息保障倍数为1.75倍，那么安全边际是0.75/1.75=42.86%。

(115)1931—1937年，人们认为纽约州法律有必要进行年度修订，以便将1931—1936年的业绩排除在盈利测试期标准之外，由此可见纽约州法律的条款不切合实际。“延期偿付权”于1938年4月终止，当时面值超过30亿美元的铁路公司债券被从合格名单中剔除。新的延期偿付权保留了一些运输公司的债券，这些运输公司在前一年及过去6年中有5年赚取的利润能够支付利息费用。

(116)例外情况是高票面利率的债券，因其可提前赎回的特点而抑制了该债券的价格。

(117)有关此类债券投资记录的信息，请参见附录注释17。

(118)有关评论和数据请参见的附录注释18。

(119)实收资本仅为75 000美元的419-4号大街公司（419-4th Avenue Corporation，鲍克建筑公司［Bowker Building］）在1927年发行了总额为1 230 000美元的债券。（采取同样的方式，成本约1 300 000美元的土地和建筑评估价值达到1 897 788美元。）1931—1932年公司违约并进入破产管理是在所难免的。

(120)参见附录注释19中，美国投资银行家协会房地产证券委员会（Real Estate Securities Committee of the Investment Bankers Association of America）关于该领域违约情况的报告。

(121)参见附录注释20的案例（哈德逊大厦［Hudson Towers］）。

(122)从1933年开始，联邦政府通过联邦住房管理局（Federal Housing Administration, F.H.A）大量接管了单户居住房屋的房地产融资活动。实际上，这一类型的房地产债券再未出售给投资者。更大规模建筑的债券融资被严格限制。此类融资基本上只有通过金融机构（保险公司等）才能完成，几乎不向普通大众出售房地产证券（至1939年年底）。

(123)参见附录注释21的相关案例和评论。

(124)1934年版的附注：“现存保守房地产债券融资中较少的案例之一是纽约三一建筑公司（Trinity Buildings Corporation of New York）发行的、1939年到期的5.5%第一抵押权债券，以纽约市金融区的两幢地段很好的建筑作为担保。债券发行额为4 300 000美元，担保物为税务评估价值13 000 000美元的土地和建筑的第一留置权。1931年，公司毛利为2 230 000美元，折旧后净利润大约是第一抵押权债券利息的6倍。1932年，租金收入下降至1 653 000美元，但第一抵押权债券的利息保障水平仍然超过标准3.5倍。1933年9月，该债券仍以面值左右的价格出售。”

该附注和结果阐明了位置因素的重要性。尽管1933年后总体商业环境改善，金融区商业活动的减少仍然导致租客的减少和租金的大幅下降。1938年，三一建筑公司的净利润已低于折旧费用，而且即使忽略折旧，净利润也低于利息费用；1939年该债券到期时，本金和利息都无法按时支付；美国房地产改进公司（United States Realty and Improvement Company）提供的担保也被证明是不充分的；债券持有人不得不延长本金偿付期，并接受更低的固定票面利率。在这一案例中，开始时很保守的融资（定量因素）并不足以抵消周围租金价值下降（定性因素）造成的影响。

(125)有关担保房地产抵押债券的情况，参见第17章。

(126)主要根据净流动资产计算的清算价值有时候也许会高于市场价格，但这对于选择高等级债券投资的意义不大。

(127)需注意，就铁路公司与工业公司债券与股票权益的市场价值而言，纽约州银行家协会（the New York State Bankers Association）与标准统计公司共同提议的安全测试被认为是“债务状况最真实的评估”，换言之，是次级资本价值最真实的评估。在附录注释22中能看到对这些测试更为详细的论述。

(128)请见附录注释67中关于福克斯电影公司1933年12月发行的利率为6%债券的讨论。

(129)为了以相同的算数基础进行这两项测试（最小利息保障，股票－债券价值比率），应把股票价值比率表示为总市值（债券按面值并加上股票市值）与债券总额的比率。以此计算的最小“总市值保障”分别为1.5、1.67和2。学生也许会从两种检测方法中选择一个自己认为更便捷的。当然，两者的含义其实是相同的。

(130)例如：在1932年9月已购买的通用烘焙公司利率5.5%债券，收益率为6%。公司的平均收益是利息费用的20倍，1932年上半年利息保障倍数为14倍，股票－价值比率为6：1。

(131)怀特和肯布尔的《铁路抵押图表汇编》（*Atlas and Digest of Railroad Mortgages*）中提供了铁路抵押留置权的详尽图表阐述，如具体的铁路轨道线路布局等，并附有相关数据和描述，这之中覆盖了美国所有重要的铁路路段。而《货运交通密度图表》以及由H.H.科普兰和纽约之子收集整理的资料中，包括了每项抵押涉及的具体铁路路段的特点、运输量、起止地点，但这些资料只私下派发给一大群投资机构，他们对此进行了更加详尽的研究。

(132)自1936年1月1日起，州际商务委员会关于铁路运输收益账目中“固定费用”的界定，包括了使用设备的租金。但在财务服务指南中，对固定费用保障的计算并未遵循这一界定。

(133)标准统计公司在计算固定费用时，排除了一些小项目，这些项目一开始就以“杂项扣减”类科目从总利润中扣除。我们所用方法更简捷，但和标准统计公司的计算结果基本一致，所以若可获得该公司的结果，也能用于相关计算。

(134)以前研究那些大幅偏离一贯呈报的维修比率是富有成效的，1926—1930年，地域上的差异并不十分重要。关于这一点和其他涉及铁路维修费用的资料参见附录注释23。

(135)更多关于这方面的详细例子由伊利诺伊中央铁路（Illinois Central Railroad）的主席L.A.唐斯（L. A. Downs）在1936年12月3日提供，并转载于美国铁路协会。

(136)记载日期是1938年12月12日，铁路公司在回复州际商务委员会的通知时印证了这个结论。在回复函中，铁路公司估计直到1938年年末，它们的铁路线路总计有283 800 000美元的递延维修费。该回复函中普遍将充足维修和必要维修区别开来，充足维修是从营运安全性和经济性上来说，它们辩称已做到的这点，而必要维修是使资产达到一个令人满意的工程技术标准。（参见统计

数列报告26的回复函概要，由州际商务委员会的统计局于1939年5月出版，作为3911声明。）

(137)这个情况以及与非经常性收入有关的会计分期在第31章至33章有详细讨论，特别是第31章486页，那里给出了一些例子。

(138)例子参见附录注释24。

(139)与所有一级铁路公司74.87%的经营比率相比，切萨皮克和俄亥俄铁路公司在1937年的经营比率仅为56.95%。这一特点使东部烟煤货运商自成一类——几乎是一个不同行业。顺带提一句，它们深受那些以更高成本在别处开采来提高产出的托运商（大部分在波卡洪塔斯矿区）的青睐。

(140)例如，参见《铁路为何呈现多元化趋势》（*Why Railroads Show Diverse Trends*），作者E.S.亚当斯（E. S. Adams），刊于1938年11月21日的《巴伦周刊》。该文建议：“在评估个别证券的投资价值时，应着重考虑长期运输趋势。”但文章本身仅仅指出为何过去的相对价值发生了某些改变。

(141)见第226页的页下注。

(142)这类划分开来的例子可参见1937年芝加哥－西北铁路（Chicago and North Western）的多种抵押留置权的相关数据。这条铁路的首次重组计划（于1936年）便是根据不同证券在前一报告期的相对价格来对其进行处理的，但这随后被更高精确度的相对价值所取代。类似的资料是芝加哥铁路公司，罗克岛－太平洋铁路公司（Rock Island and Pacific）据此对债券的处理，正如1936年7月15日在其重组计划中的阐述。但是请注意，对圣保罗－堪萨斯市短途4.5%债券的特别处理，是为了经营业绩以外的其他原因。

(143)汉密尔顿天然气公司（Hamilton Gas Company）就是一个例子，它的业务几乎完全是工业性质的，但财务上以公用事业为基础。结果是：破产，并且证券价值缩水得惊人。

(144)见附录注释25。

(145)可参考威廉·雷普利（William Z. Ripley）所著的《主街和华尔街》（*Main Street and Wall Street*，波士顿，1927年）中第172~175页和333~336页关于这个问题的尖刻评论，尤其是后面几页。还可参考本书第35章对公用事业折旧费用的深入探讨。

(146)然而在各州为管理储蓄银行在公用事业类债券的投资所制定的宽松法律条款允许在扣除折旧前进行收益检测，从而鼓励了这种有害的做法。例如，在佛蒙特州，在确定电话公司的净利润时会扣减折旧，但在确定燃气、电力、供

水和公共运输公司的净利润时却不用扣减。参见附录注释26，附录中美国投资银行协会的各个委员对债券发售通函中有关折旧费用的处理方法进行了评论。

(147)这家公司以及其他公司，一旦在它们的债券发售通函或者甚至是它们的年度报告中依据契约条款支取折旧费用，就几乎都放弃了那种令人反感的政策。但是，亚拉巴马燃气公司（Alabama Gas Company）于1936年9月15日宣布的公司章程中，就是根据契约条款来计算的设备更新。

(148)随后的数据显示，制冰业务超过了总业务的一半以上。

(149)有证据表明（根据法院判决和1939年美国联邦通信委员会的报告），美国电话电报公司的折旧费用计提十分充足，但这并不影响我们的上述推论。

(150)1932年，公用事业服务公司进入破产管理程序，公司债券的持有者损失了他们全部的投资。

(151)参见附录注释27，对联合照明和铁路公司（United Light and Railways Company）1938年的财务报表数据应用了三种方法进行计算。

(152)在少数情况下，公用事业公司支付的租金费用不反映在资产负债表中，这一租金足以进行资本化，比如按4.5 %的比率，并将此值加到优先证券总额上。

(153)一些专家将存货排除在“速动资产”之外，但将其包括在“流动资产”里。这样的区分是有用的，而且我们建议将它作为一个标准。从美国证券交易委员会到公用事业振兴署（W.P.A）均沿用这个标准，1938—1940年的《美国上市公司普查》（*Census of American Listed Corporations*）上发表了一系列的相关研究。

(154)通用烘焙公司在1932年就达到这一标准，包括通用烘焙公司在内的18家公司里，有13家仅现金资产就超过了它们的长期债务总额。某些工业类型——例如烘焙，制冰和餐厅，考虑其总资产和业务，它们通常仅需要相对较小的营运资本数额。对于这类企业，为债券债务要求100%的净资产保障率太过严苛。请参见我们随后对契约条款的讨论，即要求维持营运资本作为债券发行的保障（见第19章）。

(155)1939年年末，全部上市的优先股总值大约6 250 000 000美元，相比之下，当时全部上市的公司债券总值约14 250 000 000美元（纽约证券交易所总额）。

(156)参见我们在第44章中介绍股东与管理者间关系时对这个问题的深入讨论。

(157)我们将标准石油出口公司（Standard Oil Export Corporation）股息率为5%的优先股；匹兹堡－韦恩堡－芝加哥铁路公司股息率为7%的优先股，还有其他担保优先证券排除在外，是因为它们实质上可看成担保人的一种信用债券。

(158)债券利息可在公司计算所得税的应税利润之前从收益中扣减，但优先股股息不能如此扣减。

(159)这些优先股的发行公司是冠军纸业与纤维公司（Champion Paper and Fibre）、大陆制罐公司、杜邦公司（Du Pont）、通用食品公司（General Foods）、卢斯－怀尔斯饼干公司、孟山都化学公司（Monsanto Chemical）、G.C.墨菲公司（G. C. Murphy）、斯科特纸业公司（Scott Paper）。

(160)即使在证券发行所也无法获得这607只优先股中另外70只的市场报价。因此，投资者的损失无疑要大于对那537只优先股进行统计得出的亏损。这项研究更详尽的资料请参见：阿瑟·S.杜因，《经济利润在投资回报中的作用》（*The Role of Economic Profits in the Return on Investments*），载于《哈佛商业评论》，卷一，第451，第461~462页；阿瑟·S.杜因，《公司财务政策》，第Ⅵ册，第2章，第1198~1199页，纽约，1926年。

(161)罗伯特·G.罗德基（Robert G. Rodkey），《用来长期投资的优先股》（*Preferred Stocks as Long-term Investments*），密歇根大学出版社，1932年。

(162)有关罗伯特·G.罗德基博士的方法的简单介绍，以及对此方法的批评意见请参见本书1934年版附录注释25。

(163)我们认为对于投资级债券，没有必要将建议的最低标准提高到上述比率。

(164)第246页所列的21只优先股中，11只存在债券偿付义务在前，其中，5只发行人为公用事业公司，1只发行人为铁路公司，5只发行人为工业公司。

(165)参见附录注释28，有关原有投资学教材作者都忽视了这一点的评论。

(166)例如，可参见贝吉（R. E. Badger）和古兹曼（H. G. Guthmann）在《投资原则与实践》（*Investment Principles and Practices*, New York, 1941）中所写：“类似地，人们普遍认为只有在工业债券的利息保障倍数至少达到三倍时，债券才是安全的”（第316页）。在作者看来，除非收益在几年内都达到支出和要求支付股息之和的两倍，否则购买工业公司发行的优先股都是投机性的（第319页）。人们可以较为确信的是，如果收益超过整体支

出的两倍——其中整体支出包括债券利息费用，那么就可以推断公司发行的债券是安全的；同样，如果收益超过支出和要求支付股息之和的1.5倍，公司发行的优先股可推定为安全的（第421页）。”另外也可参见波切特（F. F. Burtchett）在《投资品和投资策略》（*Investments and Investment Policy*, New York, 1938）第325页提出的，对商业企业发行债券的收益保障倍数要求应高于其所发行的优先股。

(167)岛溪煤炭公司、雷明顿兰德股份公司发行的优先股规定面值分别为1美元和25美元，但两者的股息均为6美元，且在清算时分别按照每股120美元和100美元计算。因此事实上，它们真实的面值应为100美元。同样，美国锌铅冶炼公司（American Zinc Lead and Smelting）规定面值分别为5美元的第一优先股和6美元的第二优先股的实际面值均为25美元。

(168)内战后，唯一出售给股东或公众的重要的“直接”非累积优先股是圣路易斯－旧金山铁路公司（St. Louis-San Francisco Railway Company）发行的优先股。伊利诺伊中央铁路公司发行的非累积优先股则在发行时赋予投资者可转换的权利。

(169)该论述的一个特例是堪萨斯城南铁路公司（Kansas City Southern Railway Company）发行的4%非累积优先股，其在1907—1929年均派发股息，但与此同时，公司普通股股东没有获得任何股息。圣路易斯西南铁路公司（St. Louis Southwestern Railway Company）发行的5%非累积优先股在1923—1929年全额发放股息，而普通股股东同样没有获得；但是在此之后，虽然公司收益足以保障优先股股息发放，却被全额或部分保留（因此确定无法获得）。

(170)参见《戴诉美国铸铁管公司案》（*Day v. United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*）以及《莫兰诉美国铸铁管公司案》（*Moran v. United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*）。

(171)参见《沃巴什铁路公司等诉巴克莱案》（*Wabash Railway Company et al. 280 U.S.197[1930] v. Barclay et al., reversing Barclay v. Wabash Railway 30 Fed.[2d] 260 [1929]*），阿道夫·伯利（Adolf A. Berle）和加德纳·米恩斯（Gardiner C. Means）所著的《现代公司与私有财产》（*The Modern Corporation and Private Property*）第190～192页。

(172)具体案例可参考乔治富勒公司（George A. Fuller Company）发行的3美元可转换股、艾奥利安公司（Aeolian Company）发行的6%A类优先股、美国运

输公司（United States Lines Company）发行的可转换第二优先股。关于优先股的这一趋势最近在许多铁路公司重组计划的条款中都有体现，比如可参考1936—1938年的芝加哥－东伊利诺伊铁路公司（Chicago and Eastern Illinois Railroad）、密苏里太平洋铁路公司（Missouri Pacific Railroad）、伊利铁路公司（Erie Railroad）以及圣路易斯－旧金山铁路公司（St. Louis-San Francisco Railroad）。较早的此类案例包括匹兹堡－扬斯敦－阿什特比拉铁路公司（Pittsburgh, Youngstown and Ashtabula Railway）。但在该例中，股息只有在收益足够支付7美元但却未实际全额支付时才是可累积的。

(173)参见美利坚汽车与铸造公司（American Car and Foundry Company）发行的7%非累积优先股的案例。在1928年前的许多年内，该债券的价格一直高于美利坚烟草公司7%非累积优先股。1929年，公司停止了连续30年不间断的股息派发。在此之前的20年，该优先股市价从未低过100美元。但到了1932年，由于股息长时间未支付，其价格大幅滑落至16美元。类似的案例是艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司（Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company）发行的5%非累积优先股，该股票在1901—1932年全额支付股息，并在较长时期内被看作“金边投资”。1931年年底，该优先股市价高达108.25美元，距离历史高点只有0.5美元，对应的收益率却仅为4.6%。但1932年，其价格下跌至35美元，一年后，股息率又下降至3%。其后股息率恢复至5%，但是在1938年，股息又全部未能按时派发。同样，1939年愿意以112美元购入诺福克－西方公司4%非累积优先股的投资者也遇到了以上困境。

(174)这些公司包括通用电气、美国烟草公司和玉米产品提炼公司。密歇根大学的罗伯特·G.罗德基博士通过去除发行额不足资本和盈余10%的债券，部分证实了该结论。

(175)密尔沃基湖滨－西部铁路公司（Milwaukee Lake Shore and Western）1881年发行的500 000美元6%收益债券，1891年后由芝加哥－西北铁路公司承担偿付义务，并于1911年到期时全额偿还本金。圣路易斯－旧金山铁路公司发行的6%收益债券和6%调整债券均在1928年按面值被赎回，分别较到期日提前了32年和27年。由于该公司于1932年进入破产管理程序，以上做法对债券持有人来说是非常幸运的。其于1916年结束破产管理，并于1932年重新进入破产管理的历史是投资者和投机者由于掉以轻心导致投资失败的典型案例，他们仅仅因为公司在几年内业务表现良好并稳定增长，就给予之前业绩记录较差、拥有重资本结构的铁路公司债券较高的投资等级。

(176)该公司在超过40年未间断支付利息后，在1938年突然发生改变，规定于5月1日支付的利息（债券利息每半年支付一次）被推迟至6个月后支付。债券价格在1938年从103.25美元下降至75.125美元，此后回升至96.25美元。这个案例生动展现了投资者如何热衷所谓的“金边债券”。一些铁路公司的担保收益债券维持了较高的投资等级，与铁路公司的担保股票类似。案例：埃尔迈拉－威廉斯波特铁路公司（Elmira and Williamsport Railroad）发行的2862年到期的5%收益债券，由宾夕法尼亚铁路公司和其一家重要的子公司担保。（注意这一债券长达1 000年的到期期限。）此外可以参考芝加哥－特雷霍特－东南铁路公司（Chicago, Terre Haute and Southeastern）在重组期间发行的5%收益债券，由芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司担保（见第277页）。在所有新发行的收益债券中，有一只从一开始就具有投资资格：联合所有者公司（Allied Owners Corporation）发行的4%~5%债券，事实上由洛兹股份公司（Loews, Inc.）担保。在作者看来，在1936年重组过程中，将其变为收益债券是非常合适的。

(177)1937—1939年工业公司融资情况说明了该点，这一期间几乎所有新发行的工业债券都是信用债券，且票面利率非常低。因此我们认为可以说，工业信用债券比工业抵押债券的投资级别更高。

(178)联合天然气和电力公司（The Associated Gas and Electric Company）设计了一种发行公司可以任意转化为优先股的“债券”，在不用承担债券义务基础上实现了节税。这种特别发明对投资者的误导程度比收益债券高得多。

对于处于重组期的铁路公司，收益债券比优先股更受欢迎，因为保险公司受到的法律约束使它们难以用优先股替代原有的债券。考虑这个因素和节税效应，公司在开展新融资时，会选择收益债券，而非优先股。

(179)同其他非优先固定利息债券相比，该公司的各种重组方案（1936—1939年）都赋予了4%次级收益债券更高级别的留置权。沃巴什铁路公司发行的1939年到期的6%非累积收益信用债券是一个特例，因为其利息以公司的“净收入”来支付。尽管叫信用债券，但它其实是用直接留置权作为抵押，同时拥有较沃巴什铁路普通偿债抵押债券更高的优先权。根据债券协议，非累积利息的支付取决于收益情况，但该债券的利息在1916—1938年一直被按时支付，即便是在1931年公司进入破产管理程序且在1932年未能支付低级抵押（固定）利息债券的利息的情况下。一直到1939年年底，沃巴什经历了许多重组计划，但该收益债券持有人一直被较好地对待。

(180)参见附录注释29，以了解这一知名判例的简史。

(181)然而，钱德勒法（联邦破产法）第11章有关“资不抵债”较为晦涩的定义，使得担保债券持有人可以在不损害担保公司利益的前提下修改相关合同，并强迫少数持有人接受修改。案例：1939年3月由美国房地产改进公司担保的三一建筑公司发行的5.5%担保债券担保项的修改。

可以将其同1932年10月同样由美国房地产改进公司担保的萨伏伊广场公司（Savoy Plaza Corporation）发行的5.5%信用债券由担保方全额偿付情况相比，当时萨伏依广场公司未担保第一抵押权债券价格仅为5美元。此外还可注意，虽然1939年作为担保方的特拉华－哈德逊铁路公司（Delaware and Hudson Railroad）已经很长时期内没有运营该线路，其还是对尤蒂卡－克林顿－宾汉姆顿铁路公司（Utica, Clinton and Binghamton Railroad）发行的5%第一债券提供了全额偿付。

(182)虽然担保公司1935年进入破产管理程序，并且在自身全部债务上违约，但在1939年前，该收益债券的利息一直按时支付。出现这一情况，无关担保，而在于特雷霍特分公司战略上的重要性和很强的盈利能力。注意，在此案例中，部分的第二抵押收益债券要远远优于整体的第一抵押收益债券。因此，不是债券的形式，而是债券的实际情况最终决定了债券的表现。

(183)公司保障委员会力图让菲律宾政府购买该债券或者承担本金的担保义务，最终却导致丑闻出现，委员会主席在1939年被宣判入狱。1939年该债券价格只有7美元。

(184)1939年，债券持有人利用法律途径，要求加拿大太平洋铁路公司继续支付利息，直至本金完全被偿付。

(185)机敏的投资者可能会通过1913年以来西部联合电报公司年报中的陈述发现一些潜在的警报信号，包括其开始每年对美国电报电缆公司的持股进行了资产减记，1932年达到每股10美元的水平。

(186)相关数据请参见附录注释30。

(187)名称中的“合股”是指银行的股份由不同形式的利益主体共同持有，但其可能给投资者留下一个错误的印象，认为各家银行的债务由所有银行共同承担责任。为了更深入地了解该类银行的业务和对其的批评，参见卡尔·H.施瓦兹（Carl H. Schwartz）所著的《合股土地银行的金融学研究》（*Financial Study of the Joint Stock Land Bank*, Washington, D.C., 1938）。

(188)1930—1932年，许多合股土地银行债券违约，其中相当一部分以清算价格出售，并且所有该类债券价格都下降至投机级价格水平。另一方面，联邦土地

银行债券不仅没有发生违约，其价格缩水程度也较为适度，一直维持在投资性价格水平之上。联邦土地银行债券相对良好的表现在很大程度上要归功于美国政府不断向此类银行注入额外资本金，并对其严格监管。此外，共同担保责任无疑也具有重要意义。

还需要注意，尽管安全性难以得到保障，但许多州仍然将合股土地银行债券作为信托基金的法定投资对象，这一现象在1932年后依然在继续。从1933年5月开始，合股土地银行被禁止开展新业务，破产管理程序有序进行。

(189)在独立担保公司的案例中，担保被证明是具有重要价值的，即使这种价值只是局部的。国家担保公司纳入破产管理的房地产被拍卖后，向其担保的债券持有人支付了大量的现金。其他一些公司通过影响债券持有人的组成情况来保持偿债能力，包括发行对利息担保且利息率较低的新债券，该类债券也不对本金进行担保。类似案例还有大都会意外保险公司（Metropolitan Casualty Company）、马里兰意外保险公司（Maryland Casualty Company）、美国信用担保公司（United States Fidelity and Guaranty Company）。

(190)例如，匹兹堡－韦恩堡－芝加哥铁路公司（Pittsburgh, Port Wayne and Chicago Railway Company）发行的优先股和普通股股息率为7%，其还与宾夕法尼亚铁路公司（Pennsylvania Railway Company）签订了999年的租赁合同。因此可以说股息也由宾夕法尼亚铁路公司给予担保。

(191)针对担保债券，阿瑟·S.杜因在其《公司证券研究》（*A Study of Corporation Securities*, New York, 1934）第293~297页做了以下陈述：“然而，或许会存在控股公司基于战略上的考虑，将盈利情况不佳的子公司的债券利息或租金进行留存。”（比如圣安东尼奥－阿兰瑟斯帕斯铁路公司的案例反映了发行人在大多数年份里的收益都不足以支付利息费用。）“但是它（圣安东尼奥－阿兰瑟斯帕斯铁路公司）对于南太平洋公司的重要性高到担保公司明智地选择填补其利息赤字……虽然存在这样的案例，但以下的规则基本毋庸置疑：担保债券的投资价值不会超过其发行公司的实力和担保资产的盈利能力。”

对我们而言，上述陈述错误地总结了担保债券的本质属性。南太平洋公司填补圣安东尼奥－阿兰瑟斯帕斯铁路公司的利息赤字，并非出于“明智”，而是强制义务使然。担保债券的约束力可能远不止针对发行公司，而是债券持有人对发行公司和担保公司二者共同的请求权。

(192)参见附录注释31，其中有关担保和租赁某些方面有趣的简要介绍，正如纽约哈莱姆铁路公司（N. Y. and Harlem Railroad）、莫比尔－俄亥俄铁路公司（Mobile and Ohio Railroad）的案例所阐明的。

(193)美国证券交易委员会文件将“租金和特许经营权使用费”作为一个整体，但是在一般的案例中，整个条目都反映租金的情况，我们也可以这样使用它。

(194)该优先股面值为20美元，虽然会在22美元被回购，但1939年时价格仍高达25美元。

(195)实际上，子公司对母公司金融利益上的价值以及其他商业因素，会导致母公司在没有义务保障子公司债券安全性的情况下仍然做出担保。然而，只有在债券处于投机级价值区间时，这种考虑对购买债券的决策来说才是有效的（比如有获得本金升值的可能性）；而当债券处于投资级价格时，上述情况不能成为购买债券的理由。具体来说，当联合制药公司5%债券价格为45美元时，是非常好的投机型标的；而在其价格为93美元时买入，就是一个错误的投资决策。

(196)“破产管理”（receivership）本是俗语，泛指法庭参与的各种类型的财务困境。在《钱德勒法案》（*Chandler Act*，又称《1938年破产法案》［*Bankruptcy Act of 1938*］）颁布后，“清算人”的说法大多被“托管人”的说法所替代。“破产管理”一词无疑将被继续使用——至少在未来一段时间内，因为“托管”和“破产”的表达都不能令人完全满意，前者容易引起歧义，后者则语气过重。“资不抵债”的说法较为合适，但是有时不便使用。因此，未来在股东诉讼、自愿清算和其他特殊情况中，仍然需要任命所谓的“财产清算人”（equity receivers）。

(197)其他“违约事件”，如无法满足偿债资金或营运资本的要求，很少会导致破产管理的出现。当这些情况出现时，债券持有人往往选择忽视或就此与公司沟通，而不是通过法院解决，因为后者会损害他们自身的利益。

(198)第1~4点出现在《钱德勒法案》第10章中，其由知名的77B条款发展而来，并在1933年加入旧破产法。有关铁路公司重组的主要制度是77条款，其在1939年被原封不动地写入《钱德勒法案》第15章中（参见第306页页下注③）。此外，《钱德勒法案》第11章主要是关于未担保债务重组的“安排”，页下注中谈到1938年海地公司（Haytian Corporation）以及1939年美国房地产改进公司相关程序。第二个案例中唯一受到影响的是美国房地产改进公司对三一建筑公司5.5%债券的担保，三一建筑公司希望不改变原有结构，但是由于困难重重，相关程序还是被替换。

(199)同77B和《钱德勒法案》类似的规范，是旨在规范房地产公司重组的纽约州立法机构在1933年通过的《斯坎克诺和伯奇尔法案》（*Schackno and Burchill Acts*）。加拿大《公司债权人安排法案》（*The companies' Creditors Arrangement Act*）也在同年通过，规定没有偿债能力的加拿大公司可以不适用破产法的相关程序，而是经过法院批准，直接与债权人协商合议。如果该合议经过相关机构批准，则对小部分债权人也存在约束力。参见W.S.莱特霍尔（W. S. Lighthall）所著《加拿大1934年公司法》（*The Dominion Companies Act* 1934，注释版，蒙特利尔，1935）。

(200)美国证券交易委员会的咨询意见以及铁路重组申诉委员会的观点都有以下趋势：如果收益无法保障之前的利息支付，则股东很可能无法获得任何利益。关于这一点的讨论，请参见本杰明·格雷厄姆所著《根据〈钱德勒法案〉第10章制定的公平重组计划》（*Fair Reorganization Plans under Chapter X of the*

Chandler Act，《布鲁克林法律评论》，1938年12月）。

1933年后，虽然法律制度不断完善，铁路公司的重组却依然停滞。然而在我们看来，这主要不是因为法律上的缺陷，而是由于未来盈利能力极为重要但难以预测，所以在极为复杂的公司结构基础上设计公平重组计划显得异常困难。

(201)案例：1939年2月纽约州铁路公司（New York State Railway，属锡拉丘兹系统［Syracuse System］）的重组方案给予新收益债券的持有人一项权利：在80%以上的债券被收回之前，他们有权选举2/3的董事会成员。与之类似，商业马凯公司（Commercial Mackay Corporation）发行的1967年到期的收益债券的持有者有权在债券完全被收回之前选举1/3的董事。

古巴国家宾馆（National Hotel of Cuba）1929年发行的1959年到期的6%收益债券，在利息迟付一年以上时给予持有人控制权。先前的案例包括伊利铁路公司发行的优先留置权4%债券和4%普通债券、莫比尔－俄亥俄铁路公司发行的4%债券和第三大道铁路公司（Third Avenue Railway）发行的5%调整债券。

枫叶磨坊公司（Maple Leaf Milling Company）1934年的重组方案赋予1949年（后延迟至1958年）到期的5.5%债券的合同托管人拥有公司2/3的管理层提名权或表决权。

(202)一般来说，本金或利息到期日、利率水平、赎回价格和转换率不能通过修改合同而更改，如里奇菲尔德石油公司（Richfield Oil Corporation）发行的1952年到期的4%无抵押债券。但不同寻常的是，工业人造纤维公司（Industrial Rayon）1948年发行的4.5%第一抵押权债券在合同中规定，只要2/3以上的持有人同意，就可以推迟利息支付。不过，纽约证券交易所要求这一条款不能被触发，以此作为债券上市交易的条件。

(203)参见美国证券交易委员会《有关保护和重组委员会工作、活动、人事安排及功能的调查研究报告》（*Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees*, Washington, 1936）第135~177页的内容，尤其是第138~143页、第164~177页。

(204)如本书第50章提到的，菲斯克橡胶公司8%债券之后被证实价值100美元左右，其5.5%债券价值超过70美元。

(205)1936年，公司开始实施第二次自愿重组计划，其将利息率固定在4%左右，并赋予债券持有人获得普通股几乎难以发放的红利的权利。1939年通过的第三次自愿重组方案则使得债券持有人获得30%的现金和70%的优先股——现金是由R.F.C.公司提供的贷款。

(206)1932—1933年工业办公建筑公司（Industrial Office Building Company）的重组方案是一个典型的案例，其将固定利息债券转换成收益债券，且并未损害股东的任何权益。关于该案例的具体情况，请参见附录注释32。

(207)1939年《钱德勒铁路公司修正案》（*Chandler Railroad Readjustment Act*）的内容，实际上也被加入破产法新第15章。其要求相关重组动作需要在1940年7月31日前开始，并且在开始后一年内完成。新法规定的铁路公司重组模式与77条款中的内容类似。在两种情况下，重组方案都需要得到法院申诉委员会、法庭和要求的一定比例的证券持有人的同意。新第15章与此前规定最大的差别在于，在法律意义上并不存在破产的概念。除非重组方案具体包括相关内容，公司可以继续管理自身业务，并且没有合同或债务关系会受到影响。

(208)参见附录注释33，关于该论述更多的讨论和案例参见本书第一版。

(209)这一新法律是美国证券交易委员会关于信托合同研究成果的延续，同时受到罗森曼法官（Judge Rosenman）在1936出示意见的极大影响，在这份意见中，他拒绝了国家电力能源公司（有担保）信用债券持有人要求债券托管人

对持有人遭受的重大损失负责的请求。法官认为免责条款在该案例中适用，但整个债券托管体系迫切需要一次大刀阔斧的改革。

(210)1933年，圣保罗公司被允许发行新的第一替续债券，作为向美国政府申请短期贷款的抵押品。

(211)在特殊情况下，如果后续发行以公司资产为担保的抵押债券，信用债券将被赋予相关资产的优先留置权。例如，国家散热器公司（National Radiator Corporation）发行的1947年到期的6.5%信用债券及其继承公司发行的1946年到期的5%收益债券。在1939年实施的第二次重组中，信用债券被股票替换。这是说明与盈利情况相比，有关保护性条款相对并不重要的绝佳案例。

(212)关于优先股类似的规定参见纽约爱迪生联合电气公司发行的5美元优先股、通用食品公司发行的4.5美元优先股和哥谭镇针织品公司（Gotham Silk Hosiery Company）发行的7%优先股。

(213)阿什兰家庭电话公司（Ashland Home Telephone）发行的1961年到期的4.5%公用事业债券，附带一个针对净流动资产的很特别的，且效力较弱的条款。

(214)1933年，相似情况在G.R.金妮鞋业公司（G.R. Kinney Shoe Company）发行的1936年到期的7.5%债券和巴德制造公司（Budd Manufacturing Company）发行的1935年到期的6%第一抵押权债券上也有所体现。1934年年初，美国散热器公司要求信用债券持有人修订有关营运资本维持比例以及偿债基金支付的条款，并且持有人并未因该妥协获得实质性的等价补偿。有代表性的是，公司对此给出的原因并非债券持有人已经获得相关救助权利，而是“债权合同中的技术性违约”影响了公司向银行申请项目贷款。

(215)如果投资组合市场价值降至长期债务的100%以下，资不抵债的情况将赋予债券持有人立即获得救助的权利。否则，股东将被允许以债券持有人的资金在未来进行投机活动。但这一看起来非常简单的方案实际上并不容易实现。1938年，虽然雷诺兹投资公司（Reynolds Investing Company）5%债券的持有人努力在破产管理时任命了托管人，但是股东主张公司持有的大量证券的市场价格低于其真实价值。在拖延了相当长的时间之后，托管人依据不同利益方的协议而得到任命。还可以关注守护投资者公司（Guardian Investors Corporation）1948年到期的5%债券，由于没有采取任何救助方式，该债券自1932年起便处于“低于标准”的情形，并以24美元低价出售。

(216)雷诺兹投资公司5%债券合同中出现了另一种救助方式，即一旦资产净值下跌至债券数额的110%以下，后者被认定在下一个付息日到期且需要偿付本金。

当然，该条款的执行也面临前面提到的问题。

我们也应当关注阿勒格尼公司（Alleghany Corporation）发行的1949年到期的5%担保信托，发行说明书表明150%的要求是强制性的。然而合同却规定，未能保持这一标准并非违约事件，仅会导致股息发放停止，以及托管人扣押抵押担保物并获得相关收益。

(217)1933年州际商务委员会强烈建议铁路公司试行偿债基金，以分期偿还现有债务。芝加哥－西北铁路公司随即宣布了一项此类计划，但计划的细节并未给投资者留下深刻印象。

(218)1922年提出的自愿重组计划规定，该债券偿债基金延期5年支付。大约75%的债券持有人接受了此项修改。

(219)但是应当注意到，近些年来针对信用债券的发行，保护优先股股东的趋势日益明显，公司在发行任何“债券、票据、债权证或者其他一年期以上的债务凭证”时，都需要征询优先股股东们的同意。例如肯德尔公司（Kendall Company）股息6美元的参与优先股，A.M.拜尔斯公司（A. M. Byers Company）股息率7%的优先股。在老牌优先股中，卢斯－怀尔斯饼干公司股息率7%的第一优先股也有这类保护条款。

(220)近期一些州的法律允许公司在赞成票超过2/3的情况下，迫使优先股股东接受资本结构调整计划。例如，国际纸业与电力公司（International Paper and Power）在1937年的资本结构调整（根据马萨诸塞州的法律）中，将股息率为6%的原始优先股和股息率为7%的替续优先股（连同它们的累积股息）替换成新的股息率为5%的可转换优先股，外加一定的普通股股息。然而各法院判决的结果始终坚持，对于在这类法规颁布之前成立的公司，其优先股股东对累积股息的要求权是一项既有权利，不能由股东投票将其剥夺。参见凯勒－威尔逊公司（Keller vs Wilson & Co., Inc.），190 Atl. 115（1936年特拉华州），以及1938年美国政府印刷局出版的《美国证券交易委员会的报告：保护和重组委员会的工作、业务、人员和职能的研究与调查》，第Ⅷ卷，“缺乏委员会援助的管理计划”第187页以及随后的内容。

(221)在1939年股息率为7%的第一优先股被替换成了收入债券、新优先股，以及普通股。

(222)我们发现，杜邦公司“无投票权信用债券”（一种优先股）的保护条款中对这类规定做出了一处有别于常规的改动，该条款在1939年废止。改动规定若信用债券在任何一个日历年的收益率低于9%，其持有者将被赋予与普通股相同的投票权。如果拖欠股息达6个月以上，则该优先股股东将独占投票权。

(223)从目前我们能确定的因素来看，这类优先股比较罕见。但是也有如北美公司的优先股和奥格登公司（Ogden Corporation，前身是公用电力照明公司［Utilities Power and Light Corporation］）的新优先股。在美国证券交易委员会的支持下，似乎会有更多这类优先股出现。有关优先股股东投票权的普遍看法请参见W.H.S.史蒂文斯（W. H. S. Stevens）的《股本与股东的投票权》，《芝加哥大学工商管理学杂志》，11卷，第311~348页，1938年10月。

(224)《1938年破产法》（*Bankruptcy Act of 1938*）的第X章第216-12（a）部分明文规定，在任何股息滞付事件中，优先股股东据此应获得推举部分董事的权利。

(225)在此需要说明，梅塔格公司股息率为6%的优先股，其股息在1933年10月恢复支付，而累积欠付股息在1934年得到偿还。

(226)自从1934年被提出以后，在新债券契约中纳入这类安全保障条款已成为普遍做法。削减设定资本不仅被普遍反对，而且出现一种趋势，即自债券发行后“冻结”盈余——尽管常常留有一些回旋余地。例如扬斯敦钢板钢管公司（Youngstown Sheet and Tube）利息率4%的第一抵押权债券和利息率3.5%的信用债券，契约中规定自1935年12月31日起，对股东的现金分派将仅限于收益，外加5 000 000美元。考伯斯公司（Koppers Company）利息4%、1951年到期的第一抵押权债券，规定自1936年1月1日起，对股东分派仅限于利润，外加增发股票所获收入。

(227)参见第322页页下注②，在1937年国际纸业与电力公司的资本结构调整时，其优先股股东做出过类似的利益牺牲。它虽然得到美国证券交易委员会的批准，但是也引发了不少疑虑。委员弗兰克（Frank）抨击道，这是在他积极反对委员会议案（1939年1月30日批准发行北美公司股息率6%的优先股）的漫长时期里一个令人遗憾的实例。

在这类意见分歧中他提出了一个有趣的建议，使优先股股东能够逃离这种两难窘境（我们已经讨论过，如果普通股的设定资本被削减至某一低值，从而产生大量的特殊资本公积，对此可拿盈余来弥补损失，另外这也将导致资本的减值）。建议采取的策略是，当这类特殊的资本公积大幅减少时，投票权应让渡给优先股股东。

(228)例如，通用美国投资公司（General American Investors Company）的章程规定，若对普通股进行股息分派或者其他利益分派会使优先股对应的净资产减至每股150美元以下，那么分派将被禁止。州际百货公司的章程规定，若

对普通股股东分派的资本或盈余来自对法定资本的削减，则需要得到2/3以上的优先股股东同意。

(229)这是根据每年单个投资者最多可投资7 500美元计算得出的。在连续投资10年之后，每年都有10 000美元到期，其中7 500美元用于继续认购，2 500美元可以作为收益累积起来。

(230)这一因素的影响已经因1934年《证券交易法》的实施而大大削弱了。

(231)1933年以来，许多铁路债券已经被证明是这种情况的例外。例如巴尔的摩－俄亥俄铁路公司利率为4%、1948年到期的第一抵押权债券，尽管整个利息费用的安全边际长期以来都非常小，但该债券在1936年仍以109.5美元的价格出售。而到了1938年，该债券的价格仅为34.25美元。

(232)然而我们必须提醒读者，充足的利息保障本身并不能完全保证证券的安全性。无论安全边际有多高，一次经营不善引致的亏损就可能使其全部丧失掉。因此，正如我们在第2章斯塔贝克的例子中强调的，内在的稳定性是投资的本质要求。

(233)现在，越来越多的证券交易所上市公司开始提供收费的投资咨询服务。

(234)在美国证券交易委员会的监管下，“蓝天法”上市（blue-sky flotation）已经在州际贸易中消失，高溢价出售给公众的规模较小但基本合法的企业取代了其位置。但是，其他类型的欺诈仍然盛行，可以参见1938年的纽约市商业改进局（Better Business Bureau）的报告。

(235)梅森·霍金斯（Mason Hawkins）和斯特利·盖茨（Staley Gates），当今时代格雷厄姆和多德最成功的追随者之一、长叶合伙人基金（Longleaf）创始人，一直强调他们购买股票的价格－价值比。史蒂芬·戈德堡（Steven Goldberg）在《想在基金投资中取胜吗？向长叶合伙人基金学习》（*Want to Win at Fund Investing? Learn From Longleaf*）一文中说道：“他们经常谈论‘以内在价值的60%或更低的价格’购入公司股票，听起来像宗教圣歌一样，但是这种方法着实有效。” Kiplinger.com，2007年5月22日。——梅尔金注

(236)这一点对于重组尤其正确，比清算更适用。其中的差别我稍后会仔细阐述。——梅尔金注

(237)当格雷厄姆和多德写作《证券分析》时，美国实行的是1898年颁布的《破产法》，也叫作《纳尔逊法案》（*Nelson Act*）。然而随着1978年《破产法》的实行和随后的几次修订，以及2005年实行的《防止破产滥用及消费者保护

法》（*Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act*），破产程序已经有了很大变动。然而这些法律上的改动并没有对作者提出的原则有所触动。——梅尔金注

(238)德士古公司（Texaco），美国大型石油公司之一，总部设在纽约州的哈奇森。——译者注

(239)卡尔·伊坎，美国著名投资家，被美国企业界称为“企业掠夺者”，2009年的数据显示他的净资产已经达到140亿美元，在世界富豪排行榜中居46位。——译者注

(240)德士古公司是将《破产法》作为救生舱的典型案例。根据美国国家劳资关系委员会与比尔迪斯科和比尔迪斯科公司案例（NLRB v. Bildisco & Bildisco， 465 U.S. 513，1984），最高法庭认定公司可以适用《破产法》第365（a）条款的规定，该条款允许破产受托人承担或拒绝执行合约，不受集体谈判合约条款的约束。——梅尔金注

(241)如果想详细了解德士古破产案例以及伊坎与该公司的角逐，请参阅《伊坎护航，德士古成功逃离黑暗时代》，《华盛顿邮报》，1989年12月5日。——梅尔金注

(242)美国《破产法》第11章的内容是企业申请破产保护，即在法庭的保护之下，在满足债权人的债权要求之前，给予公司时间重组其业务或资本结构。与传统意义上的破产或清算（第7章）不同，进入第11章破产保护程序的公司业务照常进行，目标是通过这一程序创造一个可持续发展的、财务更健康的企业。——译者注

(243)水牛城军刀队（Buffalo Sabres）是位于美国水牛城的国家冰球联盟队伍，隶属于东大区东北分区。——译者注

(244)康卡斯特（Comcast Corporation, CMCSA），是美国一家主要有线电视、宽带网络及IP电话服务供应商，总部位于宾夕法尼亚州的费城，拥有2 460万有线电视用户，1 440万宽带网络用户及560万IP电话用户，是美国最大的有线电视公司。康卡斯特亦是美国第二大互联网服务供应商，仅次于美国电话电报公司。——译者注

(245)大众超级市场公司成立于1930年，是目前美国最大的商店之一，也是最大的雇员所有的连锁超市，有650家分店遍布佛罗里达州、亚拉巴马州等地。——译者注

(246)预包装破产，是私下和解与正式破产的混合物。在预包装破产中，公司和其大部分债权人同意在正式破产之外进行私下重组，要求绝大部分债权人私下达成协议，主要好处在于它迫使不退让者接受破产的重组。——译者注

(247)格雷厄姆和多德担心由投资银行家组织的保护投资者委员会不能公正地保护投资者利益。他们赞同1938年破产法将保护投资者委员会的行为和赔偿置于法庭审议之下。（见第301~302页）如今，在重组过程中起重要作用的债权人委员会的行为无疑将被严格审查。——梅尔金注

(248)纳布伦的证词可以在judiciary.senate.gov.网站上查到。——梅尔金注

(249)比尔·米勒（Bill Miller）的文章《好时代来临了！》（*Good Times Are Coming!*），《时代周刊》，2005年3月8日。——梅尔金注

(250)在伯克希尔·哈撒韦公司的2000年年报中，巴菲特提到他在格雷厄姆课上的经历：“在大师身边的几个小时，比我自己苦苦思考十年更有价值。”——梅尔金注

(251)《哈姆雷特》，第三幕，第二景。——梅尔金注

(252)在本书1934年版中，我们在这里专门用一章讨论价格较便宜的投资级优先证券。虽然这些证券在1931—1933年很常见，但它们已经变得越来越稀少——即使是在1937—1938年市场衰退期间。为了节省篇幅，我们现在省略掉这一部分。

(253)还有第四种利润分配方式，但不如前三种那么重要。它第一次出现在1928—1929年牛市期间，就是所谓的“可选”债券或者优先股。这种选项包括获取利息或者固定数量的股票（如按特定的每股价格转换）以代替现金作为股息支付。例如，在1929年的可选系列中，商业投资信托基金股息为6美元的可转换优先股允许其持有者选择股息支付形式为每股赠1/13股普通股，而不是每股6美元现金。这相当于78美元的普通股股价，当股价超过78美元时选择权有价值。同样的是，1929年发行、1939年到期的华纳兄弟电影公司利率为6%的可转换债券，也允许其持有者选择每年每张债券赠送一股普通股的利息支付方式，而不是60美元现金。可能有人会说，这种选择权的安排是可转换特权的一种简化形式，在这种形式下，利息或股息能够单独转换为普通股。而在大多数甚至可能是全部这种证券中，本金也是可以转换的。收入支付的单独可转换特征为这类特权增加了一些吸引力，但不是很多。

(254)1927年，美国投资银行家协会工业证券委员会报告引用（想必也同意）了这样一个建议：由于一定比例的中等规模工业企业的优先证券“在5~10年的时间内易遭受重大损失”，应该通过可转换或其他特权的形式使投资者参与到

分享未来的收益中来，以补偿他们承担的风险。参看1927年出版的《美国投资银行家协会第16次年会纪要》（*Procedings of the Sixteenth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*），第144~145页。

(255)在1939年12月16号美国证券交易委员会第208号公告（统计数据系列）面世之前，对于特权证券成交金额从没有过详尽的汇总和定期发布。该公告按季度公布了从1937年4月1日到1938年12月31日的数据，其他数据也由美国证券交易委员会按季度发布。关于这种融资方式的成交金额在更长时期里的其他证据请参见附录注释35。

(256)这些批评并不针对1933年以后发行的可转换债券，它们中大多数都满足我们的投资标准。

(257)实际上，转换操作往往出现在套利过程中。具体过程为：购买债券的同时以稍高于“转换平价”的价格卖出相关股票。

(258)如果想查看1925—1938年相关的特权证券情况，参看附录注释35，还有第333页页下注中提到的美国证券交易委员会的统计数据。

(259)论述该主题的篇幅似乎不成比例，这是因为特权证券的重要性越来越大，在标准的介绍性教材中还没有关于此内容的深入探讨。

(260)1929—1930年，白岩矿石温泉公司的参与型优先股与普通股之间的价格差异要大很多。在这种市场状况下，几乎所有参与型优先股的持有者都接受提议转换为普通股，尽管这意味着收益丧失并且丢掉了优先证券持有者的地位。

(261)雷诺烟草公司普通股与B级股票间持续的高价差，是因为拥有普通股、享有利润分享收益的公司高层与雇员的利益，与B级股票股东的利益不一致。纽约股票交易所不再列出无投票权普通股，也不再列出受到1938年《破产法》第10章影响的在重组过程中允许发行的证券。

(262)请注意，独立油气公司债券承诺的认股价为33.6美元，而怀特缝纫机公司的认股价仅为10美元。但是前者的投资者有权选择拥有债券的固定收益权还是股票份额，后者只给予了投资者按照高于市场价的价位购买股票的权利。

(263)可赎回特征可能对于“单纯”的非可转换债券而言都是一个重要的不利因素，并且如今已成为现实。在一些案例中，可赎回特征实际上是对证券持有者有好处的，公司以高于之前市场价格的价位回购了旧证券，这有利于新证券的发行。如果没有可赎回条款，通过赋予投资者“买进”证券的权利，也

可以达到相同的效果。相关案例是美国钢铁公司发行的1951年到期的利率5%的债券，其不可赎回，但在110美元时被买进。

(264)阿瑟·S.杜因援引了联合太平洋铁路公司的案例——1903年发行的、利率4%的参与型债券，由北方证券公司（Northern Securities Company）的股票做抵押。债券持有人有权分享任何质押资产产生的超过4%的股息收益。正当分红就要开始时，该债券以102.5美元的价格被赎回。参看阿瑟·S.杜因所著的《公司证券研究》，1934年出版，纽约，第328页。

(265)随着1933年股价从16.875美元升至124.875美元，所有国家酒制品公司优先股都在当年被转换。1933年6月30日，转换率的变化促使几乎所有的转换提速进行。由于证券以40美元回购并且开始分红，当年8月仅有很小一部分完成转换。

(266)艾奇逊铁路公司1948年到期、利率4.5%的可转换债券完全规避了该风险，它要求赎回只能在1938年转换权到期之后才能进行。（另一方面，附属基金公司［Affiliated Fund］有抵押的可转换债券规定，发行人可在30天通知时间内的任何时候平价赎回债券，实质上令投资者丧失了通过转换特权获利的机会。）

近来采用的另一种保护性手段是给予可转换证券持有人一张认股权证，当证券被赎回时，持有者有权购买与假设证券未被赎回时投资者通过转换应该收到的股票数目相等的普通股。参看弗里波特得克萨斯公司（Freeport Texas Company）1933年1月发行的利率6%的可累积可转换优先股。联合饼干公司利率7%的优先股，可转换为2.5股普通股，赎回价为110美元；但是如果在1935年12月31日前赎回，持有者有权获取100美元现金，加上1936年1月1日前每股可用40美元认购2.5股普通股的认股权证。

(267)参见附录注释37的例子，联合纺织公司（Consolidated Textile Corporation）发行的1923年到期、利率7%的债券。

(268)参见附录注释38的例子，美国电话电报公司发行的1933年到期、利率4.5%的债券。

(269)为了预防这种形式的摊薄，有时可转换证券持有者被赋予认购新股票的权利，新股数量与假设持有人的证券实施转换得到的普通股数目相同。参看纽约－纽黑文－哈特福德铁路公司发行的1948年到期、利率6%的可转换债券，以及商业投资信托公司1949年到期、利率5.5%的可转换债券。

(270)参看附录注释39，道奇兄弟公司（Dodge Brothers, Inc.）发行的1940年到期、利率6%的可转换债券。

(271)有对于1928—1929年间工程师公用事业公司（Engineers Public Service Company）股息率5%的可转换优先股的详细介绍，见1934年版本第266~267页。

(272)高溢价水平部分归因于高票面利率。然而，债券的可赎回价格为110美元，这是市场所忽略的。

(273)一些案例中（例如已经提到过的波多黎各－美国烟草公司发行的6%债券以及国际纸业与电力公司发行的第一优先股）在一部分证券被转换之后，转换特权就完全停止了。这保持了特权期限内的竞争因素，并且理论上阻止了特权价格大幅升值。

(274)例如，芝加哥－密尔沃基－圣保罗－太平洋铁路公司发行的利率为5%、2000年1月1日到期的有担保可转换调整A系列债券，可以转换成为5股优先股和5股普通股。其他案例参见1934年英文版附录第623页。

(275)这些异常证券被冠以“投资凭证”、“可转换债券凭证”、“附带利息的配股凭证”以及“可转换债务”等名称。1932年公司强迫它们中的大部分转换，但是持有者有权（除那些已有条款保证的权利之外）转换成同样另类的“2022年到期的A系列和B系列可转换债务”，它们可由公司决定转换成股票。该证券的募集说明书中有一条，如果股息系列优先股的每股5.5美元股息被拖欠，将禁止公司行使公司权利，这就阻止了1 700万美元的“5.5%的投资凭证”在1933年11月15日以后被发行人强制转换。（自从1932年6月15日以来未有任何股息支付。）

有一点很有意思，由于上述可能引起投资者反对的条款，1932年12月，宾夕法尼亚证券委员会（Pennsylvania Securities Commission）禁止该类“可转换债务”的销售。发行人曾试图在费城联邦地区法庭上抵制委员会的决定，但是随后放弃了诉讼。

(276)参见取自1920—1921年的下列证券：沙威尼根水务和电力公司（Shawinigan Water and Power Company）1920年发行、1926年到期，利率7.5%的金边票据，可转换成1950年到期、有抵押担保的第一替续B系列债券；圣华金照明和电力公司（San Joaquin Light and Power Corporation）发行于1920年、1935年到期的可转换、有抵押，利率8%的信托产品，可转换为1950年到期、利率6%有抵押C系列第一替续债券；加利福尼亚大西部电力公司（Great Western Power Company of California）发行于1920年、1930年到期、利率8%的可转换金边债券，可转换为1950年到期，利率7%有抵押的第一替续B系列债券。

另一类债券换债券的转换参见以下案例：道森铁路和煤炭公司（Dawson Railway and Coal）发行的1951年到期、利率5%的债券，可以转换为埃尔帕索和西南铁路公司（El Paso and Southwestern Railroad Company）发行的1965年到期、票面利率5%的第一抵押权债券（其母公司是南太平洋公司的子公司）。该类案例较少，不具有一般性。

(277)参看附录注释40，了解该证券的细节。

(278)一些可分红证券的变形，可参看1934年英文版的附录注释3。

(279)1938年与1939年后期，鲍德温机车公司（Baldwin Locomotive Works）发行的可转换为65股普通股的1950年到期、利率6%的债券，与普通股股价之间出现了类似的紧密联系。请比较1938年股价的高点17.25美元、债券价格的高点116.5美元，与1939年二者的低点9.125美元和82.5美元，以及随后的高点21.25美元和139美元。

(280)平价不应该与面值混淆。面值仅指证券的面额，“面额”应用于普通股股价时，几乎总是指每股100美元，与每股的真实票面价值无关，这两者有可能不同。

(281)如果优先证券立即转换成普通股，折价会创造出套利机会。这是一个无风险获利（通常很小）的机会：（1）购买优先证券的同时卖出普通股；（2）立即将优先证券转换成普通股；（3）卖出转换而来的普通股，完成交易。这种一目了然的套利在活跃、处于涨势的市场中较多，但是套利机会通常被精于此道的经纪人所垄断。其他形式的证券间套利操作来源于重组、并购、股票分拆、新股认购，等等。详细的论述请参看迈耶·温斯坦（Meyer H. Weinstein）的《证券套利》（*Arbitrage in Securities*），哈珀兄弟公司（Harper & Brothers）出版，1931年。最初，“套利”一词仅指在不同的市场同时买入与卖出相同的证券，（例如，纽约和伦敦市场），以及在不同的交易所进行类似的操作。

(282)当两只证券都是纯投机型时，该推理同样适用。

案例：西马里兰铁路（Western Maryland Railroad）公司发行的优先股可按1:1的比率转换成普通股。1928—1933年，该优先股价格一直没有超过普通股价格。然而，如果有人愿意拥有该普通股，应该将其转换为优先股，因为如此操作使其拥有了普通股股东的获利可能性，同时还有优先证券的优先索偿权利。1934年早期，该优先股的售价高于普通股——23美元对17美元。

(283)大宗商品对冲是一种表面看来类似但是本质上不同的操作形式。一般来讲，其目的是保障正常的制造业利润或分配利润不受大宗商品价格波动造成的投

机损失的影响。一个磨坊主买进小麦，准备在几个月后磨成面粉出售。为了“对冲”可能降低利润的小麦价格下降的风险，他卖出小麦期货。在面粉卖出后，磨坊主为小麦平仓（买回来）。大多数大宗商品对冲用于保障安全，然而证券对冲通常是直接为了获取收益。

(284)1934年以后，美国证券交易委员会以及交易所使得卖空操作更加困难。例如，卖空操作只能在价格高于上一次交易价格时进行，随后该限制被放宽到允许在价格水平不低于上一次交易时进行。限制被放宽，部分是因为我们讨论的这类对冲操作通常是在处于上涨期、并且交易活跃的市场中进行的。

(285)附录注释41分析了此类操作。

(286)参看附录注释42中1931—1934年以及1939年的债券价格数据。

(287)但是参考后来出版于1939年的《投资价值的潮起潮落》（*The Ebb and Flow of Investment Value*），作者爱德华·米

德（Edward Mead）和朱利叶斯·格罗丁斯基（Julius Grodinsky）强烈赞同上一段的论述。参见附录注释71。

(288)净流动资产数据各部分（现金资产、应收账款、存货）间的相对可靠性将在第六部分资产负债表分析中详细论述。

(289)或许应该说明一下，在这一段中提到的4只证券中的3只后来从萧条中的低价恢复过来。（例如，霍伊公司新发行利率7%的债券来置换原来的债券，1937年的价格为100美元。）

(290)但是几年之后的1936年，一次资产重组解决了累积优先股股息问题，发行者给予投资者大量普通股。

(291)摘自1931年出版的《投资与投机》，作者劳伦斯·张伯伦。——唐朝注

(292)可参看新制度经济学鼻祖罗纳德·科斯的论文《企业的性质》，这是他1991年被授予诺贝尔经济学奖的主要贡献。——唐朝注

(293)我们通常听到的GDP数据，指实际GDP。实际GDP可以简单理解为名义GDP扣减通胀。——唐朝注

(294)由于2006年我国实施全流通改革，流通股股东享受非流通股股东的现金和股份赠送，这26%股权的投资者实际所获现金红利远高于145亿。——唐朝注

(295)关于普通股投资理论的文献，读者可以参考切尔西·博斯兰（Chelcie C. Bosland）1937年于纽约所著的《普通股投资理论及其发展与意义》（*The Common Stock Theory of Investment, Its Development and*

Significance）。此后，阿尔弗雷德·考尔斯三世（Alfred Cowles 3d）及其助理在1939年于印第安纳州的布卢明顿所著的《普通股指标》（*Common Stock Indexes*）是继博兰德教授之后对此领域的又一杰出贡献。

(296)对于这三家公司随后业绩表现的讨论，见附录注释44。

(297)新时代的投资理论在数学方面显然无所作为。价格与盈利以及盈利趋势之间的关系，与市场情绪本身并无二致。（参照表27-5中电力和照明公司的案例，注意其价格与盈利记录的关系。）如果尝试给新时代理论的估值理念一个数学表达，那它就是基于盈利相对于时间的导数。最近几年来，有更多的人投身于对盈利或者股息贴现这一数学基础的研究中。（参见盖布里埃尔·普里恩莱奇［Gabriel Preinreich］所著的《股息理论》，纽约，1935年。约翰·伯尔·威廉斯所著的《投资价值理论》，剑桥，马萨诸塞州，1938年。后者的工作建立在普通股价值等于未来股息贴现的理论原则之上。在假设未来盈利、股息政策与贴现率等重要参数的前提下，这一原则为计算普通股的内在价值提供了一系列精妙的数学公式。）

(298)成功企业的这一特点可以在1938年国家投资者公司的财务报表中（见第4~6页）得到鲜明地体现。

(299)米德与格罗丁斯基在1939年轰动纽约的著作《投资价值的潮起潮落》中，强烈地拥护了“扩张性行业”这一普通股投资标准。对他们的投资观点更多、更详细的讨论，见附录注释71。

(300)请注意，我们将“对私人投资者价值”这一试金石用于两类不同的普通股投资：（1）以不高于私人企业相应股权的出价购买极具前景的股票标的；（2）以相对于私人企业低得多的出价购买具有良好财务记录与一般前景的股票标的。对于后者的例证，见附录注释45中的斯威夫特公司。

(301)相关案例及讨论见附录注释46。

(302)这种无面值策略（no-par-value device）在很大程度上是1918年后的一项发明。

(303)许多年来，这俨然已成为诸多工业公司融资的标准模式。（如西尔斯－罗巴克公司［Sears Roebuck］、克鲁特－皮博迪公司［Cluett Peabody］、国家风衣和西装公司［National Cloak and Suit］等。）

(304)应该注意是的，伍尔沃斯公司资产负债表上的商誉一项最初设置为50 000 000美元，但它的实际价值（以股票市价计量）仅仅为20 000 000美元左右；

到1925年，商誉这一资产科目被减记到1美元时，它的真实价值却明显要大大超出50 000 000美元。

(305)盈利比率有时候也被称作盈利基准（earnings basis）。但是，股息基准（dividend basis）这一术语的表意却很模糊，有时候它表示股息率（dividend rate），有时候表示股息比率（earnings ratio）。

(306)此处的盈余是指积累下来维持公司状态的盈余，而非出于良好的公司管理原因而保存的盈余。

(307)1929年，英国《公司法》要求股息分配政策由一年一度的股东大会审议通过，并且严禁经由超过某一比例的董事建议而生效。尽管有后一规定，但将股息政策的决定权交由股东审议这一事实，是对管理层的职责的有益提醒，也是对于股东在此重要问题上的权益的保障。虽然《公司法》不要求在所有情形下执行该法案，但它也是作为在英国遵守的一般规则。参见1929年《公司法》，第6~10章；1929年《公司法》表A，第89~93段；《帕默公司法》（*Palmer’s Company Law*），第222~224页，13版，1929年。

(308)对于股息政策中留存盈利做法全面、深入的研究，参见库里（O. J. Curry）所著的《利用公司利润平抑经济周期》（*Utilization of Corporate Profits in Prosperity and Depression*），密歇根大学出版社，1941年。

(309)古罗马一部神谕。——译者注

(310)参见戴维·罗班（David L. Rolbein）的文章《非现金股息与股票权益作为未分配利润税的避税方法》（*Noncash Dividends and Stock Rights as Methods for Avoidance of the Undistributed Profits Tax*），《芝加哥大学商业杂志》，12卷，7月刊，1939年。获取对该项税收的更为全面的调查，参见阿尔弗雷德·比勒（Alfred G. Buehler）所著的《未分配的利润税》（*The Undistributed Profits Tax*）（评价负面）一书，以及本杰明·格雷厄姆的文章《未分配的利润与投资者》（*The Undistributed Profits Tax and the Investor*），《耶鲁法学杂志》，66卷，11月，1936年，二者对上述观点作出了进一步阐述。

(311)这是指著名的1920年艾斯纳诉麦康伯案的决议（252 U.S. 189）。在1936年，最高法院在对科什兰案（Koshland Case）的判决（297 U.S. 702）中指出，如果股票股息分配给股东的利益不均，那么它是应税的。根据税务上诉管理局（Board of Tax Appeals）的裁决，这一法令同样适用于，例如，存在流通优先股的前提下再发行的优先股股息。

(312)正如J.M.凯恩斯的比喻有趣而不失启发性：“……专业的投资可以比作那些报刊竞赛活动，参赛者被要求从一百张照片挑选出六张最漂亮的面孔，获奖者的选择应该最接近参赛者整体的平均喜好。于是，每一个竞争者并非选择自己认为最漂亮的面孔，而是刻意挑选其他竞争对手可能中意的长相。进而，所有人看待问题的出发点趋同了。这场比赛并不是要选择个人眼光中最漂亮的面孔，甚至不是真实的平均意见所认为的最漂亮的面孔。当我们将心智用于预测平均观点如何预测平均意见，我们达到了第三个层次。我相信还有人达到第四、第五，甚至更高层次。”——《就业，利息和货币通论》（*The General Theory of Employment, Interest and Money*）第156页，纽约，1936年。

(313)例如，1926年，美国制罐公司通过将股票一拆为四并发放50%的股票股息，最终实现1股换为6股。原来股票的股息率为每股7美元，换成新股票之后立即发放了2美元的新股息，这相当于原股票12美元的股息。这一股息率迅速增加至1929年的每股5美元。同样，纳贝斯克公司从1912—1922年每年支付7美元的股息，但是它每年盈利极大地超过这个数字。1922年，通过1∶4的比例换购原股票并发放75%的股票股息的方式，原股本1股拆为7股。基于新股本发放每股股息3美元，相当于原股本的每股21美元的股息。

(314)一系列的例子参见：城市服务公司于1925年3月1日至1932年6月1日间，支付6%现金股息和6%的股票股息；西尔斯－罗巴克公司从1928年中期至1931年第一季度间支付每股2.50美元的现金股息和4%股票股息（年化率）；奥本汽车公司（Auburn Automobile Company）在1928年1月至1931年7月间支付每股1美元的现金股息和2%的股票股息（每季度一次）；梅西百货公司于1928—1932年间支付每年5%的股票股利，期间还伴随着不断增加的现金股息。

(315)城市服务公司，1929年7月1日至1932年6月1日；天然气与电力证券公司（Gas and Electric Securities Company），1926—1931年。

(316)西尔斯－罗巴克公司，1928—1931年；奥本汽车公司，1928—1931年；联邦电力与电车公司（Federal Light and Traction Company），1925—1932年。

(317)美国水务和电力公司，1927—1930年；美国煤气和电力公司，1914—1932年，伴随着零星的股票股息；美国电力和照明公司（American Power and Light Company），1923—1931年，伴随着额外的股票股息。

(318)大陆制罐公司，1924—1925年；梅西百货公司，1928—1932年；特拉斯肯钢铁公司（Truscon Steel Company），1926—1931年；通用电气公司，

1922—1925年（5%的特别股息）。

(319)将这一政策安排与优先股和债券的可选股息或利息支付做比较，参见第361页。

(320)北美公司享有良好的声誉，其政策设计显然没有任何险恶的用意。该公司煞费苦心地向股东解释支付股票股息的好处。然而，它论证的逻辑主要是收益再投资的优势以及增发新股代表新增资源的所有权。对于股票股息的账面价值和市场价值存在的差异以及可能招致的误解，它却很少涉及。一家享有崇高地位公司却采用此种可疑的做法，还成为管理松散的企业亦步亦趋的范本，实在让人遗憾。

(321)中西部公用事业公司（Middle West Utilities）在1928年和1932年4月间实施了类似的操作，把从附属公司和其他公司收到的股票股息资本化。为了对附属公司股票股息估值过高加以纠正，该公司随后减记了公司的盈余账户。

(322)如果以可换股优先股方式进行支付，过高估值的危险当然也不能被完全消除。例如，1932年，哥伦比亚燃气和电力公司（Columbia Gas and Electric Corporation）以5%可换股优先股（面值100美元）的形式支付每股1.125美元股息，转换比率为1股优先股对应5股普通股。在1932年和1933年优先股的售价分别高达108美元与138美元，相应价值大大超过该公司普通股每股收益。

(323)关于发放还是留存股息的有意思的法律问题，参见伯利和米恩斯，《现代公司与私有财产》，第260~263页，纽约，1932年。

(324)质量系数相当于我们现在所说的市盈率。——编者注

(325)如果没有盈利或是盈利远低于公认的“正常水平”，华尔街便会不得不采用一种实际上更为合理的估值法，即对平均盈利能力、营运资本等赋予更大的权重，但这是一种特殊的处理方式。

(326)最近几年，在审计财务报告中曝光了一些夸大总收入和流动资产的例子，最典型的是麦克森和罗宾斯公司（McKesson and Robbins Company）1938年的报表。虽然麦克森和罗宾斯公司的丑闻给人留下了骇人听闻的印象，但也必须承认，在很长一段时间中，还有极个别的上市公司涉及这一性质的欺诈行为。1938年发现的其他例子还有州际针织品制造厂（Interstate Hosiery Mills）及伊利诺伊锌业公司（Illinois Zinc Corporation）的报表。

(327)1933年《证券法》和1934年《证券交易法》明确授权委员会制定注册公司递交给美国证券交易委员会和交易所的报告中区分经常项目和非经常项目的方法。[1933年《证券法》19（a）和1934年《证券交易法》13（b）]。首次申请文件的格式（A-1，A-2和10）和年报格式（10-K文件）中需要将非经常性损益从损益表中剔除。

(328)按照中国当前的会计准则，处置非流动性资产的利得计入营业外收入，利润总额=营业利润+营业外收入-营业外支出，净利润=利润总额-所得税费用，作者此处表达的意思是在分析公司的盈利时，重点是分析营业利润。——译者注

(329)董事长的声明中关于交易仅提到，“电池业务经历了几年不盈利后，在董事会的安排下以不错的价钱出售”。1930年由于董事长操纵在纽约证券交易所上市的公司股票，此后便引发了丑闻。

(330)美国证券交易委员会对管理投资信托基金业绩表现的调查结果的概要，以及作者对管理投资公司的记录和具体实践的进一步评论，请参见附录注释47。

(331)在1938年的年报中将这项收益计入了盈余账户的贷方。

(332)美国工业酒精公司（The United States Industrial Alcohol Company）在1932年及随后几年的报表反映了一个与此类似的问题。该公司在1932年不再按照惯例来估计存货的当前市价，而是从盈余中计提1 500 000美元的准备金，从而减少了库存糖浆的价值（按照惯例这一项应按照成本计量）。在随后的1933年、1934年和1935年，由于准备金转回，报告盈利分别增加了772 000美元、677 000美元和51 000美元。最重要的是，1934年的缴纳的所得税是以677 000美元为基础，这个数据远低于其报告盈利。（请参见第45章对该公司1929—1938年报表上每股收益会计处理影响的总结。）

(333)标准统计采用将存货减值冲减盈余的方法，重述了斯威夫特公司1933—1935年的报表。

(334)依据1938年和1939年的《税收法》，首次允许公司在1939年及之后的报表中使用所谓的“后进先出法”。附录中有一个用来说明这两种存货处理方法之间差异的假设的案例，请参见附录注释48。

(335)州际百货公司在1934—1936年间采用的具体会计处理方法，与上面给出的假设的例子有些类似，请参见附录注释50。

(336)与之类似的反对意见认为，不应该采用将关闭连锁店导致的损失冲减盈余的会计做法。比如沙特克公司（F. G. Shattuck Company）就在1935年的报表

中为此从盈余中扣减了326 000美元。对于连锁公司而言，由于会经常增加或减少连锁店，因此这类亏损应该属于经常项目。

(337)关于这一点，明尼苏达州的北方国家电力公司（Northern States Power Company）变更后的会计处理，与1984年该公司发行债券的申请之间引发了争议（涉及总金额超过8 000 000美元）。同样值得注意的还有，在债券偿还期内，发行可回购债券的公司应该将未摊销的折价部分通过每年冲减盈利来逐步核销。参见哥伦比亚燃气电力公司（Columbia Gas and Electric Company）1936年的报表。

当将为偿还旧债支付的溢价考虑在内时，近年来这类做法就节约了一笔数量不小的利息费用。对此的解释可能是基于下面两个事实：（1）公司将支付的溢价和初始折让的余额从盈余中扣除，是为了解除未来盈利真正面临的负担；（2）从这些项目中所得的利润需要缴纳所得税，将这些项目从损益中扣除，便能相应的减少最终应缴纳所得税，从而增加当年的表面利润。

(338)在1930年的资产负债表中，“商标和商誉”科目的用词变为“丁特克斯公司的商标和商誉”。在1939年“商誉”科目被注销，故又将1929—1930年增加的1 000 000美元从留存收益中扣除。

(339)对这些差异的简要概述请参见附录注释51。

(340)原文在此是应计税金（tax accrual），但结合表格作者想表达的应该是应税所得。——译者注

(341)具体请参见1927年5月18日美国联合雪茄连锁店递交的将股息率为6%的累积优先股在纽约证券交易所上市的申请（#A-7552申请文件）。

(342)这一点将在第34章进行完整的分析。

(343)报告上的表述为“当年的净利润，包括租赁物价值的增加”（给出了后者的利润），但是并没有说明此项价值的增加是任意计算的，并且发生在以前年度。

(344)由于在前面的章节里，我们曾对烟草制品公司票面利率6.5%、2022年到期的债券予以好评，为避免出现不一致，在此必须指出，在1930年其管理层出现了彻底的变动。联合雪茄连锁店的管理层及其继任者之间也发生了两次彻底的变动。

(345)对以前年份里这类会计政策误导影响的讨论，请参见本书第一版中对瑞丁铁路公司、联合燃气公司（Consolidated Gas Company，现在是爱迪生联合电力公司），和沃伦兄弟公司（Warren Brothers Company）的讨论。在美国

证券交易委员会制定相应的规定之前，绝大部分铁路公司都不提供其非运输子公司盈利的相关信息，这其中还包括一些非常重要的公司。例如北太平洋铁路公司、艾奇逊公司。

(346)北美公司的合并范围算是一个例外，它只合并了控股比例超过75%股份的子公司，因此1939年，北美公司没有将其持有的两家控股比例分别为73.5%和51%的重要的公司纳入合并范围。

(347)若公司没有计提折旧费用，则标准统计公司不计算该公司的每股收益。

(348)类似极端的例子可以参见1930年沃巴什铁路公司和安娜堡铁路公司的报表，以及1931年《穆迪手册》（蒸汽铁路）（*Moody's Manual of Investments* [Steam Railroads]）在第1022页就此做出的相应评论。沃巴什铁路公司持有99%的安娜堡铁路公司的优先股和普通股。在1930年12月，安娜堡铁路公司董事会宣布其优先股每股发放5美元股息、普通股每股发放27美元股息的计划。这项计划是在面对营运资本为负，且可分配净利润略微超过已宣布发放股息10%的情况下做出的。该公司之前从未发放过股息，然而这个股息分配方案使得沃巴什铁路公司将收到的1 073 455美元股息作为“股息收入”计入损益，从而有效地将沃巴什铁路公司的固定支出保障倍数从1.3倍提高到1.5倍以上。

(349)铁路公司只对设备计提折旧费用（包括项目的维护费用）的做法，是非常少见的情形。1937年一级铁路（Class I railroads）计提了总额为191 798 000美元的设备折旧费用，而对道路和建筑物计提的折旧只有5 236 000美元。

(350)我们认为，在初始成本的基础上计算折旧更为简单，同时也更符合逻辑。当资产重置后（这也有可能不发生），重置成本将会使得账目不同于之前。

(351)参见所罗门·法布里坎特（Solomon Fabricant）的文章《1925—1934年固定资产的价值重估》（*Revolutions of Fixed Assets*, 1925—1934），《国家经济研究局公报》（*National Bureau of Economic Research Bulletin*），1936年62期，以及《资本的消费和调整》（*Capital Consumption and Adjustment*），国家经济研究局，1938年，第12章。

(352)对于计提的折旧费用不足，以及计提的折旧费用少于所得税减免项的工业类公司的例子如下所示：哈比森-沃克耐火材料公司（Harbison-Walker Refractories Company）在1936年计提了296 000美元的折旧费用，新的管理层认为此项费用“严重不足”，并重新补提至472 000美元。在1937年麦肯斯波特锡板公司（McKeesport Tin Plate Corporation）的报表上，所得税

纳税申报的减免为803 000美元，而致股东报表上计提的折旧费用为425 000美元。类似的例子还有，国家搪瓷和冲压公司（National Enameling and Stamping Company）在1935—1937年每年计提了185 000美元的折旧费用，而与此相对的是每年所得税纳税申报上的减免为280 000美元；1938年补提了443 000美元的折旧费用，将1933—1937年不足的折旧一次补足。古德希包装公司的审计师在该公司1939年的审计报告中声明，该公司在1938年10月29日之前提取的折旧准备不充分。与此相反，计提超额折旧的案例有：联邦政府发现阿克梅钢铁公司（Acme Steel）在1932—1935年间每年计提的555 000美元折旧费用过高，该金额减掉所得税纳税申报上所减免的104 000美元，差额计入1936年盈余账户的贷方（这与国家搪瓷和冲压公司的案例几乎刚好相反）。芝加哥黄色出租车公司将以前年度多提的超额折旧共计483 000美元计入1938年盈余账户的贷方。

(353) 1926—1928年间，切萨皮克-俄亥俄铁路公司在设备上花费了大量支出，并将这笔支出计入营业费用，而州际商务委员会认为应计入资本性支出。在1933年，双方就此争论进入法庭，法庭宣布维持州际商务委员会的决定。

(354)在本书1934年版本中有相应表述。

(355)在1919年前，公司资产负债表中每年的表述为，固定资产“减掉折旧账户——300 000美元”。很显然，这应该为当年的扣除数，而非累计金额。

(356)联合化学和染料公司（Allied Chemical and Dye Corporation）一直以来试图对这些信息保密，经过了相当长的时间后，直到1938年才公之于众。该公司与其他公司类似，仍然在致股东的年报中不包括其销售和折旧的数据，但是在递交给美国证券交易委员会的年报（10-K文件）中可以找到这类重要信息。

(357)尽管石油生产资产设备和材料的成本通常是通过耗损费用转销（以石油产出量为基础），而不是通过折旧账户来转销（以产油的时间年限为基础）。

(358)从1930年后作出这种变化的公司包括：印第安纳标准石油公司（Standard Oil of Indiana）、新泽西标准石油公司、海湾石油公司、潮水联合石油公司（Tidewater Associated）以及联合石油公司（Consolidated Oil）。

(359)这些例子大部分来自1937年3月8日的《巴伦周刊》，阿尔弗雷德·布朗撒尔（Alfred Braunthal）的文章《石油公司的盈利报告是虚构的吗？》（*Are Oil Earnings Reports Fictitious?*）。

(360)例如在1925年，公司呈报用于“普通股和储备”的收益是11 497 000美元，声称每股收益为3.05美元。但是折旧和耗损费用共计已超过这一结余，

用以分派给普通股的所剩无几，而该年股票售价高达43美元。

(361)通常的说法是，折旧计提是不必要的，因为充分维修可保持资产状况良好，对于这类讨论的回答，我们可引用哈特菲尔德的名言：“所有机器都将不可避免地会最终变成一堆废铁，其进程也许会因维修而延迟，但却不会因维修而停止。”亨利·哈特菲尔德（Henry R. Hatfield），《会计：原则与问题》（*Accounting: Its Principles and Problems*），第130页，纽约，1928年。

(362)在城市服务电力与照明公司（Cities Service Power and Light）的例子中，其年度报告和债券发售通函中均出现对折旧的这类低估。涉及1925年公司的资料参见第12章的讨论。

(363)有关采用其他方法将折旧和损耗费用排除在损益表之外的例子，以及对于此类方法所产生的影响的评论，请参见附录注释52。

(364)该应急储备由累计摊销账户发展而来，累计摊销账户在1916年被停用。自那以后替代累计摊销的应急储备看上去等同于盈余。

(365)如果公司在1938年年末的折旧准备相比于1928年12月31日有所提高，则调整后的收益指标大约为平均每股2美元。在此期间的大多数时间里，公司年度报告中计算的每股收益都是在资产清理专项储备不足的基础上得出的，而且在1934—1936年，公司计算的每股收益更大，其中包括了涉及诉讼的收益，而该收益中的大部分后来返还给了客户。

(366)请注意该公司股票价格在1929年高达248美元，在1931年降至129美元，在1938年更低至10美元。在1939年，公司呈报的收益在截至6月30日止的12个月里为每股3.07美元，股票价格因此涨至30美元。但是占总收入11%的折旧计提将收益减至每股1.30美元。

(367)虽然这项政策一般不会被公司自身的会计所采用，但它却频繁出现在债券契约所规定的最低要求里，并且根据《1935年公用事业控股公司法案》（*Public Utility Holding Company Act of 1935*），美国证券交易委员会将该政策作为批准新债券发行的条件之一。

(368) 1934年之前，联合爱迪生公司表面上在纳税申报和年度报告中使用相同的资产清理专项储备，但是一直以来在计算税项时都采用较高的折旧比率。公司1939年的中期报告显示，其开始回归以前的做法。

(369) 1934年，纽约公共服务委员会（New York Public Service Commission）尝试对纽约公用事业公司施加一项严格的直线法折旧政策，该

提案在被法院驳回后，委员会颁布了一项新规，要求各公用事业公司需记录每月累计折旧的预计数额。折旧被定义为：“不能经过维修恢复的使用价值的净损失，造成厂房设备在使用期间的消耗或者报废，众所周知，其原因是现在实际运作中，对公用事业没有保险保障。”这无疑是在会计上向直线折旧方向迈进。

(370) 12.5%的比率大约是，公司所得税申报中的平均数值与呈报给股东报告中的平均数值之间的中间值，并且作为当期报告，其十分接近于以偿债基金为基准的平均折旧率。在1938年5月，由纽约证券交易所成员——古德博迪公司（Goodbody and Company）发布的研究报告，涵盖了2/3的电力和能源工业，报告指出1937年整个行业在呈报给股东的报告中扣减了总收益的10.46%用作折旧或者设备更新，而且声称在公司的纳税申报中扣减了总收益的14.78%用作折旧。1939年7月，美国证券交易委员会发布了一份详尽的计算报告，其涵盖了控股公司系统中177家经营燃气和电力公用事业公司，报告显示1938年公司从损益账户中平均扣减了总营运收入的10.30%用作折旧或者资产清理专项储备。1937年，联邦电力委员会（Federal Power Commission）对385家公用事业公司（按资产计算占电力行业的90%）的研究结果显示，平均折旧费用占电力公用事业公司营运收入的10%，占公用事业公司营运收入总额的9.2%。参见《电力公用事业公司统计，截至1937年12月31日》（*Statistics of Electric Utilities for the Year Ended December* 31, 1937），卷一和卷二，1939年。

(371) “已使用的折旧”的计算方法如下：从当年的折旧费用中减去固定资产净值（固定资产减去折旧）的减少额。**案例：**尤里卡管道公司的固定资产净值（12月31日）。

1923年	6 122 000美元
1924年	5 883 000美元
（1）净值减少额	239 000美元
（2）1924年的折旧费用	314 000美元
已使用折旧：（2）-（1）=	75 000美元

(372)很少有公司会在账户中为报废设立专门的准备金。所得税法规定，只有在造成可确定的损失之后，才能进行税前报废扣除。少数公司会将摊销费用在损益表中记入“折旧（损耗）与报废”科目，例如联合化学和染料公司。因特定原因而从收入中提取专门的报废准备金的例子，可以查看南太平洋金门渡轮公司（Southern Pacific Golden Gate Ferries, Ltd.）在1934—1936

年的报表。旧金山大桥的建设使得公司在1936年年底预计会有大量渡轮报废。

(373)该公司年复一年多次任意修改折旧费用的计算方法，因此，本例中公司给出的折旧费用很明显是经过修改的。例如，在1929年，计提折旧突然降到了176 000美元（数据出自美国政府州际商务委员会的报告）。

(374)如果投资者确信，储蓄银行或保险公司会以“第一抵押权贷款”的形式和低利率借给他比债券的市场价值更多的钱，那么就能更轻易地得到这个结论。因为如果是那样的话，这些债券（附有普通股并代表了对资产的全部所有权）一定比任一以其为抵押的贷款更有价值。但该结论必须基于这样的假设：该金融公司会像折价购买该债券的投资者那样，仔细考虑报废和其他商业因素。

(375)关于美国工业酒精公司后来的数据，请见第721~722页。

(376)在本书1934年版中，我们在此用了霍姆斯特克1933年的收益数据，及1934年3月的股价：每股360美元（1937年1股拆成8股后就是每股45美元）。1934—1939年霍姆斯特克的股价上涨幅度略低于工业企业股价的平均上涨幅度。

(377)案例：在1933年之前，美国霍夫曼机械公司（United States Hoffman Machinery Company）每年从收入中计提200 000美元，或普通股每股1美元的专利摊销。分析师应将这笔金额加至其收益中，然后再仔细检查，因为专利的状况和其他一些因素（比如大量应收项目）会影响企业的未来。1933年，公司再次将其专利减记为1美元，由此减少了法定资本，并将先前为专利摊销而计提的1 500 000美元加回至收益中。

(378)案例：美国洗衣设备公司（American Laundry Machinery Company）定期少量地冲减盈余，以此减记其专利价值。

(379) 1934年4月，一个参议院调查委员会（该委员会负责货币银行方面的工作，调查“股票交易行为”）发现，美国商业酒精公司的股票在1932年2月至1933年7月交易异常集中且活跃。

(380)有一点很有趣，我们关于1933年美国钢铁公司盈利能力的结论与约翰·伯尔·威廉斯（J.B.Williams）的结论很相似，他在其《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一书中对该公司进行了详细分析（见第409~462页）。但还须提到一点，在后面可以看到，对美国钢铁公司的长期业绩进行研究后所得出的结论却是悲观的，这与上述结论相反（见第629~633页）。由于公司在1934—1939年的盈利未能恢复到原来的水平，这意味着后者可能更为可信。

(381)美国钢铁公司的股价在1937年3月涨至每股126美元，这是股市非理性的典型例子。因为投资者仅依据一年的优异业绩来评价该公司，而其后的6年内该公司的业绩都普普通通甚至不好。在12个月内，股价跌到了每股42美元，跌去了2/3，仅因此总市值就蒸发了超过730 000 000美元。那段时间里，扬斯顿钢板和钢管公司、琼斯-劳克林钢铁公司（Jones and Laughlin Steel）的股价跌幅更大。

(382)见本书第27章对施莱特和赞德公司的讨论。

(383)本书附录注释53中，有关于这个问题更为保守的观点及其原因的阐述。

(384)自1933年以来的业绩至少在某种程度上支持这一结论。

(385)在重工业领域，如美国钢铁公司、伯利恒钢铁公司、美国机车公司，1930—1939年10年期的平均值或1934—1939年6年的平均值是否真实反映了公司未来的盈利能力，还是一个悬而未决的问题。

(386)见附录注释54中马克卡车公司（Mack Trucks, Inc.）的例子，该例子在本书第一版及后来各版中均有使用。

(387)该公司的普通股最早是1927年9月以每股24.5美元发行的，是原公司在此之前5年内平均收益的17.3倍。这缘于明显有利的收益“趋势”及高额的近期与即期收益，同时粗略的估值方法开始流行起来。

本书1934年版中还有一个例子：加布里埃尔公司（Gabriel Company），见第459~461页。

(388)本书附录注释55中，有关于啤酒厂后来业绩的简要评论。

(389)在关于矿产情况的报告中，如果只说其储量很大或可开采期很长，那么这些数据就有可能具有误导性，因为这还无法保证剩余矿产的质量。

案例：阿拉斯加朱诺黄金开采公司的折耗费意味着，其矿藏从1934年算起还能再开采85年，然而其股票上市登记表却宣称其开采寿命从1934年算起只剩25年。言下之意（经过调查后确认）是：较长的“寿命”意味着矿产中有大量无价值的低品质矿石。

(390)本书1934年版中，我们讨论了该公司在1927年出现的类似情况，那时公司大部分利润来源于回收工厂，而该来源的寿命是有限的。

(391)直到弗里波特公司收回其在该矿的资本投入前，该租金率都为50%。弗里波特公司的股价在1928年1月至2月从109.25美元暴跌至65.625美元，正好与租

金率的变化吻合。读者们也能在1934—1935年得克萨斯海湾硫黄公司的例子中看到同样的情况。

(392)由于弗里波特得克萨斯公司的优先证券相对较少，不到其市值的1/10，因此不必质疑其安全性；但必须站在投资标准的角度来思考，其普通股的价格是否合理？1933年后，该公司实际上遇到了严重的生产问题，这使其收益下降，市值缩水，但这些问题随后就解决了。然而，截至1940年，公司的每股最高收益是1937年的3.30美元，因此，1933年的股价为每股49美元，是不合理的。

(393)显然，同样的分析也适用于战时条件下的业务量，如1939—1940年间航空公司的业绩。

(394)另一方面，由于1933年的金价上涨，因此黄金生产商先前按每盎司20.67美元计算出来的利润，便不再有效。不管未来的金价是否能保持在每盎司35美元，都没有理由将分析建立在先前的价格之上。

(395)有明显迹象表明，内幕交易者在1916—1917年操纵股价，它们在公司收益下降之前将股票高价卖给公众。公司在收益出现暂时高涨时，付给优先股股东以全额股息。从公司政策角度来看，这是无法解释的，因此，只能解释为抛售股票而采取的策略。这一行为不仅对于债券（利率为4.5%）持有者是不公平的，而且考虑到先前的一些变化，这也是违法的。（关于这方面的问题，见本书第20章。）

(396)附录注释56中，具体讨论了一些证券之间的价格差异，即：

1．1919年，跨区大都市公司利率为4.25%的债券与跨区联合公司的优先股；

2．1920年跨区快速地铁公司利率为5%的债券和利率为7%的债券；

3．1929年跨区快速地铁公司股票及曼哈顿“改进”股票（Manhattan “Modified” stock）；

4．1933年跨区快速地铁公司利率为5%的债券和利率为7%的债券；

5．1933年曼哈顿“改进”股票和曼哈顿“未改进”股票。

(397) 1928年3月26日的《华尔街日报》报道：“拉斯科布先生指出，根据道琼斯平均指数，通用汽车公司的股价应当为其收益的15倍，即每股225美元左右，而目前其股价为180美元，仅相当于当前收益的12倍。”

(398)关于债券利率和普通股“乘数”之间的关系，见附录注释57。

(399) 1934年版中的例子及其后来的表现，见附录注释58。

(400)请注意，C组中3家公司的平均收益率几乎是A组公司最高收益率的1.5~2倍。

(401)资本结构从完全由股票组成转向由股票和债券组成可能产生的影响，可以在本书1934年版第505~507页对美国洗衣设备公司的讨论中看到。1916年，美国锌业公司通过优先股股息完成了这一转变，而美泰克公司也在1928年以类似的方式完成了转变。要将一家公司的资本结构由保守变为投机性的，常见手法是通过组建控股公司，发行优先股和普通股来替代原公司的普通股。

案例：1927年的切萨匹克公司（Chesapeake Corporation）和1925年的考夫曼百货证券公司（Kaufmann Department Stores Securities Corporation）。

(402) 1925年，汽车制造商道奇兄弟公司发行了价值160 000 000美元的债券和优先股，以及市值50 000 000美元的普通股。而其有形资产净值只有80 000 000美元，年均收益为16 000 000美元左右。起初，这种高负债型的资本结构对证券价值没有影响，但是，1927年的收益大滑坡暴露了这种资本结构的缺陷。（该公司于1928年被克莱斯勒公司收购。）

(403)本书附录注释59展示了美国水务和电力公司从1929—1938年股价下跌的过程。联合电力照明公司的优先股在1935年也出现了类似的情况。

(404) 1934年，公司宣布发放100%的股票股息，因此使得普通股数量增加了一倍，1937年又对股票进行了1股拆10股的拆分，使得每股股票面值从100美元变成了10美元。这两项举措使普通股的数量翻了20倍。归属于普通股股东的净利润的变化如下（基于1933年的资本总额）：

1934年	28.46美元
1935年	2.76美元（亏损）
1936年	52.88美元
1937年	18.40美元（亏损）
1938年	38.80美元
1939年	68.00美元

(405)见弗里兹迈尔（Fritzemeier）、路易斯·H（Louis H）的文章《不同价格组的工业股票相对价格波动》（*Relative Price Fluctuations of Industrial Stocks in Different Price Groups*），第133~154页。

(406)对1897年、1907年、1914年、1921年萧条时期低价股和高价股的走势研究，见本书1934年版第473~474页。J. H. Holmes公司在1931年出版了一份更为具体的研究，其结论与弗里兹迈尔的类似。

(407)附录注释60中有这些公司的后来表现。至于该行业中较新的对比案例，读者可以将大陆汽车公司（Continental Motors Corporation）与吉尔克里斯特公司（Gilchrist Company）相比较。在1939年年底，二者股价都为每股15美元。但在公司价值与资产、销售额的比率方面，二者有着本质上的差别。同时这两家公司在收益记录和营运资本状况方面也有着显著的不同。

(408)因为铜价从10美分涨到了13美分，于是B公司的股价便从15美元涨至60美元，这本身就是极其不合常理的，因为不能确定铜价能否持续上涨。然而，由于市场行为已经不理智，投资者必须在分析时将其纳入考虑。

(409)阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles）与人合著的《普通股指数，1871—1937年》（*Common Stock Indexes, 1871－1937*）一书（1938年于印第安纳州的布鲁明顿[Bloomington]出版）中，研究了1871—1937年不同类型的股票市盈率（见第43~46页和第404~418页）。我们在分析纽交所的上市股票时，使用了其中1934—1938年及1936—1938年的市盈率，见附录注释61。

(410)尽管该公司只在报告中透露了少量信息，但其完整的财务和运营数据都在州际商务委员会存档，并向公众开放。

(411)戴维斯煤炭公司（Davis Coal and Coke Company）存在着类似的情况。在1937—1938年，该公司将其所持有的大量政府债券分发给股东，每股50美元。在此之前，戴维斯公司的股价为每股35美元。从其1934—1937年的年报中可以看出，公司平均每股收益为2.06美元，平均每股股息为2.56美元，而这些资金全都不是出自煤炭业务。

(412)请读者们再考虑两家公司，以便更好地理解这一结论，这两家公司是：

1．威斯特摩兰煤炭公司（Westmoreland Coal Company）。尽管该公司的每股现金资产为18美元，但其股价仅为每股8美元。虽然有一些差别，但该公司大体上还是与戴维斯煤炭公司类似。

2．美国香烟雪茄公司（American Cigarette and Cigar）。该公司与美国烟草公司签有长期租约，由于公司出现亏损，又拥有一些其他资产，因此情况较为复杂。

在第33章中还有对利哈伊煤炭与运输公司的分析，我们认为，采煤业务的亏损，与来自出租铁路的大量收益是相联系的。

(413)有意思的是，该公司1929年以943.4万美元的价格买回了19.4万股该种股票，而当初发行全部100万股这种股票的账面所有者权益只有500万美元。相

似的会计谬论出现在海克尔制品（Hecker Products）普通股1939年6月的资产负债表上，其资本金的净权益算出来是个负数。

(414)标准统计公司在计算普通股的账面价值时按优先股在企业非自愿清算时的价值扣减，这是非常不合理的。因为企业解散或清盘通常是小概率事件，清算时的财务状况与做投资分析时往往大相径庭。标准统计公司的方法将宝洁公司的面值5美元的第二优先股估值为每股115美元，而将宝洁公司面值8美元的第一优先股估值为每股100美元。这两种股票以5%的收益率计，比较合理的估值应为第一优先股每股160美元，第二优先股每股100美元。与企业兴衰联系更紧密的投资信托性质的优先股通常才应该用清算价值估值。

(415)计算普通股的每股现金资产有时不必减除任何负债，我们认为，只有在其他流动资产价值超过权益高于普通股的所有负债时才可以这样做。

(416)当企业破产清算时，法律遵从保守的原则，要求用较多的收益来证实比较不“真实”无形资产的价值。股票市场的估值基础与商人及法庭都不同，这能为一个重要的研究提供很好的材料。商誉总体而言比有形资产带来更高的投资收益，相关数量分析请参见劳伦斯·布隆伯格（Lawrence N. Bloomberg）1938年发表的《商誉的投资价值》（*The Investment Value of Goodwill*），巴尔的摩。

(417)附录注释62给出了1932年股价低于清算价值的公司样本。

(418)详见附录注释61。

(419)该公司之后的情况参见第44章。

(420)1933年4月，斯塔贝克公司接管了怀特汽车，但怀特汽车的少数股东反对这次合并。这与我们要讨论的观点无关。我们认为在企业并购时估价的主要依据是清算价值，而不是当时可能异常低廉的股票市值。

(421)清盘给股东带来超过股票市值的收益的例子见第44章。

(422)按照《1936年收入法案》（*Revenue Act of 1936*）的规定，财政部公开了所有年收入超过15万美元的公司经理的名字和薪酬。《1938年收入法案》（*Revenue Act of 1938*）要求：自当年始，年收入超过75 000美元的经理公开其薪酬。

(423)美国证券交易委员会关于代理的法规为了鼓励股东对管理层提出改进意见，规定公司有义务为个人股东寻求代理的文书（及说明书）支付邮资。

(424)这在1934年《证券交易法》颁布前的“旧日好时光”中达到了惊人的地步。1934年《证券交易法》规定“公司决策者等知情人”应为其6个月内买卖相关

股票获得盈利承担责任，股东可以就此提出诉讼。这一规定遭到华尔街的强烈反对，因为它禁止管理层和董事会以合法手段干预股市，比如在关键时刻支撑股价。我们认为：该法规从逻辑和现实操作角度都不合理；相关操作的及时披露应该足以使人们发现可疑交易，从而达到反欺诈的目的；如果月报对情况的反映不够及时，可要求他们随时在第一时间报告相关操作。

(425)其他公司继续经营但部分返还股本的例子包括：古巴大西洋糖业公司（Cuban Atlantic Sugar Company，1938—1939年）、大南部木材公司（Great Southern Lumber Company，1927—1937年）、拱顶石表壳公司（Keystone Watch Case Corporation，1932—1933年）、戴维斯煤和焦炭公司和前面提到的标准石油集团的一些管线公司。

(426)汉密尔顿毛纺公司1929年按持股比例向股东增发1.3万股，价格为每股50美元。1932年，公司以每股65美元的价格按比例回购了6 500股；1933年以每股50美元的价格回购了1 200股。1934年，完美橡胶公司（Faultless Rubber Company）采取了类似的行动。在1930—1933年间，西姆斯石油公司（Simms Petroleum Company）不但按持股比例向股东直接回购股票，还通过公开市场买入本公司股票，总计约占1929年年底公司流通股的45%。朱利安和考克恩鞋业公司（Julian and Kokenge [Shoe] Company）在1932年、1934年和1939年分别按持股比例回购过本公司股票。

(427)据纽约股票交易所1934年2月公布的数据显示，259家在该所交易的上市公司部分回购了本公司股票。

(428)1933年向斯塔贝克出售股权时，怀特汽车的董事将15 000股库存股票赠予组织内关键人物。一些怀特汽车的股东就此提起诉讼，要求取消捐赠；最终公司向未被斯塔贝克收购的怀特汽车股票的持有者支付了每股31美分的对价。

(429)还有两个事实需要简单说明一下：1.该公司在租用的土地上每采一吨煤要交10美分租金，全年累计不得少于18.9万美元。该租金与其他普通应付款项都要求公司保有宽裕的现金量；但保留大大超出1930—1939年公司市值的现金是不合理的；2.在1939年10月，该公司向美国证券交易委员会递交申请，要求退出费城股票交易所和纽约证券交易所，理由是：本公司交易太不活跃以致股价过低。读者们可以评判一下：取消股票的公开交易渠道是否能缓解股东们面临的困境？该申请后来被撤回。

(430)AT&T的管理层已多次表示：他们作为股东、雇员和公众的代理人，会公允处置各方权益。公用事业公司如果公开并诚信地遵守这一原则，不太可能遭到

批评。在普通工商企业，实际情况是管理层有的一心维护股东利益，有的只为自己谋私利。

(431)1938年年底纽约证券交易所上市企业的相关资料见附录注释61或每年出版的《穆迪行业手册》（*Moody's Manual of Industrials*）。

(432)参见罗伊·福尔克（Roy A. Foulke）1938年在纽约出版的《时代的符号》（*Signs of the Times*）之第17、18、

19、25页等；以及亚历山大·瓦尔（Alexander Wall）1936年在纽约出版的《财务报表分析》（*Evaluate Financial Statements*）之第82~87页。请注意，瓦尔对用简单算术平均值作为比较基础的方法提出的批评。

(433)经济形势的好转和低利率（加上受到误导的铁路投资者非常乐观）使很多公司偿还了在1931—1933年间看起来风险很大的银行贷款。

(434)类似斯托克利公司的情况是极少数。

(435)这两只菲斯克债券的其他情况请参见第6、18和50章。

(436)本书1934年版对斯图尔特－华纳公司（Stewart Warner Corporation）1925—1932年数据的分析得出了类似的结论。在哈佛大学1938年出版的《商业和现代社会》（*Business and Modern Society*）一书的113~151页，W.A.霍斯默（Cf. W. A. Hosmer）的文章《直接减计盈余对收益计算的影响》（*The Effect of Direct Charge to Surplus on the Measurement of Income*）中也有相关论述，该书的编辑是麦克奈尔（M. P. McNair）和刘易斯（H. T. Lewis）。

(437)曼哈顿衬衣公司在1937年12月到1938年12月出现了类似情况，但规模较小。

(438)1936年雷明顿－兰德（Remington-Rand）发行的权证相当巧妙地结合了配股权和认股权证的形式。如持有人立即行使其配股权的一部分（行权价格高于当时的市价），他在随后一年中就有权利购买更多股票，以此类推。我们认为，这种精心策划的工具要么产生不必要的投机环境，要么使机敏、消息灵通的人获得比一般股东更多的好处。

(439)商业投资信托公司（Commercial Investment Trust）的认股权证是唯一交易活跃的认股权证。哈瓦那电气化铁路（Havana Electric Railway）的认股权证于1926—1934年在纽约证券交易所挂牌，但交易量少得可以忽略不计。

(440)配股权在纽约证券交易所的交易规则是不变的：一份配股权是指拥有一股普通股的持有人获得的权利。这与认股权证所遵循的思路截然相反。附录注释63给出了快速计算配股权价值的方法。

(441)在少数情况下，认股权证只持续相对较短的时间。这种情况下，认股权证更多地是对股票市场未来趋势的投资，而不是对企业的投资。例子：前面提到的飞利浦包装公司的认股权证期限仅为两年。

(442)请参见阿瑟·杜因的《公司证券研究》（纽约，1934年）第404~405页关于权证及其关联普通股作为投机工具的相对吸引力的研究。

(443)如想进一步探究计算认股权证价值的数学公式，请参见约翰·伯尔·威廉斯所著的《投资价值理论》第172~178页。

(444)参见美国证监会关于国家散热器公司（National Radiator）案例（1939年3月）的咨询意见，这些意见导致原有股东的认股权证条款被取消。我们认为，对认股权证的否决印证了美国证监会严苛的立场。但是如果股东在认股权证的安排下，能以清偿债权人债务的价格买断全部债权（如1939年1月的伊瑞尔计划），这种安排则更值得推荐。

(445)现在越来越流行的做法是，在公司章程中加入条款，剥夺了股东这种所谓的“优先认股权”。公司声称放弃优先认股权是必需的，以使得董事会在做出包括股票发行在内的公司决定时具有更大的灵活性，我们对此深表怀疑。

(446)城市服务公司（Cities Service Company）在1921—1925年间进行了送股，并在1926年赎回。由于它的价值几乎完全取决于董事们的决定，所以它是一种给予内部人员巨大利益的投机性工具。燃气证券公司（Gas Securities Company）是城市服务公司的子公司，在1933年也进行了送股。

(447)有关这类融资的例子，可参见伯基·盖伊家具公司（Berkey and Gay Furniture Company）于1936年1月发行的普通股及认股权证。

(448)若用反对以认股权证的形式向控股公司的组织者支付大量“管理奖励”的逻辑，也许会反对设立阿勒格翰尼公司和联合公司。

(449)1937年5月、6月和11月期的《哥伦比亚法律评论》（*Columbia Law Review*）中，桑福德·沙姆斯（Sanford L. Schamus）针对美国公司的融资历史做了一系列评注，提出在美国证券交易委员会法案下发行的招股书应当附表说明认股权证的执行对收益和资产价值的影响。参见1937年11月期，第1173~1174页。

(450)美国证券交易委员会在1939年5月发表的对美国石油公司运营的评论中，严厉批评了一系列管理层不应该感兴趣的交易。1933年在被联合石油公司并购很大一部分股份（39.8%）之后，美国石油公司的地位发生了很大的改变。两个公司因此成了对方最大的股东，这是一种非常令人反感的情形。参见《美国证券交易委员会关于投资信托和投资公司的报告》（*Report of the S.E.C. on Investment Trusts and Investment Companies*）的第2章第三部分。

(451)有时在像智利铜公司这样的案例中可以发现明显的例外。在这个例子中，公司发现存量巨大的矿石的证实被看作向公众融资的证明，以求将矿井投入生产。1920年林肯汽车公司的股票销售是这里所阐述原则的为数不多的真正例外之一。在这个例子中，企业背后有着不同寻常的个人声誉，但这却导致了灾难性的失败。

(452)例如，参见1937年新理念公司普通股的发行，1938年和1939年通用鞋业公司普通股的发行。

(453)在本书1934年的版本中我们分析到， 1933年9月Mouquin, Inc.的普通股以每股6.75美元发行。这一事实表明公众要为实物价值仅为424 000美元并且没有任何收益记录的企业支付1 670 000美元的价值。该公司在1937年破产了，而公众的投资也被勾销。

(454)参见附录注释55。

(455)有关金字塔结构是如何发生作用的完整描述，请参见1933年6月5日至8日第73届国会第一次会议《银行和货币委员会听证会》（*Hearings Before the Committee on Banking and Currency*）有关第73届国会参议院的第84号决议和第72届国会参议院的第56号决议的第二部分中第563~777页《证券交易所实践》（*Stock Exchange Practice*）的内容。这一故事也在第71届国会第三次会议众议院第2789号报告《关于铁路公司股票持有者的监管》（*Regulation of stock Ownship in Railroad*）的第二部分中第820~1173页以图表形式做了更详尽的陈述，特别是第878页所插入的内容。对金字塔结构在公用事业公司领域的影响的图表以及其他展示，参见《公用事业公司》（*Utility Corporations*）（第70届国会第一次会议众议院第92号文件第72-A部分）第154~166页。

近年来最声名狼藉的金字塔结构是英萨尔的设立。另一其他类型的有趣案例是美国－外国证券公司（United States and Foreign Securities Corporation）与美国－国际证券公司（United States and

International Securities Corporation）的关系。这两种类型在附录注释64中做了简要介绍。

(456)《第71届国会第三次会议众议院第2789号报告》（*House Report 2789, 71st Congress, 3d Session*），第二部分，第820~1173页。

(457)针对这一点的案例，参见附录注释65。

(458)1928—1930年三年间，美国创业者信托公司报告了大约43 300 000美元的投资收益，但是这些利润的全部甚至更多都来自于上面所描述的公司间交易。参见1940年2月12日发表的《美国证监会投资信托概况报告》（*S.E.C.'s Over-all Report on Investment Trusts*）的第四章，第三部分，第二和第三节。

(459)参见美国国会第74届会议第71号决议以及大约在1939年12月举行的听证会的第21卷。另参见议会第75届会议第一次会议，参议院第180号报告以及第76届会议第一次会议，参议院第25号报告，第一、四、五部分。

(460)兹提述前面的章节用以解释术语以及当前讨论中所涉及的关键测试。

(461)当然，重大的改变还是发生了。特别要注意，在提及的三个领域中，菲利普莫里斯公司相对其庞大的竞争对手取得了惊人的增长，而通用鞋业的发展则不太引人注目。此外，还有李轮胎公司的表现也非常出色。这三个公司都是较小的公司。

(462)在1933年的阿特拉斯公司的操作中，其通过承诺将一股拆成三股来努力吸引公众购买。很明显，这种变动与20世纪30年代中的任何一个发行案例并无差别。1933年其股价从1.5美元涨到了34.75美元，后来又股价猛跌至10美元，这堪称该操作形式的绝佳学习案例。这启发我们对相同股票的市盈率以及价格资产关系进行比较。

(463)参见，例如，阿瑟·杜因在1921年的《经济学人》的季度刊物上发表的《收购成功的统计性检测》（*A Statistical Test of the Success of Consolidations*），这篇文章也被重新印在1926年纽约出版社出版的《公司金融政策》（*Financial Policy of Corporations*）中的第885~898页上。另可参见亨利·塞格（Henry R. Seager）和查尔斯·盖里克（Charles A. Gullick）在1929年发表《信托和公司问题》（*Trust and Corporation Problems*）第659~661页，以及1929年纽约出版社出版的委员会《关于最近经济变动评论》（*Report of the Committee on Recent Economic Change*）的第一卷第194页。

(464)一个非常相似的状况出现在1938年，与国家债券持有人公司各种各样的债券发行所关联，这些发行致力于使各种资产以及债务流动化。在发行中，这些债券以大大低于他们变现价值的价格出售，主要是因为卷入一个包含巨大现金基金在内的诉讼案件。就像在岛屿石油公司例子中那样，这起诉讼是在上诉的最后阶段，并且截止到那时，决议对所有的债券持有人有利。最后的判决出来后，证券的价格随即从1938年26美元的上升到了1939年相当于41美元的价格。

(465)参见附录注释67，这是关于1934年福克斯影业利率为6%的票据的资料，这些票据在1936年到期，卖价是75美元，到期收益率为20%。更进一步：1939年Tung Sol Lamp公司4%的1941年到期的票据卖价是50美元。这次发行的数量较小，和公司资源以及盈利能力相一致，其偿还具有明显的确定性。（实际上，他们是在1939年到期日之前就被提前赎回了）。

(466)一个更近些的类似例子是柯蒂斯出版公司（Curtis Publishing）。它发行了股息率为7%的优先股，尽管这些优先股非常缺乏盈利性，其交易价格在1939年是114美元，在1937年为109.5美元。许多铁路公司债券价格高，盈利性却不如人意，这更说明了这一点。

(467)我们邀请读者来思考1929年皮尔斯石油公司和皮尔斯燃油公司的优先股和普通股价格的关系；中央国家电力公司息票率为5.5%债券和北美公司普通股股票价格在1934年的关系，阿德万斯-鲁梅利公司和阿利斯-查默斯制造公司普通股价格在1933年之间的关系。Ventures, Ltd.和镍矿商鹰桥公司以及Chesapeake，俄亥俄铁路公司普通股在1939年的关系，这些都是通过一个公司的资产来控制另一个公司从而带来价格差异的例子。

(468)这些债券拥有标准统计公司的A1+评级，它们在1940年的前三个月中平均收益率分别仅为2.62%和2.44%。

(469)若想详细了解图表法的理论和实践，请看夏巴克尔的《股票市场利润》（*Stock Market Profits*，1934年纽约，福布斯出版）；罗伯特·雷亚（Robert Rhea）的《道氏理论》（*The Dow Theory*，1932年纽约的《巴伦周刊》）；加特利的《分析股票市场》（*Analyzing the Stock Market*，《巴伦周刊》 1932年9月19日至1932年12月5日刊物上的系列文章）。有关道氏理论的主要观点请参见附录注释69。

(470)道氏理论的拥护者声称，该理论多年来一直都非常成功。我们认为，这种说法会招致很多质疑——例如在各类关键问题上，关于该理论的内在含义会引起若干争议。

(471)这些指标也可绘制在图表上，这样的预测在某些方面类似于图表法。例如：《哈佛经济服务》（*Harvard Economic Service*）的A、B、C线从1922年1月3日至1931年12月26日以每周信件的形式发布（其后在《经济统计阅览》一直刊登到1939年，但间隔周期长一些）；此外还有一种综合指数线，是北美独立基金公司（Independence Fund of North America, Inc）于1939年提供的“投资时机服务”（Investment Timing Service）。

(472)如果将证券分析和市场分析两类活动视为可能的职业选择，我们可以用律师和音乐家做类似的比较。有才能的律师应该能过上不错的生活；而一位仅仅拥有才干的音乐家在探寻成功的音乐生涯的道路上，会遇到许多令人痛彻心扉的障碍。由此可见，有竞争力的证券分析师能从工作中获得满意的成果，而市场分析师的持续成功却需要非同寻常的素质，或非同寻常的运气。

(473)耶鲁大学现在采用的政策就是投资部分资金于“股权”。“股权”的定义是普通股和不付利息的优先证券。利用固定的公式来计算百分比的变化，大致如下：最初的比例是总资金的30%，每当市场水平上升，将此数字推高至40%，所持有的每只股票的1/8转换为债券。相反，当市场下跌，比例减少至15%，债券被卖出，并额外买入每种股票的1/3。请参见耶鲁大学副财务主管劳伦斯·泰（Laurence G. Tight）名为《捐赠机构现今的投资困局》（*Present Day Investment Problems of Endowed Institutions*）的演讲词，于1940年2月14日在美国银行家协会信托部（Trust Division of the American Bankers Association）发表，其内容在1940年2月20日的《纽约太阳报》（*New York Sun*）内概述。

(474)《华尔街日报》，1933年12月27日，1939年2月15日。

(475)表F22-1和表F22-2转载自1939年12月4日出版的《巴伦周刊》，即《国家财经周刊》。

(476)《美国铁路数据统计》（*Statistics of Railways in the United States*），州际商务委员会，华盛顿。

(477)详见1938—1940年的《美国上市公司调查》（*Survey of American Listed Corporations*），里面有一系列对不同行业的股票进行比较分析的文章。这些分析都是基于损益表及资产负债表，并不涉及股票的市场价值。

(478)在所有的分组中，普通股与优先股均为市价，债券为面值。虽然债券使用市价可能会更准确，但考虑到不同债券的差异，故还是使用面值。

(479)详细的探讨可见西蒙·惠特尼（Simon N. Whitney）的《数据反驳——大公司排挤较弱对手》（*Statistics Disprove Assertion that Giant Companies Squeeze Out Small Rivals*），1939年12月28日出版，其数据取自普查数据，涵盖面更广，也支持上述结论。相反的观点则见E.V.肯尼迪（E.V.Kennedy）的《股息支付》（*Dividends to Pay*）（1939年）。

(480)1940年2月，这个被国际商会称为“最后重组方案”的计划，与监管者的计划有一些不同之处，但是这些变化没法实质上影响上述已形成的结论。

(481)在福克斯影业公司的案例中，6%的债券仍然可以根据资本充足方案，按照每股18.9美元的价格转换为普通股。如果这个转换是合同要求必须做的，面不仅仅是一个自愿转换权，那么当福克斯公司股价为14美元时，该债券的价格应该高于75美元。

(482)我们对标准统计公司某些方法的批评并不意味着对这家杰出公司的全盘否定。相反，我们应该赞赏其报告的精准与完整，以及它在业务发展与研究方法上十分进取、不存丝毫偏见的精神。

(483)“根据历史记录与当下的情形，我们可以推断就安全性而言，从不发行债券的、属于扩张型行业的业内领先公司所发行的普通股，要比属于衰退型行业的业内领先公司所发行的债券安全得多。” 《潮起潮落的投资价值》，第298页，纽约，1939年。

CHEERS
湛庐

价值

张磊 著

我对投资的思考

浙江教育出版社

版权信息

本书纸版由浙江教育出版社于2020年9月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有·侵权必究

书名：价值

著者：张磊

电子书定价：106.99元

在长期主义之路上，
与伟大格局观者同行，
做时间的朋友。

这是一条长期主义之路

在纷繁复杂的世界中，变化可能是唯一永恒的主题。我时常思考：究竟怎样才能在这样的世界中保持心灵的宁静？作为一名投资人，究竟怎样才能找到穿越周期和迷雾的指南针？作为一名创业者，究竟怎样才能持续不断地创造价值？

当这些问题交织在一起时，有一个非常清晰的答案闪耀在那里，那就是“长期主义”——把时间和信念投入能够长期产生价值的事情中，尽力学习最有效率的思维方式和行为标准，遵循第一性原理，永远探求真理。

在多年投资实践中，我逐渐理解，长期主义的胜利，不仅关乎投资的结果，更关键的是在投资的旅途中发现创造价值的门径，与一群志同道合的人，与拥有伟大格局观的创业者，勠力同心，披荆斩棘，为社会、为他人创造最有益的价值。更让人欣喜的是，这条长期主义之路，因为志同道合，因为创造价值，而变得妙趣横生。

这是一条越走越不孤独的道路。

长期主义不仅仅是投资人应该遵循的内心法则，而且可以成为重新看待这个世界的绝佳视角。因为，于个人而言，长期主义是一种清醒，帮助人们建立理性的认知框架，不受短期诱惑和繁杂噪声的影响。于企业和企业家而言，长期主义是一种格局，帮助企业拒绝狭隘的零和游戏，在不断创新、不断创造价值的历程中，重塑企业的动态护城河。企业家精神在时间维度上的沉淀，不是大浪淘沙的沉锚，而是随风起航的扬帆。于社会而言，长期主义是一种热忱，意味着无数力量汇聚到支撑人类长期发展的基础领域，关注教育、科学和人文，

形成一个生生不息、持续发展的正向循环。无论是个人、企业还是社会，只要在长期的维度上，把事情看清楚、想透彻，把价值创造出来，就能走在一条康庄大道上。

这是一条越走越行稳致远的道路。

其实，人生的每一次选择都是一次重要的价值判断，而每一次判断都来源于人们的底层信念。在社会、经济、科技、人文迅速发展变化的当下，对机会主义和风口主义尤要警惕。长期主义不仅仅是一种方法论，更是一种价值观。流水不争先，争的是滔滔不绝。从事任何工作和事业，只要着眼于长远，躬耕于价值，就一定能够经受时间的考验，找到迎接挑战的端绪。

这是一条越走越坦然宁静的道路。

在坚持长期主义的历程中，无数难忘的经历构成了我的人生体认。书中介绍了我的个人历程、我所坚持的投资理念和方法，以及我对价值投资者自我修养的思考。只要保持理性的好奇、诚实与独立，坚持做正和游戏，选择让你有幸福感的投资方式，就能够从更长期、更可持续的视角理解投资的意义。

真正的投资，有且只有一条标准，那就是是否在创造真正的价值，这个价值是否有益于社会的整体繁荣。坚持了这个标准，时间和社会一定会给予奖励，而且往往是持续、巨大的奖励。

书中也谈到我对具有伟大格局观的创业者、创业组织以及对人才、教育、科学观的理解，这些恰恰是投资工作中最难得的际遇。今天的价值投资，在科技创新、商业进化的历程中，不仅可以扮演催生创新发展动能的孵化器，也可以消弭传统经济与科技创新之间的数字鸿沟。这也是资本服务于实体经济、参与资源最优化配置的最好方式。

为此，我需要感谢所有的师长。得益于良好的教育，我可以永远走在探索真理的路上，这也是投资的最大乐趣。我也无法忘记在历次关键时刻始终信任我们的出资人、投资人，他们专业审慎的态度和坚持长期主义的眼光始终令我敬仰。我尤其需要感谢与我们拥有同样价值观、矢志不渝地创造价值的创业者、企业家和科学家，与他们共同创造价值，是人生最快意的事情。

在这本书即将出版的时候，新型冠状病毒肺炎疫情肆虐全球，影响着无数家庭、社区和各行各业，世界经济的不确定性使得人们难以判断未来。困难是一面镜子，最好的反省往往都来源于此。**每次危机出现，都为我们提供了一次难得的压力测试和投资复盘的机会，而最终是价值观决定了你将如何应对和自处。**在这样的特殊时期里，我们依然坚守长期主义，就是因为我们既看到了当下，关注企业短期的利润、现金流，努力做足准备以摆脱短期的困境，挺过“眼前的苟且”，又相信未来，对于创造价值的事情从不怀疑，坚持追求长期结构性投资机会，找到价值的“诗和远方”。

最后，我想和大家分享的是，每个人都可以成为自己的价值投资人，时间、精力、追求和信念，这无数种选择，都是对自己人生的投资。价值创造无关高下，康庄大道尽是通途。以赤子之心，不被嘈杂浇铸；出走半生，归来仍是少年。希望在坚持长期主义的旅途中，与你们同行，做时间的朋友。

目 录

自序　这是一条长期主义之路
第一部分　寻找价值的历程
　第1章　价值的底色
　　我的知识大树
　　人生第一次“操盘”
　　从五矿到五湖四海
　第2章　价值投资启蒙
　　现代历史交集之地纽黑文
　　偏执带来的不断碰壁
　　初识大卫·史文森
　　走近耶鲁捐赠基金
　第3章　价值投资初试炼
　　孕育和新生
　　“老友记”开张
　　“中国号快车”，请立即上车
　　大行情中的“特立独行”
　　基因决定了非如此不可
第二部分　价值投资的哲学与修养
　第4章　价值投资方法与哲学
　　从持续20年的零售业研究谈起
　　研究驱动
　　理解时间的价值
　　世界上只有一条护城河
　　投资的生态模型
　　从发现价值到创造价值
　　坚守三个投资哲学
　第5章　价值投资者的自我修养

坚持第一性原理
强调理性的好奇、诚实与独立
拒绝投机
警惕机械的价值投资
避开价值投资中的陷阱
价值投资无关对错，只是选择
交给我管的钱，就一定把它守护好
高瓴公式
第三部分　价值投资的创新框架
第6章　与伟大格局观者同行
拥有长期主义理念
拥有对行业的深刻洞察力
拥有专注的执行力
拥有超强的同理心
选择与谁同行，比要去的远方更重要
第7章　持续创造价值的卓越组织
实践价值管理：做一名超级CEO
打造文化：追求内心的宁静
“绽放”人才：和靠谱的人做有意思的事
激活组织：创建好的小生态系统
第8章　产业变革中的价值投资
哑铃理论：让科技成为和谐再造的力量
突破生命科学：研发与创新
拥抱消费转型：升级与细分
闯入智能时代：产业互联网
价值创造赋能路线图
第9章　价值投资的实践探索
创造新起点：实体经济巨头的价值重估
激发新动能：重仓中国制造
开拓新世界：think big，think long
第10章　永远追求丰富而有益的人生

长期主义的人才观
成长型的人才培养机制
教育和人才是永不退出的投资
后记　做时间的朋友
附录　我的演讲和文章
将绽放进行到底
选择做时间的朋友
有一条解决当今很多现实问题的根本途径
用“科技+”做正和游戏
数字化转型时要让企业家坐在主驾驶位上
人工智能是对话未来的语言
这是一门需要用一生去研习的必修课
论一个投资人的自我修养
以价值投资理念优化市场资源配置
“科技创新2.0”助力构建经济新格局
大学筹资核心在于广泛性和永续性
致敬雪山之魂
“守正用奇”，论耶鲁捐赠基金的投资哲学
心灵宁静，“延迟满足”
叙事：理解过去与未来

BE A FRIEND OF TIME

第一部分

寻找价值的历程

第 1 章

价值的底色

一个人的
知识、能力和价值观，
才是深藏于内心
并真正属于
自己的“三把火”。

每年冬季，我最热爱的运动就是滑雪。在前往雪场的车上，我会迫不及待地换上装备，到了雪场之后就立刻扛着雪板开始我的滑雪之旅。滑雪于我而言是极佳的放松运动，帮助我从忙碌、复杂的工作中超脱出来，求得一种“入定”的感觉。当我凭借地势和角度，在重心变换间快速滑行时，便可对朔风天籁、最好的雪景尽赏无余。

从事投资工作多年以后，我逐渐意识到滑雪和投资竟有许多相似之处，都需要时刻把握平衡，既要盯着脚下，又要看到远方，在一张一弛间把握节奏，并凭借某种趋势求得加速度，而最关键的是都要保持内心的从容。

我在与孩子们一起玩耍时爱上了这项运动，孩子们的身姿比我的灵活飘逸得多。我带着孩子们滑雪，就是希望他们能够在很小的时候就学会经受寒冷、控制平衡、历练心志。每个人都会受到自己儿时的影响，我也不例外，儿时的热爱、难得的际遇、坚定的选择，塑造了现在的我。

我的知识大树

从事投资多年以后，我深刻意识到，投资所需要的知识是无止境的。**构建属于自己的知识体系和思维框架，是塑造投资能力的起点，而这与我的儿时际遇不无关系。**

独立思考的种子

1972年，我出生在河南省驻马店市的一个双职工家庭。作为双职工家庭的孩子，有个“最大的好处”就是没有人管，可以趁父母上班时偷跑出去。我经常和一群小伙伴集体出游、四处玩耍。那时我不爱上学，满脑子都是对“仗剑走天涯”的憧憬，想做一名游侠纵横江

湖。记得当时看完一部很火的电影《少林寺》，我还真的“投奔”嵩山，想学盖世神功。小学时我的成绩很差（唯独体育还好），整天和一群小伙伴踢球、打球、在河里游泳，差点没考上初中。说“差点”，是因为那时候小学考初中的最低录取分是140分，而我考了141分，刚好就多了1分。进入初中以后，当时的班主任游仙菊老师还时常鼓励我，让我把分散的精力集中起来，好好用于功课。

虽然不喜欢学校里的功课，但我从小就喜欢读各种各样的书。那时我觉得，别人能告诉我的，书里可能都有；但书里有的，别人未必知道。我从书中看到的世界，要比四处闲逛看到的大得多。当时家里有一位亲戚在市图书馆工作，父母就经常把我“扔”到这位亲戚那里，亲戚怕我乱跑，就把我“锁”在图书馆里。我虽然天生好动，却能够安静下来，一个人在图书馆里看一整天的书。当时，我对读书特别痴迷，读了很多不同种类的书：武侠小说、散文诗歌、人物传记……包括很多东欧国家和苏联作者的书。我印象最深的一本书是苏联作家米哈依尔·肖洛霍夫（Mikhail Sholokhov）创作的长篇小说《静静的顿河》，里面有一句话对我影响很大：“人们正在那里决定着自己的和别人的命运，我却在这儿牧马。怎么能这样呢？应该逃走，不然我就会越陷越深，不能自拔。”现在回想，这些书不仅仅让我对知识的涉猎更加丰富，也给了我人生智慧的启迪。

当几乎读完所有我感兴趣的“文艺”书后，有一些学术书籍引起了我的注意：一方面，这些逻辑性极强的书提供了严谨的问题分析框架；另一方面，这些分析的背后还有许多关于人类正义感和社会道德判断的内容，令人深思。伴随着阅读的深入，我不断意识到，原来深入思考、逻辑推理和缜密决策是这样有趣的事情。可能正是从那时起，我突然在功课上认真起来，开始努力提高文化课成绩，渴望能考上最好的大学，去更大的城市，接受最好的教育。那时我读高中二年级，幸亏觉醒得还不晚。

中国的20世纪80年代是一个读书和启蒙的年代，激情、浪漫和理想主义是那个年代特有的标签，而我尤为幸运：从小阅读的大量书籍无疑成为我最好的伙伴，通览闲书“走南闯北”，领略山川自然、历史长河和人文掌故；研读经典“醍醐灌顶”，在潜移默化中养成逻辑分析的习惯。南宋著名诗人、藏书家尤袤说：“饥读之以当肉，寒读之以当裘，孤寂而读之以当友朋，幽忧而读之以当金石琴瑟也。”查理·芒格（Charlie Munger）也曾说：“学习让你每天晚上睡觉的时候都比那天早上醒来时聪明一点点。”尽管当时读书只在我的脑海中埋下了独立思考的懵懂种子，但后来在东西方接受的教育，以及东西方文化的融合，让我能够以更加开放的心态，从外在的原理和内在的感悟出发重新提炼这些经典的智慧。时至今日，我依然享受阅读的乐趣，家里的书架上全是好书，对一些重要读本反复阅读，仍能常读常新。

记得在上学时，我受文化课上天天背诵的“三个有利于”启发，总结出自己的“三把火”理论，即凡是能被火烧掉的东西都不重要，比如金钱、房子或者其他物质财富，而无法烧掉的东西才重要，总结起来有三样，那就是**一个人的知识、能力和价值观，这也是深藏于内心并真正属于自己的“三把火”。**在我看来，求知、思考和实践最能让人保持一颗“少年心”。如果把人类掌握的所有科学知识、技术、经验和想象力比喻成一棵知识大树，每当不同领域的学者、不同行业的实践者有重要著作出版，就好比这棵大树生出新的枝丫，而我有幸能在小的时候就在这棵大树旁采撷一二，现在依然守候着这棵大树，通过海量的跨学科阅读，掌握各个学科最重要的智慧，构建属于自己的思维体系。我深刻意识到，要做出正确的决策，价值投资所需要的知识是无止境的。**在快速变化的市场中寻得洞见，不仅需要掌握金融理论和商业规律，还要全面回顾历史的曲折演进，通晓时事的来龙去脉，更要洞悉人们的内心诉求。**我所坚持的和小时候热爱的并没有改变，全出于内心的好奇和对真理的渴望。

“小小独角兽”

我不仅喜欢看书，还做过跟书有关的生意，严格来讲这算是我的第一次创业。

驻马店位于河南省中南部，有山有湖有寺，古往今来出过不少名人，我的中学校友、师兄施一公，是现在名气最大的驻马店人之一。他担任过清华大学副校长，现在担任由社会力量举办、国家重点支持，聚焦基础研究和前沿技术原始创新的新型高等学校——西湖大学的首任校长。他说：“驻马店之于河南，就像河南之于中国，亦像中国之于世界。从地理、从经济、从科技、从文化看都是这样，我们一直在奋力追赶。”这座中原小城与火车站也有很大的关系，中国有句老话叫“靠路吃饭”，驻马店曾是外出务工人口大市，京广线上的火车每到驻马店站，停的时间常常比较长。这座城市的发展曲线、许多驻马店人的生活轨迹，可能正是靠铁路来改变的。百年前的驿路不在，如今铁路已成寻常交通方式，运送着物资、上大学的学生和无数外出打工者，成为某种资源分配的方式，也成为人们谋生和改变命运的轨道。勤劳的品质、通过教育改变命运的努力以及走出去闯一闯的勇气，是这座火车站给我的启蒙。

我家住在火车站旁，常能看到人们背着行囊搭乘火车的场景。别人可能会从中看到远方的诗意，那时的我却看到了眼前的生意。当时最主要的交通工具——绿皮火车常常晚点，总是超载，等车的老乡们在候车室或者广场上不是打盹，就是发呆。所谓商机就是解决痛点，对于候车的乘客们来说，消解无聊、制造快乐的东西就是最好的产品。于是“创业”开始了：我发动同学们从家里拿来各式各样的小人书，有单行本，还有连环画，到后来还有各种杂志，在火车站“摆地摊”，搞“流动借书站”，供老乡们有偿借阅。我们甚至还做起了“捆绑销售”“套餐服务”——租5本书就送水、送零食。起初只有我一个人在火车站经营，后来高三暑假时，我还把租书、卖书的生意发

展到了火车上，拉起了一个五六人的小团队，在京广线上“流动服务”。其实拓展“卖书场景”的另一个目的是借此机会四处游玩。那个时候，租小人书算是比较流行的，孩子们喜欢看，大人们也爱看。用现在互联网圈的话说，也算是“共享经济”。小人书、连环画是那个年代最有意思的文化产品，火车站候车场景提供了巨大的流量入口和充足的用户时间，用户有强烈的触发机制，而且那时还没有手机和各种电子产品可以用来打发时间，所以形成了租小人书、连环画的刚需。现在想想，要是当时有风险投资，没准儿这个小生意还能拉到融资，成为“独角兽”。这当然是笑谈。

每个人都会受到幼时经历的影响，我也不例外。我在这座城市读书上学、踢球游泳、摆书摊，接受中国传统文化的熏陶和传承，很多人生阅历、社会感触、未来憧憬都是这座城市带给我的。记得上高中时，我担任班长，班主任孟发志老师告诉我，要想当好班长，就一定要学会换位思考，设身处地地理解他人的感受。上大学前，为了体验生活，我还跑到一个建筑工地干过一个月的砖瓦工。砌砖时，有人在一楼扔砖，我在二楼徒手接砖，练就了一手“硬本领”。干完活最大的体会就是，劳动是幸福的，因为干完活吃什么食物都很香。这些儿时的想法在今天仍然没有改变，我始终希望去感同身受地了解他人的生活、处境，理解不一样的人生际遇，认识这个丰富而变化着的世界。在今天的投资实践中，我仍然受惠于这些难得的成长经历，因为**价值投资不是数学或推理，不能纸上谈兵，必须像社会学的田野调查一样，理解真实的生产生活场景，才能真正掌握什么样的产品是消费者所需要的、什么样的服务真正有意义。**

人生第一次“操盘”

第一次接触投资是在大学，当时我在中国人民大学（简称“人大”）财政金融系（现在是财政金融学院）读国际金融专业。那时金

融专业远不像现在这样家喻户晓，我在报考时完全搞不清楚在国际金融专业究竟能够学到什么，只听说这个专业录取分数高，还有外教教授外语。于是和大多数高考生一样，哪个专业分数高我就报了哪个。

当时，人大财政金融系有三个专业，除了国际金融专业以外，还有财政专业和金融专业。当时的系党总支书记关伟老师戏称，这三个专业的学生各有特色：国际金融专业的学生天马行空，独来独往；财政专业的学生稳健谨慎，一板一眼；金融专业的学生则介于二者之间。

习得一手调研的方法

20世纪90年代的人大依然充满人文气息，关注社会发展和时代进步，特别是在经济、法学、哲学等领域颇有建树，培养了一大批秉承“经世致用”学术风格的经济学、法学和哲学学者。那时，中国正处于快速变化、新旧交替的非凡时期。六七十年代渐渐远去，八九十年代滚滚而来，中国从改革开放初期广泛地引进西方思想，逐渐转为有系统地思考社会发展。人大的老师和学生则更多地立足于中国实际，在参考国际经验的基础上，纷纷研究同时期中国社会迫切需要解决的重大问题。经世济国的治学理想和日新月异的社会变化，让我每天都有一种时不我待的兴奋感，我庆幸青年时代在这样的大学和这样的年代里度过。

正是源于实事求是的治学风气，我在大学时一直热衷于参加各种实践活动，希望参与调查研究，把学习到的理论知识与时下的社会脉搏紧密结合，提出解决实际问题的可行方案。我参加的第一个实践活动是为当时的北京牡丹电视机厂做市场调研。

北京牡丹电视机厂成立于1973年，最早生产9英寸（约22.86厘米）尺寸的黑白电视。20世纪80年代初，日本松下电器创始人松下幸

之助老先生还来到厂里参观访问，促使牡丹电视机厂引进了松下的彩电生产线。在凭票供应的时代，牡丹牌电视机占据了惊人的50%以上的市场份额，“牡丹虽好，还要爱人喜欢”这句广告语深入人心。当时有一个非常有意思的小故事。1984年8月25日，《北京日报》报道：一台牡丹牌电视机沉入长江一个月之久，打捞上来像个“泥蛋”，维修人员对电视机进行了检修，仅换了一下扬声器的纸盆和音圈，电视机依然图像清晰，收视效果与出厂产品相差无几。在那时，牡丹牌电视机一度是北京电子工业的象征，拥有一台牡丹牌彩电是众多普通家庭的梦想，就好比史蒂夫·乔布斯（Steve Jobs）时代的苹果产品，被排队抢购，红极一时。然而，20世纪90年代以后，随着市场竞争的加剧，牡丹牌电视机的市场份额不断缩小，企业面临发展转型的严峻挑战。

这次市场调研就在这样的背景下展开了。与其他研究小组高举高打的“理论研究”和大城市调研不同，我们研究小组的“几个臭皮匠”选择了更易于开展调研的农村、乡镇和三四线城市。事后回想，这不仅仅是独辟蹊径，更是经过深思熟虑的选择，因为只有选对了目标市场才能总结出符合实际的商业规律。当时我们还没有掌握特别系统的调研方法，一切边学边干，包括制订调研计划、拆解工作目标、制作问卷、做访谈等，然后小组成员分头行动。我的任务就是回到老家，到社区、集镇和乡村收集、了解普通市民和农民的购买决策信息。用现在的话说，就是进行消费者购买决策过程研究，包括购买渠道、价格敏感度、品牌知名度和美誉度、产品喜好、售后服务满意度等内容，分析影响消费者购买决策的主要因素。我们戏称，当时在农村做市场调研，就要学习当年毛主席在湖南做农民运动考察的方式，深入农村和农民群众，才能了解真实的中国。最后，凭借“有特色”的深入研究，这份实践报告获得了特等奖，奖品是当时市场上最大屏幕尺寸的牡丹牌彩电，老百姓结婚的“三大件”之一。

在大学里开展实践调研现已成为大学生的“必修课”，但对于当时的大学生来说，围绕这样的现实课题来做一场扎实的调研，委实深受启发。商业中的洞见不仅来源于前人的总结，更有效的是一手调研，通过对原始数据的挖掘积累，发现一手的市场规律。现在看来，可能正是这次得了大奖的市场调研，才为我们此后从事价值投资依旧重视一手调研的方法论奠定了基础。

模拟炒股，理解基本面

我真正开始接触资本市场是在1992年，那时我读大二。当同学们还在围绕资本市场的理论进行探讨时，在南方的人们已经明显展现出了对“炒股”的狂热。1992年盛夏，当时天气是否炎热我已经不记得了，但人们的热情确实被激发了出来，人们揣着四处借来的身份证涌入深圳福田，抢购新股认购抽签表。凭借这种表，人们可以获得不菲的上市溢价，这种轻松的赚钱方法刺激着那个年代许多人的神经。抽签表8月9日正式发售，7日晚上人们就开始排队。在人挤人的广场上，每个人都做着相同的发财梦，但发财以后的梦却各有各的不同。这场震惊中国的“8·10”事件[(1)]使得“股票”“股市”这些概念自此真正进入中国人的视野。但事实上，人们离真正理解它还差得很远。

中国的资本市场在20世纪80年代末才真正产生，随着上海证券交易所、深圳证券交易所相继在1990年底和1991年7月成立，全国各地涌现了五花八门的炒股热潮。当时流行一句话：“专家不如炒家，炒家不如坐在家。”专家还会看一看市盈率等指标，不会盲目追涨，但一些专门的“炒家”就管不了那么多，他们精于投机冒险，把股价推高后出手。更有意思的是一些深圳渔民，他们不看盘、不研究股票，股票压在箱子里不去问，也不去“炒”，最后一看股价还挺高，结果就卖在了最高点。

这也许是坊间流传的笑谈，但对于什么是股票、什么是投资，可能那时谁也说不清楚。即使有人说了，也未必按说的那样做。这是20世纪90年代初，“改革开放”“市场经济”“资本市场”，这些现在再熟悉不过的词，在当时还都只处于探索和初试阶段。

那个时候，人大校园里有很多同学对股票产生了浓厚的兴趣，各个院系的同学纷纷加入“证券协会”社团，研究证券市场，翻译证券书籍。然而，“证券协会”社团里唯独没有学金融的同学。财政金融系的老师知道后，觉得证券市场的研究最应该让学金融的同学来参与。于是，在老师的建议下，我和几位同学就开始筹划开展证券研究的课题和活动，当时没有计划组织新的社团，而是觉得应该在实践中理解证券市场。那时，人大还没有专门开设关于证券市场的课程，很多刚刚接触股市的同学迷恋犬牙交错的K线图，但很少有同学研究股票的基本面。当时我们就在想，脱离公司基本面研究的炒股毫无规律可言，不就是一场赌博？股市的短期波动能真正反映企业的内在价值，还是只反映盲目的炒作心理？

正是基于这些想法，我和系里的同学一起在人大校园内组织了一场股市模拟大赛。组织这个股市模拟大赛的出发点是引导同学们关注股票的基本面，探究公司业绩和股票涨跌的关系。比赛中，主办方向选手提供企业运营的基本情况，包括财务数据、管理策略、管理层变动以及外部市场环境变化等信息，其中许多都是当时的真实信息。选手基于这些信息进行分析判断，预测股价涨跌，从而做出买入或卖出股票的决策。当时这个赚了能被封为“股神”、输了不亏钱的股市模拟大赛一时成为学校的风云话题，同学们像职业投资人一样整天讨论，甚至争论得面红耳赤。

更有意思的是，这个校园比赛吸引了中央电视台节目制作人的注意。我们作为青年学生代表被邀请上了中央电视台，演员李玲玉作为节目主持人，与我们一起策划股市模拟大赛。我们在电视上讲了一回

大学生眼中的证券知识，全是基于基本面的证券分析，这也算给全国观众上了一堂价值投资的普及课。

这个电视节目对大众投资者的教育效果无从得知，但对我自己的教育意义却十分深远，埋下了我对投资的基础理解，那就是回归投资的本质，把许多简单的概念还原到它本来的含义，始终抱有一种朴素的追求真理的精神，坚持常识。

在人大接受的教育，不仅仅带给我专业理论知识和实践锻炼，更让我意识到，**人生中很重要的一件事是，找一帮你喜欢的、真正靠谱的人，一起做有意思的事。**当年一起“煮酒论英雄”的同学，成为我后来工作和生活的良师益友。

那个时候，理想主义和启蒙精神构筑了年轻人的内心世界，而人大最有特色的正是人文精神和人文关怀。在紧张的学习、实践活动之余，作为人大第一届试点的学生班主任（1993级国际金融专业的学生班主任）和学生会主席，我投入许多时间和同学们一起组织各种各样的学术比赛、文体活动，为低年级的同学们“传经送宝”，自己也乐在其中。直到今天，人大仍保留有“薪火相传”的传统，师兄师姐和师弟师妹之间坦诚沟通，互相学习。老师曾告诫我们，人大的毕业生将来不仅仅要做一个高级白领，而且要做一个有格局、有愿景、有激情、有家国情怀的人。这些大学时期形成的世界观和人生观，在后来的生活中不断丰富，让我始终能够以实事求是的诚实姿态，投入自己所热爱的事业之中。

从五矿到五湖四海

我天生是一个乐观主义者，这决定了我看待世界的方式、观察他人的角度。踌躇慨既往，满志盼将来。人生所有的际遇和挑战，可能都会帮助人们走向大江大海。

正像许多同学毕业求职一样，大学毕业后我也面临着如何选择第一份工作的问题。当时，国内金融市场还不发达，证券公司、投资公司寥寥无几。国际金融专业的同学们毕业去银行工作是一条康庄大道。然而，当时的我却另辟蹊径，没有选择金融机构，而是选择了中国五矿集团，投身实体经济。我希望能够从实体企业的视角感受中国经济的内在逻辑和巨大潜力。恰恰是在五矿集团的工作，让我获益匪浅。

深入矿区，了解真实的社会

五矿集团的前身是中国矿产公司和中国五金电工进口公司，成立于1950年，此后逐渐发展壮大，在金属、矿产品的开发、生产、贸易和综合服务以及金融、房地产、物流等领域均有涉猎。在当时，五矿集团广泛经营矿产金属的外贸进出口业务，并有多家二级子公司。那个时候，五矿集团是颇具市场化导向的国企，吸引了许多有想法、有闯劲儿的年轻人。在市场经济的转型过程中，这群年轻人一边指点江山、讨论经济改革该何去何从，一边俯下身子投入具体工作。正是在这里，我结识了许多拥有不同教育背景的同事和朋友，他们的观点、见解和工作态度让我时时刻刻受到鼓舞和感动。

最为难得的是，五矿集团的工作让我真正体会到了中国社会的纵深度。众所周知，矿产资源多分布在贵州、云南、四川、青海、宁夏等西（南）部省份，因此我当时经常需要去很远的地方出差，而我对外贸、矿产这些事物特别感兴趣，尤其喜欢出远差，同事们不方便去的时候我都抢着去。走遍五湖四海本就是一件很好的事，更何况去的还都是风景不错的地方。

我工作第一年就跑了十几个省份，几乎走遍了所有的“穷乡僻壤”，与矿产、金属资源为伍，满脑子都是铜、铝、铅、锌、镍、钨、锑、锡这些词。典型的出差路径是这样的：早上从北京坐火车出

发，经过十几二十个小时到达某一个县城，然后辗转换乘中巴车，在乡间路上颠簸几个小时后来到镇上；有时还要换乘更小的小巴车，当我觉得差不多饿过了头的时候，就到了厂区或者矿区。

我的主要工作就是去收当地的矿产品，俨然一个从事收购工作的工头。这些出差经历令我至今难忘，倒不是因为有多辛苦，而是可以在路上和同事或者当地朋友聊天，从稀有金属聊到风土人情，通过他们了解更广阔、更鲜活的社会。

这些深入矿区、边区的出差经历，让我看到，中国不是简单的一、二线城市，三、四线城市和农村地区的分层叠加，也不是东、中、西部地区的简单区隔。中国实在太大了，在交通不发达的年代，横跨东西需要坐几天几夜的火车，南北风俗各异。每个地区、每个省份都有着各自独特的自然资源、人口特点和社会特征，因此，任何一种简单概括都无法还原中国经济社会的全貌。尤其是中国的基层社会，那里有最多的人口、最丰富的人文生态、最复杂的社会结构。我逐渐意识到中国有太多可供分析的剖面，太多可供观察的视角，太多可供总结的规律。中国的消费社会形成、工业化进展是在多版本同步迭代中完成的。要真正理解这些，必须走基层、看社会、知风土、懂人情。“人生没有白走的路，每一步都算数。”或许正是这样的阅历，让我始终对中国的发展，尤其是三、四线城市的崛起充满期待。所以一直以来，我们非常关注三、四线城市的投资机会，并且在做研究时，仍然花大量时间去市场一线观察普通百姓的生活，思考各种场景下消费者的真实心理诉求，从而形成投资决策。

漂洋过海，开启探险之旅

五矿集团的工作一方面让我看到了基层的中国社会，另一方面也让我能够更早地接触西方世界，拓展了国际视野。大学毕业后我本没有出国计划，正因为在五矿集团工作时接触到国外客户，后来又看到

周围有不少同学、朋友都出国留学，在和他们的交流中，我觉得还是应该去外面见识一番，增长阅历，就像小的时候想去更远的地方看看一样。就这样，我有了出国留学的想法。那是20世纪90年代后期，中国沿海省份正在如火如荼地搞开发、搞建设，外贸企业每天都能收到大量订单，中国正在掀起新一轮的发展浪潮。但我对国外的了解仅限于与客户、朋友的交流中谈起的和读过的书中讲到的内容，其他全凭想象。我很渴望能够亲自去看一看，但在90年代，留学远不如今天普遍，漂洋过海之后完全是陌生的世界，更加令人窘迫的是高昂的学费、生活费。所以，留学还是不留学？这绝不是一个小问题。

最终，我选择了留学，像从小城市来到北京追求最好的大学教育一样，我希望通过海外历练加深对世界的认知。那是在1998年，那时的我，对世界各国的经济、政治、人文都充满了好奇，希望可以像人类发现新大陆一样，不断拓展自己的可及范围，在东西方文化的碰撞中思考更多更深层次的问题。

从五矿集团到五湖四海是我人生中的重要际遇。寻求独立或者与世隔绝从来不是我的目标，生活在世外桃源，对真正的社会就缺乏了解，这只能让一个人失去理解力和判断力。我所设想的永远是融入生活，去中国的广大腹地和世界各处去看最真实的商业场景，在纽约时代广场的糖果店，在上海东湖路的咖啡厅，在深圳华强北的购物中心，在香港的维多利亚港湾，在东京的便利店，在驻马店的菜市场，看穿梭不停的外卖服务电动车，看安装整齐的空调外机，看闪烁的楼宇广告，看手机短视频，通过房屋租赁平台住进旧金山的公寓，通过按需杂货店递送服务订水……在繁华闹市体会最丰富的人间百态，我所感受到的是人、生意、环境和生活，就像当时下矿山一样，在不同的社会剖面，探究和理解商业，这一直是最让我心动的事情。

读书、思考、实践，对这个世界的好奇和探索，使我在很小的时候就明白，追求事业和梦想，必须对自己有所承诺，着眼于长

远，全神贯注并全力以赴。在不同的际遇中，学习所有能学习到的最高标准，从而获得理解与洞察的能力，这是我一直以来坚持的长期主义。

我对投资的思考

- 构建属于自己的知识体系和思维框架，是塑造投资能力的起点。
- 在快速变化的市场中寻得洞见，不仅需要掌握金融理论和商业规律，还要全面回顾历史的曲折演进，通晓时事的来龙去脉，更要洞悉人们的内心诉求。
- 价值投资不是数学或推理，不能纸上谈兵，必须像社会学的田野调查一样，理解真实的生产生活场景，才能真正掌握什么样的产品是消费者所需要的、什么样的服务真正有意义。
- 人生中很重要的一件事是，找一帮你喜欢的、真正靠谱的人，一起做有意思的事。

第 2 章

价值投资启蒙

BE A
FRIEND
OF
TIME

拥有极高的道德标准，
把受托义务置于首位，
是投资人
崇高的精神气质。

如果说少年读书是对通识修养的启蒙，大学实践是对社会认知的启蒙，那么求学耶鲁则是对我专业投资生涯的启蒙。

在我去留学的那个年代，东西方的交流远不如今天密切，但恰恰是那个年代，给了我更好的视角去审视东西方的发展和变化，近距离地观察西方资本市场的运作方式，接触并思考现代投资模式，了解金融是如何促进实体经济发展的，以及创新创业、资本市场、企业家精神是怎样相互影响的。在这其中，创业者和投资家的冒险精神是推动科技创新、激发经济动力的主要源泉。我努力通过学习和实践去挖掘这种运行机制的内生动力，一定程度上，希望激活自己身上发现并理解这种经济规律的本能。

所以，时刻让自己保持开放是最重要的学习心态。无论是普世的智慧、基础的原理，还是独到的见解，我都甘之如饴。对创新的拥抱而不是抗拒，成为我今后投资的重要主题。

现代历史交集之地纽黑文

耶鲁大学位于美国东北部的纽黑文市，这座古老的小城有着很丰富的现代意义。它在18世纪后期与19世纪初期为兴旺的海港，当时的工业生产以枪炮、五金工具和马车闻名，因为广植榆树，又有“榆树城”之称。当然，它最享誉世界的还是耶鲁大学。

容闳往事

耶鲁大学创办于1701年10月9日，至今逾300年，比美国建国的历史还要久。耶鲁大学与中国渊源颇深，近代中国教育与西方文明的早期接触就曾发生在耶鲁大学。更有意思的是，这次“接触”是以融入西方体育文化的方式发生在中国人身上的。1850年，在耶鲁大学例行

举办的新老生橄榄球对抗赛上，一位留着长辫子的中国留学生在关键时刻触底得分，从而成就了耶鲁大学建校历史上新生队的首次胜利。此人就是中国“海外留学第一人”容闳，耶鲁大学乃至所有美国大学里的第一个中国毕业生，其画像至今仍悬挂在耶鲁大学的校园中。长期研究中美历史关系的以色列学者利尔·莱博维茨（Liel Leibovitz）如此感慨：“中国如今的现代化，实际从容闳在耶鲁大学橄榄球比赛中触底得分的那一刻就已经开始。”

容闳的传奇之处不止于此。有文献记载：“他曾探太平天国首都天京，访曾国藩幕府，向李鸿章、张之洞谏言，与康有为、梁启超、孙中山结忘年交……近代史教科书上出现的关键人物，大多曾与他风云际会。容闳接受过完整的西方高等教育，且出身平民家庭，没有传统士大夫的精神包袱，因此他具有同时代精英所缺乏的自我变革勇气。从农民起义、洋务运动、维新变法到武装革命，容闳始终站在时代潮流最前沿。”[(2)]还有人讲述，在美国南北战争后期，容闳曾以公民身份申请做战争志愿者，但被劝回；容闳还曾与马克·吐温成为好友，两人有颇多交流。根据耶鲁大学介绍，容闳后来将其大部分藏书捐赠给了耶鲁大学，构成了耶鲁大学东亚图书馆中文藏书的基础，该馆也成为美国主要的中文图书馆之一。事实上，耶鲁大学还于清末接收了清政府派出的多名赴美留学生，包括詹天佑、欧阳庚等。这些人从耶鲁大学学成回国后，成为各自领域的佼佼者。在2011年清华大学百年校庆大会上，耶鲁大学前校长理查德·莱文（Richard Levin）先生在致辞中就特别提到：“令耶鲁引以为荣的是，清华的前五位校长中有四位都在耶鲁学习过。”

其实，无论容闳对于当时的中国或日后的留学生来说意味着什么，对我来说，在耶鲁大学学习并理解投资，同时运用跨越东西方的思维模式，就像打开自己的左右脑一样，在不同的“触点”间建立关联，寻找某种超越时间和空间的共鸣，成为我在海外学习和实践的努力方向。

理解金融市场

我与耶鲁大学结缘是得益于它的“慷慨”，尽管我申请了多所大学并得到7所学校的入学机会，但耶鲁大学研究生院是唯一为我提供奖学金的。对当时的我来说，这种优待无法拒绝。而且耶鲁大学设立了双硕士学位，我可以同时读MBA和国际关系两个研究生课程，这对于一个囊中羞涩，却又对管理、经济、国际政治与关系都很感兴趣的中国留学生来说无疑是最佳选择。

在耶鲁大学求学的过程中，最大的感受就是一旦掌握了严谨的分析体系、深入的历史考证方法和完整的思维框架，分析和解决问题就是一件特别有意思的事情。以金融市场为例，就像从地球早期的单细胞生物进化到如今复杂的生态系统一样，美国的金融市场也是经历了弱肉强食的“原始社会”阶段，又经历了多次经济和金融危机，才终于发展成一个高度分工、高度现代化的金融生态系统的。而所谓生态系统，最大的特点在于看似无序实则有条不紊的自我调节功能，为金融市场同时构筑了内生的免疫系统和外部的战略防线，比如买卖双方力量的平衡制约，特别是做空机制及指数投资的运用，以及金融危机本身的调节性；再比如资本市场的行业自律、政府的有效监管、媒体与公众的监督以及健全统一的法律体系等。这些共同构成了金融市场的核心要素，每一条都值得反复研究。再比如**对于“风险”这个在金融学中被谈到令人麻木的概念，大多数人的评估标准是看投资收益的波动方差，而我从入行第一天起就被要求看出数字背后的本质并忽略那些从“后视镜”中观测到的标准方差：到底是什么样的自上而下 / 自下而上的基本面在驱动收益的产生及波动？又有哪些因素会使预期的资本收益发生偏差？而这些基本面因素在本质上有哪些相关性及联动性？**

从资本市场的经济学原理到现代金融理论和金融工具创新，从金融市场的融资功能到投资人的利益保护，从金融法规的不断完善到金

融机构的设置和运营，我努力学习丰富的现代金融理论，并在汗牛充栋的金融著述中挖掘理论出现背后的时代原因。在探究的同时，我亦在思考，究竟应该如何将理论运用于实践，实现金融体系促进经济发展的作用。这些为我今后的投资工作奠定了最坚实的基础。

偏执带来的不断碰壁

在耶鲁大学的求学实践，让我认识到了与以往认知完全不同的思维模式：诚实地面对自己的内心想法，比正确的答案更加重要。经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）有句名言：“处世的智慧教导人们宁可依循传统而失败，也不愿意打破传统而成功。”（Worldly Wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.）很多人喜欢循规蹈矩，按照既定的思维方式、他人希望呈现的样子、传统的表达习惯来为人处事，这在很多时候能够帮助人们获得符合预期的回报，但无法帮助人们获得内心的自由。坚守自己的内心想法，表达真实的自我，按正确的思路思考和阐述问题，始终是我的坚持。

“为什么要有加油站？”

海外求学对于当时的大多数中国留学生来说都是令人无比兴奋的旅程，然而，经济拮据是不小的挑战。到了耶鲁大学之后我才发现，MBA项目只提供第一年的奖学金，第二年的学费、生活费全无着落。学业总得完成，我只好在求学之余勤工俭学，比如当本科生助教、教老外学中文等，秉承了中国留学生特有的勤劳和热忱。虽然有这些“小工”，但我深知找到一份有保障的正式工作才是正途。因此，我在第一学年就开始寻找暑期实习的机会，以求获得全职工作。

美国的金融机构、管理咨询公司多聚集于纽约，这座发源于北美殖民地的贸易前站，依靠其独一无二的地理优势，在当地荷兰裔移民商业精神的催化下，成为世界金融中心。从纽黑文前往纽约，是我在求职时经常穿梭的路线。早上，我从耶鲁大学步行25分钟去纽黑文联合车站，乘火车到达纽约中央车站之后换乘地铁。这条火车线路异常繁忙，上下班高峰时期都是半小时一班。我想过是不是也可以在这里的火车上卖“小人书”，最终还是选择打上一个小盹儿，为上午的面试积蓄精力。每次前往我都是意气风发、信心满满，然而面试完总是垂头丧气、铩羽而归。由于不懂面试的习惯做法，也没有特别准备，与同学们七八个“一面”机会、四五个“终面”机会、三个以上offer（录取通知书）相比，我只拿到非常少的“一面”机会、两次“二面”机会，最终与华尔街投行、管理咨询公司的职位无缘。

在不多的面试中，我始终听从内心的声音。在获得波士顿一家管理咨询公司的面试机会时，苦于囊中羞涩，我只好向对方申请预支往返路费，而不是按照通行做法先垫付后报销。不仅如此，在回答对方关于“在某一设定区域内应该有多少家加油站”的问题时，来面试的学生大多都会按照基本的咨询公司逻辑用公式计算，比如先用人口数量除以平均家庭人数得出家庭数，再用家庭数乘以1.2辆车得出总车辆数，最后用总车辆数对应算出相应的加油站数量等；相反，我并没有直接回答这个问题，而是在想“加油站”到底意味着什么。为什么要有加油站？第一，人们去加油站，可能不全是为了加油，有可能是去那里的便利店，如果跟便利店有关系，那跟车的关联度就降低了，不单要算车的数量，还要关注人口密度。第二，所有的车辆都需要加油吗？未来是不是有些交通工具根本不需要加油？或者，是否会出现新的交通方式？第三，……面试官听到我的反问和分析时一脸茫然，我无法得知她当时有怎样的心理活动，但结果是我被拒之门外。当我把这个故事分享给现在的学生时，他们会哄堂大笑。谁让我当时就是不会面试呢？

我事后总结，求职可能不仅仅是为了找到工作，更是为了找到真正的自我，展现自己的独特性。尽管没有能够走上许多MBA学生典型的职业道路，但我依然坚持我所相信的，探究我所好奇的，因为好玩的故事都来自有挑战的生活。

“这些钱一定要还”

由于暑期实习求职未果，我只好另谋他路。当时是20世纪90年代末，互联网作为新经济浪潮已经在美国资本市场风起云涌，以硅谷高科技企业为代表的新兴企业掀起了电力革命之后最伟大的技术革命——信息技术革命。1998年，硅谷创造了2400亿美元产值，相当于中国当年GDP的1/4，这是多么让人憧憬的繁荣场景。当时美国金融监管大幅放松，创造了长达10年的低利率流动性充裕期，人们开始四处寻找“钱生钱”的渠道，而互联网企业刚好满足了人们对完美投资标的的所有想象。风险投资的强烈追逐加上纳斯达克市场的天然“温床”，使美国上演了一幕幕的“经济繁荣”景象。

与此同时，中国的互联网创业大幕也在徐徐拉开，在这样的时代机遇面前，我选择了休学一年并回国创业。当时来到美国的留学生多数都是理工科背景，商学院的学生非常少。许多理工科同学回国后纷纷创业，开发自己的网站、做各种科技发明，产品都特别好，但没有能力做出符合投资人要求的商业计划书，难以获得融资。而国外的投资人对中国的互联网和高科技发展越来越看好，正是在这样的背景下，我和几位老同学创办了一个网站，搭建投融资交流平台、分析研讨商业模式、制定商业行动方案，核心目的就是搭建资金需求者和供给者的沟通桥梁，提供资金、人才、技术、供应链等专业服务，充当创业的催化剂，让科技创业者能够更好地实现融资，把有限的精力放在公司业务发展上。我们没有绞尽脑汁去想什么新奇的网站名称，只希望这就是为中国创业者服务的网站，因此就叫它“中华创业网”

（SinoBIT）。在当时互联网创业的热潮中，凭借另辟蹊径的商业洞见和平台优势，我们在半年以后就开始盈利，并很快拿到了融资。如果摆“书摊”不算真正创业的话，这次是我的第一次创业。

随着市场环境的变化，2000年开始，从纳斯达克股票市场退市的企业数量连续3年超过新上市企业。“千帆竞渡，百舸争流”，许多初创企业无法获得新一轮融资，在勉力维持之后纷纷折戟沉沙。由于互联网泡沫的破灭，我们的业务量也不断缩小，只好偃旗息鼓，再做打算。**尽管投资人没有要求归还投资款，我们仍然坚持“这些钱一定要还”。我们希望用这样的方式来感谢他们的信任和支持。一个人的职业生涯很长，不能做任何对帮助过你的人有损害的事情，否则那可能会困扰你的一生。**正是在那个时候，我不仅亲身感受到了商业世界的残酷，也看到了互联网企业蕴藏的无穷潜能。亲身实践之后的深思让我获益匪浅，我反复自问：互联网经济究竟是怎样的经济？能否从中诞生跨越时间周期的伟大企业？风险投资应该选择怎样的创新企业？资本市场又该发挥怎样的作用来孕育创新企业？“繁荣”背后哪些是泡沫，哪些能够创造真正的价值？现在想来，如果当时只是隔岸观火，恐怕我永远无法理解这其中的逻辑和深意。

初识大卫·史文森

创业未果后我继续回到耶鲁大学读书，在“山重水复”之际，一个偶然的机会让我路过了一幢维多利亚风格的小楼，找到了在耶鲁投资办公室的实习机会，并结识了大卫·史文森（David Swensen），自此与投资结下不解之缘。许多时候的人生际遇，是上天无意间给你打开了一扇窗子，而你恰好在那里。某种意义上，是耶鲁投资办公室定位了我今后事业的坐标系，让我决定进入投资行业。

珍贵的耶鲁投资办公室实习机会

与大卫·史文森的初次相见是在课堂上，但近距离的会面却是在耶鲁投资办公室的面试室。他是一个不苟言笑、略显严肃的人，面对一名来自中国的留学生，他没有丝毫惊讶之情。他问了我许多关于投资的问题，当我对多数问题诚实地回答“我不知道”时，他反而有些惊讶于我的坦诚。可能正因如此，我获得了这份弥足珍贵的实习机会，因为在他看来，诚实格外重要。

耶鲁投资办公室向来以严谨和专业著称，在这里，工作人员不仅面临智力上的挑战，更需要有责任感和使命感。所有工作人员互相尊重和认可，为共同的长远目标而努力。在实习期间，我的主要工作是研究森林资源。当耶鲁投资办公室派我出去研究木材、矿业等行业时，我以“上穷碧落下黄泉”的精神，一点一点地收集信息，整理材料，深度调研，最后带着厚厚的报告回来。这种自下而上的研究传统后来也被引入我创立的高瓴。

在耶鲁投资办公室实习期间，我从投资的角度真正理解了金融体系最本质的功能。金融不仅包括资金供求配置（包括时间配置和空间配置）、风险管理、支付清算、发现与提供信息，更重要的是，它还能够真正改善公司的治理结构。为此，我专门做了一个关于公司治理定量分析的报告。报告引入痕迹学及定量分析的研究视角，在一个完整的研究框架下对公司治理的众多要素进行评价打分，并且以动态的视角，揭示出动态指标相比于静态指标更能反映出公司治理的质量。换言之，就是不看公司说的，而看公司做的，具体包括上市公司有没有增发新股，有没有分红，小股东有没有真实的投票权，独立董事是不是真的独立，高管薪酬与净资产收益率（ROE）回报之间是不是真的挂钩。这样的独立研究，让我掌握了寻找独特视角观察和判断问题的能力。

做有良知的人，而不是服务于赚钱

与鼎鼎大名的“股神”沃伦·巴菲特（Warren Buffett）相比，耶鲁捐赠基金的首席投资官大卫·史文森在中国并非声名显赫，但是，他对机构投资的发展产生了十分深远的影响。

史文森有着传奇的经历，他早年在耶鲁大学获得经济学博士学位，师从诺贝尔奖获得者、经济学家詹姆斯·托宾（James Tobin）。托宾是资产选择理论的开创者，史文森直接从他的身上汲取了很多营养，这也是史文森后来提出创新性多样化投资组合理论的基础。博士毕业后，27岁的史文森开始在华尔街崭露头角，在雷曼兄弟公司工作3年，在所罗门兄弟公司工作3年，当时他的主要工作是开发新的金融技术。在所罗门兄弟公司工作期间，他构建了第一个掉期交易。1985年，史文森应恩师之邀毅然放弃薪资优厚的华尔街投行工作而返回母校，在纽黑文这座平静的小城几十年如一日，兢兢业业地负担起耶鲁大学的金融理财重任，并兼职耶鲁管理学院教授，把自己多年的投资管理心得传授给学生。在他看来，生活中有很多重要的事情不能用金钱来衡量。

在此后的30多年里，史文森一手将耶鲁捐赠基金打造成一个“常青基金帝国”，历经美国1987年的“黑色星期一”，20世纪80年代末的经济滞胀，90年代的“克林顿繁荣”、高科技浪潮，2000年前后的互联网高潮及泡沫，以及最近的全球经济疲软和市场连续下跌，耶鲁捐赠基金的资产规模却不断扩大，从他上任之初的13亿美元，增长到2019年6月的303亿美元，增长了22倍多，过去10年的年化收益率为11.1%，过去20年的年化收益率为11.4%，是世界上长期业绩最好的机构投资者之一，获得了基金管理界和华尔街的高度关注。领航集团（Vanguard）创始人约翰·博格（John Bogle）[(3)]评价说：“大卫·史文森是这个星球上仅有的几个投资天才之一。”耶鲁捐赠基金的强劲竞争对手哈佛捐赠基金管理公司的总裁杰克·迈耶（Jack Meyer）曾毫不掩饰其无奈并打趣地说：“我们哈佛希望史文森最好赶紧换工作。”在我看来，史文森最重要的贡献不仅仅在于将创新的耶鲁投资

模式与各大机构投资者分享，更在于他培养了无数秉承价值投资信念的投资人。他真正履行了高等教育的崇高使命——帮助他人成就更好的自己。

史文森的投资策略的神奇之处在于能够穿越不同的市场环境和经济周期，在激烈的竞争中，实现投资业绩的稳定增长。他认为，在投资行业，如果采取非主流的投资策略，或许会面临许多挑战。人性会驱使投资人采用最获认可的投资策略，当自己的投资跟多数人趋同时，会强化自己与主流的一致性，以防出错后独面尴尬。不幸的是，这种心理上的慰藉很少能创造出成功的投资结果。史文森的“不走寻常路”，体现在通过对市场的深刻洞察，大举进军定价机制相对薄弱的另类资产市场，创造性地应用风险投资、房地产投资和绝对收益投资等各类投资工具，为机构投资者重新定义了几个大类的资产类别。

作为机构投资领域的先驱和佼佼者，史文森的教学和著述讲述了机构投资的决策运作方式、组织管理和投资理念，进而帮助人们更充分地理解金融市场结构和运行规律。2002年，我和几个朋友把史文森所著的《机构投资的创新之路》（*Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*）(4)一书翻译并引入中国。这是一部侧重于阐述投资组合构建、投资逻辑、资产类别分析与选择，以及风险控制的经典之作，已成为全球机构投资者的“圣经”。

史文森习惯了以俭为德的生活，只想做一个有良知的人，而非服务于赚钱。在他看来，**投资的目标是盈利还是实现某种社会理想，其间的平衡必须把握**，耶鲁大学只会把钱交给有极高道德标准，同时遵守投资人的职业操守，把受托义务置于首位的人。他给耶鲁大学带来的不仅仅是物质财富，更是一种崇高的精神气质。

走近耶鲁捐赠基金

耶鲁捐赠基金最初的资金来自一个名叫伊莱休·耶鲁（Elihu Yale）的人，1718年，他把自己的417本书和一些家当捐赠给康涅狄格州一所新建的大学学院。为了纪念他，这所学院就以他的名字重新命名为耶鲁大学。说到耶鲁捐赠基金，需要先从美国的机构投资历史谈起。

从机构投资的历史谈起

19世纪末，美国投资市场混乱无序，因为当时英国国内产业发展日趋饱和，剩余资本大量增加，加之美国经济发展的需要，大量资金涌入美国。由于金融市场尚不完善，大部分投资者都是散户和投机商，市场上充满非常规乃至非法的交易和运作。针对这种情况，英国政府专门成立海外投资公司，运用集合资金的方式，委托专业管理人员进行投资管理。就这样，海外投资公司成为美国市场上第一批机构投资者，此模式而后被各国效仿。1892年，美国老摩根财团凭借雄厚的资本优势，广泛投资、兼并工业企业，这标志着以银行等金融机构为主的机构投资者的新时代逐渐到来。1921年，美国成立了第一家国际证券信托基金；1924年，马萨诸塞州成立了第一家开放式基金，原始资产是由哈佛大学200名教授出资的5万美元，其宗旨是为出资人提供专业化投资管理，管理机构叫作“马萨诸塞金融服务公司”（Massachusetts Financial Services）。由于当时机构投资者所占市场份额不大，大量中小投资者过度追求短期利润，导致市场大幅波动，部分机构投资者一时难以为继，纷纷破产倒闭，这一点在1929年的股市崩盘和20世纪30年代的大萧条中尤为突显。

20世纪30年代以后，在经济缓慢复苏的过程中，美国开始出现多种类型的机构投资者，联邦政府也适时颁布了一系列法律法规，如《美国1933年证券法》（*Securities Act of 1933*）、《美国1934年证券交易法》（*Securities Exchange Act of 1934*）、《美国1940年

投资公司法》（*Investment Company Act of 1940*）和《美国1940年投资顾问法》（*Investment Advisors Act of 1940*）等。随着金融立法的充分完善、市场机制的逐步建立以及机构投资的有力发展，美国金融市场逐步进入了稳定健全的发展轨道。从20世纪五六十年代开始，各种专业化的投资管理公司开始了规模化、现代化的经营，开始在市场上贯彻长期稳定的投资策略，并逐步获得出资人的信任。在发展历程中，各种特定功能的机构投资者，包括洛克菲勒基金会（The Rockefeller Foundation）、福特基金会（Ford Foundation）等信托基金，保险基金，养老基金和诸多学校及慈善机构捐赠基金，开始在金融市场发挥越来越重要的作用。耶鲁捐赠基金就是典型的大学捐赠基金。由于这些机构投资者有近乎固定的资金来源和特定的支出原则，所以它们的投资需要在确保基金支出目标、侧重长期回报、强调风险管理之间寻求较好的平衡。为了更好地实现管理目标，它们或者由自己的专业分析师和基金专家管理，或者雇用专业投资公司来管理。

在某种程度上可以说，耶鲁捐赠基金以一种更加长期、稳健、灵活的方式诠释了美国机构投资的核心要旨，它继承了这些传统，而更加令人激动的是，它作为超长期基金的标杆，推动了机构投资的创新。

机构投资的创新之路

耶鲁大学走过了300多个年头，耶鲁捐赠基金的规模也从当初的几十万美元发展到现在的300多亿美元，其价值投资理念、资产配置策略以及长期投资业绩均独树一帜且引领潮流，成为美国机构投资行业中一个非常重要的投资力量。这个投资力量并不仅仅源于它的规模，更是来自它的影响力。

首先，耶鲁捐赠基金是耶鲁大学的重要收入来源，并发挥着愈加突出的作用。1987财年，耶鲁大学来自捐赠基金的收入贡献约为1700万美元，约占学校总运营收入的11%；2019财年，耶鲁大学总运营收入约为41亿美元，其中来自耶鲁捐赠基金的收入贡献约为14亿美元，占比约为34%，是学校当年度总运营收入的最大来源。截至2019财年，耶鲁捐赠基金总额约为303亿美元。耶鲁捐赠基金延续了其一以贯之的资产配置模式，在2020年度投资组合配置目标中，超过50%的部分为另类资产，包括21.5%的风险投资、16.5%的杠杆收购基金、10%的房地产投资和5.5%的自然资源资产；约30%为与市场低相关的资产，包括23%的绝对收益和7%的债券和现金；另有13.75%的海外股权投资和2.75%的美国国内股权投资。

其次，耶鲁捐赠基金独特的机构投资理念奠定了机构投资的基础框架。具体来看，史文森领导的耶鲁捐赠基金有以下四个显著特点。

第一，独立严谨的投资分析框架。机构投资者的最大特点在于有能力构建一套系统的投资分析框架，首先充分考量投资目的、资产负债均衡、资产类别划分及配置、资金预测、投资品种及金融工具选择、风险控制等要素，然后进行基金管理人选择，最后才做具体的个别投资标的的选择。在构建投资组合时，非常注重压力测试，所有预期收益都要经过各种噩梦般的情景假设。更为重要的是，这套完整的投资框架不受市场情绪左右，它是客观、理性的选择。

第二，清晰的资产分类及目标配置体系。资产配置是耶鲁捐赠基金管理的核心要素，但如何理解资产类别特点，在符合目标的前提下实现灵活配置却是其中关键。当股市过热时，股票的大幅升值使实际的股票配置占比远高于长期目标，从而使系统自动产生卖出的信号，且这一信号随着股市屡破新高而越来越强烈，此时及时卖出促使资产配置比率恢复到长期投资所设定的目标，也使基金避免因贪婪所带来的风险；同样，市场狂跌使股票投资比率远低于当时的长期目标，从

而使系统产生强烈的买进信号。这种“资产再平衡”理论在史文森的投资实践中得到了充分的体现，即抓住投资的本质，避免择时操作，从而实现合理的回报。

第三，充分运用另类投资，尤其是那些市场定价效率不高的资产类别，如风险投资、对冲基金等。在历史上，美国大多数机构投资者会把资产集中于流通股投资和债券投资这样的传统资产类别，但耶鲁捐赠基金喜欢并鼓励逆向思维。相对于流动性高的资产来说，流动性低的资产存在价值折扣，越是市场定价机制相对薄弱的资产类别，越有成功的机会。正是由于耶鲁捐赠基金认识到每一种资产类别都有其独特的功能特征和收益属性，与传统资产类别的收益驱动因素及内生风险有所不同，所以另类投资对投资组合的贡献也体现在不同的维度。基于对市场的深刻理解，耶鲁捐赠基金大胆创新，先于绝大多数机构投资者进入私募股权市场，1973年开始投资杠杆收购业务，1976年开始投资风险投资基金，20世纪80年代创立绝对收益资产类别。另类投资为先觉者耶鲁捐赠基金带来了硕果累累的回报，也因此越来越为机构投资者所重视。

耶鲁捐赠基金对资产类别的深刻理解也体现在其对股权资产的大量配置上。从本质上看，股权资产，不管是上市公司股票还是非上市公司股权，其价值都取决于公司的剩余现金流，而债券则只基于固定收益的获得。耶鲁捐赠基金的投资目的是保存和增加购买力，从而为耶鲁大学“百年树人”的教育大业服务，而耶鲁大学的开支主要集中于对通货膨胀非常敏感的教职员工工资福利。债权投资往往在通货膨胀严重时期表现较差，而且长期回报率远低于股权投资，因此，耶鲁捐赠基金在债券市场的目标配置比率大大低于同行。

第四，近乎信仰的投资信念和极致的受托人精神。耶鲁捐赠基金保持了一贯的理性思维，始终保持对金融市场的前瞻性洞察，一旦形成信仰，就会无比坚定。这份坚持来源于它对金融市场规律的领悟、

对现代金融理论的掌握和对人类本性的洞察。在选择基金管理人上，耶鲁捐赠基金把品格作为第一位的筛选标准，防止投资管理机构与最终受益人的利益背离。在此基础上，它注重投资管理公司的利益结构，并通过适当的激励机制来激发投资管理公司和投资专家的能动性和效率，使之与耶鲁大学的长期发展目标结合起来，敢于选用事业刚刚起步的投资经理。

对于像耶鲁捐赠基金这样大型的、具有特定目标和责任的基金来说，关键不在于一时的得失成败，而在于建立行之有效的制度体系，这是对机构投资者的重要启示。在耶鲁大学的求学和工作经历，让我看到了常青基金（Evergreen Fund）的实践指南。至此，**我开始思考，如何建立一家真正践行长期投资理念、穿越周期、不唯阶段、创造价值的投资机构。建立一家这样的投资机构，成了我的夙愿。**

美国机构投资的“耶鲁派”

更为神奇的是，在史文森的领导下，耶鲁投资办公室成为机构投资者人才的诞生地，从这里走出了众多大学捐赠基金管理人和投资机构首席投资官，其中许多还是我当时的良师益友。

以耶鲁捐赠基金高级主任迪安·高桥（Dean Takahashi）为例，他是耶鲁管理学院1983届校友，毕业两年半后，于1986年进入耶鲁投资办公室，仅比史文森晚了一年。在此后的32年间，他和史文森一起，与同事们创造了12.8%的年回报率，在机构投资史上创下了最高纪录。

当年我进耶鲁投资办公室时，还有一位面试官塞思·亚历山大（Seth Alexander），他是耶鲁大学1995届校友，在耶鲁投资办公室工作10年后，于2006年接手管理麻省理工学院捐赠基金，其管理的基金规模由84亿美元增至2019年的174亿美元，增幅高达107%，目前在大

学捐赠基金规模中全球排名第六，且2018财年投资收益率达到13.5%，再次跑赢自己的“恩师”耶鲁捐赠基金（12.3%）和哈佛捐赠基金（10%）。亚历山大运用的依然是师出耶鲁捐赠基金的非传统型策略，其在诸如股票和债券这些传统资产上的配置比例显著低于平均水平，并大量配置对冲基金和私募股权基金。他的投资理念是，要寻找那些符合宏观经济趋势或同类宏观因素的基金。

耶鲁大学1997届校友，现任鲍登学院（Bowdoin College）捐赠基金首席投资官的葆拉·沃伦特（Paula Volent）在2017—2018财年获得了15.7%的投资收益，问鼎全美大学捐赠基金。在其任职18年间，鲍登学院捐赠基金获得了9.2%的年化收益率，规模从4.65亿美元增至16亿美元。她有个观点：“捐赠基金改变了基金投资市场过去那副昏昏欲睡的样子，以前投资经理只投股票和债券，比如铁路股票，也许还有一些教师住房。但现在不一样了，鲍登学院捐赠基金的投资组合非常全球化——我们在寻找中国、拉美和其他新兴市场国家的各种机会，而且鲍登学院捐赠基金也大量投资风险资本、私募基金和对冲基金等另类投资领域。”

耶鲁大学2002届校友，现任斯坦福捐赠基金首席投资官的罗伯特·华莱士（Robert Wallace）是我的多年老友。他对资产配置、资产类别以及新兴市场国家的理解，尤其让人印象深刻。在他领导下的斯坦福捐赠基金，广泛配置私募股权、绝对收益以及新兴市场国家股权投资等另类资产类别，为斯坦福大学创造了长期稳健的收益来源。

耶鲁大学1989届校友、普林斯顿捐赠基金首席投资官安迪·戈尔登（Andy Golden）在那里负责投资工作24年，在他任职期间，12.6%的年化收益率让普林斯顿捐赠基金规模从35亿元增至260亿美元，该基金也是高瓴的早期出资方之一。

很难想象，耶鲁投资办公室能够培养出如此多成功的投资人。或许，正是史文森的榜样作用，让人们看到将受托人责任（Fiduciary

Duty）与理性诚实（Intellectual Honesty）结合到极致会产生多么伟大的结果。正是这样的道德标尺，让这里走出的每一位投资人都将自律、洞见、进化与学习作为不断追求的最核心能力。

从机构投资的历史，到机构投资的未来，我都有幸能够近距离地学习和理解；从互联网经济的诞生，到互联网泡沫的消解，我都有幸能够亲身地感受和反思；从近乎信仰的投资理念，到抱朴守拙的受托人责任，我有幸能够理解其中一二。实践告诉人们，方法和策略能够战胜市场，但对长期主义的信仰却能够赢得未来。

我对投资的思考

- 对于“风险”这个在金融学中被谈到令人麻木的概念，大多数人的评估标准是看投资收益的波动方差，而我从入行第一天起就被要求看出数字背后的本质并忽略那些从“后视镜”中观测到的标准方差：到底是什么样的自上而下/自下而上的基本面在驱动收益的产生及波动？又有哪些因素会使预期的资本收益发生偏差？而这些基本面因素在本质上有哪些相关性及联动性？
- 尽管投资人没有要求归还投资款，我们仍然坚持“这些钱一定要还”。我们希望用这样的方式来感谢他们的信任和支持。一个人的职业生涯很长，不能做任何对帮助过你的人有损害的事情，否则那可能会困扰你的一生。
- 投资的目标是盈利还是实现某种社会理想，其间的平衡必须把握。
- 方法和策略能够战胜市场，但对长期主义的信仰却能够赢得未来。

第 3 章

价值投资初试炼

我们是创业者，
恰巧是投资人。

在中国和美国同时看到和感受到互联网浪潮的风起云涌，是一种非常奇特的经历。2000年以后，国内创业浪潮此起彼伏，我深深感受到产业界万物生长的状态，特别是在中国加入WTO以后，我有一种明显的预感：中国的能量将伴随着企业家精神的觉醒一跃而起。

许多人问我为什么一直在创业，其实我倒没想到自己非要创业成功不可，只是觉得一定要做点事，做点有意义的事。归根到底，可能是“爱折腾，不满足现状，爱挑战自己”的性格特质帮我做出了选择，心潮澎湃不如说干就干。在美国的校园里遥望中国时，我已经明显感觉到中国快速发展的强劲势头，大家越来越推崇企业家精神。值得一提的是，在那个年代，不少有着海外求学、工作经历的“海归”们能够发挥很大的作用，他们不仅仅是知识、技术和商业模式的传承者，还结合对中国实际的理解，将成熟的现代风险投资理念和资本市场运作引进中国。

更加幸运的是，中国的市场环境，包括资源、人才、政策、资金、技术等始终在不断进化，各种有利的条件汇聚在彼时的中国，各方好汉就像拿到了英雄帖，纷纷御风而行。中国的商业史上第一次出现了互联网和风险投资，创业、创新在前所未有的伟大变革中形成闪烁的磁场，吸引着有志之士实现自己的人生价值。这种崭新的商业力量，在东方和西方同时出现，中国的创业者们终于不用追赶，就可以与西方的创业者们同场较量。每每想到这些，我的内心就无比兴奋，我觉得不能错过这个机会。

孕育和新生

对于投资人而言，理解所处时代的商业演进甚至商业史，是开展投资研究的第一步。在真正创办高瓴之前，我一直在思考中国的商业发展历程。在中国的商业史中，有许多伟大的制度变革、许多崭新的

思潮观念、许多传统或者非传统的商业模式，其中的互联网商业史尤其令人激情澎湃。

神奇的1994

把时间再次拉回到1994年，那年我22岁，刚从人大毕业。1994年4月20日，一条64Kbps的国际专线从中关村地区教育与科研示范网络[(5)]联入世界互联网，实现了中国与国际互联网的全功能接入。事后回看，这是中国互联网历史上非常传奇的一笔，也就是从这一刻开始，中国互联网浪潮开始孕育。许多人思考，到底是中国互联网企业的巨大成功助推了中国的崛起，还是中国崛起的巨大势能成就了中国互联网企业，这恐怕难以分说。但是，**对于一名投资人而言，理解潜藏在巨大势能中的关键行业和企业，是非常重要的能力。**

1994年，互联网行业远没有出现像今天这样叱咤风云的大佬人物，那些弄潮儿都还在各自的轨迹上蓄势待发，一群行业拓荒者面对着一片从未有人涉足，甚至无人理解的领域。但相似的是，他们都对互联网抱有本能的、敏锐的、富有想象力的好奇心。他们或者身处国内，因独特机缘接触互联网技术；或者远赴大洋彼岸，在美国互联网发展中经受洗礼。此后数年，门户网站、电子邮箱、电子商务、在线搜索、即时通信这些互联网模式纷纷破土而出，呈井喷之势，走上历史舞台。

1995年，张树新创立了首家互联网服务供应商瀛海威，清华大学推出了水木清华BBS，马云成立了“中国黄页”并于1999年创立了阿里巴巴。1996年，张朝阳成立了爱特信，两年后创立了搜狐。1997年，丁磊创办了网易。1998年，王志东创办了新浪；马化腾创办了腾讯，此后依靠QQ用户数持续增长和QQ秀付费模式，腾讯于6年后在港交所上市，估值突破6亿美元。2000年，搜狐、网易、新浪三大门户网站在纳斯达克上市。2003年5月，淘宝网成立，只用了两年时间，在2005年，

淘宝网就接连超越了eBay和日本雅虎，成为亚洲最大的网络购物平台。2005年8月5日，凭借市场竞价排名模式，全球最大的中文搜索引擎百度在纳斯达克成功上市，首日股价涨幅达354%，创造了中国概念股的美国神话，一举成为中国互联网市值最高的公司，这距离李彦宏1999年底回国创办百度，不到6年时间。至此，从早期新浪、搜狐和网易三家门户网站叱咤江湖，到百度、阿里巴巴和腾讯分别依靠搜索、电商和社交三种商业模式各掀潮头，中国互联网江湖初定，但时代潮流滚滚向前，技术创新仍在继续。

在1994年之后的10多年里，中国互联网经历了从孕育诞生到澎湃爆发的快速发展时期。我有幸能够在刚踏入社会参加工作的年纪赶上这样一个无与伦比的时代。无论是在国内工作，还是在海外求学，甚至是自己创业，我的所念所想以及与同仁们探讨的话题都离不开这些崭新的创业模式。或许，正是因为与中国互联网创业浪潮同步，甚至差点成为其中的一员，我能够见证并感受这种基于变化的创新经济。**一旦善于理解变化，投资人将极大拓展其可理解的范畴**，这也为后来高瓴投资互联网创新企业奠定了基础能力。

不平凡的2005

在创办高瓴之前，我还有过两段难忘的工作经历。我先是在全球新兴市场投资基金（Emerging Markets Management）工作，其间出差前往南非研究矿产资源。此后，我担任纽约证券交易所首任中国首席代表，创办了纽约证券交易所驻香港和北京办事处。当时是2002年，美国安然公司财务造假丑闻爆出后，人们普遍对上市公司财务报表的真实性产生强烈质疑，《萨班斯-奥克斯利法案》（*The Sarbanes-Oxley Act*）快速获得通过。这则法案又叫《2002年上市公司会计改革与投资者保护法案》，对公司治理、信息披露、会计职业监管、证券监管等方面做出了更多规定。我当时的主要工作是为在美国上市的中

国公司讲解美国法律、公司治理原则，并与港交所、深交所、上交所开展交流与合作。这些经历为我创造了观察新兴市场国家的独特机会与视角。

2005年本是一个平凡的年份，但就是在这一年，出现了许多影响中国商业格局甚至经济领域的重要事件。就像回顾科学史、艺术史或者商业史时我们会发现的一样，某些特殊的年份总会集中出现一批重要的人物或者事件，比如王石、张瑞敏、柳传志、潘宁在1984年集中创业，这一年成为讲述中国企业史时不可缺少的重要年份。人们难以从理性的逻辑中找到可能的缘由，或许唯一可以解释的理由在于，历史总是由一些精彩的瞬间所推动，而这些创业者总能以敏锐的知觉捕捉到时代的转机。作为投资人，更要有敏锐的知觉捕捉到这些创业者们。

把2005年展开来看，非常值得回味。2005年被称为“博客元年”，以博客为代表的Web2.0推动了互联网内容的纵深发展，RSS、SNS概念(6)不断涌现。2月，盛大突袭收购新浪19.5%的股份，成为新浪最大股东，互联网产业硝烟弥漫。3月，腾讯收购张小龙的邮件客户端软件Foxmail，几年后，正是张小龙团队研发的微信改变了几亿人的社交和生活方式。5月，MSN进入中国。7月，谷歌宣布进入中国。8月，百度登陆美股，中国互联网企业第二轮赴美上市潮风起云涌。同月，雅虎以6.4亿美元现金、雅虎中国业务以及从软银购得的淘宝股份换购阿里巴巴40%股份的交易落锤，这次交易开创了国际互联网巨头的中国业务交由中国本土公司主导经营的先例，这一年淘宝也与eBay正式交战。

就在这一年，更多互联网公司在中国默默扎根：刘强东全力拓展电商业务；王兴创办了人人网，这与他日后创办美团相隔5年；周鸿祎辞掉雅虎中国总裁职务，创办奇虎360；庄辰超创办去哪儿网；姚劲波创办58同城；杨浩涌创办赶集网；王微创办土豆网；阿北（杨勃）创

办豆瓣网；李想创办汽车之家。这些新生的公司与当时的互联网巨头相映成趣，引领着那个充满生机的年代。悄然间，中国“网民”数量超过1亿[(7)]，中国成为仅次于美国的互联网大国。许多搅动日后互联网江湖波澜的细节，让我们察觉到，这就是创新的年代。

2005年不仅是中国互联网历史上江湖初定的特殊时点，也是中国风险投资历史上的重要年份。最先嗅到行业机会的，除了误打误撞的我们，还有众多海内外机构。尽管远在大洋彼岸的美国创投机构还未从互联网泡沫的黑色风暴中恢复过来，但部分有先见之明的美元创投基金们已经将眼光投向中国。这一年，美元创投基金的管理团队开始快速在中国进行本土化运作，中国的投资人群体也开始快速入场，一批日后声名显赫的机构相继成立，中国风险投资正式步入快速发展时代。就是在这样的时代背景中，我和几位老朋友开启了一场价值投资的探索之旅。

“老友记”开张

2005年，对于我的投资生涯来说是一个特殊的年份。当我22岁大学毕业时，远没有明确自己的职业目标，正是这之后11年间的变化，让我在33岁时有了巨大的勇气创办属于自己的投资机构。把握住中国经济增长和投资环境的历史机遇，成为“不安分者”的重要选项。**这是一个无比沸腾的时代，无法失去，不能错过，即使舒适也切莫沉寂，宁愿艰巨也不要无趣。**

踏上这条美丽的小路

2005年6月1日，我们创办的投资机构正式开张了。那天正好是儿童节，这个日子可以说非常应景，因为当时的我们除了像孩子一样无

惧和快乐，几乎什么都没有。我们憧憬着在中国实践价值投资，对未来充满了发自内心的好奇和坚定。

创办投资机构的第一件事是给公司起名字。我们先想到了中文名“高瓴”，取自“高屋建瓴”，意指对事物全面、透彻和长远的了解。为了拓展海外业务，又起了一个英文名叫“Hillhouse”，字义与中文名暗合，灵感则来自耶鲁大学一条叫作“Hillhouse Avenue”的街道，这是我在耶鲁大学学习投资时，时常走过、时常在其上思考的一条路。因为秋天道路两旁时常铺满金色落叶，簌簌作响，这条街道被狄更斯和马克·吐温称作“全美国最美的小路”。在那时的中国，创业的原因被戏称为两个：一个叫“走投无路”，还有一个叫“无路可走”。我终究选择了这条“美丽的小路”，这对我此生，意义非凡。

高瓴成立时，并不是一帆风顺的。在真正开始投资前，我需要组建合适的创业团队，寻找便宜的办公场地。我喜欢找长期信任的、熟悉的人一起工作，于是就开始在当年人大的同学、曾经的同事里寻找创业伙伴。“如果没有想好做什么工作，干什么职业，那就先和你最喜欢的人一起工作吧，错不了。”对面的同学略沉思了一下，然后回答说：“好，那我加入你们。”这段对话最早出现在哪一天，我已经忘记了，但我时常想起邀请优秀的人加入我们时的激动和欢喜。**与靠谱的人做有意思的事，是我一直以来非常享受工作的原因之一。**

这里有一个很多人都知道的小故事。当时我给一个老同学打电话，请他加入。他竟然拒绝了，但推荐了自己的妻子。我问：“你是当真的吗？你不理我，把老婆‘扔’过来？”他当时的回答很是客观诚恳：“我已经是一个大型律师事务所的合伙人了！”没错，他肯定是觉得我做的这些事不太靠谱，又很想帮我。现在，这位朋友的妻子，一个当时从没做过投资的女生，从做我的秘书干起，先后做过投研、风控、财务、基金运营等各个岗位，一路成长为高瓴的合伙人。

开启“乌合之众”的学习之旅

经过四处物色，公司总算有了几位创业伙伴。当时选择创业伙伴，我确立了三条标准：第一是人品好，第二是爱学习，第三是能吃苦。但问题又来了，除了我是半路出家学投资以外，其他四位都不是科班出身。当时就有好朋友“调侃”道：“人都是看着很好的人，但是有点乌合之众的感觉。”

“乌合之众”也能从头开始学。就像当年申请耶鲁投资办公室实习职位一样，我对投资的理解源自真挚的思考。与许多科班出身的投资人不同，他们可能还需要“洗尽铅华”，而我们却得天独厚地“一尘不染”。更幸运的是，我们面对的本来就是一个崭新的市场，一个急速变化的时代，并无一定之规可循。最开始，我们是在朋友的办公室里“借宿蜗居”，与一张大桌子、几台电脑、一些破旧家具为伍。好在这个办公室有一个天然的好处，就是旁边有一个开放的健身中心，这使得我们的“实际”办公面积其实很大很奢侈。

像许多“夫妻老婆店”(8)一样，创业之初，我的妻子经常来公司，我做投资业务，她做中后台支持，甚至当起勤务员、保洁，帮我们收发信件、预订差旅、端茶倒水。这还不够，我还邀请同事的家属们来公司参观，感受我们的奋斗历程。其实这里面有个私心，就是希望这些早期员工们能够赢得家属的理解，以便安心加班。当时最大的感受就是理解了“苦中作乐”的含义。由于办公室下午6点就会关掉空调，我们不得不开窗通风，又因为楼层不高，所以蚊子不少，大家都会笑着数自己身上被叮了多少包，还要互相比一比。

我们几个创业伙伴还有一些共同的特点：第一，从来都不知道怎么赚钱，但擅长学习；第二，从来都不觉得有什么东西是学不会的，在学习上非常愿意花时间，不断吐故纳新；第三，在实践中学习，边学边干，边干边学；第四，热衷于开诚布公地分享，发表自己真实的

想法和意见，不去争论谁是对的，而是去争论什么是对的；第五，酷爱读书，遇到一本好书便彼此分享读书心得，举办围炉夜话和读书沙龙。

正是这样的创业伙伴，用这些创业之初的招招式式，将高瓴打造成了一个不断求知、探索真理的学习型组织，绝非刻意，全凭天然。公司创立时专门装修了一个小型的图书馆，书架上堆满了各种年鉴和专业书籍，时至今日，学习氛围仍不减当年。高瓴创业初期只有5个人，当拥有30名员工的时候，终于感觉像一家公司了。但直到现在，规模已达几百人了，我们还是觉得自己是一家创业公司，从最初发现价值，到之后增加价值，现在则创造价值。**“我们是创业者，恰巧是投资人。”**这是我们创业之初的自我定位，也是至今不变的选择。

“中国号快车”，请立即上车

对于一家投资机构来说，如何赢得出资人的信任，事关生存。在刚创立高瓴时，由于国内私募基金行业尚不成熟，如何募得第一笔钱，成为创业初期的严峻挑战。在中国快速发展的氛围中，我和几位创业伙伴决定：就是要靠中国的故事，打动海外出资人。然而，大洋彼岸的外国人对中国的认知并没有与时俱进，他们中不同的人对这片东方土地的理解似乎停留在不同的年代，很少有人看到当下和未来。同时，他们对价值投资在中国的命运也未敢确信，在这样一个快速发展的新兴市场，价值投资或许只是一家投资机构的尝试。**尝试可能只是意气，但坚持却是勇气。**

在海外出资人面前展现中国

在美国，你能想象走在大街上，同时看到钢铁大亨安德鲁·卡耐基（Andrew Carnegie）、金融大亨J. P.摩根（J. P. Morgan

Sr.）、“石油大王”约翰·洛克菲勒（John Rockefeller），还有谷歌创始人之一拉里·佩奇（Larry Page）、亚马逊创始人杰夫·贝佐斯（Jeff Bezos）走在一起吗？在中国，“这些人”就在同一个时间，登上了同一个历史舞台。

这背后的原因正是中国的快速发展和多层次转型：中国同时面临从计划经济到市场经济的体制转型、从农业社会到工业社会的发展转型，改革带来的红利爆发出许多内生动力，而且这种动力是全面性的、不可逆的。此外，中国处在与西方共同推动信息科技革命的时代浪潮中，同为技术创新的发源地，在一些领域还在引领新的产业革命。短短几十年间，工业发展、城镇升级、互联网普及、科技创新……一波接一波的浪潮涌现，这对投资人来说，仿佛展开了一张“清明上河图”。特别是中国在加入WTO以后，进入了城镇化、工业化和信息化“三化合一”的时代。在西方国家，这“三化”是在不同年代渐次出现、逐步发展演进的。100年前先是城镇化、工业化，近几十年是信息化、智能化，而在中国这些现代化进程却同时迸发。一、二线城市在前，三、四线城市紧随，还有乡镇、农村，这是一种无比复杂却让人欢欣鼓舞的奇特场景，我们这一代人可以同时感受到西方好几个时代的变化，就像一家几代人一起学开车一样。这不得不令人感慨：人尚未奔跑，时代却已策马扬鞭。

迈克尔·波特（Michael Porter）[(9)]在《国家竞争优势》（*The Competitive Advantage of Nations*）里提出国家竞争力的四阶段论：一是生产要素导向阶段（依靠资源、廉价劳动力）；二是投资导向阶段（依靠政府主导的投资）；三是创新导向阶段（依靠科技创新）；四是财富导向阶段（依靠金融资本运作）。在中国，由于产业和区域发展的多样性，这些阶段同时上演。比如说城镇化，在中国不仅是工业化的载体，更是市场化的平台和国际化的舞台。大量农村剩余劳动力涌入城镇转为市民，一方面为城镇提供了充足的劳动供给，另一方面也释放了大量的消费需求。城镇化派生的投资和消费需求拉

动经济快速增长。同时，城镇化的发展逐渐缓解城乡二元结构带来的经济发展上的扭曲，进一步提升产品市场、生产要素市场的市场化水平。在这个基础上，中国通过增加出口、引进外资和技术，迅速融入国际贸易和产业分工；扩大开放力度，以开放促改革，通过市场化竞争，加速促进国内技术、产品和服务的转型升级，实现结构性调整。

从更长期看，21世纪很有可能是属于中国的世纪，这十几年只是整个历史大周期中很早期的阶段，冰山才刚刚露出一角，还有很大的机会往前推进。尤其是在信息科技时代，中国是一个极佳的创新实验场。中国的创新驱动战略为创业者们构建了很好的政策环境，中国不缺乏拥有卓越赏识力和战略思维的投资人，中国的消费者有着天然的“互联网基因”，中国的创业者有太多的可以试错的机会。这些因素将促使中国的创新以持续迭代的方式，不断积蓄能量，从而创造重大突破。一个大国的崛起，往往需要制度、环境的改善，这其中也需要一些人站出来，在历史潮流中劈波斩浪。创业者、企业家群体有可能成为改变中国的力量，他们善于学习、勤奋努力，有着从“死亡之组”(10)突围的拼搏精神，敢于白手起家，探索竞争中取胜的可能；同时，他们又在实践的历练下更加富有理性，在复杂混沌中有着清醒的眼光。

奔走在美国东西海岸以及世界各地，在海外出资人面前展示中国，是充满使命感的事情。在当时的潜在出资人看来，我们是一支没有太多投资背景和经验的中国团队，在卖一个他们没有怎么投资过的国家的故事。我们在海外募资打出的第一个口号叫：“中国正在崛起，高速列车正在离站，请立即上车。”然而，现场90%的出资人没有立即“上车”，10%的出资人在一个星期以后也没有“上车”。现在再说起来可能是笑谈，当时的局面却是非常困难的。尽管应者寥寥，但我们始终坚持自己的理念，“中国要开放，机会在创新”，“不搞存量搞增量”，中国崛起的故事，真的只写到了序章。

在过去的一段时间，人们会觉得中国离世界很远，但当中国离世界很近时，可能要假以时日人们才能真正察觉。在西方人的眼中，过去的中国是一个封闭自守的经济体，与世界经济体系基本“绝缘”，像处于完全平行的时空中，无论是话语体系、思维方式还是发展脉络，都与外界格格不入。中国的现代化进程，似乎有太多障碍需要逾越。我要告诉他们的，是两者之间已经产生出太多奇妙的连接点，中国正在不断学习、借鉴和融合于世界，世界也需要中国的到场、推动和引领。如今，中国与世界再难分彼此。

2000万美元，第一笔投资

西方投资人经常说这样的一句话：在过去的100年里，是乐观主义者带领着美国的股市走到了今天。我想这句话同样适用于中国，悲观主义者可能猜对了当下，但乐观主义者却能够赢得未来。

我们是幸运的，或许正是源于长期乐观主义，2005年7月，在借来的局促的办公室里，我们接待了耶鲁捐赠基金投资团队。他们围坐在办公桌周围，面对刚刚开始在中国做投资的青涩团队，既像老师又像法官，疾风骤雨般地向我们提出大大小小的问题，包括投资计划、管理及退出策略、各项费用、研究方法等。尽管对此次拜访早有准备并胸有成竹，但对于回答不了的问题，我们仍然坦诚回应并记下应该关注的投资要点。

毋庸置疑，与耶鲁投资办公室的会面让我们大为激动，原因有两点：其一，在耶鲁投资办公室的实习经历让我对其挑选基金管理人的严谨风格十分熟悉，他们不仅仅对基金管理人的投资理念、管理能力有着独特的筛选标准，并且对其道德品质有着近乎严苛的要求，尽管无论怎样的结果对我们而言都是非常难得的自省机会，但我们仍然对能否赢得他们的最终信任感到紧张；其二，我们太想得到耶鲁捐赠基金的投资，因为他们绝不是简单的出资人，他们的信任是对我们的投

资理念和方向的极大肯定。最终，经过严格的考察，耶鲁捐赠基金决定向我们投资2000万美元，这是我们创业后募得的第一笔资金。事后回想，他们竟如此重视：大卫·史文森亲自带队，迪安·高桥等耶鲁投资办公室高管团队全体出动，远赴中国进行实地考察。此后不久，由于我们扎实的团队表现，耶鲁捐赠基金又追加投资1000万美元。如今，耶鲁捐赠基金已然获得了早期投入带来的丰厚回报，并持续追加投资，截至2020年4月，高瓴已让耶鲁大学累计获得了24亿美元的投资收益。

当耶鲁大学录取一个中国普通年轻人时，他们大概没有想象到这场教育的未来；当耶鲁捐赠基金认真考察一支刚刚起步的团队，并将2000万美元交托给一群刚开始做投资的中国人时，他们大概没有预料到这笔投资的未来。就像诗人北岛所述：“新的转机和闪闪的星斗，正在缀满没有遮拦的天空，那是五千年的象形文字，那是未来人们凝视的眼睛。”[(11)]在海外介绍中国时，我的内心时常涌现这样的诗句。今天，在“互联网女皇”玛丽·米克尔（Mary Meeker）《2019年互联网趋势报告》（*Internet Trend 2019*）列出的30家全球上市互联网公司市值领导者中，美国公司共18家，中国公司共7家（阿里巴巴、腾讯、美团、京东、百度、网易、小米），中国仍有大量未上市的科技及创新企业。每当我走在去拜访出资人的路上时，与第一次一样，我心中所要讲述的故事从未改变：“重仓中国”，看好中国企业和企业家的卓越不凡。

大行情中的“特立独行”

在高瓴成立初期，我们就坚持自己的投资理念，一方面希望“think big，think long”[(12)]——谋大局，思长远，架起“望远镜”去观察变化、捕捉机遇；另一方面用“显微镜”研究生意的本

质，看清它的“基因”“细胞”，还有“能量”。在创业的一招一式中，我们不断反思和总结，逐渐明确应该做什么，不应该做什么。

有些事情不能做，从一开始就不做

在中国，由于制度、文化、历史惯性、发展阶段等因素，投资领域曾不可避免地存在一些草莽的江湖气息。有人依靠超强的资本嗅觉和运作能力，在复杂的社会脉络中辗转奔波，有人“辞官归故里”，也有人“漏夜赶科场”。许多人迷恋挣快钱的刺激感，因为从短期回报率来看，挣快钱能够很快证明自己创造财富的能力，但这无疑是危险的。所有的快钱，它产生的理由无外乎这样几点：信息不对称下的博弈、热点追逐中的投机，甚至是权力寻租。某种程度上来说，人类天生好奇，有着本能的求知欲和探索欲。然而，快钱带来强烈欢愉感的同时，却极易麻痹人们的神经。**投资人一旦懒惰，一旦失去追求真理的精神和理解事物的能力，就可能失去了某种正向生长的本能。**那些赚快钱的人会发现路越走越窄。我们也有一些挣快钱的机会，但我们敢于说“不”，敢于不挣不属于我们的钱。

有些事情不能做，从一开始就不做。有些钱不能要，如果出资人不理解我们的坚持，我们从一开始就无法与之磨合。对于一家从零开始做投资的机构来说，没有资源，没有名气，我们只能一步步寻找属于自己的投资方法。我们没有所谓的“顿悟时刻”，而是在不断试错中付出能够带来长远回报的努力。

在高瓴成立的头几年，国内市场面临着日新月异的局面。2005年，经济学家吴敬琏在全国“两会”中提出了“中国改革进入深水区”的观点。那一年，中国GDP达到18.2万亿元，GDP增速处于11.4%上下的高速增长区间。资本市场改革悄然启动，股权分置改革打破了非流通股和流通股的制度差异，实现了证券市场真实的供求关系和定价机制；国有商业银行稳步推进股份制改革，金融风险得到妥善处置；

金融业对外开放按照加入WTO的条款要求逐步发展，过渡期结束后金融业竞争进一步加剧。中国启动人民币汇率形成机制改革，不再盯住单一美元，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币进入长期渐进升值轨道。房地产市场也在需求释放和政策调控中呈稳步上扬趋势。这些事件无法直接开启之后数十年中国浩瀚发展的伟大历程，但我们时常可以感知到未来的喷涌之势。

面对外界的环境，选择适应环境的方式成为影响未来的关键所在。正所谓“知足不辱，知止不殆”，**在短期与长期、风险与收益、有所为与有所不为之间，我们修炼自身的内核，坚持做正确的事情。**

重仓腾讯

“嘘寒问暖，不如打笔巨款。”当我们拥有“巨款”时，第一笔投资就是重仓腾讯，在单笔限额内，把最大的一笔投资都押注在了腾讯。那时，腾讯公司刚上市一年多，主打产品之一是QQ，一款在互联网上即时通信的软件，以一只闪烁的企鹅为形象。

到2020年2月，腾讯公司的估值从2005年的不到20亿美元增长到约5000亿美元，看来我们真的是“赌”赢了。是的，我们无法否认赌的成分，在那个节点，谁也无法判断即时通信这门生意有怎样的影响力，谁也无法判断腾讯这家创业公司能否杀出重围，谁也无法判断互联网的未来究竟是什么。

但我们又不全是赌。在投资前，我们按照一贯做法进行了大量的基础调研。当时，互联网业态相对简单，即时通信构成了一个非常重要的市场。曾经有分析员这样概括：即时通信使亲友的沟通突破时空界限，使陌生人的沟通突破环境界限，使自我与外界的沟通突破心理

界限。而作为沟通软件，即时聊天应用突破了作为技术工具的界限，人们将感受现代交流方式，并构建起一种新的社会关系。正是这些构成了投资的亮点：腾讯真正打破了亲疏关系的局限、社交阶层的局限、沟通场景的局限，特别是帮助人们在虚拟世界中实现了没有束缚的沟通，打破了现实中的疏离感。尽管初步调研的结果比较乐观，我们仍然有很多顾虑，最突出的有两点。

首先，即时通信软件的本质是什么？是从无到有创造新的沟通渠道，还是提升现有沟通的效率？是解决人们的不安全感，还是创造了一种更高级的娱乐空间？一旦形成了连接，能否出现更多的“同心圆”，发展更多的业务？

其次，我们更大的顾虑是，用户基础到底有多大？能否形成网络效应，实现用户黏性？当时我身边的人很少用QQ，许多人以用MSN为荣，而腾讯的用户乍看上去多是“三低”用户——低年龄、低学历、低收入。

一次去义乌小商品城的调研之行让我们有了意外发现。那次并不是专门去调研QQ，而是为了调研别的事情，顺便看看大家都在用什么交流。我们惊奇地发现每一个摊主的名片上除了店名、姓名、手机号以外，还有一个QQ号。后来我们拜访政府的招商办，连招商办的官员名片上也有自己的QQ号。原来，QQ的用户深度超乎想象，它对中国用户群体的覆盖满足了社交的无限可能。社交可能是有圈层的，但社交工具不应该有圈层，它应该连接所有人，打破亲疏关系、社交阶层以及沟通场景的局限，让沟通可以随时被发起、被等待、被记录，把自身人性的东西通过产品还原、纾解和建构，完全解除人与人之间的沟通障碍。马化腾曾经这样定义即时通信，他认为以QQ为代表的即时通信产品已不再是一个简单的沟通工具，而是一个共享信息资讯、交流互动、休闲娱乐的平台，语音通话、视频通话、音乐点播、网络游戏、在线交易、BBS、博客等新的应用都可以在这个平台上开展。几年

后，这些定义悉数兑现，这样一款产品几乎成为中国“网民”的标配，许多人把QQ号作为自己的网上ID，许多“网民”的第一个网名就是QQ昵称。

这次对QQ的调研和对腾讯产品理念的反复思考，打消了我们之前所有的顾虑。事后复盘时，我们更加坚定了一直坚持的信念：一个商业机会，不应看它过去的收入、利润，也不能简单看它今天或明天的收入、利润，这些纸面数字很重要，但并不代表全部。真正值得关注的核心是，它解决了什么问题，有没有给社会、消费者提升效率、创造价值。**只要是为社会疯狂创造价值的企业，它的收入、利润早晚会兑现，社会最终会给予它长远的奖励。**

勇敢地去接“下落的飞刀”

市场永远在波动，而我们却一直在“特立独行”地研究、学习与判断。价值投资需要做的基础研究很多，以至于我们无暇猜测市场的潮起潮落。

2008年，一场漫及全世界的金融海啸让所有人对这个世界充满失望、愤懑和无奈。与大多数机构投资者一样，我们在巨大的不确定性、弥漫的恐慌情绪中陷入疑惑、忧虑和沉思。在冬季里活着的树木必然有坚硬的角质层，在寒冷中过冬的动物必然有厚厚的皮毛，那么在这场金融寒冬中，投资人应该依靠什么？

我们从不相信运气，因为无论是概率验算还是神灵保佑，似乎都不管用，我们相信的是长期理性，理性可能迟到，但绝不会缺席。当然，在巨大压力下，这种观点仍然不能让我们坦然镇定，我们在紧张地观望着整个行业的震荡与兴衰。有人把“金融危机”比作“癫痫”，来强调其不可预测性。但2008年的无数预警，都被人们有意无意地错判或者忽略。当时国内金融市场对这场危机的感知是迟缓的，

直到2008年9月15日，在同一天内，美国第四大投资银行、诞生于中国清朝道光年间的雷曼兄弟公司破产，美国第三大投资银行美林证券被美国银行收购。这两条新闻传入国内时，人们才惊惶地意识到，一场史无前例的世界危机终究还是来了。在随后的一周，全球股市市值蒸发7万亿美元，亚洲、欧洲金融市场也剧烈动荡，外汇市场剧烈波动，流动性趋于干涸。2008年10月，金融危机迅速从金融领域向实体经济蔓延，国内各项经济数据大幅下降，决策者呼吁：信心比黄金重要。

尽管凭借着警觉，我们在系统性风险指标急速上升时已提前降低了仓位，但账面仍损失惨重。在市场陷入谷底的时刻，信仰决定了看待这场危机的视角。任何一场世界性的危机都异常恐怖，但我们始终相信长期主义，相信人们有智慧、有办法化解它，人类社会不正是在一场又一场的危机和重生间螺旋式发展的吗？历史长河中，如果给你一块硬币赌人类命运的话，你应该永远相信人们的智慧和企业家精神。我们更加相信国运，相信中国哲学，相信中国的腾飞之势，中国的发展不正是在一次又一次的浴血奋战中凯旋吗？

最终，我们决定义无反顾地“赌”危机的破灭，“博”市场的反弹。这不仅仅出于我们对于市场的判断、对于“重仓中国”的坚持，更关键的是企业家的能力给了我们十足的信心，我们投资的这些企业中不乏拥有伟大格局观的创业者、企业家，以及最勤劳的员工，他们都是最扎实的奋斗者。在这样的氛围里，我们不能轻易错过市场触底反弹的机遇，我们的信心在这个时候反而很强烈，帮助我们在市场的杂乱信号中找到最终的方向。

我们相信，每一次重大危机都是一次难得的际遇和机会，尤其需要珍惜。危机既是一场不折不扣的压力测试，让我们看清到底谁在“裸泳”；又是一面镜子，足以“正衣冠，端品行”。在危机出现的时候，投资人能否坚持初心、坚持反复强调的价值观，就显得尤为重要了，这个时候坚持的东西，往往既是决定生死的，又是关乎声誉

的。**真正穿越周期的投资机构，往往做到了既看到眼下，时刻做好打算，又目光长远，不为一时一地而自乱阵脚。**这种理念需要不断地强化，要印刻在基因里。

事后回看，颇有意思的是，当很多投资机构都在自忖生死的时候，我们竟在“傻呵呵”地装修新办公室。我们在金融危机前就已经计划搬到一栋新的写字楼里，并在这家写字楼的顶层租用了更大的办公室。当时有员工戏称：“我们可能是全世界唯一一家以举锤子、敲钉子直面金融危机的投资机构了。”在这次金融危机期间采购的办公家具至今仍在使用，并非为了纪念，而是因为当时坚持采购最好的家具，力求坚固耐用，做长期打算。

基因决定了非如此不可

选择做价值投资，是高瓴诞生的基因决定的，我们从第一天就笃信，非如此不可。一方面，这个无比沸腾的时代让价值投资者对中国崛起抱有基于理性又超越理性的独特期待；另一方面，我们拥有在西方近距离观察金融市场发展的独特历程，特别是在机构投资者身上看到了一种回归本质的投资精神，这些积累多年的实践经验和理论建树，无疑为我们树立了极高的行动标准。而这其中，价值投资作为一种可以穿越周期、穿越迷雾的力量，成为高瓴基因表达的核心所在。

做，就做常青基金

在自力更生、因陋就简的创业伊始，我们就选择做一只价值投资常青基金。无论在当时还是现在，常青基金都是亚洲少有的模式，但我们仍然坚持做长期正确的事情，具体来说就是以下三件。

第一，选择超长期的出资人。某种程度上来说，你的负债端往往决定了你的资产端，你的资金性质会极大影响你的投资策略。常青基

金的特点是投一级市场项目，不用担心退出压力，公司上市后，只要业务发展前景可期，就继续持有其股票。这个模式在亚洲是很罕见的，因为超长期投资对出资人的要求很高，需要出资人对基金管理人（即普通合伙人，General Partner，简称GP）非常信任。对于那些需要不断展示投资回报或者消化市场风险的基金管理人来说，他们在投资时束手束脚，由于需要关注短期回报，所以有时会舍本逐末，无法形成长期思维。

在这个逻辑框架下，答案只有一个，那就是选择合适的出资人，选择超长线资本，比如全球顶尖大学的捐赠基金，包括哈佛大学、耶鲁大学、普林斯顿大学、斯坦福大学、麻省理工学院的捐赠基金，还有主权财富基金、养老基金、慈善基金、海外家族基金。它们的投资时限往往可以用世纪来衡量，因此富有远见、耐心和信任，不会在意一时一事，而是追求长期可持续的增长。战略上的理解，理念上的契合，使得这样的机构投资者对所选择的基金管理人格外信任。只要坚持做价值投资，它们就会坚定支持。

第二，拥有超长期研究的能力。实现超长期的研究需要两个大前提：一是能做，即你的资本是长期的，这样你才具备花时间和精力去思考长期关键性问题的外部条件；二是愿做，即你的投资理念是长期的。投资决策的起点是对行业的深刻洞察，包括供给端的变化趋势、行业环境的历史演变以及生意模式的本质，思考什么样的企业值得持有30年以上。注重超长期研究能力的组织完全不同于官僚化组织，也不同于典型的商业化机构，而是像一所学校、一所研究院。分析员不会因为短期内找不到好的投资机会而面临业绩考核的压力，他们的核心工作就是研究，把自己变成一名研究人员，先于市场发现好的机会，而不用四处求神拜佛。

第三，坚持并不断完善价值投资的内涵。既然选择了价值投资，就要在可理解、可预期、可展望的范畴内，遵循商业的真实规律，做

出判断。这就需要坚持研究驱动，把研究作为投资核心能力的出发点，完成“可理解”；坚持长期投资，充分理解并等待价值创造的过程，做时间的朋友，完成“可预期”；坚持寻找动态护城河，把企业家持续创新、持续创造价值的能力作为企业长期可持续发展的核心动力，完成“可展望”。这样，就可以获得与别人不一样的价值投资能力。

一种投资机构，多种投资形态

在坚持做到上述三件事情之后，应该怎样开展投资活动呢？在具体的执行中，第一步就是寻找投资思路，基于对行业的深度理解，找到真正产生价值的信息，获得对行业价值链、生态环境的全面洞察，提炼行业发展周期中的重要变化，尤其是提炼看似无关、实则相关的重要联系，把不同的思维角度碰撞在一起；第二步就是投资思路分析，去测试和判断你得到的信息和想法，把真正有关系、有联系的事情想清楚，思考原因的原因，推导结果的结果，而不是用简单的线性思维思考；第三步是投资思路管理，把投资思路代入真实的商业周期或产业环境中，变成一个可执行的项目，包括怎样投资、怎样交易、怎样运营、怎样创造价值，形成最终的投资表达方式。

在无关处寻找有关，在有关处探求洞见，在洞见后构建方案。正是这样的“三步走”策略，决定了一种价值投资机构可以成为多种形态。

第一，可以建立全阶段、跨地域的投资模式，做全天候、全生命周期的投资机构。一旦研究发现绝佳的商业模式和与之价值观契合的创业者，就可以自由发挥，即在公司发展的任何一个阶段投入，这包括在公司发展早期阶段、成长转型阶段，甚至是上市以后，也不局限于本土企业或海外企业，要把对公司价值创造过程的理解转化成全球、全品类、全阶段的投资决策，可以不拘泥于股权、债权，不拘泥

于早期种子投资、风险投资、成长期投资、上市公司投资、公司并购等各种形式，保持投资的灵活性。本质上，价值投资就应该这么做。完全可以用一级市场的长期思维来理解二级市场投资，也可以用二级市场的观点来复盘一级市场投资。其实，在广义的价值投资范畴中，一级市场的风险投资、股权投资和二级市场的股票投资，没有实质差异。正所谓“一种基因，多种表达”，在什么市场通过什么形式投资都只是表达形式，价值投资的核心还是商业洞察力，即对人、生意、环境和组织的深刻理解。如果研究理解的结果可以通过二级市场实现，就买入股票长期持有；如果没有这样的上市公司，就寻找私人市场；如果没有私人市场，甚至可以寻找创业团队进行孵化。

第二，可以成为非活跃的主动投资机构。主动是指将投资的着眼点放在创造价值上，做正和游戏，不算小账。非活跃是指不用随时准备交易，不需要太大交易数量，甚至可以除了研究什么都不做，但要时刻保持高度警惕，随时准备抓住机会，一旦出手就要“少而精”，积累一个高质量公司的组合。从高瓴成立的第一天起，我们和出资人就有一个约定，那就是任何事情只要合理、有意义，我们都可以做（We can do anything that makes sense）。这可能是世界上最简单的模式——出资人给你开了一张空白支票，“你可以干任何你认为合理、有意义的事情”。但可不要小看这个“合理、有意义”（make sense），这实际上是一个最高的门槛，因为这个世界上充斥着并不合乎情理的事情。比尔·盖茨和沃伦·巴菲特曾经说他们的成功秘诀主要就是两个字：专注。**作为投资人，就需要在无数诱惑下更加专注，不断扪心自问什么事情是有价值、有意义的，这样的事情才能做。**同时，不用强迫自己在好的机会出现之前去做任何事情，这也是一个重要原则。是像天女散花一样做很多投资，还是把所有的精力、最好的资源，集中投资于最信任的创业者？不同的人有不同的答案，但更有效的是：**我们不必做所有的事情，只需要做有意义的事情**（We

don’t have to do anything. We only do things that make sense）。

第三，可以成为提供解决方案的投资机构（Solution Capital）。价值投资的外延在不断丰富，对价值创造过程的理解还可以转化成为企业发展提供解决方案，推动产业变革。对于周期性行业和非周期性行业中的企业，投资人都可以在行业洞察的基础上，深入理解企业未来发展最需要什么：如果是资本，就提供充足的资本；如果是技术，就给予技术支持；如果是人才，就帮忙搭建团队；如果当下还不知道企业未来需要什么，就以全周期的视角和创业者共同寻找答案。**解决方案的提出，不是看价值投资机构有什么，而是看产业变革规律以及公司创业过程中需要什么**，通过在管理、资源、技术和人才等方面提供解决方案，推动创业公司的能力跃升。

要坚持做提供解决方案的资本，参与到企业的长期发展过程中。**我们未必能帮助创业者走得最快，但我们希望能够与创业者一起走得更远。**这样的基因决定了价值投资机构可以穿越周期、忽略“天气”、不唯阶段、不拘泥于形式，在全球、全产业、全生命周期里创造价值，这条路可以一直走下去，效率也会更高。

在创办高瓴伊始，我就全然没有设想过它的未来，无论是管理规模会有多大，还是今后会走向哪里。这些可能并不重要，也无法刻意求之。而我们能做的，就是在长期投资、价值投资的坚持中寻找内心的宁静，在“重仓中国”的笃定中感受价值的创造，在与伟大企业家的同行中信守长期主义的哲学。

我对投资的思考

- 对于一名投资人而言，理解潜藏在巨大势能中的关键行业和企业，是非常重要的能力。
- 一旦善于理解变化，投资人将极大拓展其可理解的范畴。
- 投资人一旦懒惰，一旦失去追求真理的精神和理解事物的能力，就可能失去了某种正向生长的本能。
- 有些事情不能做，从一开始就不做。有些钱不能要，如果出资人不理解我们的坚持，我们从一开始就无法与之磨合。
- 只要是为社会疯狂创造价值的企业，它的收入、利润早晚会兑现，社会最终会给予它长远的奖励。
- 真正穿越周期的投资机构，往往做到了既看到眼下，时刻做好打算，又目光长远，不为一时一地而自乱阵脚。
- 解决方案的提出，不是看价值投资机构有什么，而是看产业变革规律以及公司创业过程中需要什么。
- 我们未必能帮助创业者走得最快，但我们希望能够与创业者一起走得更远。

BE A
FRIEND
OF
TIME

第二部分

价值投资的哲学与修养

第 4 章

价值投资方法与哲学

时间是好生意
与好创业者的朋友。

在我的书架上，有一套书最为醒目，我总会在不经意间打开翻看，那就是由本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）与戴维·多德（David Dodd）在1934年共同写下的《证券分析》（*Security Analysis*）[(13)]。这部巨著被誉为“投资者的圣经”，书中的投资思想也被称为“价值投资的路线图”。这部历久弥新的经典著作最大的意义在于，它使得价值投资和基本面分析真正走入人们的视野。自此，无数投资者都在相信或质疑、亲近或远离中解构价值投资。

20世纪80年代初，证券分析师们的办公桌上往往都整齐摆放着数支铅笔和一摞白纸，还有两部电话机以及一些便捷查询表，他们每天都会通过报纸、电话、广播等工具检索信息，拿起铅笔飞速计算着各项资产收益率。今天，计算机、互联网和各种数据库正逐渐替代人工运算模式。投资工具在变，投资方法也在变，价值投资的基本理念历经数个周期，然而，真正践行价值投资的投资者并不多见。

价值投资需要既能从质的方面，又能从量的方面找到根据，但相反的是，许多人在遇到无法理解和无从应对的事情时，寄希望于瞬间的直觉或者玄妙的悟性。这就好比在最后的时刻又把胜负手交给了运气，或者是执迷于零和游戏，在市场的复杂多变中你争我夺。

作为价值投资的信仰者，需要认真区分“投资”与“投机”，并思考：投资究竟是购买一张证券等待合适的时机出售，还是成为这家企业的股东与其同呼吸、共命运？在我们看来，品质是投资选择的基石，而品质通过一个问题即可辨明：时间是不是你的朋友？真正高品质的公司，无论在怎样起伏难料的经济周期当中，其地位都固若金汤，可以实现持续性的增长和繁荣。

投资一般可从行业、公司、管理层这三个层面来分析。看行业就要关注商业模式，这个生意的本质是什么、赚钱逻辑是什么；关注竞争格局，是寡头垄断还是充分竞争；关注成长空间，警惕那种已经寅

吃卯粮的夕阳行业；关注进入门槛，是不是谁都可以模仿；等等。看公司就要关注业务模式、运营模式和流程机制，管理半径有多大，规模效应如何，有没有核心竞争力。看管理层就要关注创始人有没有格局，执行力如何，有没有创建高效组织的思维和能力，有没有企业家精神。

但仅看这些似乎还不够，因为投资人无法亲历企业成长的方方面面，更无法判断市场的不可知因素。因此，做价值投资还要看到行业的发展、公司的演进和管理层的潜力，包括这个生意如何诞生、如何变化、如何消亡，以及这些结果背后的驱动因素，看成因和结果。因此，我们提出从人、生意、环境和组织的角度，从更多维的空间，思考创业者、商业模式和生意所处的生态环境以及企业的组织基因。在研究过程中，不仅要思考管理层的创造性、企业的商业模式演进，还要思考组织基因的表达、系统生态环境的变化等，用第一性原理思考问题，**在无常中寻找有常，在有常中等待无常，探究五步之外，投资于变化，投资于品质。**

从持续20年的零售业研究谈起

在创立高瓴以后，我们花最多时间研究的行业就是零售业。零售业与每个人的生活息息相关。从某种程度上说，零售业塑造了现在的商业社会以及现代生活。这里，我想通过对零售业的研究来介绍高瓴的投资方法。从大的格局上来理解就是：零售即服务，内容即商品，所见即所得。

挖掘行业的生态体系

要了解一个市场，首先要了解它的“前世今生”，所以我们从发展历史悠久的美国零售业入手。零售业本身是一个现代产业，它是伴

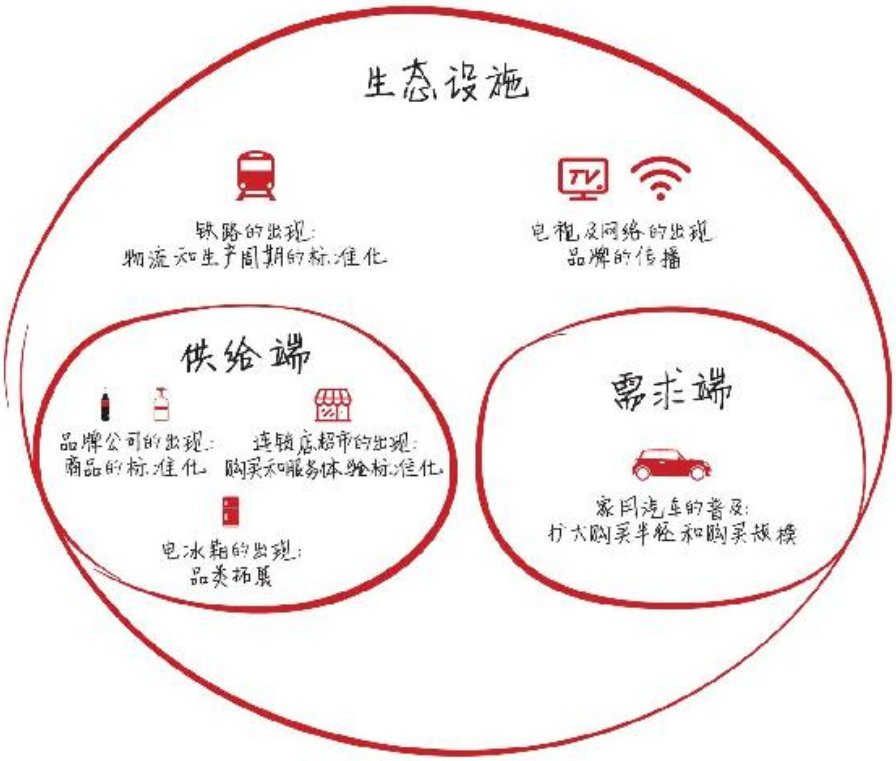
随着商品经济的发展而诞生的。从历史的角度看，现代零售的“前世”纷繁复杂，从200多年前出现的纯粹的夫妻老婆店开始，零售业进入现代经济体系后不断演化，但直到现在，夫妻老婆店仍是不可或缺的商业形态。其实，夫妻老婆店有它的独特优势，比如它不存在公司治理的问题，资本的所有者和运营者是高度统一的，而且夫妻老婆店更有温度，老板、老板娘很熟悉周边的社区，可以很友善地与客户建立个人联系，进而形成情感绑定。但其劣势更加明显，比如规模比较小、产品选择窄、供应商体系混乱、消费者体验不一致等。

零售业第一次出现大发展的标志是连锁店的诞生。需要看到的是，连锁店的诞生是有前提的，这个前提就是生态体系的创建。而其生态体系包括什么呢？首先是铁路的出现。美国第一条横贯东西的铁路于1869年完工，这为现代物流体系创造了新的标准，物流的标准化、即时化进程快速发展，使一家好的工厂可以生产供全国使用的产品。从美国的发展历程可以看到，1919年到1926年，美国出现了现代零售业的大规模市场整合。“新零售”这个词当时就已经在美国出现了，那时美国甚至已经出现了无人便利店。

连锁店出现后，有些商家就开发出了超市业态。商品品类和数目的扩张，使消费者一站式购物成为可能。这其中又蕴含着巨大的变化，如果说铁路使零售生态体系得到现代化发展，那么连锁店以及超市这种吸纳大量消费者的业态就在整个零售生态体系中占据了关键位置，我们称之为“生态位置”。

当连锁产生的时候，如果没有好的商品，连锁本身就不成立。这个时候，美国市场出现了两家非常重要的消费品公司——宝洁和联合利华。这两家公司至今仍然是广受信赖的消费品公司，它们的核心输出是品牌，它们通过将产品品牌化、包装化，使消费者对其产品有了统一的认知，即“快消品”（Fast Moving Consumer Goods）。其实，1839年就已经出现了包装好的商品——肥皂。肥皂是生活必需

品，特征是可包装、易存储且不需要电冰箱来储存，最早的商品只能是拥有这些特征的商品。但是直到1930年以后，商品品牌才真正得到发展，其中的原因主要是电视机的出现。电视机和有线电视网的发展让知名消费品公司有机会迅速大规模宣传品牌，最早的电视节目也都是围绕品牌来做的，“肥皂剧”最早就因给肥皂打广告而得名。在品类拓展中，还有一个重要突破：电冰箱的出现。这促使包装商品品类终于可以从肥皂这一类商品扩张到食品品类。食品的规模比其他商品的规模大好多倍，进而使现代商品的规模也扩大了好多倍。



零售行业生态体系图

至此，生态体系里已经有了铁路、连锁超市、知名消费品公司、电视机、电冰箱这些构成要素：铁路把物流和生产周期标准化；连锁超市把购买和服务体验标准化；消费品公司把商品标准化，给消费者提供品牌的承诺和产品质量的保证；电视机把大家的认知标准化，通

过电视节目使得所有品牌变得家喻户晓，增加品牌的知名度和美誉度；再加上电冰箱的批量生产，使得产品能被更长期地储存。在各种要素陆续出现以后，零售业的供给端完成了现代化进程。

生态体系的搭建是一个不断完善的过程，在供给端的关键要素不断出现后，有一个需求端的要素出现了，那就是家用汽车。家用汽车的普及，一下子扩大了人们的购买半径，使得商店的地理位置不再是核心问题。伴随着美国家庭汽车拥有量的增加，美国零售业出现了重大变革，超市的数量和销售规模也得到非常大的增长。

寻找独特“物种”

我们非常关注零售业中那些创新的代表，它们可以说是这个生态体系中的独特“物种”。在家用汽车出现之前，美国拥有两家家喻户晓的公司：超市型零售公司凯马特（Kmart）和高档百货公司梅西百货（Macy’s），这两家公司最大的特点就是占据了众多城市的核心地理位置。但家用汽车出现后，零售业不需要依附于原来的物流体系了，沃尔玛（Walmart）逐渐成为主流。

沃尔玛诞生于阿肯色州的一座小城市，它的创始人是山姆·沃尔顿（Sam Walton）。由于当时最好的商业地理位置都是别人的，山姆·沃尔顿像学过“农村包围城市”的思想一样，坚持深耕农村，经营“革命根据地”，先在一个个“老少边穷”地区开店经营，之后才去开拓新的区域，而非一开始就在全美开店。这可以说是“持久战”，通过长期的经营，做长期的事业。从数据来看，1980年沃尔玛只有276家店，而1981年凯马特已有2000家店；2020年，沃尔玛在全球范围已拥有接近1万家店，而凯马特只有600多家店，中间还破产过2次。这里需要思考，为什么占据核心地理位置的凯马特会败下阵来？寻找答案的关键还是看谁能为消费者创造更多价值。沃尔玛是美国最早运用高科技，将计算机、数据引用到零售业的公司之一，早在1987年沃尔玛

就做了全美最大的私人卫星通信系统（即商务情报系统，简称BI）。[(14)]这个商务情报系统能够使沃尔玛每家店的理论成本比周边竞争对手的都要低。店长没有涨价权，只有降价权。提供同质且价低的商品，就是以消费者为中心。而且，沃尔玛和凯马特还有一个重大不同：凯马特会搞活动式促销，消费者在促销时大量购物，在非促销时延迟购物，这导致供应链扭曲，库存奇高，供应商苦不堪言；而沃尔玛坚持每日低价（Everyday Low Price，简称EDLP），消费者不需要精打细算等促销，这是最简单也是最符合人性的。

之后，零售业又出现了新的创新。一是仓储式购物公司好市多（Costco）横空出世。我在20年前就已经开始研究好市多了，它的董事长告诉我说，沃尔玛有14万个库存保有单位[(15)]，有几乎最全的商品、最多的选择、最低的价格、最高的人流量，那该如何与沃尔玛竞争呢？第一，好市多的目标是让自己最想要的客户进来，让这些人产生最多的消费。于是，它将会员费设定为65美元，把真正来买东西的人吸纳进来。这在当时很创新，很多人甚至都认为这是骗子公司。第二，简化供应链，只做3000个库存保有单位，精选品类。这样一来，单品的采购规模大幅增加，比沃尔玛的还要大，这就使其商品单价比沃尔玛的还便宜。第三，好市多以极低的价格将商品买进来，然后按成本价卖给消费者，不再考虑定价的问题，公司营收主要来源于会员费。但有意思的是，对于有些成本价很低的商品，消费者不相信价格会那么便宜，或者说不相信那么便宜的商品是好的商品，于是好市多又把价格定得高于成本但略低于竞争对手的价格。这样，它的营收就不仅仅来源于会员费，还包括零售价差。

还有一个创新物种是德国的奥乐齐（ALDI）公司。为了拜访它的创始人，我们先后去了德国四次，其中一次蹲守了两个星期，最终获得了和创始人面谈取经的机会。奥乐齐最大的特点就是几乎所有的商品都没有品牌，他们认为品牌会产生广告费，这些都会转嫁到消费者身上。它的90%以上的商品都是自有商品，库存保有单位更少，最初只

有300多，发展到现在也就800多。更厉害的是，它的组织是完全去中心化的，所有的店长既是资本方，也是运营者。店长自己决定店里该卖什么，总部只是提供采购清单。这真正是“让听到炮声的人决定仗怎么打”，把现代化的供应链流程和原始的夫妻老婆店的精髓结合了起来。

我们还去美国研究过以自有食品品牌闻名的乔氏连锁超市（Trader Joe’s），去土耳其研究过连锁超市BIM，去波兰研究过当地的零售业态，力求从每一个商业物种及其所在环境中挖掘出某些圆融自洽的逻辑。当我们看完美国和欧洲国家的零售店以后，再看日本的零售业态，发现它形成了另外一种生态环境，这是和日本的社会发展相互匹配的。

在1975年前后，日本有近80%的人都是中产阶级。整个社会大量生产、大量消费，需求同质化、消费同质化和生活同质化是当时日本社会的基本写照。当时日本的零售业态是百货、连锁超市和折扣店。到了20世纪80年代中后期，日本陷入经济低迷，日本企业开始反思并衍生出精细运营、柔性制造(16)的模式，日本的消费者也产生了分层，变得标签化，精神文化消费占比逐渐升高，零售业态主要是大型综合超市、精选品类店以及追求极致低价和性价比的百元店。到了20世纪90年代，日本经济缓慢复苏，但人口已经出现减少趋势，呈现老龄化和独身主义倾向，整个社会处于低欲望的状态。人们的消费特征演变为不过分关注品牌，而是注重产品品质、服务内容和情感寄托。在这样的社会环境下，便利化的连锁药店、便利店业态开始大量出现，店里不只有药品、化妆品、杂货和包装食品，还有大量生鲜、鲜食。从实际盈利重点来看，便利店在本质上是快餐店。我们围绕这些业态对方便性做了大量的分析，包括覆盖区域、单店流量、客单价、品类分布等，研究目的就是去探究方便性如何转化为更好的顾客服务。

以终为始，是研究的不变法则

零售是和人联系非常紧密的生意，它突出解决的是“安全感”“便利性”“幸福感”的问题。比如企业通过品牌宣传、品类扩张、降价打折，来满足消费者的刚性需求，使之具有安全感；再通过建立连锁店、拓展品类选择、提供鲜食以及外卖服务等，来为消费者提供便利性，使其需求能够迅速得到满足；到后来，零售企业开始向全产业链转型，核心是解决消费者的多样化需求，提升综合满意度。

正是基于对零售业10多年不间断的研究储备，当一个新商业物种出现时，我们才能够快速理解它需要怎样的养分、怎样的生长环境。这让我们在面对京东、百丽国际等投资机会时，敢于出重拳、下重注。

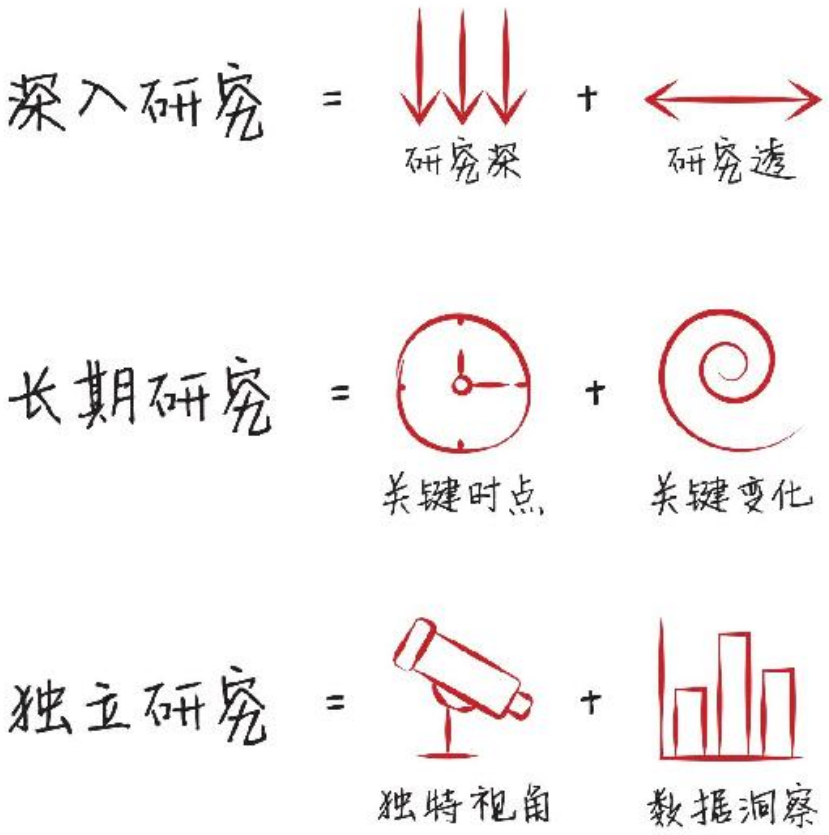
尽管已经做了如此多的研究，但我们对零售业还需要做更长时间跨度的研究，因为社会形态、文化偏好、人口结构、消费者审美能力等商业环境的组成要素都在快速变化，过去20年的研究仍然无法涵盖人类社会的大发展周期，更无法用以预测未来会有怎样的商业模式创新、物种创新。在此基础上，我们仍然需要探究支撑这个商业模式的组织基因，即创业者是怎样把他的个性、才华和梦想注入这个组织的，以及这个组织会呈现怎样的生长姿态等问题。**以终为始，是研究的不变法则。**

研究驱动

价值投资最重要的标志就是研究驱动。对于一家专注于研究行业、研究基本面的投资公司，核心能力就是对商业本质的敏锐洞察。在高瓴刚创办的时候，我们就要求每一位研究人员都应该尽力成为一些行业的专家，而且是独立的专家，把行业的来龙去脉看清楚。因为**最好的分析方法未必是使用估值理论、资产定价模型、投资组合策略，而是坚持第一性原理，即追本溯源，这个“源”包括基本的公理、处世的哲学、人类的本性、万物的规律。**

深入研究＝研究深＋研究透

我们所坚持的投资研究，始终强调基于对人、生意、环境和组织的深度理解，通过深入研究，在变化的环境和周期中，挖掘最好的商业模式，寻求与这个商业模式最契合的创业者，从而确定投资标的。实践证明，思考商业问题，要用充足的时间研究过去，更要用充足的时间思考当下和判断未来。坚持这一点的理由很简单：如果没有对一个行业研究深、研究透，那为什么要投资这个行业中的公司？



研究驱动的三种形式

研究深是指做的研究必须基础和根本。**第一，我们非常喜欢和创业者打交道，而且是在他们经历剧烈变化的那段时间打交道，这样我们就有机会参与到伟大企业的成长过程中。**我们通过与创业者交

流，对消费者访谈，谋求资深从业者的见识、判断等，积累一手行业数据，了解关于行业或生态的历史演绎、横截面数据或者价值链，对生意所处的环境形成独特的认知和超预期的判断，具备真正理解因果关系的能力。**第二，我们非常喜欢研究全球的商业进化史，通过在世界各地寻找先进的商业轨迹，对全球不同地区、不同产业生态的“物种演化”收集加工。**分析的角度可能是行业的上下游，可能是不同的产品形态和定位，可能是某种资源或能力的稀缺性，也可能是影响这个生意的其他环境和基础设施，甚至可能是创业团队的独特禀赋，核心目的是用全球的样本把产业演变的逻辑进行沙盘模拟，把历史性和前瞻性贯穿起来，形成一个跨地区、跨周期的分析结果。

就像爱因斯坦在物理世界中，用简洁的公式描述世界的本质一样，我们希望能够遵从第一性原理，在商业世界中找到某种简单的公式，尽管商业世界难以像物理世界那样抽象或简化，但投资研究就是这样一种挖掘关键痕迹的过程。更重要的是，简化到公式绝非商业研究的终点，真正的终点应该是探究这个公式的产生背景，挖掘更重要的参数，发现更深层次的运行机制，寻找不同事情之间究竟是并列的加法关系，还是翻倍的乘法关系，或者是改变量级的指数关系。研究深的目的是聚焦，是盯住微观商业史的起承转合，用东方的归纳思维做简化，发现真正有价值的行业和商业模式，是看成败。

研究透是指做的研究必须全面透彻，经得起时间的考验。在研究过程中，很重要的一个方法是逆向思维，即反过来想。很重要的一点就是质疑“假设”，如果现有产业所处的生态变了，企业盈利的方式变了，企业组织的流程变了，这个企业会不会出现大的风险？如果现有资本市场的玩法变了，整体市场环境或传统的规则变了，这个模式还能不能走下去？如果没有了资本市场，无法退出，还投不投这个企业？如果整套逻辑的前提假设变了，哪些结论会不复存在？提出这些问题，归根到底是在提醒自己，研究必须把所有重要的前提和假设想清楚。如果能够把一个生意的成住坏空、荣辱兴衰都看清楚，投资人

就能够从全局来把握情况，看清企业创造价值的全过程和伴随的风险点。就像查理·芒格所说：“要是知道我会死在哪里就好啦，我将永远不去那个地方。”谁能掌握更全面的信息，谁的研究更透彻，谁就能为风险定价。研究透的目的是检验所有的商业过程是否能够自洽，能否在事实上、实际操作中都成立，这是在用中国的老庄思维做全面演绎，是看生死。

只有研究深、研究透，才能够更加轻松地形成决策。某种程度上说，研究深和研究透是一种平衡，前者强调因果逻辑的深度，后者强调穷尽各种维度的可能；前者关注收益，后者考察风险，兼具东西方两种思维模式，把西方推崇的形式逻辑和实证精神与东方推崇的归纳演绎和折中调和共同应用于商业分析。在任何时候，对商业世界的研究都是艰难的，它是一个不折不扣的生态系统，很难将其他参数或属性隔离，或者说系统本身就有很强的代偿性，但投资人依然可以选择一些方法，尽可能地控制关键变量，抽丝剥茧地去探究原理。**更多地研究是为了更少地决策，更久地研究是为了更准地决策**，只有在更少、更重要的变量分析上持续做到最好，才是提高投资确定性的最朴素的方法。这种“逻辑上的升维”和“决策上的降维”是很好的投资路径。因此，深入研究的起点就是形成投资决策的起点，只要“大胆假设、小心求证”，抓住“可理解、可预期、可展望”的有限关键变量，就能够果断做出投资决策。研究是做价值投资的基础能力。

通过“寻找变化、质疑假设、执行推演、检验结果”这一过程，深入研究能够让投资人对产业链供给端和需求端形成精确的判断。举一个需求端的例子。《资本论》中有过这样一段表述：“物的名称对于物的本性来说完全是外在的。即使我知道一个人的名字叫雅各，我对他还是一点不了解。”[(17)]比如，在白酒这个传统行业，茅台和二锅头都是白酒，但这两者的相关生意的性质可能完全不同，驱动因素也差异很大。而啤酒、葡萄酒等酒类，虽然都是酒，但这两类产品的消费场景、消费频次完全不同。所以在研究以后，投资人才能知道消费

者购买不同酒类或不同白酒的真实意图，即分别实现了怎样的深层次需求。

再举一个供给端的例子——宠物市场。研究发现，人口结构、家庭结构的改变会分别催生许多新的行业机会。而如果把这些变化放在一起考虑，诸如少子化、老龄化、家庭平均人数减少、单身人口比例增加以及上述因素导致的其他变化，这些都会不约而同地指向一个新的行业机会，即宠物市场。无论是人们的情感需求还是生活方式，都会带来宠物需求的快速增长。日本市场提供了很好的佐证，随着丁克家庭占比的扩大，宠物成为家庭成员的现象越来越普遍。由于国内宠物行业尚处于起步阶段，宠物食品、宠物医疗、宠物服务等领域都相对空白，在这样一个短暂时期中，供给结构可以决定消费结构。因此，在这种情况下，研究的结果就可以通过在产业端的投资来实现。我们曾投资了宠物医院、宠物食品等多家公司。有一家很小的宠物食品创业公司很有创新精神，它受中药产品的启发，把中药理念引入宠物食品，首创了治疗宠物狗腹泻的药，凭借与专卖店、诊所等渠道的良好关系，取得了不错的市场份额，逐渐成长为国内宠物食品行业最大的本土品牌公司之一，能够跟玛氏、雀巢等跨国公司展开竞争。

长期研究＝关键时点＋关键变化

很大程度上来说，思考商业问题，要用大量的时间研究过去，更要用充足的时间思考当下和判断未来。尽管研究方法和研究周期见仁见智，有些研究者通过回顾短期内的现象总结规律，有些研究者通过推演不同情况的概率预测未来，但如果尽可能地把研究周期拉长，寻找历史时空中生意、生态的要素演变，就能看到未来5年、10年甚至20年的发展趋势，判断企业在未来的环境中会以怎样的表达方式，实现爆发式的增长。

在投资决策面前，许多投资机会的时间窗口是稍纵即逝的，最重要的是对关键时点和关键变化的把握。只有长期、动态地跟踪变化，投资人才能够对变化产生超出一般意义的理解，从而拥有与市场不同的观点，而且是基于非常长期的视角的不同观点。

什么是关键时点？就是在大家都看不懂的时候，少数创业者能够在这个时点敏锐察觉产业的变化，为消费者和整个价值链输入新的模式和价值。什么是关键变化呢？就是环境的结构性变化，包括产业的生态位置调整、基础设施完善、需求的升级或转移等。许多人说，一个好的生意是建立在稀缺资源之上的，但其实变化和创新可以使原本稀缺的东西不再稀缺，并且这种打破稀缺的状态有且只有一个时间窗口，我称之为“机会窗口”，这是企业的快速成长期，甚至是爆发期。而在这个机会窗口之前，还有一个窗口叫“傻瓜窗口”，就是在一段时间里，投资人都觉得你的商业模式非常不靠谱、非常傻。在许多人看不起、看不懂、觉得不靠谱的这段时间里，企业将有机会积累用户、试错产品，并且创造出一定的商业壁垒，接下来就是拐点和陡变。

不仅如此，坚持跨时间、跨地区、跨行业、跨类别、跨线上线下等多维度的行业研究，投资人可以同时关注到创新企业和传统企业，探索交叉领域的思维奇点，提前预知微妙的变化。这样的感知变化的能力，能够在很大程度上转化为深刻理解行业长期发展规律的本能，形成一种穿越迷雾看清本质的洞察力，从而把决策过程中的不解和不安转化为豁然开朗和内心宁静。

通过长期研究做出的投资决策，不仅仅能为创业者提供更多资本，关键是给了创业者更多耐心，让他们可以不用在意一时成败。这个时候，企业短期是否盈利并不重要，创业者不需要过分关注盈利的实现时间和表现形式，不需要乱学乱做、盲目尝试，而是要回归到自

己做这个生意的初心，思考这个生意是不是在解决消费者的核心诉求。

高瓴投资蓝月亮，正是基于长期研究所带来的对趋势变化的把握。2008年以后，中国出现了消费升级这个大趋势，当时很多基础消费品品类都被跨国公司占领。其中，宝洁、联合利华占领了家用洗衣粉市场，但它们满足于洗衣粉市场的超大份额，一方面不再将开创性的新品研发作为公司的核心工作，研发投入占比持续降低，而是将研发的重点转移到了改进现有产品上面，不再作为游戏规则的改变者开发新品，因此忽略了消费升级的机会；另一方面对中国的中产阶级以及高端消费市场的规格产生了错判，没有去关注高端洗衣液品类。但我们长期研究的结果是，中国消费者迫切需要创新性的高端细分市场，于是我们鼓励以洗手液为主营产品的蓝月亮抓住这个机遇。在我们投资后的头两年，为完成转型，蓝月亮由一家赚钱的洗手液公司变成了策略性亏损的洗衣液公司，但到了2014年，蓝月亮的销售额开始大幅增长，在洗衣液行业的销售额比宝洁、联合利华销售额之和还要多。可以说，蓝月亮是新兴市场中本土品牌战胜跨国公司品牌的经典案例。值得一提的是，蓝月亮洗衣液的价格相对其他跨国公司品牌还能保持溢价，这也是非常罕见的。

独立研究＝独特视角＋数据洞察

独立研究也非常关键，往往通过特立独行的研究和判断，投资人才能够在一些不被看好的事情上下重注，从而取得超额回报。在中国互联网的早期发展阶段，很多西方投资人因为不理解或者不看好，认为在中国投资互联网公司是一件很危险的事情。有的外资机构把阿里巴巴的持股通通卖掉，也有机构觉得腾讯的生意模式没什么发展前途。这个时候，能够拥有独立于其他投资机构的观点，看到不一样的东西，就意味着可以发现很大的投资机会。独立研究意味着从头开始

看、开始想。经过大量研究，我们发现对于一些行业或者商业模式，中国市场有着其他国家市场的典型特征，可以借鉴或者对比。但中国市场也有着非常多的特殊性，并且，在许多行业或生意中的成长态势是超前的。许多创新企业的价值创造机制和盈利方式，是传统思维和方法无法评判的。

中国早期的互联网公司，无论是做电子商务还是做社交平台，它们创造的价值不能简单地通过收入、盈利和利润率这些指标来衡量。阿里巴巴的商业模式在于把消费者和商家更好地连接起来，“让天下没有难做的生意”，腾讯具有遍及中国的最广泛的社交网络，这些价值都是基础性的、长期性的，满足了人们的基本需求。比如说腾讯，当时我们认为，按照价值投资的思想，腾讯具有的特许经营权价值远远超过其财务报表中通过账面反映出的部分。看企业不能看表面形式，而要看业务本身能否为社会解决问题和创造价值。

再以电商研究举例，在中国出现互联网、出现电商的时候，还没有一家物流企业能够解决“最后一公里”的问题，这和美国完全不同。在当时看来，京东恰似当年的亚马逊，而杰夫·贝佐斯的遗憾正是亚马逊成立时美国已经有了UPS这类物流巨头，因此他丧失了做供应链整合的机会。而京东不存在这样的对手，所以面临更好的历史机遇。本质上说，零售业的核心是连接商品和消费者，因此在传统的零售业中，线下渠道是完成连接的关键。电商则利用互联网的方式，把线下渠道这个核心要素的重要性降低甚至取代了，人们购买商品不再需要来到商圈、走进商店、发现品类、找到货架、咨询商品，只需要在线上发现合适的商品，然后在家里等着商品“飞过来”。电商连接商品和消费者的关键要素之一就是高效的物流体系，让商品“更快地飞过来”。因此，对于京东来说，物流体系端就是重资产，如果不“烧”足够的钱把物流和供应链系统打造出来，是创造不出核心竞争力的。

许多公司都在持续不断地创造价值，但并非所有被创造出的价值都已经被投资人发现并认可。独立研究能够重构一个条理分明的世界，让投资人在清晰的经度（比如产业上下游）和纬度（比如不同产业的交叉融合）中获得不一样的视角，比如，投资人通过与餐饮零售企业的交流，与生鲜电商企业的交流，与外卖送餐企业的交流，可以形成对食材溯源、供应链管理、门店运营等全产业链的认知，在此基础上，就能够看到行业真正的痛点。饶有意思的是，我们的分析员在内部讨论时，总能提出别人没有想过、没有研究过的新观点，正是这样的新观点为我们提供了验证或者发现机会的视角。**独立研究的最大价值是让投资人敢于面对质疑，坚信自己的判断，敢于投重注、下重仓。**这种研究精神和思维模式，会形成一种正向循环，让投资人的每一次投资决策都扎实有力，并不断获得新的投资机会。

独立研究更加强调判断和结论不能建立在感性、个人知觉抑或概率基础上，而是要建立在理性、系统的分析和客观检验的基础上。在研究过程中，投资人需要分析拆解公司的财务报表、访谈管理层和公司员工、阅读大量的专业书籍和行业报告，但这远远不够，还要继续往深处想，找到数据背后的底层因子，并且这些因子应该是科学的、有意义的、逻辑上严格自洽的。

当然，理性、客观的分析不等同于完全信任数据，要透过数据理解其背后真实的原因，不仅要看“数”，还要看“路”。投资人要对投资机会有基本的定性把握，认识到并弥补纯粹的统计数据的缺陷。价值投资非常强调对原始数据的挖掘和积累，这一点就说明不能迷信所有数据。对于数据，我有这样几个理解：第一，数据不等同于真相，真相往往比数据更加复杂，研究人员需要看到的是具象化的真相，而不是抽象的数据；第二，数据本身没有观点，研究人员不能预设观点、只喜欢那些能够支持自己观点的数据；第三，数据不一定永远有用，不同情况下，一些曾经有用的数据可能不再有用，需要找到新的指标。很多人迷恋数据是因为数据可以作为挡箭牌，抵挡因为懒

惰而带来的错误，从而把责任怪罪到数据上。正确的理解是，**精确的数据无法代替大方向上的判断，战术上的勤奋不能弥补战略上的懒惰。**

因此，投资人不应以找到数据呈现的规律作为终点，而是要把数据反映的规律作为研究分析的起点，拷问自己对数据背后真相的理解，始终享受在对细节的抽丝剥茧中发现真理的乐趣。

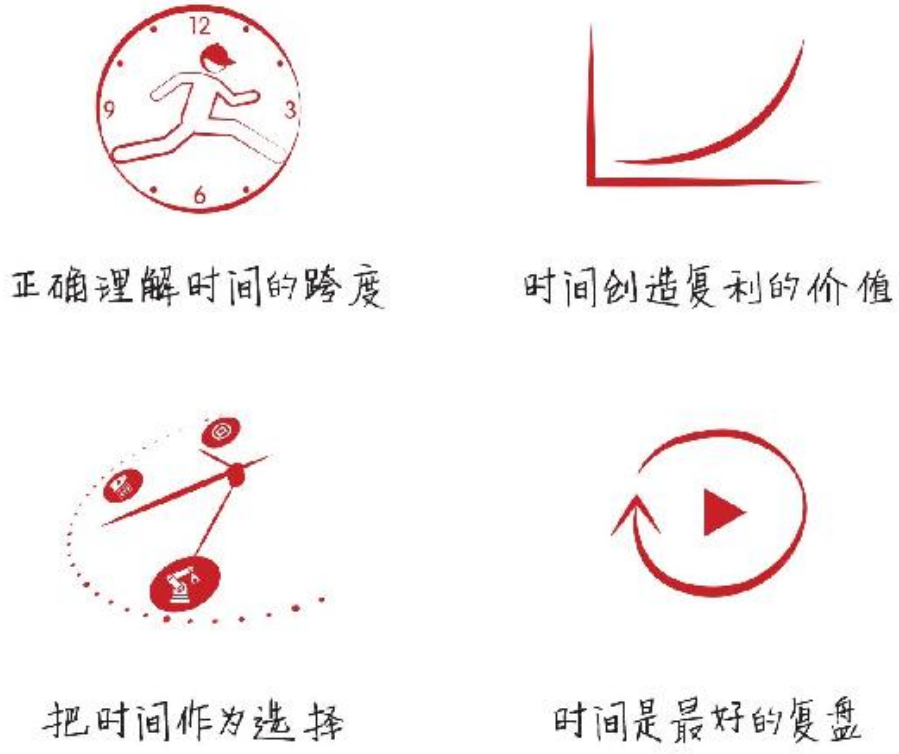
尽管研究难易程度、所花时间与投资收益并不明显成正比，但坚持研究驱动的理由在于，要努力找到研究方法，研究最经典的少数公司，通过触类旁通实现尽可能多的所得，同时要保持研究的强度，使研究成为肌肉记忆。对研究过程的态度应是带着一种“朝圣感”，潜心学习商业史，学习一家企业是如何崛起或陨落的，理解成功的要素或失败的前提。即使没有当即对投资展现出作用，看似是“无用功”，这样的研究所带来的成果也一定会在不经意间兑现。坚持投资研究的本质就是无限接近真理。

理解时间的价值

对于投资人而言，研究驱动是决定投资成败的基本功，而如何理解时间的价值往往是决定投资格局的关键。每个人对时间都有不同的理解，科学家、历史学家、艺术家的时间概念或许和投资人的不同，从更加深层的意义来说，植物、山河、星辰的时间概念和人类的也不同。对于一株古树来说，它所理解的时间概念源于太阳、泥土、雨露，是几十年、上百年的作用和影响；而人类看到的时间是一日一夜、一月一年。人们习惯用自己的寿命去理解时间的长度，但对于商业投资而言，一定要找到符合生意属性和价值创造的时间概念。

高瓴在价值投资的旅途中，不断寻找自己的能力边界，无论是做投资，还是与企业家打交道，我们发现正确理解时间的价值愈发重

要，价值投资的一招一式都在于如何理解时间。2010年在做投资复盘时，我们提出了“做时间的朋友”这一原则，希望以“时间是我们的朋友，而不是我们的敌人”作为投资分析的基础性思维和重要的决策标准。投资之前，是否把时间蕴含的历史信息和新增信息都研究透了？这笔投资能否随着时间的推演而变得更加珍贵？投资决策能否经得起时间的检验？企业的商业模式能否随着时间的延伸而不断积累新的核心竞争力？时间是否花在了长期积累价值的事情上？理解时间的价值，对于我们来说，就是解构长期主义；对于我们所投资的创业家、企业家来说，就是在时间的变化中持续不断地疯狂创造价值。



理解时间的价值

正确理解时间的跨度

对时间的理解，第一个角度在于正确理解时间的跨度。研究人类史，要用上万年的尺度；研究文明史，至少要看上下五千年；研究商业史，至少要看上百年；研究一个行业一家公司，起码要看几十年。研究不同的公司，要看不同的时间跨度。要根据事物的本质，去窥测更久远的历史和未来，找到属于它的时间范畴。

任何创业浪潮和商业模式都不是静止的，投资人要把时间作为研究的重要坐标，理解历史渊源和闪烁在其中的时间窗口，把不同时间的环境因素还原到生意的本质当中。有的时候，研究判断的过程很好，但结果不尽如人意，这其实需要在更长的时间和更大的环境生态中判定结果。当别人都限于对季报、年报的猜想时，你比别人看得更长远，这就决定了你和他人的不同。寓沉雄于静穆，藏锋芒于深思。在我看来，长期主义不是结果，而是所相信的理念能够穿越时间，不会被过滤或淘汰。人们更习惯于关注当下。然而，**真正有效的研究往往是长期的，需要时间的沉淀。**这就好比看历史既要尊重当时人们的意见，也要尊重历史评价一样，要把生意和当时的时空环境结合在一起考虑。历史不会重演，但总会惊人地押着相同的韵脚。长期研究和长期投资极大地拓展了投资的范围和机会，这构成了对时间理解的第一个角度。

时间创造复利的价值

对时间的理解，第二个角度在于相信复利的价值。**时间是好生意与好创业者的朋友**，有些好的企业，其竞争优势在今天还无法体现，在明天可能会稍露端倪，在更长期才会完全显现，并且会随着时间的推演呈现更高量级的提升，贯穿或者超过投资人的投资生涯；有些好的生意，其护城河需要卧薪尝胆地积累沉淀，过程中需要大量投入，才能够真正发挥优势。**每一个投资人都要搞清楚的是，能随着时间的**

流逝加深护城河的，才是“资产”，时间越久对生意越不利的，则是“费用”。许多秘密藏在时间里，时间会孕育一切。

尽管在资本市场中波动是常态，但如果建立在深刻的逻辑基础上，客观的规律和事实的演进都会随着时间呈现清晰的因果关系。因此，短期波动无法影响最终的收益。其实，市场低潮期正是投资人直面内心的最好时候，让你真正去考虑谁是最好的创业者和企业家，什么样的企业能够持续放大优势。同时，外部环境不佳的时候，往往也是真正拥有抵御风险的能力和核心竞争力的企业脱颖而出的时候。

杰夫·贝佐斯问沃伦·巴菲特：“既然赚钱真像你说的那么简单，长期价值投资永远排在第一位，那么请问为什么有那么多人赚不到钱？”巴菲特回答：“因为人们不愿意慢慢赚钱。”许多人想赚取快钱，希望能够快进快出，但这种打法恰恰忽视了复利的价值。当一家一流的企业源源不断地创造价值，并被投资人选中时，复利就是时间赠予这笔投资最好的礼物。

在复利的数学公式中，本金和收益率还只是乘数，而时间是指数。这意味着，伴随着时间的拉长，复利效应会越发明显。一旦认识到时间的价值，就不会在意一时的成败，因为时间创造的复利价值，不但能让你积累财富，还能让你在实现价值的过程中获取内心的宁静。

需要补充的是，时间创造复利的价值并不意味着一定要长期持有，长期持有是有前提的，即好的企业能够随着时间不断创造新的价值。所以，我们希望更多的投资能够成为时间的朋友，并希望长期持有它们。

把时间作为选择

对时间的理解，第三个角度是把时间作为选择。很多时候，成功不在于你做了什么，而在于你没有做什么。**把时间分配给能够带来价值的事情，复利才会发生作用。**投资中最贵的不是钱，而是时间。做投资非常重要的是时间管理，把时间投入到怎样的问题上和怎样的人身上，是决定投资能否成功的基础性因素。要研究大的问题，追求大问题的模糊正确远比追求小问题的完美精确要重要得多。选择与价值观正确的长期主义者同行，往往能让你躲避许多重大风险，并获得超预期的回报。人类天生会选择阻力最小的路，大脑结构天然让人们误以为最容易够到的果实是最好的。在投资中，我们对一些有标志性意义的企业，会花足够多的时间跟踪研判，就像看一场真人秀一样，看它的成长变化、战略调整，获得最及时的样本数据。也正是因为这样的跟踪研判，我们与这些好的企业很早就结缘，在它们苦心修炼的时候就选择相信它们，从而与之成为非常长期的、重要的合作伙伴。

实践告诉我们，真正懂一个行业，弄清楚一家公司，通常需要很多年。用这种方法做投资的好处在于，知识会不断积累，学到的东西通常不会丢掉，新学的东西会在过去所学基础上产生积累和超越，知识会出现复合式的增长。所以，用这种方式做投资，时间越长，结果会越好。知识和能力的积累，如果以复合式增长且速度较快，会促成投资复利增长的加速。同样，如果稍有不慎，一项严重的错误也会把所有的积累都化为乌有，这也是时间的残酷性。正是基于这些认识，我们才坚持慢慢来，不去在意一时的快意恩仇，避开账面的、短暂的浮动价值，而是慎重选择并尽力追求可积累、可展望的胜利成果。

时间是最好的复盘

对时间的第四个理解角度在于，时间是检验投资决策正确与否的重要标准。我们对待研究的态度是敬畏而谦虚的，既花了很多时间在探索，又花了很多时间在复盘，提高对事物认知的深度和边界，努力

知道自己有多无知，而不是展示自己有多聪明；既相信自己的研究能力，同时又对所有的结果保持高度的警觉，不自觉地去检验前次判断是否正确，一旦发现判断错了，就立即修正自己的理解和预期。所谓“一颗红心、两手准备”，就像肖洛霍夫在《静静的顿河》中写到的：“我们只有一条战术，就是在草原上流窜，不过要常常回头看看。”

如果在投资企业5年、10年之后尚不退出，看起来似乎是“长期投资”，但如果不去复盘和迭代，“长期投资”就成了思维和行动懒惰的借口，就变得毫无意义。通过不断复盘，不断检验时间带来的结果，投资人才能在高速动态变化中，实时地判断这家公司或者创业者还是不是时间的朋友。时间能够检验出好的商业模式，是因为时间能够在不同的周期中，识别出具有结构性竞争优势的好企业，这些企业拥有持续的、长期的、动态的壁垒；时间也能够检验出好的创业者和团队，这些创业者和团队能够在不同的情境和不同的阶段展现出自我迭代、自我再生的能力，释放出真正的企业家精神。

当然，这并不意味着投资人总是要用“后视镜”来审视可能的情况，而是应该在决策时就尽量站在更多的位置和角度，来全面推演所有重要的情形。在自由的市场经济里，企业可能面对各个维度、各个层面的威胁和挑战，并且这些挑战往往无影无形。对于没有保护壁垒的公司，竞争对手会最终侵蚀掉其所赚取的超额利润。因此，运用更多的视角来观察，就会发现资本、技术或其他无形资产都不是阻挡新进入者或者对抗竞争对手的有效屏障，必须不断保持创新。**时间是创新者的朋友，是守成者的敌人。**

在投资中，有些投资人只在很少的项目上赔过钱，最可能的原因就是研究了不以人的意志为转移的客观规律，不基于一时的话题炒作、不陷于市场的情绪变化，同时又不受制于思维的僵化保守，所有的投资决策都经得起时间的考验。因此，这样的投资也不会在市场陷

入低谷时说崩溃就崩溃。**对于投资人而言，底层思维中必须包含经过时间检验的价值观。**

投资是一项激动人心的事业，但投资人绝不能每时每刻都处于激动之中。但凡出色的投资人，都拥有一个难得的品质，即非凡的耐心。做时间的朋友，就是意识到好的投资必须找到独特的时间概念，在时间中孕育，又要经得起时间的考验，投资人要相信时间能够“去伪存真”，给投资活动赋予长期主义的深层含义，并且努力使之成为一种持久的职业信仰。

世界上只有一条护城河

在研究驱动和理解时间价值的基础上，寻找具体的好生意、好企业是投资人必须完成的功课。那怎样的生意和企业是好的生意和企业呢？巴菲特认为其中的关键是寻找护城河。我们在实践中也有一些思考。

巴菲特曾经有过这样一段表述：“就互联网的情况而言，改变是社会的朋友。但一般来说，不改变才是投资人的朋友。虽然互联网将会改变许多东西，但它不会改变人们喜欢的口香糖牌子，查理·芒格和我喜欢像口香糖这样稳定的企业，努力把生活中更多不可预料的事情留给其他人。”

毋庸置疑，这段讲述是巴菲特投资理念的重要体现，他喜欢有护城河的生意。比如，在20世纪50年代的美国，品牌是最大化也是最快发挥效用的护城河，因为品牌具有降低消费者的搜索成本、提高退出成本等效用。直到很多年后，人们依然对品牌有着统一的认知和偏爱，品牌形象及其代表的产品质量、企业文化等要素成为影响人们购买决策的关键。如果可以把时间维度无限拉长，把时间的颗粒度无限缩小，或许还能看到一些新的东西。

没有静态的护城河

随着互联网技术对传统行业的改变，从获取信息、引发消费诉求，到形成购买决策和完成交易，当下和过去完全不同。特别是随着电商的兴起和消费者的代际变迁，许多新变化、新玩法出现了。一方面，随着产业链的不断完善，品牌的产生越来越快，试错和创新成本越来越低，越来越多的新奇品牌相继产生；另一方面，消费者从未像现在这样拥有如此多的选择，消费者不再统一认同大众化的品牌，而是通过看点评或是社群推荐、KOL或KOC[(18)]试用，选择真正符合自己“调性”或需求的产品，有些甚至完全是为了标新立异。消费者的搜索过程不再需要花费大量的时间成本，反而充满了乐趣。同时，由于互联网对品牌的冲击，有人说在网上通过意见领袖创造价值效率更高，有人说对终端渠道特别是对稀缺渠道的把握变得更加重要，还有人说没有哪个品牌能真正拥有消费者，这些品牌不过是为下一个品牌暂时保管消费者的热情而已……诸如此类的变化还有很多。所以，品牌无法成为永远的护城河，甚至有一些老的品牌会成为掣肘和包袱。

哈佛大学管理学教授克莱顿·克里斯坦森（Clayton Christensen）在其“创新三部曲”[(19)]中对创新做出了新的系统性诠释。与许多人认为的不同，他所强调的创新，其关键不在于技术进步，更不在于科学发现，而在于对市场变迁的主动响应。创新者的窘境在于管理者犯了南辕北辙或者故步自封的错误，市场的变化导致其原有的护城河失去价值。

在创新层出不穷的时代，人们需要重新审视传统的护城河是否还能发挥作用。在传统视角下，护城河的来源包括无形资产（品牌、专利或特许经营资质）、成本优势、转换成本、网络效应和有效规模，所有这些要素都在帮助企业获得垄断地位，从而获得经济利润。因为垄断意味着企业掌握了定价权，这样企业就可以在一段时间内非常优越地面对竞争。人们总是习惯性地认为竞争越少越好，但是，一旦没

有了竞争对手，企业的竞争力往往也会随之消失。补贴或者垄断产生不了伟大的企业，只有在竞争中才能产生伟大的企业。把企业做大是可能的，把企业做成永恒是几乎不可能的，任何企业都有灭亡的一天。尤其是企业一旦具备垄断地位，从基因角度看，它是否还能拥有足够的动力去不断创新？这是企业面临的巨大挑战。更何况，在现在的时代，究竟有没有真正意义上的垄断，也是必须思考的问题。

我所理解的护城河，实际上是动态的、变化的，不能局限于所谓的专利、商标、品牌、特许经营资质，也不是仅仅依靠成本优势、转换成本或者网络效应。我们清楚地意识到，传统的护城河是有生命周期的。所有的品牌、渠道、技术规模、知识产权等，都不足以成为真正的护城河。**世界上只有一条护城河，就是企业家们不断创新，不断地疯狂地创造长期价值。**受到巴菲特护城河理论的启发，我们从长期的、动态的、开放的视角去进一步理解护城河，这其中最重要的，就是以用户和消费者为中心。坚持了这个中心，理解变化的消费者和市场需求，用最高效的方式和最低的成本持续创新和创造价值的能力才是真正的护城河。如果不能够长期高效地创造价值，这条护城河实际上就非常脆弱。

打造动态与开放生态的护城河

那么怎样才能拥有这种动态的护城河呢？理解动态的护城河的第一个视角，也是最重要的一点，就是要理解企业所处的时代背景和生态环境。比如，随着互联网对品牌的冲击，依靠品牌这项护城河来源未必是最高效的方式，有人说在网上通过意见领袖表达观点效率更高。所以，当你理解了“永恒不变的只有变化”的时候，也就理解了护城河不可能不变。

“管理哲学之父”查尔斯·汉迪（Charles Handy）曾提出第二曲线理论，也就是企业应该在第一曲线（主营业务）增长平缓前，找到

第二曲线代替第一曲线担当增长引擎。对于一家企业来说，如果能够在变化的时代浪潮和市场环境中不断地创新，具备从一条曲线跳到另一条曲线的能力，我们就可以认为它具备了不断深挖护城河的能力。企业如竹，一家企业持久的增长之道，就是自我革命和内部创新，忘掉成功的过去，不断“长出”新的“竹节”。每一天都是崭新的，每一天企业所处的环境和生态也是崭新的。所以，要像企业刚创立时一样，拥抱“Day 1”（第一天）的精神。当互联网大潮袭来时，优秀的公司主动拥抱互联网带来的变化，就是深挖自己的护城河。从这个角度上讲，政府保护类型的护城河是非常脆弱的，这类护城河随时都有可能崩溃。我最看重的护城河是有伟大格局观的创业者在实践中逐步创造、深挖的护城河，这些是根据生态环境的变化做出的完美应对。

以全球市值排名靠前的三家科技公司为例。当亚马逊是一家网上书店，甚至已成为一家网上百货商店的时候，我们还尚不能称之为一家科技公司。尽管享有着近乎“印钞机”式的赚钱模式，亚马逊却一直在自我颠覆，涉足云计算，开发智能设备，大开大合，没有边界。当苹果制造出第一台个人电脑时，没有人想到这个昂贵的设备会走入千家万户。当苹果陆续用iPod、iPhone、iPad颠覆音乐市场、通信市场和家用娱乐设备市场时，人们已经习惯于想象苹果还会带来怎样的创新。当谷歌作为一家搜索引擎公司在2004年4月1日推出Gmail时，许多人认为这只是愚人节的一场玩笑。现在，谷歌已经成为Alphabet的一家子公司，Alphabet还涵盖谷歌风投、谷歌资本、谷歌实验室和Next等一系列创新型公司或平台，广泛涉足人工智能、生命科学等领域。

再看国内的互联网公司，通过对C端用户的不断理解和对自身商业模式的自我精进，这些公司提炼出了属于自己的商业创新能力。阿里巴巴作为一家电子商务网站起家，在这个过程中，不断用创造性思维解决问题，把解决方案变成了不同的产品，成为一家综合型科技公司。腾讯以即时通信软件起家，先把用户连接起来，再不断丰富用户

的线上生活场景，QQ秀、QQ空间、QQ音乐……在QQ发展得很好的时候，腾讯又支持内部研发新的移动互联网社交产品，这其中就包括张小龙团队研发出的微信，现在微信已从一个移动端的社交软件，成长为一个超级平台。百度作为一家搜索引擎公司起家，不断开拓新的业务形态，百度知道、百度贴吧、百度百科……现在又在人工智能领域不断加码，探索新的业务领域。美团不再仅是一家团购网站，而且迈过餐饮行业，做“服务领域的生态提供商”，搭建餐饮业态的底层服务基础设施，提升每一家实体餐饮店的运营效率，还要横跨“吃住行游购娱”，实现整个产业链的价值提升。当然，以上这些以及更多的中国互联网公司并没有就此止步，云计算、新零售、金融科技……这些都可能成为新的护城河。

比如字节跳动，这家成立于2012年的科技公司，凭借推荐算法引擎和强大的产品开发能力，在信息分发、短视频、内容社交、问答等领域推出了蔚为可观的产品矩阵。字节跳动从基于数据挖掘技术的个性化信息推荐软件——今日头条起家，短时间内孵化出抖音、西瓜视频、火山小视频、飞书、悟空问答、图虫、微头条、Tiktok、Flipagram等众多应用。字节跳动的内核就是强大的产品迭代能力，而驱动这一能力的则是强大的组织和人才管理机制，它鼓励创新、不设边界，促进分布式决策和坦诚沟通，把组织的交易成本降到极低，使公司的核心价值观和创新能力结合得很好。

理解动态的护城河的第二个视角，也是很重要的一个方法论，就是在不同领域之间创造联系，以不同的视角看问题，形成全新的思维角度。克里斯坦森在《创新者的窘境》中将创新定义为两类：维持性创新和破坏性创新。维持性创新是不断完善和改进现有产品，通过精耕细作满足更挑剔的需求，就像许多大公司已经把创新变成了一项“常规的、可预测的程序”，而一些偶然的、非常规的主意却无法融入企业的创新流程中。破坏性创新则是追求最根本的改变，从底层出

发改变现有技术发展路径和思维方式，创造出区别于现有主流市场的全新产品或服务，这种创新可能会对原有的护城河产生降维打击。

因此，创意重构已成为最主要的生产力驱动因素，任何商业都无法预知其他领域、其他维度带来的竞争。当奈飞（Netflix）[(20)]的创始人里德·哈斯廷斯（Reed Hastings）用包月邮寄的租赁模式颠覆传统碟片店的时候，百视达集团可能还在想着如何开更多的店来巩固垄断地位。当麦当劳与肯德基交战正酣的时候，它们才发现最大的竞争对手其实是便利店，人们在便利店用几块钱就可以吃早餐。而当外卖业态出现的时候，很有可能便利店的生意也会面临巨大挑战。这就是更高格局上的竞争，当你终于把本领域的竞争对手击败了，会发现其他领域的竞争对手又出现了，这是很有意思的地方。**商业竞争本质上要看格局，要看价值，要升维思考，从更大的框架、更广阔的视角去看给消费者创造怎样的价值。**

理解动态的护城河的第三个视角是开放性。开放性是与封闭性相对的，真正伟大的公司敢于打破自身的垄断地位，从内部打破边界，构建一个资源开放、互利共赢的生态系统。如果企业被历史性成功的惯性所包裹，那么企业将停留在过去，无法得到成长。用我自己的话说，就是“早死早超生”，从内部颠覆自己。

以腾讯和京东为例。腾讯早期被投资人称道的，是它运用互联网工具构筑了社交生态系统，并在此系统上创造出丰富的虚拟产品。在一段时期内，封闭的生态能够增加用户黏性或提高转换成本，从而帮助企业打造竞争壁垒。但是，互联网的根本属性是共享、开放和包容，企业尊重这种互联网精神，才可以实现更高层次的创新。因此，腾讯公司不断调整自己的发展战略，并在我们的撮合下与京东结盟。

这里蕴含的重要发现就是京东与腾讯的基因完全不同。每个公司都有自己的梦想和野心，但是随着企业发展壮大，就能知道自己什么能做好、什么做不好，能够知道企业基因最终会呈现怎样的特质。表

面上两家公司都可以做对方的事情，但由于基因不同，很多事情就成了掣肘。在与腾讯管理团队的一次交流中，我们就提到这个“掣肘因素”：一直以来腾讯本质上在做虚拟商品，并不涉及库存或盘点。但面对库存商品的时候，腾讯需要拥有一系列生产、制造及供应链管理的能力。如果腾讯非要做电商，基因里却没有库存管理能力，那么它很难杀出重围。而京东的突出优势就在于能够创造并管理一套完整的订单生产、仓储管理、销售配送的生态系统。但是，京东的基因里缺少“移动端”，偏偏电商的入口很大程度上在于“移动端”。恰好腾讯手里有移动端，腾讯的社交、游戏等在移动端均得到了更好的发展。最终，这两家卓越的企业在开放共赢的理念下，通过开放、共享、融合，共同打造新型企业的护城河。

因此，**在未来的商业逻辑中，企业从求赢变成不断追求新的生长空间，从线性思考变成立体思维，从静态博弈变成动态共生。**企业的护城河也不再用宽窄或者深浅来描述，而是用动态的视角，从趋势这个角度加以评定。企业的动态护城河要始终围绕寻求新的发展方向、新的演进趋势来布局。

开放、动态的护城河可能是理解价值投资最重要的门径，当意识到企业拥有动态的护城河时，投资人才能够真正理解企业创造价值的本质。某种程度上说，**持续不断疯狂创造价值的企业家精神，才是永远不会消失的护城河。**

投资的生态模型

在价值投资的研究中，如何捕捉到更深层次、更有把握的决定性因素，是投资人最为关注的问题。可是，在商业系统中，没有一种放之四海而皆准的成功范式，不同的企业凭借独门招式赢得生存及发展空间，有的靠品牌，有的靠产品，有的靠管理，有的甚至靠时运。但无论凭借什么，让生意和所处的环境相匹配，往往是优秀企业的重要

特征。因此，我们运用第一性原理，借鉴生态学的思维模型，展开对生意的独特性、适应性和进化性的动态解析，希望在更大的系统中，探索生意的属性及其未来的变化。

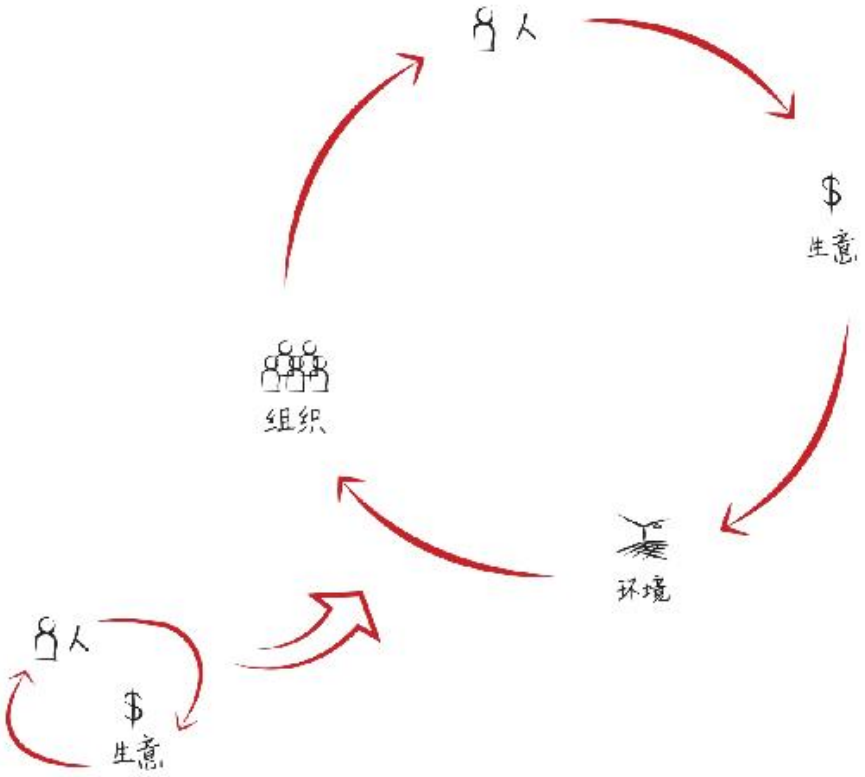
人、生意、环境和组织

传统的投资理念，基本策略是寻找人和生意。但我希望在东方古典文化和现代投资理论的结合中，寻求一种懂得所处环境和生意本质的复合能力，这种能力可以帮助投资人以更加贴近现实的视角理解投资，从一个单纯追求最佳商业模式和最佳创业者的二维象限视角，升级为审视人、生意、环境和组织的最佳组合的多维视角。

看人，就是看拥有伟大格局观的创业者，看他的内心操守和价值追求，看他对商业模式本质的理解与投资人是否一致。人是一切价值的创造者，是企业家精神的源泉和实现载体。在实践中，中国不乏世界级的创业者，他们能够在瞬息万变中洞察趋势、了解人性。他们理解、适应并推动现实，选择创业的时点、方向，集合运转生意的组成要素，设计驱动生意的组织模式，提升运营效率，甚至改变生意的属性。评价创业者的维度有很多，既包括他能达到的高度，即能力；也包括维持能力的稳定性，即可靠性；更重要的是为社会创造价值的初心，即有没有做有意义的事。**对于投资人来说，看人就是在做最大的风控，这比财务上的风控更加重要，只要把人选对了，风险自然就小了。**我的风控理念比较关注企业家的为人，能够聚人，可以财散人聚，注重企业文化和理念，懂得自己的边界，不断学习，并且目光长远、想做大事，拥有这样的伟大格局观的企业家更容易与我们契合。实践证明，很多一流的人才做三流的生意，有可能把三流做成一流；相反，三流的人才做一流的生意，则可能把一手好牌打得稀烂。

看生意，就是看这个生意的本质属性，看它解决了客户的哪些本质需求，看生意的商业模式、核心竞争力、市场壁垒以及拓展性，看

它有没有动态的护城河。不同的行业和商业模式拥有不同的先天属性，但好的经济活动、商业模式往往是时间的朋友。所谓商业模式，包含客户价值主张、盈利模式、资源和流程。更关键的，是理解这个生意的演变可能：它从哪里来，会到哪里去，哪些前提决定了生死，哪些转折影响了成败。比如，可口可乐公司曾经有一句名言：“假如我的工厂被大火毁灭，假如遭遇世界金融风暴，但只要有可口可乐的品牌，第二天我又将重新站起。”可口可乐靠标准化的供给满足了多样化的情感需求，因为它的生意本质是建立一种长期稳定的心理认知。判断一个生意是不是时间的朋友，可以看它在整个市场不好的时候，能不能变得更强大；看它的规模优势能不能根本性地改变成本和运营结构；看技术创新对行业是颠覆性的还是完善性的；诸如此类。对于投资人来说，持续追问生意的本质尤为关键，要看在发生集中度提升、技术突破、价值链重构等产业变革后，这个商业模式能否产生可持续、可积累的系统能力，看经过时间的沉淀以后，这个生意能否产生复利的价值。



从人与生意，到人、生意、环境和组织

看环境，就是看生意所处的时空和生态，看政策环境、监管环境、供给环境、需求环境，看资源、市场、人口结构甚至国际政治经济形势等在更长时间内发挥效力的因素。在做投资决策时，仅看人和生意还不够，还要寻找人和生意的外生因素，要看更长远、权重更大、更基础的维度。环境包括产业生态中的组成要素，也包括人口因素、购买力因素、文化因素，以及经济周期、金融周期、产业发展周期等更宏观的因素。有的生意已经有很明显的天花板，即便是垄断经营或者有很强的市场壁垒也不行，因为新的技术能够创造新的政策环境，从外部打破旧的天花板，比如汽车行业、通信行业的技术创新；有的生意在发展中国家是好生意，比如家电行业、消费品行业；有的生意在老龄化社会是好生意，比如医疗行业、宠物行业；有的生意在

家庭结构的变化下，会有许多机会。从需求环境看，有的生意在一些国家是新产生的机会，比如便利店，因为随着家庭人数减少，人们不必一次性购入大量生活用品，随着老年人和全职女性增多，人们不愿意去远的地方购买生活必需品，而是采用就近选择；从供给环境看，有的生意是伴随着基础设施的完善而产生机会的，这就需要判断生意的组成要素中，哪些是促进因素，哪些是限制因素，比如移动支付的普及，使得许多商业模式能够形成通畅运转的闭环。环境是理解许多投资的出发点，同时也是最基础的判断因素，在很大程度上可以帮助投资人把握好的投资时点。

看组织，就是看创业者所创立的组织基因，是否能够把每个细胞的能量充分释放；看组织的内在生命力能否适应当时的经济周期、产业周期。组织是人和生意的内生因素，是可以塑造和激活的。比如在经济好的时候，有些企业可以什么都不做就活得很好，但在经济不好的时候，企业的存活就非常依赖组织的韧性和适应能力。看组织，还要看能否从强大的文化与价值观中孕育出优秀的治理结构、科学的决策机制与管理流程等系统能力，能否让产品更优质、服务更人性，能否把个人能力升华为组织能力，把事业部能力转化为集团能力，等等。组织不仅仅是生意的载体，还要成为生意的组成部分，有的生意就是在打造组织，把组织打造好了，产品与服务也能相应改善。比如海底捞就把服务做成了标品，且其标准是根据顾客需求而动态变化的，这背后靠的就是组织。

最后需要强调的是，人、生意、环境和组织的分析框架是开放的、动态的，在不同的市场、不同的投资项目分析中，不同的底层要素发挥不同权重的作用。所以，理解这个分析框架最重要的是思考其内涵，而不是一味地简单套用。

在变化的系统中理解投资

人、生意、环境和组织这个分析框架的关键点在于，要在变化的系统中理解投资，高维思考，低维行动。

我们首先强调变化。无论是纵观行业史的回顾性研究，还是在现实复杂环境中的关键参数跟踪，抑或是企业家自身的颠覆、创新和重构，核心就是理解变化，探究其背后的机制。拥抱变化既是保持警惕，又是适应和进化，这构成了思考和行动的前提，能够帮助投资人忽略“天气”，穿越周期。

其次强调思考的层次性。思考的终点是生意的本质，但思考的过程还要覆盖生意所处的生态系统，看生态各个组成要素之间的契合度。任何生意都需要一套完整的生态系统和基础设施，但如果某个时点、某个地域基础设施不完整，反而孕育着很大的机会。一旦基础设施建立完善，这个生意将获得爆发式的增长。但如果某个生意需要的关键节点被一些创业者研发的重要技术或提出的伟大创意所覆盖，这个生意会呈现完全不同的成长曲线。

所以投资人需要反复研究：怎样的生态能够让一个一般的商业模式变成伟大的商业模式，让一位不怎么突出的创业者也能够成功？怎样的环境要素能够让好的商业模式与好的创业者产生更广泛的协同？怎样的环境变化是合理的、非偶发性的？怎样的人能改变生意的属性？此外，还要进一步思考组织的内在机理与外界环境的交互，看人、生意、环境和组织的权重，以及彼此的影响。理解了这些，可能就能明白有些生意是赚商业模式的钱，有些则是赚环境的钱。有些生意能够在外界环境恶劣的情况下更加健康，而有些生意只能在好的环境中生存。

最后强调行动的可执行性。经过更高维度的思考后，价值投资还要回到具体的空间中，搭建并验证可执行的路径。生意是现实的，而现实是由环境所催生的。人创造着生意，环境塑造着生意，组织驱动着生意，有些生意又在影响着环境。所以低维行动的关键是在特定的

环境中，针对能把握、能改变的底层要素，进行持续构建。比如，有的生意关键在于供应链，那就要组织最有效的供应链模式；有的生意关键在于用户体验，那就要在用户界面环节重点完善；有的生意关键在于品牌力，那就要持续赋予品牌新的活力；等等。

我想分享我们对Zoom公司的投资案例，以作为理解人、生意、环境和组织这个分析框架的切入点。2014年在美国加州，我和Zoom的创始人袁征结识，他热情地向我介绍了Zoom的发展情况，并和我分享了他稍早前在另外一家视频会议公司WebEx工作时的心得。当时我最直接的感受就是，当人和事完全匹配时，公司将被激发出前所未有的力量。袁征对视频会议这门生意的理解，以及他多年的技术积淀，都使他正在做的这项事业拥有很高的成功概率。他的激情和追求将会不断地相互转化。同时，对于云视频这个行业，我们也有多年研究，归根到底，Zoom创造了又一个“用科技提高效率”的典型场景。因此，只要商业生态的环境变了，无论是需求端还是供给端变了，Zoom都将迎来巨大的结构性机会。环境的改变可能源于选择线上工作方式的科技公司越来越多，跨时区、跨地域的商务沟通越来越频繁，组织生产形态越来越灵活，或者其他外生因素。我们无法预测环境的改变时点，但“用科技提高效率”这个长期趋势一定是不可逆的，是一个“质变引起量变”的过程。

再来看组织，袁征在公司创立的早期就建立了非常符合其产品逻辑和生意属性的组织文化。他把“传递快乐”作为Zoom的组织文化。他不仅推崇符合产品逻辑的极客精神(21)，也非常推崇符合市场逻辑的用户导向文化，并且还提出了“产品导向和用户导向要交替进行”的管理理念。这对于一家硅谷公司而言是非常具有创新性的。他致力于打造让用户开心的产品，并成功把对生意的理解贯穿于组织的管理之中，让技术和产品、用户和体验有了非常好的结合，让每一位员工都有很强的工作热情，形成不断学习、不断追问问题本质、不断满足用户需求的自驱力，让企业上下都能围绕共同的产品逻辑和市场逻辑来

做事情。因此，在2015年，我们就很坚定地相信，Zoom在未来一定能在云视频领域有所成就，于是我们在很早期的轮次就投资了这家公司。

此后，我们还专门邀请袁征为许多初创企业做分享，请他从自己的角度讲述如何理解人、生意、环境和组织，讲述让他在企业初创阶段做出正确决策的思维方法。我们希望不仅在人、生意、环境和组织这个框架里做投资，还通过这个框架，把成功的创业秘籍、思维方法分享给更多的人，让更多的创业者跳出来，在更广阔、更长期的格局里思考问题，这为我们做投资，并与企业家一起创造价值创造了非常重要的正向循环。

在线教育企业猿辅导创始人李勇有一个观点非常有意思，恰好从某个角度诠释了如何理解人、生意、环境和组织这个分析框架。他说：“一家公司的发展是与所处时代的双人舞。”这句话适用于各行各业，尤其诠释了在线教育行业的发展历程。互联网出现之初，人们就认为它一定会改变教育行业，但直到今天，它才逐渐具备完整的生态环境，而且时代仍在继续变化。在线教育行业的创业者必须正确认识教育的本质，并对在线化拥有清晰的认识。简单的在线化是与教育的本质相冲突的。教育的出发点是满足人们对于学习的渴望，学习并不是反人性的，不好的学习体验才是反人性的，而好的学习体验是对天性的最好“挖潜”，这一点是对在线教育这个生意的基础理解。教育的核心是内容和服务，因此，想要生产丰富的内容和实现优质的服务过程，需要生态设施的逐步完善。可以说，正是移动互联网的快速普及，使服务实现了在线化、个性化和很好的互动体验。同时，新一代互联网原住民正成为父母，这也在一定程度上促使这个行业爆发式发展。最后，生产内容和实现服务流程，均需要非常精巧的组织能力。这些角度放在一起，恰好能够解释为什么要“投资于变化”。

正是基于上述分析，高瓴在2020年领投了猿辅导最新一轮的、总额达10亿美元的融资，猿辅导也成为中国教育行业未上市公司中估值最高的教育品牌。这家创办于2012年的在线教育企业，致力于用科技手段帮助学生提升学习体验、激发学习兴趣、更便捷地获取优质的教育资源，它拥有丰富细分的产品矩阵，可以说其发展的每一步都在识别环境的变化、适应时代的变化。

如果把研究洞察、投资配置和提供解决方案作为高瓴的“生产方式”，那么人、生意、环境和组织的投资模型则构成了高瓴“生产方式”的闭环，在高维思考和低维行动后实践研究成果，帮助企业激发企业家精神，持续打造动态护城河，完成价值创造过程，做时间的朋友。这种循环会反过来强化我们对许多产业环境、企业家精神、生意和组织模式的理解，能够帮助我们更好地拥抱变化，应对挑战。

从发现价值到创造价值

作为一家坚持价值投资的投资机构，我们在新的时代和空间中不断加深对人、生意、环境和组织的理解，也不断加深对价值投资的理解。价值投资在今天，又有怎样新的发展和变化呢？在我的理解中，价值投资已经从只是单纯地发现静态价值向发现动态价值并帮助被投企业创造价值转化。

与其他投资流派相比，价值投资在刚被提出时，即强调建立完整、严谨的分析框架和理论体系。其中最重要的三个概念就是“市场先生”（Mr. Market）、“内在价值”（Intrinsic Value）和“安全边际”（Margin of Safety），这三个经典概念构成了价值投资诞生之初的逻辑链条。“市场先生”指的是市场会报出一个他乐意购买或卖出的价格，却不会告诉你真实的价值。并且，“市场先生”情绪很不稳定，在欢天喜地和悲观厌世中摇摆，它会受到各种因素的影响，所以价格会飘忽不定、扑朔迷离。而企业的“内在价值”是指股东预

期未来收益的现值，这其中有一个关键前提是“现值”这个概念的出现。但是企业的“内在价值”往往是一个估计值，而不是一个精确的数字，不同的人会有不同的判断，“市场先生”也会给出不同的反应。在这样的情况下，运用“安全边际”就是在理解“内在价值”的基础上和“市场先生”打交道的有效方式，“安全边际”要求投资人保持合适的理性预期，在极端情况下还能控制亏损。

便宜的公司已经消失了

早期的价值投资更依赖于对企业资产负债表的分析，算市净率（P/B），即把企业资产价值算清楚后，用低于清算价值的价格买入资产，赚被市场低估的那部分钱。这种投资策略是在经历了股灾与大萧条之后的沉痛反思中产生的，受到当时特有市场环境的影响，是在悲观中孕育着希望。正是由于20世纪30年代早期的经济危机和当时混乱无序的市场结构，许多股票的价格常常低于账面价值，人们通过关注财务报表，计算企业的静态价值、账面价值，不考察，不调研，不找管理层谈话，就可以发现许多好的投资标的，这是基本面研究最幸福的时代，不过，也是价值投资不被世人所重视的时代。

沃伦·巴菲特早期深受本杰明·格雷厄姆的影响，在投资实践中，关注企业的运营业绩及净利润、净资产规模、资本回报率等财务指标，寻找资产价值能够算清楚的公司。此时的价值投资强调价格和价值的脱离，提倡所谓的“捡烟蒂”，就是投资价格比较便宜、资产拆分下来有很大折价的公司，类似于把一辆汽车买回来，拆了卖零件还能赚钱。

到20世纪六七十年代以后，便宜的公司已经很少了。1976年，本杰明·格雷厄姆在接受《金融分析师杂志》（*Financial Analysts Journal*）采访时也指出：“价值投资的适用范围越来越小。”查理·芒格告诉沃伦·巴菲特，显而易见的便宜公司已经消失了，一旦突破

了格雷厄姆式的便宜标准，就可以考虑更多更优质的企业。而且，随着资金管理规模的扩大，仅寻找便宜公司的投资策略显然不再好用。

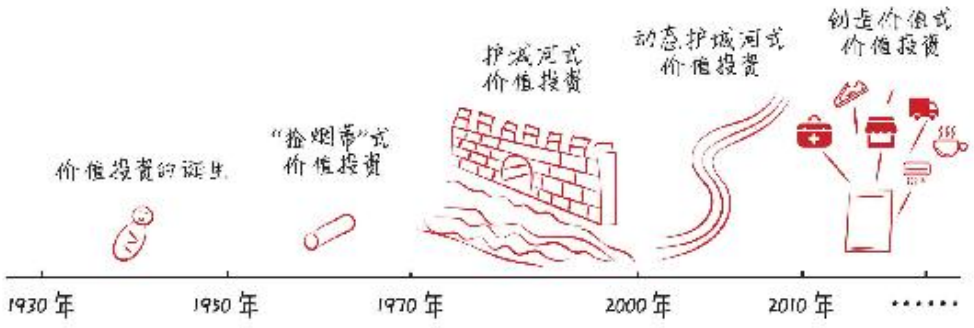
因此，这个时期的沃伦·巴菲特逐步受到菲利普·费雪（Philip Fisher）[(22)]和查理·芒格的影响，从一个“捡烟蒂”式价值投资者转变为寻找护城河的价值投资者。在收购喜诗糖果这家优秀的成长型企业以后，沃伦·巴菲特开始聚焦于研究公司质地，追求购买市场地位中隐含成长惯性的公司，尤其喜欢购买具有垄断性质的公司，寻找公司的护城河，如无形资产价值等，在此基础上，关注管理层的能力以及企业文化，在自己熟悉的领域内发现优秀企业并长期持有。这个时候，价值投资被重新定义，即购买好的、有成长性的企业。有一句流行的话，叫“有的人因为相信而看见，有的人要看见才相信”。眼光和判断，意味着价值投资的“安全边际”不仅是面向过去的，还是面向未来的。

至此，价值投资的理念已经从早期关注市净率发展到关注企业真正的“内在价值”阶段，从“寻找市场低估”发展到“合理估值、稳定成长”，可以说是价值投资理念的完善和丰富。这种投资理念的进化也是与美国20世纪80年代的发展相匹配的。那个年代，美国的人口和经济总量持续稳定增长，许多公司在国内市场自然扩大和全球化的过程中不断发展壮大，获得了高成长。从更宽泛的意义来说，价值投资对于美国工业社会、商业社会的形成，一定程度上起着动力源和稳定器的作用。时代的商业文明不仅仅塑造了实体产业，同时也塑造了现代投资业，这种相互交织的能量场、连接资本和产业的力量共同助力创新和发展。所以，可以说格雷厄姆与多德是价值投资理念的开山鼻祖，而巴菲特则是集大成者。

坚持长期结构性价值投资，持续创造价值

到了今天来看，传统的价值投资永远有其长远的意义，但世界在不断地变化，无论是格雷厄姆式还是巴菲特式的价值投资者，都面临着一些困境，价值投资需要结合时代背景来不断地创新和发展。

经典的价值投资产生于20世纪30年代，20世纪五六十年代就已经被广泛使用，市场和产业的变化，尤其是科技的快速发展，使得投资人在研究企业时无法停留在实物资产价值、账面价值或静态的内在价值这一层面。“市场先生”“内在价值”“安全边际”这些经典概念有了更多新的含义：更加成熟的市场效率、企业自身的内生动能以及不断变化的外界环境，构成了理解价值投资的新角度。价值投资的内涵和外延都在变化。**如果说价值投资的出发点是发现价值的话，其落脚点应该是创造价值。**



价值投资的演进

怎样理解价值投资的内涵和外延都在发生变化呢？具体来看，凭借金融基础设施的逐渐完善和市场规则的有序发展，金融市场效率得到根本性提升，价值发现和市场估值的落差在逐步消弭，传统价值投资的回报预期显著缩小。价值投资者显然很难找到被极度低估的投资标的，更不可能仅仅通过翻阅公司财务报表或者预测价值曲线就发现投资机会。同时，技术进步使得企业及其所处环境发生了巨大演变，新经济企业的估值方法也与传统企业完全不同，寻找可靠的、前瞻性

的新变量成为价值投资演化的核心所在。一旦发现并理解了这些关键驱动因素和关键拐点，就能发现新的投资机会。

为什么说价值投资的落脚点在于创造价值呢？一方面，在全球经济持续增长和资本快速流动的前提下，创新已经产生溢价。由于创新溢价，发现价值的洞察力更显难得，研究驱动成为从事价值投资的基本素养。另一方面，我们仍处于快速变化和技术创新的成长周期中，创新的产生需要跨维度、跨地域、跨思维模式的整合交融，把许多看似不相关实则能够产生爆发性合力的创新要素结合在一起，可能会实现更高维度的能量跃迁。

正是由于上述因素，价值投资由单纯的静态价值发现转而拓展出两个新的阶段：其一是发现动态价值，其二是持续创造价值。发现动态价值需要强大的学习能力和敏锐的洞察力，能在变化中抓住机会。而创造价值需要投资人与创业者、企业家一起，用二次创业的精神和韧劲，把对行业的理解转化为可执行、可把握的行动策略，帮助企业减少不确定性，以最大限度地抓住经济规律。

举例来说，一家公司的价值成长曲线可能是每股股价从100元到120元，再到150元。发现价值就是在股价为50元的时候，就去发现它、购买它。但更好的做法可能是在某个阶段切入，然后与创业者一起，改变它的生长空间和增长曲线，让它的价值能够从新的角度来衡量，从100元增长到200元、500元……通过这种参与和陪伴，我们不仅能分享价值增长的复合收益，还能够真正做创业者的合伙人、后援团，帮助企业不断生长。

这就是我们坚持的长期结构性价值投资。**所谓长期结构性价值投资，是相对于周期性思维和机会主义而言的，核心是反套利、反投机、反零和游戏、反博弈思维。**研究和决策的前提是对长期动态的跟踪和观察，判断一家企业是否是“时间的朋友”，来实现跨周期投资。基于对公司基本面的深度研究而非市场短期波动来做投资决策，

保持足够谨慎的风险意识和理性预期，就是反套利、反投机；关注并参与结构性的市场与行业变革机会，打造动态护城河，摒弃不可持续的垄断地位或套利空间，就是反零和游戏和反博弈思维。**长期结构性价值投资的核心是格局观，不断颠覆自身，重塑产业，为社会持续创造价值。**

长期结构性价值投资专注于价值创造，因此对于企业而言应该像孵化器，是效率提升的孵化器，更是思维策略的孵化器。就像经济学家总结归纳复杂的社会现象、军事家熟读上古的战术兵法、政治家翻阅传承先哲的治国方略、运动员观摩学习冠军的比赛录像一样，价值投资者可以在研究的基础上，把从商业研究中抽离出的规律，分享给创业者、企业家。创造价值的核心是提供全面系统的解决方案，包括企业战略分析、嫁接优质资源、复制管理经验、提升运营效率、拓展国际业务、在海外复制中国模式，甚至通过提供争论性的话题来打开思维等。同时，创造价值的方式要与企业所处的阶段、特有的基因、未来的愿景紧密结合，在更高的维度和更远的视野中，提供相适应的解决方案。

比如，我们真正成了提供解决方案的资本，覆盖全产业链、全生命周期。不论企业处于创立早期、快速成长期，还是成熟期，我们只希望在企业拥抱创新和变化的时候加入并全程陪伴，在此过程中不仅发现价值，而且创造价值，为企业提供符合其当前发展阶段和长期趋势的全方位支持。2020年春天，当一场突如其来的疫情让无数创业者陷入担忧和迷茫时，我们专门推出了“高瓴创投”这一品牌，全面覆盖生物医药、医疗器械、软件服务、原发科技创新、消费互联网、新兴消费品牌等最具活力的行业，就是希望加速聚集资本、资源、人才等多维助力，帮助创业者重振士气，走出焦虑，在产业发展和社会变革的长期趋势中乘风破浪，把握创新、创业的巨大机会。

再比如，我们有许多控股型投资的尝试，搭建产业投资与运营平台，这个决策的出发点不是为了赚钱，这种方式也未必是最赚钱的方式，可能还是无用功，但这种投资方式能够让投资人从实践和变革中理解产业的深层次逻辑和许多现实问题，避免投资人出现眼高手低和纸上谈兵的问题，这是最大的“有用”。而且，我们还有许多资源连接和战略协同的尝试，在“走出去”和“引进来”的过程中充当连接器和催化剂，把全球的创新引进中国，把中国的创新复制到全世界。在与创业者、企业家同行的过程中，向科技赋能要效率、要产出，向国际化、全球化要经验、要创新。

当然，在投资的世界中，可能大多数企业都无法成为投资标的，没有在生意上合作，但投资人依然可以与其建立很好的关系，力所能及地为其提供战略增值和关键支撑，这是东方文化特有的“写意”和“混融”，亦是价值投资者的初心和本能。

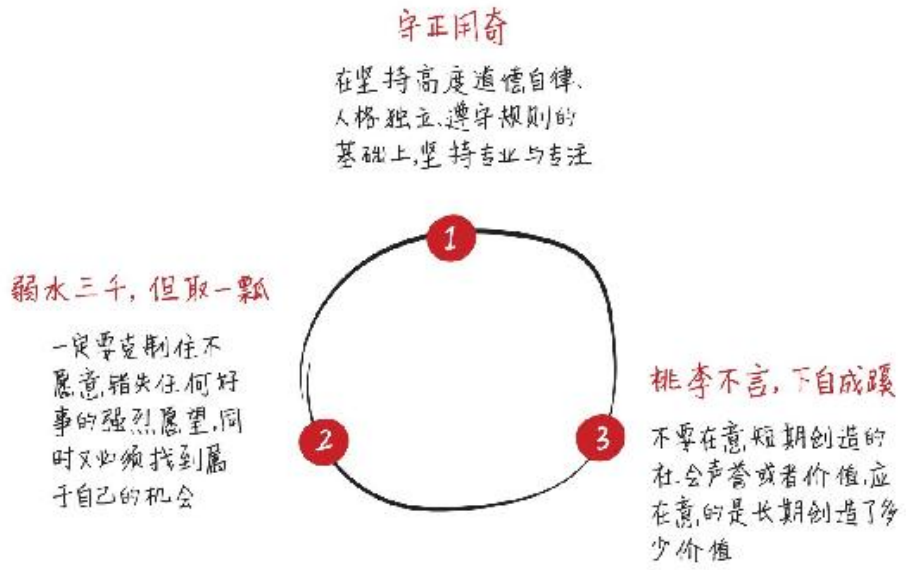
坚守三个投资哲学

海外求学经历让我感受到不同文化之间强烈的对比，通过近距离地学习西方思维模式，我反而对中国文化的博大精深有了新的参悟。虽然现代金融投资的工具多来源于西方，但我希望能够结合东方特有的古典哲学，更好地理解和运用它们。在2005年创业之初，我就提出了三个投资哲学，在价值投资实践中予以遵循，以求在纷繁错杂的世界中坚守内心的宁静，避免错失真正有意义的机会。我常用三句古文来概括它们：“守正用奇”“弱水三千，但取一瓢”“桃李不言，下自成蹊”。

守正用奇

“守正用奇”是从老子的《道德经》中总结出来的表述。老子说“以正治国，以奇用兵”，即以清净的正道来治理国家，以奇思的谋略来用兵。我用这句话时时提醒自己，在坚持高度道德自律、人格独立、遵守规则的基础上，坚持专业与专注，拥有伟大的格局观，谋于长远；同时，要在规则范围内，不拘泥于形式和经验，勇于创新，出奇制胜。

先说“守正”。首先，“守正”体现在投资人的品格上，要坚持道德上的荣誉感，尊重规则、适应规则，“不逾矩”。其次，“守正”体现在投资原则上，投资需要构建一套完整的决策流程和不受市场情绪左右的根本原则，正确认识外部风险和内生收益；最后，“守正”体现在研究方法上，要做时间的朋友，研究长期性的问题，不追求短视的利益。



三个投资哲学

再说“用奇”。首先，“用奇”体现在如何思考。做投资不仅仅是按照合理的机制和程序一成不变地思考，更要打破对客观规律的简单呈现，不仅要知其然，还要知其所以然，把背后的一些传导机制搞

清楚，把看似无关的事物联系起来推演，把人、生意、环境和组织在不同时期、不同区域所承担的权重算清楚。其次，“用奇”体现在如何决策。做投资不仅要通过研究确定初始条件是怎样的，还要找到不同时期的关键变量，认清关键变量之间是因果关系还是相关关系，有的时候是生意的性质变了，有的时候是人变了，有的时候是环境变了，有的时候是组织结构变了。这些问题研究清楚后，决策就能不受存量信息的束缚，而根据市场的增量信息做出应变和创新，在别人看来就是“奇”。

更为重要的是，“守正”和“用奇”必须结合在一起，才能发挥最大的效用。做人做事讲究“正”，才能经得起各种各样的诱惑。思考决策讲究“奇”，才能找到属于你的空间。“守正”给“用奇”以准绳，“用奇”给“守正”以反馈。坚持价值投资，就是去芜存精、化繁为简，始终对主流观点保持质疑和求证，不断地挑战自我，开拓新的未知世界。

弱水三千，但取一瓢

“弱水三千，但取一瓢”，意思是弱水深长，但只舀取其中一瓢来喝就足矣。我觉得这句话同样适用于投资，投资人需要强大的自我约束能力，一定要克制住不愿意错失任何好事的强烈愿望，同时又必须找到属于自己的机会。

首先，如何理解投资过程。投资项目分门别类，好比“弱水三千”。但投资的境界，关键在于独立思考的过程，投资的方式本身就是投资的内容。与许多在市场上频繁出手的投资人不同，我们始终把时间花在研究上，在投资前后都保持充足的耐心，去形成一套属于自己的深入理解。在中国，有太多创业者和创业项目，投资项目不是太少而是太多。我们不擅长搞“人海战术”——一年看特别多的公司，也不会频繁地更换战场——哪人多去哪，希望能赶上市场的风口，在

资本热潮中分一杯羹。人云亦云的结果，很可能是失去独立思考的能力，看不见也抓不住真正的大机会。所以有人说“可怕的从来不是宏观经济，而是跟风投资”。回看2011年的“千团大战”、2015年的“百播大战”……风口来得快，去得一定也快。风口来去匆匆，落得一地鸡毛，多少投资人只能在热血澎湃之后体会无人诉说的失落。换句话说，投资不是纯粹为了赚钱，一味受金钱驱动是这个行业里最危险的事情：要么挣了很多钱，挣到钱却不知道接着干什么；要么一直挣不到钱，甚至为钱铤而走险。

其次，如何理解投资机会。这里的关键在于选准“那一瓢”。我不喜欢做天女散花式的投资，而是希望抓住最有价值的投资机会，用超长期的资本对企业做最大化的投资。不管企业在什么行业什么阶段，只要能在适应的环境以适合自身组织的形式予以表达，持续创造出价值，就是好的投资机会。投资决策的起点是基础研究，这决定了投资人只能在看准的时候再出手，投资只能少而精。很多时候，投资成功与否都归结于所选“那一瓢”的价值几何，能否在“那一瓢”上做得更大、更深、更结实。真正的好公司是极少的，真正有格局观的创业者、企业家也是极少的，不如集中长期持有最好的公司，帮助创业者把最好的能力发挥出来。

既然看好了，那为什么不重仓呢？投资是一种做选择的生意，每一次投资，都是在为真正创造价值的创业者投票。这之中重要的不仅仅是你选择了什么，同样重要的是你没有选择什么，而且没有权重的选择不是真正的选择。如果把时间和精力都花在了最有可能成功的事情上，那离成功一定不远。当然，如果功夫没有练到一定阶段，也不要急于“挺身而出”。古人说“从古知兵非好战”[(23)]，投资中也要减少不必要的交易，避免因随时需要关注市场的起落，而放弃了研究一流投资机会的时间投入，把“瞄准”作为射击的主要活动，而不是“扣动扳机”。

再次，如何理解基础研究。这就需要辩证地思考“但取一瓢”，不能只看一个行业，其他通通不考虑，否则也会影响研究的深度和广度。像匠人一样做投资，最好的方式莫过于在结构性变化和个人投资能力中找到最契合的发力点，在寻求一点突破的前提下看更多相关的行业，或者训练相近的思维。如果能看懂这个行业的变化，有能力找到投资的逻辑，就买入并长期持有。但如果只是风口，或者别人在其能力范围内做得很好的项目，就不要盲目追逐。其实，能不能做到“但取一瓢”，考验的是一个人的自我约束力。**在多数人都醉心于“即时满足”（Instant Gratification）的世界里时，懂得“延迟满足”（Delayed Gratification）道理的人，已经先胜一筹了。**

桃李不言，下自成蹊

“桃李不言，下自成蹊”，出自《史记》，原意是桃树和李树不主动招引人，但人们都来赏花摘果，在树下走出了一条小路。对于投资人来说，不要在意短期创造的社会声誉或者价值，而应在意的是长期创造了多少价值。沉醉于一时的成功、放任高调的宣传通常是非常危险的。自我膨胀很容易让人迷了心智，听不进反对意见，把不准未来方向；名声大了很容易引来不必要的关注，毁也好，誉也好，总归是让人分心的评判。杂音多了，内心的声音就容易被忽略。如果在初期就非常高调，就很容易失去理智。西方人经常说，“上帝欲使其灭亡，必先使其疯狂”，印证这句话的创业故事不胜枚举。

首先，要回归投资的初心。对于投资人来说，关键是做好自己的本职工作，找到并支持优秀的创业者实现创业梦想，同时在这个过程中为社会创造更大的价值。坚持做正确的事情，在行业里就会形成好的口碑，有共同理念的人终究会与我们合作。我们坚持要“找靠谱的人一起做有意思的事”，在投资的过程中就会充满与相知相识的人共

同征服挑战的愉悦感和成就感，这样就能实现“不言”或者“少言”。

其次，要找到投资的幸福感。我认识的所有优秀投资人，都能从投资这个行为本身获得职业的幸福感、满足感。对于他们来说，赚取投资收益与其说是拼命要完成的任务，不如说是水到渠成、下自成蹊的结果。整天为了收益疲于奔命的人，到最后可能颗粒无收；而心无旁骛走自己的路的人，往往能获得很大的回报。

最后，要对投资的过程进行自省和反思。无论是对个人、公司，还是针对具体的交易和项目，时刻反省自己的处境，不固守一时一刻的成绩，尤为重要。一个人如果觉得自己很成功了，往往会开始走下坡路；一家投资公司如果认为自己躺着都能赚钱，往往会开始舍本逐末，追求虚无缥缈的事情。无论发展到什么阶段，我们都时常警醒自己：今后是否能不断地推陈出新？如果要保持成长的延续性，最应该坚持什么？最不应该留有什么？一旦一点小的成就使得我们不再努力、思考和创新，而陷入悬崖式溃败，则悔之晚矣。

在价值投资的路上，有深山大泽，亦有宜人坦途；有迷途知返，亦有绝处逢生。坚持投资哲学并非僵化，而是以严谨的治学精神去认识市场，提炼出最基本的价值观。在经济压力巨大的时候，作为一名投资人，最糟糕的事情就是恐慌。但当我们把事情想清楚了，自然能够保持内心的宁静，享受过程，知行合一。而塑造内心的宁静，归根结底就是做事情有目标、有原则、有行动指南和反馈机制，在不同的处境面前有定力，这就需要我们做出的每一步选择都是心安之选。

价值投资最伟大之处在于，它将“投资”这项难以确定的事情变成了一项“功到必成”的事业，变成逻辑上的智识和拆解，数字里的洞见和哲学，变化中的感知和顿悟。“唯有诗人能扩张宇宙，发现通向新真理的捷径”(24)，我们在长期主义之路中探求本质，在未来和此刻间搭建通途。

我对投资的思考

- 最好的分析方法未必是使用估值理论、资产定价模型、投资组合策略，而是坚持第一性原理，即追本溯源，这个“源”包括基本的公理、处世的哲学、人类的本性、万物的规律。
- 独立研究的最大价值是让投资人敢于面对质疑，坚信自己的判断，敢于投重注、下重仓。
- 世界上只有一条护城河，就是企业家们不断创新，不断地疯狂地创造长期价值。
- 商业竞争本质上要看格局，要看价值，要升维思考，从更大的框架、更广阔的视角去看给消费者创造怎样的价值。
- 对于投资人来说，看人就是在做最大的风控，这比财务上的风控更加重要，只要把人选对了，风险自然就小了。
- 如果说价值投资的出发点是发现价值的话，其落脚点应该是创造价值。
- 所谓长期结构性价值投资，是相对于周期性思维和机会主义而言的，核心是反套利、反投机、反零和游戏、反博弈思维。
- 在多数人都醉心于“即时满足”的世界里时，懂得“延迟满足”道理的人，已经先胜一筹了。

第 5 章

价值投资者的自我修养

价值投资
不是投资者之间的
零和游戏，
而是共同把蛋糕做大的
正和游戏。

从事投资的过程中，我渐渐发觉，投资一方面是对真理的探寻，探索外部世界；另一方面是谋求心灵的宁静，观照内心世界。外不能胜人，内不能克己，投资恐怕难以成功。

就像许多人“懂得很多道理但依然过不好一生”一样，投资当中也有许多道理被反复提及，但许多人在应用时仍然不解其意。比如“当别人害怕时，你要贪婪；当别人贪婪时，你要害怕”“价格是你付出的，而价值才是你得到的”“利润只是一种意见，而现金流却是一个事实”“你只有买得便宜，才会卖得便宜”“永远不要把买入成本当作卖出的决策依据”……

所以说，价值投资是一场不折不扣的修行，这条路有时熙熙攘攘，有时冷冷清清，但一直在这条路上行走的人，实在不多。能有更多的价值投资者同行，共同讨论和切磋，无论对于投资行业还是对于具体的投资人而言，都是一件好事。

2017年，我和邱国鹭、邓晓峰、卓利伟等几位好友共同发起成立了高礼价值投资研究院，创办初衷就是希望在中国价值投资发展的过程中，能有一个供投资人相互学习、探讨的实战训练营，希望从一个很小的社群里，走出更多真正懂得价值投资的优秀投资人，进而把好的资源与优秀的企业家结合起来，为中国资本市场和实体经济发展贡献一份力量。

很早的时候，我们就开始筹划这个研究院，为了更好地办学，我们多次讨论并出国考察。2015年5月，我们一行中国价值投资者参加了巴菲特年会，与沃伦·巴菲特、查理·芒格、大卫·史文森、约翰·保尔森等美国投资人交流，发现美国投资人无论是做价值投资还是采用其他投资方法，都能够在社群中深入探讨非常长远以及具有很大格局的重要问题，他们身上所展现的思辨性、开放性让人动容。自那时起，我们成立高礼价值投资研究院的想法就更加明确了。

在高礼价值投资研究院，学员们可以开诚布公地交流，不仅仅对行业格局和重点公司进行研究剖析，还可以对规律性的认知进行切磋探讨，在不断学习和实践中理解价值投资。我们希望，基于这种学习氛围，学员们能够想得深、看得远、做大事。

坚持第一性原理

价值投资者应该坚持第一性原理，从本质上理解投资，理解价值投资。

第一性原理由亚里士多德提出，他强调：“任何一个系统都有自己的第一性原理，它是一个根基性的命题或假设。它不能被缺省，也不能被违反。”简单来说，在一个逻辑系统中，某些陈述可能由其他条件推导出来，而第一性原理就是不能从任何其他原理中推导出来的原理，是决定事物的最本质的不变法则，是天然的公理、思考的出发点、许多道理存在的前提。坚持第一性原理指不是用类比或者借鉴的思维来猜测问题，而是从“本来是什么”和“应该怎么样”出发来看问题，相信凡事背后皆有原理，先一层层剥开事物的表象，看到里面的本质，再从本质一层层往上走。

投资系统的第一性原理

那投资系统的第一性原理是什么？在探讨投资系统的第一性原理之前，需要首先认识到投资系统是理性的、有逻辑体系的，否则不会存在第一性原理。沃伦·巴菲特在《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）[(25)]的序言中写道：“要想在一生中获得投资成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或内幕消息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种体系造成侵蚀。”所以，与其把投资纳入艺术的范畴，

不如把它纳入讲道理、讲逻辑的理性范畴，尤其是价值投资，是一件可学习、可传承、可沉淀的事情，一旦总结出投资原则和系统化的知识方法，就可以讲给出资人听，讲给创业者听，讲给大家听。**价值投资不必依靠天才，只需依靠正确的思维模式，并控制自己的情绪。**

理解投资系统的第一性原理需要解构和溯源投资过程中的底层要素，即资本、资源、企业及其创造的价值；需要思考清楚投资的前提和出发点，即为什么投资，投资是为了什么。在我看来，投资系统的第一性原理不是投资策略、方法或者理论，而是在变化的环境中，识别生意的本质属性，把好的资本、好的资源配置给最有能力的企业，帮助社会创造长期的价值。资本市场必须脱虚入实，将资本聚焦于最有能力、最需要帮助的企业。具体到价值投资层面，其出发点就是基于对基本面的理解，寻找价值被低估的公司并长期持有，从企业持续创造的价值中获得投资回报。

在创办高瓴之前，我没有做过专门的权益投资，但非常庆幸之后能够运用第一性原理，来构建自己的投资理念和方法。第一性原理的最大价值在于两点，其一是能够看清楚事物的本质，其二是能够在理解本质的基础上自由地创新。对于投资人而言，就是在回归投资的基本定义的基础上，理解商业的底层逻辑。

回归投资的基本定义

做投资应回归投资的基本定义，真正理解投资是什么。关于投资，有许多经典论述，比如约翰·博格讲过：“投资的本质是追求风险和成本调整之后的长期、可持续的投资回报，克服恐惧和贪婪，相信简单的常识。”本杰明·格雷厄姆与戴维·多德在《证券分析》中写道：“投资就是通过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率。”沃伦·巴菲特曾说：“在投资时，我们要用企业分析师的眼光，而不是市场分析师、宏观经济分析师，更不是股票分析师的眼

光。”这些经典论述既是前人的规律总结，又是投资修养的内功心法，帮助投资人不断修正和完善思维体系、指导实践。

研究分析、本金安全、长期可持续回报，构成了投资的关键词。除此之外，价值投资更是一个求知的过程，无法简单传承，一蹴而就。我们推崇研究驱动，做时间的朋友，就是在发现真相之后一点一点往上走，让每一次投资决策都有逻辑起点，把可理解的范畴拓展到最大，而把依靠运气的范畴缩至最小；同时，兼顾风险和收益，在尽可能小的风险中获取尽可能大的收益，尽量做确定性的、少而精的投资。

与许多生意相比，投资是观点创造价值的生意。大卫·史文森认为，投资界一个重要的分水岭不在于区分个人投资者和机构投资者，而在于区分有能力进行高质量积极投资管理的投资者和无力为之的投资者。高质量的积极管理，其关键是思维模式。在我的理解和实践中，第一性原理不是简化分析模型，而是探究更底层的逻辑，发现“看不见的手”，找到各种现象的动因，进而分析更多端绪和因果。

理解商业的底层逻辑

做投资应理解商业的底层逻辑。在瞬息万变的金融市场，投资的本质是投资于变化和投资于人，因此投资的关键过程是在一个变化的生态体系中，寻找适应环境的超级商业物种。超级商业物种之所以能适应环境，其根本在于能够为社会持续不断地创造长期价值，让消费者获益。想研究清楚商业物种的属性，需要长期跟踪商业历史。尽管历史是无比宏大的，任何人都无法在宏观世界里搞清楚所有问题，但人能够在时空的进化中，看清楚一些商业的基本问题。需要注意的是，人们永远无法掌握真理，只能无限接近真理，真理对于人们来说是高维的、复杂的、不可知的，但驱动事物变化的原因往往是简单

的、单一的、可判断的，因此就需要**从现象出发，抓住可以把握的关键要素，理解商业的底层逻辑。**

在解构商业的底层逻辑时，需要注意：第一性原理强调非比较思维，不应该做单纯的对比或类比。所以，在研究商业问题时，既不能简单横向看竞争对手，亦步亦趋地模仿；也不能简单纵向做“时间机器”，把成熟市场的模式拿来套用。所以，我们非常强调长期、独立的研究：一是每天研究行业的小环境、公司的小环境，把生意与生态、竞争与合作、创新与适应这些要素想清楚、看清楚，了解环境的真实变化；二是研究商业物种如何适应环境，就像达尔文研究进化论一样，不抛弃细节，善于寻找支离破碎但又能相互证明的关键证据，看这个物种如何自然地进化和创新，如何跳到第二增长曲线。原发的创新往往最符合生意生态的进化。我们推崇动态的护城河，就是希望企业无论是自我颠覆还是生态重构，都能从自身处境出发，寻找创新的奇点。

坚持第一性原理是保持充分理性的过程，就像在孤独的空间里寻找一种被真相簇拥的暖意，在持续的启示中消解所有的疑问，是从理性升华出感性的过程。它不简单参照经验，不一味寻求旁证，溯源、拆解、重构和颠覆，在无限的空间中追问本质，自由思考。

强调理性的好奇、诚实与独立

前面说过我的“三把火”理论，就是说人生中只有火烧不掉的东西才重要，即一个人的知识、能力和价值观，而支撑这三个方面的，是一个人理性的好奇、诚实与独立，这三点构成对价值投资者的基本要求。

为什么强调理性？因为所谓的好奇、诚实和独立，都必须把严格的理性作为前提。理性意味着拒绝短期诱惑、功利心和许多天然的人

性弱点，同时意味着拒绝主观臆断，以怀疑的态度、科学的方法去提出问题并找到答案。要想做出高质量的投资决策，关键在于尽可能做出前瞻性推演，而理性的好奇能够驱使人们探究事物的本源，为前瞻性推演奠定基础；理性的诚实能够保证人们在探索时不误入歧途；理性的独立能够保证人们做出理智的判断。理性是一种严谨的治学精神，是一种纯粹的道德责任，也是个人层面最大的风控，能够在各种复杂的情形中成为关键的思考角度。

理性的好奇

投资人要始终对这个世界充满浓厚的好奇心，大到思考社会进步、商业演变的内在逻辑，小到思考企业如何运作才能够保持可持续的竞争优势。第一，好奇心一定源自原创性的头脑，可以打破所有条条框框的约束。好奇心的本质是自我驱动力，是一种朴素的求知欲和源自自身热爱的内驱力的结合。拥有好奇心的人善于提出问题、解决问题，而且提出问题比解决问题更彰显好奇心。寻找真相是困难的，但有好奇心的人就会爱折腾、爱琢磨，不满足于自己的已有经验，不断地问为什么，寻找现象和数据之间的底层联系，把事情想透彻。不能因为在行业待久了，就对创新的事物不管不问，甚至觉得创新的事物不靠谱。好奇心让人保持平和的心态，先尝试着接受，再去理解和判断。

第二，这种好奇心不受短期利益的影响，不受金钱驱动。不能仅研究或涉足带来短期快速回报的项目，而忽视自己长期热爱的领域。换句话说，每个人都应该从自己真正的好奇心出发，而不能被表象所迷惑，以为那是自己想追求的东西，有的时候人们喜欢追风口，但尤其需要谨记这一点：人多的地方你别去。在创业或者投资的过程中，有许多趋同性的投资、趋同性的创业，这时候就要看你是不是真正有好奇心，真正发现了创造价值的方式。

第三，好奇心不受好胜心或者战胜他人的成就感所驱动，不是为了当第一把别人比下去，也不是为了战胜市场。邓普顿基金集团创始人约翰·邓普顿（John Templeton）[(26)]有句名言：“战胜市场是一个很富有野心的目标，但追求它的时候要小心为上。”我们无法验证市场是对的，但也绝不敢说市场是错的，没有对市场的主观评价，也不去做简单的对比。这构成了我们对市场的基本态度。

价值投资和好奇心天然绑定，如果没有对真理的好奇，很难拥有钻研的精神，也就无法获得超越市场的认知。理性的好奇强调依靠研究，而不是依靠垄断性资源或者运气，虽然那样会给人一种有捷径的错觉，但这些捷径或虚无的错觉都会误导认知。

理性的诚实

如果好奇心是与生俱来的，那么诚实则是人生重要的后天选择。好奇心能够驱使一个人不断学习，而诚实则是一套自我矫正系统，让人真的可以“吃一堑，长一智”，实现正向的积累。

首先，诚实是最好的信义，不要骗别人，要在理性中保持专业和严谨，不能为了一时诱惑而失信于别人。在资本市场，诚实尤为可贵，因为总有人心口不一、言行不一。在别人可以利用不诚实而获得短期成功的诱惑下，怎样能够保证自己不为所动、坚持内心的诚实，考验的是一个人的长期眼光。因欺骗而获得的成功不会持久，可能代价还很大，最后是“搬起砖头砸到自己的脚”。

其次，诚实不仅仅是对别人讲信用，关键还是对自己坦诚，对自我有清醒客观的认知。一方面，要对自己的缺点保持诚实，敢于及时认错、调整思路。特别是当市场出现明显反馈的时候，不要总是从外界找原因，要时常质疑一下自己，从自己找原因。持有一个观点，就一定要先尝试着去自我证伪，否则那就不是真正属于自己的观点。要

善于扬长避短，在与市场的反复切磋中找到自己的思维误区和性格盲点。可以主动监控自己的判断和外界提供的反馈，建立调整和改善的机制，既要能从失败中找到自己的问题，避免尽推托于客观原因，又不能太悲观，要有“百战归来再读书”[(27)]的乐观主义精神。

另一方面，还要对自己的优点保持诚实，敢于认可自己，在很难做判断的时候做出决策。许多时候，研究的过程无法穷尽所有可能，也无法获得足够多的信息。这就要求投资人做投资决策时，在信息不完善、不确定的状态下，诚实地相信自己已经运用第一性原理的思维模式，拿到了关键的信息。有的时候，模糊的正确要好于精细的误判。**这种诚实是投资人的一种勇气，能够帮助投资人克服很多心理障碍。**

理性的独立

除了理性的好奇、诚实，价值投资同样强调理性的独立。独立是指独立探索精神，即智识上的独立，对事物有自己独立的意见和观点。中国传统的教育模式是讲堂式教育，而如今越来越强调思辨式教育——不是一味地服从权威，或者按大多数人的看法行事，而是根据自己的研究和思考得到答案。只有通过独立思考，不断客观地拷问自己是否尊重了事实和常识，形成的见识才是自己的。而且，这样的见识会转化成智慧，并会随着时间复合式增长。

独立思考强调不能人云亦云，不能在市场波动时轻易地否定自己的结论。当我们的研究和洞察经历反复校验都没有问题时，一旦下了决定，只要前提没有变化，就要有笃定的精神。不要总是问别人怎么看，关键在于应该怎么看、怎么想，在金融市场中，人们普遍认为共识已经反映在价格中，这尤其需要警惕，因为共识和正确与否没有必然的因果关系。市场在一段时间里与你的看法不同，或者许多人的观点与你的不同，并不意味着你的观点是错误的。独立判断意味着对市

场保持冷静的思考，不要轻易妥协。很多时候，妥协会产生一个“坡”，你从“坡”上慢慢下来，刚开始没有感觉，但下得越多速度越快，等你意识到的时候，往往已经很难改变了。独立性就是不盲目，不轻易受别人观点的影响，充分考虑各种可能性后，基于严谨的逻辑独立做出判断。

某种程度上，好的投资人应该去找真正正确的“非共识”。这些问题是投资中最难回答的：市场真正有效吗？市场共识是什么？所有的公开信息以及这些信息产生的结果都能合理反映在价格中吗？究竟哪些因素已经反映在价格中了，哪些还没有反映？许多创新企业的估值已经很高，而传统企业的估值往往偏低，乐观或者悲观的因素是否在估值层面有了充分甚至过分的反映？我们认为，往往是与众不同的视角，少数的、独立的决策，特别是真正正确的非共识，才有可能带来超越市场的回报，而且市场给你的回报将是呈指数级的。杰夫·贝佐斯表达过这样一个观点：“我相信，如果你要创新，必须愿意长时间被误解。你必须采取一个非共识但正确的观点，才能战胜竞争对手。”

独立思考更加强调不能盲目信任自己的经验，不能有认知上的偏见。许多投资人喜欢复盘，总结过去的得失经验，但习惯用很老旧的经验去解决当前的问题，或者干脆简单机械地套用刚刚积攒的经验去解决新出现的问题，这其实比不积累经验还要可怕。很多人会避免犯相同的错误，但如果只是盲目信从经验，就有可能不断地犯新错误。许多人相信历史会周期往复，但也有人觉得这次会不一样，其实读历史的目的并不是一劳永逸地知道该怎么办，而是为了总结出规律，因此我们需要看到事情的多样性、丰富性。每次判断都是崭新的，都应该向前看。要把历史当作一种知识储备和情景训练，当作抵御重大风险的压舱石，而不是保你百战百胜的万能药。

拒绝投机

在投资中，价值投资者要善于把握商业机会，对人、生意、环境和组织时刻保持跟踪和观察，要下如切如磋、如琢如磨的功夫，就好比粗糙之米，再舂则粗糠全去，三舂四舂则精白绝伦。

本杰明·格雷厄姆在《证券分析》中指出，表面和眼前的现象是金融世界的梦幻泡影与无底深渊。他认为：“投资是一种通过认真分析研究，有望保本并能获得满意收益的行为，必须以事实和透彻的数量分析作为基础。不满足这些条件的行为被称为投机，投机往往是奇思异想和猜测。”对于投资人来说，**信念有时比处境更加重要，你的格局观决定了你的生存环境，也决定了你的投资机会。**当你已经十分清楚自己的信仰是什么时，其他所有的事情都是干扰项。

拒绝零和游戏，做正和游戏

有很多投资人会以任何价格购买任何公司的股票，只要这些公司的股票有上升的趋势，他们会在全市场都讨论某个公司时持仓加入；也有许多投资人会在大多数时间里坚持价值投资，但遇到特别容易赚钱的机会时也会偶尔尝试。华尔街的传奇人物卢西恩·胡伯尔（Lucien O. Hooper）有一句名言：“给我留下深刻印象的，是那些整天很放松的长线投资者，而不是那些短线的、经常换股的投机者。”我一直在思考，价值投资者的最大坚守是什么。得到的答案是：永远坚持做创造价值的事情。价值投资者是求成者，而不是求存者，求成者追求成功，而求存者往往把他人视为威胁。**价值投资不是击鼓传花的游戏，不是投资人之间的零和游戏，不应该从同伴手中赚钱，而应通过企业持续不断创造价值来获取收益，共同把蛋糕做大，是正和游戏。**

资本市场是个多样且复杂的生态系统，在这样的市场中会出现各种各样赚快钱的机会。由于监管环境在不断变化，许多投资机构可以说一套做一套。但投资人真正应该看重的不仅仅是别人说了什么、做

了什么，而是自己相信什么。在中国拒绝投机尤为困难，因为中国市场是一个非常宽容的市场，价格偏离价值的幅度经常很大，而且偏离的时间比较长，市场的有效性还处在一个不断成熟的阶段，中国企业的生命周期和盈利周期仍在不断变化，因此能够允许众多生存方式并存。

当幸福来敲门时，你要在家

坚持走在价值投资的道路上，就要保证“当幸福来敲门时，你要在家”。如果陷于意气之争，不断去和市场较劲，寻求短期博弈，就放弃了去看5年、10年的机会。到那个时候，投机不仅仅是因为诱惑，更是源于一种压力。投资市场中的压力无处不在，在市场恐慌和疯狂的时候，人们往往无法保持冷静。

晚清名臣张之洞在修建卢汉铁路时提出了“储铁宜急，勘路宜缓，开工宜迟，竣工宜速”的指导原则，这句话用来形容克服投机的心态尤为贴切。打基础的事应该着急，把自己的核心能力赶紧储备起来，而真正看项目做决策时则应该想得透彻和长远，在关键时候再出手，一旦出手就全力帮助创业者创造更多价值。相反，投机心态则是不管储铁是否完备，就勘路开工蜂拥而上，结果自顾不暇、手忙脚乱。所以，拒绝投机就是要掌握好投资的“迟速缓急”。

等待在投资中是一项极具挑战又极有价值的事情，有时候需要等待1年，有时候需要等待10年。**等待也是一种主动，等待不是什么都不做，保持耐心等待的最好做法就是对无关的事情连想都不要想，一直清楚什么是该做的、什么是不该做的。**

《论语》中有句话：“虽小道，必有可观者焉；致远恐泥，是以君子不为也。”[(28)]要对坚持的事情富有耐心，驾驭情绪，时刻自我反思，保持高度专注。压力往往可以通过专注来消解，专注意味着你要

敢于说“不”，不要去做对自己的核心目标没有用的事情。即使有余力去做更多的事情，或者自认为拥有及时把精力拉回来的自控力，我仍然建议你不要那样去做。你甚至可以休息来养精蓄锐，等待下一次机会。不要高估自己的自控力，更不要小看人性。回避短期心态，是价值投资者的重要修养。

警惕机械的价值投资

价值投资者还要有一个重要修养，就是不要做机械的价值投资。那么什么是机械的价值投资？简言之就是机械地长期持有、机械地寻找低估值、机械地看基本面。

没有教科书式的价值投资

我们说价值投资要从书本上学，从基本常识出发，但不能言必谈理论和原则。警惕机械的价值投资就是“要警惕右、防止左，但主要是防止左”。价值投资的“右”是指机会主义者，要拒绝投机。价值投资的“左”是指激进主义者，比“右”更可怕：第一，他们非常有隐蔽性，极其信仰价值投资，一旦发现别人有什么不对，就会说“这不是价值投资”；第二，他们非常投入，基本功扎实，做分析建模型很厉害，而且往往都是百科全书式的，似乎什么都了解、都知道；第三，他们以为自己非常诚实，且自认为做好了自我认知，因此就把自己也给骗了，沿着自己相信的方向一根筋地往深里走。可以说机会主义者往往赚不了大钱，也赔不了大钱。与机会主义者相比，机械的价值投资者可能更容易犯大的错误，错过大的投资机会。

我们所说的价值投资，当然关注安全边际、企业估值、流动性这些基本概念，这些也是价值投资的应有之义。但现实中没有纯粹的、教科书式的市场，也没有纯粹的、教科书式的投资，更没有纯粹的、

教科书式的价值投资。现代医学的奠基人克洛德·贝尔纳（Claud Bernard）[(29)]有句名言：“构成我们学习最大障碍的是已知的东西，不是未知的东西。”从书本上学的是基本常识，更是基本精神，不能套用条文去做价值投资，而是要理解条文背后的精神内核。

就像在法律领域经常探讨的成文法和判例法的区别一样，成文法是高度总结的条文和概念，而判例法则是具体的判例结果。判例法最大的特点是，一个新案例能够围绕以前案例的司法原则和法律精神“走”一遍，而不用被法律规定和文本所局限。投资也是如此，许多投资方法是与当时的环境、所处的发展阶段、所处的市场环境相匹配的，它的理论化、抽象化也有理解和使用的前提。学习一套理念，看重的是从假设到验证再到结论的推导过程，因此不能也不应该套用任何现成的理念和方法。比如价值投资诞生之初，华尔街充斥着市场操纵和赌博气氛，上市公司没有建立完备的信息披露制度，财务信息更不为市场所知，且不乏会计欺诈现象，因此专业、理性成了投资的重要原则。看企业的基本面、研究财务信息、寻找安全边际，成为那个年代价值投资的精髓所在。投资不存在万能定律，要不断打破原有分析框架，在新的时代、新的环境中分析新变量、引入新参数，不能机械地学习格雷厄姆，也不能机械地学习巴菲特，他们也在随着时代的变化、商业的变化不断打破原有的投资理念。所以今天做价值投资，就必须在上述分析的基础上，用发展的眼光思考企业成长的各种可能性，考虑更多新因素、新变量，比如成本收益结构在新技术下的变化、人才和组织能力的变化、行业基础设施和生态的变化、社会伦理和环境的变化等。

再来看怎样理解机械地长期持有、机械地寻找低估值、机械地看基本面。首先，长期持有只是结果，而不是目的。长期持有只是价值投资的某种外在表现形式，有些价值的实现需要时间的积累，有些价值的实现只需要环境的重大变化，所以不能说长期持有就是价值投资，非长期持有就不是价值投资。其次，购买低估值的股票并不是价

值投资回报的持续来源，企业持续创造价值才是。特别是在当前的市场情况下，很难找到账面价值低于内在价值的投资标的。比寻找低估值更重要的是理解这只股票为什么被低估，能否从更高的维度上发现长期被低估的股票。最后，很多时候基本面投资往往是趋势投资，是看行业的基本面或经济的周期性，本质上也是博弈性的。我们所理解的价值投资，不仅仅要看到生意的宿命论，还要关注创业者的主观能动性，关注环境、生态的变化，这些都会改变生意的属性。因此，价值投资的前提是对公司进行长期的、动态的估值，寻找持续创造价值的确定性因素。

与市场和解，与自己和解

那怎样才能避免做机械的价值投资呢？总结起来核心是两个方面：第一，学会与市场和解，及时看看市场的反馈。有些投资人做一级市场，如果投的项目半年、一年之后沿着他的预想在走，他会认为自己的判断是正确的；如果没有，他会认为是市场的某些要素出了问题，或者时机未到。有些投资人做二级市场，市场会时时刻刻提供反馈，如果涨了，他们就认为市场是对的；如果跌了，就认为这个市场还不成熟。这些投资人永远站在自己的位置和视角去判断市场是理性的还是不理性的，去评价“市场先生”。但其实投资人应该利用好市场的反馈，不断提高全面思考的能力，而不是寄希望于“市场先生”能够符合自己的预期。尽管有人把“市场先生”比作“双向障碍患者”，但每一次市场的反馈都是在提示你可能哪些东西没有想到，或者哪些东西想到了但又出现了新的不可知因素。任何市场都不可能一成不变，市场的有效性也在变化中。

第二，学会与自己和解，保持平常心，及时接受自我反馈。当发现现实总和自己所坚持的原则冲突时，就要思考如何建立一个既有条条框框又能灵活处置的缓冲地带，即在追求严谨和规律的同时，保留

一些感性的出口。这个过程既是说服自己的过程，也是丰富自己的过程。要理解，自我否定是进化，自我纳悦也是进化。

在与自己和解的过程中，你身边的人是否能够用同一套话语体系、用你们共同理解的语言把事情说清楚，对你与自己的和解过程非常重要。这就需要你先把自己的想法说出来，不仅仅是说出结论，更重要的是说出形成这个想法的缘起、过程。对于不同行业、不同逻辑类型的投资，要保持灵活和开放的心态。

在投资过程中，我们曾经非常强调投资决策的重要性，认为结论很重要，而且认为结论一致是非常好的情况。但实践中发现，很快达成一致的结论往往最后被证明是错的，总会有一些事情没有人想到或者想清楚，大家是为了一致而一致。经过一段时间的调整，高瓴逐渐形成了在问题起点就共同讨论的决策流程，在选题和搭框架时就让相关决策人参与进来，在最初就拥有共同的信息基础，绝不是各说各话；同时，在刚一开始时就充分讨论，这样在最早看这个生意的时候，就有不断反馈的过程，而不是等到有结论的时候再去反馈，因为有结论了再去反馈则需要克服更多人性的弱点。所以这个自我反馈其实是在过程中的反馈，而不是对结论的反馈。思考和逻辑推演过程的重要性远远大于你所得到的结论。结论固然很重要，但微判断是载体，是一个人形成结论的过程。把许多微判断融入逻辑推演的分析框架中，才真正显出功力。

避开价值投资中的陷阱

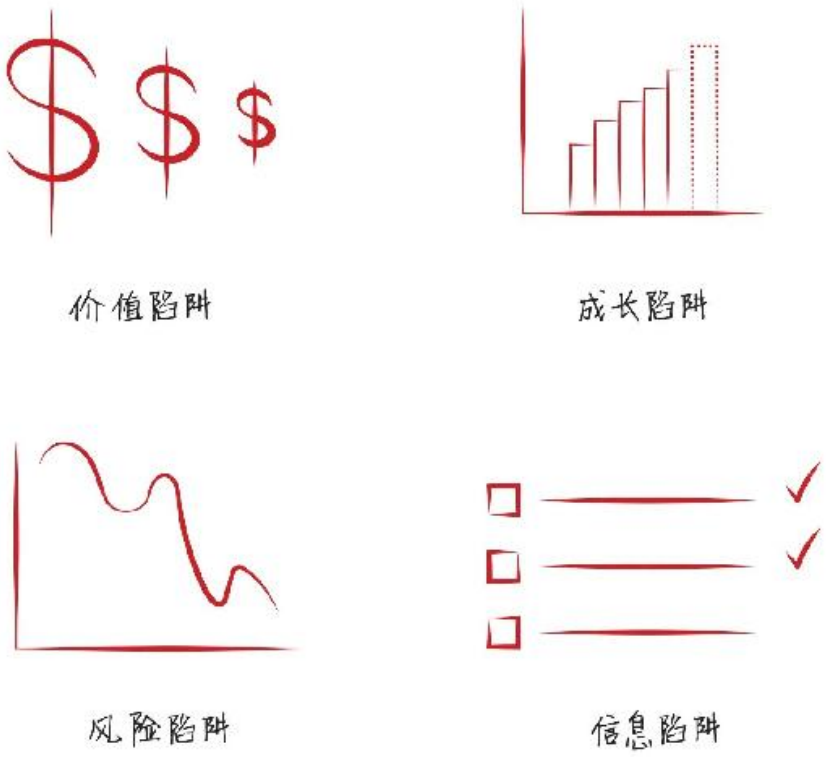
前面提到要拒绝投机，同时也要警惕机械的价值投资，那么是不是不“左”不“右”就能做好价值投资呢？这其中，还要注意价值投资当中的许多陷阱。

陷阱一：价值陷阱

第一个陷阱是价值陷阱，避开它的要义是不要只图便宜，投了再便宜也不能投的项目。一个看上去“物美价廉”的投资未必是个好投资，因为投资标的必须有好的质量。

沃伦·巴菲特对价值的理解也在不断迭代。他在2019年股东周年大会上对价值投资给出了新的诠释，这一点和我们所理解的并无二致。价值投资中的“价值”并不是绝对的低市盈率，而是综合考虑买入股票的各项指标，例如公司开展的是不是可以让人理解的业务，未来的发展潜力，以及现有的营收、市场份额、有形资产、现金持有、市场竞争等。

价值陷阱是传统价值投资中极易被忽视的圈套。在分析标的时自然应该强调估值的重要性，不仅要看当前的估值，还要看企业在未来一段时期的表现，而且这个预期与企业拥有的核心技术、所在行业的竞争格局、行业周期、市场环境、组织形态以及管理层都有关系。如果一家企业的技术面临颠覆式挑战，而且完全没有研发或技术上的储备，那它的估值可能随时会一泻千里。如果一家企业所处的行业是赢家通吃或者寡头垄断的行业，那么它的估值就很难用现在的市场份额对应的营收或利润来判断，因为这种行业往往会产生极端的结果。如果是典型的大型企业，那么它的规模可能会妨碍反应速度和增长空间。对于管理层的判断也同样重要，尽管对管理能力进行预测是不科学的，但如果管理层盲目追求短期利润或者企业规模，而忽视企业的长期发展，那么企业未来会面临极大的不确定性。**投资这个游戏的第一条规则就是得能够玩下去**（The No.1 rule of the game is to stay in the game）。价值陷阱的本质是企业利润的不可持续性或者说不可预知性，投资人需要看更长远的周期或更大的格局，才能够识别并避免价值陷阱。



价值投资中的陷阱

陷阱二：成长陷阱

第二个陷阱是成长陷阱，避开它的要义是不要有错判。我们强调成长型投资和价值投资之间并不画等号，这意味着有的成长型投资不是价值投资，而有的成长型投资是价值投资。

成功的成长型投资必须能够预测新技术的成功机会、新市场的动向以及新商业模式的演化。评估企业成长性的落脚点应该是衡量这家公司的内在机制和动能。没有研究深、研究透以及多年摸爬滚打的经验积累，难以对上述种种因素做出有把握的预测，因此很容易陷入成长陷阱。要坚持在预测前进行严谨分析，同时又要承认未来是难以准确预测的，对未来的判断应始终保持合理的怀疑。不要高估当前的增长，也不要低估未来的成长。其实高估本身就是错判，只有短期的快

速成长并不意味着长期能够持续不断创造价值，因为并非所有成长都是良性的。逆向思维在这里的应用是，要善于警告自己，很多成长型投资是没有门槛的，长期来看许多当前快速成长的公司长期却无法跑赢整体经济。许多公司从财务报表上看都是在增长，但是有的公司是真正地内外兼修，而有的公司只是处在“风口”上，利润报表的增长和这家公司没有直接关系，只是受到当时商业周期、经济环境的影响。就像价值陷阱的本质是利润的不可持续性一样，成长陷阱的本质就是成长的不可持续性。

菲利普·费雪是成长股投资策略的开创者。他的核心投资理念在于，投资目标应该处于持续成长中，增长率至少应该高于整体经济，否则就不能持有。很多投资人给予高成长的企业高估值，就是假设这个成长能够持续下去，但高成长的企业要消化这个高估值，甚至超预期，这就很难了。

人们经常说“千里马常有，而伯乐不常有”，其实“千里马也不常有”。《韩非子》中有句名言，“伯乐教其所憎者相千里之马，教其所爱者相驽马”，说的就是这个道理。千里马不常有，而驽马常有，相比于日日鉴定驽马的人，只鉴定千里马的人就得不到持续的训练；而反过来，鉴定驽马多了，自然也就知道何为千里马。所以，避开成长陷阱的办法就是保持平常心，坚持第一性原理，不要为了发现成长股而定义成长股，否则很容易被“得道升天”的侥幸所迷惑。

陷阱三：风险陷阱

第三个陷阱是风险陷阱，避开它的要义是不要错估风险。在现代金融学范畴中，风险往往被理解成市场波动，但这种理解是有前提的，即市场是有效的。从价值投资的角度看，风险更有可能是资本永久性、不可逆的损失，包括环境的不可逆、趋势的不可逆、业绩的不

可逆、时间的不可逆等。要善于识别真正的风险，包括估值风险、企业经营风险和资产负债风险等。

在价值投资中，只谈收益不讲风险的投资都是违背常识的。计算投资收益的基本公式就是风险和成本调整之后的长期、可持续收益。只要把风险看清楚了，就知道收益是怎么来的了，这就是所谓的**“管理好风险，收益自然就有了”**（Focus on the downside and the upside will take care of itself）。

即使是再伟大的投资人，犯错误也是必然的，能否把犯错误的代价控制到一定的损失范围内，在风险与利润之间找到最佳平衡点，在“恐惧”“贪婪”的两难抉择面前保持平常心，是甄选成熟投资人的关键。也许有人觉得，避免犯错误的唯一方法是不进行投资，但这是所有错误当中最严重的一个。要学会宽容自己的错误，同时把每一次错误变成学习经验。正所谓“君子不立危墙之下”，规避风险陷阱的办法之一就是本杰明·格雷厄姆所说的寻求安全边际。把情况想到最坏，看看最坏的情况发生后还有哪些次生伤害，有没有反身性(30)，看看灾难来临时有没有自救手段或者“逃生舱”，始终对不确定性保持理性的谦卑，这些都是安全边际的内涵。另外一个角度就是判断企业持续创造价值的能力，持续创造价值就是最大限度地减少风险，这可以理解成以攻为守。

陷阱四：信息陷阱

第四个陷阱是信息陷阱，避开它的要义是不要迷信信息。价值投资是依赖基本面分析、依赖研究的工作模式，很多投资人收集信息的能力很强，但同时也面临着信息过载的问题。很多时候，犯错误的原因并不是你收集的信息不全或者收集了错误的信息，而是你过于相信了自己所掌握的信息。

收集信息形成微判断只是第一步，第二步是善于识别信息的权重，到底哪些信息已经是市场的存量信息，哪些信息是市场的增量信息；哪些信息在哪个阶段是重要信息，哪些信息始终重要或不重要。给信息赋予权重，比做出微判断要难很多，很多价值投资者做不好这一点。第三步是用第一性原理把这些微判断和有权重的信息联系到一起，这才形成了真正有力量的东西，才能够把研究转变为决策，从研究员变成投资人。信息陷阱的本质就是信息本身不会告诉你立场或观点，更不会告诉你它有多重要，你所观察的角度决定了你看待信息的方式。这里面有很多经验性的、规律性的东西，也有很多是偶然性的、视角选择方面的东西。当拥有许多投资项目的时候，其中很多并不是真正的机会，所以更重要的是要把握如何识别这些机会的优先级，如何判断哪块“云彩真正有雨”。如果能够不断积累信息的赋权经验，那么投资能力就能达到新一轮的飞跃。规避信息陷阱的办法只有一个，就是不断去学习和思考，不断重复，形成惯性直觉和本能反应。

避开价值投资的陷阱，归根结底是保持理性，保持理性的诚实，在没有充分地研究之前，在思维模式尚未得到检验之前，在没有把风险管理好之前，平衡好自信和谦虚的心态，保持积极的克制和勇敢的主动。

价值投资无关对错，只是选择

投资之道，万千法门。坚持何种投资理念，都不能以名门正派自居，更不能自认高手包打天下。武林之大，但凡修得暗镖神剑者，亦可独步江湖。所以门派无尊贵，只有适合不适合。在资本市场中，生存下来是第一要务，而生存最重要的是找到适合自己的投资方法。对于投资人来说，格局观不仅仅意味着长期谋略和精准洞察，其本质是你信守的投资哲学。

底层思维决定投资方式

在做投资研究时，底层的思维方式决定了研究与否、研究什么，投不投资、投资什么，而世界观、价值观决定了研究对象到底是事实、数据还是原理，投资对象究竟是不是时间的朋友。

比如有的风险投资人，所投项目覆盖了三百六十行，所有行业的项目都看、都投。其实，他的逻辑不仅是建立在行业研究的基础上，更关注的是创业本身，是“创业”这项活动、这门生意。某种程度上说，“创业”这个领域，吸引了众多有斗志、有独立思考能力和卓越创造潜力的年轻人。他们值得被关注和支持，值得通过创业这件事来得到训练和提升。在所有决定创业能否成功的要素中，人是最主要的。因此，“培养创业者，使其拥有更为成熟的创业实践经验”这个项目本身，就值得投资。

再比如有的投资人，喜欢由内而外地做判断，从内部的角度出发，更重视创始团队和组织基因；而有的投资人喜欢从外部的角度出发，关注行业格局、盈利结构、生意属性；还有的投资人喜欢从市场的角度出发，看宏观形势、政策趋势、板块轮动，关注时机和势能。角度虽不同，但如果能找到自洽的逻辑，这些投资人往往就能取得不错的成绩。

还有的投资人天然对不确定性很有感觉。其实，人类生来就有一些心理认知误区，包括对不确定性的厌恶，表现为在遇到困惑或压力时，想尽快摆脱怀疑，追求确定的答案。但对于投资决策来说，其核心在于对不确定性的把握。每个投资人对事物认知的不确定性其实是不同的，有的人天生对大的市场走势有感觉，有的人天生对数据背后的逻辑有感觉，有的人天生对人性有感觉。对于同一个投资标的，有的人看到了低价，而有的人能够换一个角度来思考，看到的不仅是价格，还有协同和生态。你的不确定性在我这里可能就是确定性，所以

每个人应该用自己擅长的方法来理解不确定性。当然，这里的前提是要有对自己的清楚认知，而对自我认知的不确定其实是每个人都必须面对的。

选择让你有幸福感的投资

方法论本质上并无高低之分，只是天性的自知、自省与自洽。不同的投资人有不同的看家本领，这其实是基于不同投资原则和策略方法的不同优先选择。某种策略方法一旦成为信仰，一定有其厉害的地方。坚持一种投资方法的关键在于你要遵守一套游戏规则，就像音乐家的内心要有浑然的交响，诗人的内心要有和谐的意境，军人的内心要有统一的信念。如果脑子里有不同的标尺或者不同的声音，就会造成自我意识的混乱。只要坚持的基础原则相同，你就可以无所限制地表达，表达方式可以很丰富。所以，我们并不是以价值投资作为唯一的赚钱方法，而是把价值投资作为一种信念，一种让心灵获得安宁的工作和生活方式。

正所谓兵无常形，投资的科学性和艺术性在不同的人看来一定有不同的解读。许多投资人都在潜心探索不同的投资理念和方法，由于每位投资人的价值观不同，能力圈[(31)]和风险承受力也不同，因此各自对投资的理解也不同，各自的梦想和实现梦想的路径自然不同。市场会对每个人的想法提供不同的反馈，即使反馈的结果相同，原因也未必一致；在每一次反馈上，每个人的所得对其效用不同，因为每个人的效用曲线也是不一样的。所以**选择投资方式就是选择自己的生活方式，出发点是你自己的内心，选择的是能够让你有幸福感的东西。**

交给我管的钱，就一定把它守护好

最后，我想谈一谈关于受托人责任的话题。我在从事投资的第一天就学到一句话，叫作“**我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱**”。这是价值投资者不可或缺的自我修养，因为声誉就是投资人的生命。别人能否信任你、帮助你，很大程度上都取决于你的声誉。

忠实，把受托人责任履行到极致

在我们推崇的投资哲学里，第一条就是“守正”，这里面最重要的一点正是坚持高度的道德自律，即按照最细刻度的道德标尺，把受托人责任履行到极致。道德自律是开展投资的前提，作为受托人，必须战胜人性的弱点，在诚实、专业中牢记使命和责任，遵循职业操守，防止任何有损出资人的行为发生。这种最重要也是最基本的受托人理念，是对投资人能力和人格的双重考验，尽管并不是每位投资人都能够时刻践行，但路遥知马力，一旦坚持下去，就能得到出资人的长期支持和在特殊时期的关键信任。

优秀的资产管理机构应从出资人利益出发，始终将基金持有人利益放在首位。中国古代向来将“信义”和“生死”并称，诚信道义是中国古典哲学中极为重要的传承。在面对投资项目时，经常会遇到各种各样的情形，不可避免地受到外界环境、社会关系以及个人情感的影响，对于道德自律的坚守在这个时刻尤为重要。美国最高法院传奇大法官本杰明·卡多佐（Benjamin Cardozo）[(32)]曾经这样表述：“受托人应该在最敏感的细节上恪守荣誉感。”把投资道德作为第一标准，归根到底是一种理性。忠实于客户，坚持在最敏感的时刻保持理性思考，这会帮助受托人建立非常长期的信誉。

审慎，以客户长远利益为中心

以客户为核心，并不意味着客户想要什么就给什么，而是真正为客户的长远利益、最佳利益着想。受托人责任中，不仅有忠实的义务，还有审慎的义务。专业投资机构应发挥区别于普通投资者的风险识别能力，在处理受托事务时，必须保持合理的审慎，包括全面了解投资标的性质，建立充分完善的风控体系，保证财产的长期安全和稳定收益。许多客户容易受到外界环境的刺激而随波逐流，我们的投资哲学强调“守正用奇”，主张“逆向思考”，用正确的时间维度考虑市场变化和企业演进，最大限度地降低风险而获得利润，以实现客户的长远收益。

如果投资人管理的钱来自教育事业、公益事业，是传子传孙的钱，就更没有道理不管好。在受托责任这个根本问题上，投资人应该时刻战战兢兢，坚持“以人为本”，无论顺境、逆境，都要保持客观积极的心态，牢记一名受托人的使命，铭记受托之重。

德国哲学家伊曼努尔·康德（Immanuel Kant）说：“这个世界上唯有两样东西能让我们的心灵感到深深的震撼，一是我们头上灿烂的星空，一是我们内心崇高的道德法则。”投资人应该始终抱有这种信念，督促自己不断地为客户服务，在共同认可的投资理念下，坚持做研究，坚持与优秀的创业者合作，从而建立资本、资源、创业者之间相互促进的良性循环。理解了这些，就能够理解为什么说受托人责任是长期收益的真正来源。

价值投资者的自我修养，就是在长期追求内心宁静的过程中，坚持有所为有所不为；在道德自律和纪律约束中，重复反思，尊重常识，认知自我。所谓“初有决定不移之志，中有勇猛精进之心，末有坚贞永固之力”，正是长期主义的写照。

我对投资的思考

- 价值投资不必依靠天才，只需依靠正确的思维模式，并控制自己的情绪。
- 好奇心不受好胜心或者战胜他人的成就感所驱动，不是为了当第一把别人比下去，也不是为了战胜市场。
- 信念有时比处境更加重要，你的格局观决定了你的生存环境，也决定了你的投资机会。
- 方法论本质上并无高低之分，只是天性的自知、自省与自洽。
- 选择投资方式就是选择自己的生活方式，出发点是你自己的内心，选择的是能够让你有幸福感的东西。
- 我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱。

高瓴公式

THE FORMULA

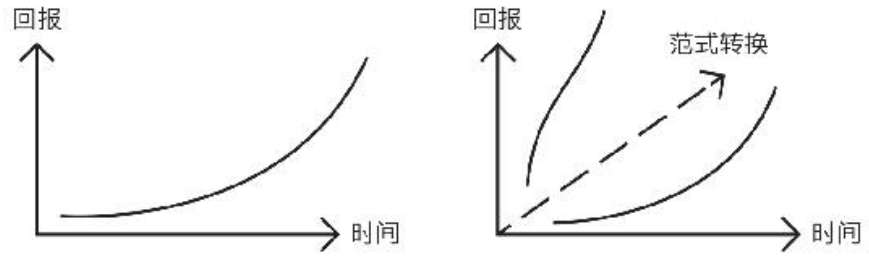
基于时间的投资回报

=

$$\sum_{i=1}^{n} \text{回报}^{Ti} / \text{投资}$$

注：T=时间，投资回报会随着时间的增加而增长

i=范式转换，即在不同期限、维度或系统中理解多重复合收益



1．时间回报公式

- 所谓时间的价值，可以从这两个方面来理解：一方面，一笔好的投资，其投资收益会随着时间的积累而不断增加，时间是好生意的朋友。另一方面，真正好的投资，从某一维度来看，其收益在短时间内可能有限，但如果把时限拉长，或者从不同维度、不同系统来看，从范式转移的动态角度来看，其收益可能已经在不断地飞速增长，并且是复合的、高阶的、长期的。
- 在与被投企业共同创造价值的过程中，高瓴在投后赋能方面的投入，不仅帮助被投企业运用科技赋能，突破发展瓶颈，还帮助高瓴自身建立了一支成熟的投后运营团队和一套完整的赋能工具箱；更让人意想不到的是，在产业里的摸爬滚打，还帮助高瓴投资团队获得了真正理解产业发展和企业实践的基础性研究能力，从而形成了一个完善的、有益的价值创造循环。**这就是一笔投资、多笔回报，在不同的维度上获得动态的、长期的收益。**

成功

=

{ 1,0 }

×

10^n

注：{1，0}=选择正确与否

n=努力程度

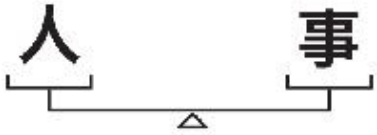
2．选择与努力公式

- 在与无数投资人、创业者、企业家的交流中，我愈发觉得，**选择比努力更重要**。对于投资人而言，选择是一种判断；对于创业者而言，选择是一种勇气；对于个人而言，选择是一种相信。选择与努力的关系就好比1和0：做出正确的、让自己心灵宁静的选择，就获得了那个珍贵的1；在这个基础上，凭借天赋不断学习、探索和努力，就是在1的身后增加无数个0。选择是初心，努力是坚持。
- 在投资的历程中，有许多投资方法和原则。投资无关对错。我们坚守价值投资，就是因为相信这是对社会最有益，也是让自己最有幸福感的方式。一旦选择了价值投资，就坚持研究驱动、不断挖掘影响行业和生意的底层变量，寻找最伟大的企业家。这是一种选择，也是最大的坚守。

价值

=

事人



3．选择的定义公式

- 无论是投资还是创业，或者是从事许多别的行业，**选择的核心是让人与事相匹配，合适的人在合适的事业上，一定能够取得非凡的、指数级的成功。**这是因为一个人的专注、热情和才华能激活一项事业的许多可能性，甚至改变它本来的发展曲线，把不可能变成可能，获得超越预期的成就。而一项事业本来的属性，也能够让一个人不断地成长，不断地突破自己的舒适区，成为更好的自己。**在这其中，人比事更重要。**
- 我们推崇伟大格局观者，就是因为他们往往能洞察趋势、深谙本质、拥抱变化、富有同理心，这些将是价值创造的最重要来源。
- 选择与伟大格局观者同行，就是持有共同的战略愿景，在深谙行业规律的基础上，运用最先进的科技手段、最高效的运营方式，打造动态护城河，持续不断地为社会创造价值。

人才密度

+

人才多样性

价值

4．组织人才观公式

- **把最聪明、最靠谱的人聚合在一起，一定能够产生巨大的化学反应。**这种化学反应会让人产生奇思妙想、非凡创意和许多无与伦比的思考成果，这些最聪明、最靠谱的人之间也会彼此吸引、促进和激发，从而产生巨大的势能，包括极致效率、团队优势和创造性的解决方案。
- 长期的使命感和共同的价值观，是激活人才的反应条件，就好比光合作用，它营造了一个积极向上、敢拼想赢的能量场，从而让团队成员之间不断地产生化学反应，释放层出不穷的能量。
- 无论对于一项事业还是一个组织来说，人才都是最重要的资产。所以，我们希望看到一个组织和人才和谐发展的小生态，在这个小生态里，每个人都能够尽情地自我成长，充分地交流学习，彼此启发促进，把组织变成一个终身学习社区，然后再不断地相互激发，实现梦想。

共同价值观

=

$$\frac{\text{不同背景} \times \text{能力} \times \text{驱动力}}{\text{组织文化}}$$

5．组织文化与价值观公式

- 在把最聪明、最靠谱的人聚合在一起时，产生化学反应有一个非常重要的前提条件，就是价值观对齐，因为不同的人才，有着迥异的教育和家庭背景、独特的能力才华和不同的内心驱动因素。
- **在所有维度或坐标中，最关键的是要形成多位一体的价值观坐标。**只有在共同的价值观体系下，团队才能够共同创造石破天惊的成果，而不会是成员之间水火不容或者毫无反应。
- **价值观对齐的基础是有吸引力的组织文化。**在高瓴的实践中，追求理性的好奇、诚实、独立，追求敢拼想赢不怕输的运动队精神，是非常长期、重要的文化基石。前者指导每个人如何思考、决策，如何独处与自我和解；后者指导团队如何配合、合作，靠团队的力量迎接挑战、实现突破。所以，把无数拥有无限发展潜力的人才聚合在正确的组织文化中，就能够让他们在同一套话语体系和坐标轴中快速学习和成长，这也是组织效率产生的根本。

传统经济的转型升级

+

新经济领域的创新渗透

价值

6．哑铃理论公式

- 除了人才间的化学反应，我们认为在未来的产业变革中，传统经济的转型升级和创新经济的创新渗透将成为两股重要力量。在这其中，科技创新和传统企业的融合，将突破传统消费互联网的物理连接，演变为一场能产生巨大能量的化学反应。创新经济将向生命科学、新能源、新材料、高端装备制造、人工智能等领域广泛渗透，传统经济也将运用最新科技成果实现关键的能量跃迁。
- **这场化学反应的关键是找到最具活力的催化剂，而价值投资机构一旦成为提供解决方案的资本，就可以瞬间激活哑铃的两端，成为传统与创新的组织者、协调者。**在我们的赋能工具箱中，有超长期资本、人才支持、技术赋能、精益运营等多种方式，这些方式将成为加速化学反应的催化剂，把传统产业的长期积淀和创新领域的先进突破结合起来，成为塑造产业变革的新力量。

产业重塑

=

价值重估

第一性原理

+

价值重构

赋能工具箱

7．价值投资创新公式

- **运用第一性原理意味着追本溯源、回归本质，并在此基础上升维思考，从更大的框架、更高的视角去考虑问题。**
- 在价值投资的创新之路中，我们不断解构产业的结构性变化，在超长期的视角和更广泛的产业格局中，寻找引领产业重塑的基础性力量。在这其中，我们运用第一性原理，在敬畏市场的同时，独立思考商业模式的本质，实现对实体经济巨头的价值重估。与此同时，我们建设不同的赋能工具箱，在尊重和理解企业家的基础上，帮助创新企业和传统企业实现价值重构。
- 无论是以价值重估去发现价值，还是以价值重构去创造价值，出发点都是从提高产业效率、增加社会福祉的角度，通过产业重塑，持续不断地疯狂创造价值。

BE A
FRIEND
OF
TIME

第三部分

价值投资的创新框架

第 6 章

与伟大格局观者同行

BE A
FRIEND
OF
TIME

选择与谁同行，
比要去的远方更重要。

与不同行业、不同背景的创业者们交流，是我非常激动的时刻，他们对科技创新、产业进化有着近乎本能的、天然的知觉和渴望。创业意味着永远在路上，而且有的时候，创业者是非常孤独的，因此在价值投资过程中，选择好的创业者、与伟大格局观者同行是非常重要的一环。我认为，凡盛衰，在格局。格局大，则虽远亦至；格局小，则虽近亦阻。**想干大事、具有伟大格局观的创业者、企业家是最佳合作伙伴，“格局观”就是我们与企业的接头暗号。**

许多时候，成功的创业者被称为企业家，同样，优秀的企业家往往也被称为创业者，因为若企业家始终保持创业者心态，企业就能不断地自我颠覆和创新。企业家和创业者的共通属性是创造一种“生产资料的新组合”，从而满足消费者不断变化的需求。在传统经济学的研究框架中，“企业家和企业家精神”往往是“消失的”，但在实践中，企业家精神发挥着非比寻常的作用，所以企业家群体应该在现代经济学范畴中被视为关键研究对象和核心变量。

我们无法用语言勾勒出这些伟大创业者、企业家的群像，他们各自拥有独特的能力禀赋和战略远见，但在交流中，我发现他们身上有一些被公众多次提起又常常忽略的共同特质：他们拥有比大多数人更加强大和自信的内心世界，志存高远；他们能够大幅度提高资源的产出，创造新的产品和服务，开拓新市场和新顾客群，视变化为常态；他们希望在改变自我的同时，改变世界。这些特质也时刻影响着投资人，帮助投资人更好地思考商业本质和行业规律。

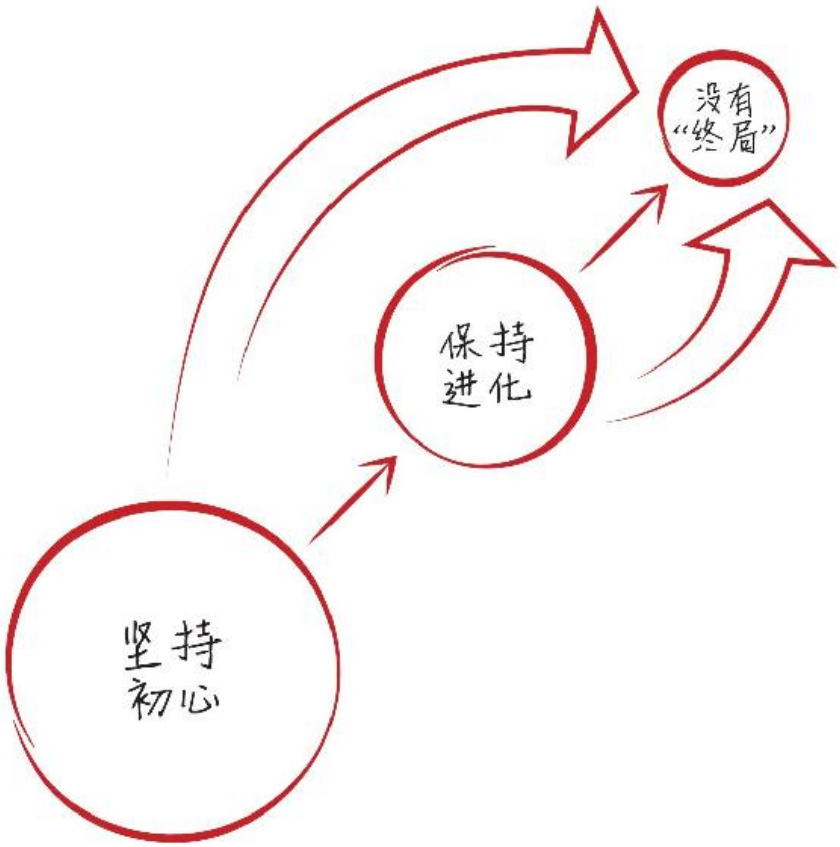
芝加哥大学教授阿玛尔·毕海德（Amar Bhidé）在其所著的《新企业的起源与演进》（*The Origin and Evolution of New Business*）一书中指出，经济学家把企业家在经济思想史中表现出来的能力划分为四类：对不确定性的承担、对创新的洞察、超强的执行力与极致的协调能力。这与我们对创业者、企业家伟大格局观的定义

不谋而合：第一，拥有长期主义理念，能够在不确定性中谋求长远；第二，拥有对行业的深刻洞察力，在持续创新中寻找关键趋势；第三，拥有专注的执行力，运用匠心把事情做到极致；第四，拥有超强的同理心，能协调更多资源，使想法成为现实。

在英雄史观中，人们往往争论究竟是“英雄造时势”还是“时势造英雄”。在我们对人、生意、环境和组织的分析框架中，对英雄和时势的看法，只有角度和权重的差异，而无简单的结论。我所思考的是，应该把商业进程的规律性和伟大创业者的自觉活动结合起来。创业者们因为处于商业实践的一线，往往能够率先感知时势，适应时势，并在某些时刻影响和决定时势；他们感知和适应的时势往往是长期的、不可逆的一般趋势，影响和决定的时势却是微妙变化中的重大事件及其实现方式。这也解释了伟大格局观究竟因何产生，或者说何人才可被称为伟大格局观者。

拥有长期主义理念

我对伟大格局观的首项定义是“拥有长期主义理念”，这源自我所坚持的投资标准——做时间的朋友。大多数创业者在创业时没有经营资本、行业数据、管理经验或者精英员工，任何创业都不可能一夜成功，但如果坚持不看短期利润，甚至不看短期收入，不把挣钱当作唯一重要的事，**而把价值观放在利润的前面，坚信价值观是这个企业真正核心的东西，那么利润将只是做正确的事情后自然而然产生的结果。**这是一种非博弈性的企业家精神，越是这样的创业者，反而越能够专注于做长期创造价值的事。对长期主义理念的理解包含三个层次。



走长期主义之路

坚持初心

对长期主义理念的第一层理解是坚持初心。我们会考量，这个创业者做事情是为了短期目标，还是从自己的初心出发，去完成崇高的使命和夙愿。这个初心有多强大？

每位创业者在率领企业寻找前进方向的过程中，唯一已知的东西就是眼前充满未知。优秀的创业者能够不被眼前的迷茫所困惑，他的内心是笃定的，他所看到的长期是未来10年、20年，甚至横跨或超越自己的生命。在接纳新事物和迎接挑战时，他们既享受当下，又置身于创造未来的进程中，对未知的世界充满好奇和包容。坚持初心就是

关注自身使命和责任，在短期利润和长期价值之间，做出符合企业价值观的选择。

比如美团创始人王兴，他是一个永远充满好奇心和爱思考的人，喜欢读书，爱问问题，学习能力极强。他的初心是“互联网改变世界”。2003年，在美国读博士的王兴，感受到社交网站的兴起，毅然决然地放弃学业，回国创业。不像比尔·盖茨、马克·扎克伯克、史蒂夫·乔布斯辍学创业时基本有了成熟的创业思路、靠谱的创业班底，或者至少能找到车库作为办公场地，王兴凭着一颗初心就开启了创业历程。此后，王兴先后创办校内网、饭否网，之后又创办美团网，在本地生活服务领域不断深耕。往往初心有多大，创业的蓝图可能就有多大，正是这种朴素的想法，让美团可以不关注“边界”，只关注“核心”，即用户的需求是什么，互联网、科技有没有为用户创造价值。

再比如恒瑞医药前董事长孙飘扬，也十分令人感动。这位被戏称为“药神”的企业家，早年是药厂的一名技术员。有专业背景的他，在很早的时候就下定决心：“你没有技术，你的命运就在别人手里。我们要把命运抓在自己手里。”药厂若不改变技术层次低、产品附加值低的问题，是没有出路的。在他的理解中，仿制药能够让一家药厂活得很好，因为仿制药价格低廉，有很好的销路，但创新药才是保证一家药厂真正立足于市场的核心竞争力。此后，恒瑞医药相继在海内外成立研发中心和临床医学部，构建了药物靶标和分子筛选、生物标志和转化医学等创新平台，不断增加科研投入，打赢一场又一场攻坚战。现在回看，10多年来，孙飘扬始终保有创业之初的那份“精神头”，始终不渝地研发新药，做长远打算。

保持进化

对长期主义理念的第二层理解是要保持进化。机会主义者往往重视一时的成功，会给由运气或偶然因素造成的机遇赋予很大的权重，结果影响了自己的认知和判断。而长期主义者能够意识到，现有的优势都是可以被颠覆的，技术创新也都是有周期的。因此，长期主义者要做的就是不断地设想“企业的核心竞争力是什么，每天所做的工作是在增加核心竞争力，还是在消耗核心竞争力”，且每天都问自己这个问题。

杰夫·贝佐斯在创办亚马逊时，选择从网上书店这个很垂直的细分领域切入。亚马逊做书店之前，美国最大的书店是发迹于纽约第五大道的巴诺书店（Barnes & Noble）。从20世纪80年代末到90年代末，巴诺书店在全美大规模扩张，10年间新开出400多家“超级书店”，最多的时候有超过1000家实体店、4万余名员工。在亚马逊创办初期，贝佐斯和员工需要把书打包，然后自己送到邮局寄送。在把实体书店颠覆之后，贝佐斯远没有满足，因为亚马逊似乎还不足以站稳脚跟。所以，亚马逊不断进化，从进军零售业，到成为全球最大的云服务提供商，再到智能家居、视频流媒体领域，其商业版图没有边界。而支撑这些的，自然是贝佐斯的长期主义理念。在他的所有信念中，“消费者为中心”是长期的选择，也是一种精神力。所以，他可以放弃企业的短期利润，坚持追求极致的消费者体验，保持“Day 1”的精神，把企业资源配置到持续创新的布局中，让资产价值和商业模式不断更新迭代。因此，亚马逊难以被复制，因为它仍在不断生长。

字节跳动创始人张一鸣对保持进化也有独特的理解，那就是“延迟满足”。别人喜欢调试产品，他喜欢调试自己，把自己的状态调节在轻度喜悦和轻度沮丧之间，追求极致的理性和冷静，在此基础上为了长远的战略目标强迫自己学习许多不愿意做的事情。我经常说，懂得“延迟满足”道理的人已经先胜一筹了，他还能不断进化。这种进化状态，是先把最终的目标推得很远，去想最终做的事情可以推演到多大，再反过来要求自己，不断训练和进步。所以，当张一鸣在调试

自己的同时，又把公司当作产品一样调试时（Develop a Company as a Product），我们无法想象这家公司的边界。

长期主义者在保持进化时，往往不会刻意关注竞争对手在做什么。一旦盯着竞争对手，不仅每天会感到焦虑，而且会越来越像你的竞争对手，只会同质化，而难以超越它。如果把眼光局限在未来三五年，或盯在具体的某个业务上，你身边的许多人都是竞争对手；但如果着眼长远，不断进化，可以和你竞争的人就很少了，因为不是所有人都能够做长远的打算。所以，**保持进化最大的价值在于竞争对手会消失，而自己才是真正的竞争对手。**

没有“终局”

对长期主义理念的第三层理解是“终局游戏”的概念。商业世界的“终局游戏”不是一个终点，而是持续开始的起点，是一场“有无数终局的游戏”。换句话说，商业史从来没有真正的终局，只有以终为始，站得更高看得更远。

从创业早期的高速增长到爬坡过程中的攻坚克难，其实这些都还只是过程。拥有伟大格局观的创业者会去推想行业发展到某个阶段，市场竞争趋于稳定的时候，哪些资源是无法扩张的，哪些资源具有独占性或稀缺性，再去想怎么超越这些障碍，争取更大的发展空间。换句话说，在打“预选赛”的时候，既要想到阶段性的“总决赛”，又要想到更长远的未来，按照“永远争夺冠军”的决心排兵布阵，步步为营。这样思考的话，就有可能始终参与这场无限游戏，而不会被淘汰出局。当你的竞争对手还在疲于奔命地思考第二天赛况的时候，你已经看到了决战的时刻；当你的竞争对手以为决战到了的时候，你已经看到了更长远的竞争状态，这体现了不同的格局。

爱奇艺创始人龚宇对“终局游戏”有自己的理解。在视频服务领域，要培养用户的收视黏性就要苦练基本功，这个基本功非常烧钱，而且会不断吞噬创业者的意志和投资人的信心。但看待这个问题的角度决定了把烧钱换来的东西看作资本（Asset）还是费用（Cost），是否相信它在未来能够产生价值。他曾在一次演讲中说：“当时我们花了8000万元买一个剧，最后只挣了1000万元。但再想想，买下这个剧也许可以帮我们节约后面的2亿元、3亿元。”“终局游戏”意味着把战略着眼点放在“后面”，思考商业模式的无限终局，超前地创造服务或产品的新范式。

再比如爱尔眼科的创始人陈邦，这位因“红绿色盲”而被军校退回的老兵，投身商海几经沉浮，无意间与眼科诊疗结缘。在爱尔眼科的发展历程中，看得远成为战略布局的关键。如何在中国的医疗市场中，找到独立、可持续的民营专科医院发展路径？陈邦通过实践给出了很好的答案：其一是探索分级连锁模式，而这也顺应了“医改”推行的分级诊疗大趋势，通过把内部的资源打通，将最好的科研成果、最好的医疗服务主动贴近患者，让诊疗服务的重心下沉，创造本地就医的便捷性；其二是超前的、创新的人才培养体系，通过“合伙人计划”，激励和充实人才队伍，让医生的成长领先于企业的发展。这些战略构想的出发点是不断地酝酿和准备，一旦企业有了内生的动力，就能够不断拓展规模，寻求新的市场、新的格局，始终围绕下一场“比赛”来储备力量。

哥伦比亚商学院教授迈克尔·莫布森（Michael Mauboussin）在《实力、运气与成功》（*The Success Equation*）一书中提到这样一个观点：“凡涉及一定运气的事情，只有在长期看，好过程才会有好结果。”运气总是飘忽不定的，拥有长期主义理念的创业者，本质上是具有长线思维的战略家。他们往往选择默默耕耘，不去向外界证明什么，而是把自己的事情做好。事情做得久了，就成了他的核心能力。他们会重新定义因果论，重视客户的价值主张是因，提高产品和

服务质量是因，完善组织运转效率也是因，自然而然就会产生很好的结果。因果轮回，平衡调和之后来看，很多事情短期看是成本，长期看却是收益。拥有长期主义理念，把信念和持续创造价值作为安身立命之本，这是非常值得钦佩的伟大格局观。

拥有对行业的深刻洞察力

在我看来，伟大格局观的第二项定义就是“拥有对行业的深刻洞察力”。许多在行业里摸爬滚打多年的创业者能够在某一时期对某一方面很熟悉，但是可能囿于原始经验，不会跳出来重新思考，不愿意与外界交流。能够听得进意见且听完之后愿意采纳的创业者非常值得钦佩。相反，最值得警惕的是创业者一意孤行，或者投资人一说什么，他想都不想就去执行。

对行业的深刻洞察既需要看到长远的整体，也需要看到微小的局部，关键在于对变化与不变的洞察。

从大局到细节，从转瞬看趋势

管理大师彼得·德鲁克（Peter Druker）将创新和企业家精神视为企业成长的基因。在我看来，企业家精神与洞察趋势、知悉变化、拥抱创新是内在统一的。拥有伟大格局观的创业者最难得的特质就是愿意拥抱变化、推动变化、享受变化，愿意打破既有的理所当然的规则去思考新的角度。由于许多事物是在用每步相差极微极缓的方式渐渐衍变的，这使人们误以为它们恒久不变，从而对变化失去敏感度。对行业的深刻洞察，就是从大局到细节多加研判，从转瞬看到趋势，把握趋势中的定式和细微中的痕迹。

例如，在汽车被发明出来之前，大家都在思考最好的交通工具是什么。人们认为是“更快的马”，只有福特说不对，他要做大众消费

得起的汽车。**真正的企业家精神能够在时代的进化中看到未被满足的消费需求，这是把握住了大趋势中的定式。**

举一位新晋创业者的例子。国货美妆品牌完美日记创始人黄锦峰看到了消费市场的变革趋势——新国货势头，他从2016年8月成立团队，到2017年8月起在淘宝开店，再用不到3年时间将完美日记打造成天猫“双11”首个登顶的国货美妆品牌。而其中，如何抓住新一代年轻人的审美偏好，找到独特而有趣的沟通方式，成为黄锦峰打造美妆品牌的关键。大牌品质、平民价格，非常符合追求极致性价比的年轻人的购物主张；此外，完美日记多次精准抓住流量洼地，如内容社交平台、私域流量、视频直播等渠道，通过头部、腰部、素人全覆盖的达人“种草”、重度粉丝运营等方式，和年轻人玩在一起。事实上，消费的趋势始终在变化，如果完美日记能够不断抓住新需求、新玩法，这后面的故事会更有意思。

在与黄锦峰交流时，我发现他看待行业模式、生意模式的视角都是非常具有创新性和长期性的，不仅对商业机会非常敏感，还同时拥有本土创业经验和国际化视野。所以，我非常有底气地告诉他：“在中国一定有机会诞生新的欧莱雅。”在探讨一些长期发展的话题，比如完美日记线下店的定位问题时，我建议可以把它做得更丰富一些，不仅将其定位为一个卖货的地方，还应该让完美日记线下店具备社交互动和“造美”属性，为爱美的女生打造一个真正的时尚集散地。

那么怎么理解“把握细微中的痕迹”呢？我举一位连续创业者的例子——庄辰超，他的成功之处在于能够在细微中找到蕴藏巨大商业能量的痕迹。精通数理的他，善于将自己作为一台精密运算的仪器，运用强大的逻辑推理和计算能力在复杂的系统中寻找创新的机遇。他曾经认真地调侃道，当初在追求女朋友时他都进行了精确的概率演算和路线设计，说一定要成为前30%出现在这个女孩生命中的男生，成功概率才更高。

在创办去哪儿网之前，庄辰超拿谷歌报表做过深入研究，通过分析旅游产业链，在携程、艺龙等强敌环伺的市场中发现了切入的机会。“如果你要开始一个创业项目，一定要先想清楚它的微循环是不是能赚钱。”“多层次分销的现状意味着机会，因为很多商业机会来自价值链的崩溃和压缩。”“寻找一个行业中的叛逆力量。”这些都是他在创业之时的独到思考。热门的商业模式往往有着残酷的竞争和较高的淘汰率，因此未必是一个好的机会，但通过MVP（Minimally Viable Product，即最小可行性产品）分析、微循环检验、价值链拆解，他反而能够在细小的垂直领域发现未被满足的需求。

在创办便利蜂时，庄辰超依然在细微中寻找答案。他不是看风口，而是看逻辑。当发现便利店这个生意模型可以被算法驱动，而现在中国还没有人做得到时，他开始了再次创业。在他的推演和场景分析中，不仅有人文的分析，还有数字化的分析，通过优化技术和数据，给出从选品、陈列到上新、促销的个性化建议，减少人为因素；通过全程监控的冷链运输、智能感知，对供应链进行全方位的感知，提升运行效率，实现“千店千面”。这些都需要数据支撑，从数据中洞察真相。用完整的商业数据模型，客观地塑造一个行业，这种能力来源于见微知著的洞察。正是由于他的这种能力，无论他创办去哪儿网，还是创办便利蜂，我们都是他的坚定支持者。

对变化与不变的洞察

对行业的深刻洞察既包括对行业中变化的洞察，也包括对不变的洞察。只有看到变化，才能知道哪些东西不变；也只有看到不变，才能意识到哪些东西在变化。这实质上是一种持续反思的习惯，要求很强的终身学习和研究的能力，把学习和研究变成一种生活方式和工作习惯，更需要一种穷根究底的态度。

日本7-Eleven创始人铃木敏文正是抓住了便利店这个生意中的“不变”，即“什么是顾客需要的便利”，才定义了今天的便利店雏形。在他看来，真正的压力不是源自其他品牌，而是源于能否满足顾客对便利性的多样化需求。于是，7-Eleven不仅做餐食，还可以代收水电费、设置自动取款机、售卖杂志，无拘束地出售各种生活必需品和服务，持续地提供便利。某种意义上，7-Eleven不是在做传统的零售，而是在做社区的终端服务，让顾客花费最少的时间解决最高频的日常需求。

拼多多的创始人黄峥是一个非常理性的人，在理性得接近极致时，能够发现许多本质的东西。当电商不断创新业务，发展渐至“终局”的时候，他通过抓住这个生意中的“不变”，创造了电商新物种。电商的本质是人和商品的连接，核心在于解决效率问题。而促使流通加快的方式，既可以是人找商品，即以商品为中心；也可以是商品找人，即以人为中心。黄峥选择了后一种，他认为以人为中心存在大量的可能性，拿时间和空间的统一来促使整体效率更高、成本更低。在具体的模式中，先是攒齐一群人，把人们长周期、零散化的需求快速集结成同质化的批量需求，构成空间和时间双维度的集结；在这个基础上，直接打通供应链，连接田间地头、制造工厂，形成C2M（Customer-to-Manufacture，即从顾客到工厂）反向定制，这就大大降低了柔性化定制生产的难度，从而实现了商品的低价供给。这个模式把人作为促成交易的关键，从生产端的“最初一公里”到消费端的“最后一公里”，所有参与的人都会获得实惠，而且商品流通效率更高。

好未来创始人、首席执行官张邦鑫在思考公司发展时，非常在意务实和创新，但对于教育行业来说，培养的学生出成绩就是核心的不变。因此，他的第一个想法是谨慎扩科，不把一个学科做好绝不开新的学科，不能为了营收数据好看而坏了节奏。第二个想法是逆向思维，不能照搬照抄，好未来不能是第二个新东方。张邦鑫说：“新东

方教大学生，我们就教中小学生；新东方教大班，我们就教小班；新东方通过线下讲座招生，我们就通过互联网招生；新东方推崇名师，我们就做教研；新东方教英语，我们就做数学。”第三个想法是运用新的技术手段持续提升教学效果。一般来说，许多人喜欢小班教学，因为既有名师，又有互动。为保证更广泛地区的教育效果，在优质教师资源短期无法满足的情况下，好未来上线网上直播，在K12教育领域普及“一位名师讲课＋多名老师辅导”的互动式教学体验。同时，好未来还在人工智能领域加大科研力度，探索人工智能量化课堂，通过计算机视觉、自然语言处理、数据挖掘等搜集、分析教学数据，及时反馈课堂效果，提升课堂品控。把握住教育行业里的不变，其他的创新都可以千变万化。

创业者既要尊重行业的常识，找到不变，又不能被现有的法则所禁锢，找到变化。这其中，善于从战略层面寻找答案尤为关键。战略的核心是对变与不变的判断，只有更深刻的洞察才能形成更好的战略。许多人认为在创业运营中，执行更加重要，因为创业过程中充斥着挑战。我们当然推崇有执行力的创业者，但仍然高度强调企业战略的价值，这比战术层面的高效执行更有决定意义。所以，把对行业的洞察转化为战略并将之分解成行动，是创业者的重要功课。

拥有专注的执行力

关于伟大格局观的第三项定义是“拥有专注的执行力”。在创业的过程中，伟大格局观的体现离不开创业者的果敢和专注。一般来说，创业者在创业初期容易高估自己的能力，而低估外界的困难，投资人应该帮助创业者把他的勇气进一步激发出来，并帮助他不断地投入和进化以补足高估的能力，克服没有预料到的困难。

义无反顾地投入

在充满挑战的管理实践中，创业者每时每刻都在承受高压，他需要做的就是专注于表达自己的信念和想法，做好迎接打击的准备。拳王泰森（Mike Tyson）曾说：“每个人都有所准备，但直到拳击比赛中，对手给你一记重拳以后你做出反应，才能看出你是否有勇气面对这一切。”（Everybody has a plan，until they get punched in the face.）创业者就像运动员，在每一个商业结果都可高度量化的领域里相互竞争。企业的用户规模、收入、利润、资产回报率以及每股收益，就像篮球运动员的命中率或者网球手的发球得分率一样，所有的指标都会衡量和展现他们的业绩表现。或许用“向死而生”这样的表述来感慨他们每天的境遇过于悲情或夸张，但他们确实是在用一以贯之的勇气来迎接挑战，而且义无反顾，把自己的全部精力都投入认准的事业中。

不同的人的眼中可能有不同的史蒂夫·乔布斯，“特立独行”“工业美学成就”“独裁主义”“敏锐洞察”“现实扭曲力场”……这些词可能都是对史蒂夫·乔布斯很好的诠释，但同时他又是无法被定义的。如果把创造作为一种使命，并且相信这种使命等同于生命力，那么乔布斯的激情似乎就是在于“生生不已”。因此，这种“活着就是为了改变世界”的内生驱动力促使他为苹果产品注入了难以想象的激情和创造力，这不仅改变了现代通信、娱乐、科技产业和人们的生活方式，更为重要的是，颠覆了人们对于伟大格局观者的所有理解。

国内也有许多令人敬仰的企业领袖，“商界铁娘子”董明珠是我尤为钦佩的企业家。1990年进入格力后，董明珠从一名销售员做起，其后屡担重任，带领格力在竞争最为激烈的白色家电市场中杀出重围。凡做企业，几乎很难不受到各种限制或阻碍，但董明珠坚持“不能让格力受任何伤害”这个核心准则，把企业当作自己的孩子，鞠躬尽瘁，做到心居其正。**这种义无反顾的企业家精神，反而能够打破迂腐的行业惯例，成就更有效率、更可持续发展的行业新准则。**

方达医药的创始人李松博士的创业故事也令人感动，他用“居之无倦”的态度，在药物研发外包领域义无反顾地投入。创业之前，李松已在欧美生物医药行业有了20多年的工作经历，曾在美国及加拿大领导多项有关药物研发及临床试验的项目。2001年，李松博士孤身一人创办了方达医药，当时，一个人、一台旧的设备和一间实验室就是方达医药的全部。创业初期，研究人员凑不齐，实验室还遭遇过爆炸事故，特别是由于无法取得银行贷款和风险投资，为了履行合同做实验，李松只好把全部家当拿去做抵押，贷款去买新的设备，一路上经历了不少坎坷。本可以做一名安静的科学家，李松却选择白手起家。经过10余年的发展，方达医药成为拥有700多位员工和3万多平方米的实验室、临床中心以及毒理安评中心的一站式药物开发研究平台。李松博士的微信朋友圈中有一条很有意思的分享，说女儿叫他“Old Man”，可他觉得自己还是年轻人，还将继续在医药研发领域工作，帮助中国制药企业提高产品质量，让中国人吃上高质量的放心药。敢于义无反顾地投入，可能是创业者难得的气质，每当与这类创业者交流时，我都会被他们的精神力量所感染。

把小事做到极致

现在许多人推崇匠人精神，我对此亦深有感触。匠人精神不是把大事做好，而是把小事做到极致，相信“小我有力量”。创业者有许多宏大的愿景，要干成一些惊天地泣鬼神的大事，但历史长河中有许多机会都诞生于很细小的一个领域。创业者可以专注于一个不怎么复杂的方向，重点突破果断出击，在不断证明自己的过程中扩展边界。

先说一说云端视频会议服务公司Zoom的创始人袁征。在2019年，美国500强企业中有1/3是Zoom的客户，2018年，袁征还以高达99%的员工认可度被评为“美国最佳CEO”。当然，袁征最令人敬佩的还是他追求极致的精神。创业以前，他在一家硅谷公司工作10余年，始终专注

于在线会议应用领域，从写代码的普通员工开始，职位一直提升到副总裁，他凭借的正是高强度的工作模式。对于视频会议业务本身而言，从共享文件、共享桌面，到清晰流畅的音视频质量，用户的需求不断提高，而且还面临服务器和网络环境不稳定等诸多挑战。要知道，在视频开会时，一旦出状况就令人抓狂，而且是多人同时抓狂，而袁征的理念却是“为客户提供快乐”。为了保证视频服务满足用户需要，他在每天晚上睡觉之前对“公司、产品、客户、团队、自己”五方面进行回顾，每天早上对自己前一天的工作进行总结，在优化技术细节、改善服务体验的过程中乐此不疲。正是凭借对技术的极致追求，当2020年初新型冠状病毒肺炎疫情肆虐全球，改变许多人的工作方式、社交方式的时候，Zoom凭借稳定的服务体验，每天的用户数量从2019年12月底的1000万人激增到2020年3月的2亿多人，在特殊的时间窗口里满足了人们的会议、社交需求。

公牛集团的创始人阮立平也在诠释着这种“把小事做到极致”的精神。公牛在浙江慈溪起家，当时的慈溪有几百家插座家庭作坊，是全国有名的插座生产基地。阮立平在创办公牛以前，还帮忙推销过别家作坊生产的插座，却发现有的还没卖掉就先坏了。技术出身的阮立平就开始研究插座修理，把坏的修好了再卖，在这个过程中，掌握了不少插座的构造原理。于是，阮立平索性自己创办了公牛电器，并把“用不坏的插座”作为自己企业的生产理念和质量标准。为了保证产品质量，不出安全事故，阮立平坚持严格的供应商和原材料筛选标准，坚持产品和科技创新，努力改变人们对插座产品的习惯性认知。他有一句从多年经验中总结出的话，非常有哲理，叫“慢慢来，比较快，因为我们要走很远，所以一点都不着急”。

兴衰有期，生死有度，企业亦有生命周期。1988年，伊查克·爱迪思（Ichak Adizes）写了《企业生命周期》（*Managing Corporate Lifecycles*）一书，揭示了企业难以摆脱的“宿命”。但是，创业者的果敢和专注，却恰恰是企业“延缓衰老”，甚至“涅槃重生”的基

因。对于他们来说，创业过程中最有成就感的就是义无反顾、追求极致。这种积极的、乐观的状态，正是塑造常青基业的秘诀。

拥有超强的同理心

除了拥有长期主义理念、拥有对行业的深刻洞察力、拥有专注的执行力以外，伟大格局观还有一个重要定义就是“拥有超强的同理心”。拥有超强的同理心就是懂他人。同理心是以创造力、洞察力和对他人的感知力为主要特征的，拥有超强的同理心的企业家能更好地理解不一样的人，理解消费者、理解合作伙伴、理解员工、理解竞争对手。

同理心≠同情心

同理心（Empathy）不等同于同情心（Sympathy）。同情心通常是对他人困难境遇的一种怜悯，而同理心则是真正站在对方的处境，来感受和判断。同理心是一种发自内心的尊重和关爱。拥有同理心的人既能够认可他人的成功，也能够理解他人的失败；既能够雪中送炭，也能够锦上添花；不刻意嘘寒问暖，不虚以敷衍、曲意逢迎；能置身于他人的处境中，体会他人的情绪和想法，共情他人的立场和感受。特别是对于创业者而言，同理心帮助他们站在生产者和消费者之间做沟通的桥梁，站在竞争对手的角度思考共赢的可能。很多时候，世界在不同的人眼中，呈现不同的面貌，因为人们看到的世界可能只是内心价值观的投射。有了同理心，你就能看到更多和自己不一样的方面，能够拥有无限视角去理解更多的事情，这种超前感知力会让你变得无所不知。

许多人醉心于过去的成功和短期的成绩，很容易产生成功的惯性，沉浸在自己的泡沫或象牙塔中，与外界脱离了联系，在自我实现

的怪圈里，越来越习惯用自己的视角看待世界，把成功更多地归因于自身禀赋或者努力，而忽视外界因素。人的一生，也会面临一些挑战和失望，甚至有时会觉得自己非常愚蠢。所以，我们强调的同理心，一方面是能够设想，这件事如果别人做是不是也能做好，有多少运气或外界因素的成分，有多少是源于别人给予的帮助；另一方面，也不要太苛责自己，应该偶尔让自己放松下来，寻求更多人的帮助，或许就能够找到方法走出低谷。

沃伦·巴菲特就是拥有超强同理心的典范。比如，有一位高级管理人员可能不是最优秀的，但巴菲特总会站在对方的角度，假设自己处在那个位置和环境下，分析现有情况哪些是由管理人员本身造成的，哪些是由其他原因造成的。这才是理解并解决问题的最佳方式。

这里有一个发生在我身上的小故事。在我前去巴菲特的家中做客时，他坐在司机位上开车接我，我习惯性地打开后座车门，就在弯腰准备进车时才注意到巴菲特坐在了司机位上，顿觉羞愧，赶紧向其致歉，他却哈哈大笑，笑称：“你对一个80多岁的司机很放心，我应该感到高兴。”善于帮他人掩饰尴尬，从内心深处保持宽容，诙谐幽默的背后就是他的同理心。

做第一名顾客和第一名员工

人们经常说，好的创业者应该站在用户的角度，与其换位思考，更彻底的做法就是做产品和服务的第一名顾客，通过感同身受的体验，强化对自己产品和服务的理解。有创业者告诉我：“我们不会找形象代言人来为产品做宣传，与其把1000万元、2000万元给明星，还不如花在产品设计上，花在用户身上。”还有的创业者告诉我：“如果一款饮料家长不愿给自己的孩子们喝，一家餐厅顾客不愿请自己的家人们来吃，产品没有复购，服务没有好评，那么有什么社会价值呢？没有社会价值，哪里会有商业价值呢？”

再比如，创造微信的张小龙在开发每一个功能时，几乎都是从自己的使用感受、生活体验出发，与其说微信的功能来源于对用户需求的理解，不如说来源于他对生活的理解。他苛求完美，追求极简，这些品质被深深融入微信的设计中。张小龙在饭否上说：“这么多年了，我还在做通信工具，这让我相信一个宿命，每一个不善沟通的孩子都有强大的帮助别人沟通的内在力量。”创造快手的宿华在表达产品价值观时这样说：“快手似一面镜子，看着里面的大千世界，我们希望不要去碰用户，不要去打扰他们，让他们自然地形成一种互动关系，让产品自然生长。”创造知乎的周源始终认为：“做社区要尊重社区的节奏。”正因如此，知乎一直在创造一个让用户可以自由表达、可以相互认同的社交空间。这些社交产品的缔造者不是简单地在用技术服务于用户，更是基于强大的同理心，在心灵的海洋中创造了无数个声呐，能够倾听到人们的心跳和脉搏。

创业者往往是公司的第一名员工，所以他的工作态度和精神面貌非常重要。一名好的创业者可以时时启发和鼓舞他人，打造有战斗力和人文精神的组织，这同样是凭借同理心。这个组织的格局观要大，要能把人才的生态通过更好的组织方式营造起来，调动大家的积极性和能动性，这需要让组织成员有一个共同的理想，同时，创业者的想法能与时俱进也很重要，这个很考验创业者能不能和年轻人打成一片，**企业家精神加上21世纪新型组织的打造方式，就是超越雇佣关系的新型合伙关系。**能不能做到这一点，本质还在于格局观，在于是不是在心里相信。

全方位沟通的中心

彼得·德鲁克在《管理的实践》（*The Practice of Management*）中说，他认真研究了美国20世纪50年代大学中开设的课程，发现只有两门课对培养管理者最有帮助：短篇小说写作与诗歌鉴

赏。小说写作帮助学生培养对人以及人际的入微观察，而诗歌则帮助学生用感性的、富有想象力的方式去影响他人。在他看来，真正好的领导者、管理者应该对身边的合作伙伴的行为、态度以及价值观有着敏锐且练达的洞察。

所以，同理心不仅能够调动组织内部的积极性，还能够吸引更多合作资源。在当前的时代下，商业主体需要讲求与各种合作端搭配融合，成为一个产业生态共生体。许多生产要素无法自我搭建，必须依靠更多外界的资源禀赋，为自己的初始基因寻找表达方式。同理心正是“全方位沟通的中心”，能够串起各种角色，凝心聚力，帮助彼此找到价值观的契合点。

我所看到的很多优秀创业者之间既是竞争对手，又是合作伙伴，他们具有非常开放的精神。在许多伟大的创业者看来，**没有一定要做的生意，但有一定要帮的朋友。**他们始终在思考如何能帮助他人。在这个过程中，或许彼此有不同的诉求、不同的思维习惯，但同理心可以使创业者更加务实和温润，不会夜郎自大、故步自封，而是与更多的人创造更好的沟通过程，营造创造共同价值的磁力场。

同理心是一种难得的品质，它不仅仅能够帮助创业者换位思考，更为关键的是能够让创业者始终保持一颗平常心。有同理心的人往往节俭朴素，在他们的身上看不到太过招摇的东西；他们往往保持一种在简陋的办公室里也能热忱地投入工作的能力，因为是所从事的工作让他们感到自豪；他们闷头做事，服务于远大构想和宏伟蓝图，但同时又在同样的方向不断积累。**任何时候，都不要让处境、金钱、教育背景以及其他东西成为你的负担，让你与现实和他人产生隔阂。**平常心能够使你更深入地了解身边的人，这是非常有价值的东西。亚瑟·叔本华（Arthur Schopenhauer）说：“人虽然能够做他所想做的，但不能要他所想要的。”同理心会带给你一种宽容的力量，对他人和

自己的宽容，免于过度气馁或者对他人苛责，这会让你更好地成就自己。

选择与谁同行，比要去的远方更重要

与发现伟大的商业模式相比，与拥有伟大格局观的创业者、企业家肝胆相照、甘苦偕行更令人激动和期待。创业绝非易事，这其中的孤独、挣扎甚至进退存亡，每一位创业者都亲身经历过。一家新企业的创立，不仅伴随着创造性想法、某些知识产权的诞生以及创始人人力资本的消耗，通常还伴随着有限的商业经验、相对短缺的资本以及残酷的市场竞争。**在奋斗的过程中，难以预料前路如何，选择与谁同行，比要去的远方更重要。**

我们是创业者，恰巧是投资人

高瓴从创办至今始终保持着一种年轻的创业心态。我在和许多新来的同事交流时，就告诉大家“我们是创业者，恰巧是投资人”，希望每一位同事都能把自己看作一名创业者，投入研究、投资等工作中。对于价值投资者而言，投资方法和理念决定了他如何看待市场，而初心和使命决定了他如何看待自己。那么我们为什么要坚持“我们是创业者，恰巧是投资人”这份初心呢？

第一，价值投资和许多别的生意本质上并无不同，只是我们选择用投资来表达创业的过程。在创业过程中，我们一点一滴地打造一家纯粹的投资机构，摸索投资的好方法，思考公司需要哪些资源，需要怎样的人才，并逐步搭建顺畅的内部工作流程，维护公司的文化。创业的每一个节点，都是高瓴进化史的一部分，过程中屡有挫折和挑战，时有沮丧和不甘，但我们始终坚持价值投资，不断突破自己的能力边界，希望能够一直走下去。

第二，我们以“创业者、企业家的思维”来做投资，把价值投资者看作长期的创业者。价值投资是做时间的朋友，许多结果从长期来看才有意义。于我而言，最重要的工作（也是最大的乐趣）就是让高瓴保持创业的状态，不断进化，始终坚持追求更好；对当前有利可图但长期会伤害自身的行为加以防范，把目光放长远；在这个基础上，从更高的格局去思考问题，去做超前的事情，做组织的迭代、业务的拓展、能力的升级，站在一个创业者、企业家的角度，身体力行地投入创新创业中。我相信投资人一旦忘我地投入，就能获得超越预期的回报。

第三，价值投资者恰好可以参与许多创业的过程，与许多创业者共同面对创业的风险和收获。创业是勇敢者的游戏，从某种角度来说，投资人天天跟各种企业打交道，恰好能看到不同的创业者如何思考、决策和实践，并发现其中许多共性的问题。有的时候，并不是投资人的思维比创业者更开放，只是我们能够在不同的创业者身上学到许多东西，继而通过与创业者的共同谋划和判断，帮助企业解决具体的问题，参与创造价值的历程。

“我们是创业者”，是一种状态，也是一种同理心。我自己创业的过程，帮我更好地理解创业。一旦投资人做出了决定，就把重要的资源、资本交付给值得信赖的创业者，让创业者成为资源、资本的使用者、驾驭者，全力支持他，这也是为什么说“恰巧是投资人”。这种身份上的复合性，使我学会了很多，了解了许多文化、理念，也包括各种瞬时的判断、人生的取舍，使我既能够换位思考如何打造自己的投资机构，又能够比较深层次地参与产业深耕，以同行者的身份帮助创业者。

做创业者、企业家的超长期合作伙伴

如果说创业者、企业家是建构者、成就者，那么投资人则更像探索者、守护者。许多人在探讨投资人与创业者、企业家应该保持怎样的关系，对此，我认为最好的关系就是超长期合作伙伴关系，让创业者、企业家坐在主驾驶位上，与其保持非常灵活的合作，投资人可以最大限度地向创业者、企业家学习，又可以超脱于公司的运营细节，不必介入太深，还可以通过深入研究提供战略建议。核心是摆正投资人的心态，与创业者、企业家共同创造价值。

首先，帮忙时别添乱，在帮忙之前要明确别帮倒忙。这里面有一个容易闯入的误区，就是投资人希望简单机械地通过压缩成本或者更换管理层来改变一家公司，或者对创业者输出未经考证的建议。其实，更好的做法应该是相信原有管理层的潜能，以增量的方式力所能及地帮助这家公司打造新的能力，进一步强化根基、拓展外延。这也需要投资人和创业者价值观契合、利益一致，不要额外产生风险点。

其次，让创业者和企业家做企业的控制人，做关于控制权的设计，坐在企业的主驾驶位上。这既是对企业家和企业家精神的尊重，也是对企业经营和产业发展规律的尊重。投资人无法代替创业者、企业家去做判断，应当鼓励他们心无旁骛地冒险，通过不断试错，把最真实的想法和追求表达出来。用最快的时间、最低的代价把该犯的错都犯了，反过来就实现了“打怪升级长经验”的过程。**创业活动本身最大的风险其实就是保持不变、不敢去冒险，如果创业者不去冒险的话，投资人就在冒最大的风险。**

再次，投资人不应该只提供资本，在企业有需要的时候，还要能够参与企业创新研究、快速发展的整个过程，提供针对不确定性的预判和行动方案，根据外部环境生态的变化，与企业一同成长。投资人不仅仅要用实际行动支持创业者，还要善于问问题，帮助创业者把许多零散的思考串起来，把许多零散的行动点串起来，形成思想和行动互相验证的闭环。在与创业者的深度交流中，可以探讨彼此的研究发

现，但如何把这些研究洞察内化提炼，通过有效可行的商业模式进行实践，还是要靠创业者的本领。

最后，做事情、看项目、与人打交道的出发点应该是相互尊重和认可。我经常说**“不要和魔鬼做交易”**（Don’t make deal with the evil），还有一句是**“不要轻贱了自己”**（Don’t sell yourself cheap）。这两句话的意思是，要先做好人预设，即相信对方是个好人，在此基础上与之开展广泛而密切的合作；一旦发现对方在道德上存在问题，就果断拒绝与之合作，永远不要和坏人做生意。同时，自己必须是个好人，要始终对自己保持极高的道德要求。在做个好人的前提之下，要相信自己，高看自己，对自己有信心。只要秉持正确的价值观和道德观，就能够赢得长期而关键的信任。这里“关键”的含义，就是指当你遇到危险的时候，别人不会放弃你反而会更加理解和支持你；当遇到机会的时候，别人会首先想到与你分享。做到了这些，你就会格外受到尊重。我们投资了很多创业者、企业家，他们还反过来做我们的出资人（LP），把自己的财富交由我们管理和投资，这是非常难得的信任。

我们希望能够和拥有伟大格局观的企业家一起，成为有情怀、有“调性”、有梦想的人，不仅是“确认过眼神”，还要在对世界的热爱、理解和拥抱中，共同创造更多价值和意义。因此，我经常与不同的创业者、企业家交流，一起滑雪，挑战各种极限运动，在交流或者玩耍的同时，分享彼此对创业、投资以及人生中许多重大问题的思考，这种同行的感觉，很多时候超越投资或者合作，成为很难忘的人生记忆。

在对未来的设想中，**价值投资已然不是一种单纯的投资策略，而是一种价值观。**在创业、创新、投资事业中，价值投资成为创业者、企业家和投资人之间相互信赖和尊重的纽带，正是这条纽带，让创业者尝试伟大创想，将目光聚焦在未来10年、20年，以超长期的视角审

视未来生产、生活的变化。从某种意义上来看，为卓越创业者分担创新风险，构成了价值投资者超额收益的本质来源。

在科技创新和新商业革命的浪潮中，人的因素不应被遗忘，企业家精神不应被忽视。长期主义者们可以把自己的经验、感受与彼此分享，获得对生意、创新和价值的讨论和共鸣，在开放共赢的长期观念中，促成价值在未来的流转与创造。

我对投资的思考

- 想干大事、具有伟大格局观的创业者、企业家是最佳合作伙伴，“格局观”就是我们与企业的接头暗号。
- 把价值观放在利润的前面，坚信价值观是这个企业真正核心的东西，那么利润将只是做正确的事情后自然而然产生的结果。
- 真正的企业家精神能够在时代的进化中看到未被满足的消费需求，这是把握住了大趋势中的定式。
- 企业家精神加上21世纪新型组织的打造方式，就是超越雇佣关系的新型合伙关系。
- 没有一定要做的生意，但有一定要帮的朋友。
- 任何时候，都不要让处境、金钱、教育背景以及其他东西成为你的负担，让你与现实和他人产生隔阂。
- 创业活动本身最大的风险其实就是保持不变、不敢去冒险，如果创业者不去冒险的话，投资人就在冒最大的风险。

第 7 章

持续创造价值的卓越组织

BE A
FRIEND
OF
TIME

重视学习和挑战，
把学习作为
终身的乐趣和成就。

一家创业公司的发展历程，有高光时刻，也有至暗时刻。在纷繁复杂的创业环境中，积极乐观的精神气质和管理文化能够使其处乱不惊。因此，创业公司的组织管理逐渐成为一个被广泛研究和讨论的话题。现状是，大多数创业者在生存与死亡的急迫问题上耗费了太多的精力，几乎没有多余的精力用在组织的内部管理上；同时，在各种形态的创业组织中，难以找到统一的、有效的管理范式。但毋庸置疑，组织和管理创新是企业杀出竞争重围的核心动力，在某些时候，甚至成为决定创业成败的关键变量。

1912年，科学管理之父弗雷德里克·泰勒（Frederick Taylor）[(33)]提出科学管理理论。诞生之初，管理学语言发源于工程学语言，它把员工看作被使用的人力资源，把组织看作可以准确调整和控制的机器，把管理看作可确定、可预测、可计划的事情。但是，新的商业环境、组织方式和新一代员工的特质决定了当前的管理变成了一种难以预测和标准化的动态过程。尤其是对于创业公司而言，应该选择怎样的内生动力和管理规则来驱动组织发展？是不是应该追求区别于传统经济的管理实践，而适应新时代、新经济的管理法则？创业公司有没有更灵活的管理模式？这些问题或许没有答案，但比答案更重要的是创业者在实践中寻找答案的过程。

在高瓴的创业历程中，我也时常思考，一家初创公司应该如何管理。我的文化价值观受到许多中国古代文化，尤其是老庄哲学的熏陶，与此同时，在互联网的快速发展中，互联网开放、共享的精神也对我颇有影响。

任何一家创业公司都有自己的初心和使命，有独特的企业文化，吸引合适的人才，建立适合业务发展的流程，这些都是为了塑造一个适应内生增长和外界变化的组织。在我的设想中，无为而治可能是一种比较好的目标状态，管理者提供与公司文化契合的管理原则，而不

是机械的管理制度或管理工具。管理不再是克服随意性、约束无效者和违规者，而是搭建适合创业创新的能量场。在一个有着自我生长动力的组织中，组织诞生之初的原始动能以及与外界交互获取的驱动力，始终大于由于管理摩擦、外界竞争带来的阻力，这样的组织可以营造出合适的工作氛围，发挥每一名员工的创造力。

实践价值管理：做一名超级CEO

在中国过去几十年的经济浪潮中，太多的创业者涌现出来，成为各具特色的CEO群体。他们有的擅长研发生产，有的擅长渠道经营，有的擅长组织管理。但是随着传统经济向新经济转型、传统商业模式向新商业模式转型，传统的CEO也需要转型为新型CEO，他们不再仅是业务模式的组织者、运营者，还要成为拥有持续进化能力以及实践价值管理的超级CEO。

与传统的CEO相比，超级CEO意味着什么呢？我认为超级CEO至少有两项核心能力：第一，保持自由思考；第二，真正理解并实践价值管理。

保持自由思考

在我的理解中，对于一家初创企业而言，每天都是崭新的一天（Every day is a new day）。超级CEO应该扮演最先感知外界变化、最有动力带领企业迎接挑战的角色。即使企业发展到相对成熟期，保持自由思考、不断塑造新的企业形态，仍然是超级CEO的主要工作。如果企业像一台机器一样按部就班地完成日常工作，那么要CEO还有什么意义呢？超级CEO的使命就是保持自由思考，一方面主动适应变化，另一方面主动为企业带来新的变化。

如果说传统的CEO像是在设计和发射火箭，那么超级CEO则更像驾驭一艘宇宙飞船。火箭的发射需要在图纸上做千百次推演测算，根据已知的原理考虑各种情形和参数，在发射前郑重地倒计时点火，这与传统的管理活动非常相似。而新经济、新商业模式的一切都在变化中，无法预测甚至难以感知，很多提前的设计或构想无法承受环境改变所造成的冲击。超级CEO们在驾驭宇宙飞船时，需要随时根据外界环境的变化，借助最新的科技工具和管理策略，做出及时、正确的反应。

说到主动为企业创造变化，埃隆·马斯克（Elon Mask）给予我们很多创新的启示。他在南非长大，后来在加拿大皇后大学、美国宾夕法尼亚大学读了四个专业，之后又到斯坦福大学攻读博士学位，此后不断实践非凡的商业计划。我曾跟他交流过，印象深刻的有两点。第一，他拥有真正跨行业、跨领域、跨专业的自由思考能力。与很多学习计算机、信息技术的人做科技创新不同，他在本科阶段接受的是通才教育，研究生阶段学的是物理，他是个很典型的跨行业思考者。第二，他对商业模式的理解永远围绕着创造价值，不去管传统的商业模式或财务指标，不断打破常规去构建新的载体。他做商业的落脚点和许多人不同。所以当他创办太空搜索技术公司Space X发射火箭、创办新能源汽车公司特斯拉颠覆汽车产业、创办太阳能服务公司Solar City探索清洁能源时，谁能想到他的下一个商业模式创新在哪里？

一旦超级CEO们能够保持自由思考，就将拥有超级工具箱。这个工具箱所代表的不是具体的能力或者管理模式，而是不断打破自己的能力边界，重新定义CEO的使命，在不一样的格局上催生奇思妙想。

真正理解并实践价值管理

价值投资不只属于投资人，**每一位企业家都应该是价值投资的天然实践者。**在未来的企业管理流程中，超级CEO的管理重心应该始终

围绕价值创造本身，从资产配置、资金管理、运营效率等角度，深刻理解商业模式的本质，让企业的资源、流程匹配最大化创造价值的全过程，包括精细化运营、资本再配置等。

不同于大公司可以依靠惯性去运行，初创企业在一开始就需要精细化运营。精细化运营不是一味地降低成本、精简流程，因为单纯的运营效率提升存在不可持续性；与此相对应的是站在顾客视角来确定产品、服务和流程的价值结构，因为只有顾客需要的才具备价值，再在此基础上梳理完整的价值链来提升整体效率。长期来看，整体供应链的效率提升比单独某一个环节的效率提升更为重要。威廉·桑代克（William Thorndike）在《商界局外人》（*The Outsiders*）[(34)]中讲述美国首府广播公司（Capital Cities Broadcasting）CEO汤姆·墨菲（Tom Murphy）[(35)]的核心经营理念时这样表述：“目标不是要拥有最长的火车，而是要耗费最少的燃料第一个到达车站。”

除了精细化运营，资本再配置也是实践价值管理的重要维度。资本再配置的方式一般有三种：再投资、储蓄、返还给股东或者债权人。对于不同的行业或者企业的不同阶段，资本配置的选择会有显著差异。初创型企业往往具备很强的成长性，因此提高资本使用的效率尤为重要。资本再投资能力的关键在于清楚认识到公司的核心动能，做自己最擅长、与环境生态最匹配的事情，不能进行盲目的资本运作，片面地追求多元化或者协同效应；同时，需要从更宽泛的角度思考资本再配置，包括将人力、流程和组织能力也视为一种可配置的资源，围绕价值创造本身，动态地调整各种资源，强化企业的竞争优势。

从某种程度上说，价值管理是价值投资的前提，如果没有超级CEO的价值管理，那么大多数投资恐怕将成为空头支票。未来的超级CEO们能够结合车库创业者、风险投资家的特质，对自己提出很高的要求，善于将前沿技术、商业头脑、同理心结合在一起，对战略、创新有很

强的敏感性，融汇学院智慧（Book Smart）和街头智慧（Street Smart），在自由思考和价值管理实践中展现身手。

打造文化：追求内心的宁静

在实践层面，有许多不同的企业文化。不同的创业者有不同的性格特质，其内部文化也大相径庭。在我看来，企业文化是重中之重，它的重要性不亚于创业者本身，既大于商业模式，大于某一产品或服务，某种程度上也大于团队。可以说，让许多创业者最欣慰的可能不是流行一时的产品，可能不是他们带领的团队，而是与创业伙伴们一起营造出来的企业文化。流程可以完善、产品可以迭代，这些都可以不断改进，唯有**企业文化必须在创业一开始时就建立起来，不能出问题，也无法推倒重来。**

多年实践经历告诉我，好的创业企业文化，不应该是“你好我好大家好”，也不应该是时刻提心吊胆、视身边人为对手，更不应该推崇靠少数几个人包打天下。能够持续疯狂地创造价值的企业，应该从所处的阶段、所在的行业、所服务的客户、所构建的产品、所搭建的团队中，提炼出相得益彰的文化。

在高瓴的创业过程中，我们先是提出学院派理念，其实质是持续追求真理的热忱、磨炼方法论的坚持以及务实解决问题的稳健。后来，随着组织规模的扩大，我们又提出运动队文化，其实质是团结和追求卓越。一旦拥有了好的文化，就能够建立文化打造组织、组织激励斗志、斗志促进生意的良性循环，这是不断进化的起点。

坚持追求真理

高瓴自诞生以来，始终强调研究驱动，坚持探究事物的第一性原理，推崇理性的好奇、诚实和独立，学院派风格是和价值投资一脉相

承的。这也就是说，学院派风格并非适用于每一家创业公司，创业公司的文化应该是和自身的业务模式相匹配的。但是坚持追求真理，坚持将问题研究清楚，坚持按正确的方式做正确的事情，则适用于许多创业公司。

坚持追求真理往往能够鼓励每一名员工主动思考，用第一性原理去想事情的本质，以及应该怎样开展工作、有没有更有效率的方式。同时，追求真理而不是别的目标，可以很大程度上避免公司政治、内部关系这些干扰项，使得员工可以保持开放的心态，提出更多的建议，进行更多的反思，营造一个更少内部博弈、更多团队协作的氛围。在此基础上，把追求真理当作一项长期承诺，将一个人的智慧、精力和激情投入创造价值的过程中，这样的文化能够保证企业不走捷径，不会错失真正的好机会。

敢拼想赢不怕输

相对于学院派风格，我觉得运动队文化可能适用于更多的创业公司。许多人说，最好的团建就是带领团队打胜仗。而且，运动队文化本身就是企业家精神的延伸。拥有运动队文化的公司具有以下四种特质。

第一，有运动员的运动精神和拼搏态度，敢拼想赢不怕输。运动本身就是竞争，追求更快、更高、更强；同时，要有面对失败的勇气，能赢，也不怕输，打仗就要打到流尽最后一滴血；失败后能够总结经验教训，自信开放，敢于向竞争对手学习，不断提高自己；专注于比赛本身，千万不要伤害对手。

第二，有运动队的协作精神，有同理心，相信团队是取胜的基石。在卓越的组织中，合作不是“1+1=2”，而是每个人能够理解同事们思考问题的角度、产生决策的根据以及采取行动的原因，以整体价

值最大化的思维去判断自己该做些什么，然后根据需要承担更多或者放弃更多，能够及时补位。当你的合作伙伴因某种原因只能承担30%时，你可以承担70%，当他退缩30%时，你能够承担130%。这就像在一场足球赛中，在前锋最终射门得分前，有许多次看似无效的穿插跑位，但整个足球队的最终目标是一致的。长期循环下去，凡是付出更多的人，收获也会更多，这是一个动态增长的过程。

第三，可以做陪练，又不甘于一直做陪练。一家企业就像一支篮球队，场上的球员“拼命发挥”，帮助整个团队赢球；场下的板凳队员既做好充足的准备随时可以上场，又能够为场上的球员鼓掌加油。

第四，用成绩说话。不允许任何人有特权，不要认为在公司工作年限长，就可以自然而然地享受公司收益，每个人获得的回报全凭对组织做出的贡献和价值。即使是新人，只要有信念，努力工作，做大家认可的事情，就会得到褒奖。

坦诚沟通和交流

无论是学院派风格还是运动队文化，一种好的创业企业文化，不仅仅强调员工个体和团队的积极向上，关键还在于建立一套透明的规则，提倡基于同样的价值观、同一套话语体系的坦诚沟通和交流，建立最直接、最高效的反馈机制，保持信息通畅。“有话直说”，不要因为委婉的表达而浪费大家的时间。委婉的害处是你以为我懂了，我也以为你懂了，但实际双方没有真正理解对方表达的要点。每个人都可以用自己擅长的方式来表达，效果会更好。最让人担心的是由于语言体系或者表达方式的差异，同事之间产生误解甚至积怨，或者是表达时像说寓言故事一样，让大家去猜去想。透明的沟通文化和高效的反馈机制，是节省大家时间、提高效率的最佳选择。

一家创业企业的文化，应该来源于对商业规则的理解。许多人在个体利益最大化和利他主义的两极之间摇摆，但最终应该相信道德的力量。对于一家创业公司而言，最不应该出现的现象就是：第一，眼睛紧盯着矛盾，而不是在更大的格局上思考问题；第二，高压文化，团队成员不协作；第三，不仅不协作，内部还互相拆台，导致组织涣散，没有凝聚力。

在一个具有良好企业文化的创业组织中，每个人都能清楚地知道什么才是最优的答案。长远利益和团队至上不仅对组织是最好的，对组织里的每个人都是最好的。长期来看，围绕共同目标，团队成员动态均衡地高效协作，是一种带来内心宁静的配合方式。我们在投资上坚持反博弈，摒弃零和游戏，在推崇的创业企业文化上，依然持相同的选择。

“绽放”人才：和靠谱的人做有意思的事

在我的理解中，一家企业拥有怎样的人才往往决定了这家企业的效率和边界。对于初创企业而言，选择和培养价值观契合的人才，赋予他们挑战和成就感，是企业实现长远发展的基础能力。

寻找靠谱的人

吸引和尊重人才不是一句口号，而是创业公司保持活力的重要选择。在创业组织中，有许多新人能够很快地独当一面。美国科学史家、科学哲学家托马斯·库恩（Thomas Kuhn）就发现，最伟大的发明几乎都是某个领域的新来者在相对年轻时做出的。

当创业公司初期还无法吸引有经验的人才时，吸引靠谱的新人就成为关键。最佳的方式莫过于靠伟大的事业来吸引和激励，而不是单纯靠薪酬和福利。如果只有赚钱才能让一个人开心，就像追求“第一

名”的开心一样，他一定缺少对事业最单纯的热爱。创业公司需要的是把追求伟大成就作为目标的人，而不是把获得奖励或者物质财富作为目标的人。如果一位员工因为公司的工位太拥挤、福利不好，甚至水果沙拉不好吃而前往另一家公司工作，那就欢送他吧。**工作带来的最大的幸福感应该是和靠谱的人做有意思的事，把同事当成你的事业合伙人。**

那如何定义“靠谱的人才”呢？有这样几个角度。

第一，自驱型的人。自驱型的人寻找事情背后的意义，追求人生的意义感，拥有专注解决问题的最佳效率，而不需要更大的组织规模。他们天然具有企业家精神和主人翁意识，能挖掘自身的潜能，认识并突破自己的能力圈，以最精干的方式完成具有挑战性的工作。

第二，时间敏感型的人。彼得·德鲁克在许多年前就提出过一个观点：“有效的管理者知道他们的时间用在什么地方。他们所能控制的时间非常有限，他们会有系统地工作，来善用这有限的时间。”每人的时间都是有限的，我经常说“浪费时间”（kill time）就是“kill people”，把有限的时间使用好，是一门非常重要的功课。时间敏感型的人既是很好的时间分配者，能够把精力赋予权重，把时间用到最该用的地方，又能够很好地尊重他人的时间，不拖泥带水，这种品质能够决定自身成长的边界。

第三，有同理心的人。有同理心的人往往习惯于换位思考和通盘考虑，而不是机械地完成任务。他们善于把自己的脚放在别人的鞋里去想问题，站在工作对象或者合作伙伴的角度去思考整件事情。拥有同理心不仅是一种很好的工作方式，也是一种新型领导力。如果每一位员工都能具备更高一级管理者的视角，感受到自己与整个组织、所有层级、各个部门在解决问题中的真正联系，就可以通过沟通和学习，尽可能地把握业务开展的优先级及内在关联，从而能够从公司整体价值最优出发做出最佳判断。

第四，终身学习者。与具有固定型思维（Fixed Mindset）的人相比，拥有成长型思维（Growth Mindset）的人更加**重视学习和挑战，把学习作为终身的乐趣和成就**，而不是短暂的、功利性的斩获。好的创业公司，不能要求员工无所不知、无所不能，但可以要求其无所不学、迎难而上。终身学习能够无限地放大一个人的潜能，适应过去、现在和未来。更为关键的是，别的东西对人的需求曲线的刺激总是有限的，只有求知欲，能够不断使人得到满足，长期走下去。

赋予长期使命感和成就感

对于创业组织来说，吸引人才还只是第一步，建立有效的人才培养和考核体系是实现人才“绽放”的核心机制。在创业公司中，因为不同的团队需要不同的人才，在不同的时期也有不同的任务重点，所以培养人才应有两个维度。第一是基于公司战略层面的培养，始终把对公司长远发展有益的工作技能作为重点培养内容，帮助新人形成好的思维模式和做事习惯；第二是基于团队执行层面的培养，在解决实际问题中磨炼才干。同时，培养考核的方式应与外界环境的变化、人才成长的规律紧密相关。最后，在企业文化和核心价值观基础上，构建适应业务开展需要的动态人才考核体系。

在人才培养的过程中，史蒂夫·乔布斯有一个观点值得借鉴，即“真正顶级人才的自尊心不需要呵护，每个人都知道工作表现和贡献是最重要的”。换句话说，准确的评价比善意的评价更为重要，要相信优秀的员工能够以开放的心态和足够的睿智识别什么是对的，接受批评并且努力改正，这比忽视或“顺水人情”更为善意，因为优秀的人都是极纯粹的人，没有杂念，有长期使命感和成就感。史蒂夫·乔布斯用他独特的急躁甚至粗暴的管理方式，保证团队由一流队员，而不是平庸分子组成。

在创业公司中，更好的方式是把培养和“绽放”人才作为中心工作，开发每个人和团队的能力。尤其是面对新生代求职者时更应如此，他们追求自由灵活的工作环境，在乎归属感和成就感，追求与公司共治、共创、共享的发展机会。公司管理者要保持对每位员工需求的敏感度，精心设计他们的工作内容，发挥其最大优势；在此基础上，等待每一位员工所做的贡献，然后予以其新的鼓励和赋能。

激活组织：创建好的小生态系统

在过去的组织创新中，管理理念经历了几次大的变革。先是工业革命，把机器化大生产引入产业当中，使得技术超越了技能，机器取代了体力，这样的生产力决定了组织形式是标准的、严谨的，统一性和规范性是管理的重心；之后是知识革命，工作被迅速地知识化和信息化，知识也逐渐成为超越资本和劳动力的最重要的生产要素，管理的重心也不再是标准化或者计件制，而是激发和赋能，以及动机的匹配。世界上本没有最优秀的组织，只有最适合自身和环境发展的组织，随着新经济、新商业模式的发展，创业公司的组织方式也一直在变化。

从雇佣关系进化到合作伙伴关系

由于强调灵活和变化，企业的组织形式正在从雇佣关系进化到合作伙伴关系，而中国的创业公司可以快速切入最新的管理模式。这样的组织，能让器官中的每一个细胞将自身的优势和能力最大限度地发挥出来，每个人都能够学习和“绽放”，实现自身最大价值。对于员工来说，**不是老板给你一张网，让你捕几条鱼，而是你主动去寻找一片海、一个更好的捕鱼方式，甚至一个更好的养鱼方式，等等。**

令人欣慰的是，中国正在形成更加成熟完整的职业经理人体系。创业者的企业家精神加上有战斗力的管理层将帮助中国创业公司快速应对各种挑战。美的董事长兼总裁方洪波曾经这样讲述创业者的企业家精神：在创业过程中，企业家精神不是一种地位，而是一种要素。企业家精神不是一把手才有的，不仅仅是要尊重商业文明的变革、尊重技术进步，这些都还只是视野和决断，而且要在企业的每一个层级里都体现出来，要“浑身上下”都有企业家精神。因此，如何重塑组织结构，如何赋能与赋权，如何激发研究、市场、销售团队共同协作，如何实现全球化配置与发展，如何培养人才……无数问题困扰着企业转型，但一旦解决，这些问题同样会成就企业转型。把每一位员工变成创业的合作伙伴，发挥出每一个人的企业家精神，是组织持续升级的驱动力。

组织生态系统的四层含义

对于创业公司而言，最重要的是基于底层商业逻辑，建立适合自己商业模式的小宇宙、小生态系统。在我看来，这个小生态系统应该有这样几层含义。

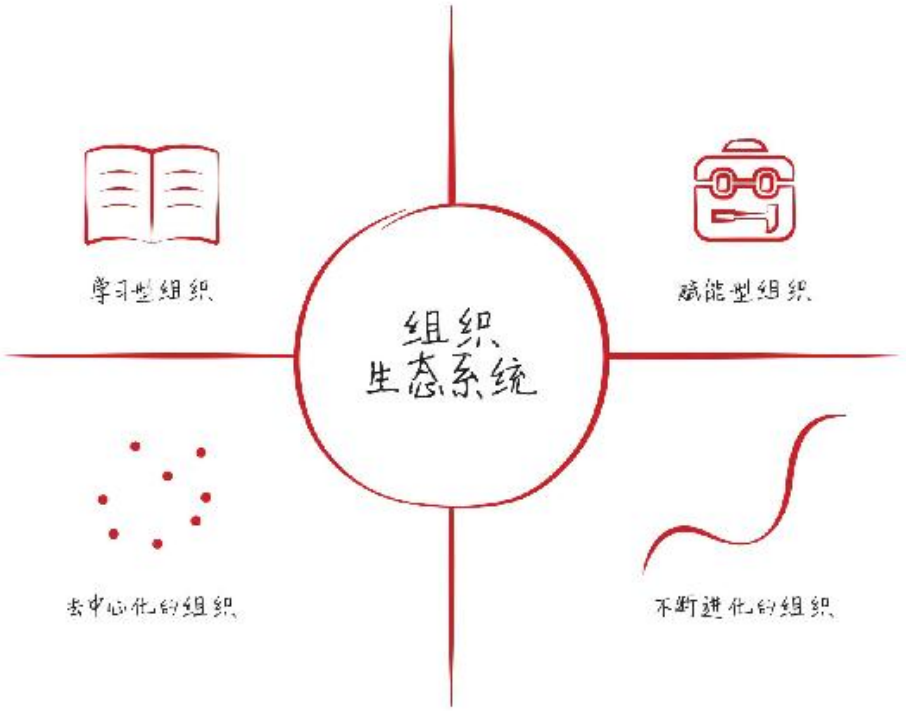
第一，要以学习为基础、以学习为取向，而不是为了最大化短时收益。具体来说，首先，学习型组织要有生命力，能够像生命一样去繁衍，有“传帮带”的精神，有生生不息的能力；其次，学习型组织要有自我免疫的功能，能够处变不惊，在面对问题时清楚地思考、判断和推演，有不为所动的禅定精神，不仅能够想到彼岸，还能够想到抵达彼岸的路径；最后，学习型组织要有系统作战的机制和精神，把工具化和匠人精神结合起来，就像在现代化作战中，一个在前线作战的大兵的工具包是齐全的，而这些工具包由后方团队专门开发与支持。

第二，要具有赋能型的机制或载体。不仅要持续学习，还要在学习的基础上将思考力转化为行动力。这就需要唤起员工的激情，给予其挑战，如果员工的工作内容刚好匹配他内心的志趣，他就能够自主地创造价值。组织的功能不是分配任务，而是将员工的兴趣、专长和组织发展需要解决的问题进行匹配，这种组织往往是灵活的、有机的。从某种程度上说，不是组织雇用了员工，而是员工使用了组织的公共设施和服务。同时，赋能型组织是一个文化载体，员工因为享受这里的文化，从而获得身份认同、使命认同。所以，公共设施不再是简单地提供后勤保障或员工福利，而是营造员工互动、交流和相互激发想法的场所。**让最聪明的人待在一起，谁知道会碰撞出什么改变世界的好主意！**

第三，打造一个去中心化的组织。去中心化的核心是让听到炮声的人来做决策，而不是让听到炮声的人打电话请示连长、连长请示营长、营长再请示团长。打造去中心化组织的前提是培养最佳的前线人选，并赋予他们完成其工作所需要的责任和权威。所有决策过程都在执行层制定，自己的员工能够理性思考、果断行动，可以无拘束地跨团队交流。实现去中心化，可以大幅度减少公司的层级，比如CEO是一层，其他高管是一层，所有的员工是一层，每个员工和CEO之间只隔着其他高管这一层。当然，一些企业非常强调管理半径，削减层级未必可行，这样的话，重要的做法就是精挑细选每一个员工。一旦来了新员工，就全方位地对其进行培训，使之“全副武装”；建立精干的商业团队，使每个人都成为“特种兵”，能够独当一面，独立战斗。去中心化创造的不仅是决策和行动机制，更是营造企业文化的基本要素，这种独立的工作方式会给公司创造一种客观的、不用钩心斗角的文化。

第四，不断进化。有一个新概念叫“组织力”，即企业的内生凝聚力和驱动力。组织力越强，企业增长或转型的加速度就越大。拥有强大组织力的组织，能够主动寻找边界的压力甚至是不适感，从而不

断地进化和突围。哲学家丹尼尔·丹尼特（Daniel Dennett）[(36)]将“进化”定义为一种用来创造“不用设计师的设计”的通用算法。这种通用算法，既可以是内部挖掘，也可以是把外部资源带进来。对于创业公司而言，由于在不断重塑原有行业、原有秩序，它不仅需要成熟的运作经验，还需要创新的思维。因此，不断进化的组织不仅知道自己不能做什么，并加以完善，还知道自己擅长做什么，并加以迭代。本质上，不断进化的组织天然没有边界。



组织生态系统的四层含义

彼得·德鲁克说：“管理要做的只有一件事，就是如何对抗熵增。只有在这个过程中，企业的生命力才会增加，而不是默默走向死亡。”当企业必然地变得涣散、失效后，管理的第一性原理就是对抗熵增，围绕如何发现问题和解决问题，如何沟通和反馈，如何凝聚共识，把组织更新到创业第一天的状态。在这样的状态里，每个人都能将自己的天赋转化为组织高效运转的驱动力，让“小宇宙”像刚诞生一样，拥有巨大潜能。

一个卓越的创业组织最好的状态就是年轻的状态，依靠内生的组织力，没有包袱、满是憧憬，不假思索、以终为始；在长期主义的范畴中，把组织的基因、商业的逻辑、外界的环境和创业者的个人禀赋贯通融合，实现组织对环境的瞬时响应和对生意的长期助力。

我对投资的思考

- 每一位企业家都应该是价值投资的天然实践者。
- 企业文化必须在创业一开始时就建立起来，不能出问题，也无法推倒重来。
- 一个卓越的创业组织最好的状态就是年轻的状态，依靠内生的组织力，没有包袱、满是憧憬，不假思索、以终为始。
- 吸引和尊重人才不是一句口号，而是创业公司保持活力的重要选择。
- 在创业公司中，更好的方式是把培养和“绽放”人才作为中心工作，开发每个人和团队的能力。
- 不是老板给你一张网，让你捕几条鱼，而是你主动去寻找一片海、一个更好的捕鱼方式，甚至一个更好的养鱼方式，等等。
- 让最聪明的人待在一起，谁知道会碰撞出什么改变世界的好主意！

第 8 章

产业变革中的价值投资

科技不是
颠覆的力量，
而是一种
和谐再造的力量。

在投资实践中，我有幸亲身感受到了中国融入世界的历史进程。在这其中，从农村走出的年轻工人，经济体制转型中迸发的生产活力，以及敢为人先的企业家精神成为众多产业发展的支撑要素。然而，令许多传统产业始料未及的是，市场更迭和科技进步没有终点，诸如制造、零售、教育、物流等多个行业，都由于数字化程度较低，在此消彼长的竞争格局中面临困境和挑战。传统经济可能正在遭遇一场硬仗。

与此同时，新经济在信息与计算科学、生命健康与医学等领域，呈星火燎原之势，各类超乎想象的创新酝酿着一个又一个突破性的“黑科技”革命。大数据、计算机视觉、语音识别、自然语言处理、机器学习等人工智能技术成为驱动科技领域发展的重要力量；基因测序、3D打印、精准医学、合成生物学等技术进一步推动生命科学产业的深刻变革。

今天的科技创新已经到了新的时点，不仅是在技术上、设备上、原材料上的简单创新，而且是在基础科学和“硬核”技术上的创新。更令人振奋的是，科技创新正在以交叉融合的方式与传统行业相互影响，大数据、人工智能广泛应用于交通、医疗、物流、制造业等场景，推动着经济社会的新发展。

19世纪末以来，美国每一代的年轻人都在享受着比他们的父辈好得多的生活。电力、医疗卫生、通信等技术进步，让美国最先享受到某种意义上的黄金时代。伴随着工业化、城镇化、信息化进程，属于中国的最好的岁月正在到来。正是这样的时代，提供了探索价值投资新内涵的土壤，中国的工程师红利、原发的技术创新、庞大的消费需求、完整的产业基础设施以及不断完善的政策空间和金融市场环境……这些要素体系良性耦合，内生增长的动力使中国涌现了太多好生意、好企业。

这是全球前所未有的现象，中国给世界创造了一种新增长方式。这同样也意味着，在中国做价值投资，不仅要以全球化的视野通览世界的过去、现在和未来，理解全球产业发展的差序格局，还要理解中国的过去、现在和未来，理解中国产业的发展纵深。

世界级的课题催生世界级的答案，而中国正在给出自己的答案。

哑铃理论：让科技成为和谐再造的力量

在这样一个激动人心的时代面前，许多企业家推敲不定：能否在快速的变化中存活下来？企业应该怎样运用科技的力量不断创新？自经济学家约瑟夫·熊彼特[37]提出“创造性破坏”这一概念以来，科技创新便被世人普遍认同为颠覆者，而传统产业受到冲击则被认为是社会进步必须付出的代价。换言之，新经济不仅另辟蹊径开疆拓土，还步步蚕食传统经济的自有领域。新经济来了，旧产业输了？事实似乎并非如此。

从创新1.0进入创新2.0

全球化的浪潮、科技的浪潮帮助中国从一个单纯的模仿者、追赶者变成了创新的先行者、原创者、分享者，中国正在经历从创新1.0到创新2.0的飞跃式转变。此前，创新1.0时代本质上是商业模式的创新，是利用互联网技术做“连接”。比如搜索引擎连接人与信息，社交工具连接人与人，电商连接人与商品，在线约车、团购App连接人与服务……伴随着科技的发展，中国科技创新的模式正在向2.0版本切换。创新2.0时代的关键是融合，而不再是简单地复制他人经验、简单叠加各种技术和应用场景。来自基础科技、基础科学的创新将以全领域、深结合的方式改变各行各业，推动制造业的全面升级，未来的创

新是将真正的黑科技、硬科技与传统产业融合起来，实现长远价值创造和共同发展。

同时，理解创业2.0并非只有一个维度，不能把产业做简单的新旧分野，真正的新经济意味着一种全新的理念和经济发展驱动力。这其中，包括以新能源、新材料、生命科学等为代表的新兴技术发展及群体协同应用；包括新生产效率，如工业自动化、信息化、智能化等；包括新组织方式，如组织结构更加扁平、决策更加快速、管理更加精益化等；包括新产业链形态，以更有针对性的方式拉动资源和生产来及时响应定制化需求；还包括新的生产生活业态、新的规则制度、新的社会文化认知；等等。

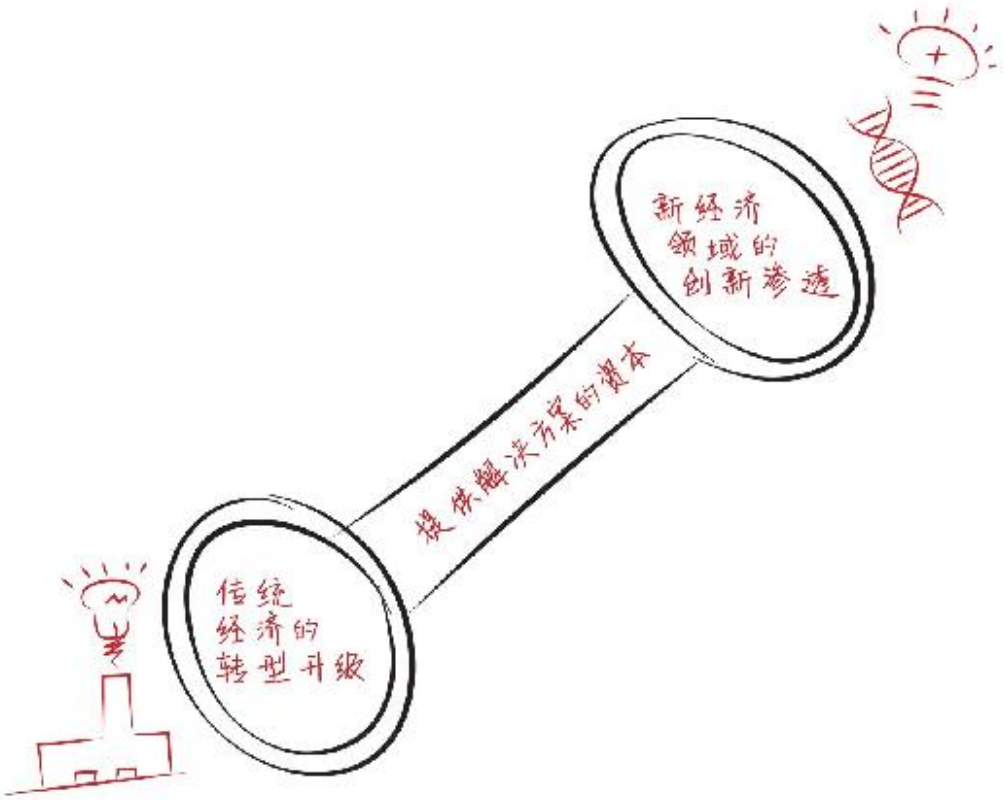
毫无疑问，创新是最可持续的价值创造活动，而创新驱动能否实现，关键还在于创新要素和底层资源能否匹配到位，这包括技术、资本、人才以及与之相适应的组织形态。同时，创新的成果应该由时间来检验。坚持价值投资，不局限于一时一刻、一城一池，拒绝条块化、分割化，这种投资理念正好可以成为传统与创新、技术与应用、算法与场景、制造与消费的重要媒介。一旦经历了复杂场景的训练和更多维度的观察，价值投资机构就可以自由地做很多事，不仅可以投资于互联网等科技企业，用科技的力量为挑战性问题提供创新型解决方案，还可以投资于真正拥有核心竞争力的传统制造业，通过与管理层的通力合作，让企业更加契合当代客户的需求；不仅可以投资于中国，把全球的创新资源、创新发现引入中国，还可以投资全球创新型企业。

哑铃的两端，创新的渗透与转型

面对产业变革，我们提出了“哑铃理论”。哑铃的一端，是新经济领域的创新渗透。创新已不仅仅局限在消费互联网领域，而且在向生命科学、新能源、新材料、高端装备制造、人工智能等领域广泛渗

透。哑铃的另一端，是传统企业的创新转型和数字化转型，即传统企业运用科技创新做转型升级。这不是一场变革，而是向更优成本、更高效率、更精细化管理的方向持续迭代，帮助企业去创造价值增量。同时，哑铃的两端是连接的、相通的，可以随时彼此借鉴和转化。价值投资机构应该连接哑铃的两端，做提供解决方案的资本，成为两端的组织者、协调者。

在创新渗透方面，医学领域尤为突出。我们希望在医疗医药领域提供长期支持，帮助医学创新成为改变人类命运的基础力量。在生物技术、创新药研发、医疗信息化和前沿医疗技术等领域有众多创业公司纷纷涌现，尤其许多创新型制药公司正在通过靶向（Marker）治疗[(38)]、免疫治疗、基因治疗、遗传病治疗、细胞治疗、激发自体免疫等多种方式，探索医学的种种可能。



在信息领域，信息技术的创新将改变现有的消费场景、生产制造场景、供应链场景、管理决策场景、资本运作场景，消弭价值链中的角色区分，重塑商业逻辑。特别是中国互联网的发展，使得全球互联网创新由原来的单极驱动向双极乃至多极驱动演进。中国从C2C（Copy to China，复制到中国）转型为IFC（Innovation from China，创新源自中国），中国原生态的互联网创新正成为世界互联网创新的动力之一。这其中蕴藏着许多长期投资的机会。

而在赋能传统行业的一端，从理性角度来看，我们的投资逻辑有两个层面：其一，在线上流量越来越贵的情况下，线下有很多基本面很好的公司；其二，传统企业一旦经过高科技赋能，就有更多的机会来创造长期价值。从感性角度来看，我有很强的激情，觉得有责任用高科技的力量帮助传统产业通过科技驱动实现产业升级。这种激情一方面源自我们对科技的理解——**科技不是颠覆的力量，而是一种和谐再造的力量**。在本质上，科学技术应当含有人文关怀的意义。因此，我们要把科技的荣光和人文的温暖结合起来，让更多的人搭上科技进步的列车。比如，劳动是生而享有的权利，工作带来的愉悦感和成就感是不可剥夺的，不能因为科技进步使得这些工作机会被替换掉。它另一方面源自我们对制造业的理解——实体经济是国家发展的根本，而先进的制造业则是强振实体经济的关键。就像福耀集团董事长曹德旺所说：“改变这个世界的，一定是制造业。”所以，一旦科技与制造业相结合，就可以实现传统产业的再造重生，帮助制造业等传统产业持续不断地创造价值。这是我特别想做、特别想证明其价值的一件事情。

为此，我们坚定地支持中国制造，投资格力电器、福耀玻璃、蓝月亮等制造企业，投资孩子王等使用互联网新经济思维和手段激活传统产业的企业，还帮助百丽国际、公牛集团实现数字化、精益化升

级。我们对传统企业的思考是，要实现创新升级，需要完成三个方面的转型：第一，要实现资产的动态配置，优化资产负债表；第二，要有精益化管理的思维和能力，提升运营效率；第三，要拥有全球视野，能够走出去，进行国际拓展。

对于服务实体经济而言，价值投资在未来的产业变革中，一定能够发挥很大的作用。价值投资者通过敏锐洞察技术和产业变革趋势，找到企业创新发展和转型升级的可行路径，整合资本、人才、技术等资源要素，帮助企业形成可持续、难模仿的动态护城河，完成企业核心生产、管理和供应链系统的优化迭代。高瓴希望运用哑铃理论，实现创新转型和发展的化学反应：在哑铃的一端，助力生命科学、信息与计算科学等原发创新，搭建基础硬件、基础算力和开放生态；在哑铃的另一端，重仓中国制造，帮助传统企业运用科技赋能、精益管理等方式，实现业务增量，重构商业系统。

突破生命科学：研发与创新

在高瓴内部会议上，当分享对生命科学领域的投资时，有合伙人笑说，如果你能活到90岁，就能活到120岁；如果能活到120岁，可能就可以永生。冯友兰老先生也有一句很有名的话，叫：“何止于米，相期于茶。”[(39)]在无数产业中，对人类社会影响最深远、最具基础性变革力量的，还是生命科学领域。

其实，人们对生命秘密的探索从未停止。某种程度上说，生命科学是一项古老而崭新的科学，它作为学科门类出现是在20世纪中叶，但从16世纪开始，人们就已经对生命现象展开了观察和探索，最早出现的是解剖学和生理学。我们可以预测，在生命科学领域，技术创新的周期会更长，创新的空间也会更大，未来生物科技的创新将超乎大家的想象。

持续创新的全产业链医疗

在过去的医疗行业，当人们的身体出现问题时，它的表现形式和诊断方式是有限的，一些疾病往往有一些相同的症状。如果依据症状来诊断疾病，似乎会陷入经验主义的盲目中。但其实，自然在创造人类时，留下了许多“密码”，顶级科学家正在用聪明的大脑，去探究这一条条蛛丝马迹，就像打开一张藏宝图，去解码生命演绎的“程序”或“进程”。正所谓“草蛇灰线，伏脉千里”，科学家通过分子诊断、基因检测、诊断成像、大数据等技术，按图索骥，根据疾病的成因而不仅是身体的症状来诊断和治疗疾病。人们一旦具备了精准诊断病因的能力，就能够从根本上重塑现代医疗产业。

随着社会经济水平的发展、人均收入水平的提高、人口老龄化趋势的加剧、人们健康意识的提升以及医疗保障制度的完善，医疗产业正在发生颠覆性变革，这些变革始终围绕人们不断变化的、未被满足的医疗健康需求，通过跨学科研究和科技力量的融合、产业链端的重构和创新，形成巨大的合力。特别是在生物医药和医疗行业，包括创新药、生物疫苗、药物外包研发（CRO）、专科诊疗、药品零售等细分领域，我们花了大量的时间研究和思考，比如在医疗服务领域，如何站在患者的角度，构建全方位的院前、院中、院后健康服务体系，如何运用互联网技术、远程手段打造综合的医疗解决方案；比如在药品流通领域，如何运用数字化升级等方式解决信息不对称、第三方支付和依从性问题；比如在药物研发领域，如何实现产业的分层和分级，以及如何利用人工智能技术对医疗数据进行充分解读，帮助药物研发企业加速迭代过程；此外，我们也在思考，如何在药物研发、药物流通、医疗人工智能等领域进行全产业链重塑，促进医疗产业在技术与产业、线上与线下等多个维度融合创新，让行业快速地发展。

不仅是思考，从投资角度来说，医药医疗行业具有很强的消费属性和科技属性，市场巨大，进入壁垒高，同时具有成长性、盈利性、

抗周期性等特点，这些因素决定了这个行业具有非常长期的投资赛道，而且可以构建出一条又深又宽、持续创新的动态护城河。所以，在中国的产业版图中，医药医疗行业一定会占据非常重要的位置。在具体实践中，高瓴从2014年起就开始广泛支持包括PD-1创新药、外包研发／外包生产研发（CRO/CDMO）、眼科、骨科、口腔、辅助生殖、肿瘤放疗、微创外科、连锁药店、医学实验室、医疗人工智能等多个领域的创新企业，深度见证并参与了医药医疗行业发展的黄金时刻。

比如，在药物外包研发和外包生产研发领域，高瓴投资了药明康德、泰格医药、方达控股、凯莱英等多家行业领先企业，出发点就是看到了全球的医药研发产业链正在发生的重大转移，看到了国内创新药产业上下游的不断成熟。药物研发涉及诸多环节，包括药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究等，其中药物外包研发是一个非常依赖专业性、知识性的细分行业。药物外包研发企业所提供的专业研发服务能够有效降低药企的研发成本和风险，缩短研发时间，提高研发效率，形成非常有针对性的专业化优势。随着科技手段的丰富、中国科研人员体系的成熟，药物研发的产业链正在快速地拆分重组，整个产业也更加集约和高效。这就好比二三十年前的半导体行业，行业在不断地分层细化，企业不需要自己从头去设计开发、搭建实验室、生产加工、商业化拓展，而是用产业链细分的基础设施去快速实现目标。一个团队有了一个想法，只要画一张图纸，就可以快速地在产业体系里“跑”出来产品原型，产业的创新速度将极大地加快，这对于中国的医药产业来说是非常好的创新。

以药明康德为例，这家中国规模领先、全球排名前列的小分子医药研发服务企业，主营业务包括外包研发和外包生产／外包生产研发（CMO/CDMO）业务两大类别，在药物发现、临床前研究、临床研究及生产方面均有业务布局，通过全球26个研发基地和分支机构为超过3000家客户提供各类新药的研发、生产及配套服务。药明康德曾于2007年成功登陆纽交所，由于长时期的低估值，2015年，药明康德完

成私有化退市，当时，高瓴参与了其私有化历程。2018年，药明康德先后在上交所和港交所完成上市，过程中，高瓴不断加码投资。我们希望药明康德能够不断拓展其业务版图，把人工智能、大数据、自动化实验室等科技工具引入新药研发领域，继续强化整个行业的发展势头。

还有凯莱英，它是一家全球领先的、服务于新药研发和生产的一站式综合服务商。其核心业务涵盖了从新药临床早期到商业化的定制生产和技术开发等服务，与排在全球前15名的跨国制药企业中的11家建立了长期合作，核心客户包括默沙东、百时美施贵宝、诺华、艾伯维和辉瑞等。凯莱英凭借其高度专注和重视研发的经营理念，积累了非常前沿的技术能力和丰富的制药工艺。作为凯莱英的长期支持者，我们将继续推动完善旗下医疗产业平台和被投企业生态，提升凯莱英服务创新药公司的广度和深度，推动它们在小分子、核酸、生物药外包生产研发以及创新药临床研究服务等新业务领域开展深入战略合作。

对医疗领域的投资，核心在于以患者为中心，发现真正能够为医疗生态带来创新活力的长期要素。为此，我们积极探索全球的最佳实践和管理方案，把拥有150年历史的梅奥诊所医疗实践引入中国，这些实践包括按病种的先进医疗技术，医院管理的知识库、规则库、临床决策支持系统和护理流程等专业的医疗管理体系，涵盖专科医生、全科医生和护士的继续教育、培训体系和内容等。我们的最终目的是希望真正让中国的医护人员更有尊严，让中国的病人有更多选择、享受更好的服务，也让中国的医疗机构能够更加市场化。

不仅如此，我们还投资了国内最大的眼科连锁医疗机构——爱尔眼科，深耕第三方医学检验及病理诊断业务10余年的创新企业——金域医学，以及国内领先的辅助生殖综合服务商——锦欣生殖。在医疗器械领域，中国产业的快速发展也才刚刚开始，涌现了许多致力于高

值器械和微创医疗的创新型企业。高瓴投资了布局最广的医疗器械平台型企业——迈瑞医疗和上海微创，还支持了专注于骨科、心血管微创、运动医学等医疗科技领域的创新企业——凯利泰，国内骨科关节植入物市场龙头厂商——爱康医疗，以及沛嘉医疗、微创心通、启明医疗等具有内生增长潜能的企业，就是希望源自中国创新的企业，能够真正满足中国患者的需求。

无论是围绕药物研发、医疗服务，还是围绕药品流通、健康管理，医疗健康企业都需要为以患者为中心的不同利益相关者创造价值，促进最佳医疗实践与核心需求的融合，帮助中国建立先进完整的医疗基础设施，从而实现整个生态的共赢。只有共赢，才能从根本上改变这个行业，让医疗行业的发展惠及每一个人。

百济神州，中国医药的“从仿到创”

对于全球飞速发展的创新药领域，我们做了长期、大量的研究。在过去的数十年间，困扰中国医药行业的痛点就是低水平、高重复的仿制药占据主流，而中国创造的新药寥寥无几。中国市场对创新药的高需求与医药创新的薄弱形成尴尬的对比。然而，事情正在发生变化。在医药研发领域，药物研发更加精准高效，概率或者巧合不再是研发成功的关键。有人将当下的中国创新医药行业比作20世纪90年代的半导体行业，随着中国医药领域改革的快速推进，中国制药企业的创新能力从原料药、低端制剂到高端制剂，“me too，me better，me best”[(40)]一步步进阶，中国医药行业遇到一次不可错过的重要机遇。

其实，对于中国药企来说，“从仿到创”不是信手拈来，无法一蹴而就。关键时点和关键变化不仅在于外界环境，核心还在于专注研发、专注创新。毕竟仿制药行业是靠强销售驱动的，做仿制药的核心不在于研发人员，而在于医药代表。而创新药行业是靠强创新驱动的，具有投入高、周期长、风险大的特点。成药性是创新药的独木

桥，也是考验投资人的关键要素。因此，业内常用“三个十”定律来描述新药研发的艰辛：十年研发周期，十亿美元投入，低于十分之一的研发成功率，没有长期信念，无人敢为之，无人敢投之。这一特点让“投资创新药行业”成了最典型的风险投资，这也意味着，创新药行业适合有着长期耐心，并且有全产业链判断的投资人。

具体而言，在中国居民的死亡原因中，慢性病、肿瘤近年来一直位于前列，而绝大部分抗肿瘤药物只能依靠进口。因此，在中国医药研发领域，最富有里程碑意义的就是抗肿瘤药物的研发，而其中市场上最重磅的抗肿瘤药物就是PD-1抗体药。PD-1的全称是Programmed Death-1，即程序性死亡受体1，是一种存在于细胞表面的重要的免疫抑制分子。PD-1能够有效地下调免疫系统对人体自身细胞的免疫应答，通过抑制T细胞活性来避免免疫系统攻击自身细胞，即促进自身免疫耐受。而PD-1的这些功能在癌变的组织里也能在很大程度上阻止免疫系统，包括T细胞，杀死已经癌变的人体细胞（即癌细胞）。目前科学研究表明，PD-1抗体药可以有效地结合并抑制PD-1的生物功能，重新激活免疫系统，即能够使人体免疫系统，包括T细胞，有效地清除癌细胞。PD-1存在于各类实体瘤的癌变组织中，因而PD-1抗体药对于众多实体瘤适应证均有良好的药效，也成就了其在肿瘤领域作为重磅药物的稳固地位。高瓴从2014年起先后投资了目前中国排名前4名的全部4家PD-1抗体研发药企(41)，一方面源于我们扶持中国冠军级药企的决心，另一方面也源于我们对创新药领域的深度研究和前瞻性洞察。

其中，百济神州令人印象深刻。作为一家根植于中国的全球性商业化生物制药公司，百济神州致力于成为分子靶向药和肿瘤免疫药物研发领域以及商业化创新领域的全球领导者，是首家在中国和全球范围同步开展注册型临床试验的创新药企，目前已在五大洲开展了临床试验，也是国内首家在纳斯达克和港交所双重上市的生物制药公司。立足于自身扎实的生物医药研发功底，百济神州现已成为一家涵盖研究、临床开发、生产及商业化的全面发展型企业。

百济神州成立于2010年，早期也经历过资金匮乏、无人投资的困境。高瓴作为覆盖企业全生命周期的投资机构，对百济神州不是“送一程”，而是“陪全程”。2014年11月，百济神州完成7500万美元A轮融资；2015年4月，百济神州完成9700万美元B轮融资，两轮融资中高瓴都是领投方；接着，2016年2月，百济神州在纳斯达克IPO（首次公开募股）；2016年11月，百济神州以公开发售股票的方式募集资金2.12亿美元；2017年8月，百济神州公开募集1.9亿美元；2018年1月，百济神州再次公开募集8亿美元；2018年8月百济神州在港交所第二次上市；2020年7月，高瓴作为锚定投资人，对百济神州追加10亿美元投资，其他几个股东跟进，百济神州共融资20.8亿美元，创造了全球生物医药历史上最大的一笔股权融资，高瓴的10亿美元也成为全球生物医药史上最大的一笔投资。在百济神州创立至今的10年间，高瓴共计参与和支持了百济神州的8轮融资，是百济神州在中国唯一的全程领投投资人。

业界常说，投资生物医药公司是一念天堂，一念地狱，但基于长期持续的研究和对大趋势的判断，我们深知，对于抗癌药，尤其是创新型抗癌药，没有资本的长期坚决的投入，就没有最后的成功，我们希望从资金支持的角度，转变为百济神州创新事业的最紧密的合作伙伴，要么不投，要投就全力投入，全方位支持。百济神州创始人、董事长兼首席执行官欧雷强（John V. Oyler）告诉《中国企业家》杂志：“高瓴全力支持百济神州实现推进生物制药行业革新的梦想，助力百济神州在全球医药产业前沿与国际巨头竞争，这种机构投资者对创新型新兴企业的支持，在全球生物制药史上绝无仅有。”

对于百济神州而言，其强大的管理团队和卓越的科研能力是投资判断的逻辑起点。北京生命科学研究所所长、美国国家科学院院士、中国科学院外籍院士王晓东博士和保诺科技公司（Bio Duro）的创始人欧雷强这对黄金搭档，一位擅长从科学的角度出发，深刻地理解产品研发；另一位擅长管理公司，了解公司的运作。而且，一位来自中

国，另一位来自美国，他们联手打造的医学团队从第一天起就具有全球化视野。

在第十七届百华协会年会上，欧雷强获得“百华生物医药终身成就奖”。这是百华协会第十次颁发该奖项，也是该奖项首次颁发给非华裔人士。百华协会在颁奖词中提道：“欧雷强先生对中国生物科技制药行业的发展和全球化做出了重大贡献。在他的领导下，百济神州作为一家起源于中国的生物科技医药企业，创造了众多的‘首次’”。

在创立百济神州前，王晓东已是生物医药圈的风云人物。2004年，41岁的他凭借在细胞凋亡研究领域的杰出成就当选美国国家科学院院士，成为中国大陆20多万留学美国的人员中获此荣誉的第一人。这位生命科学界“牛人”在回国之后一直怀着一个愿望——做中国自己的创新药，是百济神州的“研发实力担当”。

此外，曾经在华尔街身经百战，担任百济神州首席战略官兼首席财务官的梁恒博士，辉瑞核心医疗大中华区前总裁、担任百济神州中国区总经理兼公司总裁的吴晓滨博士，这两位人士加入后，与王晓东博士和欧雷强共同组成了星光熠熠的创始团队，也极大地推动了百济神州的商业化进程。

在研发方面，截至2019年底，百济神州拥有1500多人的研发团队，在全球五大洲近30个国家和地区开展了50多项临床试验。百济神州在对待每一种药物的时候，都以追求“同类最佳”为目标，在公司内部设立了极高的筛选门槛，也因此放弃了多个按行业标准衡量其实非常优秀的在研项目，把精力专注于核心研发成果上。2017年，百济神州的研发费用为2.69亿美元，2018年研发费用达到6.79亿美元，2019上半年研发费用达到4.07亿美元，成为生物制药公司的“研发投入王”。目前，百济神州手握两款“大药”——替雷利珠单抗（Tislelizumab）和泽布替尼（Zanubrutinib），并具备大分子（抗

体）和小分子（化学药）新药的独立自主研发能力，这在全球来看，至今都是非常少见的，哪怕是美国本土的创新医药企业也很少兼具这两种能力。从百济神州公开披露的PD-1药物——替雷利珠单抗治疗经典型霍奇金淋巴瘤（cHL）适应证的临床数据来看，客观缓解率(42)明显高于进口产品，特别是中位随访7.85个月的完全缓解高达61.4%，这个数据表现远远好于两款进口PD-1药物——帕博利珠单抗（Pembrolizumab）和纳武利尤单抗（Nivolumab）。百济神州同时还具备血液肿瘤以及实体肿瘤新药的开发能力，专攻肿瘤新药和免疫治疗，我们预测后两者是未来20年全球肿瘤药物研发的核心方向，是大势所趋。2019年11月，美国食品药品监督管理局（FDA）宣布，百济神州自主研发的抗癌新药泽布替尼以“突破性疗法”的身份，“优先审评”获准上市。这一突破不仅是全球癌症患者的福音，也是中国新药研发的里程碑，改写了中国抗癌药“只进不出”的尴尬历史。

百济神州在创立之初的共识是：“要做就做全球最好的抗癌新药。”其对产品和临床实验的极致要求、着眼未来的战略远见，以及对中国创造和原发创新的强烈信念，都与我们“重仓中国”的决心不谋而合。因此，高瓴在投资以后，积极穿针引线，介绍梁恒博士、吴晓滨博士两位“大牛”先后加入，帮助百济神州设计恰当的股权激励机制和董事会决策机制，组建薪酬委员会，围绕临床开发和产品商业化两大战略发力点制定长远战略规划，并撮合其与全球制药巨头达成全面合作，帮助百济神州在关键时刻做出最佳选择。

其实不仅是百济神州，中国正在涌现出越来越多的创新性医药企业，特别是在国家推行药品集中采购以后，没有壁垒的普通仿制药将回归正常的利润水平，而掌握药品核心研发能力的创新药企业将获得很好的发展机遇。所以，除了百济神州以外，我们还投资支持了恒瑞医药、君实生物、信达生物、翰森制药等创新药研发企业。随着四大国产PD-1抗肿瘤药上市，中国创新药企业进入了新的发展期。

2018年12月，君实生物的特瑞普利单抗注射液（Toripalimab Injection）“拓益”和信达生物的信迪利单抗注射液（Sintilimab Injection）“达伯舒”，在一个月内先后被批准上市。君实生物主攻肿瘤、自身免疫性疾病及代谢疾病，是国内领先的创新生物药公司。信达生物主要研发用于治疗肿瘤等重大疾病的单克隆抗体新药，并已建立了一条包括17个单克隆抗体新药品种的产品链，覆盖肿瘤、眼底病、自身免疫疾病、心血管病等治疗领域。

2019年5月，恒瑞医药的卡瑞利珠单抗（Camrelizumab）“艾瑞卡”也被批准上市。恒瑞医药是国内抗肿瘤创新药的绝对龙头，同时还拥有麻醉药和造影剂两大核心业务。创新是恒瑞医药多年来始终坚持的重大战略，2019年恒瑞医药的研发投入达到39亿元，总额与占营收比重均创行业新高。公司的业绩10多年来连续增长，总市值也已突破5000亿元。

再看翰森制药，这家成立于1995年的制药企业，20多年来一直致力于推进中国临床需求缺口巨大的中枢神经系统、抗肿瘤、抗感染、糖尿病、消化道和心血管等领域的药物的创新发展，并且它在精神类药物市场的销售额连续5年位居国内第一。自2016年开始，高瓴成为翰森制药的第一家外部机构投资者，也是翰森制药启动上市前投资规模最大的外部机构投资者。2019年6月，翰森制药在港交所上市，成为港股医药类龙头。

我们相信，在未来将会有更多惠及全世界人民的创新药、“大药”出自中国，这是产业的巨大转折，也是中国医药行业升级的关键机遇。

“To cure sometimes, to relieve often, to comfort always.”[(43)]爱德华·特鲁多（Edward Trudeau）医生的这句墓志铭，鼓舞着无数的医学工作者。正因如此，生命科学的探索没有终点，需要不断探求真理和奥秘，回归人文和正义。所以，坚持研究驱

动、以人为本的价值投资一旦和生命科学领域相结合，就不仅仅是一种方法论，更是一种价值观，观照生命健康，关注人类社会的长远发展。

拥抱消费转型：升级与细分

在对零售业的长期研究中，我们发现这个行业一直在被许多新的要素影响，同时也影响着这些要素，其中包括新世代的诞生、新场景的出现、亚文化的转变等，这些使得消费者的需求也一直在变化。比如，随着新世代的诞生，越来越多的孩子们在城市里出生和成长，感受新的科技水平和物质条件，几乎没有经历过战争、饥荒，对自然和社会更加关注，也更加自主和博爱。再比如，许多新消费场景、新交互体验、新品牌主张出现，等等。这些都会导致许多新的商业模式产生。

零售即服务，内容即商品，所见即所得

在我们看来，消费的本质是消费者与世界和自我达成和解的过程，选择怎样的消费方式和品质是消费者内心对美好生活的映照，因此消费品包含物质性和精神性双重维度。在向消费型社会转型的过程中，由于城乡、区域经济发展的差异，以及由此产生的消费观念、消费文化的差异，未来的消费将会不断地发生升级与细分。消费转型不是任何单独维度的升级或降级，而是复合的、动态的、颠覆的，不同细分的产品领域、地域以及年龄阶层都将产生新的消费趋势。许多传统的消费品，一旦嫁接上高科技、新思维或者代际特征，就可以满足特定群体的消费升级需求；而许多消费品一旦能够在设计中真正理解特定的消费者的需求，保持对现实世界的敏感，就能够在某个细分的市场成为爆品，而不会曲高和寡。

关于消费品，有许多趋势性的东西，而且这些趋势有些是相互独立的，有些又是相互叠加的，这就要区分在具体的品类、具体的赛道，究竟是独立的权重更大，还是叠加的权重更大。比如，有的消费品类的功能属性已经很完备了，消费者对功能价值的诉求就没有那么高，反而很看重感性属性，而影响感性属性的因素太多了：年轻人喜欢时尚感、娱乐性、社交属性强的品牌；中年人喜欢有高级感、经典尊贵的品牌。如果这两类人群坚持各自的审美趣味，那么就形成了相互独立的趋势；但如果一部分年轻人追求中年人的审美，因为觉得这种品牌更加高大上，而有些中年人开始关注年轻人喜欢的品牌，年轻人能够反向影响购买力更强的中年人，那么这种趋势就是叠加的了。这就使得消费品品牌出现了很多有意思的玩法，既有新型品牌走复古路线的，又有传统品牌玩年轻化的。

消费的问题不仅是需求的问题，还是供给的问题。我们对消费品理解的出发点是需求决定供给，供给制造需求。有更好的产品及服务供给，更人性化的消费体验，更加有设计感、设计思维导向的用户交互过程，就能激发更多的消费诉求。当奶茶不再是一种传统饮品而升级为一种“网红”新式茶饮时，喜茶成为年轻人的轻奢生活方式；孩子王把线上线下一体化，把与用户建立情感联系作为服务目标，重在“经营老客”，而不是“追求新客”，让服务过程与现实的生活方式相融合；消费者在世界范围内寻找有故事的咖啡、有历史感的威士忌、有“调性”的精酿啤酒，从而喝出生活美学。人们对生活的热爱正转化为对生命体验的关注，一些专科诊疗服务已成为一种生活方式，牙科矫正成为时尚。

在新消费的概念中，产品及其品牌包含了在服务过程中与消费者沟通的全方位要求，换句话说，零售即服务，内容即商品，所见即所得，物质组成的产品力和文化组成的品牌力共同成为理解消费新趋势的复合视角。比如有的新品牌把创作者的思考和心路历程很好地表达出来，与消费者在认知、审美和价值观上产生共鸣。再比如，

线下门店对构建品牌认知、塑造品牌形象也有着不可替代的作用，好的消费场景是打造品牌力的关键。在未来，用户分析、产品设计、品牌定位、销售渠道之间不再是彼此割裂的关系，而是你中有我、我中有你的关系，是一种相互影响、互有引力的关系。所以，新消费将呈现新渠道、新场景、新人群、新品类、新设计，而核心是把供给做好，满足消费者不断变化的、释放的需求。

“Retail is detail”——零售在于细节

再来讨论一下零售业。传统的分析方法是从人、货、场的视角来看零售业态的升级，我想再顺着“前提”“关键”“结果”的逻辑链条分析一下究竟什么是新零售。

首先看“前提”。新零售发展最大的前提是时代变化。我们在前文回顾过现代零售业的前世今生，但零售业还在不断迭代演化进程中。所以不仅要思考清楚零售业发展的“存量信息”，还要注意到正在变化的“增量信息”。零售业的发展和时代的发展以及众多生态要素的完善保持同步，这里面既有大量基础设施的升级完善，又有许多人口因素、文化因素的变迁。今时不同往日，新一代年轻人面对着完全不同的社会环境、人文环境和自然环境。人口结构、家庭结构、经济购买力决定了人们如何理解这个社会，而这又酝酿出更多的人文思潮和文化现象。基于物质和精神的不同，新一代年轻人的价值主张也会更加多元化、个性化和感性化。人们喜欢的东西往往非常跳跃、独特和感性。这就决定了消费不再是“面向大众”的消费，而是“以我为主”的个性化消费。在这样的前提下，零售业的底层逻辑就不再是追求薄利多销的“流量经济”，而是关注个体差异化需求以及全生命周期价值的“单客经济”。与此同时，伴随着个体消费者认知能力的增强，海量个体之间通过社交网络形成非常强大的交互，从而“聚沙

成塔”，更好的消费体验会吸引更多的消费者，形成产业中的“头部效应”。

其次看“关键”。零售的关键不仅仅在于商品，还在于体验，包括购买前、中、后的一系列体验，使得消费者随时可触达、随时可决策、随时可终结。“Retail is detail”——零售在于细节。这里需要思考什么是消费者的终身价值。从价格来看，一个商品的成本构成包括原材料成本、制造成本、研发设计分摊成本、市场推广及广告费用、销售渠道费用等。而一个商品创造的真实收益，应该是用户累计购买的价值总和。因此，好的商业模式能够从整条产业链来考虑，要求各个环节的生产者把提升消费者终身价值作为根本行动指南。比如，在整体定位上，如何思考产品背后的精神实质，赋予生活更多仪式感，让消费者体会“更多”幸福感；在销售环节，如何从供应链的角度快速反馈、及时补货，丰富可触达的零售渠道和购买体验，让消费者觉得“更快”；在推广环节，如何识别多样化的消费者，理解真正有量级的关键需求，不断推陈出新，花最少的时间下决策，让消费者感觉“更好”；最后，回到初始的研发设计环节，把消费者不需要的属性或者设计去掉，减少无效的成本和浪费，让消费者真正“更省”。这样的“多快好省”，就是在遵循零售的本质，以消费者为中心。

最后看“结果”。新零售的结果就是用数据把前端智能化，把后台中枢化，用后台的算法指导前端的场景，减少时间的错配、空间的错配和属性的错配。**新零售的实现方式，就是用更加细分的场景满足不断变化的需求，好的消费场景是打造品牌力的关键。**在这种逻辑下，许多零售企业已经不把自己定义为零售商。比如，盒马鲜生把一个超级门店变成了线下购买的消费店和线上配送的前置仓，扮演着超市中心、餐饮中心、物流中心、体验中心以及用户运营中心的多重角色。这其中，还有许多关于新零售的整体数字化技术和解决方案。因此，未来的零售，不再是单一环节的物理交换，也不再靠规模驱动、

功能驱动、供给驱动，而是靠个性驱动、服务驱动和需求驱动，价值链通过传感、数据和用户运营等技术平台融为一体，在消费者捕捉上化被动为主动，把科技元素、社交元素、文化元素和消费者体验结合起来，重塑多场景、全渠道、全链路的购物方式，把体验推向极致。实际上，实体零售的多维立体空间，创造了商家与消费者互动的无限可能。未来的消费者不局限于在哪儿购物、买什么产品，零售的结果是一整套体验，从而帮助消费者实现“所想即所得”。

以良品铺子为例，这家深耕休闲零食领域的企业，从最早的一家武汉零食小铺发展为拥有2300多家门店，布局全国，在竞争激烈的零食赛道，凭借对消费者价值的理解，成为具有卓越全渠道能力的行业领导者。

值得一提的是，良品铺子在新零售的打法中理解了前提、抓住了关键，也在用创新来重构更符合消费需求的场景。首先是产品品质，其核心是“全品类”扩张，满足消费者的多样化需求。休闲零食本身就要求口味、要求品质，因此，如何把控品质、如何调剂配方成为运营的重点环节。良品铺子建立理化试验室、感官实验室，制定从化学到美学的一系列标准；将零食味道的调剂配方作为基础科学，根据地域、季节做味道细分和产品投放。其次是渠道优化，其核心是“全渠道”模式，通过数据化和设计化，使得全渠道消费场景能够最大化吸引潜在客户，而其“端到端”的全价值链可以从源头上保证品质，亦可直接倾听消费者的声音和诉求，使全产业链的弹性和灵活度很大。同时，良品铺子的店面从第一代店开始，就运用数字化能力不断升级，从街边店、社区店升级为商圈店，到现在已经是第五代店了。升级后的第五代店淡化商业感，营造出沉浸式的体验，打造一座“美食图书馆”。所有的店铺既做到了高效统一，又能实现因地制宜。

在高瓴投资以后，我们对良品铺子也提供了一些建议和支持，帮助公司持续进化。一方面，在线上红利期逐渐消退的背景下，高瓴建

议良品铺子秉承“高端零食”的路线，提升消费者的整体体验；另一方面，引入大数据团队，把线上线下积累的消费者数据进一步收集加工，并通过线上电商数据、地图数据，建立线下选址模型，选择最具潜力、最有活力的门店地址和销售策略，提升门店拓展效率。作为一家零食店铺，良品铺子从上游的原料采购、供应链管理、产品研发，到门店销售、品牌营销，不断吃透整个价值链条，从而像互联网企业一样，做到零售领域的“千人千面”。这背后不仅需要超强的大数据、供应链管理能力，更需要对新零售本质的理解。

正是基于对行业和新零售模式的共同思考，高瓴坚定支持良品铺子，在战略发展、精益运营、数字化升级、会员管理等方面提供了很多帮助，过程中我们还邀请孩子王与良品铺子交流客户关系管理经验，进一步提升消费者的购物体验。

说到孩子王，这家面向母婴人群做产品的零售企业有很多很好的新零售实践。2009年，孩子王在南京开设第一家实体门店，这家旗舰店的经营面积接近7000平方米，这与传统母婴零售店一般仅占地约200平方米的打法完全不同。看似大开大合、独辟蹊径的打法，恰恰是源自对零售行业的深度理解。尽管无法与家电零售比拼客单价，无法与超市比拼流量，但是孩子王却在流量、单价、成本这些零售行业经典共识上又增加了两个参数：一是频率，二是创造性满足需求，即通过更丰富的产品品类、更深度的消费体验、更细微的用户管理，实现顾客的高频触达，并把母婴童主题Mall（商城）发展为一站式服务中心。这些还只是商业模式创新的第一步，真正实现价值链的全面提升在于对零售理念的重塑，即从“经营产品”到“经营用户”。这就像“王永庆卖大米”，在送大米时做好对用户米缸大小以及人口数量的调查，这样就可以推测出用户家的米何时“告罄”，下次提前送达。孩子王做了大量关于会员管理的模式创新，能够满足不同会员的动态需求，从规模增长变成单客增长，叠加会员从商品和服务中获取的全方位满足感。同时，孩子王拓展线上交流和服务平台，利用互联网思

维加速拓展O2O（Online to Offline，从线上到线下），让线上精准营销与线下互动体验相结合，并拓展丰富的线下社群活动，让“妈妈后援团”“妈妈社区”成为非常贴近用户的情感空间。正是得益于这样的新零售探索，截至2020年，孩子王大型数字化门店数量达到370多家，遍布全国150多座城市，拥有3300万会员以及超过100万的“黑金PLUS”会员。

可以设想，在消费转型的未来，线上和线下不再有明显的区隔，后台的数据与前台的交互时刻更新，上游和下游连为一体，物质和精神彼此交融，品牌丰富而温暖，产品新奇而繁多，但不同消费者却能够各取所需，在所想即所得、所得即所需的消费体验中，寻找与理想生活的共鸣。

闯入智能时代：产业互联网

“人工智能”这个名词沉寂了30年之后，终于再次成为人们关注的创新焦点，人工智能革命正在深度参与人类社会的未来。人工智能最理想的解决方案，不仅仅是实现智能机器的自主感知、自我学习、自行决策和自动执行，还要实现人与智能机器的和谐共存。

消费互联网是物理的，产业互联网是化学的

在讨论人工智能革命之前，我们需要通览互联网产业的发展。本质上说，未来的信息技术革命正在经历从桌面互联网、移动互联网到人工智能驱动的大数据互联网的转变，这其实是智能时代的惊险一跃，考验的正是人工智能与无数产业的融合能力。

在直接服务消费者的消费互联网领域，互联网企业经历了新一轮格局调整，相当多的竞争对手都“相逢一笑泯恩仇”，变成了合作伙伴。从早期的野蛮生长到现在的理性回归，新的新陈代谢与融合再生

已然形成。在“互联网女皇”玛丽·米克尔《2019年互联网趋势报告》中，高瓴提供了中国互联网发展趋势的观察和思考。在中国互联网用户规模继续增长、移动互联网数据流量增速逐年加快、用户在线时长逐渐增加的趋势下，中国消费互联网领域涌现出诸多创新。

一是游戏改变支付、电商、零售、教育以及更多行业。支付宝创新推出公益游戏，把许多线下的生活方式转化为公益积分，用户可以使用线上的公益积分在荒漠地区种下真树，创造了线上线下交融的产品体验；拼多多把社交、游戏、电商结合在一起，“喊朋友砍一刀”，提升交易效率和购物体验；在零售业，百丽国际和滔搏运动通过游戏化的奖励任务促使店员完成业务关键指标，把工作变成竞技小游戏；在教育行业，游戏化的小任务，把数学和编程学习变成了趣味学习。

二是互联网商业模式的融合创新。微信通过即时通信带动更多的交易和服务，用户在通信软件上，可以享用购物、交通、音乐、支付、政务等功能，许多海外互联网公司也采用微信策略，陆续加入更丰富的内容；美团始于团购，不断进化成超级App，聚合了30种以上的本地服务，包括餐馆点评及预订、电影演出预订、民宿酒店预订、外卖购买、机票火车票购买等，成为生活服务超级平台。

三是线上线下全渠道的互联网创新。线上移动直播带来个性化、互动式的购物体验，买东西成为一种娱乐方式；生鲜零售探索多种供应链模式，比如自营实体店、前置仓、社区拼团、便利店闪送等；阿里巴巴不再仅仅做线上购物平台，而且在做线下零售数字化，将线下数据搬到线上；教育行业也在探索线上和线下一体化，通过直播和双师模式，实现优质教育资源的平移配置。诸如此类的变化让我们看到，一个层次丰富多样、具有新陈代谢能力、具有创新能力和可持续性的消费互联网森林生态体系已经形成。

而在连接工业、商业端的产业互联网领域，一个多层次、多维度的新生态也在快速发展。就像在不同的海拔看到不同的植被景观一样，在全球，工业2.0、3.0、4.0同时存在，在中国，自动化、信息化、智能化更是并行发展。更为重要的是，中国是真正意义上的制造大国。一方面，按照工业体系完整度来算，中国拥有39个工业大类、191个中类、525个小类，成为全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家；另一方面，中国拥有世界上其他任何国家都无法比拟的巨大市场，很多产业的升级需要巨大的市场规模来做支撑，中国拥有最好的先天条件。

如果说消费互联网是“物理反应”，那么产业互联网则是“化学反应”，新技术的红利正在从消费互联网领域转向产业互联网领域。产业升级成功的关键，一方面是靠算法、算力、数据。如果说消费互联网创造了很多场景，并基于各种场景积累了一些连接方式和思维模型，那么产业互联网既需要运用这些场景，又需要把云计算、机器学习这些计算力应用到价值链中，通过自动化、网络化、智能化的方式，让虚拟世界和物理世界紧密融合，使人、机器、资源间的连接更加智能，用全新的组织业态和互联网精神整合产业链，产生新的协同作用。另一方面是靠行业认知的转型。应用场景决定算法，算法决定决策质量。仅靠换设备、上软件、加技术、搞数据，无法实现生产效率的大幅跃迁，只有真正熟悉产业价值创造的全流程，才能够真正用好数据燃料，寻找大数据中的“高能粒子”，撞击传统产业链的痛点。

在这样的背景下，人工智能革命正在影响着各行各业：体力工作者被智能机器替代，脑力工作者被智能算法替代，一场前所未有的工作方式变革正在爆发。人工智能带来一场计算能力的革命。就像蒸汽时代的蒸汽机、电气时代的发电机、信息时代的计算机和互联网一样，人工智能正在成为驱动所有行业的新动能，拥有与各个产业、领域对话的可能。

传统产业升级＝传统产业+“ABC”

对于传统产业升级的理解，我们的基础观点在于它是一个长期、系统的过程，不可能一蹴而就，应当有长期资本和科技赋能的双重助力。为此，我们提出的解决方案是“传统行业+‘ABC’”，“ABC”指人工智能（AI）、大数据（Big Data）、云计算（Cloud），这比“互联网加传统行业”更丰富。传统产业和企业的痛点的出现，与其说是由于缺乏技术，不如说是由于缺乏客户价值挖掘、价值链重构、服务体验提升等诸多方面。只有真正在传统行业里摸爬滚打过，有长期深厚的行业洞察、知识积累、经验沉淀，才能做好数字化升级，提供创新的解决方案。正因如此，**传统产业的调整和升级将随着“ABC”的发展演进为一场以行业为“底数”，科技为“指数”的“幂次方”革命。**

以物流行业为例，无论是在怎样的科技水平下，其商业模式的关键都在于“成本”和“服务”。谁解决好了这两点，谁就能够拥有最突出的核心竞争力。这其中，车和货的匹配是传统痛点所在。传统方式是靠电话联络或蹲点，这种近乎随机的撮合方式极易产生闲置与浪费，直接导致物流成本居高不下，服务能力也良莠不齐。2013年10月，周胜馥在中国香港创建的货拉拉，凭借创始团队敏锐的市场嗅觉，于2014年进入内地，以平台模式连接车和货两端，得到迅速发展。其核心亮点在于两点：一是凭借移动互联网的数据赋能优势，实现了货主与运力的最优撮合，把最能满足需求的运力匹配给最合适的货主；在此基础上，随着用户数据的不断积累，运力的配置也在不断优化，从车货的简单匹配升级为良性互动，比如，让有经验的运力服务更加个性化的货主，提升平台的整体服务体验。二是依托卓越的创新力、执行力和本地化服务能力，快速形成平台规模和车网密度，通过“智慧物流”等技术手段，把规模优势真正转化为成本优势，降低物流成本。正是基于以上特点，货拉拉在创办不久，就创造了平均10

秒内响应、10分钟内到达的行业新标准。货拉拉的科技创新实践，根植于深厚的物流运营经验，凭借互联网、大数据的技术优势，提升了物流信息化效率，改善了货运司机的生产和生活，也诠释了“最好的技术不是颠覆，而是激发实体产业的巨大潜能”这一重要命题。正如周胜馥所说：“每个年代都有不同的机会，我们这个时代最大的机会，就是移动互联网。”

需要看到的是，产业互联网进程是在各个地区、各个领域、各个环节数字化程度参差不齐的前提下进行的，因此，智能时代的首要任务，就是要加强信息基础设施建设，弥合不同产业、地区间的数字鸿沟。

弥合传统经济的数字鸿沟需要两个层面的融合和助力。第一，基础技术领域的创新和应用。产业互联网时代，有许多基础设施公司在努力打造一个开放、包容的新生态。它们在芯片及处理器、操作系统、底层算法等维度为数字化制造赋能。比如许多人工智能公司都在研发新型的芯片及处理器，在计算架构与算法的配合驱动下，提升计算效率。

以自动驾驶领域为例，传统汽车将会像手机一样，经历从功能机到智能机的升级，并且一旦实现自动驾驶和车联网系统，买了车就等于买了一个司机和一处8平方米的房子，汽车就相当于一个移动的生活空间、工作空间。因此，自动驾驶不仅仅是改造车，本质上是在改变人们的生活。这其中，自动驾驶处理器对于自动驾驶的意义，就好像发动机之于航空业，基础设施效应无比巨大。自动驾驶处理器在性能、可靠性、实时性、功耗效率以及对应的算法等方面都对人工智能应用提出了极高标准，其突破不仅带动自动驾驶核心技术的完善，也将带动整个人工智能产业的发展。从技术难度、经济规模到战略影响，自动驾驶处理器都堪称人工智能世界的珠穆朗玛峰，谁能带头攀上这座高峰，谁就在人工智能技术领域占据了制高点和发言权。从自

动驾驶的行业数据来看，到2025年，智能驾驶的软硬件销售（不含整车）将达到262亿美元，其社会效益将放大到1万亿美元，包括缓解交通拥堵、节省燃料、减少事故以及提高生产效率。可以说，每1美元的自动驾驶处理器销售将带来40美元的社会效益。这就是基础技术的作用，有极强的产业放大效应。

第二，供应链的数字化、智能化。数字化供应链对生产力提升有着脱胎换骨的效果。由于传统的供应链是点到点的分散连接，无论是数据、决策还是在执行中，都会产生新的矛盾和浪费。因此，数字化供应链的关键是形成“生态集成的供应链”，打破传统供应链的不可知性、不稳定性和复杂性。在供应链的所有端口，都能够实现即时、可视、可感知、可调节的能力。这就需要通过打通底层数据、强化算力构建等方式，把需求感知、计划总控、库存管理、物流管控、资金配置等放在一个完整生态中，搭建“去中心化”的自动反馈体系。无论是产品研发、柔性化生产，还是用户管理、需求预测，数据都能够作为最优决策的参考。

以家电行业为例，凭借需求红利（即房地产周期与渗透率的提升）、规模制造红利（即价格战洗礼下的产能扩张）、渠道红利（即中国特有的分销体系与专卖店网络），行业龙头在传统商业模式下掌控了产业链定价权。但传统的分销渠道模式是层层分销、比拼网点，由于层级过多、成本费用高、服务能力弱，渠道变革迫在眉睫。渠道的本质是流通，在产业互联网时代，通过数字基础设施和互联网的搭建，实现精准定位和高效触达，降低流通环节成本。这其中应该有两个“打通”：第一，打通消费者端数据，实现从生产端到渠道再到消费者这一完整产业链的信息化；第二，打通供应链，实现管理下沉，采用“类直营”“直营”等模式，从店面到物流、到仓储、到工场，实现统一指挥和调配。

再以大居住市场为例，我们之所以投资链家和贝壳找房，就是因为看到这个行业发生了内生性的变革，并且企业可以运用新技术、数字化等外生变量来促进整个行业的升级。一方面，随着中国城市化进程的纵深发展，房地产市场的格局正从增量市场逐步转型，存量市场比重升高，存增并重，或者说一手房、二手房市场共同发展。现在，中国已经拥有了全球最大的房地产存量市场之一，居民的房产总市值接近300万亿元，是美国居民房产总市值的2倍左右。同时，从存量房的流通情况看，虽然存量房的年交易额已超过6万亿元，但存量房的年周转率大约只有2%，明显低于欧美国家存量房的年周转率。这样的现状为存量房交易提供了非常大的机会。另一方面，互联网创新进入了2.0时代，新技术红利正在加速从消费互联网向产业互联网渗透，而大居住市场作为一个巨大的市场，正好处于消费互联网和产业互联网融合的前沿。线上居住交易市场，过去只能简单地实现信息连接功能，现在却能在此基础上，发挥新技术驱动的数据处理能力，用数字化手段让产业供给能力实现转型和重构，赋能供应链上的企业和个人，大幅提高供给端的运行效率和整个经纪行业的服务能力。

贝壳找房正在做的，就是打造在未来大居住交易基础设施中非常重要的一个平台，并且努力将科技和整个产业相结合。从需求端来看，人们过去在线下找房、看房的需求正在发生历史性的、向线上的迁移，贝壳找房创新性地通过真房源系统、增强现实（AR）、虚拟现实（VR）等科技手段来丰富找房、看房、选房的消费体验。从供给端来看，就“如何优化房源委托、带看、服务、交付等环节，为消费者匹配最合适的房源、提供最好的资产配置服务”这个问题，企业无论采用线上化的方式，还是科技赋能手段，都有巨大的发挥空间。贝壳找房从很早之前就预见到，要创造一流的消费者体验，就必须打造一流的房地产经纪人队伍，让“消费者至上”的企业文化理念得到组织层面的执行保障。为此，贝壳找房花费十几年的时间，不遗余力地建立起经纪人合作网络机制，并且将它对全部从业机构和从业人员开

放，使得全行业的经纪人都能够在统一的运营平台上提供服务，以确保房地产经纪人之间实现有序、透明、高效的合作，提高房地产经纪人的服务效率和房产交易效率，从而在不损害消费者利益的前提下提高房地产经纪人的收入水平，使其以更好的心态为消费者提供服务。值得一提的是，这种机制在国外往往由被称为“多重上市服务系统”（Multiple Listing Service，简称MLS）的行业自律系统来维护，贝壳找房的这项创举对于整个行业来说都是一项了不起的探索。贝壳找房结合中国国情，创建了具有中国特色的MLS，并将其开放给了全行业，将企业目标和社会责任有机地结合起来，这的确可以说是一项了不起的成就。

最后，我们需要看到，传统产业原有基础设施的数字化改造，需要巨大的资本投入，并且无法带来直接的投资收益，所以除了依靠政府政策引导和公共投入外，亟须秉持长期投资理念的社会资本积极参与，实现产业互联网的“冷启动”，让更多行业受益于技术创新。在产业互联网时代，科技与产业快速融合、重构，这决定了价值投资有望作为技术创新和实体经济之间的催化剂，弥合技术基础设施之间的鸿沟，这也是时代赋予“价值投资服务实体经济”的新使命。

价值创造赋能路线图

对于产业的数字科技化升级，我们的尝试有很多，最终都是服务于提升各种不同的企业能力，包括战略定位、供应链提升、研发设计、用户运营等，但最大的坚持是让传统企业的企业家坐在主驾驶位上，互联网和新技术的提供者则坐在副驾驶位上提供辅助决策和支持。**数字科技化赋能是在飞行中换发动机，不会改变传统企业的行业属性，不是“停业整顿”，也不是为了创新而创新，必须直接为业务带来增量。**

数字化转型实现科技赋能

构建企业的数据与分析能力，是数字化转型成功的基石。数字化转型不仅能够优化成本、提升效率，关键是还能营造数据驱动型文化，把商业的底层逻辑用数据串起来，挖掘和释放数字价值，拓展数据应用场景，增加有效决策，减少试错成本。但伴随着数据爆炸式增长，企业面临数据碎片化，数据无法打通、无法进行深度整合和分析等问题，数字化转型升级成为企业新功能的重要来源。以我们对滔搏运动的数字化转型实践为例，这个项目的出发点正是对产业互联网的探索和实践。

滔搏运动是百丽国际旗下的运动零售板块，是近20家全球领先运动品牌在华的关键战略伙伴，这些合作伙伴包括耐克、阿迪达斯、彪马、匡威、添柏岚等运动鞋服品牌，其中与耐克合作了20年，与阿迪达斯合作了15年。滔搏运动从2010年起开始探索多品牌集合店的运营模式，先后开设了TOPSPORTS运动城、TOPSPORTS多品店、TOPSNEAKER潮流集合店等，拥有8300多家直营店铺，3.5万名员工。

在滔搏运动的数字化转型路径中，有一项重要的设计就是智慧门店方案，核心是对门店“人、货、场”的数据采集，包括对进店客流量、客户店内移动路线和属性进行数据搜集，形成“店铺热力图”和“参观动线图”，帮助门店了解进店客户的产品偏好，进行货品的陈列、摆放和优化，优化销售策略，提升单店产出。2018年，我们为滔搏运动的一家门店安装了智能门店系统，在观察期内，门店发现女性客户占进店人数的50%，但收入贡献只有33%，并且系统提示，70%的客户从来没有逛过门店后部的购物区。数据清晰展示了女性客户的转化率偏低，且店面后部没有被有效利用。于是，店长将店面的布局重新调整，增加更多女性鞋服展示，陈列更多暖色系产品，并调整客户的动线和流向，提高后部购物区的可视度。一个月后，该店后部购物区

月销售额增长了80%，全店销售额增长了17%，店面商业潜力被进一步释放。

在此基础上，他们积极鼓励店员作为最接近客户的UI/UE(44)，用自主开发的数字化工具包和社交媒体平台，释放终端的活力。店员可以随时使用数字化工具包，查看客户在店内的历史消费数据，切换销售数据的统计维度，及时反馈和优化自己的销售行为；还可以运用数字化工具包，实现商品管理、店内人员管理、销售目标管理等，实时上报采购和补货需求，系统化地提高一线作战能力。

同时，店员可以自主运营不同主题的社群，从线下到线上引导客户，通过社群运营，发起体育运动相关的主题讨论，分享专业运动知识和鞋服指南，提供最新的潮品资讯，组织线下活动等，建立长期的客户陪伴关系。更有意思的是，滔搏运动还成立了专门的电子竞技俱乐部，与迅速扩大的电子竞技玩家群体建立连接。滔搏运动电子竞技俱乐部战队先后取得了2018年全国电子竞技大赛第二名、2019年英雄联盟职业联赛春季赛第四名，以及2019年PUBG Mobile俱乐部公开赛世界冠军，凭借圈内口碑吸引了非常广泛和活跃的粉丝群体，这也使得滔搏运动能够直接和最年轻的客户群体产生互动。

通过社群运营、门店数据采集等方式，滔搏运动积累了一笔宝贵的数据资产。2018年底，滔搏运动在研究了2000万份买鞋数据后发现：山东人和广东人最爱“剁手”买鞋；上海人最偏爱限量款球鞋；耐克和阿迪达斯的“迷弟迷妹”们对两大品牌的购买力不相上下；男性仍然最爱买也最舍得买运动鞋，但女性在潮流人群中的占比要超过男性，体现出对于“凹造型”的重度需求。

全流程的数字化和店员创造的人性化UI/UE界面，使得我们可以进一步分析门店模型，根据店铺运营基础数据，了解不同季节、不同时期、不同周边环境对销售的影响，根据线上零售和用户数据，进行用户行为的全过程跟踪和用户画像的精细化描摹，实现门店的动态调

整，提升每家店的运营潜力。以用户需求为中心，就是基于人、货、场每时每刻的交互，将数据变成串联各项业务的“活水”，持续分析与迭代，不产生多一分钱的浪费，不制造多一秒钟的迟疑，打造更有效率的零售新模式。我们的总结是，**数据是生产资料，有流程才能运营，有算法才能升华。数据、算法和流程，应形成相互促进的正向循环，对业务产生价值。**

经过上述科技和数字化的加持，百丽国际旗下运动鞋服零售商滔搏运动营收稳居行业第一，具备了分拆上市的条件，其运动产业链已形成集中度较高的市场格局，运动鞋服板块快速增长。2019年10月10日，在具备上述天时地利条件的情况下，滔搏运动正式在港交所挂牌上市，上市首日股价上涨8.82%，市值超570亿港元。这一数字已超过两年前百丽国际私有化交易的整体金额。

用户定义产品，软件定义流程。科技赋能、数字化转型不是颠覆再造，也不是简单地新增渠道或者市场，而是从工业化逻辑转变为数字化逻辑，回归到在创造价值的“一笔一画”中寻找痛点，利用大数据、智能化系统重新组合产业链，拉近生产制造和消费者的距离，创造最高的效率。

精益管理重构运营效率

福特汽车首创了汽车大规模流水装配线，这种模式使得工业化大生产在真正意义上成为可能。生产步骤的彻底分解和标准化，使得劳动生产率大大提高。对于今天的企业来说，数字驱动的技术创新是优化核心生产和供应链系统的重要选择，但企业还需要通过先进的管理理念创新、组织文化创新，重构运营效率，释放出更大的活力。这其中，我们对精益管理有着既本源化又独特的思考。

精益管理的概念由美国麻省理工学院教授詹姆斯·沃麦克（James Womack）等在20世纪90年代提出，起源于日本丰田的生产方式，其核心指导原则在于以最小的资源投入，准时、节约、高效地创造出尽可能多的价值，为消费者提供新产品和及时服务。精益管理的价值，在于为企业提供了超脱于各种资本运作和金融较量以外的真正创造价值的方法，并且这种创造是无止境的。有人会问，成就了“精益生产方式”以后，企业的下一步飞跃是什么？答案是，持续精益。

精益管理与浪费相对，如果正确识别了“浪费”，可能也就理解了精益管理99%的含义。在精益管理的范畴中，浪费是指一切消耗了资源而不创造价值的人类活动，包括需要纠正的错误、生产了无需求的产品及由此造成的库存和积压、不必要的工序、员工的盲目走动、货物从一地到另一地的盲目搬运、由于上一道工序不及时导致下一道工序的等待以及商品和服务不能满足消费者要求，等等。

许多制造业公司致力于现代化生产，大力推行智能制造，在制造环节探索变革。但精益管理的核心不仅仅在于生产环节，对于非生产环节也能够通过流程再造、优化，实现内部运营效率的广泛提升，消除浪费、降低成本，这些都是在创造价值。精益管理负责的是从客户需求的输入到客户需求被满足的完整流程，包括了客户识别、价值分析、研发设计、制造生产、物流交付、售后服务全过程。

比如，高瓴在投资公牛电器之后，积极推动其生产和管理环节的升级再造，力求降本增效提速，实现符合中国生产实践的精益管理，这主要体现在三个层面：第一，在营销端引入VOC（客户声音）、PSP（问题解决流程）、市场细分、价值销售等管理工具，进一步协助公牛电器进行流程梳理和机会识别，帮助一线销售人员了解市场，制定细化到每个大区、县市和乡镇的市场策略，真正定义用户认可的价值；第二，在制造端协助改善实施现场，提升生产效率和产品品质，降低产品的返修率，实现客户拉动的生产方式；第三，在研发端导入

BPD（爆款设计工具），降低识别机会的成本，实现尽善尽美。例如，数码立式插座是公牛的一款代表产品，高瓴的精益管理团队与公牛研发团队一起，通过对这款产品研发环节的精益改善，最终整合减少了16个零件，每个插座的成本降低7元多，并带动了生产端效率的提高。这一系列的管理提升，帮助公牛电器进一步明晰了业务定位，把市场（市场细分、市场容量、复合增长）、客群、竞争对手等信息转化为决策基础，圈定发力的目标市场。在此基础上，运用VSM（价值流程图）工具梳理关键流程，找出改善项、引爆点，完成工具匹配，输出行动计划。2019年，整个公牛集团一共有430项改善[(45)]，精益管理的收益总额约1.1亿元。更关键的是，精益管理不是一个阶段性任务，而是持续精益的过程，会不断创造新的效益和效率。

在实践精益管理的道路上，最重要的事情就是认识价值。客户是价值的定义者，以合适的价格、合适的品质满足合适的客户需求，这时价值才能够充分表达；厂商是价值的生产者，如何满足定义者的要求，这考验了生产者的认知能力和组织生产水平。忘掉股东和高管们在意的财务情况，避免工程师和设计者的无效炫技，打破供应商和雇员们的墨守成规，剩下的可能就是客户能够获取的真实价值。这构成了我们对“精益管理重构运营效率”的核心主张。

但是，在任何时候，重构商业系统都不是目的，我们对科技企业的认知是，**世界上本没有科技企业和传统企业的分野，优秀的企业总会及时、有效地使用一切先进生产要素来提高运营效率，从而实现可持续增长。**也正因如此，未来所有优秀的企业都将是科技企业。正是基于同样的逻辑，未来所有优秀企业的商业系统，都是在不断地学习和进化的，通过精益生产和科技赋能，让每位在生产线工作的人也有活力和改善工作效率的动力。理解商业系统的第一性原理是不断创新。每一种新的商业范式、新的生产路径、新的交易流程、新的价值链组织形式都可能提高商业效率，成就新的商业物种。

在坚持长期主义的实践中，要不断寻找驱动行业发展的创新力量，通过科技创新和人文精神消弭发展中的问题，实现更具普惠意义的价值创造。价值投资有涵盖过去的定义，也有面向未来的启示，这是对长期主义的理解和尊敬。

我对投资的思考

- 在新消费的概念中，产品及其品牌包含了在服务过程中与消费者沟通的全方位要求，换句话说，零售即服务，内容即商品，所见即所得，物质组成的产品力和文化组成的品牌力共同成为理解消费新趋势的复合视角。
- 新零售的实现方式，就是用更加细分的场景满足不断变化的需求，好的消费场景是打造品牌力的关键。
- 数字科技化赋能是在飞行中换发动机，不会改变传统企业的行业属性，不是“停业整顿”，也不是为了创新而创新，必须直接为业务带来增量。
- 世界上本没有科技企业和传统企业的分野，优秀的企业总会及时、有效地使用一切先进生产要素来提高运营效率，从而实现可持续增长。

第 9 章

价值投资的实践探索

真正的“重仓中国”，
就是要帮助中国制造业
更好更快地
实现转型升级。

在从事投资的历程中，有两件事情让我格外振奋：其一，在产业重塑和经济发展的浪潮中不断丰富价值投资的内涵，从在基本面研究中发现价值，发展到洞察变化和趋势，创造价值，思考人、生意、环境和组织，在跨区域、跨行业、跨阶段的投资中实现价值投资服务实体经济的新范式；其二，在对价值投资的不断重新定义中推动商业模式的创新、价值链效率的提升和产业的升级，在最复杂的案例中经受训练，在不同的情景和场域中影响和推动产业的根本变革，与企业家、创业者一起持续不断地创造价值。这两件事情始终让我扮演着双重角色：其一是投资人，其二是创业者。

诚然，在过去的很长一段时间里，无论是投资人，还是企业家、创业者，似乎都已经习惯了现代商业社会的惯有法则，也给创业、投资赋予了某种传统的意义。比如，创业者大多是行业的颠覆力量，而投资人大多是资本的代言人。然而，新的价值主张和社会思潮，正在渐渐催生新的商业社会法则。创业者可以将新科技、新场景、新业态与旧有的商业模式相融合，或者不断地微创新、再创新，投资人也可以从更长期、更普惠的角度理解资本和资源的配置，从而实现新的商业意义。

就像只有在每一次金融危机或者疫病大流行的特殊时刻里，人们才会发现世界运转的习惯能够如此轻易地被打破一样，这些时刻也令人恍然明白，同类的事情其实都曾在历史上发生过。**价值投资者只有在长远问题上想清楚，在行业塑造、价值创造的维度上想清楚，才能经得起时间的考验。**

正是这样的出发点，使我在一些重大的交易机会面前，敢于下重注，敢于和企业家、创业者一起，在产业的巨大不确定性面前挖掘确定性的机会。归根到底，任何产业之中都蕴藏着不可估量的巨大潜

能，我们能做的，只是点亮“星星之火”，进而期待产业的“燎原之势”。

创造新起点：实体经济巨头的价值重估

在我对价值投资的理解中，“把蛋糕做大”一直是我的重要原则。在这其中，发现价值是第一步，在市场的过度悲观氛围里寻找到真正的价值奇点，需要依托于对产业的长期跟踪研究和系统性思考；创造价值则是第二步。在高瓴的多年实践中，我们不断积累丰富的价值投资工具箱，包括超长期资本、人才支持、技术赋能、精益运营、生态资源、医疗生态、学习平台。这些积累工具箱的过程，既是不断把蛋糕做大的过程，也是高瓴涉足实业，帮助实体行业领先者进行价值重估的历程。在高瓴完成的百丽国际私有化、普洛斯私有化等案例中，上述理念就有很多体现。

百丽国际私有化，重塑“鞋王”

2017年7月27日16时，中国最大的鞋业企业百丽国际以531亿港元的价格从港交所退市，此次私有化交易也创造了港交所至今为止规模最大的一次私有化交易纪录。在对百丽国际的投资过程中，我真正看到了中国企业家的胸怀和远见，以盛百椒、盛放、于武先生为代表的企业领军者，持续学习，敢于创新，不断适应日新月异的变化，敢于自上而下地发起变革，他们身上的这种魄力和精神令人尤为敬佩。

百丽国际从2007年上市，到2017年退市，历经10年，这不仅是百丽国际走过的路，也恰恰是中国制造业转型升级的缩影。百丽的外文品牌名BeLLE取义于法语，意为“美人”，百丽国际最早在1979年由其创始人邓耀先生在香港创办，随着内地改革开放，邓耀先生逐步探索在内地发展。在最初的创业过程中，为了降低生产成本，邓耀先生不

断在内地和香港穿梭，把香港的设计带到内地鞋厂代工，再把成品带回香港销售。这在当时可是不错的商业模式，尽管也有弊端，比如产销周期长、设计和款式无法快速迭代。此后，随着盛百椒先生的加入，百丽国际也开始在内地自设工厂、广开门店。百丽国际的第一家店就开在深圳的东门老街，20世纪90年代初，那里还比较荒凉，可能只有很少人预想到那里会成为黄金旺铺。凭借一款又一款的爆品，一间又一间的门店，百丽国际打出了“凡是女人路过的地方，都要有百丽”的口号。

然而，由于鞋服行业整体市场扩张以及百丽国际电商转型不顺利，2013年下半年以后，百丽国际的市场占有率逐年下降，销量、利润也开始下滑，百丽国际经受了新商业环境带来的巨大考验，旗下传统产业业绩面临较大挑战，不得不暂停渠道扩张。在某种意义上，资本市场是乐观或悲观的放大器，百丽国际的股价不断报出新低，从2013年每股18港元的高位下跌至每股4港元，市值缩水接近80%。

从基本面来看，百丽国际不只有女鞋品牌，作为一个布局多元的时尚运动产业集团，它旗下拥有鞋类、运动和服饰三大业务，是全球第一大女鞋公司，也是中国最大的运动鞋服零售商，拥有400多亿元的年收入，60多亿元的税息折旧及摊销前利润（EBITDA），4000万双女鞋、2500万双运动鞋、3500万件运动服饰的年销售业绩，几千万会员，近20个鞋类品牌、6个服饰品牌，旗下的滔搏运动则是近20个全球领先的运动品牌的关键零售伙伴。没有哪个失败的企业每年能有几十亿元的现金流。而且，百丽国际还是香港恒生指数50只成分股之一，也是香港第一只内地企业的蓝筹股。我们做过估算，百丽国际的直营门店每天进店约600万人次，按照互联网行业的概念，即有600万日活跃用户数量（DAU）[(46)]，如此折算，它可以算是中国前五大电商之一。现在线上流量获取成本越来越高，流量入口正从线上向线下转移，百丽国际的2万家直营店，特别是8万多名一线零售员工的线下流量入口显得尤为可贵，这些是直接面向消费者的触点，是百丽国际最

好的UI/UE。不仅如此，我们参观完百丽国际之后大呼吃惊，百丽国际拥有自营工厂，原材料直接从产地采购，有极强的供应链和补货机制，整体运营效率和库存管理能力都在业界领先。这些无论是对于高科技公司、互联网时尚公司，还是亚文化的创新公司来说，几乎都无法实现，线上做得再好的人，去做线下还是需要经历一个艰难的学习过程。不管是打造C2M反向定制模式、快时尚供应链，还是实现无缝连接，我认为有机会实现并创造出零售业新模式的公司，实际上是百丽国际，而且可能也只有百丽国际。

鞋是供应链最复杂的消费品类之一，因为每个人都有一双不同的脚，全球70亿人就有70亿双不一样的脚，再考虑到同一个尺码的鞋子又会有不同的式样，所以做鞋的企业从设计到原材料采购、生产加工过程、配送，再到零售，每个环节的复杂程度和对管理能力的要求都是极高的。能把鞋做好的零售企业，是真正顶级的零售企业。百丽国际从皮料采购、生产加工、运输配送到终端零售，参与和覆盖了女鞋垂直整合的全产业链，百丽国际的生产商、渠道商和供应链全是一体的，而且它同时运营着十几个不同顾客群、不同价位的品牌。在20多年间，百丽国际从白手起家，到把做鞋卖鞋的生意做到如今这样的体量与市场地位，毫不夸张地说，这是中国企业界的一个伟大成就，在全球的女鞋企业中也是独一无二的。

百丽国际的另一个巨大成就，是做成了中国乃至全球顶级规模的零售网络，它拥有13 000多家女鞋门店、7000多家运动门店，而且仍在高速发展中。百丽国际有可能是全球唯一一家拥有高达2万家直营门店的企业了。而且更关键的是，百丽国际对如此之大的零售网络，实现了全面自营、管理、掌控，整体运营效率和库存管理能力在业界都是响当当的领先者。连耐克、阿迪达斯这样的全球强势大品牌也充分意识到百丽国际的零售网络的价值，并积极寻找合作，它们在中国的飞速发展离不开百丽国际强大的零售能力。百丽国际管理着12万员

工，其中的绝大多数都是直接面向消费者的一线零售人员。这样的管理能力，在我们接触过的这么多消费零售企业中都是相当少见的。

在我看来，**一个商业物种的产生起源于它所处的时代和环境，其积累的生产能力、供应链效率和品牌价值，是对那个年代最完美的诠释，堪称经典，而经典的价值不可能瞬间土崩瓦解，也不会凭空消失。**资本市场的报价是一种悲观预期，但也表明一旦换一个维度来思考，就会发现不可多得的巨大机遇。在百丽国际的私有化过程中，邓耀先生说过的一句话让我几乎落泪：“我不在乎是否退出，也无意于钱，我在乎的是公司是否能与更好的合作伙伴一起，带领百丽国际的10多万名员工凤凰涅槃，重获新生。”邓老先生这种不论遇到多大困难都要往前走的力量，是一种“生”的力量，让我非常感动。的确，我认为百丽国际拥有最好的基础、最扎实的功力，只要能突破科技改造的瓶颈，拓宽并激活渠道价值，一定是最有机会创造出新模式的公司。

与此同时，在中国做并购，最好的方式未必是海外基金的通常做法，即买下被市场低估的公司，再通过成本缩减、精英治理取得巨大的经济回报，而是必须要充分尊重管理层，尊重中国企业特有的文化，理解产业发展的具体阶段。对百丽国际而言，运用新零售模式提高管理效率和科技化水平，向市场要增量，通过竞争拿到更大的市场份额，是更好的路径。因此，百丽国际的新型解决方案必须依附在企业原有核心竞争力之上，投资人不能做搅局者，也不能好为人师。

正是基于上述思考，我们推进百丽国际的数字化转型时，核心理念是在百丽国际的能力和基因上面做“加法”，充分信任百丽国际的原有管理层，在此基础上调动数字化赋能团队、精益运营团队进驻工厂、门店，开展数字化转型，拓宽电商渠道，提供线上线下一体化解决方案。

在推进百丽国际数字化转型的过程中，我们坚持三个原则：

- 第一，“锦上添花”。百丽国际拥有强大的管理团队，组织基因好，善于学习，在传统零售行业耕耘多年，我们想做的是把百丽国际的潜能发挥出来。我们与百丽国际一起，用好互联网生态下的流量红利，建设好赋能工具箱。百丽国际正在完成的，便是实现全流程的数字化，将数据作为新的驱动力。
- 第二，“务实再务实”。在数字化真正发挥作用之前，我们无法定义其产生的价值。因此，必须拥有务实精神和长期思维，建立基于数据对齐(47)的业务流程，积跬步，至千里。
- 第三，“小步快跑”。大型集团转型，最难的不是整体规划、资源投入，而是创新机制、试错机制。因此，必须采取“小试牛刀＋试点推广”的方式，从尝试、小试，到中试、推广，步步为营。

与大多数传统企业一样，百丽国际在数字化转型前，流程割裂，有的业务条线流程不清晰，没有分析、决策和反馈节点；底层数据割裂，商场数据无法同步给品牌商；横向数据割裂，不同区域、不同渠道、不同门店的数据并不相通，无法“合并同类项”；上层数据割裂，宏观数据无法快速帮助一线销售人员答疑解惑，无法实现供应链的及时调整。

我们从第一性原理出发，思考一双鞋的“人生”要经历什么。从建模设计、生产制造、仓储运输、门店销售、会员管理，百丽国际要做的就是把所有流程统统纳入数据化体系，把大数据能力应用到对消费者的发现、触达和服务流程中，连接每一双鞋和每一位顾客，连接一线销售和公司总部，连接过去与未来。特别是在分析决策层面，我们做了两件事情。其一，开发终端赋能工具。通过收集门店及所在商圈的实时人流数据，以及每双鞋的试穿率和购买率数据，调整销售预

测和库存参数，把消费者喜好和设计生产联系起来，运用“单品管理”的理念，实现供应链的瞬时触达，达成了赋能每一个门店的构想。其二，重新定位店长与店员。时尚产品需要在交互过程中挖掘顾客的潜在购买欲望，因此，用户交互非常关键，高度依赖店长与店员的服务能力。百丽国际通过智能门店决策平台的设计，给予一线店员更多智能化武装。店员们不再苦于“调货、断货、压货”的运营环节，而是从数字化工具中领任务、做游戏，优化店面陈列和单品布局，在指引下完成销售和服务过程，成为消费者的时尚顾问。

这些“加法”不仅是基于对鞋服行业的理解，从更大的格局上看，其实是中国制造业转型升级的必经之路。**科技不是科技企业的专利，传统制造业加上科技，将从产业端改造整个商业系统，适应不断进化的商业环境。**

普洛斯私有化，释放物流巨头新势能

2018年1月22日，普洛斯（GLP）宣布从新加坡证券交易所退市，高瓴参与的这笔私有化交易金额达到790亿元人民币，成为亚洲历史上迄今最大的私募股权并购案例。

由于其服务于B端的商业模式，普洛斯并不被人熟知，但这家现代物流基础设施及解决方案提供商兼服务商却是不折不扣的隐形巨头。普洛斯在美国起家，是亚洲最大的物流地产商，在中国物流地产业的市场份额超过第二名到第十名的总和，牢牢占据了一线城市核心交通枢纽区域，向亚马逊、京东、菜鸟等电商提供高标准仓库。

普洛斯的私有化历程，需要从2003年说起。2003年，普洛斯联合创始人、首席执行官梅志明加盟Prologis公司，并在上海建立了第一间驻华办公室，即如今的普洛斯（GLP）的雏形。当时中国刚刚经历一场“物流园泡沫”，政府出台了异常严厉的房地产调控政策。

Prologis在中国采取的策略是与手中已经握有仓储土地的本土企业合作，先后取得了上海西北物流园区物流设施独家开发权和苏州物流园区开发权，占据了这些城市的核心物流枢纽，其成熟的物流地产开发运营经验也逐步受到各地的认可。

2008年，受到金融危机的严重影响，Prologis公司不得不出售最赚钱的亚洲业务。2008年12月24日，新加坡政府产业投资有限公司（GICRE）以13亿美元的现金收购Prologis公司在中国的全部资产和在日本的部分资产，并继续延用其中文名普洛斯。2010年10月，普洛斯在新加坡证券交易所上市。上市之后，普洛斯不断扩展中国业务版图，到2017年，普洛斯拥有2870万平方米的物业总建筑面积、1190万平方米的土地储备，物流地产项目分布于38个城市和地区，基本形成了覆盖中国主要空港、海港、高速公路、加工基地和消费城市的物流配送网络，占据当时中国物流地产市场60%的份额。2016年底，普洛斯第一大股东新加坡政府产业投资有限公司提出进行战略评述，公开寻求私有化买家，打算退出。这成为普洛斯私有化交易的契机。

2015年5月，凭借对物流地产行业的深刻洞察，我们坚定看好普洛斯的长远发展前景，通过投资成为其第二大股东。对于价值投资来说，尊重和理解行业属性是投资的前提，物流行业看似冷门，但其具有长期、稳定并且相对较高的收益回报，普洛斯专注于基础设施建设，这是具有广阔前景和长期发展价值的事业，所以参与普洛斯的私有化，是一项非常长期的投资。对于普洛斯这样一个业务成熟、体量巨大的企业来说，如何在既有基础上进行进一步的创新，这一点颇具挑战。但我们看到，普洛斯不仅仅是一家物流地产公司，还可以成为一家具有很大价值的平台公司。

物流是销售、电子商务、现代服务业的基础之一，所以一旦将物流当中的每一个环节，包括物流的节点、场地、仓库连接起来，就可以在这个网络空间里做很多运营、增值的服务，涉及运力、设备、资

金等，这种服务模式和过程是非常长期的，有着很基础的、不可替代的价值。例如，普洛斯现在正在进行对仓库自动化设备的投入，仓库自动化设备建成后，可以让人随时获取实时信息，包括仓库里面的货是什么、是谁在运、运给谁。在这个基础上，物流基础设施还可以与许多新技术领域相结合，包括人工智能、物联网、无人自动化，这些能够改变整个行业，甚至影响众多行业的价值链。比如，近年来随着产业互联网、社会化网络等产业的迅速发展，大数据储量迅猛增长，用于处理数据的服务器供不应求，数据中心已成为支撑新型数字经济的重要基础设施。某种程度上来说，在这样一个重资产的行业中，只有大规模、大体量的头部公司，配以长期的、巨额的资本，才能够打破创新性成长的天花板，加速整个行业的科技化水平，促进物流生态体系与新技术、新基建的融合与升级。

更为关键的是，我们要投资普洛斯的坚定信念，很大程度上缘于我们对以梅志明先生为核心的管理层的尊重和钦佩。梅志明先生是将中外文化融于一身的杰出的企业家代表，他的全球化视野以及对中国本土市场的深刻理解，源自他多年来受到的中西方文化熏陶。像这样能够在不同的文化中，最大化地汲取优质养分的企业家，一定能够在更广泛的领域里达成别人难以达成的成就。

除了从新加坡退市的普洛斯、从香港退市的百丽国际，高瓴还参与了智联招聘从美国的退市，以及其他一些大公司的分拆案例。无论是私有化，还是其他跨境并购交易，**并购投资的出发点并不是追求投资规模或者单纯的投资收益，更关键的，是在原有商业模式创新进入阶段性瓶颈的情况下，判断科技赋能能否成为驱动产业升级的新价值所在，能否通过科技创新对现有商业模式进行精细化打磨，通过引入新的资源改善被并购公司的长远状况。**中国的产业正在进入新一轮并购时代。

如果说风险投资是在为行业培育最具创新力的挑战者，成长期投资是在为行业塑造最有竞争力的领导者，那么并购投资更像是站在产业的角度重塑行业、引领行业转型升级的逻辑和路径。因为这些被并购企业往往已经非常成熟，有着独特的成功基因，一旦被科技赋能、战略赋能，就能够成为更具活力的超级物种，并引领行业的发展。所以，不同的投资阶段和投资方式，都有着各自的使命，但前提一定是深刻理解行业的驱动力，投资要有益于效率，有益于价值创造。

激发新动能：重仓中国制造

中国的经济发展，是在“三化合一”的场景中非常快速地前进着的。对于中国而言，制造业不仅仅是立国之本，也是国家竞争力的重要评估基准。在我看来，**真正的“重仓中国”，就是要帮助中国制造业更好更快地实现转型升级，真正地在产业中提升数字化、科技化、信息化水平，帮助中国制造业占据价值链的最高端。**

格力电器，打造中国制造业新名片

以投资格力电器为例，2019年，高瓴参与格力电器股权转让交易，这场重大的交易对于格力电器、国资混改以及中国先进制造业来说，都有着长远的影响。其实，高瓴在成立的第二年，就发现了格力电器的潜力。作为中国制造业的一张名片，格力电器在家用空调市场的占有率和产销量多年保持第一。更加令人信服的是，格力电器管理团队始终兢兢业业，对尊重市场规律、尊重价值创造规律的理解足够深远。所以，我们秉持着“一旦发现优秀的公司，就长期支持”的原则，对格力电器的支持长达十几年之久，而且还会更久。

2019年4月，格力电器控股股东格力集团通过公开征集受让方的形式，协议转让其持有的格力电器总股本的15%股权。消息一经放出，就

吸引了众多投资人，毕竟这场交易的意义不仅限于它是价值400亿元以上的巨额交易，是A股市场上最重要的交易之一，而且在某种意义上，它承载着一个时代和一个产业的历史。

其实，无论是对于企业还是个人，时代都是最大的恩赐。伴随着20世纪90年代初中国掀起的工业化浪潮，百万移民来到珠江三角洲，格力电器就诞生于改革开放的前沿阵地珠海。格力电器的前身是“格力空调器厂”，最早只有一条组装线，面对国际品牌的不断涌入，以及国内竞争不断加剧的困难局面，格力电器利用自身的资源打造了包括设计、研发、生产制造、物流以及销售在内的完整的产业链，专注于技术研发，突破微笑曲线(48)的固有格局，最终在行业内突出重围。

回顾格力电器的发展历程，有几个非常重要的历史节点。其一是格力电器于1996年在A股上市，从一家地方国企转变为国有上市公司，利用资本市场实现公司治理的逐步规范化，并开始探索市场化的运营管理模式；其二是格力电器于2006年进行股权分置改革，引进战略投资者，并建立现代企业治理结构，在市场竞争中开拓更加灵活的管理模式；其三则是通过2019年的股权转让，格力电器进一步运用市场化改革的力量，探索更加科学的治理机构、更加高效的执行效率、更加市场化的激励机制，以及更加灵活的发展空间。

从长远看，中国制造业不应是简单的生产制造，中国制造业在未来必须完整掌握高知识密度、高附加值、高影响力的价值环节，从生产要素的维度重构产业组合，掌握核心的设计、核心的技术、核心的品牌资源，才能摆脱产业链底端的被动性，跃升到产业链的高端。高瓴参与到这场交易之中，正是因为我们从格力电器身上看到了这种可能性。

格力电器的股权转让最终顺利完成，在这之中我们最大的体会就是要尊重企业和企业家精神，尊重每一位企业员工的创造力。当然，我们后面还有更长的路要走，包括发挥长期资本的优势、利用全球研

究以及帮助实体经济转型升级的经验，帮助格力电器引入更多的战略资源，进一步改善公司治理，实现战略发展的重新定位、核心技术的突破以及国际化、多元化发展等。以数字化转型为标志的产业变革，无法一蹴而就，必须局部突破，小步快跑，积累数字化转型的经验和信心，逐步实现产业的华丽升级。

制造时代，基础性领域的创新潜能

再来看高瓴投资的公牛集团案例。甄别出公牛集团这样的隐形巨头，需要多年观察，但这个过程在某种程度上却能体现中国制造业的崛起之势。

1995年，阮立平创立了公牛集团，凭借一款“国内最安全的插座”，成为行业“一哥”。事实上，公牛集团的主营业务插线板是一个很难做的品类，产品更偏向于无差别消费品（Commodity）属性，并没有很高的技术壁垒，公牛集团之所以能做到市场第一，渠道优势是最重要的撒手锏，在家乐福、沃尔玛等大型商超乃至五线小城的五金店，公牛集团都垄断了插线板这一品类，牢牢控制了对渠道的话语权，将行业第二名远远甩在了身后。

这一点与高瓴之前投资的福耀玻璃很类似，汽车玻璃也是无差别消费品，但是福耀玻璃同样做出了强溢价的品牌，在渠道上占据话语权。公牛集团之所以能建立很强的渠道优势，在于它把快消品的管理经验和模式引入了民用电工领域，与同行相比，它有非常强的渠道运营和管控能力，同时有极强的工匠精神，凭借“良心企业”的口碑成为行业第一，从而在市场上具有了垄断性地位。

目前公牛集团的产品线包括转换器、墙壁开关、LED照明以及数码配件，此外还孵化了智能电工、断路器、嵌入式产品等新业务。从更

长的周期来看，公牛集团在产品、渠道、技术、品控等方面会积累更强的优势。

不仅如此，凭借对产业超长期、跨地域的研究，我们在工业自动化、工业互联网、工业智能化等领域投注了非常多的关注和支持。特别是在新型冠状病毒肺炎疫情期间，我们敢于逆势加仓，在中小企业最需要注入发展新动能的时刻加快出手速度，投资了众多快速成长的创新型企业，其中不乏先进制造业企业。

2019年3月，纪录片《制造时代》聚焦东莞产业题材，展示了以东莞制造业为案例的中国制造业在转型升级过程中的探索和取得的成果，其中就有高瓴投资的怡合达。怡合达不是一家简单的制造业企业，它是专门为自动化设备制造单位提供自动化零部件的一站式采购服务平台。众所周知，像3C（指计算机类、通信类和消费类电子产品）、汽车、医药、食品、新能源等行业的普遍特点是呈头部企业集中化趋势发展，由于成本和人才等原因，很多中小企业的自动化改造过程比较困难。怡合达要做的就是提高国内制造业自动化应用水平，特别是要解决中小企业在自动化升级方面的痛点。

2019年11月，高瓴旗下创投业务作为领投方投资了聚焦工业互联网智能化的全应科技。全应科技凭借对热电行业生产工艺及流程的深度理解，以数据智能技术为驱动，为热电行业的智能化运行提供工业互联网解决方案。2019年底，高瓴完成了对徐工信息的A轮投资。基于深厚的制造业背景和IT技术积累，徐工信息在工业互联网、智能制造等业务领域深耕力拓，打造了“最懂制造的工业互联网平台”和“让制造更简单”的智能制造产品与解决方案。

高瓴在先进制造领域的投资案例有很多，但每一次投资选择的着眼点都是异常清晰的——在未来产业互联网、信息技术、先进科技与传统产业快速融合的时间窗口，把握制造业升级的脉动，理解产业链底层的创新潜能，拥抱这个快速变化的时代。

开拓新世界：think big，think long

在跨地域、跨周期、跨品类的研究中，高瓴做了很多跨境的研究、投资和资源连接。一方面，我们看到中国与新兴市场之间的社会经济概貌更为接近，因此完全可以把中国的创新商业模式复制到海外，把源自中国的创新基因快速在全球推广，在促进中国企业海外拓展的同时，也促进其他新兴市场的创新产业发展；另一方面，我们也看到中国经济社会的快速发展和消费者多元化需求的变化，因此我们与国际品牌合作，把先进的产品和模式引入中国，丰富中国的产业生态。

在我看来，全球领域的研究发现和商业资源整合，在某种程度上恰恰非常符合价值投资的应有之义，其出发点仍然是在深谙行业发展规律、熟悉本地化区域市场特征和理解全球产业链重塑进程的基础上，优化资源配置、推动价值创造。

中国创新商业模式的全球拓展

随着互联网与移动互联网在全球更广泛地区的普及和更深度的应用，正如十几年前互联网在中国刚刚兴起时一样，许多新兴国家的消费者市场存在巨大的、尚未开发的潜力，这就给中国商业模式“出海”提供了很好的投资机会。

以布局东南亚的社交应用平台SEA为例，投资这家当前市值近500亿美元的互联网巨头，高瓴的出发点就在于从它的身上看到了似曾相识的成长和成熟轨迹，即中国互联网巨头的成长和成熟轨迹。同时，拥有超过6亿人口的东南亚地区，无论从经济、文化还是交通等视角看，都是与中国最相像的海外新兴市场之一，我们由此判断SEA仍然具有巨大的发展潜力。

SEA的前身是2009年创立于新加坡的Garena，它在创立之初就打造了集视频、聊天、玩游戏于一体的社交应用平台。此后，Garena不断学习腾讯的商业模式，在社交和游戏领域持续发力，并逐步试水数字支付（Airpay）、电商（Shopee）等互联网业务，成为一个融汇了中外互联网巨头优势的超级物种。2017年，Garena正式更名为SEA，它旗下的游戏、电商和数字支付三大业务板块均在东南亚市场处于领头羊位置。这是中国创新商业模式得以在海外实践发展得很好的案例。

再以投资在线旅游公司为例，高瓴对这个行业有着自己的理解。在每个国家、每个市场，都有大量的商旅预订需求，而一些商业模式、供应链流程已经在中国得到了充分的验证，并且积累了大量的线上和线下资源。一旦把中国的创新经验复制到其他新兴市场，就能够在当地创造出许多“独角兽”。所以，在投资去哪儿网之后，我们对东南亚的市场进行了细致的研究，发现了印度尼西亚版的“去哪儿网”——Traveloka。Traveloka成立于2012年，最初只有机票查询和比价功能，为了提升产品功能，创始人费里·尤纳迪（Ferry Unardi）专程跑到中国来寻找灵感。为此，我们积极促成去哪儿网与Traveloka的战略合作，帮助Traveloka“抄作业”，以在旅游和航空服务等业务上快速发展。目前，Traveloka已经在东南亚的6个国家开展了业务，主要服务于印度尼西亚、泰国和越南等市场。

在共享出行领域，我们在东南亚市场发现并投资了当地最大的打车应用公司Grab Taxi。投资完成以后，我们积极推动滴滴出行与其展开战略合作，协同利用彼此的技术、当地市场知识与商业资源，使国际旅客可以通过既有软件无缝接入当地出行网络。此次战略合作不仅提升了Grab Taxi的商业和技术实力，使其占据更大的本地市场份额，也扩大了滴滴出行的全球版图，促进全球出行产业的多元化发展。

在外卖领域，正是看到中国外卖市场的快速发展，我们投资了韩国版“美团”，即以用户数量来看堪称韩国最大的外卖公司的Woowa

Bros，帮助其开发自动机器人以及在海外市场进行扩张。其实在韩国，外卖文化已经深深融入当地消费者的日常生活。韩国餐厅密度大，人口密度大，外卖客户群体广，而且由于可以使用摩托车进行配送，所以外卖配送速度更快，配送区域更灵活。这些特点为韩国外卖企业提供了很好的商业运营条件。所以，我们希望Woowa Bros能够通过向中国外卖企业学习，实现更快的发展。事实上，在我们的穿针引线下，Woowa Bros管理团队访华期间向美团取经，两家企业很快找到了共同语言，通过参观交流建立了良好的相互学习机制。

此外，我们还投资了国内二手车交易平台优信拍与印度汽车信息网站CarDekho，CarDekho经营着一系列在线门户网站，在印度销售新车、二手车和摩托车，还向东南亚扩张，在马来西亚、菲律宾和印度尼西亚均运营着门户网站。我们还投资了在孟加拉国、斯里兰卡和加纳等地经营的在线分类信息门户网站Saltside，Saltside与58同城非常类似，本地居民可以在网站上发布物品出售广告、招聘广告以及许多本地化的服务广告，网站浏览者与卖家直接联系，在线下完成交易。

中国商业模式的“出海”，中国企业的“出海”，可能会成为很长远的趋势，这个趋势的发展需要资本、资源、人才、知识的多方助力。而且，中国企业“走出去”，一定要放开思想，放下包袱，真正地融入当地的企业和市场环境中，和当地的环境结合，不要惧怕世界巨头企业，不要怕跟当地企业合作。我想把这个模式一直推广下去，让中国企业更快、更好地实现海外化发展，同时也让更多的海外企业学习中国。

海外商业实践的中国化重构

基于对中国消费市场和产业升级的理解，我们积极引入了众多海外品牌和成功企业，希望不仅是“走出去”，还能“引进来”，把全

球的商业实践和管理体系带到中国，去推动中国产业格局的变化和发展，促进中国本土企业更长远、更稳健地参与全球竞争。

2015年初，为满足国内患者对医疗品质的更高要求，提高医疗效率，改善患者体验，我们与全美综合排名第一的梅奥诊所共同成立了惠每医疗集团，把梅奥诊所先进的医疗技术、管理经验和培训体系引进中国。作为有着150年历史的医学研究中心，梅奥诊所在糖尿病和内分泌专科、胃肠科、妇科、肾脏科、神经专科和老年病学6个专科都排名全美第一，获得了“医学最高法院”的美誉，素有“医学麦加”之称。而梅奥诊所最为突出的，则是它“矢志不渝探寻准确病因，更早提出治疗方案”的医学追求，它也因此被誉为“美国最高质量、最有效率但又低成本的医疗体系的楷模”。作为一家非营利机构，梅奥诊所的成功秘诀一直是人们迫切探求的。在我们看来，其真正的秘诀在于“医者治院”理念下的整合医疗实践模式。2017年以来，高瓴和梅奥诊所连续共同举办“梅奥诊所中国医院管理峰会”，围绕“患者需求至上”的理念，搭建国内外医疗生态的交流平台，最大化聚集全球医疗健康领域的服务方、支付方、产品提供方，探讨突破创新疗法、医疗机构管理经验、服务理念以及各种前沿话题。我们希望，在交流中能够产生更多符合中国疾病图谱的本地化综合医疗解决方案，提升我国医疗的信息化决策和管理水平。

2017年，我们把“星巴克的祖师爷”——皮爷咖啡（Peet’s Coffee）引入中国，第一家旗舰店就开在上海的东湖路。皮爷咖啡是美国精品咖啡品牌，总部位于加州。可以说，星巴克是皮爷咖啡的门徒，皮特老爷子曾向星巴克的三位创始人传授了烘焙、店面布置等经验，早期还供应咖啡豆。为了更好地符合中国消费者的习惯，皮爷咖啡在产品和运营端都做了本地化调整，探索深度烘焙的中国口味。但是由于消费市场变化太快，在和运营人员交流时，我们更多的是探讨如何提升咖啡的品质、口感及服务要求，而不是如何追求速度、规模和盈利，好品牌要慢慢做。

2018年，位列全美前十大精酿酒厂的巨石精酿（Stone Brewing）也在上海愚园路开设了在亚洲的第一家旗舰店，这同样得益于高瓴的助力。在精酿啤酒圈，巨石精酿堪称“爱马仕”级别的存在，其创始人是两位重金属音乐的狂热发烧友。对于精酿啤酒爱好者来说，精酿啤酒与工业啤酒不一样的地方是，每款精酿啤酒都有自己的灵魂，精酿啤酒的历史也比工业啤酒长很多。我们希望能够把更多有着独特文化和故事的消费品牌带到中国消费市场，丰富消费者的体验。

不仅是精品咖啡和精酿啤酒，2019年，高瓴还收购了苏格兰罗曼湖集团（Loch Lomond Group），这也是来自中国的资本第一次收购英国拥有数百年历史的传统威士忌酿酒企业。罗曼湖集团旗下的资产包括邓巴顿郡的罗曼湖酒厂（Loch Lomond Distillery）、坎贝尔镇的格兰帝酒厂（Glen Scotia Distillery）、苏格兰一家瓶装厂格伦·卡特里内（Glen Catrine）以及小磨坊酒厂（Littlemill Distillery）遗留的酒。如果从时间上来算，小磨坊酒厂最早在1772年就开始蒸馏威士忌，是行业中历史最悠久的公司之一，也是苏格兰最古老的威士忌蒸馏厂。正是看到中国威士忌消费量和进口量的快速增长，我们决定推动罗曼湖集团设立中国总部，并充分运用电商、移动互联网、新零售等销售模式，拓展亚洲市场。

在运动健康领域，我们也发现了许多好玩的趋势，并陆续向国内引入众多圈内潮牌，包括Burton单板、On跑鞋等。2020年4月，“雪圈王者”——单板滑雪品牌Burton在中国的合资公司成立，将与高瓴共同运营中国业务。说起Burton，有很多的品牌故事有待讲述，某种意义上，是Burton塑造了单板滑雪这项运动，赋予其“挑战极限，追求速度、自由和冒险”的精神气质，这非常符合年轻人追求的生活方式。特别是随着中国冰雪运动的发展，越来越多的年轻人开始加入“雪圈”，为这个产业带来了很强的增长潜力。

在“走出去”和“引进来”的过程中，我们能看到许多源自中国的创新，也能看到许多海外的商业模式或品牌在被引入中国后对中国的行业发展产生的巨大推动力。商业进程的交融、商业资源的整合，以及相互的验证和借鉴，能在更大的环境中帮助不同的物种更好地演进。我相信，在未来我们还有更多好的尝试。

从商业物种的创新，到产业的快速迭代，从早期投资、成长期投资到并购投资，从海外模式的中国实践到中国模式的海外拓展，价值投资正在经历更多发展和变化。这其中的核心没有变，就是是否在为产业发展和社会进步创造长期价值，是否在坚持长期主义，是否在做时间的朋友。

我对投资的思考

- 价值投资者只有在长远问题上想清楚，在行业塑造、价值创造的维度上想清楚，才能经得起时间的考验。
- 一个商业物种的产生起源于它所处的时代和环境，其积累的生产能力、供应链效率和品牌价值，是对那个年代最完美的诠释，堪称经典，而经典的价值不可能瞬间土崩瓦解，也不会凭空消失。
- 科技不是科技企业的专利，传统制造业加上科技，将从产业端改造整个商业系统，适应不断进化的商业环境。
- 并购投资的出发点并不是追求投资规模或者单纯的投资收益，更关键的，是在原有商业模式创新进入阶段性瓶颈的情况下，判断科技赋能能否成为驱动产业升级的新价值所在，能否通过科技创新对现有商业模式进行精细化打磨，通过引入新的资源改善被并购公司的长远状况。
- 真正的“重仓中国”，就是要帮助中国制造业更好更快地实现转型升级，真正地在产业中提升数字化、科技化、信息化水平，帮助中国制造业占据价值链的最高端。

第 10 章

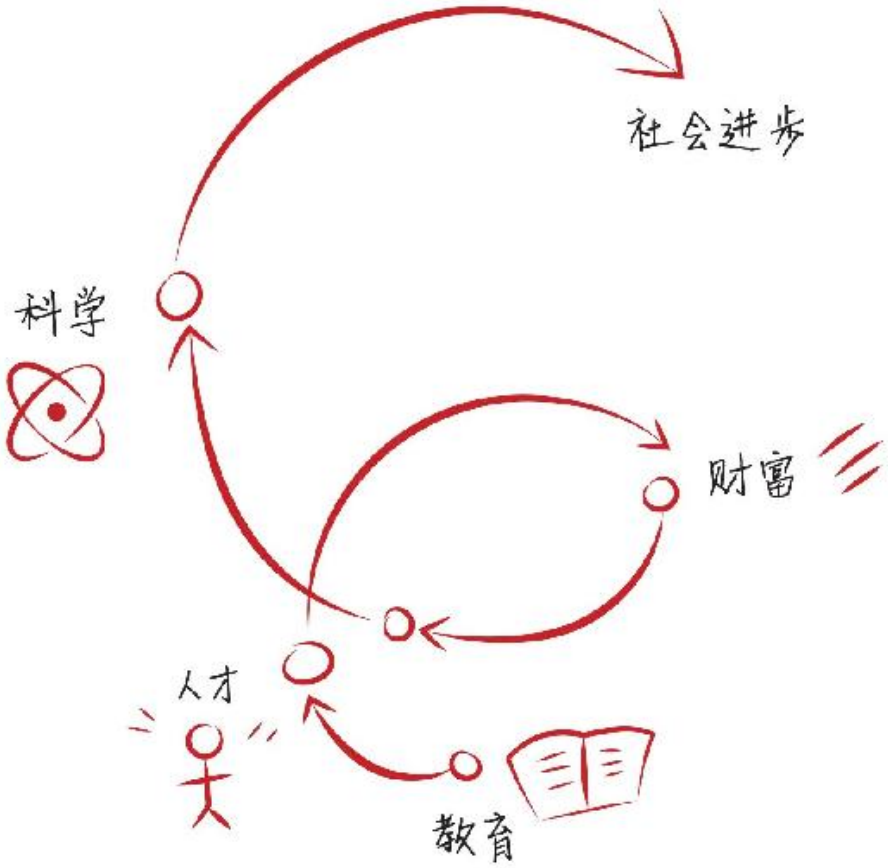
永远追求
丰富而有益的人生

BE A
FRIEND
OF
TIME

教育是对人生
最重要、最明智的投资。

从投资人的角度来说，很多风险投资是需要退出的，但培养人才是永远不需要退出的投资。通过这些年的实践，我深刻意识到，**教育是对人生最重要、最明智的投资。**我希望用创新的方式倡导普惠教育，以此在社会转型的过程中承担责任、创造价值。

从有益于社会的角度来说，如果有更多的人实现有益于社会的梦想，就一定能够推动社会的进步。在投资方面，我喜欢“想干大事”的企业家，在教育方面，我喜欢与具有伟大格局观的企业家共同发现人才、培养人才。我最大的乐趣就是帮助杰出的人发挥自己的天赋和价值，去实现梦想。就好比价值投资可以分为两个阶段一样，教育也是如此，第一阶段是发现价值，第二阶段是创造价值。这里的创造价值其实就是一个不断地动态地打造自己的过程，要善于发现自身的天赋和价值，构建并利用自己的独特性去创造价值，在对人生的“价值投资”中塑造自身的成就。



教育是永不退出的投资

高瓴所坚持的投资哲学在很多方面同样适用于教育和人生选择。第一是“守正用奇”，就是要在坚守“正道”的基础上激发创新；第二是“弱水三千，但取一瓢”，就是一个人要在有限的天赋里做好自己最擅长的那部分；第三是“桃李不言，下自成蹊”，就是指只要好好做自己的事，成功自会找上门来。

还比如高瓴坚持的理性的好奇、诚实、独立以及同理心，这不仅适用于投资，也适用于教育。始终保持好奇心对年轻人来说非常重要，世界上永恒不变的只有变化本身，变化催生创新，所以我们应着眼于变化。只有始终保持着好奇心，不断地迎接、拥抱创新，才能创

造善意的价值，形成让蛋糕更大、开放共赢的局面。真正的诚实，是既不要欺骗别人，也不要欺骗自己。虽然有时候，也许有人不靠诚实也能成功，但这种成功不但不持久，还有可能会“搬起石头砸到自己的脚”。在知识和智力上的独立也是非常重要的，能否形成独立的思辨能力实际上是决定年轻人能坚持走多远的基石。如果一个人同时拥有理性的好奇心、诚实的品质、思考的独立性，再加上一些同理心，并且有长期奋斗的心态，那么能否获得成功就只剩下运气和大数法则的问题。或者说，一遍一遍地做让你有激情的事，并且乐在其中，那么成功只是时间问题。

再比如动态护城河理念，强大的学习能力和对事物的敏锐洞察力，是一个人能力的护城河。所以一个人要学会坚守自己的理想，珍惜自己短期内没有被外界看破的窗口机会，把护城河架构好，形成持续学习和创新的能力。

所以，对投资的思考，也在帮助我延伸对教育、人才和人生选择的深层次思考，经历得更多之后，我最大的变化是理解了这个世界与社会的复杂性与多样性。在无数种推动社会进步的要素之中，教育、科学和人才不仅仅是创造价值的基础力量，还是塑造并推动整个社会进步的长期力量。所以，我时常鼓励年轻人，一定要从自己的内心出发，做真正对社会有益的事，比如去做科学家、做医生，或者亲自去创业，但不管从事何种职业，都要把创造价值，而不是积累个人的财富或者其他无益于社会的事情作为最重要的目标。

长期主义的人才观

在投资中，最宝贵的资源是时间；在投资机构中，最宝贵的资源是人才。市场上通常把投资人简单分为三种类型：资源型、社交型、研究型，而高瓴更重视的是最后一种，有研究特质的人。这一人才标准，不仅限于选拔投资经理，还是对高瓴所有岗位的一个基本要求。

花大量时间在员工培养上

好的研究型人才三分靠天赋，七分靠训练。天赋是一个人的基本盘，意味着是否足够聪明，是否足够想赢，是否有探究事物本源的好奇心。我们相信，经过多轮人才招聘的检验，进入公司的新人，都是具备强大自驱能力和学习能力的璞玉，公司要做的是，通过磨炼、培养和文化的熏陶，让他们学到正面的经验，少走不必要的弯路，尽早迈向更大的舞台。所以，我们会竭尽所能为新人创造发展的空间、学习的条件，允许新员工有成长的过程，花大量时间在员工培养上。

员工培养的过程，其实是引导员工与公司文化、组织机制相互匹配和融合的过程。高瓴一直把自己看作永远在路上的“创业者”，我们要随时拥抱变化，学习全新的事物，进入崭新的领域。所以，在高瓴，无论是新员工还是老同事，都有很多机会去跳出舒适区，接触自己未曾涉猎过的领域，去做自己并不熟悉的事情。就像高瓴在持续创业的过程中不断发展一样，每个高瓴人也是在一次次突破自我边界的时候，理性的好奇、自我学习的能力得到最大的激发，从而收获最快的成长。

当然，这种成长的过程也不是一蹴而就的，其间难免有失败和挫折。我们会为员工提供充分的容错空间。另外，我们也会创造条件，让员工分享得失，一起帮助其分析和复盘，积累成长值。更重要的是，通过这样的过程，我们要让员工明白，不是所有人一开始都能做到90分、100分，我们更看重潜质、价值观、驱动力。

较好的员工成长环境还得益于足够扁平的组织机制。扁平的组织机制能够保证更多有价值的想法随时被听到，即使是一个新人的观点也能得到足够的尊重，会有人关心，会得到反馈。我们强调“多汇报、少请示”，鼓励包括新人在内的员工不怕露怯，勇敢表达。哪怕是“微判断”，也要及时提出来，不要奢望一次汇报解决问题。我们

也要求团队领导者对员工的想法迅速给出反馈，反复消化，不断迭代。

这个对新人来说尤其关键，尤其是经历过其他层级化组织的新人，会被这种及时的反馈所鼓舞。在新人看来，有业内成熟干练、积累深厚的一群人在听他们提出的策略，在帮他们分析、验证、纠正和提高。这种文化，会迅速释放新人的表达欲望。因为大家知道，勇敢表达，就是在争取难得的学习和被帮助的机会。

员工的成长有两方面：一方面是素质和业务上的提高，另一方面是与公司形成情感上的连接和默契。在团队内部，我们也会努力营造一个更好地倾听反馈和给予关怀的氛围，让新员工知道，公司能看到他们的努力，理解他们。我们力争做到，对员工提出方向性的引导更多，而具体的要求和标准更少。要引导员工往正确的方向上走，但不能特别要求事情做好的标准是什么。有标准，每个人都可能拿标准去比较，而一味的比较并不利于员工的长期发展。我们更希望，每个高瓴人会在公司组织文化的熏陶和引导下，找到适合自己的“好标准”。总之，条条大路通罗马，每个人都有自身的成长路径。还是那句话，**对于有潜质、价值观一致的员工，我们奉行长期主义，不着急，慢慢来，给予其充足的成长时间。**

一定可以“走得更远”

一般来说，高瓴的员工依靠自我驱动的学习热情，加上公司文化、运行机制、业务实践的打磨，能够积累非常丰富的经验和能力。

选择做时间的朋友，对高瓴来说，是一种人才培养机制，对每一位高瓴人来说，也是一种对自我成长的期许。做时间的朋友，需要极强的自我约束力和发自内心的责任感。在多数人都醉心于“即时满足”的世界里时，懂得“延迟满足”道理的人，已经先胜一筹了。毛

主席在《七律·和柳亚子先生》一诗中写道“风物长宜放眼量”，就是让我们从远处、大处着眼，要看未来，看全局。这常常是高瓴给创业者的建议，其实也同样适用于每一位高瓴人的工作和生活。坚持自己内心的选择，不骄不躁，持之以恒，时间终将会成为你的朋友。

我们也看重对人才考核的连续性，保证高瓴人能以更长远的眼光看待投资回报。在激励机制安排上，我们强调长期性，并不简单以短期回报倍数作为考核结果。

高瓴也希望为员工提供一个发现价值和创造价值的平台，通过公司全周期、全链条的投资生态，让每一位员工可以尽情挥洒激情，施展抱负，得到立体的、全方位的锻炼和提升，拥有不一样的格局、视野和丰富经验，最大限度地满足每个人的职业成就感。

当然，“梦想有多大，舞台就有多大”，让每个人能走得更远的，归根结底还是自我驱动力和自我学习能力，是对真理的热爱和追求，是持续解决社会痛点的使命感。只有这样，才能不断吸收、消化平台和实践提供的输入，不断提高自己思考的维度，与公司一起创造更大的价值的同时，实现个人价值的不断提升。

成长型的人才培养机制

历次产业变革，都是在新技术、新思维与社会经济产业的碰撞融合中完成动力转化、模式创新，并且带来数以万计的新产品、新物种的爆发的。能在这个时代脱颖而出的创业者，往往是能够多学科思考的鬼才和拥有多维视野的怪才。

而这个时代的投资人，仅有金融投资或者商业管理方面的知识是远远不够的，需要多学科的知识储备和洞察。

拥有多学科思维的多栖明星

我们通过跨时间、跨行业的研究，输出行业洞察，并寻找具有伟大格局观和创新精神的创业者，实际上跟创业者一样，是在新的技术趋势下，结合原有产业规律和现状，进行对新的技术应用、新的商业场景的洞察和设计。这样的设计，不是简单的物理上的，也不是简单的虚拟化的，它需要运用商业、技术、艺术等多维设计能力才能实现。这样的洞察和设计，有时候甚至是在新一代消费者的心理之上进行的。

比如在新的消费品牌领域，要做出前瞻性的洞察，仅仅具有理工科思维、商业思维是不够的，必须要有一定的文科生思维，甚至是艺术方面和心理学方面的思维。拥有多元的思维模型，才能敏锐把握最新的文化形态，精准描绘新一代用户画像，知道他们热衷什么、喜欢怎样表达、关心哪些事、会被怎样的内容吸引，也才能够理解不同的生意形态到底能在什么样的环境下胜出。

比如喜茶这个新兴的网红消费品牌，它的成长固然有理性的商业逻辑在，但它的崛起又是超越了单纯的商业计算的，依靠的是对消费者心理的精确把握与触达。所以，你会看到，除了对口味、服务、包装设计的精益求精之外，联名、跨界等营销玩法层出不穷，这些是难以纯粹依靠算数得出来的。

著名作家汪曾祺说，一个人的口味要宽一点、杂一点，“南甜北咸东辣西酸”，都去尝尝。对食物如此，对文化也应该这样。实际上，这样宽一点的口味，用在对人才的要求上，也是完全适用的。我们要培养能学会玩、十八般武艺样样精通、拥有跨学科思维的“多栖明星”。

共创、共享的“知识大脑”

我们全力打造学习型组织，倡导团队内部的“传、帮、带”文化与跨团队的交流和分享，创造一切条件促成内部的相互学习。

在高瓴，新同学的培养大多要依靠工作中的耳濡目染与逐渐熏陶。周会、双周会、月会、专题分享、投资决策会对新同学来说都是非常好的学习机会。尤其是在投资决策会上，团队的项目经常会收到首席投资官的直接点评，让新同学尽早地理解高瓴的研究、思考方式，理解高瓴到底要做什么样的投资。

不仅如此，知识无边界。我们非常注重互相学习与个人认知的共享，注重每个人能否给团队分享传递有效的新认知与新发现。这是一个在组织内部不断对新人进行训练的过程。当然，个体都是有差异的，个人的理解肯定存在偏差。我们的组织文化、“传、帮、带”的机制，就是在努力缩小这种认知偏差，让高瓴的方法论、价值观得到正确的表达和传承。

当然，这种“传、帮、带”不是为了消灭个性——那与我们倡导的独立思考的文化是相悖的。我们是要在个体的独立性、组织的不断创新迭代，与业务的稳定向上、精神理念的传承之间，找到一个恰当的平衡点。

跨团队分享机制，最典型的体现就是高瓴的年会。通常，大家对年会印象最深的，除了公司领导继往开来的总结展望，可能就是晚宴上的表演、抽奖以及各种在吃喝玩乐中的放松和释放。在高瓴，这些环节当然也必不可少，但对于一个学习型组织来说，仅有这些显然远远不够。我们的年会周，又被称为“学习周”。每年年会前的那几天，每一个高瓴人都会收到一份“选修课”大餐——基本上每个团队都会派出一名“老师”，拿出“干货”满满的知识与经验，和其他部门的成员进行交流。

这样的学习分享，会一直贯穿年会周的始终。每个高瓴人都会非常重视这样学习交流的机会，因为，被选为“老师”的人一定有着外

界难以看到的不传秘籍，加上精心的准备、现场不设限的深入交流，最后呈现的绝对是一场场年度智识的饕餮盛宴。当然，“师资力量”不仅来自公司内部，我们也会博采众长，邀请外部的企业家、学者以及各行各业的“大拿”过来，做各种形式的交流。如果觉得这些交流还不够深入，每年的年会周，我们还有一个专门设立的一对一交流环节，形式上就像一次8分钟约会的相亲大会一样。高瓴人可以提前通过系统尽快下手去选定三个自己“心仪已久”的同事，也可以“佛系”一些，等待命运匹配的惊喜。总之，新鲜的不仅是形式，更是坐在对面的同事带来的全新的知识，交流时间虽然短暂，但一对一的形式保证了交流的深入和高效。

实际上，这样充分交流、无私分享的内部机制，还有更深层次的意义。我们不断深入各种行业，收集各种信息，研究各类公司，最后不仅完成信息转化为知识、知识成为洞见、洞见指导实践的过程，也有机会将所有的知识、洞见，在行业、环境的空间维度，以及时代、技术、商业变革的时间维度上连接起来，形成更大的知识图谱。

而这个“制图”过程，是投资团队、投后管理团队及中后台支持团队的每一名员工都参与的。每个部门都有自己的方法论，有自己的知识体系，大家合在一起，才是一张完整看待世界的知识图谱，一个公司的“知识大脑”。而内部的学习分享机制，就是这一“知识大脑”神经元的连接方式之一。这一机制，让每一名员工都有机会去共享一个超级知识库，又同时参与了它的迭代建设。

在时间中彼此合作、学习和收获

投资可能是世界上最具有魅力的工作之一。我们把各种各样的聪明人聚集在一起，大家一起做研究，一起得出判断，去押注价值标的，参与价值创造，在时间的评判中去收获、学习、成长。

而投资机构可能又是世界上最难管理的组织。一群天生骄傲的聪明人如何相互配合？一群“各怀绝技”的高手又如何密切协作？既然投资不是“智商为160的人一定能击败智商为130的人”的游戏，投资机构如何做好团队的内部协作？

在这个方面，高瓴是幸运的，因为我们从一开始就是一家研究驱动的投资机构。“学院派”是我们最鲜明的标签。俗话说“文无第一，武无第二”，也许一群学者型投资人聚集在一起，自然而然就形成了共同探讨、相互学习、互相启发的学术氛围。同时，长期主义的基因在机制上保证了我们可以在喧嚣的市场中保持定力，为研究安放“一张安静的书桌”。而价值创造的理念，又让我们在市场的潮起潮落中保持了一份心灵的宁静，对内对外都不争不抢，不断去实现自己的“诗和远方”。

当然，团队协作文化的形成，还在于我们在多次穿越周期之后，对市场本身有了深深的敬畏。我们永远无法真正掌握真理，只能不断靠近它。这是一种面对真理的谦卑，它承认了个体认知的局限性，从而驱动自己向包括团队伙伴在内的任何有益方向不断吸收学习。

此外，作为一个创业者，我们随时准备拥抱变化、迎接外部挑战，这样的状态决定了，我们的组织内部要越简单越好，才能同心协力、快速反应。

从某种意义上来说，面对瞬息万变、不断发展的外部和市场环境，我们要在巨大的压力下，随时做出抉择判断，这真的不亚于进行一场高强度的对抗赛，而你的身边人就是你唯一可以信赖的队友，大家只有背靠背站在一起，互相依靠，互相支撑，才能汇聚更多的智慧和力量。

而且，团队协作还让我们在内部形成了很好的复盘和纠错机制。习惯于单打独斗的人，大多数时候很难形成自我反省的心态，因为，自己是最容易说服自己，甚至骗自己的；而在团队之中，大家相互交

流，相互提醒，甚至相互挑战，既鼓励大家独立判断，又发挥了平台纠错机制，不仅促使我们团队不断反省、复盘，减少出错的概率，争取提高长期胜率，更有助于个人在其中不断学习，快速成长。

很多优秀的人愿意加入高瓴，也许就是因为这里有一个终身学习的环境，一个可以相互协作、相互启发的组织文化。这样的文化，让我们在彼此协作、相互学习中越来越坚信，选择与谁同行比要去的远方更重要。

教育和人才是永不退出的投资

为善最乐，是不求人知。高瓴坚持“桃李不言，下自成蹊”的投资哲学，就是此意。在更宏大的世界观里，价值投资可以发挥更大的作用，可以做创新资本与赋能资本，但首先应该做“良善资本”，通过在教育、科学、扶贫等公益领域的投入，让更多人、更基础的力量以更包容的方式塑造未来。

教育，最重要、最明智的投资

我对教育和人才培养的理解有三个层面：第一，对于教育，首先应该培养学生拓展什么样的能力？我想到的答案是创造性思维能力和对交叉学科的学习能力。第二，对于科技创新，应该培养怎样的人引领产业未来发展？答案是具备人文精神的科学家、工程师。第三，对于更长远的未来，怎样培养一些人做最基础的科学研究，做理论创新和原发创新？答案是通过设立研究型大学。

正因如此，我始终对教育和人才培养心心念念，希望帮助更多年轻人追求知识上的丰富、能力上的完善和价值观上的正直。2010年开始，我在中学母校驻马店高中，以自己读书时所在的107班的名义设立了“107奖学金”，持续资助优秀的学弟学妹们圆梦大学，培养探索精

神和独立人格。2011年，我在大学母校中国人民大学捐建了高礼研究院，出发点就是看到好的教育平台可以塑造一个人的气质与格局，与杰出商界领袖直接对话，则可以提升一个人的境界与视野。我们应当考虑的是，如何与高质量的人花足够多的时间，做一些高质量的事情。2017年6月，我再次向中国人民大学捐赠了3亿元人民币，用于长期支持创新型交叉学科的探索和发展，鼓励年轻人在纷繁复杂、选择众多的世界里多学善思，以创造式、思辨式思维，做出真正有益于国家和社会发展的选择。同年，作为创始捐赠人，我捐赠支持创立中国第一所聚焦基础性前沿科学的创新型研究大学——西湖大学，希望协助施一公师兄整合社会资源和募集社会资金，引进好的教育思想和理念，以支持学校更好地发展。

说起西湖大学，这是中国第一所靠社会各界捐赠而创办的现代大学。截至2019年底，共有44位创始捐赠人和超过1万名来自世界各地各个社会群体的人士为这所大学捐赠，其中包括学生、工程师、医生、普通工人、公务员、艺术家、教师、农民和外来务工人员、华人华侨等。

对于创办西湖大学，我们共同的思考是如何运用社会的力量和国家的支持，创办一所致力于高等教育和学术研究的新型研究型大学。特别是在看到许多有理想、有情怀的世界级科学家投入国家的教学科研和人才培养事业中时，这些相互交织的力量给了我们很大的鼓舞。西湖大学的创立也不仅仅是为了培养一些科学家以形成重大的科研突破，更关键的是，它在探索人才培养、科学研究、大学管理的创新机制，去引领全社会形成尊重科学、尊重基础科学的氛围。这种社会意义和长远价值是无比巨大的，对中国甚至世界的创新发展都会产生不可估量的影响。

教育是一个很讲究情感关怀和激励的领域，越是处于一个“机器横行”的人工智能时代，我们就越是呼唤人性中独特的同理心和

情感互动等真正有温度的东西。科技的创新终将引领教育的创新，人工智能给教育带来了挑战，但这些挑战也给人类提供了一个更大的重新创造历史的机会。所以，人文主义和精英意识应结合起来，精英们不能孤芳自赏，“躲进小楼成一统”[(49)]，而应当与社会发展同步，在与社会的情感关怀和互动中实现自身价值。

有一种说法是：“一个社会的今天，靠经济；一个社会的明天，靠科技；而一个社会的未来，靠教育。”我不仅仅将自己定位为一名教育事业捐助者，更看作一名创新教育模式的践行者。对于企业家而言，捐款是相对容易的事情，更重要的是要花费精力和时间，结合中国国情和发展趋势，脚踏实地地探讨和引进最好的教育思想和资源。中国的教育制度有很多可取之处，比如通过长期的训练和多重考核，培养学生形成极高的韧性，这些品质对学生将来的个人发展，无论是创业还是做投资，都是非常重要的。在这个基础上，可以引进一些新的教育思想和资源，培养能够跨行业、跨界、跨专业自由思考的人才。

我们不能只建一座桥，而要建很多座不一样的桥，甚至要有摆渡船，来帮助大家以各种方式到达教育和自我认知、自我丰富的彼岸。比如，我们可以探讨和拓展教育多样性，包括精英教育、普惠教育、职业教育等多种多样的形式，支持教育的供给侧改革。为此，我仍在不断进行在其他领域的教育探索和投入，希望在未来用更多的创新方式支持教育，让投资、教育与社会相互促进，以此来支持社会的转型进程。

科学精神，是推动社会进步的基础力量

我相信人类社会的基本法则是相互依存，我心中最柔软的地方就是希望能够更好地与人们产生关联，更好地建立人与人之间的联结，回归友善和温暖。我一直认为，**未来的构建需要无尽的想象力和踏实**

的执行力，这两种力量汇聚在一起就是创新，而创新的核心正是人才。我希望通过投资和公益把创业者、企业家、科学家连接起来，把坚持价值投资的投资人连接起来，把商业头脑和科学知识连接起来，把商业文明和人文精神连接起来。新的产业时代根本上还是需要依靠科学技术来驱动，需要真正的科学上的创新，尤其是基础科学、“硬”科学上的创新。因此，在这样的环境下，人才也需要多方面的知识储备，仅有商业管理或是金融经济方面的知识是不够的。未来，我们需要培养既有商业头脑又有科学技能的跨界型人才，我们需要既有商业头脑又有人文精神的科学家，也需要具有科学知识并尊重科学的创业者、企业家，能够和科学家一起去工作。这是市场所提出的需求，也是社会所提出的需求。在我看来，未来的入口是科学和教育，有一条解决今天很多现实问题的根本路径，那就是兼具人文精神的科技创新，尤其是基础科学的创新。

为此，在2015年，我与一众科学家、企业家、投资人共同发起设立了“未来论坛”，希望借助这个平台，能够邀请不同领域的专家、学者进行前瞻性、启发性和思辨性的探讨与交流，打通产、学、研和投资之间的壁垒，寻找未来的新标准、新可能。在未来论坛成立大会上，我向理事会提出设立未来科学大奖的倡议，希望能够用这个奖项鼓励和吸引更多年轻人从事科学、专注于科学，为他们打开新的一扇窗，鼓励他们用科学发明的成果去给人类社会做贡献，而不仅仅是想当明星或者金融家。

中国的创新如果只靠商业模式的创新，总有一天会走到头。再往后，国家竞争力的提升就需要把基础科学打得更扎实。所以，无论是倡议设立未来科学大奖，还是支持西湖大学，本质上都是要帮助科学家做一些长远来看有意义的事。因此，作为一家坚持长期主义的投资机构，我们有责任帮助孵化、连接并转化基础研究和原始创新的成果，帮助更多投资人理解和掌握价值投资理念背后的精神，将科技进步、创业创新和价值投资连接起来，成为推动社会进步的基础力量。

所以，如何理解财富的意义，对于一名投资人而言格外重要，甚至能够影响很多重要的投资决策。在我看来，财富的意义远不止于物质和金钱，而是代表着沉甸甸的道义和责任。人们的财富既然来自社会，那么人们就尤其需要善用这些财富去服务和回馈社会。从小处讲，这是知识与财富的良性循环，从大处讲，这是为了让个人价值与造福人类的终极目标相一致，让教育、人才、财富、公益和社会之间形成更大更好的循环。

教育和人才，可能是最长远的投资主题，永远不需要退出。当教育驱动人才和社会蓬勃发展、不断创造价值的时候，在更宏大的格局观里，投资人能够发现更多有意义的事情，这也是最大化创造价值的超长期主义。

我对投资的思考

- 对于有潜质、价值观一致的员工，我们奉行长期主义，不着急，慢慢来，给予其充足的成长时间。
- 教育是一个很讲究情感关怀和激励的领域，越是处于一个“机器横行”的人工智能时代，我们就越是呼唤人性中独特的同理心和情感互动等真正有温度的东西。
- 未来的构建需要无尽的想象力和踏实的执行力，这两种力量汇聚在一起就是创新，而创新的核心正是人才。

做时间的朋友

人的一生，可以选择很多种生活方式。中国古代传统思想讲求“穷则独善其身，达则兼济天下”。在我看来，如果穷、达之间仍然可以创造价值的话，一定更有意义。与成功相比，不断成长的历程更令人难忘。人们在社会中接受历练、选择挑战、不断摸索，就像科学家在自然科学领域探索一样，发现价值和创造价值都意义非凡。

我愿做古典传统的延续者和中国哲学的践行者，做价值投资理念的探索者，做充满现代主义理想的创新者，做坚持乐观主义的投资人，但最想做的，是一个有激情、为他人提供帮助、温暖而善良的人。

我时常对一些根本性问题进行反思，比如在现代经济社会中，资本究竟应该扮演怎样的社会力量？进入21世纪，越来越多的人开始反思资本的属性，在人、社会、自然和资本之间，应该做出怎样的平衡？如果说米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）式的“金融资本主义”定义了长久以来的商业价值观，即企业有且只有一个社会责任——利用其资源从事旨在（为股东）提高利润的活动，那么我们是否应该用更长远的视角思考究竟是否存在更好的商业范式，以通过保持恰当的利润水平，实现更长期、更持续、更健康的社会发展呢？

对资本力量的反思能够帮助我们不被资本所控制。资本最重要的功能之一是通过资本配置对社会上的资产进行定价，而一旦这个定价发生扭曲，许多经济问题会随之产生。**如果通过投资实现的资本配置不能促进人、社会和自然的和谐发展，而是将社会推入一种荒蛮、冷漠、充满浪费的旋涡，人们无法获得伴随经济发展而应得的权**

利，企业失去了赖以生存的社会环境，那这样的资本有何意义呢？假如真如德国哲学家马克斯·韦伯（Max Weber）[(50)]所说，现代社会的工具理性随着现代化、官僚化的过程，变得超过了价值理性，那么我们是否真的会被器物和财富所奴役？

在中国特有的历史、社会和经济环境下发展的价值投资，继承了西方现代金融投资的基础理论，又融合了许多东方哲学思考的文化内涵。真正的价值投资应该摒弃通过精确计算的功利方法来实现所谓成功的方式。无论处于怎样的金融周期、经济有没有泡沫，价值投资者都应该依靠企业的内生增长获得投资收益，不能依靠风险偏好或者估值倍增。提供解决方案的资本，应该从资本型的投资转向运营型的赋能。**真正的良善资本，应当考虑短期和长期、局部和整体、个别和一般、随机和规律的关系，用更加理性的视角思考整体价值，专注于普惠意义的创新。**在所有的价值维度中，不仅仅存在金融资本（股东利益），还存在人力资本（劳动者利益）、社会资本（社会公众利益）和自然资本（自然生态资源）等多种角度的考量。**一条可行的新法则，应该致力于整体的繁荣发展，不应该以牺牲一些人而有利于他人作为结果，不能是零和游戏。最好的资本配置，应该是坚持长期主义，为有利于社会普遍利益的创新承担风险，以实现社会福祉的整体进步。**

在我看来，人生不仅要受到世俗规则的规范，这称作伦理约束，更要向自己的内心反问：什么是最应当遵循的道德准则？就像许多哲学家提出人类对自然不仅要以科学的态度探索其奥秘、性质以及定律，还要秉持道德准则来解构人与外界的关系一样，人们在用第一性原理探究世界、理解科技进步和商业演进的同时，更为关键的是要理解人文精神，这是理解历史、现在和未来的基础能力。在这个存在许多困惑、焦虑和不确定性的年代，难道人们不应该多加思考什么是真正的价值理性，从而在精神的温暖、情感的炽热中回到尊严和良知茂盛的时代，并重新充满勇气和希望吗？在主张乐观主义的年代，我们

相信真理、科学，相信人文、正义。我们要做经得起时间检验的事，有些企业坚决不投，有些钱坚决不赚，这是内心的戒律，也是最高的受托人责任。**回归人文关怀，是我们在价值投资实践中所必须遵循的最高准则**。

我也常常思考个人与时代的关系。与原始社会的幸存者往往依赖于强健的体魄，封建社会的佼佼者往往仰仗家世、血缘，偶尔才有人通过努力考取功名不同，生于现代社会的我们遇到了最好的时代，可以通过接受教育、学习知识和探索创新改变自己的命运。我是教育改变命运的典型。河南的人口基数大，人们努力追求更美好的生活，这恰恰是中国的一个缩影。在这个缩影中，我通过接受良好的教育考入好的大学，在国内好的企业工作，又去美国留学实践，进而选择投资事业。正因如此，感恩是我永远的心灵归宿。有很多人比我们聪明、勤奋，只是他们生活中没有这样或那样的机遇，或者现实容不得他们误打误撞。所以，**任何处境下都不能高己卑人。有的时候，遭受过苦难，才能理解别人的难处。**苏格拉底说过，未经审视的人生不值得过。

我意识到，许多伟大创业者通过更有效率的组织模式为社会创造好的产品和服务、好的生活体验，而好的商业本身就是治愈世界的力量。与此同时，社会当中仍然有许多问题无法通过商业力量来弥合。这个时候，公益作为另外一种力量，起到了不可或缺的作用，帮助政府和社会解决应该得到解决的问题。正如陶渊明所写，“纵浪大化中，不喜亦不惧。应尽便须尽，无复独多虑”，价值投资完全可以既做商业投资，又在更广阔的领域承担起责任，在教育、科学、扶贫等方面做捐赠，支持、赞助社会企业[(51)]，创造更多更重要的价值。

思考至此，我清晰地发现，在长期主义的范畴中，做公益和做价值投资殊途同归。任何财富都是时代所赐，因此要善用这些财富，其中的关键是“运用之妙，存乎一心”，保持内心的平衡与平静，打通

“任督二脉”，最终重剑无锋。我们所做的投资，不见得是赚钱最快的方式，也不见得是赚钱最多的路径，但这是让我们获得心灵宁静的道路。获得心灵宁静以后，奇迹就会因此而生，我们就能不断创造价值，回馈社会。这不仅是为了实现个人的初心，也是在开启知识与财富相互促进的良性循环的开端。

所以，这里所写的，源于我对多年实践的思考。这些难忘的经历，是这个时代和我遇到的每一个人共同赋予我的恩赐。我想把这本书献给我的家人，尤其是我的妻子与我的孩子们，与他们一起滑雪、冲浪，不断学习和成长，他们的支持和陪伴让我永远充满勇气。我也特别感激和我一起与高瓴不断成长的Michael、Tracy、Luke和许多同事们，他们每个人都是我最真挚的朋友。我要特别感谢在百忙之中为本书撰写推荐语的良师益友们，每次的攀谈讨论都令我获益匪浅。最后，希望将来孩子们读到这本书的时候，能够明白我们为什么选择长期主义之路，为什么永远探求真理，为什么长期支持教育、人才和科学，为什么坚持不断创造价值。

“尚未佩妥剑，转眼便江湖。愿历尽千帆，归来仍少年。”从事投资多年以后，我越发觉得大道至简，无论是面对创业者、消费者还是出资人，我所坚持的都从未改变：追求真理，追求价值创造。天地不言，四时行焉；时光不语，真心明鉴。古人说：“人生天地间，忽如远行客。”我们希望在长期主义的实践历程中，寻万物流转，觅进退有章，做时间的朋友，回归内心的从容。

我的演讲和文章

在内心深处，我一直希望与人们更好的连接，把对投资的理解、人生的感悟以及许多温暖的东西与人分享。我也希望能有更多的年轻人通过教育、实践和创新，不断追求真理，推动中国在基础科学、基础创新上的进步，成为具有商业头脑、人文关怀和科学精神的创业者、创新者。

这里有我在内部会议、大学、未来论坛等场合发表的演讲和文章，希望能够和大家一起探讨教育、人才与未来。

将绽放进行到底

非常感谢这么多企业家、这么多朋友从世界各地专程而来，包括来自美国纽约、硅谷，欧洲各地以及中国各地的投资人，大家欢聚一堂，一起分享今天的大会主题——绽放。

我觉得谈“绽放”这个主题在当下尤为重要，因为最近大家都在谈资本的寒冬。当创新遇到悲观情绪的时候，我们能做的就是重新审视自己：我们当初为何心潮澎湃？为何放弃很多而做了这样的选择？这个过程究竟是在创造什么价值？勿忘初心，方得始终。

今天是高瓴成立10周年，我想通过一个小小的案例来回顾高瓴这10年。10年前我创业的时候，我们募得的第一笔资金只有2000万美元。今天，我们一些最早期的投资人也在这里，包括耶鲁捐赠基金的大卫·史文森。那时候我一个人带了四五个人一起创业。他们有一个共同点，就是没有一个人做过投资，但我们都有一个想法，就是要自己搞明白正确的投资应该是怎样的、应该怎么做，而不是拷贝流行的做法。所以说，**勿忘初心的第一点，就是要回到事物的本质，去真正地思考什么是正确的、应该做的事情。**

高瓴自己的长期投资理念到底是什么？

很简单，就是找一群靠谱的人，一起做点有意思的事。今天在座的企业家也是我们一直在找的靠谱的人。大家一起做有意思的事情，就是不断去创造价值。

做投资有很多种方法，有的人相信零和游戏，有的人认为自己总能比别人更擅长在中国这样的资本市场中博弈。高瓴要做正和游戏，大家一起把蛋糕做大，做能够传播正能量的事情，这是我们的初衷，也是我们每一步都在坚守的理念和信仰。

怎么做到这一点呢？

我们非常强调深入研究，并把我们的研究成果分享给我们投资的企业。昨天我们做了一整天的内部分享。我们认为这个世界永恒不变的只有变化本身，变化催生创新，所以我们投资于变化，而不是投资于垄断所赚取的超额利润。我们认为从基因角度来看，垄断不能形成创新。**只有不断地迎接、拥抱创新，才能形成一种善意的价值创造，形成让蛋糕更大的、开放共赢的局面。**

我们投资于伟大格局观。拥有伟大格局观的企业家的愿景远不同于简单地赚取短期利润。**一个卖商品的企业家不能光想着“我的生意是卖商品”，应该想“我的生意是创造幸福”，而创造幸福的方式之一是卖商品。**

我们要充分发挥高瓴在投资形式上的灵活性。我记得在高瓴第一期基金设立的时候，我们就选择了做常青基金。常青基金到底是一个怎样的模式呢？就是我们跟出资人之间的投资契约规定，任何事情只要合理、有意义，我们都可以做。这可能是世界上最简单的一种模式——出资人给你开了一张空白支票，“你可以干任何你认为合理、有意义的事情”。但我认为这也是最大的挑战，需要你在无数诱惑下更加专注，扪心自问什么是最有意义的事情。今天高瓴秉承“守正用奇”的理念，做正确的事情，但是不拘泥于一级市场、二级市场，或者早期投资、风险投资、私募股权投资、企业并购、私有化等某种或某几种形式，而是根据实际需要灵活投资。

我们不断问自己，什么是我们觉得合理、有意义的事情。**我们要做有意义的事情，同时也要避免为了做事而做事，**这也是高瓴的一个投资原则。我们不会像天女散花一样做很多投资，我们要把最好的精力、最好的资源，集中投资给我们最信任的企业家。

我希望能够把高瓴这种“我们不急着做任何事，我们做的事情一定要有意义”的模式长期发展下去。为什么今天我们站在这里，用10

年经验来跟大家分享，和大家一起探讨？因为我相信我们生活在一个伟大的时代，一个激动人心的时代。我们要怎么对这个时代表达感恩？答案是相信中国，重仓人才。**重仓人才，就是我们要帮助人才形成正能量、能量圈，绽放自己，温暖别人，这是对未来最好的投资。**

最后我想讲的是，大家都会遇到很多的挑战和困难，现在有很多人说资本寒冬来了，我想跟每一个人说，只要我们勿忘初心，苦练内功，重新回到事情的本质上，就不会害怕寒冬。当你做好准备的时候，你就会发现一件神奇的事情降临，那就是幸福来敲门了。当幸福来敲门的时候，我们一定要在家。让我们一起绽放，让我们一起等待幸福来敲门。

2015年11月17日，在高瓴举办的中国企业家峰会暨高瓴成立10周年庆典上的演讲。

选择做时间的朋友

非常荣幸能够作为校友代表参加今年的毕业典礼。今天还是母校80周年大庆的日子，看到台下这么多年轻的面孔，我特别开心！

今年毕业的师弟师妹好多都是“90后”吧，其实我也是个“90后”，我是1990年考入人大的。1994年毕业后，我去美国留学和工作，2005年回国创业成立了高瓴，公司的名字就来自“高屋建瓴”四个字。所以高瓴还是个“00后”。说起高瓴，不见得大家都熟悉。但是如果问在座的大家，有没有用过微信、骑过摩拜，是否用滴滴打过车、在京东上“剁过手”，我估计答案是肯定的。京东是咱们1992级的校友刘强东创立的。

刚才提到的这些企业，都有高瓴的投资。套用现在流行的话说，它们都是高瓴的CP(52)。高瓴管理的基金规模已从2005年最初的2000万美元扩张到现在的300亿美元，高瓴从创办到成为亚洲最大的私募股权管理基金之一，用了12年，然而我觉得，高瓴的起点应该从我1994年从人大毕业时算起，因为没有人大就没有今天的我，更不会有今天的高瓴。回想这23年的经历，我感慨万千，确实有满肚子的话想跟大家说。但我思考之后，决定今天跟大家谈谈选择的问题。

跟大家分享一个小故事。当年我在美国耶鲁大学读研究生期间曾去波士顿的一家咨询公司面试。面试官让大家分析整个大波士顿区域需要多少加油站。别人都在做数据分析论证时，我向面试官提了一连串问题：为什么要有加油站？所有的车辆都需要加油吗？可能是我“怼”面试官太狠，结果他现场就把我“KO”（淘汰）了。后来这样“一轮游”的面试我还参加了不少。就在所有的门似乎都要关闭的时候，我在耶鲁投资办公室找到了一份实习生工作，在那里我找到了自己事业的坐标系，从此选择进入投资行业。

现在回想起来，我如果按照面试官的要求建模型做论证，今天可能还在华尔街做咨询或投行。当然这也不错。但我选择的是诚实面对自己的内心，坦诚表达自己的想法，选择不走“寻常路”。就像罗伯特·弗罗斯特（Robert Frost）在他最著名的诗《未选择的路》（*The road not taken*）里说的：“我选择了一条与众不同的道路，而这对我此生意义非凡。”（I took the one less traveled by, and that has made all the difference.）

人生其实就是由一个又一个选择组成的，每一个路口选择的方向，决定了你带着什么样的心情上路，以及最终看到什么样的风景。亲爱的师弟师妹们，衷心恭喜你们4年前就做了一个极其明智的选择，加入人大，成为“中国好校友”的一员。离开学校的日子越久，我相信你们越能感觉到这个词的力量。

在人生的道路上，选择与谁同行，比要去的远方更重要。今年毕业的同学，你们现在就好好看看身边的人吧。他们或许是你的老师、好友，或许是你的挚爱，或许你们之间交集并不多，甚至互不相识，或许你们以后会经常见面，或许从此天各一方、再会无期，但无论任何时候，无论你们身在何方，人大永远会是将你们紧密联系在一起的一条纽带。我很幸运，通过这条纽带认识了很多靠谱的人，和他们一起做了很多有意思的事情。

珍惜你身边的人，因为你不知道什么时候会说再见。而你们一块儿走过的知行路，看过的教二草坪，一起犯过的傻，一块儿流的泪，都将成为你人生最宝贵的财富之一。

此外，我希望大家选择做时间的朋友。作为投资人，我自己的感触是，用长远的眼光看问题、做选择，时间自然会成为你的朋友。2011年我在人大捐建高礼研究院，在那里我经常对大家说，这个世界不变的只有变化本身。毛主席在《七律·和柳亚子先生》一诗中写到“风物长宜放眼量”，就是让我们从远处、大处着眼，看未来、看全

局。我常常给创业者建议，要学朱元璋“高筑墙，广积粮，缓称王”。这个战略在创业中有效，也同样适用于你我的生活。

做时间的朋友，需要极强的自我约束力和发自内心的责任感。在多数人都醉心于“即时满足”的世界里时，懂得“延迟满足”道理的人，已经先胜一筹了。我称之为选择延期享受成功。

希望大家都能坚持自己内心的选择，**不骄不躁，好故事都来自有挑战的生活；持之以恒，时间终将成为你的朋友。**在这里与同学们共勉。

除了要做好选择外，作为人大的校友，我觉得还有一点很重要，那就是我们不仅要掌握科学思辨的能力，还要心中长存人文精神的火种。当今时代，伴随基因技术、机器人和人工智能技术的发展，科技爆炸、奇点临近，人类将进入新纪元，我们的生活也会迎来巨大的挑战。而大家在人大的学习生活，恰恰赋予了我们广博的视野和人文情怀，这将帮助我们处变不惊，面对纷繁复杂的世界，不断去追问问题的本质。我本科是学国际金融的，没有学过编程也没有技术背景，但是我后来照样投资了一批科技企业，它们现在在各自领域内引领世界潮流。我感谢咱们人大的人文教育，相信同学们也会从中获益无穷。

作为投资人，我常说起我的三个投资哲学：“守正用奇”“弱水三千，但取一瓢”“桃李不言，下自成蹊”。虽然现代金融投资的工具和方法大多源于西方，但要使用好这些工具，我还是更推崇我们优秀的中国哲学思想和传统民族文化。我们要有充分的文化自信，要珍惜人大给我们的人文土壤，好好汲取营养。过去未去，未来已来。我希望我们人大学子，以后不管进入哪个行业、从事什么工作，都能保持乐观和激情，用人文的情怀去雕琢自己，美化身边。赠人玫瑰，手有余香。

今天毕业典礼之后，我将与学校签署捐赠协议，捐赠3亿元人民币，用以支持创新型交叉学科的探索和发展，这也是我送给母校80周

年校庆的一份心意。

愿你出走半生，归来仍是少年。

从今天开始，你们会被师弟师妹们称为“校友”；从今天开始，人大的时光就将变成我们心中一处温暖的存在，这处存在有着一个共同的名字——母校。在这里衷心祝福大家，用舍我其谁的魄力去勇敢拥抱变化，用第一性原理去不断探究世界的价值原点，用人文精神去点亮心中的灯塔。Think big，think long!

2017年6月23日，在中国人民大学2017届毕业典礼上的演讲。

有一条解决当今很多现实问题的根本途径

大家早上好！我是未来论坛理事会轮值主席张磊。

我之前看到过一个数据：在深圳，平均每天会创造出60多项国际专利。也就是说，在我们开会的同时，可能就有几十项专利正在源源不断地产生。深圳就像一个不断裂变、进化的生物体，通过惊人的、高频度的创新，以及支流密布的产业网络，参与着经济产业形态的即时刷新，参与着亿万人生活场景的改造升级。希望生于改革、成于开放的深圳，既有掌控自主创新节奏的底气，也能继续融入世界，保持开放式创新的勇气。未来论坛技术峰会落地深圳，本身就是对深圳这座城市进行国际开放和技术创新的支持。

我也坚信，科技进步，尤其是基础科学的进步，是解决今天许多现实问题的根本途径。科幻大师艾萨克·阿西莫夫（Issac Asimov）曾经提出一个“电梯效应”的预言：如果让1850年的人看到100年后曼哈顿的摩天大楼，他们会提出一系列有关大楼生活的焦虑，因为他们认为楼太高，上下楼很难，所以关于大家怎么去生存，会萌生各种各样的问题。但实际上，电梯的出现，让许多问题都不再是问题。“In science we believe.”（我们的信仰是科学。）我们必须要有所相信，而我们最相信的是什么？是科学。**基础科学创新，就是引领社会发展的“电梯”，是文明进步的灯塔。**最终，我们还是要回到共同推动人类进步这个方向上来。2015年，我们和很多在座的理事一起发起创立了未来论坛，这正是源于大家支持基础科学创新的共同愿望，希望用科学改变未来，用民间资本带动社会力量促进科学和社会发展。今天，未来论坛在各位未来科学大奖捐赠人、理事和科学委员会专家们的努力和支持下，已经凝聚了一大批全球极有影响力的顶尖科学家，正越来越成为中国极具影响力的、以支持基础科学和科学家创新为宗旨的跨界交流和传播平台之一。

当未来已来，未来论坛将努力扮演好三重角色。

首先，我们要做民间资本激励科学突破的“推动人”。在2015年初未来论坛成立大会上，我就向理事会提出了设立“未来科学大奖”的倡议。2016年，未来科学大奖正式宣布成立。在这个过程中，未来科学大奖正式推出了“生命科学奖”“物质科学奖”“数学与计算机科学奖”三项大奖。目前共有12位捐赠人分别支持这三大奖项，有12位科学家获奖。通过未来科学大奖，我们希望聚集起志同道合的长期资本，以持续的投入，去支持基础科学领域的寂寞前行者。虽然我是“延迟满足”的坚定支持者，但我希望在这些科学家身上，奖励和支持能够来得早一点，帮助他们在探索未知的道路上攻坚克难，激励他们不断创造新的辉煌，同时又能带领更多的年轻人投身于基础科学的研究和创新。未来论坛即将设立未来科学大奖的博物馆。

其次，我们要做科学界和产业界的“对接人”。基础创新要摒弃急功近利的实用主义，但也并不是“躲进小楼成一统”，仅仅依靠实验室的单兵突进，而是越来越需要从基础理论突破到应用科技再到产业落地的协同反应。早上跟彼得·舒尔茨（Peter Schultz）和周以真教授[(53)]两位科学家交流，谈到美国基础科学最大特点就是跨学科和跨界的交流与融合，我深受启发：如何让基础科学的各个学科之间实现跨界交流？如何让基础科学突破与产业创新之间产生协同创新的化学反应，甚至是裂变效应？我们需要怎样的催化机制？今天，马大为老师也来到了我们的现场，他是未来科学大奖2018年物质科学奖的获奖人，是我们这个星球上最懂催化剂的人之一，也许能给我们一些融合创新方面的建议。自创办至今，未来论坛举办了23场促进产、学、研对接与发展的小型研讨会，我们称之为“闭门耕”；6场针对前沿科技交流的座谈会，我们叫作“未来·局”；以及多场推动科技创新与产业融合的城市峰会，包括今天的未来论坛深圳技术峰会。通过构筑多层次的对接渠道和平台，未来论坛想做激发产、学、研三者发生化学反应的“催化剂”。

最后，我们还要做面向公众的科学“传播人”。未来论坛的任务之一就是以有激情和好玩的方式，吸引更多年轻人把兴趣投向科学。我们最早设计了“请科学家走红毯”的形式，让科学家成为年轻人崇拜的偶像。未来论坛创办以来，已经成功举办了近50场“理解未来”科学讲座，超过120位科学家参与。2018年未来科学大奖颁奖典礼暨F^2科学峰会的直播观看人数超过750万人，微信和微博阅读量超过2.5亿，逐步成为全民性科学盛会，而不仅仅是象牙塔的内部研究会。除此之外，未来论坛还联合北京大学、清华大学、中国科学院等国家顶尖院校、科研院所，举办了12场获奖者学术报告会，并多次为青少年提供与获奖人面对面交流的机会，启迪青少年的科学思想。今天，深圳大学、南方科技大学的同学们也来到了我们中间，欢迎你们，你们是未来的希望！

其实这也正是未来论坛创立的意义：让科学家得到尊重，让科学精神得到弘扬，让对科学的坚持得到奖励，让科学和产业找到交点，让社会变得更美好。

“Science is fun，science is cool.”(54)希望通过我们的努力，能为有想法的年轻人开一扇窗，激励他们投身科技创新，不断推动人类文明进步。刚才彼得和周以真教授还提到，回想他们自己的成长，最有创造力的年代是他们还没有拿到终身教职、没有得到各种奖项的时候，是不受约束的年轻时代。我们希望更多的年轻力量能够发挥他们的想象力，开一扇“脑洞的天窗”。

“Science is wonder，science is future.”我们希望为企业家、投资人开一扇窗，让企业家精神与科学精神交相辉映，以跨界互动、融合创新去创造未来。

“Science is light，science is sunshine.”我们更希望为所有人开一扇窗，使更多人可以感受当代科学殿堂的恢宏，让科学之光普照每一个角落。

2019年5月25日，在未来论坛深圳技术峰会上的演讲。

用“科技+”做正和游戏

欢迎来参加高瓴CTO（首席技术官）峰会的同学们！大家可能很好奇我们为什么要办这个CTO峰会。首先，谈一谈我们办CTO峰会的初心。我们发现很多时候，做技术的一方，不管是采购方，还是提供方，并不一定全面了解对方的需求。我们希望创造一个比较友好的环境，大家能在这里真诚地分享。我们做了很多的“speed dating one on one”，像快速撮合伴侣的婚姻介绍所一样，把大家撮合在一起，让彼此之间做一下交流。

高瓴投了很多互联网企业，其中“to C”（面向终端客户提供产品和服务）的创业公司也投了很多。那么“to B”（面向企业提供产品和服务）和“to C”的公司之间的最大区别是什么？我一直在想这个问题。以前我讲，“to C”的生意本质是连接，比如百度、谷歌连接人与信息，腾讯连接人与人，阿里、京东连接人与商品，美团连接人与服务，都是在技术和人之间做连接，“to B”的公司则连接了另外一面。“to C”的公司最大的特点就是“赢家通吃”，搜索领域做得最大的是谷歌，人与人连接方面做得最好的是微信，竞争者很难双赢，这样就很容易造成在每一个领域里都是“你死我活”的局面。而我认为“to B”和“to C”的公司最大的区别在于，“to B”端是正和游戏，不是零和游戏，不是“你死我活”，“to B”的公司更多的是大家一起拓展边界、培育市场，一起把蛋糕做大。

今天我们在这里聚会，无论是技术赋能的提供商也好，还是技术赋能的采购方也好，在座的有一半是CTO、CIO（首席信息官）以及各个行业的技术领袖，大家实际上是在用“科技+”来做正和游戏，所以我们要创造一个平台，让玩正和游戏的人一起把蛋糕做大。为什么？因为大家要一起培育“科技”这个市场，一起去孵化适合“科技+”的人才，这样我们才有机会长远地发展。

其次，谈一谈为什么是高瓴在做这件事。任何一个科技大厂都可以自己做这件事，那么投资机构与科技大厂做这件事的区别是什么呢？区别在于高瓴是中立的，我们是一个投资机构，不管是做技术的采购方，还是做技术的提供方，我们希望帮助大家取得共赢。只有中立的平台，才有机会把技术双方都聚集在一起。

投资机构这么多，为什么是高瓴来做？因为高瓴是覆盖全产业链、全生命周期的投资机构，我们从风险投资（VC）、私募股权投资（PE）到二级市场全都涉猎。目前，高瓴在中国管理着4000多亿元的资金，投资了800多家公司。我们投资的传统行业企业有一个共同特点，就是都在各自的行业里做到了技术领先、科技领先，否则高瓴不会投。这些传统行业企业，不管是卖鞋的百丽、卖空调的格力、做眼科诊疗的爱尔，还是给猫狗看病的、中国最大的猫狗医院瑞鹏，都是科技赋能、技术驱动，在用技术的手段，更好地打造一个敏捷性的组织。

高瓴的特点是什么呢？第一，我们是超长期投资人，主张做时间的朋友；第二，我们是全产业链投资；第三，我们是全天候投资，不管明天是冬天还是夏天，即使是再寒冷的经济寒冬、技术寒冬，我们都坚持做长期投资。这些是高瓴的特点。

所以我们把大家聚在一起，希望大家能互相交流，关起门来，在这样的气氛里真诚地去讲“我在做什么”“我的挑战是什么”“我的需求是什么”，以及“希望大家能一起来做什么”。因为只有这样，我们一起做的才是一个正和游戏，是抱着共同把蛋糕做大的心态，这就是我们做“to B”生意的人、做科技人的骄傲，“让我们共同创造一个更美好的世界，更重要的是，我们不必自相残杀”（Let us work together to make our world a better place，and more importantly，we don’t have to kill each other）。最好的情况是，我们和所有的竞争对手一起去打造这个生态，我们希望没有两个

产品是一模一样的，即使是一模一样的，大家也可以一起培育这个市场。现在还有95%的企业没有使用科技，不用“科技+”，我们共同的目标是把更好的技术带到一些没有使用科技，或者是科技落后的企业里面去，用“科技+”去赋能它。

我刚才和一位去年我们刚刚投资的、特别喜欢的新锐创业者在一起交流，他有澎湃的激情，希望全世界都能很快、很好地使用他的技术，他特别希望与人分享。我今天要与他分享两个建议，分别借助好市多和药明康德的案例。

首先，我要讲好市多的案例。2009年，好市多希望我做它的独立董事，我跟创始人一起参加了好几次董事会，每次都交流得非常好。好市多创始人给我讲的就是，零售这个生意太大了，但最重要的是先做减法，即想办法把它最想要的那些客户带进来，而不是让所有人都来享受它的产品。刚开始做的时候，好市多就在想如何减少客户、如何聚焦它真正要服务的客户。那时好市多一半的客户是企业、餐厅、酒店客户，他们进去以后一车一车地采购，好市多的创始人就说“我受不了，客户服务也不好，一堆人在那等结账，我得做减法”。所以说在刚开始的时候，好市多的创始人就努力用最好的科技做减法。想来想去，他决定干脆“在门口收钱”，让客户先交65美元的会员费才能进门。当然，我并不是让大家回去以后对所有的客户都赶紧涨价，我的意思是，你要聚焦。初创公司要思考，谁是我的核心客户、什么是我的核心产业，虽然你的产品是全中国、全世界、全人类都能用的，但是你要聚焦。做减法比做加法更难。

其次，我要用药明康德的案例讲如何用科技的手段来重振产业链。药明康德是我投了十几年的一家企业，前前后后投了许多轮次。其实我对制药一点都不懂，但是我懂得要跟对最好的人，我们的核心就是投人。当时最打动我的就是创始人以及他的理念。人从来不是虚无存在的，他背后一定有一个理念。今天大家想想，20年前的半导体

行业是怎么来的？那时候所有的半导体公司全是集成元件制造商（Integrated Device Manufacturing，IDM），每一家公司都是以英特尔为基础，自己从研究、开发、设计、测试再到制造全都做。今天台积电起来了，各种设计公司起来了，所有的事情都变成大家分层来做，每一层都做得非常好。今天的制药行业就像二三十年前的半导体行业，这是我的看法。10年前我开始有这样一个观点，即全球最大的行业是医疗行业，美国的医疗行业已经占全美GDP的23%，医疗行业里最大的是制药产业，其次是医疗服务产业，其中有市值达几千亿美元的公司。药明康德所做的事情，就是把整个制药产业，用科技的手段重新切分，把整个产业进行重组。以前的辉瑞、礼来等公司都是“集成元件制造商”，都是“英特尔”，自己养很多研发人员，搞很多实验室，自己设计、开发、制造、销售、管理品牌。

但是创新越来越快，人们对科学的理解越来越深。最初人类被“创造”时，就已经被“编码”了很多的东西，可能到50多岁会得心脏病，到六七十岁会开始得癌症，如果没有被癌症杀死，那么到八十几岁可能会得阿尔茨海默病……生命在被设计每一条路径的时候，都留下了一些痕迹，就看人们是否找得到。随着科技的发展，我们在逐渐破解生命的密码，并且破解的速度越来越快。我们很早就已经把整个心脑血管循环领域研究透了。现在，在三期以前发现的癌症中，有2/3以上可以转化为慢性病，即使已经发生转移的，也有1/3能被治愈。因为我们发现了分子靶向，用新的方式去治疗癌症。我们对阿尔茨海默病还没有完全攻破，但是我们对帕金森病越来越了解，对肠道菌群的问题也越来越了解。

实际上，药明康德就在用科技的手段做产业的重组。它把所有科学家解放出来，不用再在一个跨国公司里做一群人中的一个。药明康德如今自己管理2万多名科学家，比任何一家公司的科学家之和都多，然后把科学家、实验室、实验人员全都外包出去。如果你有了药物研发的想法，可以自己先画一张图，放在药明康德的App里试一下是否靠

谱，然后就直接找高瓴要投资，这是在重新构造整个行业，让我非常惊喜。今天药明康德这家市值2000多亿元的公司，销售收入的50%以上已经来自小公司，而非大厂了。药明康德在成立最初的一二十年里，都只是给大厂做研发外包、生产外包的，但现在有50%以上的小公司通过借力风险投资、通过科技人员做出创新，改变了整个行业。这些小公司具有最大的创新活力，比大厂的效率更高。

今天，有很多高科技企业的CTO、制药公司的CTO在这里，大家各司其职，更专业地去改变各自的领域，我讲以上两个例子是想表达两个观点：第一，聚焦，不管是聚焦产品本身，还是聚焦客户或产业，都是在聚焦；第二，大家做正和游戏，一起去把这个蛋糕做大，一起去培育这个市场。

最后，谈一谈我们到底需要什么样的人才。新时代CTO应具有四个特质。

第一，真正地理解趋势。这个很简单，做到这个不难，经常参加高瓴的峰会就可以了。

第二个比较难，即真正理解和做到拥有同理心。同理心不只是理解你的客户，还包括理解你的竞争对手、理解你的员工、理解行业生态中的所有人，甚至还要理解你客户的客户，我觉得这是最难的。

我8岁的儿子告诉我，他看了一幅漫画，这幅漫画讲到了同理心（Empathy）和同情心（Sympathy）的区别：你看见一个人掉到井下面，你在上面喊人救他，那叫同情心，是对他人关心，为别人的遭遇感到心里难受；如果你立即跳到井里，那叫同理心。真正让自己跳到“井”里的人不多，新时代的CTO对客户、对客户的客户、对竞争对手、对员工，都要有同理心。

第三，对这个世界保持好奇，对围绕这个生态的所有东西，甚至超出这个行业的东西保持好奇。我之前在未来论坛上讲，“人类生而

好奇”，如果说我们生来就有一个特质的话，那就是好奇。

第四，做全面的通才。因为科技不断在变，你自己也要变，变得更加全面。总是在进化的人，未来才有机会。

理解趋势，拥有同理心，保持好奇，做全面的通才，这就是新时代CTO的四个特质，谢谢大家！

2019年11月23日，在高瓴2019年度CTO峰会上的演讲。

数字化转型时要让企业家坐在主驾驶位上

很高兴能在这里见到很多企业家和各行业、各领域的朋友。虽然大家来自不同的国家和地区、不同的行业，有着不同的背景，但我们今天论坛的主题“产业数字化”已经成为大家共同关心的话题。我们都已意识到“数字化转型”已经成为所有企业的必答题。因为，在以数据、算法驱动的未来，将不再有科技企业和传统企业之分，只有一种企业，就是数字企业。

这些年来，高瓴与各种行业背景的企业一起，在科技创新、数字化转型方面做了很多实践与探索。可以说，我们遇到过很多坑，迈过了很多坎，更积累了很多有益的经验。

今天，站在投资人的角度，我想分享其中最重要的一条经验，就是尊重。我认为，这也是产业数字化的关键词。

首先，要尊重企业家精神，尊重企业和企业家在产业变革中的主体地位。产业数字化，本质上是要完成企业运作方式的数字化转型，是对企业的数字化重塑。但是企业家精神作为企业发展的核心源动力，它所代表的勇于创新、坚韧执着和伟大格局观是无可替代的。所以，在过去的十几年中，高瓴一直强调和坚持“让企业家坐在主驾驶位上”。实际上，这也是我们与企业家携手进行数字化探索中始终坚守的第一原则。

高瓴的投资布局，无论是在互联网和生物医药等新兴产业，还是在消费和生产制造等实体经济领域，形式虽然不一样，但万变不离其宗，本质都是通过基础研究，找到最好的商业模式和最好的企业家，给他们配置长期资本，通过科技赋能和持续创新，帮助企业家和创业者绽放，不断创造价值。如果企业是一艘扬帆远航的巨轮，那么高瓴

作为投资方、资本方希望扮演好“大副”的角色，与企业家和创业者们同舟共济、坚定同行，做时间的朋友，一起不断地创造长期价值。

其次，要做好产业数字化，还要尊重行业规律，重视通过科技创新发挥企业的核心竞争力。我们认为，任何行业规律，都是长期演进的结果，不是一家科技企业通过简单的创造性破坏就能够实现的，而一家企业的核心竞争力，是企业长期在市场中打拼积累的立身之本。因此，企业的数字化进程，要以第一性原理，深入洞察行业规律，明确企业的核心竞争力，然后通过科技与业务的融合创新，让人工智能、大数据和云计算等前沿技术，帮助企业的核心竞争力得到绽放，最终实现新维度上的强者更强。

当然，我们也逐步认识到，数字化不是一场狂飙突进的运动，不应该妄想毕其功于一役、一次性解决所有问题。在我们用531亿港元的估值战略收购百丽国际之前，我们也曾憧憬，要为企业加互联网、加人工智能、加精益制造……恨不得一股脑地把我们的十八般武艺都嫁接给企业。后来我们意识到，企业数字化战略欲速则不达，要根据企业特点，抓住当下重点，局部突破，小步快跑，不断地打小胜仗，不断累积企业从上到下的信心，最终才能积跬步至千里，积小胜为大胜。

很高兴向大家汇报：在高瓴投资百丽国际将近3年以后，百丽旗下的运动业务已经取得辉煌的成绩，并在香港重新分拆上市，现在市值已经远远超过当时我们收购时的全部市值。这个成绩说明，我们正在逐步探索出一条企业数字化转型的路径图：抓住行业特点，用科技赋能，小步快跑，取得最终的胜利。

最后，我想说，产业数字化要以人为本，最终要落到对企业员工的尊重上。中国亿万产业工人，无数平凡的劳动者，与企业家一样，都是中国经济奇迹的创造者，他们的创新和创造力，是我们几十年经济发展中积累的最宝贵的财富。今天，以数字化为代表的产业变革，

对企业来说，是发展新动能的开始；对每一名企业员工来说，则是新工具、新思维、新文化的重装上阵。产业变革的进程，不仅应该是高效的，而且要有包容性、有温度，要重视基础教育和技能教育的跟进，让包括企业员工在内的更多普通人搭上产业数字化和科技发展的快车，让他们通过学习新工具，驾驭新未来，让奇迹创造者再创奇迹！

2019年10月21日，在第六届世界互联网大会产业数字化论坛上的演讲。

人工智能是对话未来的语言

2017年，我和高瓴公益基金会做出向母校中国人民大学捐款3亿元的决定，用于支持学校创新型交叉学科的探索和发展。为了让捐赠发挥更大的价值，母校的各级领导以创新务实的精神，经过严谨的论证和耐心细致的筹备，支持创办成立高瓴人工智能学院。

教育是永远不需要退出的投资，能在这个过程中参与母校的“双一流”建设，对我本人来说，意义非凡。更重要的是，如果说人工智能引领的技术革命是一辆渐行渐近的列车，我认为，与之相关的交叉学科研究，将为这辆列车的铿锵行进，铺上关键的，同时也是不可或缺的一段铁轨。在这个方面，人大作为国内人文社科及跨学科研究的高地，可谓当仁不让。

今天，创新已经进入2.0阶段，原发创新此起彼伏，并且向智慧零售、生物医药、精密制造、新一代网络技术等广泛的领域渗透。这种多点开花的创新局面，必然形成星火燎原的技术革命之势。当人工智能遇见零售，大数据加算法将会帮助零售企业深刻洞察消费者的需求，真正实现从消费端到生产端的柔性化生产；当人工智能邂逅医学，人类将以速度更快、成本更低、准确性更高的方式研发新的药物，个性化医疗将成为可能。人工智能将成为对话未来的语言，它会以全领域、深结合的融合创新，深刻改变各个行业的面貌。从这个意义来说，高瓴人工智能学院的成立，也是正当其时。

今天到场的还有许多科技企业代表，你们对正在发生的跨界融合，恐怕有着更切身的体会。一场以智能化、数字化为标志的产业互联网大潮正在到来。我认为，这次深刻的产业调整和升级将随着人工智能等产业的发展演进为一场以行业为“底数”、科技为“指数”的“幂次方”革命。人工智能的算法，以尊重、洞察和还原不同产业规

律为基础，全面开启与各行各业的连接，将产生无限放大的可能性，形成持续的创新。今天，沟通产、学、研，打通行业结界的高瓴人工智能学院，完全有机会成为科技企业与实体企业的连接器、激发双方化学反应的催化剂以及培养行业急需的跨界人才的孵化器。

今天，新的智能“内燃机”开始轰然作响，因此，新的智能“公路”的铺设与规则的建立，也必然要提上日程。在这个过程中，以人为本的价值立场、人文主义的精神旗帜，就成为人工智能发展的根本性路标。康德说：“这个世界上唯有两样东西能让我们的心灵感到深深的震撼，一是我们头上灿烂的星空，一是我们内心崇高的道德法则。”人工智能作为一场计算能力的革命，就像前两次科技革命中的蒸汽和电一样，是一种可以驱动所有行业的新动能，拥有与各个产业、领域对话的可能。在这场人工智能与未来的对话中，我们要相信科技的力量，更要相信人类的力量，相信人类有足够的智慧和能力，在拥抱技术变革的同时，去做创造性思索，以第一性原理去提出建设性问题，以人类最可贵的理性和乐观，去创造美好的未来。

自从1994年毕业离开母校，我一路走来，每一步的发展都从教育中获益良多。坚信教育的力量、坚持对教育的投入、坚守公益的精神，是我和高瓴公益基金会秉持的初衷。所以，对我来说，教育不仅是永远不需要退出的投资，也是最具幸福感的投资。高瓴人工智能学院的成立，将有机会让更多的人分享伟大时代的创新成果。希望通过我们的共同努力，人工智能将成为最有温度的变革力量。

最后，让我们共同期盼，未来的高瓴人工智能学院：

在教育之上，更关注多维的思考；

在效率之上，更关注普惠和公平；

在技术之上，更关注心灵的丰盈；

在拥抱变化时，守护好人类的尊严、权利、文化的永恒价值；

在持续创新中，一起迎来高扬科学与人文精神的美丽新世界。

2019年4月22日，在中国人民大学高瓴人工智能学院成立大会上的演讲。

这是一门需要用一生去研习的必修课

我是未来论坛理事会的轮值主席张磊。欢迎大家出席未来科学大奖的颁奖典礼，特别要欢迎来自北京10多所学校的中学生朋友。我估计，很多同学是放弃了周末的课外班来到这里的。我跟同学们保证，也请家长们放心，你们一定不会后悔。科学，是最好的“课外班”；而科学所代表的理性、好奇、求真精神，则是需要我们每个人终其一生去研习的必修课。

如果说，科学发展带来的知识和信息密度，决定了人类文明的程度，那么，此时此地，我们颁奖典礼的现场，可能是“文明”程度的一处极致展现。今天，这里汇聚了近百位顶尖的科学家，也有众多来自科研院所、高校的青年才俊，更有4位未来科学大奖的新晋得主，他们是：密码学家王小云女士，实验高能物理学家王贻芳先生、陆锦标先生，以及生物化学家邵峰先生。这几位，都在当今科学界“最卓越的大脑”之列。高瓴的一位同事说，看了他们的故事，感觉自己是来这个世界凑数的。请允许我在这里，再次介绍一下他们创造的奇迹。

王贻芳先生和陆锦标先生，通过最小的物质结构去探索宇宙的起源和秘密，“仰观宇宙之无穷，俯究万物之运动”。

王小云女士，用和宇宙对话的语言——数学，去破解一个又一个顶级密码，以无穷之数问万物之象。

邵峰先生，研究另一个神奇的宇宙——人体自身，观测细菌和受体之间随时发生的“星球大战”，“一物从来有一身，一身自有一乾坤”。

他们分属不同的领域，却又同样站在了探索宇宙、认知自我的边界上。天文学家、科幻作家卡尔·萨根（Carl Sagan）说：“你我皆为星辰之子，每一个细胞，都书写着整个宇宙的历史，当你凝视自

己，也望见了宇宙的轮廓。”推动人类文明前进的，从来都是我们人类与生俱来的对真理、对未知世界的好奇心和求知欲。

为什么要研究基本粒子？因为希格斯粒子就在那里。

为什么要探寻人体炎症反应？因为受体蛋白就在那里。

为什么要研究数学？因为妈妈从小就告诉我们，学好数理化，走遍天下都不怕——开个玩笑。因为以数学为代表的基础科学，代表的是我们对最终极的宇宙真理和自我极限的探索。

所以，向未知世界开疆拓土，不断重构我们认知体系的科学家，就是这个时代的英雄和先知。而我们，都是科学的追随者和信徒，感受理性精神，沐浴科学之光。这次大奖周，我们集结了历届获奖者与国际知名艺术家，共同创作了“物演——科学观与艺术观”主题展览。我们不仅要倡导科学、感受艺术，还要让“科学和艺术在山顶重逢”。当科学回归本质，我们就有机会以第一性原理去发现科学之美，领悟科学之美，像文艺复兴时期一样——艺术激发科学进步，科学让艺术大放异彩。杨振宁先生今天也在座。他曾说过，科学之美是“无我”的美，艺术之美是“有我”的美。未来论坛就是希望在两者之间搭建桥梁，在认识世界与自我中，窥见天地大美。

美国诗人爱默生告诉我们，“人们总是爱异想天开，这就是科学的种子”（Men love to wonder, and that is the seed of science）。我们创办未来论坛的初衷，就是希望撒下异想天开的种子，让大家更好地享受科学的乐趣。Science is fun，science is cool（科学很有趣，科学也很酷）！

2019年11月，在2019年未来论坛上的演讲。

论一个投资人的自我修养

巴菲特说，投资并非一个“智商为160的人一定能击败智商为130的人”的游戏。巴菲特提出了论题，却没有给出答案。但在张磊与邱国鹭的思想激荡中，你将了解，在投资这项世界上极具魅力的活动中，如何把各种各样的高智商的人聚合在一起，同时保证大家相互学习、一起去做判断、一起去做决策，并通过时间来验证、复盘、持续成长，最终不断创造价值。

投资人最重要的特质是理性的诚实

邱国鹭：今天很高兴能够有机会跟张总进行对话，大卫·史文森先生提出了优秀的投资人需要具备6种特质：好奇心、自信心、谦逊、敬业、判断力和热忱。张总，在您漫长的投资生涯中，您觉得一个优秀的投资人最重要的特质是什么？

张磊：史文森说投资是世界上最具魅力的活动之一。我觉得这句话蛮有意思的，投资是非常有魅力的，因为它把各种各样的聪明人聚合在一起，大家一起去做决策，一起去做各异的判断，最后在不同的时间维度上丈量不同决策的对错，并从中学习。从这一点上就能看出投资人最重要的特质是什么。

在招聘年轻人的时候，我们最初都会按图索骥，试图对标所有的东西，包括理性的好奇、诚实与独立等。但其实很多品质是简历上看不出来的。为什么呢？有的人的简历看起来非常光鲜，在每一次竞争中都拿第一名，不管做什么都能做到最好，但他不一定适合做投资。他可能会说他非常想做投资，当我们问到原因时，他往往能给出很多很好的理由。但归根结底是因为，他认为他们班里最聪明的那些人都去做投资了，所以他也要做投资，因为他自认比其他聪明人还要更聪

明一点，学习成绩还要更好一点。我觉得像这样就是错误地理解了投资这个行业。刚才邱总问**投资人最重要的特质是什么？我觉得最重要的是能否做到理性的诚实，是能否诚实地面对自己，客观地衡量自己。**在你总怕错过一趟班车、总怕错过一个人的时候，你的诚实实际上就打了一个折扣。

能否诚实地面对自己，是作为投资人的第一重考验，这不仅对于年轻的学生来说是考验，而且对于在事业上非常成功的人来说更是巨大的考验。如果听到同事的称赞就扬扬得意、沾沾自喜，那么接下来你就离失败不远了；如果所有人都和你说你真正地掌握了真理，并且你真的这样相信了，那么你也离失败不远了。**评判一个投资人首先要看他能否诚实地、客观地面对自己，尤其是诚实地面对自己的失败。**有人跟我说，“我只是对我的出资人吹吹牛，要不然大家都不投资我了”。但如果你在讲了一百遍以后，真的相信了自己吹的牛，那就麻烦了。我们还是要相对诚实地面对自己，诚实地面对所有人，这样生活才会变得更简单。邱总，我也问你一个问题，你见到过很多聪明的投资人，你觉得聪明的投资人容易犯什么错误？

邱国鹭：我觉得聪明的投资人很容易犯的错误首先是过度自信，高估了自己的聪明程度；其次是有时候他会低估市场的“傻”。也许他知道一个投资标的只值100亿元，他觉得市场再“傻”，顶多也只能将估值搞到200亿元、300亿元，结果这个投资标的的市值可能最终会达到500亿元、800亿元。聪明的投资人经常会低估市场犯“傻”的时间跟维度。我们见过很多成功的投资人，他们的独立思考能力往往特别强，但他们在独立思考的时候又容易陷入“一根筋”，有时候会低估了市场与他们的预想相偏离的时间长度。

张磊：邱总，这是不是你成立高毅资产的初衷？因为高毅的每个基金经理都是最聪明的人，最聪明的人聚合在一起就能够互相弥补不

足，帮助对方看到其看不到的盲点，所以也能互相拆拆台、提提醒，你成立高毅资产是不是出于这个原因？

邱国鹭：这在很大程度上构成了我们的初衷。因为投资本身是一件很孤独的事情，有时候一旦我们形成了一个见解、看法，就总觉得自己特别有道理。但就像你说的，“我们不可能拥有真理，我们只能无限接近它”。那这时你就需要一个能做到“理性的诚实”的人和你一起对同一件事情从不同的角度去争论，去辩论，去讨论，真理总是越辩越明的。**智识是一种在辩论中，让参与的每一方都受益的奇妙的东西，所以我们一直想把高毅做成一个投资人的俱乐部，大家能够互相切磋，这是我们的初衷。**

张磊：史文森有一个观点非常有意思，他说做投资你得有自信心，因为不管你是买方还是卖方，你都是在赌别人是错的；同时你又要很谦逊，因为有时候别人是对的，这是个平衡问题。我想问，你怎么看这个问题？你什么时候知道自己是对的、别人是错的？或者说你什么时候知道自己是错的、别人是对的？投资人怎么去培养这种判断力？

邱国鹭：这就回到了您刚才提到的理性的诚实。投资人需要有自我纠偏的机制，因为“市场先生”经常跟我们想得不一样，当这种差异产生时，你会想说是市场在犯错误，还是承认自己所想的是跟事实不符的？对自我诚实，这个是很重要的，要能够用客观的心态去对待自己，对待价格的波动和市场的反馈。我不知道您在这方面是怎么想的。

张磊：我觉得理性的诚实很重要，客观的自我心态也很重要，但怎么在日常工作中培养这种客观的自我心态呢？据我观察，许多做投资的人很多时候是在单打独斗，我觉得会比较难以形成这样一种客观的自我心态。就像你说的，有时候自己说着说着就把自己说服了。自己是最好骗的。那怎么才能在相对具备团队合作条件的环境中，通过

相互考验也好，相互挑战也好，去培养一种客观的自我心态呢？我也可以讲讲在高瓴我们是怎么做的。我们做一个决策要经过几层的讨论，在讨论的过程中让大家去提意见，甚至通过跨行业的交流去沟通不同的意见，同时我们会反思和讨论。但我不知道怎样能够更好地把它变成一个习惯，一个工作的习惯。

邱国鹭：在高毅，我们主张共同研究，独立投资。高毅的几个基金经理，彼此之间并不知道对方的持仓跟交易，但是我们对于一家公司、一个行业，会各自从不同的角度提出自己的看法，我们在讨论之中总是会产生很多不同的意见，这之中的各种争论、讨论和辩论其实能够帮助我们更好地认识行业规律，认识公司的核心竞争力，在这个过程中每个人都能够得到提高，其核心在于不要固执己见。

如果市场情况和我们想的有很多偏差，我们总是先自省，分清哪些是事实（Facts），哪些只是论点（Opinions），**所有的论点都需要事实和数据的支持。没有事实和数据支持的论点是站不住脚的，还是需要经过客观论证的过程。**很多人一起讨论的时候别人就能很容易地指出你论据的不足、论证的不足，你就不会太固执己见。否则你就可能会自己骗自己，会过于主观，会在论据的权重或数据的解读上不够客观。投资人和企业家的思维方式是有所不同的，投资人更多地需要批判性思维，而企业家更多地需要同理心。如果几个优秀的投资人之间用批判性思维相互交流，就更容易发现彼此在论据上的不足或者论证上的不足，就不会去坚持一个错误的论点。

张磊：我觉得高毅这点做得非常好，大家共同研究，又独立决策，既发挥了大平台上大家互相纠错、互相反馈的机制优势，同时又能让大家拥有独立判断的自由。你刚刚讲得也很好，把事实和论点区分开，这是非常好的做法。我会再加一点——复盘的重要性。我们会经常带着团队回头看，复盘当初是怎么做的，过程中我们到底犯了哪些错误，这是很痛苦的过程，但是希望大家能在此过程中有所提升。

邱国鹭：是的，我们2019年第一次尝试做复盘，确实很有帮助。回顾之前的那些“坑”我们是怎么踩的，至少能吃一堑长一智，让“学费不白交”，所以复盘确实重要。

拥有同理心，站在企业家的角度理解企业

邱国鹭：张总你既做投资，又做实业，既是高瓴的创始人，同时也参与经营很多像百丽国际这样的被投企业。你觉得一个优秀的投资人和一个优秀的企业家有什么相似之处，又有什么不同点？你在做投资和做企业的过程中肯定要同时做一些投资方面的决策和一些实业方面的决策，在这两个决策过程中你考虑的侧重点会有所不同，还是都遵循一样的流程、贯穿一样的理念？

张磊：高瓴有一句话：我们是创业者，恰巧是投资人。我们是投资人，但首先是创业者，是企业家，要站在企业家的角度想问题。这是一个很重要的出发点，这样你才有同理心，才能真正地理解企业。创业很艰难，永远在路上。**我觉得高瓴本质上是个创业集团，就像电影《冈仁波齐》表达的一样，永远在路上，“每一步都算数”。投资就是永远在路上的过程。**不管是好的企业家，还是好的投资人，我觉得本质上是一样的、是相通的，两者都拥有对卓越的追求、对创造价值的认可，对长期打造一个伟大的组织都抱有非常强的信念，这是很难得的。

当然我认为企业家所面对的环境更加复杂，咱们作为投资人，面对的环境相对简单得多，咱们的企业文化也比较简单，比如像高瓴文化，就是理性的好奇、诚实与独立，同时倡导团队文化，如此简单就可以概括了。但作为企业家面对的环境要更复杂，比如说企业家要管理十几万名一线员工，如果他在各个方面、每件小事上都要做细致彻底的辩论，那最后可能什么事都做不成了，所以说在执行层面还是得依据具体情况有所区分的。当然，当你做到一定程度以后，你会发现

最伟大的企业家都具备一些投资人的特质，比如说他们会十分懂得怎么做资产配置，怎么分配时间，因为资产配置中最重要的资产是你的时间，这可能也是你最大的瓶颈。同时好的企业家也会反过来去重新思考他的投资回报率（ROI），这个投资回报率不单指资本的回报，也指时间的回报。这些都是一个好的企业家和一个好的投资人所共通的东西。

邱国鹭：对，提到时间这个最宝贵的资源，像您管理这么大的投资机构，做了这么多一级和二级市场投资，从早期到晚期投了这么多企业，您怎么管理时间呢？日常的行程是什么样的呢？

张磊：在这个问题上，我们首先要区分疫情发生之前和疫情发生之后。疫情之前是一个状态，之前我总是忙忙碌碌，总是在路上；疫情发生之后是另一个状态。说句实在的，过去四五年高瓴的资产规模确实增长了很多，业绩也不错，但是我明显感觉工作的负担大幅度下降了，可能从以前超负荷的120%的工作饱和度，到现在80%、90%的工作饱和度，下降了大概1/3，这是挺不错的。我可以讲讲我的日常，我现在每周都会跟我老婆和女儿跳4次拉丁舞。

邱国鹭：厉害了，厉害了。多才多艺。

张磊：没有，我本来是去给老婆和女儿当“衣架”的，我老婆为了鼓励女儿跳舞，自己去学了，我就给她们当衣架，结果却越跳越上瘾，现在每天跟她们一起抻筋，为我的第一个劈叉做准备。此外，夏天我会每周滑水、冲浪两次，冬天每年雪季去滑雪，这些都是我比较喜欢的运动。我也陪小儿子打壁球，这同样是我比较喜欢的。我小儿子在壁球、乒乓球方面已经有要超越我的架势了，我很紧张的。

邱国鹭：要加强训练。

张磊：对，加强训练。

高瓴的农耕文明：精耕细作，春播秋收

张磊：疫情期间，我静下心来读了很多书。为什么现在我的时间安排会比原来好很多？我觉得核心原因是我们打造了一个非常高效的组织，我们打造了非常强大的、高效的价值观和企业文化。今天的高瓴让我最为自豪的，不是我们的资产规模，不是我们的业绩，不是我们投的多少家公司上市了，或者我们拥有多少资产类别，都不是，**让我最为自豪的是看到高瓴的同学们的成长，包括他们的独立判断能力、自我驱动力以及他们之间的团队文化，其中我最喜欢的是团队文化。**高瓴人，是非常受团队文化驱动的。市场上很多机构的内部同事之间都是互相踩脚，互相抢deal[(55)]的，但在高瓴，大家完全是由团队文化驱动起来的。这对我们的长期业绩是有好处的：第一，长期来看投资人能够获得心灵的宁静；第二，这种文化使大家很舒服。回到我们的初衷——和靠谱的人做有意思的事。在这个过程中我们不但能赚钱，而且赚的是让心灵宁静的钱，赚的是创造价值、给社会做贡献的钱，同时自己又做得很高兴，每天很舒服，能够“跳着拉丁舞去上班”。现在我觉得这个组织已经打造得足以让我有更多的时间去探索自己的兴趣了，这是让我很高兴的事情。

邱国鹭：所以还是要快乐投资，愉悦生活。

张磊：不管是投资人也好，最好的企业家也好，做到一定程度都是孤独的。他可以很成功，但很多时候就没有人可以一起交流。像高毅这样，能够提供让大家既能做出独立判断，形成独立决策能力，同时又有系列性交流的平台，当然很好。像我们做私募股权投资、风险投资的时候，很重要的一点就是跟企业家一起交流，跟他讨论长期的发展，讨论他生意的本质是什么、遇到的问题是什么。当然，有很多投资人有不一样的做法。有的投资人就是狼群战略，出去到处跑，抢deal能力很强。高瓴表面上看可能相对懒一点，人聚合在一起，做事的风格有点像农耕文明，而不是狩猎文明——一大堆猎人出去抢

deal，或者一大帮狼群出去抢deal。**高瓴抢deal的能力不够强，但是农耕文明有一个好处，就是能够静下来深耕。**

邱国鹭：精耕细作。

张磊：对，精耕细作了以后，真正能够春播秋收，播下种子就是播下希望，慢慢地，收获的季节到了，就会有很多注重创造长期价值的企业家主动找过来。我们的商业模式跟别的投资机构不太一样，我们的商业模式是把农耕文明做好，把自己的事情做好，真正能够创造价值，用这种方式把好的企业家吸引过来，这样我们才能够主动地进行一定的筛选。最好的企业会希望让高瓴来投，会希望跟高瓴一起走得更远，在这个过程中我们能创造更多的价值。这是我们跟那些热衷于抢deal的机构的区别。当然两种方式都会带来成功，如果抢deal可以抢得很快，那么在企业快速成长的一段时期内，这家机构的成绩也会很好；但是我觉得如果你能多创造价值，那么你的路就能走得更远、更宽，你可干的事情也会更多。从某个角度来讲，高毅做二级市场跟高瓴做一级市场的理念实际上是相通的。

从发现价值进化到创造价值

邱国鹭：您刚才提到创造价值，也说到不断地疯狂地创造长期价值。我们说价值投资可以分成三个流派：第一个流派是像格雷厄姆，赚被低估标的的钱，赚“市场先生”的钱；第二个流派是像巴菲特，赚优质企业的钱，做时间的朋友，利用复利的价值不断增长；我们觉得高瓴是第三个流派，自身也参与企业的价值创造，参与价值的释放和增长，能够帮助企业在战略定位、科技转型、运营升级上创造更多的价值。这样做的难度和挑战是不是巨大的？我们有一种观点是，在投资的时候应该要守在自己的能力圈范围内，要有一个很清晰的边界。我们看高瓴过去15年的发展，其实是在不断地演进、演化、升级的。从二级市场投资到一级市场投资，从互联网到创新药，再到人工

智能，你们很多时候都可以早于投资界，甚至在一定程度上早于产业界进行一些前瞻性的布局，那么你们是怎么拓展能力圈边界的？如果在这个过程中又要坚守自己的能力圈，这之中是怎样的矛盾关系呢？

张磊：我觉得这个问题很好，这是困扰很多投资人的一个问题。第一，我认为传统的价值投资永远都有它存在的空间和道理，但是这个世界是不断发展变化的，传统的价值投资存在的空间会被逐渐压缩。我们拿传统的深价值（deep value）举例，越深它就越会变成一个深洞，变成一个价值陷阱。

邱国鹭：价值陷阱我经常踩。

张磊：对，价值陷阱你踩下去以后，我马上给你梯子，我的梯子就是科技赋能，帮你爬出来。像百丽国际这种公司可能就是价值陷阱，但如果你通过科技改变它，它就能创造价值。所以说，关键在于你能不能发现价值，并且去创造价值。**我觉得对高瓴来说，最重要的就是发现价值和创造价值，并且对我们来说这两者是一个融合。**那怎样才能够走出自己的能力圈边界（comfort zone）呢？这是不容易的。这和一个人的成长过程是一样的道理，我最早是学文科的，学金融的，但现在我要学计算机，我们最近在研究各种各样的软件公司，怎么做编程、怎么用Python等。以前我都不知道怎么做这些，很多东西都得自己现学。这本身就是一个平衡。你的平衡在哪里？是守住自己的能力圈边界，还是不断地往前去创新？我的结论是，这是一个逐渐演变的（evolution）的过程。是，你有一个边界，但是你可以逐渐扩大你的边界。

怎么扩大呢？高瓴为什么2014年就知道投创新药？那时候全世界都没有多少人投PD-1/PD-L1[(56)]这种免疫疗法，在2012年、2013年大家还不知道的时候，我就带着好几个企业家去波士顿，跟实验室里的科学家一起讨论新型的免疫疗法靶点。那时候，跟国外制药公司一起讨论非常有意思，我们学到很多，后来就坚定了投资的信念。那么怎么

能够走出自己的能力圈边界呢？这就是很多很优秀的人愿意加入高瓴的原因，也是很多很优秀的人愿意加入高毅的原因，因为这里创造了一个终身学习的环境。**这个终身学习的环境倡导的是，与谁同行比要去的远方更重要。**在我们创造的这个环境中，每个人都有十八般武艺绝技中的一两项，大家聚在一起，每个人就又从身边人那里学到了很多。这样的组织、环境、企业文化和价值观培养出的人，是任何一个单打独斗的人都很难超越的。

如果一个环境里牛人很多，但牛人之间互相踩脚，很难互相学习，那么你在其中心情也不会很愉快。**牛人很多，大家又比较谦虚，愿意互相帮助，互相学习，不断拓展，这才是根本。从某个角度来讲，高瓴的成功就得益于这种企业文化、价值观和实践。**高毅作为一个崛起中的平台，在这么短的时间做成中国最大的私募资产管理机构之一，背后也是因为其创造的企业文化、价值观和倡导了终身学习的环境，而不是故步自封的环境。我觉得这些都是本质。

总的来讲，我们做了一件核心的事情，就是把牛人聚合在一起，创造了这样一个好的价值观、环境和企业文化给他们，让大家能够一起互相学习，一起拉着手往前走，不断拓展自己的能力圈边界。**但难就难在这儿，能不能创造这样的企业文化和环境？找聪明的人容易，但创造这种企业文化和环境、创造这种价值是不容易的。**我们创立高礼价值投资研究院，本质的原因就是我们想把高瓴和高毅的环境放在一个相对公开的讲堂上，创造一个类似的环境。虽然无法完全复制，但能建立一个对我们的价值观和企业文化的真实映射。

邱国鹭：希望创造一个追求真知灼见，能够致真知，通过研究和学习掌握行业和事物的内在发展规律的场所，这是我们希望做到的。

张磊：对。

邱国鹭：谈到能力圈，我们知道高瓴的能力圈确实比较广，从一级市场投资到二级市场投资，从投资到实业。很少有人能真的横跨

一、二级市场投资，我们觉得这其中的思考方式很不一样。天使投资、风险投资甚至成长期投资所面向的公司的特性跟二级上市公司的特性是很不一样的，对企业家或者组织文化的判断角度也是很不一样的。这么大的能力圈，你在做一级市场投资跟二级市场投资的过程中，觉得彼此之间是互补的——你对一级市场的理解加深了你对二级市场的理解，还是觉得两者需要不同的思维方式和判断框架？

张磊：我觉得都有。最重要的还是要找到真正热爱这些的人，就像史文森讲的，“最重要的是热爱”（Above all，passion）。如果你只是为了做投资而做投资，那你不容易走得很远。要么你赚了很多钱之后早早退休了，要么你赚不了很多钱。那么这份热爱是怎么来的？还是要回到创造价值上。

我举一个我们的合伙人的例子，他在公司成立的第一年就加入了，本来做投资也做得很好，二级市场投资做过，一级市场投资也做过，但他就愿意花很多的时间到企业中去。他觉得“我以前做投资，做资产配置，把钱投给伟大的企业家，赚了很多钱。但我现在就愿意到企业去帮这个企业家，做他的助手”，用了两三年的时间，他帮助这个企业实现了腾飞。这些都能够使他成为一个更好的投资人。在他的带动下，我们的好几位同事，在投资上已经“露出尖尖角”了的非常有前景的职业生涯阶段，说他们也要到企业中去。他们去我们投资的企业，在实业中干了几年以后回来，又去做投资。当然现在还有很多人在企业里面。我们还有新兴领袖培养项目ELP（Emerging Leader Program），每年从市场上找很多人，用投资理念培训他们，之后把他们放到企业中去。**我们通过各种各样的方式把实业和投资融合在一起，真正回到刚才所讲的创造价值的理念上面，这也帮助企业解决了一些实际问题，而不只是资本的问题。**创造价值与对创造价值的追求和热爱是非常重要的驱动力，而不是简单地说我想把一级市场投资做好，或者我想把二级市场投资做好。

在喧嚣的市场中摆一张安静的书桌

邱国鹭：张总，我想问一下你创建高礼价值投资研究院的初衷是什么？我记得我们第一次提到这个，是在2015年的5月。那时候我们去美国参加巴菲特年会，我记得在曼哈顿中城，我们刚拜访完几位很知名的投资人，在车里你就提到说其实我们应该成立一个价值投资研究院，找一批优秀的学员，大家互相切磋，共同学习，共同进步。当时你的初衷是怎么样的？希望招一批什么样的人？怎样才能够打造一个终身学习社区呢？

张磊：关于这一点咱们一直有交流，现在回头来看我觉得有几件事咱们坚持做是做对了。回到咱们做事情的初衷，就像我成立高瓴的初衷是和“靠谱的人做有意思的事”一样，**我们做高礼价值投资研究院也是出于同样的理念，就是找一群靠谱的人，大家一起做有意思的事，只不过这个有意思的事是终身学习。**这就是高礼价值投资研究院跟现在市场上的各种私塾班、学院、EMBA班的最大的区别，学员们来这儿的目的不是简单地做社交，搞关系（network）。咱们学院里面所有学员学习的主要方式之一就是做作业。邱总你指导过很多次作业，你给大家讲讲平均每次作业要做多长时间、干多少活，给大家一个概念。

邱国鹭：我们每个月都有案例分析作业，而且选取的案例都属于比较有结构性变化或者关键变化的、有“长长的坡”“厚厚的雪”的那种关键行业。在很多的案例分析当中，学员会分小组，要做PPT和Presentation[(57)]，很多学员都要做到截止日期前一天的后半夜两三点，最后才把作业交了，但他们确实会在做的过程中形成对案例的很好的第一手认识。**我们想要在一个喧嚣的市场中摆一张安静的书桌，让大家真正静下心来关注第一性原理，让大家知道一个行业的规律到底是什么，如果你是这家公司的CEO应该怎么做。**我们会共同探讨这种最本质、最原始的问题。

张磊：对，我觉得你讲得特别对，在喧嚣的市场中摆一张安静的书桌，这句话讲得太好了。这是一种坚持，这种坚持就是一个自我选择的过程。我们的录取率比哈佛大学、耶鲁大学的都低，很多朋友托朋友，说“我要进来，听听课就可以了”。听课实际上只占我们学员的不到三分之一的精力，三分之二以上是用于做作业和讨论，而且每次作业都是实战，不是说做一个简化版的假公司，让大家在里面搭搭模型。这个世界就是复杂的，对不起，我们绝对不会粉饰任何一个难的挑战，不会粉饰任何一个有挑战的作业。当然我们也不是想把大家给“累死”，尽管我们的作业越来越多，难度越来越深，很多人都搞到凌晨几点。我们主要是通过这样的自我选择，把那些真正愿意“折磨自己”、真正热衷学习的人给筛选出来。如果有人出于搞关系的目的而来，那肯定就不适合了。

这其实关乎自我反思（Self-reflection），就是你能不能拿出这么长时间来做作业，而且要做出高质量的作业，因为你的作业是要拿来跟大家讨论的，别人都做，只有你不做，整个学习氛围就被破坏了，对你的声誉也不好。所以很多时候我都是不鼓励别人参加的，我会说：“你不适合申请，做作业很烦的，你愿不愿意做？”对于喜欢研究的人来讲他一点都不觉得做作业烦，他会享受其中；对于不喜欢的人来讲，这就是折磨。

有很多人问，你们这样不是给高瓴和高毅培养了很多竞争对手吗？我们专门招了很多很年轻的人，长江后浪推前浪，这是最牛的“后浪”，而我们已经“死”在沙滩上了，或者说我们正在去往沙滩的路上。

邱国鹭：我们给很多竞争对手培养了投资经理和研究员。

张磊：对，而且这些人将来也可以去做更好的投资经理，我相信肯定有很多人会超过我们，这是必然的，而不只是一个可能性，后浪一定能够比我们学习更多的东西。在这点上他们比我们两个运气还

好，能够比较早地有机会接触到一个小环境、小宇宙，和大家一起去系统性地学习，我们筛选出的这些人，都互相从对方身上得到了正能量。每个人都那么努力，有的学员把家里的先生或者夫人都带动起来了，来跟我们讨论问题，这叫“上阵夫妻兵”，这是很好的现象。我总强调的就是，**格局观的第一定位，是你能否为社会不断地疯狂地创造长期价值，如果高礼价值投资研究院最后能为社会不断地疯狂地创造长期价值，那么它一定能让我们这些人也从中受益。**我们受益于伟大祖国的崛起，受益于越来越多人做价值投资的环境，也受益于每一个年轻的学员。我觉得咱们做的这些事情是一个正和游戏，是大家一起创造价值，一起把蛋糕做大，一起把路越走越宽，而且我们是很高兴地在做这件事。每年我都会组织我们的学员跟我去海上走一趟——出海。本来今年还安排了滑雪之旅，希望明年能成行。到时会为大家准备有“雪圈王者”之称的Burton的单板，期待明年的滑雪之行，白天看皑皑雪山，晚上“煮酒论投资”。非常期待。

投资人比的是品质与心性，企业家比的是品质与格局观

邱国鹭：高瓴是真正地把一级市场投资、二级市场投资结合得很好，把投资跟实业结合得很好，是提供解决方案的资本。这个能力圈的拓展是全方位的，不止于见解跟学识。下面我问你几个问题，这些问题都是从高礼价值投资研究院的学员中收集来的。其中有一个学员问：“假如你能够‘穿越’回15年以前，遇到当时刚刚创建高瓴的张磊，你可以跟他说一句话，你会说什么？”

邱国鹭：你会告诉他要在北京买房对吧？

张磊：太多话要说了。不是在北京买房的事。**我觉得最重要的一句，还是要精心选择自己的同事，选择合作伙伴，选择投资人，把选择做好。**这些精心的选择，只要有一点点偏差，都有可能带来不一

样的结果。其实高瓴的成功，很多时候是带有一点偶然性的，很多时候我在做选择时并没有真正地主观上把很多东西都想透。今天我回想起来，觉得自己应该更主观地、更清晰地按照这个逻辑走——把选择做好。用我跟学员们讲的话就是，“不要轻易地出卖自己”，不要谁给你点钱，给你点利益，就什么都干了，不断地去妥协，去违反自己的原则，只为了简单地跟别人比资金规模，或者其他一些表面的东西。我觉得要能够永远保持住心灵的宁静，至少也要在前三到五年保持住。

邱国鹭：我记得你说过一句流传甚广的话，叫作“看人就是在做最大的风控”。我记得美国导演史蒂文·斯皮尔伯格（Steven Spielberg）也说过这么一句类似的话，他说，“导演90%的工作其实就是选艺人”（90% of directing is casting），你把选艺人的事情做好了，90%导演的工作已经做完了。你在投资的过程中也选择了很多的创始人或者企业家，这是一个双向选择的过程。有个学员问了这样一个问题：“在企业里能见到一个现象，很多人当二把手的时候能够做到120分，但是当一把手的时候却不一定能够做得好。你觉得如何选择一名一把手，他最重要的品质是什么？能够独当一面的创业者和企业家，他们最大的特质是什么，跟普通的管理层有什么本质上的区别？”

张磊：格局观。最大的本质上的区别就是格局观，就是看他有没有格局，看事情是不是长远，能不能从长远的视角衡量自己。同时，格局观不光在于看事情是否长远，还在于能否看清事情的本质，能否看清人的本质，对组织是否有通透的理解，这些都反映出一个人的格局。**到最后，投资人比的是品质和心性，企业家比的是品质和格局观。**

邱国鹭：是的，有格局观的企业家其实是稀有动物，找到要好好珍惜。

张磊：对，稀有动物。当然也有很多人有格局，但没有执行力。

邱国鹭：这两者要相结合。还有一个学员提问：“是认知影响了研究质量，还是研究的颗粒度粗细影响了认知的质量，从而影响了长期持有的决心？在高瓴的研究框架体系中是否包含像波特五力模型、PEST模型(58)、竞争格局分析这些传统分析方法和工具？你们的分析框架和工具跟其他公司相比有什么不同点和独到之处吗？”

张磊：我觉得没什么独到之处，大家用到的简单的工具都是一样的。你的每个微小的判断背后都反映出你是怎么看待这个世界的，反映出你的格局观、价值观、世界观，我想高瓴在这上面是比较坚持的。**要说我们很独特的地方，还是建立了一个自己的分析框架（framework），这个分析框架最早叫人与生意，我们想投资好人、好生意；后来进化到人、生意和环境，我们会将人与生意放到环境中去考量；最后我们的分析框架又拓展为人、生意、环境和组织，我们会进一步思考它是什么样的组织。**我们的分析框架在逐渐地演变。但我想这些都不“本质”，我说的这些全都是常识，只不过我们把它总结出来，也愿意与大家共勉。

邱国鹭：其实真正把常识应用好，也需要很深的功力。

张磊：我觉得把常识运用好，最重要的不在于个人修行，而在于这家公司有没有好的企业文化和价值观。好的企业文化和价值观能够帮助常识战胜市场上的那些噪声。

打造教育与人才的正向循环

邱国鹭：由于时间关系，我问你最后一个问题，这个问题也来自高礼价值投资研究院的学员：“张总，你在过去15年带领高瓴取得了巨大的成功，在未来也肯定会不断地勇攀高峰，那么你最希望世界怎

么去看待和记住你自己和高瓴？你认为自己在未来最值得骄傲的事情会是什么？”

张磊：我希望大家最后记住我们是有趣的人，做的是有趣的事情，是创造长期价值的事情。我希望我们最后被看作一个很好的老师（mentor），能够教育和带领更多人获得成功，能够让更多的人把自己最好的一面表达出来，那么高瓴就成功了。

邱国鹭：就像您说的，教育是永远不需要退出的投资，您不仅自己疯狂地创造长期价值，还希望能够培养一批人一起疯狂地创造长期价值。

张磊：我希望能够把我们收益的一部分回报社会。我们的目标是打造一个完整的、完好的循环，不管是中国人民大学、西湖大学、百年职校，我们投资的许多各种各样的机构都跟教育有关系，我希望打造一个教育与人才的许多正向循环。当教育能带给大家更多的希望，给大家提供更好的“一扇门”的时候，我们的社会就会有更好的未来，就会有更美好的明天。

邱国鹭：读书可以改变命运，教育可以改变人生。今天特别开心有机会跟张总对话。

张磊：感谢，希望再会，我们的下一次在雪山或大海上。

2020年6月21日，高礼价值投资研究院公开课实录。

以价值投资理念优化市场资源配置

我国经济发展正处于新旧动能转换的关键阶段，实体经济也面临向高质量发展转型升级的历史命题，迫切需要将私募股权投资（以下简称PE投资）放在优化整体市场资源配置、完善金融市场发展的战略高度，进一步推动产业结构调整和国家创新战略实施，切实服务实体经济，推动其高质量发展。本文也分享了高瓴积累的坚持长期结构性价值投资的实践经验。

实体经济是一国经济的立身之本，是财富创造的根本源泉，是国家强盛的重要支柱。实体经济不兴，资本市场就是无源之水、无本之木。

中国作为一个13多亿人口的发展中大国，从历史经验来看，相对完整的工农业经济体系，是我们长期健康发展的最重要基础。从未来发展来看，要紧紧抓住新一轮技术革命和产业变革的历史机遇，走上高质量发展之路，仍然要依靠坚实的实体经济基础。

PE投资作为一项重要的金融创新和重要的融资手段，其创立的首要目的就是服务实体经济。今天，在新一轮技术和产业变革加速演进过程中，我国迫切需要通过PE投资进一步推动产业结构调整和国家创新战略实施，切实服务实体经济，推动其高质量发展。

PE投资应发挥优化市场资源配置的重要职能

我国PE投资行业经过多年发展，已经成为全球私募股权市场重要的组成部分。公开数据显示，截至2018年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人24 448家，已备案私募基金74 642只，管理基金规模12.71万亿元，其中私募股权投资基金7.71万亿元，加上创业

投资基金则超过8.6万亿元。然而，PE投资在我国金融和实体经济中的重要战略性地位，仍然有待确立。我认为，从优化资源配置的角度，PE投资在我国金融市场中应发挥以下重大作用。

第一，PE投资应该成为主流的市场融资渠道。

通常来说，PE投资总量占GDP比例，是衡量一个国家PE投资整体发展水平的一个重要指标。按照这一指标，近年来，中国PE行业经历了一个快速发展的时期，其投资总量占GDP比重不断增长。根据清科研究中心发布的数据，2017年中国股权投资市场投资总量占我国GDP比重已经达到了创纪录的1.5%。但是，同期在美国市场，这一数字已经达到了3.6%。可见，与PE投资发展更为完善的美国相比，我国股权投资市场的发展仍然任重而道远。

实际上，PE投资已经成为全球发达经济体最重要的融资手段之一。以美国为例，其私募股权融资规模早已超过公开市场。但在我国，私募股权融资只是公开市场和银行信贷融资的补充角色。如果能将PE定位为市场主流的融资渠道，我国就可以突破多年来直接融资比例偏低、广大实体企业过于依赖银行信贷融资的困境，弥补金融有效供给不足，为金融支持实体经济发展开辟更加广阔的空间。

第二，PE投资应该成为培育战略性新兴产业的重要力量。

改革开放走过40年，创新发展也进入2.0阶段。以生命科学、新能源、人工智能等前沿技术为代表的原发创新成为主流。在这一趋势下，加快培育对经济转型升级具有战略引领作用、本身又有巨大市场需求潜力的战略新兴产业，就成为实体经济整体振兴的重要组成部分。我认为，在这一进程中，政府要为新兴产业发展创造良好条件，发挥市场配置资源的基础作用，尤其要鼓励以PE投资为代表的资本力量与产业创新的积极融合。因为PE投资作为最活跃的市场力量，可以以更加灵活的机制，更加深入产业的专业研究，为各类“风口”或新兴产业做出更准确的风险定价，从而成为支持、培育新兴产业的基础

性力量之一。在这个方面，美国通过私募股权市场引导资金不断调整产业结构并推动新兴产业发展的经验尤其值得借鉴。

第三，PE投资应该成为实体经济技术和管理升级的推动者。

PE投资绝不仅仅是企业的一种融资渠道，其激活企业创新活力、促进科技创新成果转化、实现高技术产业化的强大作用，也逐渐得到社会认可。越来越多的PE投资机构开始探索不同领域的传统产业应用人工智能、大数据等先进技术，完成成本效率结构提升，实现信息化、数字化升级的现实路径，从而让技术变革和科技创新惠及更多的行业，让更广泛的人群可以分享技术进步的成果。从发达国家的经验来看，PE投资不仅依靠灵活的机制建立起了强大的融资能力，更重要的是，其深入企业生命周期，积极地通过管理和技术赋能，成为推动企业成长、提升企业竞争力的重要力量。

第四，PE投资应该成为我国金融市场的稳定器之一。

我国民间资本数额庞大，由于缺乏合适的投资渠道，长期盘桓于一些虚拟经济领域，不仅对实体经济的贡献有限，其游离、炒作的性质，也不利于国家宏观调控和金融市场的稳定。而PE投资的发展，有望成为民间资本的蓄水池，将游离于主流融资体系外的民间资本，系统性地引入PE投资“蓄水池”，对于助推实体经济发展，降低金融风险，都有巨大的价值。中国证券投资基金业协会数据显示，截至2018年12月底，私募股权投资基金和创业投资基金规模较2017年底增长1.51万亿元，同比增幅21.3%，贡献了私募基金2018年全年规模增量的近90%，成为私募规模增长的最大动力。这一趋势说明，PE投资的“蓄水池”作用正在逐步显现，未来，其导流支持实体经济的作用也更加可期。

价值投资成为PE服务实体经济的重要组成部分

PE要真正服务好实体经济，就必须秉持价值投资的理念，摒弃“赚快钱”的投机性心理，要通过深入研究，洞察不同行业具体企业的真实需求，并在此基础上，有针对性地去支持其最迫切、最有价值的创新实践，帮助企业增加效益，与企业一起创造长期价值。

接下来本文以高瓴积累的实践经验，介绍一些可供业界分享和探讨的理论和经验，介绍如何做具有独立投资视角的长期投资者，如何坚持长期结构性价值投资。

所谓长期结构性价值投资，是相对于周期性思维和机会主义而言的，核心是反套利、反投机、反零和游戏、反博弈思维。对服务实体经济来说，价值投资发挥作用的关键就是，在敏锐洞察技术和产业变革趋势的基础上，找到企业转型升级的可行路径，通过整合资源借助资本、人才、技术赋能，帮助企业形成可持续、难模仿的动态护城河，完成企业核心生产、管理和供应链系统的优化迭代。

具体来说，在价值投资理念指导下，结合最新的技术和产业变革趋势，以及企业不同发展阶段的具体诉求，PE投资服务实体经济的实践，包括以下几个维度。

第一，长期支持原发性创新企业。

PE投资的关键在于有效认知风险，为风险定价。谁能掌握更全面的信息，谁的研究更深刻，谁就能赚到风险的溢价。以生物医药领域为例，近年来《我不是药神》等影视作品的火爆，让该领域受到了越来越多的关注。但实际上，原研药的研发因为资金投入大、回报周期长、成药比例低，长期以来存在一个巨大的“创新漏斗”，令很多投资企业“望而却步”。这时候我们就一直强调从第一性原理去思考，也即从本质上去研究行业，去获得对行业发展规律的深刻理解。对生物医药行业研究深、研究透，可以跳出单纯的风险维度，面向未来去发现这个领域的巨大潜力，从而去挖掘优秀生物医药企业中的“潜力股”。

例如，专注于研发分子靶向和免疫抗癌药物的百济神州，是国内第一批致力于原研药开发的企业之一，目前已经被视为中国创新药物研发企业的典范。高瓴从2014年的种子期（A轮）开始，参与和支持了百济神州的每一轮融资，是百济神州在中国唯一的全程投资人。

服务实体经济推动其创新升级的目标，决定了对于百济神州这样的创新企业，不仅要提供长期、全程的资金支持，还要能够参与到企业创新研究、快速发展的整个过程中，与企业一同成长。这就需要以PE投资为代表的资本力量，既要了解企业发展的瓶颈和诉求，又要有广泛的行业资源，甚至站在全球视野，进行更高层次的资源整合，在企业发展的关键阶段，给予及时有效的战略支持。

比如，近些年来，国际医药巨头们出于将研发的外部性向外扩散、分散风险的考虑，常常会采取并购、购买许可等方式，来适时引入优质的外部资源。行业巨头的开放式创新，就为其同拥有核心研发能力的行业新贵的合作提供了可能。但由于行业封闭式开发的惯性，以及同行之间的隔阂，要达成合作，常常需要一个中介。PE投资就有望成为促进战略合作的媒介。高瓴推动了百济神州与美国制药巨头新基公司高达近14亿美元（当时约合95亿元人民币）的战略合作，就是一个典型案例。

第二，积极投入新一代核心技术，创新驱动产业升级。

数字化、智能化已经成为实体经济转型升级的重要方向。在数据化过程中，实体经济将实现虚拟世界和物理世界的紧密融合，并通过新的协同作用，创造出实体经济的新模式、新业态和新价值链体系。但是，这一过程是要在各个产业、地区数字化程度参差不齐的前提下进行的。因此，这场产业变革的首要任务，就是要加大投入，加强信息技术基础设施建设，弥合不同产业、地区间的数字鸿沟。

传统产业原有基础设施的数字化改造，需要巨大的资本投入，并且不能很快带来投资收益，所以，除了依靠政府政策引导和公共投

入，也需要鼓励包括PE投资在内的秉持长期主义投资理念的社会资本的参与，才能加快各个行业的数字化进程，为让更多行业受益于技术创新，让更多人享受产业变革的福利，打下坚实基础。

在这一领域，高瓴的实践中不仅投资了芯片、大数据等原发技术公司，还以技术驱动管理赋能的方式，参与了许多行业的数据化、智能化改造。例如，我们在实践中借助前沿技术，引入精益管理，对时尚零售集团百丽国际进行全供应链的升级，正是基于这样的方向。

百丽国际于2007年在中国香港挂牌上市。它不仅是全球最大的非运动鞋鞋类生产商之一，按销量排名，也是世界最大的运动鞋服零售商之一。但随着近年来消费科技、电子商务等新兴技术对传统零售行业的冲击，百丽国际遭遇了经营困难，最近几年利润开始下降。

可以说，百丽国际遇到的问题，在我国实体经济的历史发展中具有普遍性：最初依靠创业者敢想敢干的企业家精神，以及上下一心多年的努力奋斗，构筑了完整的生产、营销、供应体系，积累了厚实的用户基础，建立了强大的品牌影响力。但是这样系统化的、曾经包打天下的核心竞争力，在数字化时代却让企业越来越步履沉重。

实际上，以百丽国际为代表的大型实体经济企业，在多年的发展中，积累了最丰厚的数据资源。这样的资源积累，加上多年市场搏杀中练就的系统反应能力，是它们重塑辉煌的最重要基础。我一直认为，百丽国际这样的企业依靠强大的、管理完善的零售网络，2万多家直营店，特别是8万多名一线零售员工，是最有希望在数字化时代打造C2M模式的企业。

而数据资源只有在企业的原有系统中运转起来，才能发挥其应有的作用，储存起来、沉睡的数据只有研究价值，却无法直接创造价值。因此，赋能百丽国际的重要方向之一，就是要激活其数据宝藏。

2017年7月，高瓴在成为百丽国际的控股股东后，与百丽国际开启企业数字化转型：无论是构筑线上线下全渠道系统，还是利用科技创新重塑线下传统门店，借助数据化工具赋能百丽国际基层店员，都是在推动百丽国际信息化、激活数据宝藏方向上的探索。让百丽国际拥有更多维的数据沉淀和洞察能力，也给其为消费者提供更好的服务、创造更大的价值带来了可能。

第三，作为实体经济与科技企业融合媒介，“哑铃理论”不断创造价值。

新一代产业变革的主要方向就是，实体经济实现技术系统升级，科技企业前沿创新找到落地场景。在这个过程中，如何推动实体产业与新技术融合，加快新旧发展动能接续转换，打造新产业、新业态，成为产业界和投资界必须共同面对的历史任务。

以PE为代表的资本力量，要在科技企业与实体经济的哑铃两端发挥融合创新的媒介作用，就需要在投资图谱中既包括科技企业又包括传统产业，才有机会通过深入研究，对两者都做出深入洞察，进而成为连接技术与需求、算法与场景的重要媒介，推动新技术与传统产业有效结合，帮助和支持传统企业进行跨地域、跨时间、跨行业的创新升级，加快科技成果的产业化进程，实现商业模式和管理创新，从而培育出新模式和新业态，来推动整个企业和行业的发展，推动实体经济的转型升级。

这里需要特别指出的是，对所有的实体行业来说，技术创新和产业升级不是“休克疗法”，而是在飞行中换发动机，必须直接为业务带来增量，为行业创造价值。因此，PE投资在直接资本赋能之外，要吸引、“说服”实体企业，一起进行对数字化解决方案的探索，必须让企业看到技术创新带来的实际效益提升。

比如，借助技术赋能，百丽国际旗下某品牌的前端店，通过试穿率等数据收集研究，创造出了一款销售过千万的楦型，就是技术赋能

创造直接价值的有益探索。

秉持长期结构性价值投资理念，我们在实践中服务了消费与零售、科技创新、生命健康、企业服务等领域的一大批国内优秀企业，推动其实现创新式发展。未来，需要坚持从实体经济的真正需求出发，发挥好资本灵活、优化资源配置的作用，成为促进国内资本市场与实体经济共同繁荣的重要力量，为实体经济的振兴提供源源不断的支持。

关于价值投资助力实体经济的思考，原载于2019年3月《清华金融评论》。

“科技创新2.0”助力构建经济新格局

经过数十年的改革开放，中国已经成为世界第二大经济体。近年来，从二十国集团工商峰会，到亚太经合组织领导人会议，再到世界经济论坛2017年年会，中国作为经济全球化的主要推动者，始终强调合作共赢，并推动经济全球化朝着普惠共赢的方向发展。

2017年10月召开的中国共产党第十九次全国代表大会强调“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大”，同时提出“加快建设创新型国家”，明确“创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的战略支撑”。这既是源于中国发展阶段的战略判断，也是中国对于坚持创新和全球化的承诺。

当前，全球经济格局正在发生深刻调整，创新革命在全球范围内兴起，而中国正在成为全球创新和科技发展的核心之一，世界主要国家都在寻找科技创新的突破口，并在竭力抢占新兴产业和前沿技术的战略制高点。不久前，我在参加乌镇举行的第四届世界互联网大会和广州举行的《财富》全球论坛时，提到一个观点，即在新时代下，新科技应该更多地与传统产业融合，以包容性、有温度的创新，带动更多人搭乘科技快车，享受创新成果。

在当前经济全球化的背景下，我认为中国构建经济新格局所需要的创新不是简单地复制别人的经验，也不是简单地叠加各方面的要素，而是一种在创新的思路和创新的模式上具有原发创造力的创新。中国在过去的10年尤其是过去5年中，创新已经发生了非常大的变化，C2C向IFC发展的时代已经来临。

如何理解C2C向IFC的这种转变？

在我看来，一方面，构建全球经济格局中发挥重要作用的创新要素不再是过去创新1.0时代里存在的简单取巧式的商业模式的创新，而

应该是立足于硬科技、黑科技、原发科技的“科技创新2.0”。当今是属于硬科技、黑科技的时代，因此立足于科技创新的竞争与合作才是大势所趋。另一方面，科技是可以赋能、改造传统企业的，真正的科技创新能够帮助传统企业转型，支持实体经济发展，同时兼具包容性和普惠性，从而能够让更多人参与到科技创新中来，并享受到科技带来的成果。简而言之，“科技创新2.0”，是真正来自基础科学和基础科技的创新，科技从原有的颠覆者被赋予再造重生的价值，将以全领域、深结合的创新来改变传统产业，是真正的黑科技、硬科技与传统产业融合，实现长远价值创造、共同发展的创新，同时兼具温度、包容等特性，从而可以推动更多人搭乘科技快车，普惠大众。

高瓴从2005年创办伊始就有创新的基因，这十几年来，我对创新的内涵也在不断思考并产生新的理解。作为坚持长期价值投资的投资机构，我认为我们有责任用高科技的力量帮助传统产业通过科技驱动实现产业升级。过去一段时间，科技愈发进步的同时，也对实体经济和传统企业造成了巨大冲击，甚至有人担心人工智能、自动驾驶等技术的发展将使许多工厂以机器取代人力。我认为，实体经济是国家的根本，在创造就业岗位方面不可取代，而就业与劳动是人生而享有的权利，劳动带来的愉悦感和成就感不可剥夺。在“科技创新2.0”的时代里，高科技应该是有温度的、普惠的，它不再是颠覆者的角色，而应该是社会和谐发展的调节器。

作为投资人，我们选择投资和支持百丽国际、美的、蓝月亮和江小白这样的传统企业，就是希望用高科技手段让更多的传统企业和更多的人有机会参与到社会创新中来，为社会创造更大的长期价值。比如我们今年牵头完成对女鞋巨头百丽国际的私有化，就是因为看到近年来百丽国际受到消费科技、电子商务等新兴事物的冲击，遭遇经营困难，利润开始下降。但是百丽国际这样一个拥有2万家门店、12万员工的传统企业，不应该因高科技的发展而被剥夺掉发展的机会。

我认为百丽国际的8万多名一线店长和员工是最好的UI/UE，这样的一家公司，我们有责任让它拥有长期资本的支持，并结合我们在数字化和公司运营方面的深厚经验，通过高科技手段帮助它和消费者产生更好的连接，使其有机会涅槃重生、再造辉煌。当然，这个过程极具挑战，但是能够帮助更广大的人群参与到社会创新当中，形成一个高科技赋能与价值创造的正循环，对我来说这就是非常有价值的事情，也是对我提倡的“科技创新2.0”理念最好的诠释。

当今世界科技发展迎来爆发式跨越，许多领域，如人工智能、量子技术、基因编辑技术等正向着全新方向迈进，中国未来的发展是创新驱动的发展，是全面开放、互利共赢的发展。在此发展趋势下，我们应该有秉持文化自信的气度，有勇气、有智慧地把“科技创新2.0”投入实践，通过推动实体经济和传统产业的创新和升级，创造更大的长期价值，真正造福社会。

关于科技创新的思考，原载于2017年12月18日《中国证券报》。

大学筹资核心在于广泛性和永续性

在人类社会的发展中，教育始终是最为重要的推动因素之一。大学作为引领社会发展的灯塔，正在塑造世界的未来。我对于教育和人才培养情有独钟，既是源于感恩之心，又是源于对教育价值的思考。

在今天的中国，许多人都是凭借教育改变了自身命运。同时，这个时代也让人们更加相信，只有更多胸怀理想、学贯中西的年轻人脱颖而出，才能够推动各个领域的重大创新。因此，2010年，我向母校中国人民大学和耶鲁大学做了捐赠，并于次年在人大捐建了高礼研究院；2017年，我再次向人大捐赠3亿元人民币，同年，作为创始捐赠人，我捐赠支持创立中国第一所聚焦基础性前沿科学的创新型研究大学——西湖大学，成为西湖大学创校校董，并担任西湖大学发展委员会主席，帮助西湖大学扩大对外交往、整合社会资源、募集社会资金以支持学校更好地发展。这些捐赠不仅仅是对学校长期发展的支持，也希望能够成为教育与社会相互促进的开端。

我们可以看到，中国的教育基金事业正在以更加多元化的方式，鼓励和引导更多校友和社会各界人士参与进来，为学校的科研、教学和社会服务凝心助力。与西方相比，中国的教育基金会更具包容性和探索性，捐赠人不仅可以捐赠资金，还可以引入更灵活的人才培养机制、教学科研方式和产学研合作模式，把西方大学多年来的实践成果迅速吸收转化，成为中国高等教育发展的助推器。这使得中国的高校基金会不仅仅为学校提供有力的财务支持，也在逐渐成为信息汇聚、校友交流、社会资源共享的创新型事业发展平台。

其实，大学捐赠并不是西方的原创，我国早在宋代就有“学田”制度，以官府和民众乡绅赐予和捐赠的田地收益作为办学经费，我们可视之为现代教育捐赠制度的雏形。无论东方还是西方，教育捐赠的

核心均在于其广泛性和永续性。因此，探索更加专业化的教育基金募集机制，成为提高我国高校多元化筹资能力的关键路径。

在我看来，未来有两个方向值得探索。

其一是引入更多“另类指标”，如校友捐赠率、最早捐赠时点、学生捐赠率，提高教育捐赠的广泛性。衡量大学捐赠不仅要看单笔捐赠金额或捐赠规模，还应该看捐赠参与人数量或校友参与比例。设计更加便利的筹资方式，与学校教学科研活动结合起来，满足不同企业、不同校友及社会人士的捐赠需求，把受捐赠的高校和捐赠人的基数做大。

其二是建立更加灵活的捐赠人服务模式，提高教育捐赠的持续性。可以设计更加完善的筹资体系，把校友识别、需求分析、沟通联络、感谢反馈、动态跟踪等一系列环节结合起来。关注在校学生、普通校友及其他潜在捐赠人的个人发展和全生命周期价值，建立与捐赠人的长期伙伴关系和动态维护机制，追求相同的价值观，从而形成有着内涵更加丰富和中国哲学底蕴更加深厚的捐赠文化。

作为一名投资人，我经常说“教育是永不退出的投资，是最具幸福感的投资”，就是因为，教育捐赠能够引导学校回归教育的本质，不仅仅要培养学生的知识和技能，还要培养学生独立思考、追求真理和不断创新的精神。正所谓“大学之道，在明明德，在亲民，在止于至善”。只要有这个精神在，就能够带动基础科学、商业实践和人文关怀等各领域的创新发展，催生出更加伟大的科学家、企业家、政治家，从而形成教育、人才和社会发展的正向循环。

关于大学筹资的思考，原载于2019年12月10日《光明日报》。

致敬雪山之魂

我至今仍然记得，在新西兰与“雪神”杰克·伯顿·卡彭特（Jake Burton Carpenter）偶遇的场景。自从爱上了滑雪这项运动，即使再忙，我都会抽空飞往处在冬天的半球，挑战当地最美的雪山。与我们一同滑雪的有许多世界冠军，但最让我兴奋的还是遇到杰克。他的不修边幅、桀骜不驯不仅成就了他的人生传奇，更塑造了单板滑雪这项勇敢者的运动。

1977年，杰克在佛蒙特州创立了滑雪公司Burton。他既像一位狂野不羁的牛仔，将单板滑雪这项“勇敢者的地下运动”带到了阳光下，又像一位目光远大的部落首领，引领单板滑雪运动进入世界级的舞台。设计滑雪产品，改良滑雪设备，推广滑雪运动，建立竞赛标准，创办举世瞩目的单板滑雪美国公开赛（Burton US Open），促成单板滑雪成为冬奥会竞赛项目，杰克做每一件事都飘逸洒脱。

我敬佩他将滑雪这项小众运动，变成了世界性的运动项目，更欣赏他凭借一个偶然的灵感，做成了一家伟大的企业。我始终要感谢他，在我第一次拜访的时候，他专业、热情地指导我学习单板滑雪，他告诉我：“只要踏上单板，你就能感受到忘我和自由。”

杰克曾说：“无论单板如何变化，它的精神一直没有改变。踏上单板，与巍巍群山为伴，这实在是一项充满乐趣的运动。我想每个人都会爱上它，因为它如此纯粹。”杰克是现代单板滑雪运动的奠基人，没有杰克的非凡创造、不懈坚持和慷慨无私，单板滑雪运动难以像今天这样受人瞩目。虽然一直受到伤病和癌症的折磨，但他乐观、积极地接受治疗，不允许病痛干扰他热爱的事业和人生。

中国有句古诗“会当凌绝顶，一览众山小”，当我们对高峰充满好奇和兴奋，一起从山顶的雪道向下俯冲的时候，特别能感受到这种

意境。所以在上次见到杰克时，我将一幅字——“会当凌绝顶”赠予杰克。“会当凌绝顶”，这既是体育家精神，也是创业家精神，更是他赋予这项运动的精神。

他从未停下脚步，一直将拓展中国市场的想法付诸实践。当他第一次来到中国时，他的眼睛里闪烁着兴奋的光芒，就像糖果店里的孩子一样快乐。他希望有更多的孩子能爱上这项运动，还计划将更多滑雪板赠送给北京的小学生们作为礼物。

世界上总有这样一种人，在他们微笑着挥手道别后，这个世界仍感觉他们从未离开。2019年11月21日，我的挚友杰克·伯顿·卡彭特先生永远离开了我们。对我们来说，杰克·伯顿·卡彭特所代表的自由、创新和勇于献身的单板滑雪运动精神永存。

我想用Burton公司联席CEO约翰·莱西（John Lacy）缅怀杰克的话鼓舞所有热爱单板滑雪运动的人们：“当我们致敬杰克的传奇人生时，最好的方式就是跟随杰克，永远在雪中滑翔！”

滑翔吧杰克，永远滑翔！

2019年11月21日，撰文悼念现代单板滑雪运动的奠基人、Burton公司创始人杰克·伯顿·卡彭特。

“守正用奇”，论耶鲁捐赠基金的投资哲学

1999年，在耶鲁大学读书的我，从不放过任何一次勤工俭学的机会，从做本科生经济学助教到担任汉语陪聊，来者不拒。因一次偶然的机会，我去一座不起眼的维多利亚式老楼应聘耶鲁投资办公室的工作，不想竟有幸师从大卫·史文森先生，自此与投资结下了不解之缘。

我加入耶鲁投资办公室的时候，美国资本市场正如火如荼地上演着一场非理性繁荣的大戏。我的同学、朋友大多活跃于华尔街，从事衍生品投资等热门项目。而我的第一份工作任务，竟然是分析无人关注的森林（Timber）和其他实物资产（Real Assets）。然而，正是这貌似简单的实物资产给了我关于投资产品本质的启蒙：风险及内生收益。现在想来，虽然少了那些在资本市场中摸爬滚打练来的立竿见影的招招式式，我却独得了长期投资理念及风险管理的意识，并对投资的组织构架及资产配置有了更深刻的认识。

作为一个远自东方而来的年轻学子，我近距离地参悟西方机构投资教父大卫·史文森的投资实践，惊喜地发现史文森的投资哲学其实可以用老子的思想一语概括，那就是“以正治国，以奇用兵”，或曰“守正用奇”。

先说“守正”。“正”首先体现在投资人的品格上。史文森先生在《机构投资的创新之路》一书中用大量的篇幅论述了受托人应该如何服务于受益人的需要，代理问题发生的根源、表现以及应对方法。在当今的资本市场上，价值链的分割和金融工具的滥用，导致信息极不对称，投资管理机构与最终受益人的利益严重背离，代理问题成为金融危机的罪魁祸首。相比之下，史文森无视外面的高薪诱惑，三十年如一日为耶鲁大学工作，体现了一个受托人“正”的境界。耶鲁捐

赠基金在对外部经理的选择上，也把品格作为第一位的标准，这有力地保障了耶鲁捐赠基金的利益。史文森在书中以大量的反面案例对业界的代理问题进行了毫不留情的剖析和痛斥，令人印象深刻。他的疾恶如仇、直言不讳也着实令人敬佩。

“正”还体现在投资原则上。耶鲁捐赠基金投资模式的一个显著成就就是构建了一套完整的机构投资流程和不受市场情绪左右的严谨的投资原则，包括投资目的的设定、资金的进出、资产负债的配比、资产类别的划分及配置、投资品种和投资工具的选择、风险控制、基金经理的选择等。史文森所强调的基本概念是：追求风险调整后的长期、可持续的投资回报，投资收益由资产配置驱动，采用严格的资产再平衡策略，以及避免择时操作。恪守这样的投资准则可以使投资人在瞬息万变、充满机会和陷阱的资本市场中，克服恐惧和贪婪，抓住投资的本质，获得合理的回报。对于“风险”这个在金融学中被谈到令人麻木的概念，大多数人的评判标准是看投资收益的波动方差，而我从入行第一天起就被要求看出数字背后的本质并忽略那些从“后视镜”中观测到的标准方差：到底是什么样的自上而下 / 自下而上的基本面在驱动收益的产生及波动？又有哪些因素会使预期的资本收益发生偏差？而这些基本面因素本质上有哪些相关性及联动性？从史文森那里我理解了，只有把本质的基本面风险看清楚，才有可能赢到投资收益实现的那一天。这就是所谓的“管理好风险，收益自然就有了”。

再谈“用奇”。在“守正”的基础上，史文森在具体资产类别及投资策略上绝对是“用奇”的典范。他本质上是一个怀疑“羊群效应”的人，喜欢并鼓励逆向思维，在形成每一个新投资策略时总是先去理解与传统市场不同的收益驱动因素及内生风险。历史上，美国大多数机构投资者会把资产集中于流通股投资和债券投资这样的传统资产类别。而史文森则认为，越是市场定价机制相对薄弱的资产类别，越有成功的机会。基于对市场的深刻理解，耶鲁捐赠基金先于绝大多

数机构投资者进入私募股权市场，1973年开始投资杠杆收购业务，1976年开始投资风险投资基金，20世纪80年代创立绝对收益资产类别。另类投资为先觉者耶鲁捐赠基金带来了硕果累累的回报，也因此越来越为机构投资者所重视。史文森在外部投资经理的选择上也不走寻常路。他欣赏那些有创新精神的基金经理，鼓励他们术业有专攻并逆势而为。他摒弃那些追求规模，明哲保身，“宁愿依循传统而失败，也不愿打破传统而成功”的投资机构。

今天，在耶鲁捐赠基金支持下创建的高瓴，在短短的四五年中发展到35亿美元的资产规模，成立以来年均复合收益率达到56%，在亚洲各国及其他新兴市场国家多有建树。这是践行“守正用奇”投资理念后的结果。

目前国内出版的投资书籍，内容大多是教“股民”择时和选股。而对于一个机构投资者来说，重要的首先是资产及负债的配比分析，其次是资产配置和风险管理。据我们所知，机构投资中约90%的绝对收益来自资产配置，而指导机构投资的资产配置和风险管理的著述非常有限。2002年，我和几位好友把大卫·史文森这本书的第一版介绍到中国，当时中国的机构投资方兴未艾，一些西方的投资理念在国内就连很多业内人士也闻所未闻，很多关键的专业词汇甚至没有对应的中文译法。今天中国的机构投资已经发展得生机勃勃，各种基金应运而生。在我们这个日新月异、充满机会的国家，每天都有无数投资建议扑面而来，各种投资学说在市面上盛行。在网络时代，人们可以接触到大量的投资信息，而在我看来那些质朴而有力、历经时间考验的投资理念却往往被芜杂所淹没，去芜存精、化繁为简的“守正”在今天尤为重要。我非常感谢我多年的好友杨巧智，东方证券研究所的梁宇峰、张惠娜和我一起完成艰苦的翻译工作。我们非常荣幸能把大卫·史文森的这本书带给大家。

2010年，《机构投资的创新之路》译者序。

心灵宁静，“延迟满足”

天下武林，林林总总。名门正宗如少林武当，诚然名扬天下，而武林之大，但凡修得暗镖神剑者，亦可独步江湖。所以门派无尊贵，只有适合不适合。本序开宗明义：即使最成功的投资人，也要心胸坦荡，认识到自我局限，不可以名门正宗自居，须认识到获得真理是一个学无止境、永远追求的过程。

十八般武艺样样精通，仅出现在武侠传说中。对一个普通理性投资者来说，如何走出一条心灵宁静（peace of mind）、越走越宽的康庄大道，国鹭这本《投资中最简单的事》呈现了一个最直白、最真实、最给力的阐述。

我对国鹭的景仰，除了他追求真理的真性情以外，便是其极强的自我约束力和发自内心的受托人责任感。我记得看过一份研究报告，发现成功与智商等关系都不大，但与儿时就展现的自我控制力有极大的关系。实验中几个小朋友每人分得一个糖果，并被告知如果现在不吃，等到几个小时后大人回来，可以拿到更多的糖果。结果有的忍不住，就先吃了眼前的一个，后来再也没有糖果吃。而能够忍住眼前诱惑，等到最后的，则得到了几倍的收获。跟踪研究发现，那些儿时就展现出自我约束力的小朋友后期成功的可能性更高。在多数人都醉心于“即时满足”的世界里时，懂得“延迟满足”道理的人，已先胜一筹了。

“我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱。”这种极致的受托人理念不是每个投资人都有勇气践行的，但是路遥知马力，坚持下去，必会得到出资人的长期支持和信赖。正如国鹭所言：“理性只会迟到，但不会缺席。”

高瓴的成立初衷就是选择一群有意思的人做一些有意思的事。我们所坚持的“守正用奇”在书中得到了最好的印证：坚持价值投资的理念，但同时对主流观点保持质疑和求证的精神；清醒地认识到能力圈的边界，但同时不断地挑战自我，去开拓新的未知世界。所以我们提出了“投资团队的好奇、独立、诚实”。在热点纷呈的中国一、二级资本市场，如果没有定力，不能保持智力上的独立与诚实，很难不随波逐流。同时，如果不始终保持和发掘好奇心，很难在这么高强度的工作中保持青春与活力。

投资这个游戏的第一条规则就是得能够玩下去。再好的投资理念都要放到实践中去验证。长期投资、逆向投资最大的敌人是价值陷阱。即使再伟大的投资人，犯错误都是必然的。能否把犯错误的代价控制在一定风险范围内，是甄选一个成熟投资人需要考虑的关键因素。“君子不立危墙之下。”虽然各种投资方法都有可能产生好的投资回报，但其中隐含的风险是大不相同的。大多数情况下，国鹭书中所阐述的价值投资和逆向投资理念都是减少风险（derisk）的好方法。

最后，还是要有个好心境、好家庭、好身体。投资这项事业进行到最后，反映的是你个人的真实性情和价值观。健康的环境和心情是长期修行的结果。成功诚然需要运气和际遇的配合，但能否幸福地去做投资，则掌握在你自己手里。

如果有机会的话，这本书希望孩子们也来读。

2014年8月，《投资中最简单的事》推荐序。

叙事：理解过去与未来

在传统经济学的研究范式中，有两个最基本的假设：理性人假设和完全信息假设。经济学家习惯用量化分析的方式，把许多易感知、易追踪、易整理的定量指标作为经济研究的重要参数。然而，耶鲁大学经济学教授罗伯特·希勒（Robert Shiller）在《叙事经济学》（*Narrative Economics*）一书中，独辟蹊径地将“叙事”引入经济学领域，将过去依赖于抽象建模和数理统计的经济学还原到有温度、有感知的生活切片或历史场景中，人们的言谈、议题和故事，成为解构经济现象的重要维度。比研究成果更为难得的是，这位2013年诺贝尔经济学奖获得者特有的跨学科思维、开放式思考以及具有人文关怀意义的道德精神，尤为令人敬仰。

“叙事”一词的含义不止于故事或者讲述，归根结底，叙事是历史、文化、时代精神以及个体选择相结合的载体，甚至是一种集体共情。某种程度上，它是在解释或说明一个社会、一个时期的重要公共信念，而信念一旦形成，将潜移默化或者直接影响每个人的经济行为。正是这些特性，使叙事传播成为一个非常重要的经济变化机制和关键预测变量。诸如对市场下跌的恐慌、对未来经济增长的信心、对技术替代的批判以及投资的情绪波动等，这些长期的、变化的叙事载体，无论是对消费者、企业家、投资人，还是对决策者，都将产生非常重要的影响。上述叙事经济学的核心要旨，以参与者而不是旁观者的视角，将时代中的重要事件作为背景，将人们复杂变化的信念作为研究核心，将事实背后的深层社会心理因素、情感因素，纳入可感知的范畴。理解了叙事，就有可能理解普遍的价值认同，从而获得真正理解经济运行机制的能力。

第一，叙事是理解时代与环境变化的重要门径，而洞察变化是经济活动非常重要的分析维度。在商业实践中，环境是一个关键变量，

寻找环境中的关键时点和关键变化，是重大决策的前提。而关键时点和关键变化，很大程度上来源于重大叙事，因为叙事永远是针对当下的，不仅是不断沉淀和更迭的新价值主张，包含了时代特质、观念潮流、思想变革，还可以影响和塑造人们的共同信念。尤其是随着信息时代、智能时代的发展，环境尤其是舆论传播环境，正在成为决定商业成败的关键所在。口碑传播、社群传播正在成为新零售的推广模式，传统品牌和新品牌厂商正在用各种有趣的方式抢占人们的心智，流行事件发生时的快速商业决策正在成为打造企业影响力的重要手段。一旦理解了时代中的关键叙事，就能够判断一种商业模式的底层价值观是否符合消费者的精神诉求，是否具有真正的可持续性，是否真正在创造价值。

第二，叙事将枯燥的信息还原到系统中，理解信息传播的原因比理解信息的真相更为关键。罗伯特·希勒在书中说道，人们并非简单地喜欢好记的或者漂亮的话，而是喜欢深层次的故事。深层次的故事之所以能够广泛传播，一定是触动了人们最原始的情感本能，而不一定是故事简单的真相。商业世界无法像科学实验那样，在纯粹理想的空间中，甚至通过设置对照组来验证决策是否正确。我们需要做的是，把决策放在动态环境中，借助“传播”来测试，筛选出符合商业规律的行动策略。我们永远无法预测，只能不断试错。这种思维模式就是第一性原理，不局限于理论上的推想，而是在真实的系统中定义问题，通过对现实环境的动态观察，挖掘真正重要的原理，把问题研究深、研究透。

第三，叙事是建立同理心的桥梁，而同理心在未来愈加重要。一直以来，人文科学的意义在于寻找共同的价值观基础，而叙事的要义在于构建并提炼人们的精神指引。对于企业家而言，理解叙事的核心在于具备同理心。好比产品经理不仅要从功用主义考虑产品的功能属性，还要从美学意义考虑产品的设计、交互和体验；好比医生对病人不仅仅是治愈，还要宽慰；好比人工智能科学家，不仅要从效率和安

全上思考技术的革新，还要以有温度的方式思考劳动者的长远价值。一旦企业家掌握了影响商业波动的集体情绪密码，就能够把产品的价值回归到客户真正需要的价值区间。同样，同理心能够帮助投资人，在更大的格局上获得与未来对话的可能。这种深层次的信念，来源于叙事经济学的源起，用贴近人生经历的本质来指导思维与决策。

《叙事经济学》的阅读体验，是一场不折不扣的知识融通与精神共鸣之旅，它对经济学的反思、对商业世界的追问以及对金融投资领域的关切，让人们感受到炽热的人文精神。像罗伯特·希勒教授打破经济学的一般假设，运用不同的学科模型，在更宽泛的研究空间里寻求叙事之于经济的启示一样，我们在价值投资的旅途中，也在不断反思。究竟什么是企业真正的护城河？究竟什么是真正创造价值的企业家精神？究竟怎样的投资能够穿越周期、不论“天气”？这一切都来源于对价值本质的理解。无论是传统产业的升级，还是新兴产业的崛起，最终创造的价值都是为了人们更美好的生活。我们希望企业家追求的伟大格局观，核心就是拥有在变化的时代中构筑宏大叙事的能力，这是一种超长期主义。我们也希望为投资赋予更多人文关怀上的意义，做提供解决方案的资本和良善资本，通过长期投资、赋能投资为社会创造更多的普惠价值。

感谢罗伯特·希勒教授，这是一本理解过去和未来的书，相信每个人都能从叙事经济学中找到理解这个时代的答案。

2020年4月，《叙事经济学》推荐序。

扫码进入“高瓴时光机”，
品味创业者们的心路历程和人生经验，
希望能为在瞬息万变的环境中前行的你，
带来共鸣与思考。

扫码进入高瓴创投公众号，
寻找来自未来的你，
一起做时间的朋友。

如何践行长期主义，做出正确的价值判断？
扫码下载“湛庐阅读”App，

搜索“价值”，获取高清阅读地图。

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你惹到吃惊。孩子们都笑话我，他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、超强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种留在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地呈现在书里，天天生活根本就没有标准确切的答案，你也不能刻舟求剑过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读App：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”App，它将成为你“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类智慧思想交汇的聚集地，与你共同预见未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读App玩转指南

湛庐阅读App结构图：

三步玩转湛庐阅读App：

App获取方式：

在应用商店搜索关键词“湛庐阅读”，或访问湛庐官网 App Store 直接下载“湛庐阅读”App，与数千万用户共同成长！

使用App扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

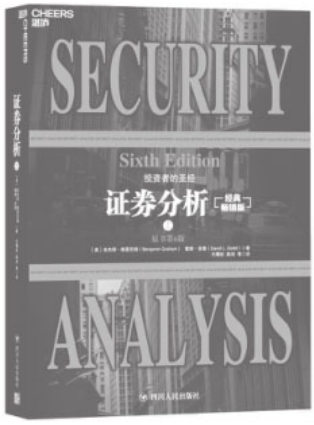
湛庐CHEERS

延伸阅读

《证券分析》

◎ 由本杰明·格雷厄姆和戴维·多德共同写著而成，本杰明·格雷厄姆被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人。

◎ 价值投资流派的开山之作，给出了历经时间检验的价值投资思想和常识，被誉为“投资者的圣经”，让价值投资和基本面分析真正走入人们的视野。



使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-220-11527-1
9 787220 115271 >

《共同基金常识（10周年纪念版）》

◎ 约翰·博格是基金业的先驱，第一只指数型共同基金的建立者，世界第二大基金管理公司领航集团创始人。这本书是他的心血之作，用翔实的数据和事实诠释了简单的常识必然会胜过代价高昂且复杂的投资方法。

◎ 著名金融学家巴曙松先生领衔翻译。

使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-5596-0531-3
9 787559 605313 >

《投资中最简单的事（更新版）》

◎ 高毅资产董事长邱国鹭22年投资经验凝聚之首部作品，历经市场5年洗礼之后全新升级。

◎ 作者从多年投资经验出发，剖析了“便宜才是硬道理”“定价权是核心竞争力”“人弃我取，逆向投资”等简单易行的投资原则和工具，让读者真正可学、可用、可掌握。

使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-5136-6038-9
9 787513 660389 >

《投资中不简单的事》

◎ 中国价值投资实践的启示录。

◎ 揭示了高毅资产拥有14座金牛奖的全明星团队的投资实战经验，道出对简单理念的不简单坚守，同时展示了优质公司的成长路径

和行业内在发展规律，给出在中国坚守价值投资的实操性建议。

使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。

ISBN 978-7-220-10664-4

出品　湛庐文化

Cheers Publishing

总裁　陈晓晖

出品人　韩焱

商业图书事业部总编辑　董寰

特约策划　吴悦琳

特约编辑　陆林颖

版式设计　湛庐文化

封面设计　湛庐文化

插图设计　臧贤凯　章剑

采购热线　010 5667 6359

传真　010 5667 6359

投稿方式　service@cheerspublishing.com

关注湛庐文化

获取更多阅读资讯、湛庐动态。

扫描二维码或查找
cheerspublishing

关注湛庐阅读
领福利、找优惠、查新书。
扫描二维码或查找
lukehui1230

---

(1)由于售卖中的舞弊行为和截留私买现象，成千上万没有购买到抽签表的投资者既悲且愤，甚至酿成暴力事件。此次事件让政府管理者第一次真切又深刻地意识到“股票”带来的风险，也直接促成了中国证券市场的最高机构——证监会的成立。从此，全国统一的证券市场体系开始构建，政府逐渐成为证券市场发展的主导力量。——编者注

(2)引自《文史参考》2012年第7期《容闳，睁眼看世界的“草根”第一人》，作者李响。——编者注

(3)约翰·博格是基金业的先驱，第一只指数型共同基金的建立者，领航集团创始人。《共同基金常识》（*Common Sense of Mutual Fund*）是他的心血之作，用翔实的数据诠释了简单和常识必然胜过复杂的投资方法。本书简体中文版已由湛庐文化引进，由北京联合出版公司于2017年出版。——编者注

(4)《机构投资的创新之路》在西方被誉为“机构投资者的圣经”，2002年由张磊先生及其好友翻译并引进中国。在这本书中，史文森详述了耶鲁捐赠基金的投资过程，及其以股权投资为导向、组合分散化、大胆投资另类资产的“耶鲁模式”，用清晰、敏锐的笔触对机构基金管理进行了透彻的分析。——编者注

(5)中关村地区教育与科研示范网络（NCFC）由国家发展计划委员会（2003年改组为国家发展和改革委员会）立项，是世界银行贷款“重点学科发展项目”。其目标是将中国科学院众多研究机构、北京大学校园区、清华大学校园区互联起来，

构建一个规模较大的以光纤通信为主的计算机网络，促进计算机资源与信息共享。——编者注

(6)RSS是简易信息聚合（Reality Simple Syndiation）的简称，它搭建了信息迅速传播的技术平台，使得每个人都成为潜在的信息提供者；SNS是社交网络服务（Social Networking Services）的简称，包括了社交软件、社交网站，也指现在已成熟普及的社交信息载体。——编者注

(7)2005年7月21日，中国互联网络信息中心（CNNIC）在北京发布《第16次中国互联网络发展状况统计报告》。报告显示，截至2005年6月30日，我国上网用户总数突破1亿，为1.03亿人。——编者注

(8)夫妻老婆店这种传统的商业形态通常采用“前店后工厂”的模式，丈夫在后方制作，妻子在店堂待客，店铺虽为夫妻共同经营，但客人更多接触到的是老板娘，所以称之为“夫妻老婆店”。——编者注

(9)迈克尔·波特开创了企业竞争战略理论并引发了美国乃至世界范围内对竞争力的讨论，在世界管理思想界被称为“活着的传奇”。他拥有8个名誉博士学位，32岁即获哈佛商学院终身教授之职，因提出“五力模型”和“三种竞争战略”而备受推崇，是商界公认的“竞争战略之父”。——编者注

(10)“死亡之组”（Group of Death）一般用于世界级的大型比赛中，尤其是足球小组赛中，多用于表示“该小组实力雄厚，难以应付”，突出两大特点：强队“扎堆”，弱队“必死”；实力平均。——编者注

(11)引自诗人北岛于1976年创作的朦胧诗《回答》。——编者注

(12)意为“谋大局，思长远”，全书同，下不另注。——编者注

(13)《证券分析》是价值投资流派的开山之作，给出了历经时间检验的价值投资思想和常识，其原书第6版的简体中文版已由湛庐文化引进，由四川人民出版社于2019年出版。——编者注

(14)沃尔玛的私人卫星通信系统帮助它建立了规模极大的数据库，其规模甚至超过了美国电话电报公司；同时，这种通信系统使信息在公司内部及时、快速、通畅地流动，从而形成了极为敏捷的商务情报系统。——编者注

(15)库存保有单位（Stock Keeping Unit，简称SKU）是对每个产品及服务的唯一标示符，同一产品有多种颜色，也会被视为多个SKU。——编者注

(16)柔性制造的模式是指以消费者为导向、以需定产的生产模式，与传统的大规模量产的生产模式相对立。“柔性”可以表述为两个方面：一是指生产能力的柔

性反应能力，即机器设备的小批量生产能力；二是指供应链敏捷而精准的反应能力。——编者注

(17)引自《资本论》第一卷中的第一篇第三章“资本与商品流通”，表示同一名称或者符号所代表的含义可能是多样的、多层次的。——编者注

(18)KOL（Key Opinion Leader）意为关键意见领袖，一般指某些行业或者领域内的权威人士；KOC（Key Opinion Consumer），意为关键意见消费者，一般指能影响朋友、粉丝，使其产生消费行为的消费者。相比于KOL，KOC的粉丝更少，影响力更小，但在垂直用户人群中拥有较大的决策影响力，能带动其他潜在消费者的购买行为，有效实现高转化率。——编者注

(19)克里斯坦森教授的“创新三部曲”包括《创新者的窘境》（*The Innovator’s Dilemma*）、《创新者的解答》（*The Innovator’s Solution*）、《创新者的基因》（*The Innovator’s DNA*）。——编者注

(20)奈飞公司以其卓越的企业文化著称。奈飞前首席人才官帕蒂·麦考德（Patty McCord）将奈飞高效的企业文化的来源记录在《奈飞文化手册》（*Powerful*）一书中，其简体中文版已由湛庐文化引进，由浙江教育出版社于2018年出版。——编者注

(21)极客是对美国俚语“Geek”一词的音译，形容对计算机和网络技术有狂热兴趣并投入大量时间钻研的人。极客精神也可用于形容崇尚科技、自由和创造力的精神。——编者注

(22)菲利普·费雪是现代投资理论的开路先锋之一、“成长股投资策略之父”、教父级的投资大师，也是华尔街极受尊重和推崇的投资家之一。——编者注

(23)出自清末名士赵藩题于成都武侯祠内诸葛亮殿堂前正中的《攻心联》，联文是“能攻心则反侧自消，从古知兵非好战；不审势即宽严皆误，后来治蜀要深思”，意为：用兵能攻心，反叛就会自然消除，从古至今，真正善用兵者并不好战；不审时度势，政策或宽或严都会出差错，以后治理蜀地的人要对此深思。——编者注

(24)出自丹·西蒙斯（Dan Simmons）的《海伯利安》（*Hyperion*），这是一部浩瀚壮美的科幻史诗，讲述了在末日将临时，宇宙中烽烟四起，七位一同前往海伯利安的光阴冢的朝圣者彼此分享过去的故事。这本科幻著作于1989年出版，几乎横扫全球重量级科幻作品奖项。——编者注

(25)《聪明的投资者》由本杰明·格雷厄姆所著，自1949年首次出版以来，一直被奉为“股票投资圣经”。在格雷厄姆生前最后一次修订并于1973年出版的原书

第4版中，沃伦·巴菲特为这本书撰写了序言。——编者注

(26)约翰·邓普顿毕业于耶鲁大学，是著名的逆向投资者，也是坚定的价值投资者，一直被誉为全球最具智慧及最受尊崇的投资者之一，与彼得·林奇（Peter Lynch）齐名。——编者注

(27)这是晚清中兴名臣曾国藩送给其弟曾国荃的一副对联中的一句。彼时曾国荃被削官去职，还家省亲，意志消沉，曾国藩赠予此联，勉励其好好读书，修身养性，以后还会大有作为。——编者注

(28)出自《论语·子张篇》，意为即使是小技艺，也一定有可取之处，但执着钻研这些小技艺，恐怕会妨碍从事远大的事业，所以君子不做这些事。——编者注

(29)克洛德·贝尔纳是19世纪法国伟大的生理学家，是现代医学的奠基人之一。贝尔纳一生的研究几乎遍及生理学的各个领域，对实验生理学的发展起到了至关重要的作用。——编者注

(30)反身性是指投资者与市场之间的互动影响。投资者根据其掌握的信息和对市场的了解来预期市场走势并据此行动，而其行动也会反过来影响和改变市场原本的走势，二者会持续、动态地处于相互影响的关系之中。——编者注

(31)能力圈（Competence Circle），又称能力圈原则，是以巴菲特为代表的价值投资者坚守的重要原则之一，这个概念最早出现在1996年巴菲特致股东的信中，强调投资人需要有对选定的企业进行正确评估的能力。——编者注

(32)本杰明·卡多佐是美国司法史上最具传奇色彩的大法官之一，被誉为有创造性的普通法法官和法律论说家，也是美国侵权法发展史上的标杆式人物。1932年，因其高尚的品格和出色的判决，卡多佐被享有威望的哈佛大学校长、耶鲁大学校长、哥伦比亚大学校长、芝加哥大学法学院全体人员，以及劳工和企业界的诸多领袖共同推举给胡佛总统，并最终成为美国最高法院法官。——编者注

(33)弗雷德里克·泰勒被公认为“科学管理之父”，也被称为“理性效率的大师”，他的科学管理思想扎根于一系列科学实验，让人们认识到管理是一门建立在明确的法规、条文和原则之上的科学。他的科学管理理论包括工作定额原理、挑选头等工人、标准化原理、计件工资制等。——编者注

(34)《商界局外人》讲述了8位传奇CEO的管理故事，他们以投资的视角看待管理，视资本配置为核心任务，让管理和投资在商业本质层面回归统一，最终创造出惊人业绩。本书简体中文版已由湛庐文化引进，由北京联合出版公司于2016年出版。——编者注

(35)汤姆·墨菲是沃伦·巴菲特的管理学导师，也是强生、IBM等公司的董事。他用29年时间带领首府广播公司将收益翻了上百倍，1995年，该公司以190亿美元的天价被迪士尼收购。——编者注

(36)丹尼尔·丹尼特是哲学界泰斗、世界著名认知科学家，“人工智能之父”，马文·明斯基（Marvin Minsky）称赞他为“下一个伯兰特·罗素（Bertrand Russell）”。丹尼特将其一生至今所搜集的各种好用的思考工具倾囊相授，写成了《直觉泵和其他思考工具》（*Intuition Pumps and Other Tools for Thinking*）这部著作，本书简体中文版已由湛庐文化引进，由浙江教育出版社于2018年出版。——编者注

(37)约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）是“创新理论”鼻祖，与同时代的凯恩斯既惺惺相惜，又互相论争。熊彼特因提出“创造性破坏”这一概念而闻名于世，他认为创新就是不断地从内部革新经济结构，不断破坏旧的结构并创造新的结构。他将企业家视为创新的主体，认为企业家正是通过创造性地打破市场均衡来获取超额利润的，但除非不断创新，否则“企业家”是一种稍纵即逝的状态，创新是判断企业家的唯一标准。——编者注

(38)靶向治疗是指设计相应的药物，使其在进入体内时与已经明确的致癌位点结合，使肿瘤细胞特异性死亡，并且不会波及肿瘤周围的正常组织细胞。致癌位点可能是肿瘤细胞内部的一个蛋白分子，也可能是一个基因片段。分子靶向治疗又被称为“生物导弹”。——编者注

(39)“何止于米，相期于茶”，出自冯友兰先生曾赠金岳霖先生的一副对联，意思是何止活到八十八岁，期望活到一百零八岁。按照中国传统的说法，米指“米寿”、茶指“茶寿”，因为米字的形态可以拆解为“八十八”，所以米寿是八十八岁；而茶字的形态恰如米字之上加草字头，可推想到“八十八再加廿”，所以茶寿就成一百零八岁了。——编者注

(40)形容从“我可以做出同样的药品”，到“我可以做出更好的药品”，再到“我可以做出最好的药品”的进阶。——编者注

(41)这4家PD-1药企分别是百济神州、恒瑞医药、信达生物、君实生物。

(42)客观缓解率（Objective Response Rate，简称ORR）是一种直接衡量药物抗肿瘤活性的指标，是指肿瘤体积缩小到预先规定值，并能维持最低时限要求的患者的比例。客观缓解率一般被定义为完全缓解（Complete Response，简称CR）和部分缓解（Partial Response，简称PR）之和。而完全缓解是指所有靶病灶消失，无新病灶出现，肿瘤标志物正常，并且这种状态至少维持4周时间。——编者注

(43)常被译为“有时去治愈，常常去帮助，总是去安慰”，意为“也许医生并不总能治愈病人，但可以经常为病人缓解病痛，并且总是为他们带去关怀”。——编者注

(44)UI是User Interface的简称，指用户界面；UE是User Experience的简称，即用户体验。——编者注

(45)改善，译自日文词汇“Kaizen”，源自丰田精益生产体系，指小的、连续的、渐近的改进。——编者注

(46)日活跃用户数量统计一日之内登录或使用了某个产品的用户数（去除重复登录的用户），通常会结合月活跃用户数量（MAU）一起使用，以衡量服务的用户黏性以及服务的衰退周期。——编者注

(47)数据对齐指使来自多个数据源的多维数据保持一致的方法。——编者注

(48)微笑曲线由宏碁集团创办人施振荣先生于1992年提出，他认为在产业链中，处于微笑曲线两端的“研发”和“销售”附加值较高，处于中间的“制造”附加值较低，所以产业未来应朝微笑曲线的两端发展，也就是加强研发以及客户导向的营销与服务。——编者注

(49)引自鲁迅的《自嘲》一诗，全句为“躲进小楼成一统，管他春夏与秋冬”，意为坚守自己的志向和立场永不改变，不管环境如何变化。——编者注

(50)马克斯·韦伯是德国著名社会学家、政治学家、经济学家、哲学家，被公认为古典社会学理论和公共行政学最重要的创始人之一，被后世称为“组织理论之父”。——编者注

(51)社会企业是指旨在解决社会问题、增进公众福利，而非追求自身利益最大化的企业。社会企业的投资人在收回投资之后不再参与分红，而会将盈余再投资于有助于企业或社区发展的领域。——编者注

(52)网络流行语，英文单词Couple的简写，此处意为“亲密伙伴”。——编者注

(53)彼得·舒尔茨是美国Scripps研究所总裁，是化学及合成生物研究领域的先驱，致力于以非营利的方式促进转化研究，试图解决产业与学界不匹配、不对称的问题，在基础研究与药物研发之间搭起一座桥梁。周以真是哥伦比亚大学计算机系教授，哥伦比亚大学数据科学研究所Avanessians主任，计算机科学研究和教育领域的开创性人物。——编者注

(54)此处的三句英文是递进关系，其整体含义为“科学很有趣，科学也很酷；科学是奇迹，科学也是未来；科学带来光，科学让阳光普照”。——编者注

(55)deal，在这里指投资项目或交易。——编者注

(56)PD-L1的全称是Programmed Cell Death 1 Ligand 1，细胞程序性死亡配体1，是人类体内的一种蛋白质。——编者注

(57)指公开的陈述和展示，一般以PPT（幻灯片）为辅助工具。——编者注

(58)PEST模型是帮助企业分析所处宏观环境的模型。所谓PEST，即政治（Politics）、经济（Economy）、社会（Society）、技术（Technology）。——编者注

CHEERS
湛庐

财富是认知的变现

如何避开投资中的12个陷阱

Turn your wisdom into wealth

舒泰峰 著

重阳投资合伙人
舒泰峰诚意力作

中国纺织出版社有限公司

版权信息

本书纸版由中国纺织出版社于2021年12月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有·侵权必究

书名：财富是认知的变现

著者：舒泰峰

电子书定价：98.99元

内容提要

想要通过投资成功积累财富，必须改造自我，其中核心的一条便是改造自己的认知。投资家的思维方式与背后的心性修养与常人有明显的不同，如果你不能掌握同样的投资认知体系，那么即便你拥有投资知识，也只是“有知识的小白”，不免沦为“韭菜”。本书对最核心的一些投资认知原则条分缕析，形成一个带有跨界特色的认知系统。应对投资者的12个常见认知误区，本书给出了12个破解之道，帮助读者有效避开投资中的陷阱。

推荐序

“形而上者谓之道，形而下者谓之器”

裘国根
重阳投资创始人、首席投资官

投资大概可以分为三类：价值投资、行为金融和金融工程。金融工程以对历史数据的系统归纳为基础，在逐步迈向成熟的中国资本市场将有越来越大的施展空间。不过金融工程以未来会重复历史为假设，而未来充满了不确定性，所以有其局限所在。行为金融则以分析人性心理为基础。传统意义上的投资大师，无论是像巴菲特这样的价值投资者，还是像索罗斯这样的“狙击高手”，本质上都是行为金融的成功实践者。金融工程和行为金融各有其优势，但也都有一定程度的局限性，所以价值投资（基本面投资）还是投资的基础方法。我有一种感觉，未来在投资界取得类似于今天巴菲特和索罗斯这样量级成就的人，可能属于价值投资、行为金融、金融工程的跨界立体化实践者。

《易经·系辞》有云：“形而上者谓之道，形而下者谓之器。”如果说金融工程更偏向纯粹的科学，那么价值投资、行为金融则既是科学，也是艺术，是科学与艺术的结合。只是从投资实践来看，投资者往往更重视科学的部分，而对艺术的部分重视不足。投资的艺术部分是什么呢？归根结底在于人性。市场周期的背后是人性周期，市场由人组成，投资人的心理和情绪在恐惧和贪婪之间来回摆动，所以市场也在熊市和牛市之间来回波动。

人性的弱点还有很多，比如“过度自信”和“一知半解”。历史证明，最容易亏大钱的投资者往往认为自己“很知道”，美国长期资

本管理公司就是一个典型的案例。过度自信和一知半解是投资大忌。

再比如“急于求成”和“鸵鸟思维”。急于求成，追求一夜暴富是人性使然，却是长期投资成功的大敌。急于求成的人往往重结果而轻过程，难免导致决策草率。一个好的投资决策的形成需要投资者全方位地对公司进行调研，这需要时间，切不可操之过急。欲速则不达。很多时候，慢就是快。

与急于求成相反的极端是鸵鸟思维，即对问题采取回避或消极拖延的态度。做投资，不该急的时候不能急，但该急的时候一定要急，比如学习、调研，投资者要抱着迫切的态度将问题和疑点搞透。所以，投资和决策需慎重，谋定而后动；研究和学习要积极，避免鸵鸟思维。

人性的弱点决定了做投资需要理性，重视概率思维，“遍历性”十分重要。遍历性理论是说若有一个随机过程，其过往的历史概率不能适用于其未来的情景，那么这个随机过程就不具有遍历性。这一理论告诉我们，随着条件的变化，过往的成功经验并不必然适用于当下和未来。投资方法一定要尽量具备“遍历性”，否则就存在爆仓或出局的可能。所以投资要因时因势而变，切忌路径依赖。

那么，决定人性周期的是什么呢？人性周期的背后是生物周期。人的生物学构造决定了人类神经的承受极限，驱动人的心理在理性和癫狂之间摇摆。所以，只有了解人性和生物周期，投资者才不会被大众情绪所左右，在投资中保持理性。

投资最好的杠杆是知识，财富复利背后是知识和思想的复利。我的同事舒泰峰认真梳理了财富认知方面的12个缺陷并探究了其背后的生物学根源，同时也给出了12个建设性的破解方案，虽未能全面覆盖，但不失为一部投资认知方面的很好的普及读物。作者具有一定的人文学科背景和多年媒体传播经验，又在重阳投资工作多年，这使得

这本书具有一种特别的跨界特色，文风生动好读，穿插的12篇“老子对话巴菲特”使投资学变得更具人文性，趣味盎然，令人耳目一新。

自序

财富是认知的变现，破财是认知的沦陷

很大程度上，这是一部“碰撞”之作。在加入重阳投资之前，我有10年的一线媒体从业经历，自认为是一个“有点见识的人”。但是，来到投资界之后，我受到了相当大的冲击，这种冲击主要来自“思维”和“认知”层面。我发现投资家的思维方式以及背后的心性修养与常人有明显的不同。同时，我也终于明白了以前投资股票却总被套牢的原因。总的来说，不管你是博学的杂家还是精通某个领域的专家，都无法确保投资成功，因为知识是知识，投资知识是投资知识，两者不能直接划等号。投资有自己的一套认知体系，如果没有掌握这套体系，那么你便是“有知识的小白”，同样不免沦为“韭菜”。

重阳投资创始人、首席投资官裘国根先生说过：“投资是一场反人性的游戏。”[1]要想通过投资成功积累财富，必须改造自我，其中核心的一条便是改造自己的认知。

幸运的是，在重阳投资这样顶尖的专业平台上，我得以重新检视并构建自己关于投资的认知。这一方面是通过阅读大量投资大师的经典著作。我仍然记得2014年第一次阅读查理·芒格的《穷查理宝典》时的情形。那是一种少有的醍醐灌顶式的阅读体验，让我认识到原来看问题竟可以有如此不同的角度。所以，本书的写作在很大程度上可以说是受到查理·芒格的启发。后来我又读了沃伦·巴菲特、霍华德·马克斯、彼得·林奇、约翰·邓普顿、安东尼·波顿、乔治·索罗斯、纳西姆·尼古拉斯·塔勒布、杰西·利弗莫尔、伯顿·马尔基尔等人的著作或文章，无不进一步加深了我对投资认知的好奇和探究之心。

我的创作灵感的更重要的一个来源是，在重阳投资我可以通过亲身观察和参与团队的投资实践，对投资大师们的理论进行验证，从而明白他们所讲的并不是纸面上的虚言，而是真正对财富创造以及人生有益的宝贵智慧。事实上，裘国根先生就是一位具有明显逆向思维特点的卓越投资家，他从不盲目从众，始终保持独立思考，所以能够取得业内罕有的投资业绩。

这本书的创作同样得益于我的跨界经历。我发现不管古今中外，顶尖智慧之间都是相通的，比如沃伦·巴菲特、查理·芒格的智慧与中国道家鼻祖老子的思想就有许多异曲同工之妙，所以我创作了一系列专栏文章“老子对话巴菲特”，这种跨时空的虚拟对话受到了投资圈内不少读者的喜爱。

在此基础上，我对与投资认知相关的一些最核心的认知原则进行了条分缕析，逐渐形成了一个带有某种跨界特色的认知系统。在这个梳理的过程中，我自己受益匪浅，它让我从一个“有知识的小白”逐步走向了专业。继而，我也希望将这个认知体系分享给更多对投资理财有兴趣的朋友，这就是这本书的由来。

投资是一场反人性的游戏

那么这本书核心的立意是什么呢？我先做一个简要的介绍。

投资是科学与艺术的结合，投资的科学指的是宏观大势研判、行业及企业基本面研究和估值这些可以“计算”的方面，投资的艺术则有关于认知及心性。这两方面同等重要，但是在投资实践中，很多人更注重科学的一面而忽视艺术的一面，导致出现一些不该发生的悲剧。

检索投资史，我们不难看到，成功的投资家往往也是认知及心性的大师，比如沃伦·巴菲特、查理·芒格、约翰·邓普顿等。而曾经

辉煌一时，后来却一败涂地的投资家往往不是败于科学，而是败于认知，比如著名的华尔街股票作手杰西·利弗莫尔以及由多名诺贝尔奖得主组成的长期资本管理公司。甚至连牛顿这样的科学巨匠也在股票投资中巨亏，最终发出那句著名的浩叹：“我可以计算出天体运行的轨迹，却难以预料到人性的疯狂！”

我们每个人都有认知和心性的缺陷，这是由我们基因进化的进程所决定的。进化的第一法则是基因的传递，为了完成这一目的，进化给人类制造了许多的“奖励”机制，它体现为各种感官的快乐，通俗地讲，就是所谓的“七情六欲”。这些感官的快乐都是很短暂的，正因为快乐易逝，所以我们永不满足，贪求一旦过度就形成了“贪婪”。

这些“七情六欲”不仅是短暂的，而且很可能还是“虚假”的。科学实验发现，不管是猴子还是人类，预期将吃到自己最喜爱食物时的快感甚至多于真正吃到时的快感。这种预期在某种意义上就是“幻觉”。事实上，焦躁、绝望、仇恨、贪婪……这些情绪都具备“幻觉”的成分，甚至我们心心念念的“自我”可能也是一种“幻觉”。[2] 这些“幻觉”可以理解为自然选择为了实现基因安全以及多产而给人类制造的某种认知漏洞。不过，这并不是说“七情六欲”都要摒弃，“无情何必生斯世”，恰当的情感和有节制的欲望可以使人生的过程更加丰富多彩。只是在投资这样需要高度理性的领域，我们需要对情感和欲望多一份深层的审视。

在瓦特发明蒸汽机之前，人类文明的演进非常缓慢，这导致了我们基因结构的固化，也导致了我们认知的迭代非常缓慢。但是，进入现代以来，在科学和器物的层面，人类文明已经出现了爆炸式的增长，这种变化要远远领先于我们基因的进化。

同时，自然选择并非人类进化的唯一路径，在自然选择之外还有社会选择。在文明高度发达的今天，我们早已摆脱了先祖们所面临的

生存繁衍的困境，社会选择的权重越来越高。社会选择要求我们超越仅仅作为基因传递工具的动物性，变得不那么自私、狭隘、短视，不那么贪恋短暂的愉悦，而是更加乐于协作、理性、包容，更加愿意追求长久的幸福，也就是变得更具有“人性”，甚至有的人可以超越人性而展现出某种“神性”。

我们在自然选择进程中形成的认知显然与我们生活的现代环境发生了严重的错配，某种意义上可以说虽然我们的身体已经处于21世纪，但是我们的大脑还停留在丛林社会，这无疑极大地阻碍了现代的我们走向真正的成功以及获得长久的幸福。

股市是人性的放大器，无论是贪婪还是恐惧，种种认知的缺陷都在其中发挥得淋漓尽致，这无疑是成功投资的大敌。

查理·芒格曾说：“即使握有全世界最锋利的刀，如果你自己的心性存在缺陷，那么它也会成为自残的工具……如果你拥有最精于计算的头脑，但始终无法克服欲望的纠缠，那么在巨额财富的重压之下，你注定将粉身碎骨。”[3(1)]

芒格擅长逆向思维，他的理念是，人们如果想取得投资成功，首先要思考的是如何避免投资失败。清楚地认识到认知的先天缺陷，然后建立科学正确的认知，正是避免投资失败的前提。

所以，财富是认知的变现，破财是心智的沦陷。

汲取成功的智慧，穿越认知的迷雾

本书的12篇内容其实是炒股失败者普遍的心路历程。许多非专业的投资者朋友可能都经历过这样的炒股五阶段。

第一阶段：在火热的市场气氛中买进股票，一开始股价随着大盘天天涨，你非常开心，经常请朋友吃饭或者唱卡拉OK。

第二阶段：好景不长，股市从高点回落，你买的股票的价格也随之下跌，这时候你仍然信心满满，觉得这不过是暂时的回调，股价肯定会涨回来并再创新高。

第三阶段：事与愿违，某天，股价终于跌破了你的成本线。你仍然不信邪，咬牙坚持，不过这时候你的信心已经没有那么坚定了。

第四阶段：市场气氛进一步转冷，甚至都没有人再谈论股票了。你买的股票价格也跌到了新低，可能比你买入的价格低50%甚至更多。这时候你终于心灰意冷，放弃了抵抗，但是你并没有割肉斩仓，只是任由股价雨打风吹去，再也不看股票账户。同时内心深处依然抱着侥幸的希望——“守得云开见月明”，只要没卖，只要我等，总有希望。

第五阶段：现实比预想的更残酷，这一等可能就是3年、5年，甚至8年、10年。你望眼欲穿，回本无望，终于在内心承认了投资的失败，或者另有着急用钱之处，不得已割肉出局。

在这个过程中，投资者既亏了钱，也亏了时间，却不知道为什么。事实上，在这个过程中，是一个又一个认知误区让你掉进了陷阱里。在第一阶段，过度自信、贪婪与嫉妒、急于求成迫使你不断追高入场；在第二阶段，禀赋效应、锚定效应让你无法灵活变通；在第三、第四阶段，损失厌恶、被剥夺超级反应及无为综合征迫使你一步步被套牢、深陷；在第五阶段过度悲观成为压垮骆驼的最后一根稻草，迫使你不得不斩仓出局。而在整个过程中，线性思维、盲目从众、故事思维火上浇油，助长着你的贪婪和恐惧，将你绑定在追涨杀跌的怪圈当中。不仅如此，股票市场还是一个“黑天鹅”满天飞的世界，一不小心就可能踩雷。最后，交易程序与生活程序其实紧密相关，即使你通过投资实现了财富自由，如果“财不配位”，也可能反遭其害。

所以，买卖一只股票看似简单，其中却有这么多的认知误区等着你。这些认知误区说起来并不复杂，但背后却有非常深刻的进化学根源，因此改变起来并非易事，正所谓“江山易改，本性难移”。

本书便是希望总结投资和商业史上失败的教训，并从成功的投资家那里汲取成功的智慧，以带领投资者穿越认知的迷雾。应对12个认知误区，本书给出了12个破解之道：

1．以“自知者明”破解“过度自信”；

2．以“理性自律”破解“贪婪与嫉妒”；

3．以“长期主义”破解“急于求成”；

4．以“安全边际”破解“禀赋效应”；

5．以“变亦不变”破解“锚定效应”；

6．以“未来思维”破解“损失厌恶”；

7．以“逆向思维”破解“过度悲观”；

8．以“独立精神”破解“盲目从众”；

9．以“周期思维”破解“线性思维”；

10．以“概率思维”破解“故事思维”；

11．以“谨慎小心”破解“黑天鹅”；

12．以“财富善念”破解“财不配位”。

借用行为金融学专家、上海交通大学上海高级金融学院副院长朱宁教授的概念，12个认知误区是“投资者的敌人”，而12个破解之道是“投资者的朋友”。当然，这12个认知秘诀远远不是投资智慧的全部，但或许有益于破解一些最常见的认识误区。希望本书对这些投资

认知常识的科普能够帮助朋友们避免在财富积累的道路上犯下一些最初级的错误。

投资问道：老子对话巴菲特

我将“老子对话巴菲特”12篇内容穿插于正文之间，构成一条辅线，以一种轻松的方式与12种认知形成一种呼应。

一边读老子一边读巴菲特是一种奇妙的体验，它让人感觉到顶级智慧之间竟是如此异曲同工。老子和巴菲特、芒格虽然年龄相差了约2500岁，从事的是完全不同领域的工作——图书管理员和投资家，但是他们所讲的道理却高度相通，毫无时空的隔膜。

不信，我们就先来拉清单罗列一番。

1. 巴菲特和芒格恪守不熟不投的原则，绝不做跨越自己能力圈的投资决定，巴菲特说：“我只做我完全明白的事。”芒格说：“承认无知是智慧的开始。”老子则说：“知人者智，自知者明。”

2. 巴菲特和芒格都极为自律，哪怕在小事上也不放松对自己的要求，巴菲特说：“如果你不学会在小的事情上约束自己，你在大的事情上也不会受到内心的约束。”老子则说：“胜人者有力，自胜者强。”

3. 巴菲特和芒格喜欢长期投资，巴菲特说：“时间的妙处在于它的长度。”芒格说：“如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓。”老子同样反对速成，他说：“大器晚成；大音希声。”

4. 巴菲特和芒格十分注重给投资留有安全边际，巴菲特说：“我建一座能承重3万磅的桥，但却只让通1万磅的车；这样就算

我大意了失算漏放了一辆1.2万磅或者1.3万磅的卡车过去，也不至于桥毁人亡。”芒格：“河水淹死会水人。”老子则说：“保此道者，不欲盈。夫唯不盈，故能蔽而新成。”

5. 巴菲特和芒格善于变化，芒格说：“当条件变化了我们也要变化。”老子《道德经》通篇都在讲变化：“有无相生，难易相成，长短相形，高下相盈，音声相和，前后相随”“万物并作，吾以观复”等。

6. 巴菲特和芒格在投资中善于抛弃面子、情感等因素，总是从内在价值出发选择投资标的。老子则说：“不失其所者久。”

7. 巴菲特和芒格喜欢逆向思考，巴菲特说：“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。”芒格说：“反过来想，总是反过来想。”老子则说：“俗人昭昭，我独昏昏。俗人察察，我独闷闷。”

8. 巴菲特和芒格喜欢集中持股，他建议每个投资人都给自己一张卡片，上面只允许自己打20个小洞，每次买入1种股票时，就必须打1个洞，打完20个，就不能再买股，只能持股。老子则说：“少则得，多则惑。”

9. 巴菲特和芒格深知辩证之法，芒格说：“在有限的世界里，任何高成长的事物终将自我毁灭。”老子则说：“反者道之动。”

10. 巴菲特和芒格从不被故事所迷惑，总是安静地等待机会，巴菲特说：“诀窍是当没有合适的事情可做时，就什么也不做。”芒格说：“我的系统总是坐下来静静地思考几个小时。我不介意在很长的时间里没有任何事情发生。”老子同样喜欢以“致虚极，守静笃”保持头脑清醒。

11. 巴菲特和芒格以极其谨慎小心的态度防范不确定性的“黑天鹅”，巴菲特说：“有些时候我们过于谨慎，但我宁可100次的过于谨慎，也不愿1%的不谨慎。”芒格说：“所有的投资评估都以衡量风险开始”。老子则说：“为之于未有，治之于未乱。”

12. 巴菲特和芒格具有很高的道德标准，巴菲特说：“你给别人的爱越多，你获得的回报就越多。”芒格说：“要得到你想要的某样东西，最可靠的方法是让你自己配得上它。”老子则说：“上善若水。”

……

这个阅读体验使我产生一种创作冲动——将老子和巴菲特拉到一起做个跨越时空的对话。我们假设老子复活了，好学的他对投资这门显学产生了浓厚兴趣，又恰好在奥马哈小镇遇到了巴菲特和芒格，就向这两位当世投资“大神”问个究竟。恰好巴菲特和芒格也知道老子是东方的得道高人，于是热情延请老子至家中做客，探讨智慧。

于是将近2 600岁须髯尽白的老子，91岁仍然喜欢喝可乐、吃甜食的巴菲特，以及97岁少言而犀利的芒格之间发生了一场巅峰对话，他们一聊便是12日，每日一个话题，场面可以说精彩纷呈，智慧爆棚。

在这场对话中，笔者有幸被邀请作为聊天助理。为了便于称呼，老子还给笔者起了个昵称：“舒姓拆开，左舍右予，不如就称呼你‘小舍’吧，小舍小得嘛！”笔者欣然接受这助聊的角色。(2)

在做完这一系列梳理之后，我的一个深刻感受是投资之道最终是做人之道。人生无论是致富，还是成名，抑或是登高位，都不易，但是更不易的是发现自我并实现自我。成功的投资家正是这样一类人，他们不仅成功地通过投资积累了财富，而且在这个过程中成就了自我，而失败的投资家却往往在这个过程中迷失了自我。所以我相信，

这些由投资衍生出来的智慧，也将有益于我们体悟为人处世之道，最终提升我们的生活幸福。

测一测

你对投资中的认知陷阱了解多少

- **下列哪一项不是投资人常见的认知缺陷？（　）**

  A. 急于求成，本能地渴望看到立竿见影的效果

  B. 盲目从众，追涨杀跌

  C. 过度悲观，我们的恐惧常常大于危险本身

  D. 保持理性，不被贪婪与嫉妒情绪左右

- **我们总是相信自己愿意相信的，甚至扭曲事实以适应固有想法，所谓“吃不到葡萄说葡萄酸”，这种认知缺陷源于：（　）**

  A. 禀赋效应

  B. 过度悲观

  C. 盲目从众

  D. 线性思维

- **老子的哲学思想与现代投资哲学有异曲同工之妙，下列哪一句老子的名言体现了投资中的长期主义哲学？（　）**

  A. 大器晚成，大音希声

  B. 胜人者有力，自胜者强

  C. 上善若水

  D. 知人者智，自知者明

扫码鉴别正版图书
获取您的专属福利

扫码获取全部测试题及答案了解投资中的认知陷阱与破解之道

目 录

推荐序　“形而上者谓之道，形而下者谓之器”

裘国根

重阳投资创始人、首席投资官

自序　财富是认知的变现，破财是认知的沦陷

投资是一场反人性的游戏

汲取成功的智慧，穿越认知的迷雾

投资问道：老子对话巴菲特

测一测　你对投资中的认知陷阱了解多少

01　以“自知者明”破解“过度自信”

认知陷阱1：过度自信　“机关算尽太聪明，反害了卿卿性命”

破解之道1：认识你自己　“承认无知是智慧的开始”

老子对话巴菲特　知人者智，自知者明

02　以“理性自律”破解“贪婪与嫉妒”

认知陷阱2：贪婪与嫉妒　“最令人头疼的事莫过于看到朋友发大财”

破解之道2：保持理性　“战胜他人不如战胜自己”

老子对话巴菲特　胜人者有力，自胜者强

03　以“长期主义”破解“急于求成”

认知陷阱3：急于求成　“人类本能地渴望立竿见影的效果”

破解之道3：长期主义　“时间的妙处在于它的长度”

老子对话巴菲特　大器晚成，大音希声

04　以“安全边际”破解“禀赋效应”

认知陷阱4：禀赋效应　“一个人想要什么，就会相信什么”

破解之道4：安全边际　“做投资如烹小鲜”

老子对话巴菲特　保此道者，不欲盈

05　以“变亦不变”破解“锚定效应”

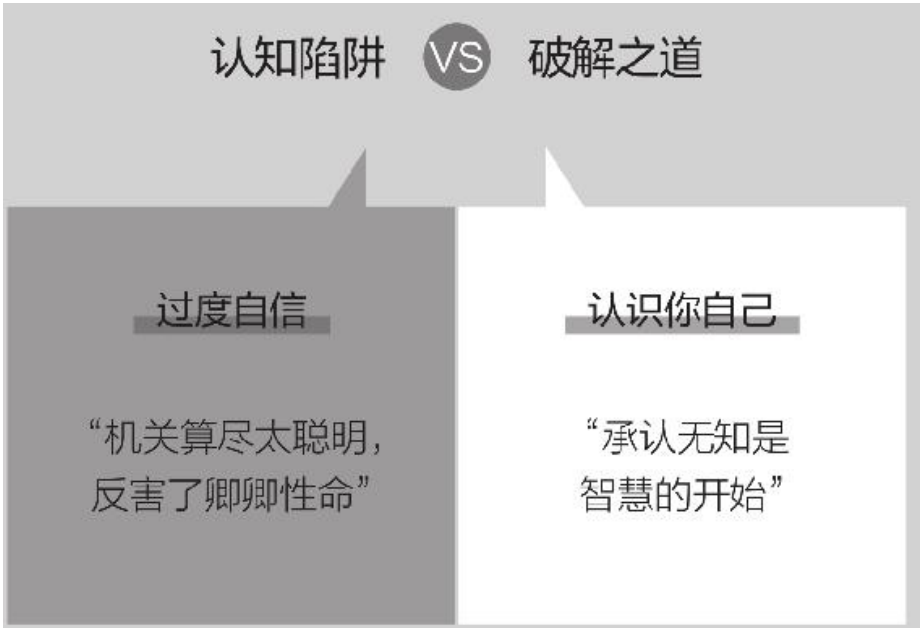
认知陷阱5：锚定效应　投资中的“刻舟求剑”

破解之道5：变亦不变　“投资中，真理比面子重要”
老子对话巴菲特　万物并作，吾以观复
06　以“未来思维”破解“损失厌恶”
认知陷阱6：损失厌恶　“煮熟的鸭子飞走了”
破解之道6：未来思维　“投资这一行：机可失，时再来”
老子对话巴菲特　不失其所者久
07　以“逆向思维”破解“过度悲观”
认知陷阱7：过度悲观　“我们的恐惧常常大于危险本身”
破解之道7：逆向思维　“反过来想，总是反过来想”
老子对话巴菲特　俗人昭昭，我独昏昏
08　以“独立精神”破解“盲目从众”
认知陷阱8：盲目从众　我们都是随大流的“绵羊”
破解之道8：独立精神　投资要在知识上做加法，在心性上做减法
老子对话巴菲特　少则得，多则惑
09　以“周期思维”破解“线性思维”
认知陷阱9：线性思维　幸福且只幸福了1 000天的火鸡
破解之道9：周期思维　做投资，不妨建立一点摆钟意识
老子对话巴菲特　反者道之动
10　以“概率思维”破解“故事思维”
认知陷阱10：故事思维　永不散去的荷兰郁金香魅影
破解之道10：概率思维　价值投资就是做大概率正确的事情
老子对话巴菲特　致虚极，守静笃
11　以“谨慎小心”破解“黑天鹅”
认知陷阱11：均值回归是对称的　“天之道，损有余而补不足”
破解之道11：均值回归是不对称的　我们的大脑必须习惯于对尾部风险说“不”
老子对话巴菲特　为之于未有，治之于未乱
12　以“财富善念”破解“财不配位”
认知陷阱12：德不配财　交易程序与生活程序紧密相连

破解之道12：财富是对善的激励　“正直的行为能够带来好处，是因为它们是好的”
老子对话巴菲特　上善若水
附录　舒泰峰的财富认知书单
参考文献
后记

01

以“自知者明”破解“过度自信”


认知陷阱
VS
破解之道
过度自信
“机关算尽太聪明，
反害了卿卿性命”
认识你自己
“承认无知是
智慧的开始”

认知陷阱1：过度自信

“机关算尽太聪明，反害了卿卿性命”

如果评选世界上最聪明的投资团队，长期资本管理公司（LTCM）是当之无愧的第一名。《财富》曾发表文章评论说，长期资本拥有全世界最高的IQ密度。

来看看长期资本拥有的IQ密度：

- 诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿（Robert Merton），加盟长期资本之前，先后执教于麻省理工学院斯隆管理学院和哈佛大学。他提出的著名的“默顿模型”被广泛应用于各种风险资产及金融衍生产品的定价工作中，并为当今蓬勃发展的金融工程学奠定了基础。
- 诺贝尔经济学奖得主迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes），著名的期权定价方程B-S公式的创建者。
- 戴维·马林斯（David Mullins），美联储原副主席，曾被视为格林斯潘的继任者。
- 其他人还有埃里克·罗森菲尔德（Eric Rosenfeld），毕业于麻省理工学院，后任哈佛商学院金融学副教授；威廉·克拉斯克尔（William Krasker），哈佛商学院教授；华人金融大牛黄奇辅，毕业于斯坦福大学，后执教于麻省理工学院、斯坦福大学和宾夕法尼亚大学；等等。

将这些“大神”拢到一起的是长期资本创始人约翰·梅里韦瑟（John Meriwether），一个被誉为能“点石成金”的“华尔街债务套

利之父”，在创立长期资本之前，曾是华尔街大投行“所罗门兄弟”的副总裁。

这样的阵容后面有没有来者不好说，前无古人是肯定的。罗伯特·默顿曾经抱怨说，梅里韦瑟挖走了整整一代学术精英，没想到后来自己也加入了长期资本。这样的投资天团，战绩怎么样呢？

一开始，长期资本可以说战无不胜。长期资本的认购门槛是1 000万美元，业绩提成比例高达25%，比一般的对冲基金要高出5个百分点。然而，这样的门槛不仅没有吓住投资者，反而还吸引了许多业界一流机构，美林、贝尔斯登、科威特投资局、台湾银行等都是长期资本的客户。

长期资本的旗舰基金于1994年2月正式成立，募集规模为12.5亿美元，是当时最大的对冲基金之一。在成立10个月后，该基金的投资回报率就达到20%，1995年其投资回报率是43%，1996年其投资回报率更是达到41%，当年的盈利就达到21亿美元，远超麦当劳在全球一年卖10亿个汉堡包的利润。更不可思议的是，长期资本的最大月回撤仅为2.9%，并且所有季度盈利都是正的。《经济学人》评论说，长期资本把风险管理从博弈变成了科学。

可惜这只是故事的一半。在金融领域有个“定律”，赚钱的策略有效期都很短。原因是金融领域都是高智商的聪明人，一个策略一旦被发现管用，很快就会被别人模仿，跟风的人多了，这个策略也就失效了。长期资本也不能例外，由于效仿的人太多，到1997年，长期资本费后的回报率就跌到了17%。不得已，长期资本最终决定将27亿美元退还给初始投资者。

然而这一决定却埋下了长期资本溃败的导火索。由于套利空间日益收窄，而27亿美元已经退还给投资者，长期资本只好不断提升组合的杠杆，从18倍提升到28倍，这意味着每一个点的波动将产生4 000万

美元的潜在盈亏。极端的时候，长期资本的杠杆率竟然达到了惊人的100倍！

拥有“超级大脑”的长期资本对自己的模型有“迷之自信”，他们认真计算了组合中每一笔交易的风险敞口，认为风险完全可控。比如，他们计算的1998年8月组合的每天最大可能亏损仅为3 500万美元。然而，人算不如天算。当时正值亚洲金融危机，在8月21日当天，他们就损失了5.5亿美元，截至8月底，他们当年亏损了19亿美元，组合回撤达到了52%。9月，长期资本的收益继续直线般坠落，9月10日亏损5.3亿美元，11日亏损1.2亿美元，14日5 500万美元，15日8 700万美元，16日1.2亿美元，21日5.5亿美元……

亚洲金融危机很快波及俄罗斯和巴西等国家。进入1998年之后，俄罗斯大量外资流出、外汇储备几乎干涸、石油价格暴跌了33%，股票市场8个月内跌了75%，短期利率飙升至200%。8月17日，俄罗斯突然发表声明，他们不会考虑偿还外国债务，卢布马上就会贬值。也就是说，作为一个主权国家政府，俄罗斯政府竟然堂而皇之地宣告自己违约了，这给了长期资本致命的一击。

短短150天，长期资本的资产净值就下降了90%，仅余5亿美元。兵败如山倒，长期资本的亏钱速度比赚钱速度更快。百般无奈，梅里韦瑟只得向美联储求助。1998年9月23日，美联储破天荒地召集了各大金融机构的头目，共同救助长期资本。为了防止系统性风险，美联储主导了长期资本的收购案，联合了14家华尔街的银行以36亿美元收购了90%的股权。又过了2年，长期资本彻底被清算，投资史上最著名的豪华天团彻底退出历史舞台。[1]

“每个人都相信人终有一死，除了他自己”

长期资本败在哪里？答案是过度自信。首先，他们对自己的理论和模型过度自信。默顿和斯科尔斯信奉市场有效理论，认为如果价格出现了偏差，市场一定会把它纠正过来，价差一定会收敛。长期资本的方法本质上就是利用高杠杆赚价格收敛的钱。在亚洲金融危机中，其他人避之不及，他们却大举杀入，正是因为信奉这样的哲学。不料这时候人人都想卖出有风险的资产，有风险资产和无风险资产之间的价差越拉越大，他们的亏损也相应地越来越大。

其次，他们错误估计了俄罗斯政府的信用。他们怎么也没有想到，作为主权国家的俄罗斯的政府会宣布违约。

长期资本的模型十分复杂，少有投资者能够听懂，有人戏称他们的模型可能是用来造原子弹的。然而精密的模型却无法测度人性，在极端情形下，人性的贪婪与恐惧轻松击穿了他们的模型。他们也没有正视自己的人性，过度自信与恐惧或贪婪一样，都是投资的大敌。

芒格的一段评论可以说十分到位：“一个名叫长期资本的对冲基金最近因为对自己的杠杆交易模式过于自信而遭受了溃败，虽然他们的主要成员平均智商都有160。聪明、勤奋工作的人们并不能在由于过分自信而导致的专业失败中得到豁免。通常他们只是在自己选择的更复杂的航行中触礁，所依赖的无非是他们有更高的天赋和更好的方法这样一种自我评价。”[2]

不光是长期资本管理公司，多数人都会犯过度自信的毛病。一项研究对受试者进行了胆固醇测试，数月后追踪受试者对测试结果的记忆情况。测试结果表明，胆固醇偏高、最有可能患病的受试者记错测试结果的概率最高。在他们的记忆中，测试结果比实际结果更好，也就是他们自认为比较健康，而实际情况要坏得多。[3]

心理学家发起的不同心理测试，反映出大同小异的结果：82%的司机认为自己的驾驶技术高于平均水平；84%的法国男人声称自己是高出平均水准的好伴侣；2 994个公司创始人认为自己创业成功的概率为

70%，但他们却认为别人创业成功的概率只有39%；甚至大多数吸烟者认为，他们染上与吸烟相关疾病的风险也要比别人小。我们的过度自信还表现在当我们取得成功的时候，往往相信这是来源于自己的能力；而失败时，又往往把责任归咎于运气、环境或者他人。

简而言之，每个人似乎都认为自己属于统计数据以外的人，或者说是得到命运垂青的幸运儿。对此，18世纪英国诗人爱德华·杨格（Edward Young）讽刺道："每个人都相信人终有一死，除了他自己。"亚当·斯密也曾写过："绝大多数人对自己的能力和对自己会交好运的愚蠢假设过分自负。"[4]然而真相是残酷的。我们尊敬的芒格先生也是一位不留情面的"毒舌先生"，他曾辛辣点评："生活中亘古不变的规律是，只有20%的人能跻身前五分之一。"

"欺人者自欺以欺人"

人为什么会过度自信呢？这可能要从人类的进化机制中寻找答案。试想我们那些处于丛林时代的先祖，刀耕火种，面对的是极其恶劣的生存环境，不但要躲避野火、洪水等自然灾害，还要直面凶猛的野兽，甚至要猎杀野兽以获取优质蛋白等生命元素。在这样的环境下，没有点勇气自然是不行的。正是生存的本能鼓励人类的先祖养成自信甚至是过度自信的性格。武松要不是有点过度自信（酒精在其中也发挥了作用），很难想象他敢徒手打老虎。而从发展的角度看，过度自信的人往往比实际上显得更强壮和有实力，这也有利于在配偶竞争中胜出，从而增加基因繁衍的机会。我们观察现实生活发现，自信的人的确比不自信的人能获得更多的朋友以及更好的发展机遇。

著名进化生物学家罗伯特·特里弗斯说，"自欺"为人类精神生活核心中"令人叹为观止的矛盾"。过度自信正是自欺的一种。自我欺骗不仅仅是内向的、防御的，而且具有更多外向性和自我服务性。来看一下"懦夫游戏"，它的规则是两个人相向驱车笔直急速而行，

先转向的一方告败。如果在游戏中，一方拆掉方向盘并举起方向盘向对手挥舞示意，同时加速向对方猛冲过去，对手看他视死如归，一般都会先转向，把胜利让给对手。拆掉方向盘相当于限制了自己的选择，这通常不是明智之举。但是为什么在游戏中能够奏效呢？经典决策理论认为：自我毁灭就其自身而言是毫无价值的，其价值在于让其他参与者确信你想毁灭自我。在懦夫游戏中，你之所以获胜，并非是因为你无法转向，而是因为对手相信你无法转向。换句话说，你想成功欺骗别人，就必须先自我欺骗，所谓“欺人者自欺以欺人”。[5]

这么看下来，自我欺骗竟是人类漫长进化史所带来的一项精神遗产，某种程度上它是我们的生存本能甚至发展的秘诀。一项针对竞技游泳运动员的研究显示，懂得自我欺骗的运动员在重要赛事中往往表现更佳，应了中国古话“狭路相逢勇者胜”。

所以，不必将过度自信一棍子打死，因为这一基因密码可以激发人类面对危险时的勇气和对于未来的探索激情。这正是著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯所提出的重要命题“动物精神”，在他看来，“我们之所以积极行动很大程度上靠的是瞬间的积极心态而不是以数字衡量的期望。无论这种乐观是道德方面的还是经济方面的。我们在乐观心态的影响下所做的决定，其结果可能需要很长时间才能显现出来，这种决定行为只能被看作是动物的精神的产物”。[6]

喜欢幻想并勇于行动的埃隆·马斯克就是这样的典型人物，他那看起来有些疯狂的自信使他完成了许多常人无法想象的奇迹。芒格先生多数时间都在教导人们要保持理性，但是他也讲过一句非常不一样的话，他说，“千万不要低估那些高估自己的人”。[7]

但是搞发明创造是一回事，做投资却是另一回事。在投资中如果总是过度自信，迟早会被市场痛击。

投资中的盲目自信损害财富的积累

接下来就让我们来看一下过度自信可能对投资致富造成哪些副作用。

过度自信的人容易产生控制错觉。

回想一下，我们在玩手游控制赛车方向的时候，其实用手操作就可以了，但是我们的身体也不自觉地向左或向右倾斜起来，似乎这样就可以影响游戏里的车子方向。这就是“控制错觉”，它最早是在1965年被发现的，实验方式是一盏灯和一个手动开关。受试者可以操作那个开关，但实际上灯的明灭是随机的，即使这样，受试者也坚信是自己的操作在影响灯。

还有一个故事是说，每天上午快9点时，一个头戴红帽子的男人就会站在一座广场上，疯狂地将帽子挥来挥去。5分钟后他又消失了。有一天一位警察走到他面前：“你到底在做什么？”男人答道：“我在驱赶长颈鹿。”警察反驳道：“这儿没有长颈鹿。”男人答道：“没错，这正是因为我干活干得好。”[8]

我们一不小心就会掉入“控制错觉”当中，在股市中也同样如此。过度自信的倾向在投资者中表现得尤为强烈。与其他大多数人相比，投资者往往更能夸大自己的技能，更会否认机会、运气的作用。他们会高估自己的知识水平，低估相关风险，就如长期资本管理公司那样，以为可以通过模型完美地控制风险，这本质上也是一种控制错觉。

过度自信在投资中的另一个典型体现是择时。散户一般都非常相信自己对时机的把握能力，他们在认为有机会时买进，稍有风吹草动就抛出，于是频繁进出市场。殊不知，盲目的择时行为不仅会打断复利的累积，还会错失创造收益的重要时间窗口。

美国著名投资家彼得·林奇发现，关键几天往往可以成就或是摧毁整个投资计划。在20世纪80年代股市上涨的5年中，股价每年的涨幅

大约为26.3%，坚持长期持有的投资者资产会翻番，但其实这5年的大部分利润是在1 276个交易日中的40个交易日中赚取的。如果在那40个交易日中你选择空仓的话，你的年均收益率可能就会从26.3%降到4.3%。

拉斯洛·比里尼（Laszlo Birinyi）在其著作《交易大师》（*Master Trader*）中研究了一个更长的时段，他计算之后得出的结论是：倘若一位投资者坚守买入持有策略，于1900年将1美元投入道琼斯工业平均指数，那么到2013年年初，这1美元将升值为290美元。然而，倘若该投资者错过了每年中最好的5个交易日，那么到2013年，1美元投资的价值将不足1美分。

这些都是美股的数据，在“牛短熊长”的A股又如何呢？2002年1月1日至2019年11月30日间沪深300指数统计显示，如果错过涨幅最高的10个交易日，年复合收益率将从6.3%下降到1.8%。10个交易日在总计4 324个交易日中占比仅为0.23%，却贡献了71.4%的收益。如果换个算法，去掉涨幅最高的前20天，结果如何？年复合收益率竟变为了负数！

结论不言自明。股市创富的时间窗口并非时时打开，相反它如此微妙又如此短暂，如同昙花一现。所以，如果缺乏专业能力的保驾护航，择时其实是一种相当危险的动作。“根据市场波动来卖股票的行为实质就是选时。选时者试图预测短期市场波动和股价波动，并据此获得盈利而退场。但是，没有多少人可以用这种傻瓜都懂的方法真正赚到钱。如果真是这样，那这个人早就成了亿万富翁，而不是比尔·盖茨和沃伦·巴菲特了。”彼得·林奇总结：“人们还认为在市场调整的时候投资股票是非常危险的，但他们忘了，踏空同样也是有风险的。”[9]

投资时过度自信的人还容易犯追高追涨的错误。这主要体现在牛市当中，每次牛市来临，乐观的人们就开始相信这一次将与过去不

同，新的纪录将被创造，于是在3 000点的时候遥望5 000点，5 000点到了又觉得股市会突破10 000点。牛市刚起步的时候，散户一般还比较谦虚，还会咨询一下专业人士的看法，但是一到牛市高潮的时候，散户就摇身一变而成“股神”了，那时候他们就要开始向专业人士提供投资指导了，而这也被认为是牛市到头的特征之一。

自信是一种美好的品质，适度的“盲目自信”有益于个人在事业上的成功甚至社会的整体进步。但这也要区分领域，在体育竞赛、发明创造等方面，这种精神或许利大于弊，不过在像股市这种极为复杂的领域，过度自信恐怕不是什么好事，相反还是多一分谦卑为好。不然我们很可能落得一个《红楼梦》中凤姐那样的下场：机关算尽太聪明，反害了卿卿性命。

破解之道1：认识你自己

“承认无知是智慧的开始”

在经典科幻电影《黑客帝国》中，先知对正处于迷惘当中的未来救世主尼奥说：“认识你自己。”这是一个古老的命题。

笔者曾经去过一趟德尔斐。德尔斐是希腊的一个地名，从雅典乘坐大巴一路往北，穿行过奥林匹斯诸神曾经飞舞的苍翠群山，两小时左右就可以到达。现在知道德尔斐的人已经不多了，但是3 000年前，这里可是世界上最热闹的地方之一，尤其在泛希腊先民的眼里，这里更是世界的中心。古希腊神话里，众神之父宙斯放飞了两只鹰，它们绕地球相向而飞，最终汇合于德尔斐。希腊人在这里建造了阿波罗神庙，并在其正中立石为记，形成“地球之脐”。

“地球之脐”驱动着泛希腊先民们的步伐，他们从雅典城邦赶来，从伯罗奔尼撒半岛赶来，从克里特岛赶来，甚至从爱琴海对面的小亚细亚赶来……他们络绎不绝地赶来，只为听取阿波罗给出的神

谕。嫁娶、吉凶、生死、战事，当然也少不了政治，阿波罗通过女祭司皮提亚之口尽可能地给出答复。

阿波罗神庙位于一个陡峭的山坡上，正前方是空旷的山谷。神庙仅剩下几根残柱，而且被围栏阻隔，无法靠近。旅人们只能在脑海里努力勾勒德尔斐鼎盛时期的样子：以阿波罗神庙为核心的建筑群巍然矗立，神庙的顶部镌刻着奥林匹斯众神的浮雕，门柱上则是那句照耀千古的神谕——“认识你自己”。

所谓神谕，本是人言，只是希腊先哲不够自信，借神祇之口以增加权威。这句神谕之所以流传数千年不息，是因为它道出了人性的斯芬克斯之谜——“我是谁”。

“认识你自己”听起来很容易，实际上却很难。漫步于德尔斐的遗址当中，笔者的脑海里浮现出一幕场景：公元前399年，雅典公民法庭以280:221的投票结果判处西方哲学之父苏格拉底死刑。苏格拉底奉“认识你自己”为自己的信条，终生致力于教导雅典公民如何理性地思考。给出最伟大神谕的地方，却也造成了最令人惋惜的人性悲剧。

苏格拉底之后，理性之路道阻且长。如果再去看看拥有135个塔尖的意大利米兰大教堂，然后去佛罗伦萨看看大卫雕像和波提切利最著名的画作《维纳斯的诞生》和《春》，就可以清晰地看见历史穿越人神共治、神统治人而抵达人性复归的过程。人类到了佛罗伦萨，才开始重新认识自己。

然而理性尚未成功，“认识你自己”的课题或许将伴随人类始终。2016年6月，英国以公投的形式表决脱欧，令全球大跌眼镜，事后调查发现，许多英国人并不知道欧盟是什么。在大卫雕像被创造出来500年后，英国人用一次公投在人类的理性路途上制造了一个大大的国际问号。

95%的人“不知道自己不知道”

投资所面临的最大难题同样是“认识你自己”。猎豹移动CEO傅盛曾改造过一幅人类认知的四个阶段图（见图1-1），非常精彩。这张图显示95%的人处于第一个阶段，即“不知道自己不知道”。第二个阶段是“知道自己不知道”，但这样的人只占总数的4%。第三个阶段是境界更高的“知道自己知道”。巴菲特和芒格应该就处于这个境界，他们知道什么东西是买了大概率不会亏本的。但这样的人只占0.9%的比例，可谓百里挑一。而最顶尖的一群人，他们“不知道自己知道”，仅占0.1%的比例，千里挑一，那大概指的就是那些智慧超凡的哲人们了（如图1-1所示）。[10]

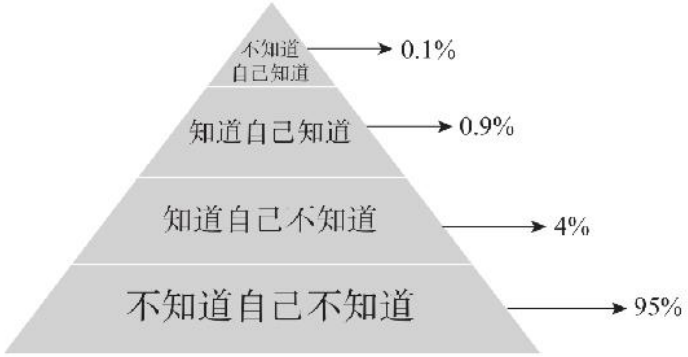


图1-1　人类认知的四个阶段

可见，芸芸众生中绝大多数人都属于“不知道自己不知道”的状态，另外有些人可能本来是“知道自己不知道”的，但是一旦进入群体，却又变为“不知道自己不知道”了。人不是孤立的存在，社会学家古斯塔夫·勒庞指出，个人一旦进入群体，他的个性便很可能会被湮没，群体的思想便会占据绝对的统治地位，而在一些情况下，群体的行为会表现出排斥异议、极端化、情绪化等特点。[11]

股市是一个典型的群体结合，人群中的我们所踩过的认知缺陷的雷可不止一个两个。“过度自信”就是其中打头阵的那一个，其余的还有我们接下来要讲到的贪婪与嫉妒、急于求成、禀赋效应、损失厌恶、避免不一致倾向、锚定效应、被剥夺超级反应、无为综合征、过

度悲观、盲目从众、线性思维、故事思维等，总有一款适合你。所以芒格说：“最重要的是，别愚弄你自己，而且要记住你是最容易被自己愚弄的人。”

承认无知是智慧的开始

那么破解的药方是什么呢？答案往往蕴含于问题之中。老子说“知人者智，自知者明”，只有建立清晰的自我认知才是破解过度自信等认知缺陷的根本良药。

看看这些投资大师们就知道，一流的投资家都是自我认知的高手，而且他们也给出了如何建立自我认知的忠告。

投资大师、橡树资本董事长霍华德·马克斯说：最大的投资错误不是来自信息因素或分析因素，而是来自心理因素。他详细列举了影响投资最主要的七个心理因素：贪婪、恐惧、自欺欺人、从众、嫉妒、自负、妥协。霍华德给出的忠告是“认识它们”。

债王比尔·格罗斯在自己办公室墙上贴了一条语录：“实践中投资人必须提防许多东西，最重要的是提防自己。这是做好投资的关键一步！”格罗斯给出的忠告是“提防自己”。

大名鼎鼎的乔治·索罗斯则善于认识自己的错误：“对任何事情，我和其他人犯同样多的错误，不过，我的超人之处在于我能认识自己的错误。”索罗斯给出的忠告是“自我批判”。

20世纪20年代华尔街最传奇的股票作手杰西·利弗莫尔也说过：“投机者最大的敌人往往是他自己，因为人类有希望与恐惧的本性。”他还指出：“自以为了不起是一种病，它在任何地方对任何人来说都是一种代价昂贵的弊病，在华尔街，对于一个投机者来说，尤其如此。”所以，“如果一个股票交易者能学会如何避免妄自尊大，付出再高的代价也是值得的”。利弗莫尔本人虽以悲剧收场，但他的

悲剧主要由德性不够引起，不可否认他仍然是自我认知的大师。利弗莫尔的忠告是“避免妄自尊大”。[12]

从人类认知的四个阶段图也可以看出，一旦我们采取了谦虚的态度，承认自己很多事情不知道，其实就已经进入了4%的少数人之列。承认无知比自以为是要高明得多，就如芒格所说，“承认无知是智慧的开始”。

我们的财富认知之旅，就从承认自己的无知开始吧。

老子对话巴菲特

ROUND 1

知人者智，自知者明

宾主坐定，巴菲特开门见山，问老子修为之道第一要紧的事是什么？

老子却摆摆手说：今天先不论道，我脱离实践好几千年，还是先做点调研，听听两位投资大师介绍介绍投资学的窍门。

巴菲特心想，老子果然虚怀若谷，便问老子想了解什么，他和查理必定知无不言，言无不尽。

于是，老子反问巴菲特和芒格，做投资第一要紧的事是什么？

就像每年的投资者见面会一样，巴菲特总是唱主角的那个，他先回答说，以他几十年的经验，做投资首先是要了解自己。

老子请巴菲特展开讲述一下。

巴菲特：对大多数投资者来说，重要的不是他们知道什么，而是他们能在多大程度上认识到自己不懂什么。

老　子：为什么这么说？

巴菲特：这是因为“风险恰恰来源于你不知道你在做什么”。你说呢，查理？

芒　格：同意，“最重要的是，别愚弄你自己，而且要记住，你是最容易被自己愚弄的人”。

巴菲特：没错，“如果你是池塘里的一只鸭子，由于暴雨的缘故水面上升，你开始在水的世界之中上浮。但此时你却以为上浮的是你自己，而不是池塘”。很多人往往这样。我跟查理不是。“我只做我完全明白的事。”

老　子：落到操作层面，你们在投资中具体是怎么确保不愚弄自己的呢？

巴菲特：“我想最重要的一件事情是你得知道自己的能力圈。不同的人理解不同的行业。最重要的事情是知道你自己理解哪些行业，以及什么时候你的投资决策正好在你自己的能力圈内。”

老　子：看来你很了解自己的长处和短板。

巴菲特：“我是一个非常现实的人，我知道自己能够做什么，而且我喜欢我的工作。也许成为一个职业棒球大联盟的球星非常不错，但这是不现实的。”你必须作出取舍，“很多事情做起来都会有利可图，但是，你必须坚持只做那些自己能力范围内的事情，我们没有任何办法击倒泰森”。

老　子：所以，自我定位很重要。

巴菲特：是的，“生活的关键在于要给自己准确定位”。

老　子：很多人觉得自己能力不够，能力圈太小，你们会有这种焦虑吗？

巴菲特：“对你的能力圈来说，最重要的不是能力圈的范围大小，而是你如何能够确定能力圈的边界所在。如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大5倍却不知道边界所在的人要富有得多。”

老　子：也就是说关键的不是能力的大或小，而是你得知道自己能力的大或小。

巴菲特：是的，“市场就像上帝一样，帮助那些自己帮助自己的人，但与上帝不一样的地方是，他不会原谅那些不知道自己在做什么的人”。落实到投资中，我的策略是“与其杀死毒龙，不如避开毒龙”。

聊到这里，老子觉得非常有趣，但还不够解渴，于是就问巴菲特有没有具体的案例来帮助理解。但是巴菲特觉得自己表扬自己有点难为情，于是请助聊小舍帮助介绍一下。

小　舍：巴菲特和芒格先生躲避科网泡沫的案例是投资史上经典的一页。1999年美国互联网发展得如火如荼。互联网股票是当时最热门的股票，只要公司名字里有个“.com”，股价便能够一飞冲天。但是巴菲特和芒格坚持不碰科技股，因此投资收益远低于那些追逐科技股的投资者，为此他们遭受了极大的压力。有个叫《巴伦周刊》的杂志甚至写了一篇很著名的文章“沃伦，你怎么了”来质疑巴菲特。后来网络股泡沫破灭，纳斯达克指数从5 048点下跌约78%至1 114点，之前志得意满的人纷纷破产，但是巴菲特和芒格却躲过了一劫。

老　子：那么，巴菲特先生，当时你为什么不碰科技股呢？

巴菲特：我曾经对记者解释过不碰科技股的原因。“它不是我的优势。对科技公司认识最深刻的人，我可能在全世界连前一千、前一万名都排不到。我很清楚自己的优势，世界上有成千上万个公司，我一般会把公司分为三类：‘好的公司’‘不好的公司’，以及‘很难（看懂）的公司’。好的公司、不好的公司，是我花半天时间就能够看出来的，而那

些花了半天时间看不出来的，我也不会强迫自己花半个多月时间去看。”

老子频频点头，显然巴菲特所说的引起了他的思考。

他继续追问：“除了认识自己的能力圈以外，投资中了解自己是否还包含别的方面？”

巴菲特：同样重要的是你必须认识自己的情绪。

老　子：哦，为什么这么说？

巴菲特：“因为人们充满了贪婪、恐惧或者愚蠢的念头。”“恐惧和贪婪这两种传染性极强的灾难的偶然爆发会永远在投资界出现。这些流行病的发作时间难以预料，由它们引起的市场精神错乱无论是持续时间还是传染程度都同样难以预料。”

老　子：你的意思是说，如果投资者不能克服植根于人性中的贪婪与恐惧，那么将会在投资中一败涂地？

巴菲特：的确如此。

老　子：具体来说，贪婪和恐惧是怎样导致投资失败的呢？

巴菲特：很简单，恐惧的人“经常会在股价下跌时卖出股票。然而这种行为简直形同疯狂，就如你刚花了10万美元买了一栋房子，然后立刻就告诉经纪人，只要有人出价8万美元就卖了”。

老　子：显然这个人很快就亏掉了2万美元，而他之所以这么做是因为恐惧。

巴菲特：是的，反过来也一样，一些人因为贪婪而去追逐已经涨幅过高的股票，结果自然是亏损。查理在心性的研究上比我更有心得，查理，你讲讲？

芒　格：我经常告诫投资者，“每个人都必须在考虑自己的边际效用和心理承受能力后再开始加入游戏，如果亏损会让你痛苦，而且有些亏损是不可避免的，那你最好明智地毕生都选择一种非常保守的投资和储蓄方式”。所以，“在投资中情商远比智商更为重要。做投资你并不必是一个天才，但你的确必须具备适合的性格”。

巴菲特：关于这个课题，查理可以讲很多。他专门写过一篇文章，标题为“人类误判心理学”（The Psychology of Human Misjudgement），共总结出25种需要注意的心理倾向。这些心理倾向也是一个个心理陷阱，让人们在不知不觉中失去自我。

老　子：很愿意听芒格先生详细分享一下。

芒　格：既然老先生有兴趣，我就简单介绍几种人类常常掉进去的心理陷阱，比如“喜欢／热爱倾向”，即人类享受被喜欢或被热爱的感觉。这个心理倾向会导致人们忽略其热爱对象的缺点，对其百依百顺，或者偏爱那些能够让自己联想起热爱对象的人、物品和行动，甚至为了爱而扭曲其他事实。

老　子：这是中国人说的“爱屋及乌”。

芒　格：差不多，相对应的是“讨厌／憎恨倾向”，指的是即使刚出生的人也会天生就讨厌和憎恨对他不好的人。这种倾向会促使深陷其中的人们忽略其讨厌对象的优点，讨厌那些能够让自己联想起讨厌对象的人、物品和行动，甚至为了仇恨而扭曲其他事实。

老　子：这是“恨屋及乌”了。

芒　格：又如“避免不一致性倾向”。为了节省运算空间，人类的大脑会不愿意做出改变。这种倾向非常强大，强大到只要一个

人假装拥有某种身份、习惯或结论，他自己通常都会信以为真。

老　子：这是“自欺欺人”。

芒　格：再如“社会认同倾向”。人们会自动根据他看到的周边人的思考和行动方式去思考和行动。如果一名教授安排10名实验员静静地站在电梯里，并且背对电梯口，那么当陌生人走进电梯时，他通常也会摆出相同的怪异姿势。

老　子：这是“随波逐流”。

芒　格：还有“受简单联想影响的倾向”。许多人会根据从前的生活经验得出结论，从而犯错。

老　子：这是思维上的懒惰。

芒　格：是的。

老　子：非常有意思，今天听两位分享，才知道投资原来也是一门有关心性的学问。

巴菲特：老先生对此有何评论？

老　子：我非常认同你们的观点，事实上，修为之道也是如此，我曾经说过一句话，“知人者智，自知者明”，被后人编入《道德经》第三十三章，说的正是这个意思。

巴菲特：我和查理都不懂古汉语，能否做个解释？

老　子：“知人者智”是指一个人如果能够把别人看得很清楚，那么他是一个有智慧的人。“自知者明”是说，一个能够了解自己的人才是真正明智的人。后人常说，“人贵有自知之明”，就是从我的这句话里引申出去的。

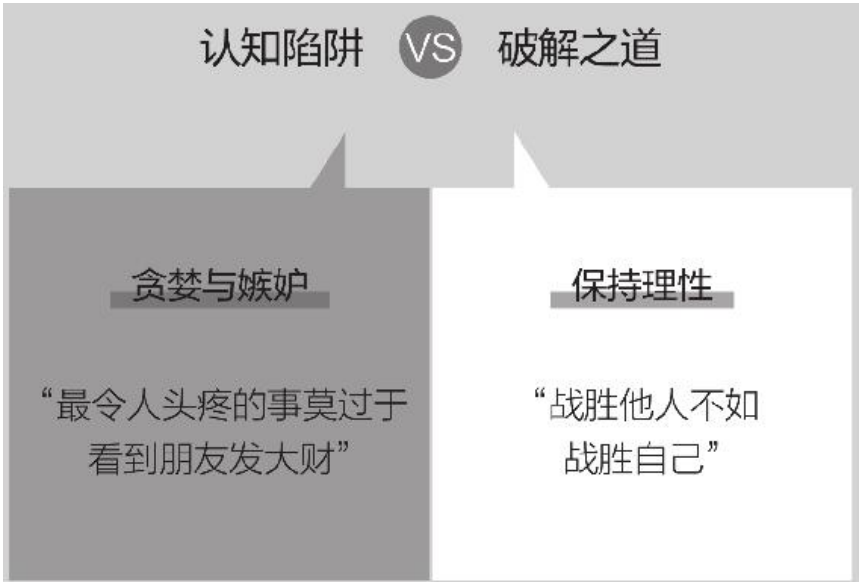
巴菲特：有时候，了解别人容易，了解自己更难。

老　子：的确是这样，但是现实中人人都以为最了解自己的人是自己，其实不是。听听芒格先生刚才介绍的种种心理陷阱，就知道了解自己有多难了。

巴菲特：非常同意。

02

以“理性自律”破解“贪婪与嫉妒”


认知陷阱
VS
破解之道
贪婪与嫉妒
“最令人头疼的事莫过于看到朋友发大财”
保持理性
“战胜他人不如战胜自己”

认知陷阱2：贪婪与嫉妒

“最令人头疼的事莫过于看到朋友发大财”

美国大文豪马克·吐温曾说过一句投资名言：“10月，是股票投资最危险的月份之一。其他最危险的月份是：7月、1月、9月、4月、11月、5月、3月、6月、12月、8月和2月。”

只有了解了马克·吐温的生平之后才会知道这并不是大文豪的经验总结，而是他的切肤之痛。马克·吐温是当时美国稿费收入最高的作家，本来可以过很富足的生活，却成功地通过投资把自己搞得负债累累，后半生只好通过马不停蹄的全球演讲来还债，真是靠才华赚钱、又靠实力赔光的典型案例。

马克·吐温在投资上称得上是屡战屡败。他早年曾经买过俄勒冈铁路公司的股票，在78美元的高点买入，然后在12美元的低点卖出。

他曾经投资过一个发明家，这个发明家号称在做一款蒸汽机。马克·吐温每周给这个发明家提供35美元，作为他的“天使投资人”。这个发明家也会每两周和马克·吐温沟通发明进展。最后发现，这个人居然每周花36美元买酒喝。

他还曾经投资过一种新型打字机，先是投资了2万美元。然后这个投资项目就变成了一个无底洞。在此期间，马克·吐温多次感觉到不对。但是对方总是说，你已经投了那么多钱了，就再多投一些，马上就要成功了。马克·吐温不断进行“补仓”。结果却是其他竞争对手更早把最新打字机研发出来并且实现了商业化。在这笔投资中，马克·吐温赔掉了17万美元，相当于今天的500万美元。

为了版税不被出版公司截留，马克·吐温又想到了开自己的出版公司。帮助他开出版公司的是他外甥。一开始，公司发展很顺利，马克·吐温自己的小说《哈克贝利·费恩历险记》和尤利西斯·格兰特

的《格兰特将军回忆录》都大获成功。被胜利冲昏头脑的马克·吐温决定扩大出版业务。其实他的外甥根本不懂如何经营一家公司，马克·吐温更不懂，两个外行矛盾越来越多，最后他外甥一走了之。马克·吐温只好亲力亲为，但是他一看到账目就头疼，而且他又好面子，经常不计回报甚至倒贴钱为朋友出书。出版公司勉强维持了10年，最后在1894年的经济危机中彻底坍塌。马克·吐温为此背上9.4万美元的债务，他的债权人竟有101个之多。他的投资活动彻底宣告失败。

贪婪的伏隔核

像马克·吐温这么聪明的人本来完全可以凭借才华过得很好，为什么还如此沉迷于投资呢？被称为最懂投资心理学的贾森·茨威格的分析非常特别，他说马克·吐温可能控制不住自己，因为他对财富的贪求在很年轻的时候就被激发出来了。早在1862年，也就是马克·吐温27岁的时候，他同一位合伙人在内华达州发现了一个银矿。于是，他“就像一个电池给自己充满了电一样”，开始天马行空地幻想自己的财富：“我将在旧金山的核心地带建造一个占地两英亩的庄园，还要去欧洲游历三年。”这样的想法让他彻夜难眠，马克·吐温也的确因为银矿的发现在短时间内成了纸面上的千万富翁。然而，不久后，合伙人对银矿的所有权突然因为法律上的问题被否定，马克·吐温因此病得很重，很伤心，也很绝望。每当马克·吐温想到钱的时候，可能银矿的记忆就会让他的大脑反馈回路超速运转，结果形成了一种对一夜暴富的终生性的迫切渴望。[1]他后来在文学作品中写到，“矿井无非是一群骗子拥有土地上的一个洞而已”，这同样是由切肤之痛凝结而成。

贾森·茨威格所说的大脑反馈回路又是怎么回事呢？原来，在人的大脑中有一个名为伏隔核的反射性区域，它位于眼睛后面的深处、大脑额叶的后部，卷曲着伸向头部中心，它是大脑中负责体验预期收

益快感的区域。神经实验证明，当我们面对马上能够获得收益的机会时，伏隔核会变得十分活跃。有意思的是，如果即将获得收益的机会是确定的，伏隔核并不会变得明显活跃，也就是说可能获得收益的预期比确定的收益更能够刺激伏隔核。[2]这与《洞见》一书所展现的逻辑相通，这种“预期”正是进化机制所造成的一种“幻觉”。

让每个参与者都“预期能够赚一大笔钱”正是彩票或者赌博机制的心理奥秘所在，虽然参与者知道彩票中奖的概率微乎其微，但仍然有许多人乐意参与其中。投资在某种程度上也有相似之处。投资虽然专业度很高，但是参与门槛却很低，这样每个人都可以体会一下幻想一夜暴富的快感。这种幻想激发了我们的贪婪，而贪婪将投资者推向深渊。

贪婪有个“近亲”

有这样一个故事，说俄罗斯某个农村有两个农夫是邻居，两个人都穷得叮当响，区别是其中一家多了一头又瘦又干的驴子。有一次，没有驴子的那个农夫身上发生了一桩奇事，他遇到了一个神，这个神允诺可以帮助他实现一个愿望，这个愿望的内容不设限。农夫想了想说，希望神把他邻居家的驴子弄死。神问为什么要这样做，农夫说，这样他就和他隔壁那个家伙平等了。这个故事不由让人想起巴菲特的一句话：“驱动这个世界的不是贪婪，而是嫉妒。”

芒格的“人类误判心理学”中专辟一节写嫉妒。他推测，在物种进化的过程中，难免有某个物种的成员会挨饿，当这个成员看到食物时，就会产生占有食物的冲动。如果被看到的食物实际上已经被同物种的另外一个成员占有，那么这两个成员之间往往会发生冲突。[3]这个进化机制留下了“嫉妒”的人类心理特征。这一特征在儿童身上体现得尤为突出，一旦兄弟姐妹得到了一个新的玩具或者父母的额外表扬，儿童会表现出强烈的嫉妒。

“嫉妒”还有个非常有趣的特征，它只会发生在相邻的阶层，而不会跨越多个阶层。举例来说，作为一名普通人，我们通常不会嫉妒电影明星，不会嫉妒姚明或刘翔，也不会嫉妒马化腾或马云，因为他们离普通人太远了。嫉妒他们的可能是跟他们的财富地位有一定落差，但是差距又不是太大的那些人。而普通人则嫉妒普通人，正如古希腊诗人赫西奥德所说的：“鞋匠嫉妒鞋匠，木匠嫉妒木匠。”

嫉妒可以说是贪婪的孪生兄弟，但是芒格认为相较于贪婪，嫉妒在心理学中所受的重视不够。事实上它对投资有十分直接的坏影响。《疯狂、惊恐和崩溃》作者查尔斯·P.金德尔伯格有一句话十分经典，他说：“最令人烦心、最令人头疼的事莫过于看到朋友发大财。”[4]霍华德·马克斯也说过类似的话：“嫉妒比贪婪更具负面影响，是人性里危害最大的一个方面。投资者大多难以接受别人赚钱比自己多这一事实。”为什么股市里“羊群效应”特别强大，很重要的原因就是投资者看到周边的人赚了钱，会在羡慕、嫉妒心理的驱动下走向追涨之路。这样的心理刺激连牛顿、马克·吐温这样杰出、聪明的人都难以避免。

尤其在当今的自媒体时代，一夜暴富的财富故事天天占据着人们的眼球，贪婪与嫉妒就如同插上了会飞的翅膀，“树欲静而风不止”，不贪不妒何其难！

破解之道2：保持理性

“战胜他人不如战胜自己”

看巴菲特传记，有两个细节令笔者印象深刻。一个是关于他打高尔夫的。巴菲特投资做得很好，但是高尔夫打得不怎么样。有一次，他参加了一场户外高尔夫运动，在三天内一杆进洞的成绩为零。于是，巴菲特的球友们决定同他打一个赌：如果他不能一杆进洞，只需

付出10美元；而如果他做到了，可以获得20 000美元。在场的每个人都接受了这个建议，但巴菲特拒绝了。

另一个细节是关于巴菲特与比尔·盖茨的故事。众所周知，他们两位是忘年交，经常一起打牌、一起旅游、一起谈论商业，可以说无话不谈。可是当比尔·盖茨建议巴菲特投资微软的股票时，巴菲特先生却不为所动。不过为了友谊，巴菲特在比尔·盖茨生日的时候买了100股微软的股票，用的还是自己的钱，而不是公司的钱。[5]

从普通人的角度看第一个故事，似乎觉得巴菲特挺无趣，不就是小赌一下嘛，又不是输不起，还娱乐了朋友，何乐而不为呢？但是在巴菲特看来：“如果你不学会在小的事情上约束自己，你在大的事情上也不会受到内心的约束。”[6]

从第二个故事看，巴菲特似乎挺小气，对朋友不仗义。如果你真这么想那就大错特错了，巴菲特不仅对老朋友不小气，还将大部分资产捐给了盖茨基金会，价值约合310亿美元！全世界也没有几个人像巴菲特那么慷慨大方。巴菲特之所以不买微软股票是因为他要恪守不熟不投的能力圈原则。

投资的要义是要认识到自己的种种心智缺陷，然后用坚定的自律精神使自己尽量保持理性。芒格说过：“在生活中不断培养自己的理想性格（投资性格）：毫不妥协的耐性，自律自控——无论遭受多大的压力，也不会动摇或者改变原则。”

高度的自律是巴菲特和芒格免于随波逐流的法宝。“知之为知之，不知为不知”，他们绝不会因为潮流或者嫉妒别人赚了大钱而改变投资决策。还以拒绝投资科技股为例，不妨再引一句1999年巴菲特致股东函中的表述：“虽然我们不得不承认它们所提供的产品与服务将会改变整个社会，但问题是就算我们想破头，也没有能力分辨出在众多的高科技公司中，到底哪些公司拥有长远的竞争优势。”

正是由于他充分知道自己的长处，所以他并不慌张。“缺乏对科技的洞察力丝毫不会使我们感到沮丧。……如果其他人声称拥有预测高科技产业中的企业经济前景的技巧，我们既不会嫉妒，也不会模仿他们。”

良好的自我认知加上强大的自律性，使巴菲特在长达60多年的投资生涯中，回避了众多的市场诱惑，躲过了20世纪60年代的“电子风潮”，80年代的“生物概念”“垃圾债券”，也躲避了20世纪末的“科网泡沫”。

战胜他人不如战胜自己

巴菲特和芒格为何能保持如此强大的自律精神？这与他们几十年如一日不停地自我提升密不可分。巴菲特和芒格都是学习机器，芒格如此描述巴菲特：“如果你们拿着计时器观察他，会发现他醒着的时候有一半时间在看书。他把剩下的时间大部分用来跟一些非常有才干的人进行一对一的交谈，有时候是打电话，有时候是当面，那些都是他信任且信任他的人。仔细观察的话，沃伦很像个学究，虽然他在世俗生活中非常成功。”

说到学习能力，芒格比之于巴菲特恐怕有过之而无不及。直到95岁的时候，芒格每周还是要看20本书，看到兴奋时可以熬夜阅读到凌晨。芒格的孩子们嘲笑他是“一本长了两条腿的书”。他在南加州大学毕业典礼上的演讲传递给毕业生的人生经验不是别的，而是让自己成为一部“学习机器”，以便“每天夜里睡觉时都比那天早晨聪明一点点”，而只要能做到每天进步一点点，最终，如果足够长寿，大多数人都会获取应得的回报。

如果说持续学习是让自己保持理性自律的法宝，那么“自我批判”则是另外一件利器。许多伟大的人物都掌握这件利器。艺术家达

·芬奇就是这样，他说：“我们都很清楚，我们更善于从别人的作品中发现错误，而非自己的作品。所以，画画的时候，应该准备一个平面镜，时常从镜子中审视自己的作品，作为备用观点。因为从这样的角度来看，作品似乎出自别人之手，没有什么办法比这种方式更能发现作品的瑕疵了。”

科学家达尔文也是这样，他早年就刻意训练自己重视那些与自己观点不同的证据，而且他对自己的哪个假说越是珍视，就越是重视关于这个假说的不同证据。爱因斯坦也是类似，他总结自己的成功经验有四个，其中“自我批评”的排名比“好奇”“专心”“坚持不懈”都要高，是重中之重。

东方的圣人先贤也拥有类似的特质。孟子说：“吾日三省吾身：为人谋而不忠乎？与朋友交而不信乎？传不习乎？”日本“经营之圣”稻盛和夫为了防止自己骄傲，发展出了一个个人习惯。每当哪一天自己说了过头话，出现了骄傲的苗头，回到家里，他就会对着镜子严厉地斥责自己：“混账！”然后又说：“神啊！对不起！我向您认错。”又说：“神啊！谢谢您，因为是您让我意识到自己不对。”

芒格和巴菲特也非常善于自我批判，芒格说：“我们常常需要改变错误的决定。可以说，这是让生活沿着正确的轨道运行的重要一部分。人孰能无错？如果你能及时认识到并采取补救措施，常可以化腐朽为神奇。”巴菲特则说：“如果发现自己掉到洞里，那首要的任务就是停止继续往下陷。”

大师们说起来似乎很轻松，其实自我否定和自我批判极为不易，因为这种做法逆人性。凯恩斯对此有精彩论断，他说：“新思想之所以很难被接受，并不是因为它们本身太过复杂，而是因为它们与原有的思想不一致。”[7]

所以，投资与其说是为了战胜市场，不如说更重要的是战胜自己。很多人把战胜别人作为人生的目标，其实那是搞反了，天外有

天，人外有人，世上永远有比你更强的人。以战胜他人为目标，你的内心将永无宁日。投资之道更重要的是战胜自己，一个能够克服自我弱点、不断自我进化的人才是投资中的强者。

看巴菲特和芒格的传记，他们很少谈及战胜他人或是战胜市场，而是经常谈及自我管理，可以说他们都是自胜者的典范。

用系统2战胜系统1

克服贪婪与嫉妒无疑需要回到第一篇中所讲的自知之明，即首先认识到我们具有这样的认知缺陷，同时通过上述案例我们也得到了第二项法宝，即通过自律以及自我批判让自己时刻保持理性。理性为什么如此重要？其背后有科学的依据。

在历届诺贝尔经济学奖得主中，2002年获奖的美国普林斯顿大学以色列籍教授丹尼尔·卡尼曼[(3)]与美国乔治梅森大学教授弗农·史密斯显得与众不同，他们因“把心理学研究和经济学研究结合在一起，特别是与不确定状况下的决策制定有关的研究”而得奖。

在丹尼尔·卡尼曼之前，经济学和心理学在研究人类决策行为上有着极大的区别：经济学的观点认为外在的激励形成人们的行为，而心理学恰恰相反，认为内在的激励才是决定行为的因素。卡尼曼在不断修正“经济人”假设的过程中，看到了经济理性这一前提的缺陷，发现单纯的外在因素无法解释复杂的决策行为，由此正式将心理学的内在观点和研究方法引入了经济学，并成为这一新领域的奠基人。

在他的代表作《思考，快与慢》中，丹尼尔·卡尼曼提出了一个著名的观点：人的大脑存在两个系统，他称之为系统1和系统2。两个系统分别有快与慢两种做决定的方式。系统1代表直觉，系统2代表理性。系统1的操作是快速的、平行的、自动化的、不耗费资源的、联结的、内隐的（无须反省），并且通常是情绪驱动的，它经常为习惯、

经验、刻板印象所支配，因此很难控制或修正；系统2的操作则是缓慢的、系列的、控制的、耗费资源的、不容易出错的、存在意识控制的。

系统1和系统2地位孰高孰低呢？通常来说，系统2会默认自己是当家作主的人，但其实系统1才是真正的主人；系统2比系统1高级，但系统1具有决定性。进化过程中，往往越原始、越本真的东西，越具有决定性，系统1的模式内置在基因中，可以快速且自动地启动，而系统2的启动则很难。

卡尼曼提醒，在我们的日常行为中，“衣食住行”等98%的日常决策依然可以使用系统1；人生最重要的20～30次决策，则要使用系统2。[8]投资决策属于具有高度专业性的工作，需要高度的自知之明，所以更需要依靠系统2而不是系统1的力量。如果使用直觉进行决策，就会掉进种种认知误区之中。

属于系统2的思维方式包括逆向思维、长线思维、周期思维、概率思维、辩证思维、未来思维、价值思维等，在接下来的篇章中我们将一一阐述。

老子对话巴菲特

ROUND 2

胜人者有力，自胜者强

通过与巴菲特的第一场对话，老子欣喜地发现自己的学问不仅没有过时，而且与投资学息息相通。他希望尽快深入到进一步的讨论当中。

于是他继续向巴菲特提问：上一场对话，你谈到做投资首先要认识自己的情绪以及自己的能力圈，那么在认识自己之后又该如何行动？

巴菲特：认识自己仅仅是做好投资的第一步，更为关键的是要能够战胜自己。

老　子：你是指战胜自己的贪婪与恐惧等负面情绪？

巴菲特：是的。“你可能拥有出色的数学、金融及财会知识，但如果你不能控制自己的情绪，就绝不能在投资中获利。”

老　子：那么，靠什么战胜它们？

巴菲特：靠理性与自律。

老　子：愿闻其详。

巴菲特：在我看来，“投资必须是理性的。如果你不能理解它，就不要做”。

老　子：你从来不跨出自己能力圈半步？

巴菲特：“任何情况都不会驱使我做出在能力圈范围以外的投资决策。”

老　子：这有点吹牛吧，难道你的内心从来不受外界的干扰和诱惑？

巴菲特：这还真不是吹牛，不信可以请小舍介绍一下我买100股微软股票的故事。

小　舍：事情是这样的。巴菲特先生与微软的创始人比尔·盖茨是好朋友，他们的交往很有戏剧性。巴菲特比比尔·盖茨大25岁，当朋友介绍他们认识时，他们一开始是互相抵触的。巴菲特认为他并不想与小自己很多的比尔·盖茨有任何交集。毕竟，计算机不是他的“菜”。而比尔·盖茨觉得花一整天与一个只会挑选股票的人在一起没什么意思。

但是见面后，他们就立刻擦出友谊的火花，可以说是一见如故。巴菲特先生曾公开称赞比尔·盖茨是当今全球商业界最聪明及最有创意的经理人，微软公司棒透了。他们一起打牌，一起旅游，一起谈论商业，后来巴菲特甚至将大部分资产捐给了盖茨基金会，价值约合310亿美元。

可是当比尔·盖茨建议巴菲特投资微软的股票时，巴菲特先生却不为所动。不过为了友谊，巴菲特在比尔·盖茨生日的时候买了100股微软的股票，用的还是自己的钱，而不是公司的钱。

老　子：这么绝也是没谁了！后来微软的股票怎么样？

小　舍：非常好，一路上涨。

老　子：那么，巴菲特先生是否后悔错过微软？

巴菲特：没什么可后悔的，我的确可以买微软赚几十亿，“但这不算数。因为我一直搞不懂微软”。“我无法很放心地去预估微

软公司的未来盈余，无法计算微软的未来价值。”

老　子：这确实不容易做到，所以你的成功也是必然的。

巴菲特：或许吧。我确实说过，“我之所以能有今天的投资成就，是依靠自己的自律和别人的愚蠢”。我一向认为，“我们没有必要比别人更聪明，但我们必须比别人更有自制力”。

老　子：那么，怎样才算在投资中战胜了自己？

巴菲特：“如果有一天，你发现自己的情绪不会再随着股票的涨跌而波动了，那时你才真正在股市中战胜了自己。”当伯克希尔－哈撒韦公司购并成功在望，我希望自己连“心跳都不会加快一下”。

老　子：你已经成功达到了这个境界。

巴菲特：应当说，理性和自律也是无极限的，我还可以做得更好，我也坦率地说过，“有效控制情绪，能让我的投资收益再提高30%”。

老　子：知易行难，应当没有人会怀疑理性与自律的重要性，关键是怎样才能够做到，这方面你是否有些独门秘诀？

巴菲特：我一直认为，“要赢得好的声誉需要20年，而要毁掉它只需要5分钟就够。如果明白这一点，你做起事来就会不同了”。

老　子：这条心法很实用，人如果凡事都能够提前意识到坏的后果，行事自然会倍加谨慎。

巴菲特：一点儿心得，希望对大家有用。查理，你有什么补充？

芒　格：我要说的大同小异，“增强理性不是一件你可以选择做或不做的事情，它是你需要尽可能履行的一项道德义务”。

巴菲特：老先生是否认可我们的观点？

老　子：非常认可，同样是在《道德经》第三十三章中，我说过“胜人者有力，自胜者强”。

巴菲特：什么意思？

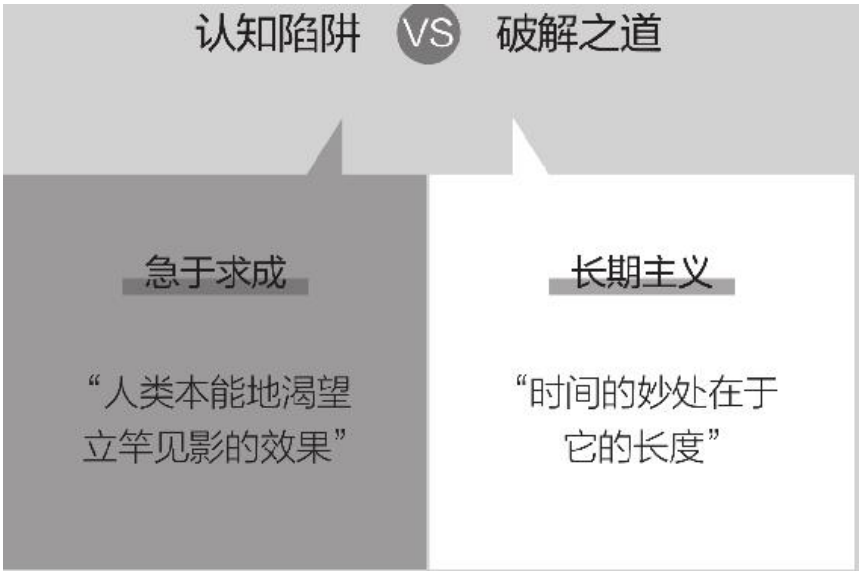
老　子：这两句话的意思是说，能够胜过他人的人是有力量的人，而能够战胜自己的人才是真正的强者。

巴菲特：老先生果然言简意赅。

老　子：过奖。

03

以“长期主义”破解“急于求成”


认知陷阱
VS
破解之道
急于求成
“人类本能地渴望
立竿见影的效果”
长期主义
“时间的妙处在于
它的长度”

认知陷阱3：急于求成

“人类本能地渴望立竿见影的效果”

宋国有一个养猕猴的人，他很喜欢猕猴，养了一大群猴子。他能理解猴子们的心意，猴子们也能够了解宋公的心思。宋公减少全家的口粮，来满足猴子们的欲望。然而过了不久，家里食物不够了，他想要限制猴子们吃橡栗的数量，但又怕猴子们不听从自己，就先瞒哄猕猴们：“我给你们橡栗，早上3颗，晚上4颗，够吗？”猴子们一听，都站了起来，十分恼怒。过了一会儿，他又说：“给你们橡栗，早上4颗，晚上3颗，够吗？”猴子们不再反对，一致同意。

不知道为什么，《庄子·齐物论》里的这个故事后来主要被用来讽刺反复无常、出尔反尔的行为，而不是猴子们的愚蠢。实际上，后者适用的场景可能会更多，因为许多人都会犯类似于猴子们的认知错误——我们既着急又短视。

人类总是很着急，现代人尤其如此。从商的希望自己一夜暴富；当父母的希望孩子快速成才，总担心他们输在起跑线，恨不得在娘胎里就开始进行早教；写文章的希望自己一夜成名，张爱玲说出了很多人的心声：“出名要趁早呀！来得太晚的话，快乐也不那么痛快。”

着急源于短视

在财富领域，人性着急的特征体现得更为突出。一笔钱放进股市，恨不得下一分钟股价就上涨。年化10%的收益都嫌不过瘾，最好每年都能翻番。凯恩斯说：“人类本能地渴望立竿见影的效果，在快速赚钱上尤其热情。”

股民之着急有时甚于猴子。买入一只股票之后就频繁打开行情软件，不停地查看股价走势，或者频繁查看账户。美国有部著名的电视剧叫《宋飞正传》，在这部剧里，宋飞买了一只垃圾股，然后忍不住频繁关注股价，从早关注到晚。当他拿过一份报纸时，他的约会对象告诉他：“这只股票的价格和你之前查看时一样，市场收盘后没有变化。”他则回应道：“我知道，但这是另一份报纸。呃，我想也许它有不同的……消息来源。”据《金钱》杂志的一项调查，22%的投资者表示自己每天都会查看自己投资的股票的价格，49%的人每周至少查看一次。[1]

神经科学研究证明，每当我们得到一点奖励，我们的一些神经元就会产生多巴胺，多巴胺让我们感到愉悦。所以，人们习惯性地喜欢获得正面的新信息、获取他人的赞赏或者物质鼓励（哪怕是一点点微不足道的小礼物），如果我们所买的股票每次看时价格都在上涨，每次打开交易账户时代表财富的数字都往上跳一下，那简直是再令人开心不过了。

着急源于短视，多数人愿意今天得到10美元而不是明天得到11美元。普林斯顿大学的乔纳森·科恩（Jonathan Cohen）领导的一个实验发现，只有当你选择较早的奖励时，你的大脑反射系统才会发挥作用，并在伏隔核和附近区域引发剧烈的活动，引发多巴胺的生产。

短视是刻在我们基因里的。想象一下，我们的先祖在恶劣的原始生态中，随时面临着各种近在咫尺的死亡危险，过了今天不一定有明天，他们的首要任务是活着。在这样的情况下，短视是一种本能的反应，甚至只有短视才能确保生存。或者说因为我们可能随时会死去，所以及时行乐才是当务之急。只有摆脱了生存危机，人类才能够考虑发展问题，也才能够建立起相匹配的长远眼光和战略思维。时至今日，我们早已摆脱了生存危机，但是短视作为基因进化的副产品依然影响着我们，我们依然会担心“明天和意外哪个会先到”。但这种担

心在科学统计中显然站不住脚，事实上，每天我们在预测自己有多大可能活到明天时，错误的概率是正确可能的26 000倍。[2]

再考虑一下人类平均预期寿命显著延长的情况，及时行乐的短视行为就更站不住脚了。公元前欧洲人的平均预期寿命仅为20岁左右，之后持续缓慢地延长，1850年左右达到40岁，在漫长的近2 000年的历史中终于延长了一倍。19世纪是一个转折点，随着工业的发展，社会生产力的解放，人口的平均预期寿命迅速上升。自1850年以来的100多年内，欧洲人的平均预期寿命增加了30多岁，按1977年联合国人口年鉴所示，已达到72岁的水平。中国人怎么样呢？据国家卫健委的统计公报，2019年我国居民人均预期寿命已经达到77.3岁。[3]2016年上海人均预期寿命再创新高，达到83.18岁，离人均预期寿命83.7岁的世界冠军日本仅一步之遥。当前全球已经有近百个国家进入了老龄化阶段。从这个角度想一想，我们对待许多事情不妨从容一点。

“渴望一夜致富是相当危险的”

我们渴望通过频繁观察股票账户来给生活增加快感，尴尬的是结果往往事与愿违。纳西姆·塔勒布写过一个喜欢做投资的牙医的故事，本来以他所投资的品种来看，任何一年他赚钱的概率是93%。但是如果按秒计算，任何一秒赚到钱的概率只有50.02%。这个牙医恰好热衷于看账户，所以每天结束时，这位牙医总是感到筋疲力尽。由于每分钟检视投资组合的表现，假设一天观察8个小时，每天他会有241分钟心情愉快，239分钟不愉快。其实如果按月检视账户，他一年只需要心痛4次，快乐的次数却有8次。如果每年看一次账户，那么在余生20年的时间里，他将体验到19次惊喜，只有1次不愉快。可惜，我们很多人都犯了与这个牙医的一样的错误。[4]

投资往往需要耐心等待，指望买入的股票第二天就上涨是美好的白日梦，震荡或者下挫都是一项投资中不可避免需要承受的过程。所

以每一次对股价或账户的查看都可能让结果离你的期待又远了一步，你希望每一次都获得一点奖励，实际上收获的却是沮丧和痛苦。后文我们将会介绍人的“损失厌恶”心理机制，一般来说损失带给人的心理刺激是收获的2倍，这意味着每次股价和账户数字的下跌都会给你带来双倍“痛击”。所以，频繁查看股价和账户是一种积极地寻找痛苦的行为，既然如此，又何必为之呢？

急于求成对成功投资的伤害远远不局限于上述的心理层面，它还将带来实质性的副作用。由于想迅速获得收益，它会让你患上“多动症”，在股市里不停进进出出。尤其是中国的投资者，“多动症”尤其明显，有数据显示，2015年A股整体年化换手率达到500%～600%，2016年以来A股整体换手率平均也在200%～300%，远远高于美国等成熟市场100%左右的水平。有意思的是，研究还表明，男性投资者比女性投资者交易更加频繁，而单身男性投资者又比已婚投资者更加频繁。或许是男性身上的“动物精神”要明显多于女性。但正如第一篇所显示的，频繁的择时恰恰是获取收益最大的敌人之一。

由于急于求成，我们还容易将自己的投资风格发挥到极致，比如把全部仓位都押到热门板块或热门股上面，甚至动用杠杆。2015年上半年牛市中，股民通过配资可以实现10倍杠杆，许多人确实实现了一夜暴富，然而6月股市暴跌之后短短18个交易日沪指跌幅近35%，许多股票惨遭“腰斩”，使用配资的人一夜之间爆仓，不仅前期收益全部还给了股市，连本金也被残酷收割。盈亏同源，极致的风格可能送你上青云，然而风向一转，也可能送你入地狱。所以股市中有一条谚语：“一年翻倍者如过江之鲫，三年翻倍者却寥寥无几。”许多所谓的年度冠军，到第二年便销声匿迹。

短视和急功近利还容易将长期问题短期化。神经科学研究表明，最近的经历对人的神经元刺激更大，神经元主要根据最近5～8次的投资结果来评估未来的可能性。在这5～8次里面，最近3～4次的尝试产

生的影响最大。这也被称为“近因效应”，即人类倾向于不根据长期经验，而是根据少数最近发生的事件和结果来评估未来发生同类事件的概率。一项针对数百个个人投资者的调查发现，他们对未来6个月股市回报的预期，受到上周股市趋势影响的程度，是受到前几个月股市趋势影响程度的2倍以上。[5]一场灾难比如洪水和地震之后，买洪水和地震险的人数往往会大幅增加，尽管洪水和地震的真实发生概率并没有改变。人们会因为这些灾难在近期发生过而觉得它们发生的概率增加了。

由于总是着眼于短期，所以当我们面对一些长期问题时，我们倾向于将长期问题的影响在短期内进行消化。2018年A股大跌，就是典型的“长期问题短期化”的反映。重阳投资董事长王庆博士曾总结，导致当年股市大跌的主要原因是中美在贸易方面的竞争，然而中美竞争是长期问题，股市却将其利空在短时间内就全部反映了。[6]反过来也一样，2007年，当股市涨到6 000点的时候，市场人气沸腾，很多人都对未来充满信心，认为中国经济将迎来“黄金十年”，股市必上10 000点。不料，当时其实恰恰是A股的历史大顶，10多年过去了，迄今都未被超越。股票市场将未来10年的利好在1年内就反映完毕了。

所以，如果你被自己的短视所蒙蔽，那你就离亏损不远了。正如芒格所言：“渴望一夜致富是相当危险的。”

破解之道3：长期主义

“时间的妙处在于它的长度”

巴菲特还是少年的时候就立志要成为百万富翁，并如愿在30岁那一年实现了目标。这对于普通人来说是一笔巨大的财富，毕竟当时美国家庭的平均年薪仅为5 600美元。但是巴菲特登上世界财富的顶峰还要经历很漫长的等待，统计显示巴菲特近96%的财富是在60岁以后才获得的（见图3-1）。

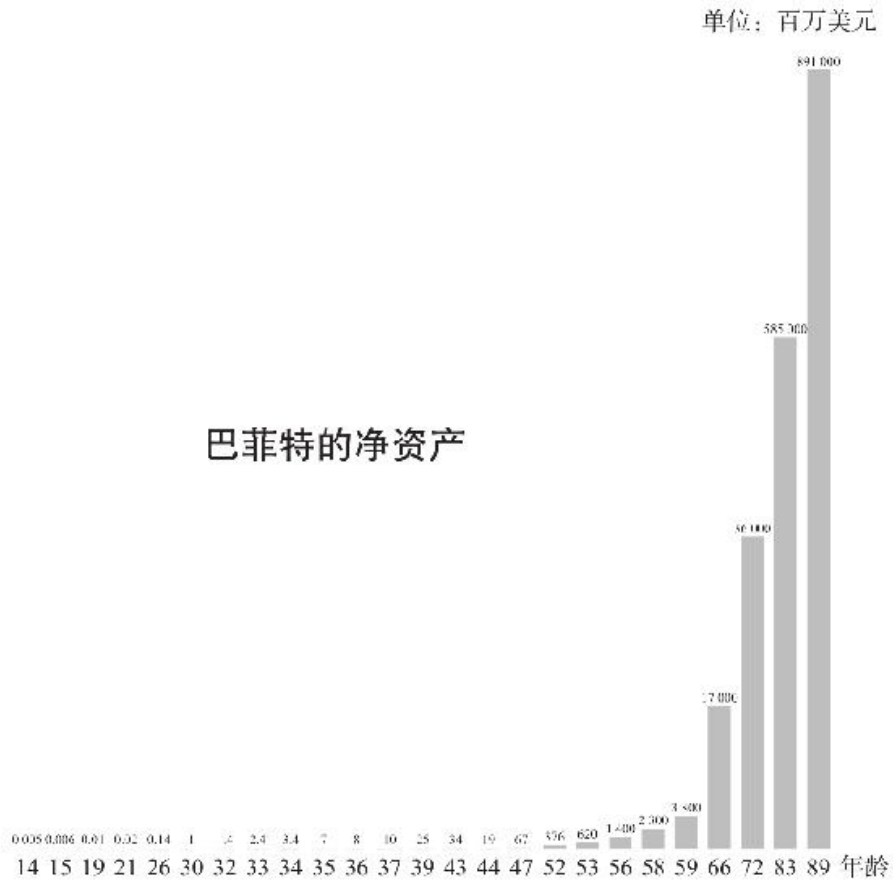


图3-1　巴菲特的净资产变化（14～89岁）

资料来源：格隆汇学堂。

将巴菲特推向财富顶峰的是职业生涯60余年平均年化收益率近20%的复利魔方。复利就如滚雪球，一开始雪球变大的速度很缓慢，但越到后面速度越快。10万元本金，如果每年投资的回报率是20%，10年后将增长至本金的6.2倍，20年后将增长至38.3倍，30年后累积增长至237.4倍，也就是惊人的2 374万元！

巴菲特的成功与其所处的特殊时代背景以及伯克希尔－哈撒韦公司特殊的保险浮存金商业模式有关，而这样的成功过于耀眼，所以难以引起共鸣。我们换一个比较“正常”的案例。表3-1是美国某知名对冲基金2000年以来的投资收益率。

表3-1　美国某知名对冲基金2000年以来的投资收益率

年份	收益率（%）
2019 年前 11 个月	（-0.69）
2018	9.99
2017	0.81
2016	1.89
2015	3.33
2014	2.47
2013	3.48
2012	0.58
2011	16.11
2010	27.40
2009	1.70
2008	8.70
2007	9.63
2006	3.43
2005	3.46
2004	13.78
2003	21.71
2002	14.18
2001	6.13
2000	（-3.48）

资料来源：中国证券报。

看起来很平庸？的确如此。但是如果根据这个表算一笔账，结论可能会让你大吃一惊。假如2000年年初将1美元交给这家管理人，到2019年年底净值是3.84美元，而同期无论是道琼斯指数还是纳斯达克指数都只翻了一番。

这就是复利的力量。可以说，谁掌握了复利的魔方，谁就掌握了致富的秘密。但是，为什么现实生活中，很少有人能够享受到复利带来的甜美果实呢？原因在于复利的实现需要以极度的耐心为前提。

你需要有足够的耐心。巴菲特的财富登顶之路花了50多年。他的搭档芒格以每股16美元的价格购买了伯克希尔－哈撒韦的股票，现在每股股价是40多万美元，涨了25 000多倍，但是芒格等待的时间超过了50年。

巴菲特虽也有短期持股，但他的一些经典投资都属于长期持股，比如他投资《华盛顿邮报》超过40年、可口可乐超过30年、富国银行超过30年。只有时间足够长，投资者才能够享受复利的魔力。巴菲特说：“时间的妙处在于它的长度。”芒格则说：“如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓。”

研究显示，散户的损失每年给机构投资者，即散户的对手，带来约1.5%的投资收益率。[7]这正是巴菲特所总结的：“金融市场就是财富再分配的系统，它将金钱从没有耐心的人手中转移到富有耐心的人手中。”

然而对于大多数人来说，漫长的等待更多地意味着煎熬，因为短视、急于求成、渴望一夜暴富更符合人性。

股票与现代化铁律

巴菲特也好，知名对冲基金也罢，它们是不是幸存者偏差所导致的特例呢？这是个好问题。要回答这个问题就需要把单独的树木放回到整片森林里去考察。

数据证明，坚持长期股票投资能够获得良好的回报。美国沃顿商学院的杰里米·J.西格尔（Jeremy J. Siegel）教授统计了美股210年的股票收益率，结果显示，一个充分分散的股票投资组合的年平均收益率为6.6%。这意味着，平均而言，在过去的两个世纪里，一个分散化的股票投资组合的购买力大约每隔10年就翻一番。而固定收益投资的年平均真实收益率则大为逊色：长期政府债券的年平均真实收益率为3.6%，而短期债券的年平均收益率则只有2.7%。黄金的年平均真实收益只有0.7%。[8]

在A股当中，相应情况又如何呢？1990—2018年，上证综指累计上涨了约25倍，年化增长率达12.3%。再选取2008年年中至2018年年中的数据来看，这10年间上证综指从2 800点左右波动到2 800点左右，指数上涨幅度几乎为零。但统计显示，如果平均买入2008年6月30日以前上市的所有1 550只股票并持有至2018年7月30日，这1 550只股票剔除分红之后的持有期收益率依然高达259.9%。同期之内，衡量A股市场所有股票综合回报的万得全A指数收益率为83.07%，A股市场混合基金指数的收益率为107%。可见，长期持有A股的收益率其实相当可观，只是很多人为失真的指数所蒙蔽，又被盲目的择时行为所误导。

被视为芒格传人的著名华裔投资人李录在其《文明、现代化、价值投资与中国》一书中，从大类资产配置的角度对中美两国进行了对比，书中有两幅图令笔者印象深刻，一幅是“美国1801年至今金融大类资产的回报表现”，另一幅是“1991年至今中国金融大类资产的回报表现”。“至今”里的“今”是该书作者李录先生发表演讲的2015年，而起始点1801年和1991年分别为美国股市和中国股市有数据可追踪的初创时点。

这两幅图展现了惊人一致的趋势，即金融大类资产中，收益率由高到低分别是股票、黄金和现金。具体来看，中国上证指数和深证指数25年中涨了大概15倍，年化回报率约12%，黄金的年化回报率为近3%，而人民币的年化回报率为负，如果1991年持有1元人民币，25年后将变为0.47元。美国的图则显示，美国200多年中股票的年化收益是6.7%，也就是1901年的1美元股票200年里升值了100多万倍，价值达到103万美元。而如果持有黄金，200年里升值3倍多；如果持有1美元现金，200年后将只剩下5分钱，也就是贬值了95%。

中美两国的历史、文化、制度均大相径庭，为什么金融大类资产的表现趋势如此相近？这就与现代化的本质有关，对此李录给出了很好的答案。他将人类文明的发展阶段分成三个部分：采集狩猎文明或

1.0文明，农业畜牧业文明或2.0文明，工业革命为先导的科技文明或3.0文明。农业文明有其天然的不足，因为农作物的生长依赖光合作用，而光合作用能够产生的能量上限受制于土地面积，于是有限的资源和近乎无限的人口增长决定了人口增长最终只能通过非自然灾难来消化和制约，这些灾难包括饥荒、人口流动引起的战争、瘟疫、气候变化、政权失败等。所以我们看到2.0文明时期国家之间争夺的焦点是土地。

近代以来，驱动人类文明进程的动力发生了质的改变。一方面，蒸汽机和煤炭的结合催生了第一次工业革命，引发了纺织、钢铁、轮船、铁路等各行各业的生产力大爆炸；19世纪下半叶到20世纪初，电力的发明运用以及内燃机和石油的结合再次将生产力的火箭推向了更高更快的一级。另一方面，亚当·斯密和李嘉图所发现的“无形的手”及自由贸易则开启了人类经济形态的新组织方式。这一硬一软两股力量的结合产生了“现代化”这个结晶。李录总结，现代化就是当现代科技与市场经济相结合时所产生的经济无限累进增长的现象，可谓精辟。

驱动美国过往200年经济发展及中国过去40多年改革开放进步之旅的正是这样的现代化规律，金融大类资产表现的趋同是现代化路径的一个缩影。[9]

人性总体上乐观多于悲观

人是万物的尺度。用长期的眼光来看，人类社会各个方面的进程虽时有坎坷，也时有倒退，但整体上呈现出螺旋式上升的态势——文明在不断累积，经济在持续增长，股市也整体向上。归根结底，或许是因为人性总体上乐观多于悲观。

美国密歇根州立大学的研究人员进行过一项大规模研究，旨在确定人们一生中不同阶段的乐观程度，以及重大人生事件对人们的乐观程度有多大影响。该大学助理心理学教授、研究论文的第一作者威廉·乔皮克（William Chopik）说：“我们发现，在青年时期，人的乐观情绪持续增强，然后达到一个稳定期，随后在老年时期开始下降。但即使那些处境糟糕的人，即经历过人生磨难的人，在放眼人生未来时，也会感到乐观。”

发表在美国《个性研究》双月刊上的这项研究，共调查了7.5万名16岁至101岁的美国人、德国人和荷兰人，衡量他们对未来的乐观情绪和看法。乔皮克说，研究人员研究了诸如结婚、离婚、新工作、退休、健康变化和失去伴侣、父母或孩子等生活事件对人们情绪的影响。结论是不管生活好坏，从15岁到60岁甚至70岁，人们都是越来越乐观的。

“我们常常认为，生活中的不幸或悲剧性事件会让人彻底改变自我，但事实并非如此。那些可怕的事情并不会从根本上改变你，被诊断患有某种疾病或经历了一场危机的人，仍然对未来以及未来的生活抱有信心。”[10]

中国的《易经》说“生生之谓易”，或许正是这种不息的生命精神推动了人类发展的车轮不断向前。

克服及时享乐，学习延迟享受

毫无疑问，坚持长期主义、做时间的朋友是破解急于求成之症的对症之药。事实上，如果从长期主义的角度来看问题，股票投资就简单了许多。美国GMO资产配置团队的知名基金经理詹姆斯·蒙蒂尔指出，在1年的时间跨度内，你所获收益的绝大部分来自估值的变化，这可能只是价格的随机波动。然而，在5年的时间跨度内，你总收益的

80%将取决于所支付的价格以及所投资股票的增长。“这些是基本面投资者应该明白的东西，而这些显然只有在长期才重要。”[11]

但是知易行难，因为如上篇所讨论的，人的本性是短视的，所以长期主义要求你反人性。有一个技巧或许有助于建立长期主义的操作，那就是克服及时享乐，学习延迟享受。

心理学上有个著名的“棉花糖实验”。[(4)]把一群4岁左右的孩子带到一间陈设简陋的房子，然后给他们每人一颗非常好吃的软糖，同时告诉他们：如果马上吃软糖，只能吃一颗；如果20分钟后再吃，将获得额外奖励的一颗软糖。一些孩子急不可待，把糖马上吃掉了；而另一些孩子则耐住性子，有的闭上眼睛或头枕双臂做睡觉状，有的用自言自语或唱歌来转移注意力消磨时光以克制自己的欲望，从而获得了更丰厚的报酬。

此后，心理学家继续跟踪研究参加这个实验的孩子们，一直到他们高中毕业。跟踪研究的结果显示：那些能等待并最后吃到两颗软糖的孩子，在青少年时期，仍能等待机遇而不急于求成，他们具有一种为了更大更远的目标而暂时牺牲眼前利益的能力，即自控能力。而那些急不可待只吃一颗软糖的孩子，在青少年时期，则表现得比较固执、虚荣或优柔寡断，当欲望产生的时候，无法控制自己，一定要马上满足，否则就无法静下心来继续做后面的事情。也就是说，那些善于延迟享受的孩子的成功率远远高于那些不能等待的孩子。

做股票投资要向那些能够克制欲望、延迟吃糖的孩子学习。巴菲特就是这么做的，他说他的秘诀之一就是“延迟决策”，“行动并不会换来回报，只有正确的决策才能。因此，需要等待多久，我们就等待多久”。但是只有拥有长期思维，才能够做到延迟决策，正如投资家、《安全边际》一书作者塞斯·卡拉曼所说的：“投资者能够拥有的最大边际优势，就是拥有长线导向思维。”

老子对话巴菲特

ROUND 3

大器晚成，大音希声

小　舍：听了大师们的两次对话，受益匪浅，今天我来主持一下对话如何？

老　子：没问题。

巴菲特：很好。

小　舍：几位大师谈到了“自知者明”和“自胜者强”的重要命题，今天想就另外一个相关的议题请大师们进行探讨。

老　子：什么议题？

小　舍：长短之辩，也就是大家普遍关心的投资的时长问题。

老　子：你问吧。

小　舍：先请教巴菲特和芒格先生，你们在投资中如何处理长期和短期的关系？

巴菲特：“我们偏爱的持股期限是永远。”

小　舍：现在可都流行“不在乎天长地久，只在乎曾经拥有”。

巴菲特：这不是我们的风格，在我看来，“拥有一只股票，期待它下个早晨就上涨是十分愚蠢的”。相反，“你买一家公司的股票，就要与这个股票结婚，而不是一夜情，随便找个人派对，厌烦了就换新的”。

小　舍：“永远”应该是一种理想吧？如果说得实际一点，多久算是符合长期投资理念？

巴菲特：好，如果实际一点说，我也说过两句话：第一句是“如果你不愿意拥有一只股票10年，那就不要考虑拥有它10分钟”。第二句是“我从不打算在买入股票的次日就赚钱，我买入股票时，总是会先假设明天交易所就会关门，5年之后才又重新打开，恢复交易”。

小　舍：听出来了，在您的标准里，起码5年以上才能算得上长期投资。那么，您这么做的理由是什么呢？

巴菲特：因为“时间的妙处在于它的长度”。

小　舍：呃……听起来很有诗意，不过有点抽象，能否更具体地讲讲？

巴菲特：道理很简单。“如果你今天买下一只股票，希望明天把它卖出去，那么你就步入了风险交易。预测股价在短期内攀升或下跌的概率就如同预测抛出硬币正反面的概率一样，你将有一半的机会遭受损失。如果把自己的投资时间延长到几年，交易转变成风险交易的可能性就会大幅下降。当然，购买的必须是优势股。如果你今天早上购买了可口可乐的股票，明天早上要把它卖出去，那么它是一笔风险非常大的交易。但是，如果你今天早上购买了可口可乐的股票，然后持有10年，这样就把风险降到了零。”

小　舍：这很有意思，时间可以分散风险，是否可以这么理解？

巴菲特：你理解得没错。不仅如此，时间可以为你带来足够的收益。

小　舍：这就与您经常讲的复利有关了吧？

巴菲特：没错。“什么东西能使微利变成巨大的盈利呢？那就是复利。复利的功能到底有多强大呢？决定长期盈利的因素中，再没有比复利更重要的因素了。”

小　舍：怎样通俗地理解复利？

巴菲特：我曾经给别人介绍过复利的魔力，现在重复一下。“假设你有本金10万美元，每年投资的回报率是20%，如果按照普通利息来计算，每年回报只有2万美元，10年后连本带息涨到30万美元，整体财富增长只是2倍；但按照复利方法来计算，亦即10万美元的本金，10年后会变成62万美元，比30万美元多了一倍还多。

随着时间的增长，复利效应引发的倍数增长会越来越显著。若仍以每年20%的回报率计算，10年复利会令本金增加至原来的6.2倍，但20年则增加至原来的38.3倍，30年累积增加至原来的237.4倍。若本金是10万美元，30年后就会变成约2 374万美元之多！”

小　舍：果然十分惊人。听说您很长时间以来一直开一辆很便宜的林肯城市轿车，而不愿意换一辆豪车，这是不是跟您的复利理念有关？

巴菲特：可不是嘛！算一笔账你就明白了。“2.5万美元的丰田与5万美元的宝马之间的差别不仅仅是2.5万美元，而且在于它们的机会成本。如果你将这2.5万美元以15%的年收益率进行投资，那么30年后这2.5万美元将会变成约165万美元；如果年收益率能够达到20%，那么30年后这2.5万美元就变成了约593万美元……”

小　舍：不算不知道，一算吓一跳啊！

巴菲特：当然，所以“复利有点像从山上往下滚雪球，最开始时雪球很小，但是只要往下滚的时间足够长（从我买入第一只股票至今，我的山坡有70多年这么长），而且雪球黏得适当紧，最后雪球就会很大很大”。

所以，“人生就像滚雪球，重要的是发现很湿的雪和很长的坡”。

小　舍：精彩的比喻，芒格先生，您的观点如何？

芒　格：要我说，“如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓”。

再夸张点说，“复利是世界第八大奇迹，不到必要的时候，别去打断它”。

小　舍：难怪巴菲特先生的传记名称叫《滚雪球》（*The Snowball*）。中国有句古话：“日久见人心，路遥知马力。”是不是可以说，长期之所以妙，是因为只有时间足够长才能真正发现价值？

巴菲特：的确如此。

小　舍：那么，长期投资的难处体现在哪里？

巴菲特：难在坚持。“在马拉松比赛中，你想跑到第一的前提是必须跑完全程。”

小　舍：的确，马拉松谁都可以参与，但是能坚持到最后的人却为数不多。现在来请教一下老子，您对此有何点评？

老　子：我非常认同长期主义，我说过一句话：“大器晚成；大音希声；大象无形。”

巴菲特：听起来很玄乎，怎么解释？

老　子：这句话的意思是，“最宏大的器具最后面才完成，最大最美的声音是无声之音，最宏大的气象反而没有具体的形象”。特别是“大器晚成”这句话被后人引申为大才反而成熟得较晚。

小　舍：老子先生可能不知道，我们这个时代流行的是张爱玲说的“出名要趁早呀！来得太晚的话，快乐也不那么痛快”。

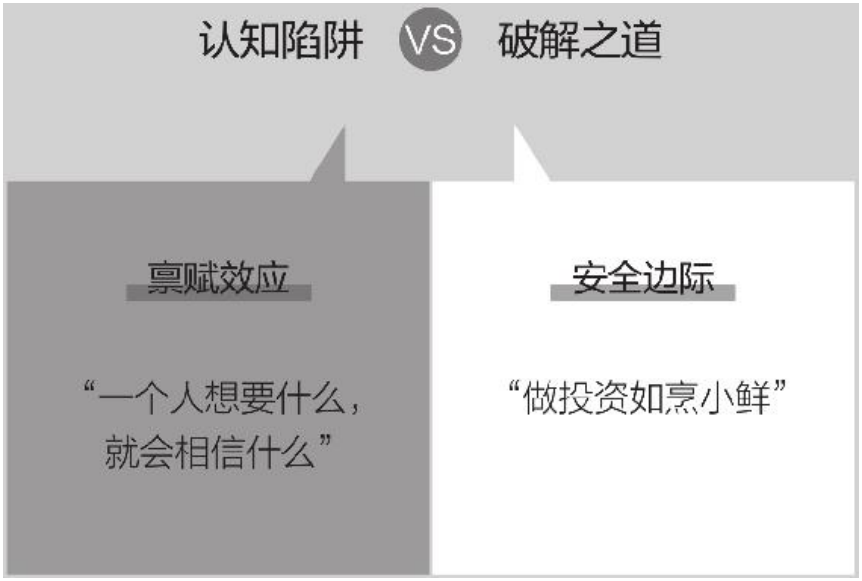
老　子：我是不同意这类说法的，真正的才具都是需要时间积累的，何必急于一时。

巴菲特：这与投资的复利确实相通，西方也有一句话叫作“罗马不是一天建成的”。

老　子：正是这个意思。

04

以“安全边际”破解“禀赋效应”


认知陷阱
VS
破解之道
禀赋效应
“一个人想要什么，
就会相信什么”
安全边际
“做投资如烹小鲜”

认知陷阱4：禀赋效应

“一个人想要什么，就会相信什么”

我们每个人应该都有过这样的经历：在两项吸引力差不多的选择之间摇摆不定，最后终于选择了其中一项，从那一刻开始你立即觉得自己的决定非常英明，而且随着时间的推移，你会越来越觉得自己做得对，而另外一个选项则变得越来越缺乏吸引力。

比如你和女朋友买房筹备结婚，小区A和小区B各方面条件差不多，你们对比了很久，迟迟下不了决心。随着婚期临近，你们必须做决定了。最终你们选择在小区A共筑爱巢，在签订合同前的一刻你们还在为放弃小区B而感到遗憾，但是从签下合同的那一刻开始，你们会立马觉得选择小区A是个更明智的决定，而小区B在心理上马上变得逊色了。然后随着装修、入住，你们会觉得自己的小区越来越好，位置、绿化、户型、采光都比小区B要好，甚至连升值空间也比小区B更大。

这就是心理学家所说的“禀赋效应”，它是指一旦某个人拥有某个物品，那么他对该物品价值的评价要比没有拥有的时候大幅提高。

连以理性著称的大经济学家也不能避免这样的心理误区。比如芝加哥大学商学院院长理查德·罗塞特（Richard Rosett）就是如此。理查德·罗塞特非常喜欢红酒，他时常会在拍卖会上买葡萄酒，但无论质量如何，一般出价不会超过35美元一瓶。但是对于他自己收藏的葡萄酒，即使对方出价高达100美元一瓶，他也不会卖。[1]

投资中这种现象也十分常见。本来你并不了解一只股票，但是经过朋友或者专家推荐，你买了这只股票，从那一刻开始你便对这只股票情有独钟。巴菲特讽刺过这种现象：“股票并不知道谁是它的主人。但你却对它寄予了太多的七情六欲。你清清楚楚地记得是以什么

价位买进它的，你还清楚地记得谁透露了一些小道消息——感情五味杂陈。”然而，盲目的偏爱可能正是亏损的开始。

认知失调

禀赋效应本质上是一种认知失调。牛市中你买入的一只股票一开始涨势喜人，你喜出望外，由衷钦佩自己的判断力。可惜好景不长，股指开始掉头向下，你所偏爱的这只股票的价格也开始下跌。在牛市气氛里，一般刚开始回调时多数人仍然信心满满，觉得这不过是暂时的回调，股价肯定会涨回来并再创新高。然而，事与愿违，某天，股价终于跌破了你的成本线。

这时候怎么办？你会割肉止损吗？大概率不会，因为人类心理的一大特点是具有强大的调适能力。这种调适能力有时候是指我们会调整自己的认知以适应新的事实，但有时候恰恰相反，我们会扭曲事实以适应我们的固有想法。

比如你和女朋友本来为去日本还是韩国度假纠结很久，最终决定去日本。可是到了日本之后，遭遇连日阴雨，出行受到很大影响，而韩国却是艳阳高照。你会为自己的选择后悔吗？不会。相反，你会安慰自己和女朋友，“阴雨中的日本别有一种风情”，而韩国“阳光太强烈了，紫外线太强，容易晒黑”。

这是不是令你想起酸葡萄的故事？狐狸想吃一串熟透了的葡萄，费尽心力却吃不到，倔强的狐狸没有承认自己的失败，而是改变了葡萄的性质，它说“葡萄是酸的”。

心理学上把这种“吃不到葡萄说葡萄酸”的现象命名为认知失调，而这也是股市投资中常见的错误。我们所钟爱的股票跌了，为了掩饰判断失误，我们往往将原因归咎于市场不好、庄家洗盘等其他问题，而不去正视这只股票本身基本面可能受损的真正原因。

“一个人想要什么，就会相信什么”

“酸葡萄心理”还有一个“近亲”，那就是芒格所说的“避免不一致性倾向”，或者也可以叫“一贯性原则”，它是指人类在心理上总是力求与之前的承诺或观点保持一致，即使这种行为有悖于自身的最高利益。[2]

买入一只股票，就代表了你对这只股票的乐观判断，如果因为下跌而选择止损，就代表着你要否定自己，这显然违反了“一贯性原则”。

“一贯性原则”何来？在芒格看来，人之所以会这样，是因为人类的大脑运算空间十分有限。为了能够在虎口下迅速逃生，我们生活在原始社会恶劣生存条件下的先祖们必须迅速做出反应，久而久之形成了节省大脑运算空间的习惯，变得不愿意做出改变。这种大脑的最小作用力原则导致我们能不思考就不思考，能不改变就不改变。“大脑的抗改变倾向还使得人们倾向于保留如下几种东西的原样：以前的结论、忠诚度、身份、社会认可的角色等。”

“一贯性原则”十分强大，为了保持一贯性，人们会不断寻找能够证明自己行为正确的证据和理论，忽略或歪曲那些与之相反的证据。正如古希腊著名哲学家德摩斯梯尼所说：“一个人想要什么，就会相信什么。”

说得极端一点，“死不认错”是人类的本性。这有神经科学的证明，美国神经科学家德鲁·威斯顿（Drew Westen）通过核磁共振技术扫描人类在处理信息时的大脑发现，当人面对令自己认知失调的信息时，大脑主管理性的区域就会突然“断电”，停止工作。

“人类的头脑和卵子的运作方式非常相似，当一个精子进入卵子时，卵子就自动启动一种封闭机制，阻止其他精子的进入。”芒格

说。著名经济学家凯恩斯也曾说过：“最难的不在于接受新思想，而在于如何摆脱旧思想的束缚。”

正因为如此，所以即使你看到了很多不利于大盘走向或持有股票的负面信息，你也选择视而不见，甚至还为此百般辩解。而一旦陷入这样的认知误区，当心！你可能要被套牢了。

破解之道4：安全边际

“做投资如烹小鲜”

王阳明心学近年来越来越受到欢迎，他毕生心得所总结出来的四句教，即“无善无恶心之体，有善有恶意之动，知善知恶是良知，为善去恶是格物”，几乎成了流行的“心灵鸡汤”。

阳明心学的重要性在于颠覆了当时处于主流地位的朱子学说，指出天理不是通过格物能够求得的，天理就在人心。每个人心中都有一个良知，人生的目的就是“致良知”，就是通过“事上磨炼”，通过“致吾心良知之天理于事事物物，则事事物物皆得其理矣”，由此达致“此心光明”的境界。对于治国者而言，通过“致良知”这一“不二法门”，就可以“安天下之民”“成天下之治”。

但是良知是很容易被遮蔽的，所以人生在世很容易失去初心，这其中非常关键的一个拦路虎就是傲慢。王阳明说：“千罪百恶，皆从傲上来。”“人生大病只是一‘傲’字。为子而傲必不孝，为臣而傲必不忠，为父而傲必不慈，为友而傲必不信……谦者众善之基，傲者众恶之魁。”

克服傲慢，保持谦虚是致良知的关键，但是怎么做到这一点呢？王阳明的药方是“无我自能谦”——无私忘我的人才能始终保持谦虚。

王阳明能悟到这一点是深刻的生活教育的结果。天纵奇才、从小被称为“神童”的王阳明其实年轻的时候也时常傲视同辈，轻慢世故，但是在遭到权臣打击之后，他贬谪贵州三年，居无定所，食不果腹，还时常有生命安全的威胁，用他自己的话说是“百难备尝”，然后才痛定思痛，开始相信孟子所说的“生于忧患”的道理，也才知道傲慢的可怕。

被誉为日本“经营之圣”的稻盛和夫先生也有类似的经历和体会。稻盛和夫提到自己年轻的时候也有傲气，喝了酒之后也会说大话。但是他非常善于自己反省，还发明了一种仪式，一旦犯了傲慢的毛病就回家对着镜子训斥自己。自我谴责的背后是稻盛和夫治疗傲病的心法——“才能不可私有化”。在他看来，人并不是凭借自己的意志来到世上的，个人的才能不过由上苍偶然赋予。一个人可能才能出众，聪明能干，事业成功，但是带来成功的才能本身，实际上是上苍所赐，不属于自己。将本来就不是自己固有的东西据为己有，这就违背了上苍的意志。

在稻盛和夫看来，人是平等的存在。每一个人都是偶然被赋予了某种才能和容姿来到人间，在现世这个舞台上扮演他一生的角色。有人当主角，有人当配角，有人当反面角色，有人负责小道具、大道具等舞台装置，有人负责戏场内的打扫整理。所有的人都不过是本质相同的、只能称为“存在”的化身而已。这部戏剧，也就是说这个社会，是由所有扮演这些角色的人一起来演绎的。而自己只不过是在这个现世扮演了某个角色而已，完全没有非自己不可的必然性。因此，“我的才能只是上苍在现世一时寄托在我身上的东西”。自己根本就没有据以为骄傲的资本。把自己的才能当作自己的私有物品，那是完全搞错了。[3]

“禀赋效应”本质上可以说是一种执念，认为自己拥有的便是最好的。以王阳明和稻盛和夫的“无我”来破除这种“我执”，无疑十

分对症。

“自我”的幻觉

王阳明和稻盛和夫的论点得到了科学与佛学的印证。根据最新科学实验的结果，所谓“自我”可能是自然选择制造出来的最大幻觉。

进化心理学研究者曾做过一个实验。实验把受试者分为两组分别看电影。第一组看恐怖片，第二组看浪漫爱情片。看完电影之后，研究者又给受试者们看两个艺术博物馆的广告。第一个博物馆的广告宣传点是这个艺术博物馆深受欢迎，每年有几百万人来参观，强调的是它符合多数人的喜好。第二个博物馆的广告宣传点则是这个博物馆一般人欣赏不了，你来就能彰显你与众不同的品位。

刚才看过的电影对受试者选择博物馆会有什么影响呢？结果是，一开始看恐怖片的人更容易受到第一条广告的影响，他们更愿意去一个人多的博物馆。而看浪漫爱情片的人更容易受到第二条广告的影响，他们想去一个人少的博物馆。

这是因为恐怖片和浪漫爱情片开启了你大脑中不同的模块。恐怖片开启的模块叫“自我保护”，人多的地方显然会更加安全。浪漫爱情片开启的则是“求偶模块”，它会让你更倾向于找一个私密的地方。

这就是进化心理学的发现，人的大脑是由诸多的模块组成的，除了“自我保护”“求偶”模块外，还有“保住配偶”“群体认同”“关爱亲属”“社会地位”“避免疾病”等模块。这些模块并不是谁决定谁的关系，而是互相竞争的关系，每个模块都向你输出一种感情，哪一种感情力量大，哪个模块就胜出了。所以，所谓的“自由意志”或“自我”是不存在的。[4]

这与佛学的相关理论高度相通。佛陀认为构成“自我”的五种东西，也就是“五蕴”（色受想行识），都是虚幻的。佛经曾记载佛陀和一个叫“火吠舍”的人辩论。火吠舍说，我觉得你说的“五蕴皆空”不对，我认为五蕴都是我的一部分。佛陀就问他，假如有一个国王，有人在这位国王的领土里干了坏事，那么国王有没有权力惩罚他？国王有没有权力放逐他？火吠舍说，国王有权力这么做。佛陀追问，那你有权力随意改变自己的身体吗？火吠舍哑口无言。佛陀认为，既然我们无法控制我们的身体（色）、感情（受）、感知（想）、行为（行）和意识（识），那么又何来“自我”呢？

既然连“自我”都可能是虚幻的，那么我们对物品的“禀赋效应”便更是无源之水、无本之木了。

做投资首先要想的不是赚钱

当然，“无我”是一种很难企及的精神高度，基本属于圣人之境。在没有达到这个高度之前，投资中也有些心法与技巧可以应用。

投资这个行业有句谚语：有胆大的投资者，有老道的投资者，但没有又老道又胆大的投资者。老道的投资者自不必多说，胆大的投资者可谓比比皆是。2015年上半年的A股被称为典型的杠杆牛市，2014年7月，A股场内融资余额只有4 000亿元左右，到了2015年的3至6月期间，融资余额快速飙升，直接创出了2.27万亿元的峰值。而在场外，当时配资盛行，1:2、1:5的配资比例比比皆是，甚至1:10的都有，1:10的配资意味着你自己只有1万元本金，但通过配资你轻松拥有了10万元本金。10倍杠杆意味着当你用配资而来的10万元满仓买入一只股票，当这只股票亏损10%时，账户亏损1万元，也就是本金全部亏损，这就是“爆仓”。

2015年6月15日，股市见顶，股灾发生。那一年我们见证了太多的“财富过山车”故事。有人从初始的600万元赚到3 500万元，然后卖掉全部7套房子和工厂，加上杠杆，最高赚到2.7亿元，但最后爆仓，不得不开滴滴谋生。有人投入所有积蓄170万元本金加4倍融资，全仓一只股票，几个跌停后爆仓，170万本金付诸流水，最终选择跳楼自尽，丢了性命。

关于杠杆，芒格早就有犀利的点评：“聪明人和高杠杆的组合往往会以惨败收场。”聪明如长期资本管理公司都在杠杆之下覆灭，何况是广大普通投资者。巴菲特说投资最重要的有三件事：“第一是尽量避免风险，保住本金；第二还是尽量避免风险，保住本金；第三是坚决牢记前两条。”投资最重要的是不亏钱，一旦亏损了本金，就意味着你再也回不来了。

巴菲特又说：“我首先会关注任何投资失败的可能性。我的意思是，如果你肯定不会亏钱，你将来就会赚钱，这正是我们一直做得不错的一个原因。”所以，与多数人的想法不一致，做投资先要思考的不是挣钱，而是确保不亏钱。可惜多数人搞反了，满脑子想着的都是挣快钱，最好一夜暴富。但是历史经验证明，这么做往往适得其反。

“与其杀死毒龙，不如避开毒龙”

对于如何保护本金安全，价值投资有一些特定的方法或者说纪律，其中非常关键的一个就是“安全边际”。这一理论是巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆(5)提出来的，他在经典著作《聪明的投资者》中指出，如果普通股的售价低于公司以财产和盈利能力为稳固基础而发行的债券的价值，那么在这种情况下购买的普通股就能很好地兼顾安全边际和盈利性这两个方面。比如1932年到1933年时的National Presto工业公司的股票，1932年，该公司股票的总市值为4 300万美

元，公司税前利润达到了1 600万美元，能够轻易地支持股票的价值，尽管这种情况并不常见。[5]

格雷厄姆说得比较学术，巴菲特曾经用修桥的例子很通俗地解释过“安全边际”理论：“我建一座能承重3万磅的桥，但却只让通1万磅的车；这样就算我大意了失算漏放了一辆1.2万磅或者1.3万磅的卡车过去，也不至于桥毁人亡。”结合股票来说，假设一只股票的价值是10元，而你是用10元买的，那么安全边际为0，如果8元买进，就有了2元安全边际。如果12元买的，安全边际不仅没有，而且是负的，那就很可能亏钱。

当然，格雷厄姆提出安全边际理论是在大萧条时期，许多企业的股价大幅超跌，而在巴菲特成长成熟的年代，满地便宜股票的情形已经不复存在，所以安全边际理论也要与时俱进。在评估企业价值的时候更多地要预测未来企业的盈利能力，而不是过去的利润纪录。在芒格的帮助下，巴菲特从“以便宜价格买一般的企业”进化到了“以合理的价格买优秀的企业”，从而成为一代投资传奇。但是不管怎么进化，安全边际的理念一直深入巴菲特和芒格的骨髓。巴菲特极为推崇安全边际理论，1990年的时候巴菲特在致股东函中写道：“今年距离第一次读到这篇文章已经42年了，但我依然深深相信这四个字。”

巴菲特的职业生涯从始至终都在谨防风险。巴菲特将风险的控制渗透到他选择公司的4个条件当中：第一是买懂的、能理解的公司，这是为了规避认知的风险；第二是诚实可靠的管理层，这是为了规避人的风险；第三是有竞争优势的公司，这是为了规避市场竞争的风险；第四是买价格具有安全边际的公司，这是为了规避误判的风险。

“谨小慎微”这个词在日常生活中是一个贬义词，一个人若被形容为谨小慎微，意味着他胆子不够大，没魄力。然而看看成功投资家的经验，在投资里，谨小慎微却是一个非常好的优点，因为投资不在于短期跑得多快，而在于长期能够守得住、不出局，“剩者”为王。

芒格引用过一句古训：“河水淹死会水人。”在河水里被淹死的多数是会游泳的人，不会游泳的人会自动远离河流，反而可以无恙。所罗门兄弟公司前首席经济学家亨利·考夫曼（Henry Kaufman）也有一句很经典的话：“亏钱最多的人有两类，一类人什么都不知道，另一类人什么都知道。”这两种人实际上是一种人，什么都知道的人也可能什么都懂了点皮毛，结果还是什么都不知道。

很多时候，正如巴菲特所说：“风险恰恰来源于你不知道你在做什么。”在投资的时候，很多人可能连自己买的股票背后的公司业务是什么都不清楚，不亏钱才怪。傻大胆既是因为贪婪，也是因为无知，所谓无知者无畏。而对付贪婪或无知的最好武器就是给自己留有余地。“与其杀死毒龙，不如避开毒龙。”

老子说“治大国，若烹小鲜”，这句话不是说治大国很容易，恰恰相反，由于小鱼小虾非常容易破碎，不能大火翻炒，要小心翼翼地拨弄，所以治大国非常难，做投资也是一样。如果达不到圣人那样的“无我”之境，就不如给自己的行为留下足够的“安全边际”。

重阳实践：宁愿少赚，不可大亏

重阳投资创始人、首席投资官裘国根在内部经常讲一句话，“不做不可逆的事情”。这背后是对风险的极度重视。

所以，在重阳投资，无论是研究员研究公司、推荐股票，还是投资经理在选择投资标的的时候，都已经形成一个习惯：不追逐太热的东西，因为太热的东西往往意味着缺乏安全边际。

某种程度上这其实也意味着，短期来看，重阳投资不会是跑在最前面的机构。但投资确定性更大的标的，并长期坚持下去，胜率自然就高，绝对收益就高。

追求“绝对收益”正是重阳投资的核心理念之一。什么是“绝对收益”？“绝对收益”就是“宁愿少赚，不可大亏”，不管市场涨跌，都要力争实现可观的正收益。通俗点说，就是巴菲特说的“不要亏钱，不要亏钱，不要亏钱”。

为什么不亏钱这么重要？因为股票市场阴晴不定，变幻莫测，机会常有，但本金不常有。亏钱永远比赚钱容易，亏30%，要赚43%才能回本，亏50%，必须赚100%才能回本，大亏是重伤，甚至意味着出局。

重阳投资董事长王庆博士曾指出，中国股市有三大痛点。第一个痛点是，从发展曲线来看，A股市场整体呈现出“牛短熊长”的特征。第二个痛点是，从投资者的角度看，多数股民亏钱，少数股民赚钱。中国股市中流传着“七亏二平一赚”的说法，这与相关统计基本吻合，反映出中国股民多数亏钱、极少数赚钱的局面。第三个痛点是，基金赚钱，基民不赚钱。以2019年和2020年为例，公募基金大热，不少股民转变为基民，但是结果却令人意外。2020年，来自某国内著名股份制银行的数据，某款首发基金，年度收益率60%，首发时有18 000个客户参与，最后收益超过30%的客户仅有8个。另一份来自支付宝的数据显示，国内某款“顶流”基金在2021年年初市场调整之后，超80%的持有人亏损，亏5%以上的持有人占了65%，挣钱的基民不到20%，挣5%以上的持有人不到10%。基金赚钱，基民不赚钱的特征十分明显。

之所以会出现“多数股民亏钱，少数股民赚钱”和“基金赚钱，基民不赚钱”的现象，绕不开的一个背景是，中国股市是一个典型以散户为主的市场。虽然总体上近年来个人投资者占比呈现下降趋势，机构投资者占比从2015年以来趋势性提升，A股投资者“机构化”正在稳步进行中。但是截至2020年第三季度，在A股自由流通市值中，个人投资者占比为52.6%，仍高于机构投资者合计占比47.4%。相比而言，欧美成熟市场的投资人结构中，个人散户的比重比较低，大概占整个市场持股市值的不到20%。

一个以个人投资者为主的市场，其突出的特点一方面是流动性好，市场活跃，从交易的情况来看，A股市场散户贡献了80%的成交量；另一方面是这样的市场往往表现出大涨大跌的特点。人性中一个典型的弱点是“羊群效应”，个人投资者会在上涨时盲目乐观，在下跌时过度恐惧，体现在交易行为上便是“追涨杀跌”，体现在交易结果上便是“多数股民亏钱，少数股民赚钱”或“基金赚钱，基民不赚钱”。

怎么解决这样的痛点？办法有二。第一个办法是加强投资者教育，尽量鼓励散户坚持长期投资。但是必须承认，人性是很难改变的，教育需要时间，在投资者成熟之前，就要用第二个办法，那就是投资管理机构要通过自身的专业手段，尽量避免基金产品的大幅波动，努力做到不论在什么市场环境下，都能够为投资者创造绝对收益。如果能够做到这一点，就可以帮助投资者规避人性的弱点，避免大进大出，从而让投资者真正获得可持续的长期收益。[6]

所以，“绝对收益”理念是基于对人性弱点的深度认识以及高度风险意识的理性选择。

老子对话巴菲特

ROUND 4

保此道者，不欲盈

巴菲特：上回听老子先生讲“大器晚成”很有启发，但感觉意犹未尽，您能否再展开讲讲？

老　子：谢谢！如果说跟“大器晚成”有一定相关性的，我还很重视另外一句话：“保此道者，不欲盈。夫唯不盈，故能蔽而新成。”

巴菲特：请通俗地解释一下，谢谢！

老　子：这句话的意思是说，一心修为的人不追求极致的状态。正因为没有极致，所以他永远充满生机，在旧的破灭之中不断获得新生。

巴菲特：太好了，这不就是价值投资中的“安全边际”理论嘛！

老　子：什么是“安全边际”？

巴菲特：我举个生活中的例子来说明。“我建一座能承重3万磅的桥，但却只让通1万磅的车；这样就算我大意了失算漏放了一辆1.2万磅或者1.3万磅的卡车过去，也不至于桥毁人亡。”这就是安全边际。

老　子：如果运用到股票上，假设一只股票的价值是10元，而我是用10元买的，那么安全边际为0，如果8元买进，就有了2元安全边际，我就可以挣钱。如果12元买的，安全边际不仅没有，而且是负的，就很可能亏钱。是这么一回事吗？

巴菲特：完全正确。

老　子：这跟“不欲盈”的确非常相似。

巴菲特：是的，投资不能追求极致，比如我从不追求抄底。在我看来，“抄底是不可能的，不要试图在股市‘落地’的时候进行投资”。因为，“股市最低点的形成没有任何规律可循，谁也无法预测真正的最低点在哪里；即使知道了最低点也没法保证一定能买到最低价位。因此，最好的方法就是留有一定余地，不要满仓进入，尽量保持手里有足够的现金”。

老　子：不追求抄底，不满仓进入，这些的确都可以说是“不欲盈”，它们有助于确保投资的安全，那么除此之外还有什么办法确保自己投资的安全性呢？

巴菲特：我经常给伯克希尔－哈撒韦公司旗下的那些经理人写信，长度不超过两页，但其中必定会有这样一句忠告：“你们不要忘记，经营企业如同守城，应当先考虑挖一条深沟，以便将盗贼隔绝在城堡之外。”

老　子：护城河我懂，中国古代的每个城市都有护城河。但是企业的护城河指的是什么？

巴菲特：这个比较复杂，品牌威力（强大的世界性品牌）、产品特性、销售实力、特许权（收费桥梁）、低成本等都是“护城河”的主要来源。总之，“如果企业的护城河每年不断地加宽，这家企业会经营得很好”。

老　子：虽然你没有展开讲，但我听出来了，护城河就是让对手无法对你形成威胁的东西。

巴菲特：可以这么说。

老　子：我还听出来了，你在投资上是一个非常谨慎小心的人。

巴菲特：是啊，投资必须小心，我说过，“有些时候我们过于谨慎，但我宁可100次的过于谨慎，也不愿1%的不谨慎”。

老　子：这么小心谨慎是为什么？

巴菲特：为了不亏钱。我认为投资最重要的三件事是，“第一，尽量避免风险，保住本金；第二，尽量避免风险，保住本金；第三，坚决牢记前两条”。

老　子：我有一句话广为流传，听了你的介绍，我感觉这句话也适合于描述投资这个行业。

巴菲特：请问是哪句话？

老　子：“治大国，若烹小鲜。”

巴菲特：怎么解释？

老　子：很多人把这句话理解为治理大国就像烹调美味的小菜一样简单，其实是大错特错了。我的意思是说，治理大国要像烹调小鱼小虾一样小心谨慎，因为小鱼很容易碎，不能随便翻腾搅拌。

巴菲特：很有意思，看来以后可以说“做投资，若烹小鲜”了。

老　子：哈哈！我还有一句话形容追求修为之人的谨慎样子，两位先生是否有兴趣听听？

巴菲特：当然！

芒　格：洗耳恭听！

老　子：“豫兮若冬涉川；犹兮若畏四邻；俨兮其若客。”

巴菲特：请老先生再做解释。

老　子：这句话是形容一个追求修为的人，他谨慎迟疑啊，就像冬天涉水过河；畏惧顾虑啊，就像提防四周围攻；恭敬端凝啊，

就像在别人家做客。

巴菲特：原来修为之路也需如此谨慎又谨慎。

老　子：是的。不过扯远了，通过两位的介绍，我今天学习了做投资的第一要务是提防风险，不要亏钱，而找到有护城河的企业、留足安全边际是不亏钱的秘诀所在。关于这个主题，两位还有什么补充？

巴菲特：还有两句话我必须补充一下，“控制风险的最好办法是深入思考，而不是投资组合”。因为“风险恰恰来源于你不知道你在做什么”。

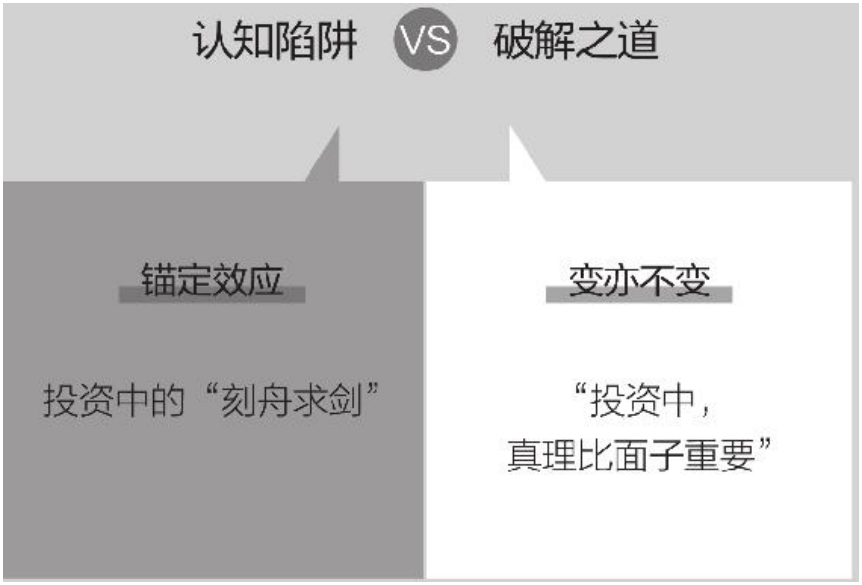
老　子：妙啊！这又回到了我们第一次对话中“自知者明”的话题了。所以，人的一切行动来源于对自我的认知。修为如此，投资也是如此。没有这个前提，其他一切都是浮云。

巴菲特：老先生总结得非常到位，我完全同意。不知道查理有什么补充？

芒　格：你们聊得很精彩，我没什么要补充的。

05

以“变亦不变”破解“锚定效应”


认知陷阱
VS
破解之道
锚定效应
投资中的“刻舟求剑”
变亦不变
“投资中，
真理比面子重要”

认知陷阱5：锚定效应

投资中的“刻舟求剑”

还记得“刻舟求剑”的故事吗？楚国有个渡江的人，他的剑从船中掉到水里。他立刻在船舷上刻了记号，说：“这是我的剑掉下去的地方。”船到目的地后停了下来，这个楚国人从他刻记号的地方跳到水里找剑。船已经向前行驶了，但是剑没有移动，像这样找剑，不是很糊涂吗？

我们都觉得这个楚国人很傻，对不对？不要轻易嘲笑他，因为我们也时常犯这样的错误，只是不自知而已。

在股票投资中这类错误就十分常见。比如你以10元的价格买入某股票，然后经历一段时间的涨涨跌跌，该只股票的基本面已经在很大程度上变坏了，股价跌到5元，但是你很可能一直拿着股票而不愿意止损，原因正在于10元是你的心理价位。由于你把10元这个价格刻在了心里，因此你可能被深套多年，如果公司质地继续变坏，你甚至可能血本无归。

在理解大的历史事件时，我们也容易犯这种错误。2020年年初，突如其来的新冠肺炎疫情也对股市造成了巨大冲击，美股连续4次熔断，历史仅见，在这样的股灾面前，连巴菲特都显得太年轻。一时间，许多专家学者将新冠肺炎疫情带来的冲击比作1929年的大萧条。

这样的情形反复出现。2008年次贷危机中，美国专栏作家罗伯特·塞缪尔森（Robert Samuelson）在《华盛顿邮报》发表评论“是1929年再现吗？”，《经济学人》等多家西方媒体也将次贷危机与“大萧条”进行对比，美国《时代周刊》干脆将次贷危机称为“大萧条2.0版”（Depression 2.0）。

1987年10月19日，“黑色星期一”，道琼斯工业指数急挫508点，创下美股历史上单日最大跌幅22.6%，市值蒸发了近万亿美元。“这是1929年的重演吗？”媒体用醒目的标题问道。

其实每一次危机都与前一次不同，可是每一次都撩动了我们心中的1929年刻度，它就像一个魅影一样挥之不去。

打折商品的诱惑

生活中我们也会犯同样的错误。在商场购物时我们很难拒绝大幅打折的场景诱惑。一件外套，标价6 000元，打6折，也就是3 600元，加上销售员的三寸巧舌，告诉你如何机会难得，你很容易就会为之心动并买下它。但是如果没有打折活动，这件衣服仅以3 000元标价出售，你很可能不会购买，尽管这个价格比第一种场景下要便宜600元。

这是为什么呢？1974年，丹尼尔·卡尼曼和他的合作伙伴阿莫斯·特沃斯基做了如下实验。他们要求受试者对非洲国家在联合国所占席位的百分比进行估计。因为分母为100，所以实际上是要求受试者对分子数值进行估计。

首先，受试者被要求旋转摆放在其前面的罗盘，随机地选择一个在0到100之间的数字；其次，受试者被暗示他所选择的数字比实际值是大还是小；最后，要求受试者对随机选择的数字进行向下或向上调整来估计分子值。通过这个实验，卡尼曼和特沃斯基发现，当不同的小组随机确定的数字不同时，这些随机确定的数字对后面的估计有显著的影响。例如，两个分别随机选定10和65作为开始点的小组，他们对分子值的平均估计分别为25和45。由此可见，尽管实验者对随机确定的数字有所调整，但他们还是将分子值的估计锚定在这一数字的一定范围内。[1]

卡尼曼用这个实验发现了一种叫作“锚定效应”的心理机制，它是指人们在进行判断时常常过分看重那些显著的、难忘的证据。我们时常被第一个听到的数字、第一次见到的场景所锚定，之后在进行选择时总是难以摆脱以它们为参照，哪怕这个“锚”只是随机假定的。自然学家康拉德·洛伦茨在一次实验中无意被刚出壳的幼鹅们第一眼看到，它们从此就一直紧跟着他直到长大。他被幼鹅们当作妈妈了！“幼鹅效应”也是“锚定效应”的一种。[2]

谁动了你的参照点

多数人都生活在相对的世界里，即都需要一个参照点以确立自己的价值或为自己的行动提供指南。“刻舟求剑”中，愚弄那个渡客的参照点就是那道划痕。在投资中，我们是怎样确立参照点的？卡尼曼和特沃斯基通过研究发现，参考点与几个因素有关：第一个也是最重要的一个是历史水平，比如成本价或者历史最高价、历史最低价；第二个是期望值，也就是你的预期价位。比如你买进一只股票希望它涨到20元，20元便是期望值。参考点也可能与身边人的决策有关，比如你的朋友以20元的价格买入某只股票，你便以此为参照。这也被称为决策的“同群效应”。

追涨的时候我们内心的参照点很可能是历史极值，“突破历史最高价我就卖”是内心的潜台词；抄底的时候我们内心的参照点是历史最低价，“跌破最低价我就买”是内心的潜台词；而售赢持亏的时候我们内心的参考价则是成本价，此时的内心潜台词变成“回到成本价我就卖”。

有趣的是，参照点是可以控制的，即可以通过改变参照点的方法来操纵人们的决策。这在商品促销中很常见，上述卖衣服的案例中，3000元的外套卖不出去，如果商家将售价调整为6 000元，然后打6折出

售，实际价格上涨了600元，却可能很快售出。商家在这里利用的正是锚定效应，顾客内心的参照点被悄然移动了。

恐慌中，我们不善于区分灾难的不同

这几种类似的认知偏见会造成怎样的行为偏差呢？心理学家指出，它会使我们更多地关注新发生事件与锚事件之间的相同之处，而忽视其不同之处。换句话说，在面对复杂事物，尤其是被恐慌情绪笼罩的时候，我们更善于发现事物之间的相同之处，而不善于区分不同之处。运用到股票投资中，我们看到，每次股灾之后市场上都充满了各种类比过去股灾的观点，以及各种看起来惊人相似的股市下跌图形。

这恰是投资中需要格外注意的。德雷曼投资公司董事长大卫·德雷曼（David Dreman）在其经典著作《逆向投资策略》中以1987年和1929年的情形为例做了精彩分析。

在1987年历史性股灾后，“1929年重演”的悲观气氛当道，大卫·德雷曼却敏锐地指出了两者的不同：1987年的股灾之后，经济的增长速度比股灾之前绝大部分的估计值要高，大幅甩掉了股灾之后所预计的衰退水平，与之相伴随的是真实收益比10月19日股灾之后数星期内所预测的要高。标普500指数的市盈率只有收益的13倍，相对于股灾之前20倍的市盈率低很多，也低于15倍的长期平均市盈率。那时的情形与1929年大股灾之后的情形完全不同。1929年时上市公司以及整个金融系统都崩溃了，失业率飙升。

后来股市的演绎证明了大卫·德雷曼的判断是对的：1997年7月，股市相对于最低点上涨了4倍。1987年没有重复1929年的情形，而那些屈服于锚定效应的投资者错过了一个极好的买入机会。

做投资，要少一些“刻舟求剑”。

破解之道5：变亦不变

“投资中，真理比面子重要”

2020年5月3日，新冠肺炎疫情之后举办的第一次巴菲特股东大会，因受疫情影响，这是自1964年开办以来，大会首次以线上直播形式举行。89岁的巴菲特携格雷格·阿贝尔一起露面，阿贝尔被视为伯克希尔－哈撒韦的未来掌门人。这也是第一次因为特殊原因芒格没有参加的股东大会。

在股东大会开始之前，伯克希尔－哈撒韦公布了第一季度财报。财报显示，伯克希尔－哈撒韦第一季度净亏损497.46亿美元（约3 500亿元），创历史纪录，投资组合遭遇“账面巨亏”超545亿美元，同时账面现金达到了创纪录的1 373亿美元。

会上，89岁的巴菲特花了近5个小时回答了投资者数十个问题。期间，股神罕见地两度认错，一是错估了油价走势，二是错投了航空股。其坦诚精神令人感佩。

前文已经提到过，巴菲特和芒格非常善于自我纠错，芒格说：“我们常常需要改变错误的决定。可以说，这是让生活沿着正确轨道运行的重要一部分。人孰能无错？如果你能及时认识到并采取补救措施，常可以化腐朽为神奇。”

事实上，在投资实践中，巴菲特和芒格并非一成不变，而是相当灵活。巴菲特早年在航空股上栽过跟头，痛定思痛之后认为航空股是典型的“价值毁灭者”，并发誓再也不碰航空股。但是2016年，伯克希尔－哈撒韦却开始收购多家航空公司的股票，有人怀疑这是巴菲特的助手所为，然而在一次采访中巴菲特明确表示，伯克希尔－哈撒韦持有的4大航空公司中，有3家都是他亲自买入的，且持有比例在这4家航空公司中均占到10%左右。

新冠肺炎疫情发生后，伯克希尔－哈撒韦以每股46美元“抄底”了97.65万股达美航空。然而一个月之后就清仓了，这笔抄底亏损了48%。巴菲特的这波操作真是快进快出，看起来跟他的长期价值投资理念十分不符。

在对待科技股方面，巴菲特的态度也并非一成不变。大家都知道即使是在科技股最受欢迎的20世纪90年代，巴菲特也始终拒绝触碰，为此承受了很大的压力。但是伯克希尔－哈撒韦在2011年买入了IBM，后来又买入苹果、亚马逊等科技股，而且持股数量越来越大。截至2019年9月底，伯克希尔－哈撒韦持有苹果公司2.5亿股，成为其第一大股东。

除了具体的操作，巴菲特在投资理念和方法上也发生过重大变化，早年的巴菲特恪守老师格雷厄姆的投资方法，努力在市场中寻找极为便宜的股票，他概括为“烟蒂股”投资策略——这样的股票相当于被扔在地上的烟蒂，捡起来还可以抽几口。但是在芒格的影响下，巴菲特完成了最重要的投资转变，从以很便宜的价格买二流公司到以合理的价格买伟大的公司并长期持有。这是一次伟大的飞跃，所以巴菲特说：“芒格让我以火箭般的速度从猩猩进化到人类，否则我会比现在贫穷很多。”

巴菲特真的变了吗

看起来巴菲特非常“善变”，这就带来一个重大的疑问，驱动巴菲特做出改变的是什么呢？总结起来，主要有两大驱动力。第一个驱动力是客观条件在变化。比如都是航空股，但不同阶段航空股的特性却相差很大。早年巴菲特排斥航空股，首先是因为航空公司产品的同质化。航空公司提供的服务相同且价格透明，这意味着这个行业的公司都没有加价的能力，只能靠低价吸引顾客，导致恶性竞争。其次，顾客没有品牌意识。多数乘客在准备乘飞机出行时优先考虑的是时

间、价格，而不是特定的航空公司，这也加剧了价格战。最后，航空公司的固定成本非常高。飞机及维护成本、燃料、机组人员的成本都很高，而且即使飞机趴着不飞，也不能省去维护费用。

既然如此，后来巴菲特为什么又重新青睐起航空公司了呢？其背后的原因在于经过长期的充分竞争，美国航空业形成四大航空公司垄断竞争的新格局，从而改变了过去巴菲特所担心的航空业恶性竞争和品牌意识不强的局面。

那么，疫情发生之后巴菲特为什么又要抛售航空股呢？那是因为巴菲特认识到了疫情对航空公司的影响将持续较长时间且非常严重。巴菲特说：事实证明，我对这项业务的看法是错误的，这不是四位优秀CEO的错。航空业是一个非常具有挑战性的行业，做这些公司的CEO，并不是一份开心、容易的工作，尤其在目前这种大家都被告知不要再飞行、不要再旅行的情况下。

所以变不是没有原则的变，变是有前提的。正如凯恩斯所说：“当事实改变时，我也会随之改变想法。你又会怎么做呢，先生？”“事实改变”是“想法改变”的前提。

巴菲特变化的第二个驱动力是他自身的迭代进化。他的能力圈在扩大，以前看不懂的东西现在能看懂了。巴菲特曾对记者说：“是的，我是杰夫·贝佐斯的‘粉丝’，没有买（亚马逊的股票）就是个傻瓜。”这不是巴菲特第一次为自己没有尽早投资亚马逊而感到后悔。2019年，89岁的巴菲特决定突破自我，买入亚马逊。在他看来，亚马逊的股东允许贝佐斯以持续亏损为代价积极扩张。至于为什么投资苹果，巴菲特主要是看中其强劲的盈利能力。

变亦不变

被视为芒格传人的投资人李录曾形容芒格：“查理的头脑是原创性的，从来不受任何条条框框的束缚，也没有任何教条。”芒格十分重视达尔文的学说，在他看来，能够生存下来的物种不是最强的，也不是最聪明的，而是最能适应变化的。

“对拿锤子的人来说，看什么都像是钉子”，在芒格看来，思维固化就是“钉子思维”，这是投资的另一项大忌。正因如此，投资者才需要不断进化，甚至不惜否定自己，“及时快速放弃自己原有的理念是最宝贵的品质之一”。

策略因时因势而变，但这不意味着放弃原则。对于价值投资的几条原则，比如买股票就是买企业的一部分所有权、安全边际和能力圈等，巴菲特和芒格从来都没有改变过。

在2020年新型冠状病毒肺炎疫情后的股东大会上，首次亮相的伯克希尔－哈撒韦副董事长格雷格·阿贝尔也表示，不管巴菲特或芒格在不在，公司投资文化不会有任何的转变。

有时我们需要看到不变中之变。我们固然需要从历史中获取教训，但简单的类比也可能会误导行动。世上并无两片完全相同的叶子，同样，世上也不会有两次完全相同的危机。比如，1929年的时候并不存在现代意义上的央行，但是现在各国央行在危机干预中均扮演了重要的角色，这样一来，就可以在很大程度上破解“1929年魅影”了。

有时我们则需看到变中之不变。从短期来看，危机可以使人类的行为发生重大的改变，但是一切变化背后也有不变的东西，比如人性。只要人类没有丧失挑战危机的勇气，依然抱持着对于美好未来的向往，那么，我们就有理由相信，经历过坎坷，世界依然会向前。

变亦不变，正如重阳投资创始人、首席投资官裘国根所言，“在投资中，真理比面子重要”[3]。这也是破解“锚定效应”的最佳武器。

老子对话巴菲特

ROUND 5

万物并作，吾以观复

2020年新冠肺炎疫情发生后，连一向不问世事的老子也坐不住了，他十分挂念巴菲特和芒格两位忘年交，他还特地收看了巴菲特的股东大会，并在会后要求小舍安排了一次与巴菲特和芒格之间的线上对话。

老子、巴菲特、芒格和小舍同时出现在视频会议的画面中。

小　舍：系统已设置完毕，老子先生、巴菲特先生、芒格先生，你们可以开始交流了。

老　子：巴菲特先生，你好，别来无恙！

巴菲特：老子先生，你好！感谢关心，我身体很好，您老人家这一向可好？

老　子：感谢询问，我还是老样子，没什么变化。今年股东大会没看到芒格先生，你可安好？

芒　格：我很好，您知道我平常住在洛杉矶，我今年已经96岁了，现在疫情在美国仍然非常严重，这个病毒又对老年人非常不友好，所以今年我没有去现场跟巴菲特一起主持股东大会，但到明年我还会参加的。

老　子：那就好，我想问问两位，疫情对你们的生活和投资有什么实质影响？

巴菲特：影响非常大，可以说疫情彻底颠覆了生活。您看我的头发已经很长了，都快赶上老子先生您了，那是因为我已经有七个星期没有理发了（笑）。

老　子：我也注意到了（笑）。

巴菲特：这次股东大会会场空无一人，这从来没有发生过。我还使用了PPT（演示文稿），以前从来没有使用过这玩意。谁说“老狗学不会新技能”，我就是一只在努力学习新技能的老狗，哈哈！

老　子：这也是一种“为学日益”的精神。

巴菲特：什么是“为学日益”？

老　子：“为学日益”是说，做学问需要每天积累知识，越积累，学问越丰富。

巴菲特：老子先生果然言简意赅，比我讲得要文雅多了（笑）。

老　子：巴菲特先生讲得更幽默（笑）。疫情对股票市场的影响如何？

巴菲特：影响非常大，疫情发生后，美国股市在很短的时间内遭遇连续4次熔断，我活了89岁了，也没见过这样的情形。

小　舍：老子先生，我解释一下，巴菲特先生说的熔断又称自动停盘机制，指的是当股指波幅达到某一个点时，股市会自动停止交易一段时间，以控制风险。这个机制因为同“保险丝”在电流过大时自动熔断起到的保护作用相似而得名。

老　子：听起来就十分惨烈，谢谢小舍！我也听说巴菲特先生自己的投资在这次股灾里遭遇了不小的损失，尤其是在航空股的投资上。

巴菲特：是的，2020年2月27日美股暴跌的时候，我以每股45美元的价格买入了达美航空，投入资金规模4 530万美元。而4月1日和4月2日，我又选择以每股26美元的价格“割肉”该股票。事实上，我最近清仓了持有的全美四大航空公司，包括美国航空、达美航空、西南航空和美国联合航空的全部股票，共计65亿股。

老　子：为什么会选择清仓？

巴菲特：如我在股东大会上讲的，在评估航空公司股票时，我犯了一个错误，新冠肺炎疫情导致几乎全球范围内的旅行停止，航空股的价格急剧下跌了。我不知道从现在起3到4年后，航空旅行需求是否会恢复到新冠肺炎疫情暴发之前的水平，因为飞机太多了。

老　子：我记得你说过“如果你不愿意拥有一只股票10年，那就不要考虑拥有它10分钟”，你还说过“我们偏爱的持股期限是永远”，你这次在航空股上的快进快出好像跟你的投资理念很不相同，这如何解释呢？

巴菲特：老子先生好记性，我的确说过那些话，我们的确持有一些股票，而且在可以看得到的未来之内我不打算卖出这些股票。“但我们没有承诺伯克希尔－哈撒韦将永远持有任何有价证券。”其实我和芒格并非只做长期投资，相反，“战术应按实情灵活调整”。查理，你说呢？

芒　格：是的，“当条件变化了我们也要变化”。

老　子：这个“实情”或者“条件”指的是什么？就当下而言，是指新冠肺炎疫情吗？

巴菲特：对于股票投资而言，新冠肺炎疫情只是触发因素，还不是条件，在我和芒格看来，变化真正的条件是价格不再被低估。

这就是我们的操作：“在适当的价格买入那些真正优秀的公司，并且持有到它的股价不再被低估为止。”

老　子：所以说，长期投资是建立在“股票价格低于内在价值”这个条件之下的？

巴菲特：是的，正是如此。

老　子：所以，大家只看到你们操作上的变化，事实上你们的投资原则并没有变。

巴菲特：可以这么说。

老　子：变亦不变，高明！

巴菲特：老子先生过奖了，还请先生从哲学的角度予以指点。

老　子：其实拙作《道德经》通篇都在讲变化与不变的关系，我列举了很多相对立的概念，比如有和无、难和易、长和短、高和下等。它们之间的关系不是一成不变的，而是永远处于变化和相互转化之中。但是，在这变中又有不变的东西，那就是“反者道之动”的运动规律，换句话讲就是物极必反。事物总是在变化之中，不变的是变化的规律。我把这规律叫作“常”。

巴菲特：“常”字用得好。

老　子：是的。“知常曰明。不知常，妄作凶。”

巴菲特：这句话怎么理解？

老　子：这句话是说，认识了自然常理就懂得了道，不认识自然常理，而轻举妄动，往往会遇到灾难凶险。

巴菲特：妙极了，就跟投资一样，投资中最珍贵的就是常识，常识其实就是规律，不尊重常识往往要栽跟头。

老　子：我的另外一句话是说“万物并作，吾以观复”。指的是万物由道而产生出来，不断变化，但这都是自然之道的表象，我们将会看到，它们都会复归根本。

巴菲特：妙极了，这说的不正是变亦不变的道理吗！

小　舍：我向巴菲特和芒格先生补充一个故事。

巴菲特：请讲。

小　舍：相传孔子向老子问礼之后，回来对弟子们说，“鸟，吾知其能飞；鱼，吾知其能游；兽，吾知其能走。……至于龙，吾不能知，其乘风云而上天。吾今见老子，其犹龙邪”！

巴菲特：我知道孔子，他是你们中国的儒家鼻祖，他在美国影响也很大。不过这段话是什么意思呢？

小　舍：这段话是说孔子见了老子之后，形容老子就像龙一样，神龙见首不见尾，说明老子的思想是十分灵活而不僵化的。

巴菲特：这一点我也感受到了。

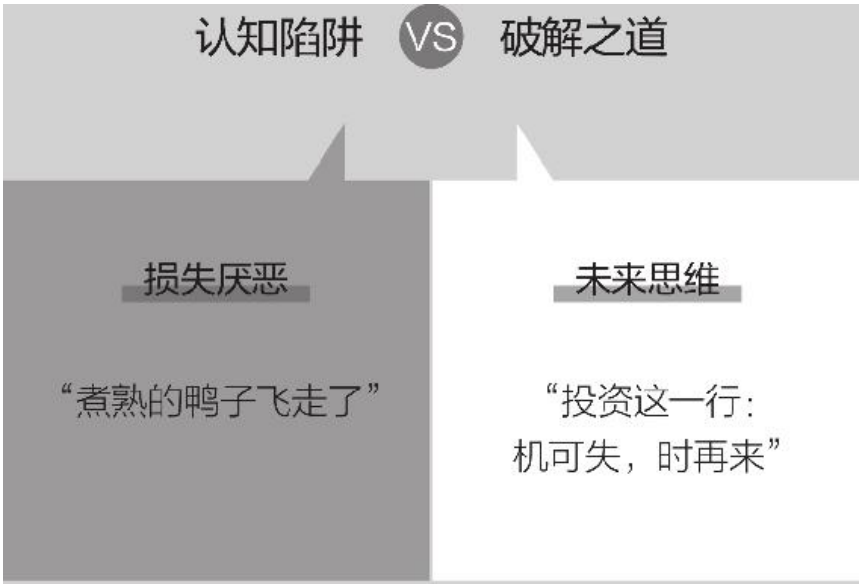
老　子：过奖了。祝愿巴菲特先生和芒格先生平安健康，后会有期！

巴菲特：祝老子先生平安，后会有期！

芒　格：后会有期！

06

以“未来思维”破解“损失厌恶”


认知陷阱
VS
破解之道
损失厌恶
“煮熟的鸭子飞走了”
未来思维
“投资这一行：
机可失，时再来”

认知陷阱6：损失厌恶

“煮熟的鸭子飞走了”

通过前面章节，我们知道了过度乐观、盲目从众驱使我们在股市投资中追涨杀跌，但是人的认知机制十分复杂而奇怪，时常显示出自相矛盾之处。比如我们一方面会“追涨杀跌”，另一方面又会“售赢持亏”，也就是把赚钱的股票卖掉，亏钱的留着。这两种行为反映了投资者完全相反的心态，“追涨杀跌”的时候我们认为涨的还会再涨，跌的还会再跌。“售赢持亏”的时候我们认为涨多了可能要回调，亏多了可能即将要反弹。

这种现象也是有理论依据的。行为经济学家赫什·舍夫林（Hersh Shefrin）和他的合作者迈尔·斯塔特曼（Meir Statman）于1985年最早发现了这个现象，并将其命名为“处置效应”，即投资者不愿意以低于购买成本的价格出售资产的现象。比如，以10元每股买进某只股票之后，不巧遇到股市调整，股价跌到了8元，这时候许多人不愿意止损，在持亏一段时间之后，股价回到了10元，这时候投资者往往会选择卖出，并庆幸自己“解套”。基金购买中也有类似的现象，投资者在基金亏损时倾向于持有，在基金回到买入价格时倾向于卖出。

股市是贩卖痛苦的销售员

相比“追涨杀跌”，“售赢持亏”后面的心理机制更为复杂。行为金融学用“前景理论”来解释这一现象，即人们在收益和损失区域的风险偏好不同：盈利时厌恶风险，希望落袋为安；亏损时偏好风险，希望放手一搏。赌徒就是这样破产的，当他们亏损的时候，为了翻本，他们不惜加大赌注，于是越陷越深。

为什么会这样？原因在于快乐与痛苦带给人的心理感受是不对称的。回想一下，与恋人相处时，时间是不是显得格外短暂？即使你们已经共度了一整天，你仍然会觉得那就像是一分钟一样倏忽过去了。相反，分离总是显得格外漫长，刚分开不久，你的心情就开始变得像热锅上的蚂蚁一样焦躁难熬，古人说“一日不见，如三秋兮”。

心理学界有一个专门的理论来解释这种心理感受的不对称，也就是“损失厌恶”。

卡尼曼在《思考，快与慢》一书中给出过这样一个例子：

> 用抛硬币来打赌。
>
> 如果是背面，你会输掉100美元。
>
> 如果是正面，你会赢得150美元。

这个赌局看起来挺吸引人，因为赌局的预期值明显对你有利。然而，大多数人仍不愿意参与这样的游戏，原因便是卡尼曼所总结的，对于大多数人来说，失去100美元的恐惧比得到150美元的愿望更强烈。

现在将这个赌局调整一下，把硬币是正面的赚钱数值从150美元改为200美元，结果又如何？统计显示，这次很多人表示愿意参加这样的赌局。也就是说多数人的“损失厌恶系数”是2。[1]通俗地解释一下，就是亏损对人的心理刺激强度是同等规模盈利的2倍，或者说，失去所带给人的痛苦强度是得到所带给人的愉悦感强度的2倍。这就是损失厌恶。

谷歌股价为何超跌

2006年1月31日，谷歌公布了2005年第四季度的财务业绩：营业收入增长97%，净利润增长82%。按理说这是一个很好的数据，不料华尔街却不认账，数据一出，谷歌股价几分钟之内就下跌了16%，不得不停牌，交易恢复后，股价继续下跌。之所以会这样，是因为谷歌的财务数据没有达到华尔街的预期。而股市的诡异之处在于，虽然真实数据与预期数据之间仅相差6 000万美元，但谷歌市值却跌去了203亿美元。

这是损失厌恶在股市中的另一个经典案例。

人类的大脑中有一块叫作“前扣带回皮质”的区域，它负责集中注意力、感知疼痛和发现错误。它也被神经学家称为“哎呀中心”，当正常期望被打破时，它就会让你产生惊讶的感觉。研究人员曾用微型电极测量受试者的前扣带回皮质神经元的活动。结果表明，在钱突然减少时，38%的神经元被激活，但在现金奖励超过预期时，只有13%的神经元被激活，而且这些被刺激到的神经元发出的信号比较微弱。[2]

在大脑内侧的边缘，其他几个大脑皮质叶下面，有一个叫作“脑岛”的区域。这是大脑内部主要的反应中枢之一，用来评估那些引起负面情绪的事件，比如失去金钱。实验发现，人们在亏钱之后，脑岛的活跃程度是赢钱时的3倍。与此同时，每当人们选择一个可能导致亏损的赌注时，脑岛的活跃度是他们赚钱时的4倍多。[3]

这是“损失厌恶”的神经学证明，也解释了为什么谷歌的股价会超跌。华尔街有过统计，那些盈利高于华尔街预期的股票平均上涨了1%，而那些盈利低于华尔街预期的股票平均下跌了3.4%。

聪明的推销员非常善于利用损失厌恶的心理达到自己的销售目的。比如保险销售员，如果他告诉你参加某款保险就可以规避10种重大疾病带来的损失，还可以获得1 000元的返券活动，你未必会动心。但是如果他告诉你目前患这10种重大疾病的概率非常高，同时一旦患

病就需要高达几十万元甚至几百万元的治疗费用，然后给你列举几个不幸案例，你就会越想越可怕，很可能乖乖买单。

正因为损失带给我们的痛苦实在太大了，所以我们不愿意主动止损，而宁可被动套牢。

人生最痛苦的莫过于“煮熟的鸭子飞走了”

我在读芒格的“人类误判心理学”时看到过一段话，不禁哑然失笑。老爷子不愧是毒舌，他说：“如果有个人即将得到某样他非常渴望的东西，而这样东西却在最后一刻飞走了，那么他的反应就会像这件东西他已经拥有了很久却突然被夺走一样。”

芒格用一个名词来涵括人类对这两种损失经验（损失已有的好处和损失即将拥有的好处）的自然反应，那就是“被剥夺超级反应倾向”。曾经拥有的东西一旦被剥夺了，这种反应可不是“一般”的，而是“超级”的，用词十分形象。

回想一下，是不是生活中很多的场景都如同芒格所说的那样。一个儿童，如果你送给他一个玩具，然后又从他手中夺走，他一定会哇哇大哭。

与恋人相聚的时光总是很短暂，而分离的时光却如此漫长。但与失恋比起来，短暂的分离又算不得什么了。一旦失恋，那么日子将变得昏暗无光，甚至生不如死。情感戏的编剧一定深谙心理之道，每当男女主角即将在一起的时候就开始设置各种障碍，把他们强行拆散或者让他们产生误解，这种“虐恋”最能让观众扼腕长叹。而且往往是差一点就成功的爱情悲剧更让人难以释怀，而一旦有情人终成眷属，故事就没法写下去了，只好让他们退出江湖、归隐山林。

这也是一些赌博性游戏的设计原理。芒格说：“赛马、宾果之所以如此风靡，原因之一恐怕就是因为它们具有很多偶然和侥幸因

素。”这类游戏擅长制造“差点成功”的体验，让人欲罢不能。

赌场长盛不衰的秘诀也在于此。它总是让你先赢一点，激发你的贪婪。然后再从你手中把你刚赢得的钱又夺回去，使你一步步掉进陷阱。前期投入越大，“被剥夺超级反应倾向”就会越强烈。这就是某些赌徒倾家荡产的原因所在，因为输得越多，不服输的心理就越严重，就越急于扳平。

如果说人生最愉快的体验是破镜重圆、失而复得，那么最令人感伤的莫过于失之交臂，而最让人痛苦便是得而复失了。耶鲁大学的研究人员训练5只卷尾猴用金属代币交换苹果、葡萄或果冻等美食。猴子可以用一个代币从卖家一和卖家二那里购买苹果。卖家一肯定会给猴子一个苹果，同时给第二个苹果的概率是50%。卖家二先给猴子两个苹果，同时导致猴子失去其中一个苹果的概率是50%。经过几十次交易后，猴子终于明白两者的结果是一样的。即使如此，猴子在71%的情况下仍然更愿意和卖家一进行交易。连猴子都懂得规避失之交臂的痛苦！[4]

另有一项很有意思的统计显示，在竞技体育中，铜牌得主的幸福感平均高于银牌得主。原因是银牌得主会为自己只差一点点就可以获得金牌感到遗憾，而铜牌得主则庆幸自己好歹获得了一枚奖牌。

股票投资中常见这样的现象，账户由浮盈转为浮亏，差一点得到收益却失之交臂的局面让人不甘心、懊恼乃至痛苦，它激发出你不轻易认输的决心。但如果忽视基本面等客观因素而蛮干，结局恐怕只会是越套越深。

投资中的“鸵鸟策略”

在股票套牢的心理过程中，“无为综合征”是最后一个环节。

我们时常嘲笑鸵鸟，说它们在遭遇危险的时候只会把脑袋埋到沙子下面，掩耳盗铃，顾头不顾腚。实际上在人类生活中，“鸵鸟策略”无处不在。比如第二次世界大战之前，英法对德国的“绥靖政策”便是深植于人性之中的鸵鸟策略所致。

投资中我们明明知道股市已经进入熊市，或者股票基本面已经破坏，却迟迟不愿意割肉止损，也属于鸵鸟策略。前面相关章节我们已经讨论过，人的大脑结构决定了我们的运算能力是有限的，当面对巨大的困难或复杂的情感选择时，我们往往会采取消极拖延、不作为的方式来应对。所以，人总体上是倾向于一成不变的，而非创新求变。皮克斯经典动画片《疯狂原始人》中保守的老爸总是告诉孩子们任何新事物都是不好的，甚至连好奇也是不好的。

心理学的研究还表明，人们对由行动导致的结果，会比因不行动而产生的结果有更为强烈的情绪反应。比如把一个人推下山崖与看见一个人要跳崖而没有施救，虽然结果相同，但是后者的心理压力显然小于前者。在后一种情况下，你可以找到各种理由来安慰自己，但前一种情况却是谋杀。

同时，人类还总是愿意寻求自豪，而避免懊悔。丹尼尔·卡尼曼说：“当你卖掉一个失败的投资品时，你不仅承受了经济损失，而且还承认了自己的失误，这会给你带来心理上的损失。当你抛售时，你是在惩罚自己。”谁也不愿意惩罚自己，于是在前述“售赢持亏”的情境下，由于主动止损造成的亏损会比不采取行动造成的亏损更让人懊悔，所以我们往往会采取无为的鸵鸟策略，寄希望于股价有一天会自动涨回来，套牢就这么发生了。这显然是不明智的，菲利普·费舍早就说过：“投资人死抱很不想要的股票，寄希望于有一天能够‘至少打平’，因此损失的金钱可能多于其他任何单一的理由。”[5]

损失厌恶、被剥夺超级反应倾向、无为综合征可以说是股票投资的套牢心理三部曲。

破解之道6：未来思维

“投资这一行：机可失，时再来”

美国著名的投资机构美盛集团曾有一个非常有名的基金经理，名叫比尔·米勒（Bill Miller）。他管理的基金从1991年起，连续15年战胜了标准普尔500指数。这是一个相当厉害的投资业绩，他因此被誉为投资天才和有史以来最优秀的基金经理之一。他不但获得了《金钱》杂志、晨星、《巴伦周刊》的众多奖项，还成为知名财经记者珍妮特·洛的畅销书《战胜标准普尔》的主人公。

然而，从2006年到2011年，米勒管理的基金表现开始远远逊色于标普500指数。尤其是2008年，该基金价值下降了55%以上，而标普500指数下降幅度为38.49%。此后，米勒一蹶不振，其管理的资产从2006年最高点的208亿美元下降到2011年年底的28亿美元。2011年年底，米勒辞去基金经理一职。

复盘米勒的投资历程，2007年爆发的次贷危机可以说是米勒的“滑铁卢”，当时大批银行、金融机构在其中遭受重创，很短时间内它们就跌去了50%的股价。

米勒认为这正是买入的最佳时机，因为从他的既往经验来看，这些股票从未下跌到这么低的位置，从过去经验来看此时肯定是极其适合、百年不遇的买入时机。

所以，当这些股票跌到50%的时候，他大举买入花旗银行等金融股。随着金融股价格的不断走软，他继续追加投资。谁知，这些股票在中间停了一下略有反弹之后，继续掉头向下。最后，花旗银行的股价从50多美元跌到了1美元，也就是跌去了98%。米勒输得一塌糊涂。

米勒的失败一方面源于过度自信。他有一个强大的理念，认为“价格下跌时，唯一让我们停止更多购买的方法，是再也无法获得股票的报价”。

另一方面，米勒也犯下了线性思维的错误。他显然明显低估了金融危机的深度。世上没有两片一模一样的树叶，历史也不会简单重复。历史的经验教训固然需要吸取，但是历史有时候也是一种“沉没成本”，僵化地固守历史的经验或教训也同样是一种认知陷阱。

美国为何会掉进越南战争的泥潭

越南战争被公认为是美国历史上最重大的军事与外交失误之一，主导越南战争升级的美国国防部前部长罗伯特·麦克纳马拉将这场战争描述为“可怕的错误”。2012年，美国总统奥巴马在反思越南战争时说越南战争是“美国历史上最沉痛的篇章之一”。

整个越南战争期间，美国向越南投下了约800万吨炸药，远超过第二次世界大战各个战场投弹量的总和，造成越南160多万人死亡和整个中南半岛1 000多万难民流离失所。美国自己也损失惨重：1973年美军在越南作战人数高达约54万人，战争前后延续了12年，是美国历史上时间最长的国外战争。战争造成美军5.6万余人丧生，30多万人受伤，耗资4 000多亿美元。越南战争期间，美国经济出现大幅度滑坡，美元霸主地位遭到沉重打击，并出现了巨额财政赤字。

战争期间，美国国内反战运动此起彼伏。战争的缓慢拖沓，人员伤亡的逐渐增加，以及国内不断扩大的意见分歧最终导致了林登·约翰逊不得不放弃连任总统的竞选，结束了民主党长期主导白宫的局面。

对于美国来说，越南战争无疑是一个泥潭、一场噩梦。美国为什么迟迟结束不了这场噩梦？后来的历史学家们认为美国扩大越南战争的决策绝非一种过于自信的无端行为，而是为了挽回巨大的损失，在非常不利的赌局中进行的孤注一掷。

这是一种典型的被“沉没成本”所牢牢纠缠的政治案例。随着战争越拖越久，美国的决策者陷入了一种进退两难的境地：已经投入了这么多，现在撤退太有损颜面，或许再打一场胜仗就能赢得最终胜利了。结果却越陷越深。

沉没成本

在经济学中，那些已经发生的不可收回的支出，被称为“沉没成本”。但是“沉没成本”绝不仅仅体现在经济成本方面，其实在我们的生活、情感、时间等方面都存在如何面对“沉没成本”的问题。

三五好友外出旅游，吃饭时一时兴起买了瓶好酒，打开一喝发现口感不对，十有八九喝到了假酒，钱已经花掉了，又不想跟店家纠缠，这瓶酒喝还是不喝？

与家人一起买了电影票，看了半小时，发现影片非常无趣，票钱已经支付，这电影还要不要往下看？

男女青年谈恋爱，时常吵架闹别扭，但已经相处了两三年，这恋爱还要不要继续谈下去？

……

许多人因受困于“沉没成本”而选择延续已经开始的生活：酒已经买了不喝浪费，票已经买了不看可惜，付出了那么多感情和时间分手了太不值。实际上理性的态度应当是往前看，因为如果选择继续，你将进一步投入时间和感情成本，何况如果真是假酒，喝坏了身体就更得不偿失了。现下不少人遵循一种“断舍离”的生活方式，不购买不需要的东西，舍弃多余的东西，其实是一种非常恰当的态度。

投资也需要“断舍离”，在必须的时候舍弃你曾经投入的时间、面子、感情甚至最重要的本金。

时间很好理解。关于面子，重阳投资创始人、首席投资官裘国根先生做过非常精彩的点评，他说：“要避免两种倾向，一是为了尊严固执己见，二是因为耳朵皮软而轻易放弃真知灼见。”[6]

而投资中的感情指的又是什么呢？前文曾引述过巴菲特的一段俏皮话，以下是完整版：“股票并不知道谁是它的主人。但你却对它寄予了太多的七情六欲。你清清楚楚地记得是以什么价位买进它的，你还清楚地记得谁透露了一些小道消息——感情五味杂陈。但股票本身是麻木的，它不为所动。如果这只股票达到50美元，那些以100美元买进的人会感到异常恐怖；而用10美元买进的人却欣喜异常——就是这些感情。”巴菲特笔锋一转，“但无论什么样的感情都无济于事”。

说到成本一项，更是多少人恋恋不舍的挚爱。许多人以成本为投资操作的基准，成本以上高歌猛进，成本以下一动不动。但是投资的“断舍离”恰恰要求投资者忘记成本，如果你买的股票已经失去了相应的价值，那么成本又有什么意义呢？真正的价值投资应当以价值为锚，而不是以曾经投入的成本、时间、面子和感情为锚，价值若在则当守，价值不在则当舍。唯有这样，才可以穿透导致我们深度套牢的损失厌恶、被剥夺超级反应倾向、无为综合征的认知陷阱三部曲。

历史向后，投资向前，价值投资的舍与得之道应当遵循未来思维：错者已矣，来者可追。错误的就让它过去吧，未来的还有很多可以探索。我们总说机不可失、时不再来，但在投资这一行，却如裘国根先生所说：“机可失，时再来。”[7]

哲学家伯特兰·罗素曾说：“信仰的决心并不可贵，恰恰相反，探究真理的决心才是。”一旦我们能够真正做到以自我断舍离的勇气探究真理，那么人生将脱离认知局限的枷锁，从而大放异彩。

老子对话巴菲特

ROUND 6

不失其所者久

老　子：上回我们聊到投资的“变”与“不变”，“变”是围绕“不变”展开的，今天我想再深入请教一下，投资的“不变”或者说根本是什么？

巴菲特：要我说，投资的根本应当是发现价值。“股票本质上是公司的所有权，股票的价格就是由股票的价值，也就是公司的价值所决定的。”

老　子：我也看了一眼K线图，股票的价格涨涨跌跌，好像没什么规律可言？

巴菲特：“虽然股票价格上上下下的波动在短期内很难预测，但长期而言一定是由公司的价值决定的。”

老　子：所以，股票市场长期来看还是有规律可循的？

巴菲特：是的。“正如格雷厄姆说过的那样，从短期来看，市场只是一个投票的机器，这不需要投资人具备智能或是情绪来控制，只要你有资金就可以办到；但是从长期来看，股市却是一个称重计，它能够衡量出哪只股票具有可投资价值。”

老　子：进一步讲，做投资就是寻找股票价格与价值之间的差价？

巴菲特：没错。“投资股票很简单。你所需要做的，就是要以低于其内在价值的价格买入，同时确信这家企业拥有最正直和最能干的管理层。然后，你永远持有这些股票就可以了。”

老　子：那么，我是否可以理解成“当股票价格已经高于其内在价值的时候就应当卖出”？

巴菲特：可以这么理解。查理，我说得对吗？

芒　格：你说得很对。“对我们来说，投资等于出去赌马，我们要寻找一匹获胜概率是二分之一、赔率是一赔三的马。我们要寻找的是标错赔率的赌局。这就是投资的本质。你必须拥有足够多的知识，才能知道赌局的赔率是不是标错了。这就是价值投资。”

老　子：我懂了。总结起来就是“低买高卖”。

巴菲特：老先生智慧。

老　子：根据我的经验，越简单的事情往往越不容易做到，“低买高卖”听起来儿童都能懂，但为什么股市里多数人赔钱呢？

巴菲特：因为多数人并不知道一只股票的价值是多少，所以也就难以知道低点和高点在哪里。

老　子：那么，公司的价值又是由什么决定的？

巴菲特：“公司的价值又是由公司的盈利情况及净资产决定的。”

老　子：所以，投资股票不是闭着眼睛下注，而是要去认真研究标的？

巴菲特：完全正确。“没有公式能判定股票的真正价值，唯一方法是彻底了解这家公司。”

老　子：要做到这样首先就得放弃投机心态，老老实实地去做调研。

巴菲特：是的。“伯克希尔－哈撒韦就像是商业界的大都会美术馆，我们偏爱收集当代最伟大的企业。”

老　子：听起来你不像是在买股票，更像是在经营一家自己的企业。

巴菲特：可以这样理解。我一直认为，“要把投资股票当作一桩生意来看待，这样将会使你拥有与市场上的其他投资人非常不同的投资观点”。所以，“如果我挑选的是一家保险公司或一家纸业公司，我会把自己置于想象之中，想象我刚刚继承了那家公司，并且它将是我们家庭永远拥有的唯一财产”。

老　子：一旦拥有这样的心态，或许在投资的时点选择上就会少一些焦虑。

巴菲特：老先生的理解非常到位。“一个杰出的企业可以预计到，将来可能会发生什么，但不一定知道何时会发生。重心需要放在‘什么’上，而不是‘何时’上。如果对‘什么’的判断是正确的，那么对‘何时’大可不必过虑。”

老　子：这也是一种以简化繁之道。

巴菲特：或许吧，对于我来说，“只要想到隔天早上会有25亿男性需要刮胡子，我就每晚都能安然入睡”。

小　舍：我补充一下，巴菲特先生投资了生产剃须刀的吉列公司。

老　子：所以，一旦巴菲特先生发现了好企业，就喜欢长期持有吗？

巴菲特：是的。“我们喜欢购买企业，我们不喜欢出售，我们希望与企业白头偕老。”

老　子：以价值为标准也是你有时候违反长期投资原则，抛出一些股票的原因吧？

巴菲特：是的。

老　子：一切听起来十分简单，我有点好奇，你的每次操作都如此成功、如此从容吗？

巴菲特：哪里哪里，我也有失手的时候。

老　子：方便讲讲吗？

巴菲特：倒没什么不方便，不过这个还是请小舍同学来介绍一下吧。

小　舍：呃，那么，巴菲特先生，多有得罪了！

巴菲特：无妨无妨。谁还不犯点错误呢。

小　舍：要说巴菲特先生的投资失误，迪士尼可算是典型的一桩。

1965年迪士尼公司的税前利润为2 100万美元，它所拥有的现金就超过了负债。当时迪士尼乐园投资1 700万美元的加勒比海盗船才刚刚开幕，公司的全部市值也不过只有这艘海盗船的5倍，真是相当便宜。

在这种情况下，1966年，巴菲特的公司以平均每股31美元的成本（股票分拆后），投资500万美元买入该股票，拥有迪士尼公司5%的股份。

遗憾的是，仅仅一年后的1967年，他就以600万美元的价格把这些股票卖了出去。容易看出，虽然当时这笔投资的获利率高达20%，可是从事后来看，这绝对是一个错误。

老　子：巴菲特先生对这桩买卖有过后悔吗？

巴菲特：当然，太后悔了！“如果这笔投资能够一直捂到20世纪90年代中期，那么这原来的500万美元就会变成10亿美元也不止喽！”

老　子：应了中国的一句古话，“智者千虑必有一失”。

巴菲特：老先生见笑！您听了价值投资的本质介绍之后有什么能够指教的吗？

老　子：我曾说过一句话：“不失其所者久。”

巴菲特：怎么理解这句话？

老　子：一个人必须谨守自己的本分，才可以长久。做人有做人的本分，比如真诚、善良；做事有做事的本分，比如我听下来，投资的本分就是发现价值。

巴菲特：正是如此。

07

以“逆向思维”破解“过度悲观”

认知陷阱
VS
破解之道
过度悲观
“我们的恐惧常常
大于危险本身”
逆向思维
“反过来想，
总是反过来想”

认知陷阱7：过度悲观

“我们的恐惧常常大于危险本身”

记得上高中的时候，有一次笔者骑单车带母亲去城里办事。在一个下坡处，自行车加速，但忘了什么原因，母亲突然从后座跳了下去，当时她整个人失去平衡，重重摔在了水泥地上，脸部出血，下颚摔破，去医院缝了好几针。母亲几天后就恢复了，说起来这个事故算不上特别严重。但是它却在我的心里留下了长久的阴影，很多年以后还记忆犹新，甚至还出现在梦境中。而母亲从那次以后再也不敢搭别人的单车了。

检索一下记忆，可能每个人对伤痛、悲剧的记忆强度都会高于对欢快时刻的记忆强度。欢快的经历一般很快就忘记了，而伤痛却经久难忘。怪不得在文学或影视作品中，喜剧最多风靡一时，但悲剧却能够流传很久。

在许多领域，破坏性的力量都要大于建设性的力量。比如一个人要维持幸福的人生很不容易，需要事业有成、身体健康、家庭和谐等，这不仅需要自身的努力，还需要许多客观条件的配合。但是要破坏一个人的幸福却有千百种方法，大的如战争、瘟疫、自然灾害，小的如毒品、饮酒过度、疾病、夫妻吵架、孩子叛逆等，都足以让人烦恼。一次过度发力的快跑引发的足底筋膜炎，就足以让你苦苦积累数年的长跑纪录戛然而止。

自然领域也是这样，一栋大楼的建设可能需要几年、几十年甚至几百年的时间，然而它的摧毁却可能只在顷刻之间。

或许正是这种破坏与建设力量之间的非对称，才让我们时刻提醒自己务必保持谨慎小心及理性自律。但是，它也让我们时而陷于过度恐惧的境地。

恐惧意识最强的人活了下来

其实，恐惧的产生是有深刻的进化学依据的。它是人类先祖留给我们的情绪遗产之一。前文讨论过，在原始丛林社会，人类的先祖为了生存必须保持乐观，甚至有时需要展现出过度自信的一面。但事情也有两面，在非迫不得已的情况下，他们也会选择躲避。毕竟当时的环境危机四伏，人随时可能因为猛兽、毒蛇甚至人类自己的残杀而失去性命。面对这些危险的时候，谁最快做出逃跑的反应谁便获得了生机。科学作家小拉什·多兹尔（Rush W. Dozier，Jr.）在《恐惧本身》（*Fear Itself*）这本书中写道：“恐惧是人类的基本情感，因为生命是人类活动的基础。如果我们死了，那任何事都与我们无关了。”生存是最高的法则，恐惧意识最强的人反应最快，于是他们存活了下来，这种情绪也随之代代相传。

这一进化史留下了生理学的证明。在我们大脑深处，和耳朵顶部平齐的地方，大脑颞叶内侧左右对称分布的两个形似杏仁的神经元聚集组织，叫作杏仁体。研究普遍认为，大脑杏仁体是恐惧记忆建立的神经中枢，可帮助我们逃避危险。杏仁体反应速度快到只有12毫秒，比眨眼的速度还快25倍。它类似于人体的预警系统，激起我们对于危险的恐惧情绪，但也是它的过度警觉，使恐惧具有天然的放大倾向。笔者曾经亲身领教过杏仁体的敏捷。2008年汶川地震之后，我被派往灾区采访，有一天，我到德阳市市区采访一个军方的医疗队。夜幕降临，医疗队好心安排连续采访了好几天疲惫不堪的我到德阳市一家医院的房间里休息。我清楚地记得，房间是在三楼，我刚到房间门口准备推开房门的时候，突然房门“哗啦哗啦”地急剧摇晃起来。旁边送我过来的小伙子大喊一声：“地震了，快跑！”我和他拔腿就往下跑，如果有人计时的话，估计那次我应该创下了个人的50米短跑纪录。很快，我们就知道了那是一次震感非常强烈的6级余震。当时我并

不知道杏仁体是怎么回事，现在回想起来才不禁感叹，我们体内的这位“小兄弟”反应之快真如闪电迅雷一般。

有意思的是，进化心理学研究表明，恐惧某种程度上其实是人类先祖为了求生存而造成的一种基因“幻觉”。举个例子，你不得已走进一片丛林，你知道不久前有个人就在那片丛林里被眼镜蛇咬死了。突然，一阵风吹过，草丛中有嗖嗖的声音，你毛骨悚然。草丛里其实是一只蜥蜴，但是你“千真万确”地看到了一条眼镜蛇，其实那不过是恐惧造成的幻觉。这种恐惧的幻觉对于我们的先祖来说是合理的：虽然草丛异动中出现眼镜蛇的概率只有1%，但是以为有蛇的念头在这1%的关键时刻却能够救你的命。[1]然而，在我们如今所处的高度安全的环境下，需要动用到这种恐惧幻觉的概率已经微乎其微了。

研究还表明，仅仅目睹一场让人痛苦的事件就会让人产生身临其境的恐惧感，这种恐惧的程度甚至不亚于当事人。这可能是由一种叫“情绪启发”的因素所致，情绪启发是指那些正在经历恐惧等强烈情绪的人倾向于将这些感受延伸至不相关的事件。一个有趣的发现是，诸如地震之类的自然事件可能会影响人们对股市崩盘可能性的评估。在一项调查中，如果受访者所在区域周边48公里范围内在30天内发生过地震，触发了情绪启发因素，那他们预估的股市崩盘可能性就会出现统计上显著的上升。[2]

风险即情绪，古罗马哲学家西尼加的观察极具洞察力，他说，“我们的恐惧常常大于危险本身”。

大萧条中的恐惧

1929年开始的大萧条是美国和资本主义历史上的一场噩梦，与此前10年股市和经济的蓬勃向上相比，大萧条时的美国到处充满了悲伤。当时的曼哈顿有两个很大的棚户村，分别在河滨大道旁和中央公

园方尖碑附近，失业的人们用锡铁罐、纸板和麻袋搭建其住所，并把它命名为“胡佛村”，以嘲笑时任总统的无能。贫困的农民将抛锚的廉价汽车的前脸锯下，安装到骨瘦如柴的骡子身上，称之为“胡佛马车”；饥饿的农民抓来长耳大野兔充饥，并称之为“胡佛猪”。当时在一些矿区，儿童营养不良的比例有时超过90%。有一个很悲伤的故事，一位教师建议一个小女孩回家吃点东西，孩子回答说：“我不能吃，今天该我妹妹吃。”大城市里，以前体面的丈夫每天西装革履地出门“上班”，实际上却是去艰难求职甚至乞讨。

这些都是威廉·曼彻斯特的名著《光荣与梦想》当中所描述的场景。[3]当时的美国被悲伤的情绪所笼罩，人们对未来彻底失去了信心，而这种绝望进一步加剧了萧条。在大萧条期间，美国经济界的信心严重崩溃，导致银行大规模惜贷，即使利率几乎为零，企业也不愿意进行新的投资。

耶鲁大学经济学教授欧文·费雪（Irving Fisher）在1930年写道：“主要的危险根本不在于现实情况。危险在于恐惧，在于引发恐慌的恐惧，这种恐惧能从股市蔓延至企业。真正的勇士会承认：‘我唯一的恐惧是对恐惧的恐惧。’”

1933年，也就是大萧条最严重的一年，富兰克林·罗斯福总统在就职演说中引用了费雪的话：“我们唯一需要恐惧的就是恐惧本身，一种无以名状、失去理智和没有道理的恐惧。这种恐惧阻碍了我们将退却转化为前进的必要动力。”

经济学家凯恩斯后来总结：萧条是由“动物精神”的衰落引起的。罗斯福总统正是在凯恩斯主义的指导下，通过一系列恢复措施，重新唤起了美国经济的“动物精神”，从而逐步走出了危机。英国也是一样，当英国的经济开始复苏时，状况的好转的确应归功于信心方面的努力。德高望重的商人兼官员洛德·梅斯顿（Lord Meston）说：

“我们摆脱萧条的真正秘诀在于，企业界的人下决心专注于他们自己的事务，并努力做到最好。”[4]

股票投资中的恐惧

在1929年美国股市的大崩盘中，股票市场交易量急剧放大，市场掉入了暴跌——追加保证金——平仓盘卖出——继续暴跌的死循环中。

10月24日这一天后来被称为“黑色星期四”，这一天有创纪录的1289万次股票换手。一开市，纽约证交所的交易员们都开始发了疯似的来回奔跑，大量股票被抛出，有的股票根本没有买家，股价一泻千里。到中午12点时，已有60亿美元灰飞烟灭，两位银行家和一位股票经纪人因破产而自杀身亡。绝望和恐惧将美国股市推入无底深渊，从1929年10月到1932年7月，道琼斯指数下跌了87.4%，著名的通用电气的股价从最高的396美元跌到8美元。

将近100年后的2020年，类似的故事又一次上演。新冠肺炎疫情暴发之后，美股在10天内发生4次熔断，为美股历史上首次，在这样的场景面前连巴菲特都显得太年轻。当时的媒体上充斥着世界将发生大萧条的分析，一片世界末日的景象。谁也没有料到，不到一年时间，美股不仅全面收复失地，而且纳斯达克指数还比新型冠状病毒肺炎疫情前上涨了30%。事实上，正如前面章节曾写到的，美股的历次危机比如2008年金融危机、1987年“黑色星期一”等发生时，都有人认为1929年的大萧条要重演了，但后来的事实证明这些悲观的预言都错了。

A股也类似。2015年3月，A股开启“杠杆牛市”模式，沪深两市单日成交额纪录一再被刷新，各项指数也不断攀升，尤其是创业板、中小板指数不断创新高。但在2015年6月12日上证指数创出5 178点高点后，可怕的噩梦来了。以清理场内外配资为导火索，上证综指在两个

多月之内下挫了45%之多，恐惧引发的出逃行为使“千股跌停”的现象一再重演，令人叹为观止。

巴菲特说“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪”，但知易行难，因为我们都被进化机制的局限所困。

破解之道7：逆向思维

“反过来想，总是反过来想”

2008年10月17日，在美国股市陷于“次贷危机”时的恐惧气氛最严重的时刻，巴菲特在《纽约时报》上发表文章，并取了一个非常燃的标题：“Buy American. I am”（我正在买入美国股票）。

十余年之后回看，这篇文章显然已成为经典之作。

“无论美国还是世界其他地方，金融系统都是一片混乱。更糟糕的是，金融系统的问题已蔓延到整个经济体系之中，从小小的泄漏演变成猛烈的管涌。短期内，美国失业率将继续上升，商业活动将会停滞不前，而媒体报道也将会更加令人恐慌不安。”巴菲特先是描绘了一番世界末日般的景象，然后笔调突然来了一个180°的急转弯：“因此……我一直在买入美国股票。”

接下来，他给出理由：“恐惧正在蔓延，甚至吓呆了经验丰富的投资者。当然，对于竞争力弱、负债率高的企业，投资人保持谨慎是正确的。但对于美国那些竞争力强的企业的长期繁荣前景过于悲观就是非常错误的了。这些优秀企业的利润也会突然下滑，但大多数主要企业都会在未来5年、10年或20年之内创下利润新高。”

“我无法预测股市的短期波动，对于股市未来1个月或1年会涨会跌我一无所知。但是，很有可能在市场恢复信心或经济复苏之前，股市就会上涨，而且可能是大涨。”[5]

巴菲特并不是纸上谈兵。2008年年初，巴菲特拥有443亿美元的现金资产，之后还留存了2007年度170亿美元的营业利润。然而，到2009年年底，他的现金资产减少到了306亿美元。也就是说，在次贷危机造成的金融市场的一片混乱之中，巴菲特以真金白银在大举扫货。事后证明，巴菲特在“次贷危机”中的投资相当成功，2009年美股反弹后，巴菲特仅对高盛和通用电气的投资收益就翻了一番，在半年内狂赚100亿美元。

“别人贪婪时我恐惧”

其实巴菲特也有灰头土脸的时候。2001年互联网泡沫破灭前的3年，就是巴菲特职业生涯经历最大挑战的3年。1999年纳斯达克指数上涨39.6%，巴菲特当年的收益率是0.5%，2000年纳斯达克指数上涨85.6%，巴菲特当年的收益率是－6.2%。拒绝投资科技股的巴菲特从此前的投资“大神”变成了市场的弃儿，媒体纷纷形容他落伍了，话说得很难听，甚至有人形容他是“堕落天使”。巴菲特传记《滚雪球》一书记载，虽然巴菲特内心仍然坚定，但是他对公众的批评也非常敏感，所以他避开一切抛头露面的机会。

不仅如此，当时市场上还谣言四起，说巴菲特住院了，而且“病情”危急，导致伯克希尔－哈撒韦的股票遭到疯狂抛售。那一年，巴菲特确实住院了，但只是治疗肾结石和切除结肠息肉，身体并无大碍。[6]说2000年前后是巴菲特投资生涯的“至暗时刻”一定不为过。

但是巴菲特不为所动。在1998年年度股东大会上，股东们一个接一个地提问道：“为什么芒格和巴菲特没有投资任何东西？”而芒格和巴菲特只是坐在那里反复回答道：“股票价格太高了。”在2000年的伯克希尔－哈撒韦股东大会上，巴菲特被逼得进一步明确表示：“我不希望参与科技股的投机……任何时候爆发投机都会得到纠正。”然后，像往常一样，他转向芒格：“查理？”接着，芒格说出

了一句经典的话：“如果把葡萄干和狗屎混合在一起，那还是狗屎。”芒格竟然把科技股说成是狗屎！这让会场陷入了一阵长久的骚动。[7]

巴菲特和芒格之所以不为科技股的狂热气氛所动，正是因为他们遵守着“别人贪婪时我恐惧”的原则。2001年科网泡沫崩溃，股指从5046点下跌约78%至1 114点，之前志得意满的人纷纷破产，但是巴菲特和芒格却躲过了一劫。

“如果我知道死在哪里，那我就永远不会去那个地方”

“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧”是典型的逆向思维运用。中国古典智慧里也早就有逆向思维，司马迁《史记·货殖列传》中描述商人时就有“人弃我取，人取我与”一说。司马光砸缸运用的也是逆向思维，别人救人离水，而司马光的方法是使水离人。

芒格对逆向思维有很多精彩阐述，他有一句很精彩的话：“如果我知道死在哪里，那我就永远不会去那个地方。”在芒格看来，“生活和生意上的大多数成功来自你知道应该避免哪些事情：过早死亡、糟糕的婚姻等等”。所以，如果要明白人生如何才能得到幸福，首先要研究人生如何才能变得痛苦；要研究企业如何做强做大，首先应研究企业是如何衰败的；大部分人更关心如何在股市投资上成功，其实最需要关心的却是为什么在股市投资上大部分人都失败了。所以他总是强调“反过来想，总是反过来想”。

逆向思维便是反过来想，那么为什么反过来想就有用呢？因为市场的背后是人性，而人性的一些弱点是具有传染力的。比如恐惧，当恐惧或悲观主义流行的时候，价格就会走低，但是“从长远来看，股市消息将会变好。现在所有的坏消息将给投资者在未来5年、10年甚至

20年里创造机会”。所以，巴菲特说，“恐惧的氛围反而是投资者的好朋友”。

在巴菲特看来，当人们对一些大环境事件的忧虑达到最高点的时候，事实上也就是做成交易的时候。“恐惧是追赶潮流者的大敌，也是注重基本面的财经分析者的密友。”他甚至认为“股灾是上帝给价值投资者最好的礼物”。在2009年度致股东的信中，巴菲特不惜动用夸张的比喻来强化自己的观点：“如此巨大的机会非常少见。当天上下金子的时候，应该用大桶去接，而不是用小小的指环。”

反过来也一样，当贪婪或过度的乐观主义流行的时候，人人争先恐后追逐股票，股票的价格就会走高，泡沫因之而生，而有一天人们发现这高价格根本就是空中楼阁的时候，就是泡沫破裂的时候。牛市更容易亏钱就是这个道理，有数据显示，在2014—2015年中国股票市场泡沫迅速膨胀又破裂之后，财富总量居前0.5%的个体投资者盈利2 500亿元，而后85%的投资者亏损2 500亿元。[8]这个盈亏比例甚至比我们常说的股民“七亏二平一赚”更为极端。所以投资的一个朴素的真理是“人多的地方别去”，不然就很容易酿成踩踏事件的悲剧。

其实，当脆弱的人性与历史观相结合，就会产生一个钟摆：当危机来临的时候，大家都纷纷联想上一次更严重的危机，觉得这次肯定过不去了；而当诱惑来临的时候，又容易忘掉历史，觉得新的历史正在被创造，这次是不一样的。在前一种情形当中，我们被历史所锚定，努力寻找危机的相同而忽略了不同，从而陷入恐慌。在后一种情形当中，我们又犯了忘记历史的过错，开始变得过度自信和盲目乐观。这两个极端都使投资者付出了极大的代价。

基于深度价值研究的逆向投资策略指引我们抵抗极端的人性情绪，历史的教训当然需要被认真吸取，但是如果对历史重演的恐慌已经压倒我们的理性，那或许就需要我们运用智慧和勇气去寻找历史的

不同，以觅得生机。总之，无论是过度悲观还是过度乐观，逆向思维都是一剂良药。

重阳实践：深度研究之后的“人弃我取”

重阳投资是国内头部私募中具有典型逆向风格的投资机构之一，我们自己将这种风格概括为“基于深度价值研究的逆向投资”，也就是通过深度的以内在价值为目标的研究找到机会，在别人不太关注的时候去买。

重阳投资创始人、首席投资官裘国根先生对此曾有过精彩比喻，他说：你选了一条你认为正确的路，然后举着火把走在前面。但是，走了一段之后发现没人跟着，这时候你肯定会想，我选的这条路是否一定是最值得走，或者最该走的那条路？但是市场还是蛮聪明的，如果你真的发现了一个很好的东西，应该不会等太久就有别人也认识到。

重阳投资联席首席投资官陈心在接受记者采访时曾表示，重阳投资的策略并不是简单地追求与市场相异或相反，而是经过深入的差异性研究和风险收益审慎权衡之后的“人弃我取”，背后原理在于市场效率的短期弱有效性和中长期强有效性。逆向投资在选择进入的时候，肯定是市场普遍认识还没到位，只有少数人觉得发现了一些别人还没有看到、没有发现价值的阶段。

这个时候就是市场短期失效的时候，但是市场中长期是非常有效率的，所以当市场慢慢认识到少数人买入的的确是具有投资价值的公司时，自然也就有人跟随买入，股价从而迎来上涨。股票上涨的过程，就是少数人的认知变成大众认知的过程。[9]

以长江电力（600900.SH）为例。2012年下半年，重阳投资通过研究发现，长江电力具有较高的投资价值，原因有三：第一，长江电力

具备独一无二的资源禀赋，三峡集团拥有长江流域水电独家开发权，而长江电力是其唯一水电业务平台；第二，公司具备相对确定的成长性，既包括外延式增长、内涵式增长，也包括电力市场改革带来的制度红利，还有财务费用降低带来的盈利增长；第三，股票估值具有安全边际，因为无风险利率的下行以及风险溢价的降低引导折现率下降。

同时，重阳投资根据不同情境对长江电力进行了DCF（现金流折现）估值分析，结果显示，即使使用较为保守的假设，长江电力当时的股价仍具备较高价值的安全边际。另外，如果资产注入、电价改革、经济回升带动社会用电量增速加快等变化如期而至，那么其股价将具备更为可观的上升空间，也将为投资者提供更为充足的安全边际。

2012年第三季度到2014年第三季度，重阳投资一直处于平稳建仓、逐步攀升的阶段。以“上海重阳投资有限公司”的名义买入长江电力，持股数从最初的8 175.01万股逐步加仓到1.39亿股，占比为1.42%，这一过程历时2年。其间，长江电力股价并没有太大起色，一直在5.5～7.5元震荡，2014年年初还触底最低4.88元，随后震荡攀升。

2014年年底，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》获得国务院通过。而自2014年第四季度开始，重阳投资加快了布局进程，“上海重阳投资有限公司”“外贸信托—重阳对冲1号”双双出现在长江电力前十大股东中，总计持股2.06亿股，占比为2.11%。2015年第一季度，重阳旗下又一产品“上海重阳战略投资有限公司—重阳战略聚智基金”出现在长江电力前十大股东之列，与另两只产品合计持股增至2.74亿股，占比2.8%。

截至2015年半年报发布，重阳投资已经占据长江电力前十大股东的四个席位，合计持股达到3.43亿股，占比为3.52%。至此，长江电力

的股价到达阶段高点14.84元，停牌于14.35元，相较于重阳最初建仓时涨了近3倍。10(6)

老子对话巴菲特

ROUND 7

俗人昭昭，我独昏昏

巴菲特：今天我们来讨论一下“逆向思维”吧。

老　子：什么是逆向思维？

巴菲特：简单说，便是“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧”。

老　子：这句话听起来很经典，能否详细解释解释？

巴菲特：“如果想要有超额的报酬，一定要等到资本市场非常惨淡并且整个行业都普遍感到悲观的时候，这个时候，投资的机会就出现了。”

老　子：你的言外之意是，当别人恐惧的时候，钟摆开始回摆，就会抛售股票，就会造成低价格，这时候再去买，自然可以捡个便宜。

巴菲特：是这个意思，“恐惧的氛围反而是投资者的好朋友”，因为，“恐惧或者说悲观主义造成低价格”。

老　子：这么说来，巴菲特先生经常欢迎坏消息。

巴菲特：的确，坏消息有时候是一个投资者的朋友。“当人们对一些大环境事件的忧虑达到最高点的时候，事实上也就是我们做成交易的时候。恐惧是追赶潮流者的大敌，也是注重基本面的财经分析者的密友。”当然这也建立在一个前提之上。

老　子：什么前提？

巴菲特：你得对国家长期的发展前景抱有乐观的态度。“从长远来看，股市消息将会变好。现在所有的坏消息将给投资者在未来5年、10年甚至20年里创造机会。”所以，暂时的调整“甚至能使你以低价购买美国的一部分未来”。

老　子：有没有实际案例可以参考？

巴菲特：请小舍帮忙举几个例子。

小　舍：好的。2007年10月到2009年3月，美国股市受次贷危机影响，暴跌58%。在市场恐慌气氛最严重的时候，2008年10月17日，巴菲特在《纽约时报》上发表文章，公开宣布：我正在买入美国股票。在文章中他再次重申他的投资格言：别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。

在2009年度致股东的信中，巴菲特更进一步，他说暴跌时要贪婪到用大桶去接：“如此巨大的机会非常少见。当天上下金子的时候，应该用大桶去接，而不是用小小的指环。”

老　子：“别人贪婪时我恐惧”又当如何理解？

小　舍：这次让我来试着解释一下。其实道理是一致的，当大家都盲目乐观，大举买进股票时，股票价格被推到远远高于其内在价值的程度，钟摆也被推向贪婪的极端，这个时候就非常危险了，很容易造成“踩踏”事件。前面提到过的科网泡沫就是典型案例。

巴菲特：小舍理解得没错，的确，“乐观主义才是理性投资者的大敌”。

老　子：所以既要对国家大的前景抱有乐观态度，又要在具体操作上保持谨慎，是这样吧？

巴菲特：是的。

老　子：要跟流行的观点和行为反着来，这并不容易做到，在这方面巴菲特先生是否有什么特别的心法？

巴菲特：“我有一个内部得分牌。如果我做了某些其他人不喜欢，但我感觉良好的事，我会很高兴。如果其他人称赞我所做过的事，但我自己却不满意，我不会高兴的。”

老　子：巴菲特先生果然与众不同，不知芒格先生有何高见？

芒　格：我同意老巴的看法，我强调最多的就是“反过来想，总是反过来想”。在我看来“生活和生意上的大多数成功来自你知道应该避免哪些事情：过早死亡、糟糕的婚姻等等”。

老　子：你这种观点来自哪里？

芒　格：来自一句西方的农谚：“如果我知道死在哪里，那我就永远不会去那个地方。”

老　子：两位果然与众不同，很像是我形容过的得道之人的样子。

巴菲特：老先生过誉，不过我很好奇您形容的是一种什么样的状态？

老　子：“众人熙熙，如享太牢，如春登台。我独泊兮，其未兆，如婴儿之未孩……”

巴菲特：请不吝解释。

老　子：这句话的意思是说，众人欣喜若狂、其乐陶陶，就像参加盛大的庆典、享受丰盛的筵席，又像春和日丽之时登上高台观赏美景。我却孤寂地呆立一旁，无动于衷，有如初生的婴儿连笑也不会笑。这是描述追求修为之人的一种与众不同，淡然独立的状态。

巴菲特：非常生动。

老　子：后面还有几句：“俗人昭昭，我独昏昏。俗人察察，我独闷闷。澹兮其若海，飘兮若无止。众人皆有以，而我独顽且鄙。我独异于人，而贵食母。”

巴菲特：这几句又是什么意思？

老　子：总体意思差不多，是说世人都光辉夺目，唯独我好像迷迷糊糊；众人都活得明明白白，唯独我好像浑浑噩噩。我就像是在这个世界的无边海洋之中四处漂泊，没有找到可以停留安歇的地方。世人仿佛都很灵巧，有自己的本领，同时又在发挥自己的作用，只有我愚昧笨拙，仿佛一无是处。我和世人不同，见素抱朴，追求人生的本原。

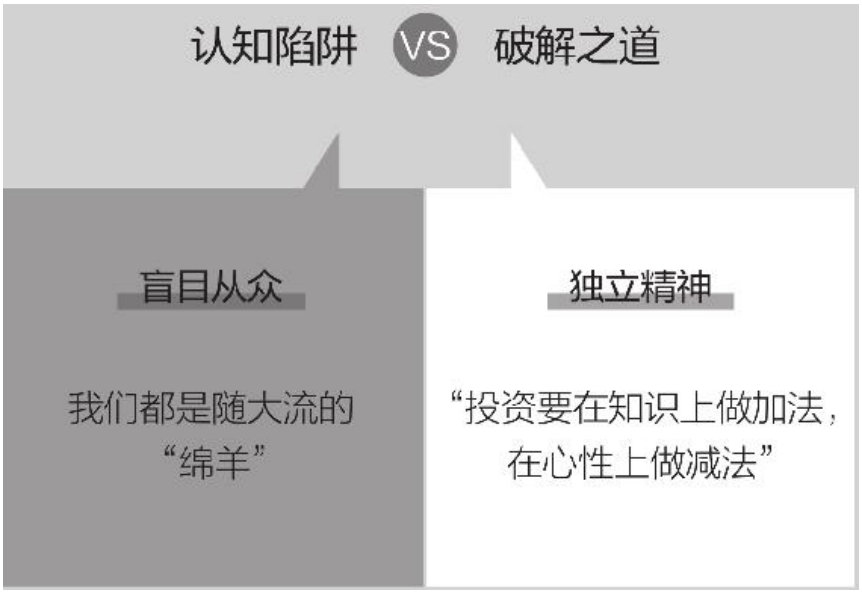
巴菲特：老先生描述的这个境界太高，很难达到。

老　子：与两位先生共勉，我主要是希望对某种过于精明、过于功利、过于浮夸的氛围提出一点警醒，使人们不为其所困。

巴菲特：感谢分享！

08

以“独立精神”破解“盲目从众”


认知陷阱
VS
破解之道
盲目从众
我们都是随大流的
“绵羊”
独立精神
“投资要在知识上做加法，
在心性上做减法”

认知陷阱8：盲目从众

我们都是随大流的“绵羊”

1720年12月的某一天，伟大的科学家牛顿在自己的日记中写下了一句经典名言：“我可以计算出天体运行的轨迹，却难以预料到人性的疯狂！”

当时的牛顿已经77岁，贵为英国皇家学会会长及皇家铸币厂厂长，身份极为显贵，是什么事情能够让他发出如此感慨呢？答案是股票。

1689年到1714年之间，由于连年战事，英国政府欠下了巨额债务，这些债务以国债的形式存在。1711年的时候，市面上流通的英国国债高达950万英镑，每年英国政府都要拿出税收的一大半来支付国债利息。

为了彻底解决债务危机，财务大臣罗伯特·哈利（Robert Harley）想出了一个妙招，如果能将某一地区的特许贸易权同市面上流通的国债交换，债务危机就能迎刃而解。而实现这个设想的途径就是建立一家公司，然后用公司股票同市场上流通的国债交换，这样债权人变成股东，债务关系完成转换。这实质上是一种特殊的“债转股”，通过这么一置换，英国政府甩掉了巨额债务，而如果公司经营顺利的话，原来的国债持有人还能获得比利息收益更高的利润，而公司也可能赚得盆满钵满，是一个三方共赢的买卖。

这就是1711年南海公司成立的背景，它拥有垄断南海贸易的特许权。南海，指的是包括现在的拉丁美洲在内的大西洋沿岸地区，当时的欧洲人认为这块土地上满是黄金，所以都对南海公司充满了期待。

不过可能是因为战争持续发生，而南海公司所谓的贸易一直没什么起色，到1719年，英国的债务不仅没有减少，而且大幅增长到了超

过3 000万英镑。一项更为大胆的“南海计划”出炉了。1720年1月，南海公司向政府表示愿意支付750万英镑，以换取管理国债的特权。以政府的信用背书，南海公司开始大量发行股票。

股票要发得好需要有噱头，当时的欧洲人正沉迷于东方的金矿幻想，而南海公司的创始人、地位显赫的贵族罗伯特·哈利恰好是个营销高手。他开动宣传机器，不断向市场散布“在墨西哥、秘鲁一带发现巨大金银矿藏”“金银财宝就要源源不断运回英国”之类的虚假而美妙的信息。

此外，南海公司当时就已经开始玩各种花哨的金融创新，比如推出股权认购产品。一只股票面值100英镑，认购者只需要支付大约1%，也就是1英镑就能获得所有权。同时公司会规定一个具体时间让股东缴足股金，但是在此之前该只股票，确切地说是该只股票的所有权也能够随意出售。如果股价下跌，或者股东无法在规定时间内缴足股金，那他所有权益都将丧失。

南海公司还承诺，所有持有国债的人都可以把尚未兑换的国债年金转换为南海公司的股票。对于持有英国国债的人来说，与其按照国债的面值领取固定的年金，还不如将国债转换成南海公司价格不断上涨的股票，结果有52%的短期年金和64%的长期年金被转换成了南海公司的股票。

在美好蓝图和金融创新的双重推动下，南海公司的股价飞速上涨，形成了波澜壮阔的杠杆牛市。票面价值100英镑的股票，1720年1月时还只有128英镑，到3月初即达到200英镑，3月末即超过了400英镑，6月涨到900英镑，8月突破1 000英镑。

当时的英国，上至达官贵人，下至贩夫走卒，所有人都已经沸腾了。有人这样描述：政治家忘记了政治，律师不再打官司，医生把病人放在一边，店主让自己的店铺关门歇业，牧师放下《圣经》离开神

坛，就连深居简出的贵妇都放下高傲和虚荣，所有人都来到市场抢购南海公司股票，只盼着股价飞涨后出手大赚一笔。

巨大的利益使许多英国国会议员和政府大员与南海公司相互勾结，疯狂牟利。先后有542位议员、250位贵族卷入了股票交易。议员持有的股份总额为110万英镑，贵族持有的股份总额为54.8万英镑。连国王也禁不住诱惑，认购了价值10万英镑的南海公司股票。

在这样热烈的气氛下，伟大的科学家牛顿也坐不住了，他也决定入市。他大概是在每股不到200英镑时买入了7 000英镑，很快股价就翻了倍，此时的牛顿还保持着理性，愉快地套现了。让他没想到的是，在他卖出之后，股价涨得反而更快，身边的朋友们个个发了大财。牛顿再一次按捺不住了，在每股将近700英镑时加码买入，而此时南海公司的股票离崩溃已经不远了。

说起南海股票的崩溃，也非常有戏剧性。南海公司为了让股票不断上涨，从4月开始就不断向投资者提供贷款和分红，到8月末南海公司的流动资金已经枯竭。南海公司股票本来就是一个靠杠杆累积起来的空中楼阁，一旦没有新的流动资金入场，自然就会崩塌。

在崩塌的过程中，一个意外的插曲起到了推波助澜的作用。南海公司所创造的巨大财富效应在全社会形成了一股跟风浪潮，投机分子纷纷效仿南海公司以达到圈钱的目的。这一年，英国冒出了202家“股份有限公司”，其中不乏稀奇古怪的“确保女人保持贞洁公司”“在适当的时候才公布营业性质公司”等，有专营从西班牙进口翠鸟的，还有专营头发买卖的。当时坊间流传的一个故事是，一位伦敦的印刷工人登记了一家“正进行有潜力生意”的公司，虽然没人弄得明白这家公司到底是做什么生意的，但这个家伙还是在6小时之内卖出了2000英镑的股票，要知道2 000英镑在当年可是一笔巨款。接下来发生的事与一般骗局的剧情没什么两样：这位印刷工跑路了。

这些跟风而起的骗子公司显然破坏了南海公司的垄断利润，于是英国议会在1720年6月通过了被民间称为“泡沫法”的《反金融诈骗和投机法》。该法宣布：在没有议会法案或国王特许状给予法律权利的场合，禁止以公司名义发行可转让股票，或转让任何种类的股份。表面上看，这个法案是为了遏止投机之风，而实际上它是由投资了南海公司的许多议员提出的，目的是确保南海公司的垄断地位和自己的利益不被稀释。7月底，有86个公司被列为“泡沫公司”，这86个公司吹起的泡沫立刻破裂。

吊诡的是，这些泡沫公司的破灭提醒了股民重新审视南海公司，他们开始担心起南海公司的收益能力。一看局势不妙，一些“内幕交易者”开始率先出逃，据说财政大臣约翰·艾思拉比（John Aislabie）一下子就赚了90万英镑。这种不同寻常的抛售活动让更多投资者开始抛售股票。

那是令伦敦人至今都谈之色变的几个月：整个证券市场笼罩在一片恐慌中，成千上万的股民倾家荡产，血本无归，有的甚至连养老金都赔光了，股票市场的崩溃造成了极为严重的社会灾难。到了1720年12月，南海公司的股票已经变成废纸，就算再低的价格也没人买。“南海事件”之后，英国民众不敢再问津股票之事，闻股份公司而色变。整整一个世纪间，英国竟没有发行过一张股票。[1]

牛顿便是南海泡沫破裂时仓皇出逃者中间的一员，最终他的亏损高达2万英镑。正是这次惨痛的教训让他写下了文章开头的那句话。

“乌合之众”

牛顿炒股的惨败是怎样造成的？这就要说到“羊群效应”。某一年笔者带正在上小学的孩子和他的同学在美西黄石公园自驾旅行的时候，我与两位小学生做了个小小的心理实验。黄石公园处处是景，道

路两边有很多停车点可随时停下来欣赏，这些停车点一般都没有画线。在一处景色绝佳的地方，我们准备下车来拍照，当时那个停车点还没有其他车辆。我跟两位小学生说，我们这次不要把车停得很正，而是稍微停得歪一点，大概有个30°的倾斜，目的是看看后面来的车会不会跟我们一样也倾斜着停车。我们等了一小会儿，第二辆车就来了，车主毫不犹豫地将车子按照我们的角度停在了旁边。孩子们感到很惊奇，问这是为什么？我不无得意地告诉他们，这就是心理学上的“从众效应”。

生活中有许多“从众效应”。有一个有趣的实验：一个不知情的被测试者A先走进电梯间，按照正常模式，面对电梯门站立。然后，另外两个知情的实验者B、C先后进入电梯，但都背向电梯门站立。A变得有点不安起来，并开始犹豫是否该转过身去。然后又进来一个知情者D，采取与B、C一样的站姿，A心里感到奇怪，但短暂的犹豫后，也转过身去以保持与其他三个人一致。

人类在发现自己的愚蠢后，一般不会用自己来命名，但会找一种动物来做暗喻，前面我们已经讽刺过鸵鸟，这次轮到绵羊了。羊群是一种很散乱的组织，平时在一起也喜欢盲目地左冲右撞，但一旦有一只头羊动起来，其他的羊就会不假思索地一哄而上，哪怕头羊跳下悬崖，后面的羊也会毫不犹豫地跟着跳下去。这就是著名的“羊群效应”。

根据社会学家的研究，人类在政治社会生活中也经常犯“羊群效应”的错误。这方面最著名的著作要数古斯塔夫·勒庞的《乌合之众》了。

勒庞发现，我们每个人在独处的时候往往表现得很理性，但是一旦进入一个群体，人的性情就会发生变化，甚至表现出另外一种截然不同的特征。

1792年9月，法国大革命期间，一则消息引爆了巴黎：普鲁士军队已经攻下了凡尔登，正在“磨刀霍霍”向巴黎进军。在一片混乱之中，不知从何处传来的谣言宣称，巴黎一旦被攻陷，监狱里的囚犯就会被释放，他们会帮助军队攻击巴黎。

在各种想象的刺激之下，一场惨无人道的大屠杀开始了：5天之内，巴黎监狱里的1 200～1 400名囚犯被暴民就地处决，其中包括200多名天主教教士。那么行凶的又是一些什么人呢？他们在平日里是店主、鞋匠、锁匠等普普通通朴实善良的巴黎人民，如今摇身一变就成了残暴的野蛮人，就像是月圆之夜变身的狼人。

当然，这是极端的负面案例，群体的特性也有很积极的一面。比如1793年，法国在反法同盟的强大攻势之下，国民既没有粮食，又没有武器，却奇迹般地挫败了反法同盟的进攻，以一种大无畏的革命英雄主义拯救了法兰西共和国。“正是这种无意识的心理背景下的英雄主义创造了历史。假使群体总是表现得像个体那样冷静而功利，那么，世界历史将会表现得乏味很多。”勒庞写道。[2]

总的来说，群体比个人更有力量，但是群体的表现是极不稳定的；而个人无论是智能还是能力，总是维持在一个平均的水平线上；群体的行动是受感情激起并主导的，这种感情的强弱程度，直接决定着群体的行为能力；群体的表现有可能比个体更好，也可能更差。究竟群体表现得更好还是更差，这完全取决于周边的环境如何。

社会认同与“羊群效应”

人类的进化大致遵循两个路径：一是自然选择，适者生存，不适者淘汰；二是社会选择的法则，在必须集体狩猎以确保生存的时代，个体如果得不到集体的认同甚至被集体驱逐，那就与面对毒蛇猛兽而

丧失逃跑能力一样危险。这为我们留下了追求社会认同的心理倾向，也就是尽量表现得与别人一样。

每个人都需要社会认同，它是协同合作和推动社会进步的心理基础，但是在某些场景下，过于追求社会认同感就不一定是好事了。比如股市投资，成功的股票投资需要独立判断，然而社会认同压力会驱使我们与周围的人保持一致。当股票价格上涨时，看到周围的朋友都日进斗金，那么你即便本来对股票投资毫无概念，也很容易盲目跟随而进场。而人性中的攀比和嫉妒会跑出来火上浇油，追涨行为和股市泡沫就这样发生了。

可是股市一旦进入下跌通道，人人争先恐后地出逃，又会造成一种群体性恐慌，社会认同的压迫使你无法保持冷静，于是你也盲目杀跌砍仓，股市又被推向了超跌的另一个极端。我们也成了乌合之众或是羊群中的一员。

牛顿可能是投资史上最聪明的“绵羊”。

破解之道8：独立精神

投资要在知识上做加法，在心性上做减法

“盲目从众”除了会使投资者犯追涨杀跌的错误之外，还会使其对股票表现出无原则的“博爱”。投资者往往听风就是雨，本金可能不多，却买了一大堆股票。相比而言，成功的投资家是一群能够克制人性的躁动、专注于少数股票的人。

芒格说，我一生中仅投资了三家企业就很成功了，它们是伯克希尔－哈撒韦、好市多和李录的基金。

巴菲特也讲过类似的话，他说，“对任何一个拥有常规资金量的人而言，如果他们真的懂得所投的生意，那6只股票已经绰绰有余了”。甚至，“只要你能顶住价格的波动，拥有3只股票就足够了”。

巴菲特的老师之一菲利普·费舍也是这方面的模范。巴菲特曾说他的投资哲学85%来自格雷厄姆，15%来自菲利普·费舍。1987年，费舍在一次罕见的媒体采访中透露了他的投资哲学，核心便是“少就是多”。他的核心股票只有4只，此外，他会用少量的钱去买一些有潜力进入核心股票池的股票，通常是5只。他从20世纪30年代的2只股票开始，50年间总共发现过14只核心股票，这是一个很小的数目。但是，它们为费舍赚了很多的钱，其中最少的都有7倍的投资回报，最多的收益甚至能达到几千倍。[3]

彼得·林奇在《战胜华尔街》中也表达过类似的观点：“作为一个业余选股者，根本没必要非得寻找到50～100只能赚钱的股票，只要10年里能够找到两三只赚钱的大牛股，所付出的努力就很值得了。资金规模很小的投资人可以利用‘5股原则’，即把自己的投资组合限制在5只股票以内，只要你的投资组合中有一只股票上涨10倍，那么即使其他4只都没有涨，你的投资组合总体上也能上涨3倍。”[4]

为什么选股宜少不宜多呢？原理其实也很简单，在《穷查理宝典》一书里芒格曾引用过比尔·格罗斯的话来阐释这一点，“如果你拥有40位妻妾，你一定没有办法对每一个女人都认识透彻”。

投资股票也是一样，如果抱着“与股票结婚”的态度，就必须要深度了解股票，但一个人精力有限，不可能对几十只、几百只股票都很熟悉。而一旦你踏足了不熟悉的领域，就很有可能陷入雷区。

专注才是股票投资成功的关键。芒格自己曾总结：“我的成功源自我的长期专注。”在他看来，极度专业化才是成功之道。“比起理解整个世界来说，大多数人更加擅长专攻一个方面。”相反，“那些同时处理多项任务的人都付出了很大代价”。

坐等投资法

多数投资者不光“博爱”，而且很“好动”，频繁买进卖出，眼睛紧盯股票行情，几分钟就查看一次，如果不这么做就觉得心里发慌。这是股票投资亏损之源，法国哲学家布莱士·帕斯卡尔一针见血地指出：“人类所有的不幸都来自一件事，即不知道如何在房间里保持安静。”[5]成功投资家的状态正好与此相反。巴菲特多数时候喜欢独自一人待在书房里，既没有顾问，也没有随从。他坐在发黄的报纸和父亲的照片前，静静地享受爱默生式的恬静与孤独。几个小时静静地过去，连电话铃声都很少响起。

他最大限度地减少外界对他的干扰，不像多数投资人那样挤在华尔街，他将总部放在了老家的小镇上，甚至办公室里都不安装计算机。好友比尔·盖茨向他兜售计算机，他也不为所动。后来勉强安装了一台，也是用于打桥牌游戏，而不是用来查看股票行情。有人总结出“三不主义”来形容巴菲特的投资风格：不看大盘，不相信技术分析，不去做预测。他甚至开玩笑说，假如他在股市开盘期间常常溜去看电影的话，应该会赚得更多。

巴菲特和芒格干得最多的事情是看书和思考。芒格说：“我们花很多时间思考。我的日程安排并不满，我们坐下来不停地思考。从某种意义上说，我们更像学者而不是生意人。我的系统总是坐下来静静地思考几个小时。我不介意在很长的时间里没有任何事情发生。”

芒格半开玩笑说自己使用的是“坐等投资法”，听起来像姜太公钓鱼——愿者上钩。这在投资界并不是孤例。甚至以短线交易成为20世纪初华尔街“抢钱小子”的杰西·利弗莫尔在累计输赢了几百万美元之后也体会到同样的道理。“总是设法抢进抢出，对我来说是致命大患，”他在回忆录里写道，“我的想法从来都没有替我挣过大钱，总是坚持不动替我赚大钱，明白吗？是我坚持不动。”[6]

另一位华尔街著名的投资者吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）则说：“我只管等，直到有钱躺在墙角。我所要做的全部就是走过去把它捡

起来。”

为什么股票投资不用太着急呢？巴菲特对此做过非常精妙的解释，他用棒球来类比股票投资：“我把金融投资称为世界上最美妙的行业，因为你不用每一球都挥棒。你只要站在本垒旁边，观察对面的投手向你扔来的一个个球，也就是不同股票的股价：通用汽车47美元、美国钢铁39美元……而且，没有裁判会判你出局，唯一的惩罚不过是丧失机会而已。你可以花一天的时间来等待最合心意的那个球，然后趁捕手打盹的时候，挥动球棒，一举击中。”

股市是一个生生不息的系统，只要不被关闭，永远都有机会。“市场先生”每天都来向你叫卖，你不需要每一次都接受报价，所以大可从容一点。所谓“市场先生”是“价值投资之父”本杰明·格雷厄姆创造出来的一个虚拟角色：设想有一位市场先生与你交易，他每天来敲你的门，风雨无阻。这位先生会对你们双方手中的东西提出买卖价格，但是他很情绪化，报价时高时低。如果你不理他，他也不生气，明天一如既往给你新的报价，等你答复。[7]

格雷厄姆告诫投资者：“市场先生对我们有用的地方是他口袋中的报价，而不是他的智慧，如果市场先生看起来不太正常，你就可以忽视他或者利用他这个弱点。但是如果你完全被他控制，后果将不堪设想。”

正因为“市场先生”是情绪化的，所以他给出的报价很多时候是噪声，而不是真正有用的信息，理性的投资者需要认真甄别，而不是被他所左右。

独立思考，学会与自己相处

投资是一项高度专业的事，一个成功的投资人需要掌握大量的知识。他必须能看懂企业，为此他需要懂得经济学、金融学、数学、财

务学、会计学等。他也需要懂得市场，而市场由人组成，为此他需要懂得社会学、心理学、历史学甚至政治学。

但是，投资又是一门心性艺术，需要减少一切不必要的干扰。当今的世界，颜色越来越艳丽，声音越来越动听，味道越来越美妙，于是人的内心世界也越来越难以把握，人性的贪婪、恐惧、嫉妒等弱点均被急剧放大。正如“指数基金教父”、先锋集团创始人约翰·博格尔所说：“我们拥有很多消息，它们代表知识吗？我表示怀疑。我们拥有很多信息，它们代表智慧吗？我更无法想象。”[8]树欲静而风不止，诱惑越来越多，陷阱也越来越多，这都是投资人需要避免的。所以“多少之辩”和“动静之辩”是一体两面，是另外一种逆人性。

做投资既要在知识上做加法，又要在心性上做减法，它绝不仅仅是知识的简单累积。守静去躁才是投资的要义。

做减法也罢，守静去躁也罢，其目的是什么呢？是为了独立思考。或许是因为在人类社会早期，族人们必须一起协作狩猎才能确保生存，所以人类保留着强烈的社交属性，我们本性上不善于独处。我们总是希望走出房间，与他人发生关系，一旦脱离了这种关系，就生怕被组织所遗忘或抛弃。其实，这种担忧是不必要的，除非你执意要与世隔绝，不然这个世界一定会及时与你联系。尤其是当下这个信息时代，我们更需要担心的恐怕是过度联结和信息过载。如果人能够恰如其分地学会与自己相处，大概就能消除人生一大半的烦恼了。多数人生活在相对的世界里，优秀的投资家则能够在不与人进行比较的绝对的世界里如鱼得水，他们是一群耐得住寂寞的人。当然，这并不是在一味地倡导遗世独立，与世界的适当联结还是必不可少的。对此，重阳投资创始人、首席投资官裘国根先生有过精彩论述：“无论是分析师还是基金经理，交流越多，观点越容易被同化；反之，若不与同行交流，离市场太远，可保持独立，但一旦发生‘群众运动’，将很

被动。由于时间的有限性，基金经理要在独立思考和同行交流之间保持平衡。”

一动不如一静。破解盲目从众，除了同样需要清醒的自我认知，以及运用逆向思维之外，建立在独立思考基础上的“坐等投资法”也堪称一剂妙方。

老子对话巴菲特

ROUND 8

少则得，多则惑

小　舍：各位老师已经聊了七个回合，精彩纷呈，小舍旁听收获良多，同时也产生一些疑问想向各位老师请教。

老　子：那不如直接请小舍来主持我们今天的对话吧。

巴菲特：附议！

芒　格：附议！

小　舍：荣幸之至，那我就勉为其难了。正好老子年事已高，我串串场，老先生可以多休息休息。

今天我想问一个关于“多”和“少”的问题。首先请教巴菲特和芒格先生，在投资标的的选择上，是多好还是少好？

巴菲特：“在与商学院的学生交谈时，我总是说，当他们离开学校后可以做一张印有20个小洞的卡片。每次做1项投资决策时，就在上面打1个洞。那些打的洞较少的人将会更加富有。”

小　舍：所以您觉得多不如少，您的策略是集中投资吗？

巴菲特：没错。

小　舍：这好像与生活的日常哲学相反，人们常说“不要把所有鸡蛋放在一个篮子里”。

巴菲特：投资不同，“投资应该像马克·吐温建议的那样，把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它”。

小　舍：这么做的原理是什么？

巴菲特：“我认为不管从什么角度来说，投资多元化都是犯了大错。你熟悉的生意可能不会超过6个，假如你真的懂6个生意，那就是你所需要的所有多元化，我保证你会因此而赚大钱。如果你决定把钱放在第7个生意上，而不是去投资最好的生意，那肯定是个错误的决定。因为靠第7个生意赚钱的概率是很小的，但是因为最熟悉的生意而发财的概率却很大。”

小　舍：这么说来，在投资中，多元化只不过是对无知的一种保护？

巴菲特：可以这么说。

小　舍：那么如果需要给一个具体数额的话，您建议投资多少个标的呢？

巴菲特：“我认为，对任何一个拥有常规资金量的人而言，如果他们真的懂得所投的生意，那6只股票已经绰绰有余了。”甚至，“只要你能顶住价格的波动，拥有3只股票就足够了”。

小　舍：3只或6只应该是理想化的说法。在这里我想有必要介绍一下现实投资中，巴菲特先生所选标的的情况。有人做过统计，1977年到2015年38年间巴菲特《致股东的一封信》披露的股票一共仅有76只，平均每年2只。

另一份统计显示，在1977—2004年长达27年的时间里，巴菲特投资3年以上的股票仅有22只，但投资61亿美元仅仅选股22只就为巴菲特创造了318亿美元的投资回报，平均投资回报率高达5.2倍。

巴菲特：这些读者真是有心了。

小　舍：那么，芒格先生，您对这个话题有什么看法呢？

芒　格：我的看法大体一致。对此我曾说过两句话，现在重复一下：“认为投资应该越分散越好是一种发疯的观念。”“如果你把我们15个最好的决策剔除，我们的业绩将会十分平庸。”

小　舍：芒格先生总是一针见血。接下来请教一下老子，巴菲特和芒格先生的集中投资方式是否与您所主张的哲学观念有相通之处？

老　子：我刚才听得津津有味，感觉巴菲特和芒格先生所讲的就像是我的话的现代版。

小　舍：哦，您也论述过“多”与“少”的关系？

老　子：当然，《道德经》第二十二章里有这么一句：“少则得，多则惑。是以圣人执一为天下式。”

小　舍：怎么理解这几句话？

老　子：这句话的意思是说，少取反而可以多得，贪多反而弄得迷惑，圣人谨守着一个原则（道）作为天下事理的范式。

小　舍：用大俗话说就是贪多嚼不烂吧？

老　子：没错，用我的另一句话来解释就是，颜色太多容易让人眼花缭乱，声音太多让人分辨不出，味道太多让人感觉失调，纵情打猎让人心张扬发狂，稀奇的宝贝常常让人为了得到而不择手段。

小　舍：难得老子主动说大白话！原文是哪一段？

老　子：“五色令人目盲；五音令人耳聋；五味令人口爽；驰骋畋猎，令人心发狂；难得之货，令人行妨。”

小　舍：精彩。然而这些道理虽然简单，却很难做到，人人都喜欢多，不喜欢少。都喜欢寻求刺激，不喜欢平淡。关键是要怎样才能做到呢？

老　子：我有一句话，可以算作建议：“为学日益，为道日损。损之又损，以至于无为。无为而无不为。”

小　舍：这几句不大好理解，还请老子用大白话讲讲。

老　子：翻译成白话就是，做学问要做加法，一天一天积累，越积累越丰富，但是修为要做减法，一天一天减损，减损到最后就是“无为”。如果能够做到“无为”，那么任何事情都可以有所作为。

小　舍：“无为”是什么都不做吗？

老　子：不。这是后人对我的一种误解。“无为”不是不为，而是不妄为，是顺势而为。

小　舍：听到这里我有点明白了。不知道巴菲特和芒格先生对此有何评论？

巴菲特：我想我与老先生之间又找到了一个观念的共通点。

芒　格：同感。

09

以“周期思维”破解“线性思维”

认知陷阱
VS
破解之道
线性思维
幸福且只幸福了
1 000 天的火鸡
周期思维
做投资，
不妨建立一点摆钟意识

认知陷阱9：线性思维

幸福且只幸福了1 000天的火鸡

一只火鸡被屠夫喂养了1 000天，屠夫非常精心，火鸡非常幸福，它认为自己的生活“平静如水”，未来前景一片光明。直到第1 001天感恩节的时候，它被屠夫杀掉并端上了餐桌，“屠夫爱火鸡”的幻想才宣告破产。

这是塔勒布在《反脆弱》一书中所讲的经典故事。每次看到这个故事我就会不由自主地想起一则新闻，说中国的某个养猪场主人发现一个秘密，给猪听音乐可以让猪变得温顺，长得壮实，而且这音乐也有讲究，如果放周杰伦的《双节棍》，猪会吓得四处躲藏，但是播放《渔舟唱晚》《在水一方》或者李健的《传奇》，效果就会很好。我们都知道猪的最后结局是什么，但是沉迷于美妙音乐的猪可能还以为生活会一直那样美好。

中国的“屠夫爱小猪”是西方“屠夫爱火鸡”故事的翻版，感到幸福的猪和火鸡犯了同样一个错误——线性思维。这种思维是指人以一种直线的、均匀的、不变的、单一的思维方式看待问题，把一切都看成是随着初始条件的给定而给定的。人类看到的第一只天鹅是白色的，第二只、第三只……也是白色的，于是便认为天下所有的天鹅都是白色的。但是这样的“眼见为实”并不可靠，正如塔勒布所总结的：“1 000天并不能证明你是正确的，但1天就能证明你是错误的。”[1]或者哲学家卡尔·波普所指出的：“不管我们已经观察到多少只白天鹅，也不能证明这样的结论：所有天鹅都是白的。只要看见一只黑天鹅就可以驳倒它。”

“三根阳线改变信仰”

股票投资中有“三根阳线改变信仰”一说，这正是线性思维的典型表现。本来市场一直处于震荡之中，投资者普遍迷茫；但是由于特定事件或者其他因素的影响，股指连续涨了三天，于是人心振奋，纷纷追加仓位，牛市氛围因此而成。记得2015年上半年股市持续上涨的时候，股指不断创出新高，但是当时主流的声音不是提示风险，而是类似“站稳4 000，突破6 000，挑战10 000”这样的鼓动。后来我们都知道，当年的“疯牛”止于5 178点，采取线性思维迷信股指将不断上涨的，尤其是那些加杠杆投入股市的人，轻者“腰斩”，重者倾家荡产。

反过来“三根阴线改变信仰”也成立。同样是2015年，股指从6月15日最高点5 178点跌落，之后的60个交易日里有17天“千股跌停”，到8月26日跌到当年的最低点2 850点，两个多月时间里指数跌去了45%。在这个过程中，股民的雄心壮志随着每一次暴跌的发生而被快速消磨，代之而起的是越来越深重的绝望。“10 000点梦已成空，相反1 000点成为可能。”后面我们知道，1 000点并没有成为现实。线性思维放大了牛市中的疯狂，同样也放大了熊市中的绝望。

美国的投资者也同样容易犯线性思维的错误。1999年，美国正处于互联网狂热之中，当年美国出版了三本书，分别是《道指36 000点：在即将到来的股市上升中获利的新战略》《道指40 000点：在历史大牛市中获利的战略》《道指100 000点：现实还是幻想》。这三本书的观点是一致的，都认为如果利率保持低水平，公司盈利保持增长，道琼斯平均股价指数将上涨到超过以往任何时候的水平。[2]

1999年12月，在美国股市连续5年至少上涨20%之后，投资者预计未来12个月的股票收益率将达到18.4%。但到2003年3月，在经历了2000年、2001年和2002年的连续亏损后，投资者预计他们的股票在未来12个月里能上涨6.3%就不错了。投资者对历史数据的依赖导致他们对未来的预测完全错误：2000年，股市非但没有上涨18.4%，反而下跌

了9%，令人震惊不已；在2003年3月之后的12个月里，美国股市的涨幅不是温和的6.3%，而是惊人的35.1%。[3]

线性思维是我们旧大脑的遗存

人类的大脑为什么如此线性呢？原因在于我们的大脑是在本地化和线性化的环境中进化的。本地化意味着我们的先祖所接触的几乎所有东西都位于步行不到一天的距离之内，线性化则意味着变化的速度特别慢。这在我们的神经上留下了印记，神经科学研究显示，某件事只要连续出现过两次，大脑就会预测它将出现第三次。中国有句老话叫“事不过三”，现在多用于警告他人不要犯三次同样的错误，其实也可以解释为一旦到了三次就会形成习惯或者趋势，所以必须进行遏止。

在瓦特发明蒸汽机之前，世界的确发展得极其缓慢。一个清朝人如果回到秦朝，生活上肯定不会遇到多少障碍，因为虽然两个朝代隔了一千多年，但在物质层面差距并不是很大。然而，如果让一个现代人回到秦朝生活，那恐怕就要笑话迭出了，不信可以看看电视剧《寻秦记》。斯坦福大学教授伊恩·莫里斯（Ian Morris）将公元前14000年以来人类摄取能量和使用能量的能力进行了量化，绘制成了社会发展指数曲线图（见图9-1）。无论东方还是西方，在公元1800年之前曲线都是以极其缓慢的幅度抬升的，但是公元1800年之后，“砰”的一声，曲线突然变陡，几乎与横轴垂直。由于工业革命，人类文明产生了指数级或者说爆炸式的增长。短短200多年的时间，世界的一切都发生了翻天覆地的变化。[4]

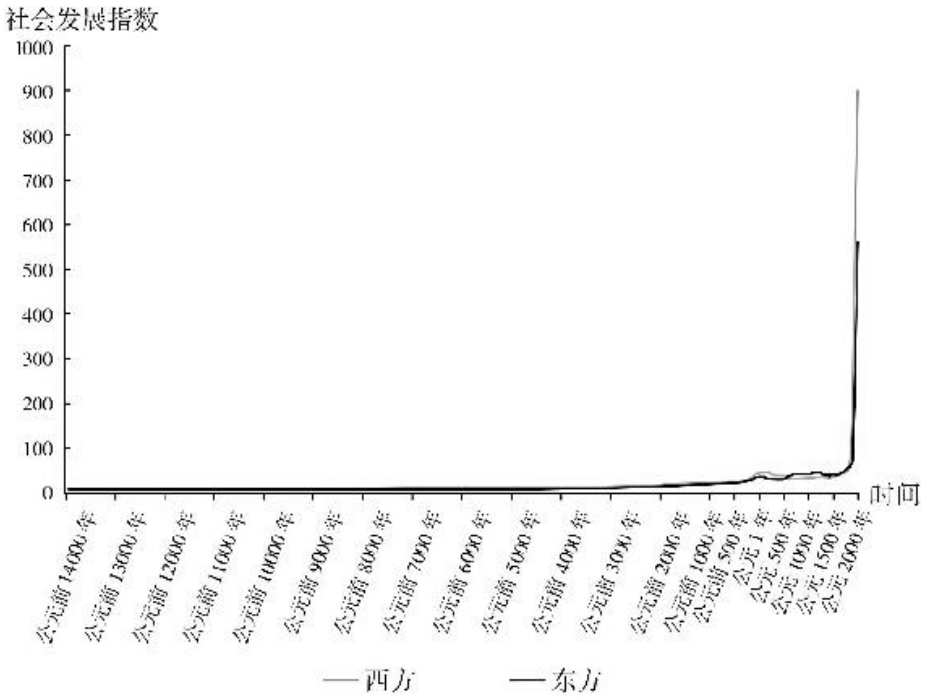


图9-1　东西方社会发展指数曲线（公元前14000—公元2000年）

资料来源：《文明、现代化、价值投资与中国》。

我们的大脑结构显然没有跟上文明大爆炸的步伐，线性思维正是我们大脑落后于时代的遗存。

我们必须警惕这种遗存，不然的话可能会犯下重大的错误。在一个文明爆炸的时代，打败马车的不是马车，而是汽车；打败柯达的不是富士，也不是柯尼卡，而是数码相机；打败诺基亚的不是三星，也不是摩托罗拉，而是智能手机……马车、柯达、诺基亚都犯了线性思维的错误。

历史还在加速发展，2021年元旦，笔者读了一本充满未来感的书，书名叫《未来呼啸而来》[(7)]，全方位描绘了未来指数型技术的融合将给我们的商业模式与生活方式带来的巨大变化。许多图景像是科幻电影：

按照埃隆·马斯克的规划，巨型火箭“星际飞船”SpaceX将用于运送地面乘客，这艘飞船的速度是3万千米/时，比协和式飞机快了一个数量级。一旦计划实施，39分钟就可以从纽约到上海，29分钟从伦敦到迪拜，打个飞船从上海去纽约吃午饭可能变成现实。

随着无人驾驶技术的普及，令都市人头疼的通勤问题将被彻底解决。汽车将不仅是一种交通工具，而且是舒适的卧室、会议室、电影室等，“汽车即服务”。你将不会介意住得离公司更远一点，这样一来，郊区的房子将变得更有吸引力。甚至，垂直起降的飞行汽车也将成为现实。

你将生活于“身外化身”的世界。虚拟显示头盔会将你的“眼睛”和“耳朵”传送到另一个位置，同时一组触觉传感器也会把你的触觉转移过去。突然之间，你就进入了一个虚拟世界的化身当中。当你在现实世界中移动时，你的化身也在虚拟世界中移动。当你受邀发表演讲时，利用这种技术，你可以在自己家中的客厅里舒适地完成演讲，而不用去机场赶飞机……

这些场景不是科幻，它们将很快变为现实，其背后的驱动力是新技术的指数级融合发展。正处于飞速发展当中的9大指数型技术分别是：量子计算、人工智能、网络、机器人、虚拟现实与增强现实、3D打印、区块链、材料科学与纳米技术、生物技术。

改变将是巨大的，两位作者引用创新大师理查德·福斯特（Richard Foster）的话说：“今天《财富》500强企业中至少有40%将会在10年内消失，取而代之的将是我们现在尚未听说过的新贵。”[5]

如果我们不能摆脱看待历史的线性思维，那么我们很可能沦为那只幸福了1 000天也仅仅幸福了1 000天的火鸡。

破解之道9：周期思维

做投资，不妨建立一点摆钟意识

与线性思维相对应的破解之法是辩证思维。世界的发展本质上不是线性的，而是辩证的，这种辩证体现在经济生活里便是各种大大小小的周期。

投资大师霍华德·马克斯曾经总结了许多种周期：经济周期、政府调节周期、企业盈利周期、风险态度周期、信贷周期、不良债权周期、房地产周期、市场周期等。

投资收益也存在周期，马克斯从1970年到2016年经历了47个完整的投资年度，算下来他的年平均收益率为10%。他曾经做过一个有意思的自我设问：这47年里有多少个年份股市的收益率处于“正常水平”加减2%，即处于8%～12%的合理区间之内？

马克斯自己预期这样的年份“不是很多”。但是经过计算，他自己大吃一惊，竟然只有3个年度，也就是说平均每16年里才有1年股市是正常的！

“股票市场表现符合正常水平绝对不是正常现象，所谓的常态其实是非常态。”马克斯因此得出精彩结论：“股票市场如此大幅度波动，根本不能用企业、行业经济这些基本面变化来解释。股票市场经常大幅度偏离正常收益水平，在很大程度上要归因于投资人的心理和情绪像钟摆一样大幅摆动。”

基本面与心理的互动机制如下：有时候人们感觉良好，积极乐观，预期好事会发生，而且后来情况确实如此，此时，投资者就会变得贪婪，什么都不顾了，心里只想着赚大钱。贪婪让人争抢着去投资买入，结果大家纷纷开出更高的价格，从而导致市场上涨，资产升值。

但是反过来，有时候投资者感觉不好，预期就变成负面的了。在这种情况下，恐惧主导了投资者的心理和情绪。投资者不再一心只想着赚钱了，而是开始担心会亏钱。这就导致投资者买进的数量减少，原来推动资产价格上涨的动力就会消失，市场涨不动了。后来投资者甚至开始卖出，从而导致资产价格下跌。处于恐慌状态时，投资者的情绪给市场带来了巨大的反向力量，让市场转为熊市。

马克斯根据这个规律总结出股票投资中著名的“钟摆理论”：证券市场的情绪波动类似于钟摆的运动。虽然弧线的中点最能说明钟摆的“平均”位置，但实际上钟摆停留在那里的时间非常短暂。相反，钟摆几乎始终朝着或者背离弧线的端点摆动。但是，摆动到达端点之后，钟摆必定会返回中点。事实上，正是朝向端点的运动本身为回摆提供了动力。[6]

可见，一切周期的背后都是人性的周期。正因为投资人的心理和情绪在恐惧和贪婪之间来回摆动，所以市场也在熊市和牛市之间来回波动，不是走到极端就是走向极端。

月亮意识与投资

中国人喜欢月亮，可能是因为月亮是最懂得辩证法的“智者”。《易经》说：“日中则昃，月盈则食。天地盈虚，与时消息，而况于人乎？”意思是说，太阳到了正午就要偏西，月亮圆了就会开始亏蚀，天地之间盈虚的变化，是随着时势的变化而发生的，更何况是人呢？

月圆只是一个瞬间，月缺才是常态。但是反过来说，月缺又总会再圆。所以，古今同赏一明月的场景里，隐含着瞬间与永恒的辩证。月亮的变化就如太极图，太极图是一个圆，阴阳两极在其中互相依

存、互相包含又互相转化，形成一种“不朽的循环”，生生不息，妙用无穷。

读懂了月亮，也就读懂了人生，读懂了投资。人生应当追求完美，就如欣赏月圆。但也应当懂得月圆则亏，物极必反。

有趣的是，西方文化中同样蕴含着高度类似的反论。耶稣的反论是：“失去生命者，获得生命。”爱默生则说：“终即始；黑夜之后必有黎明，大洋之下另有深渊。”成功的投资家都深谙这个道理。索罗斯说：“凡事总有盛极而衰的时候，大好之后便是大坏。”约翰·邓普顿有句流传更广的名言：“行情总在绝望中诞生，在半信半疑中成长，在憧憬中成熟，在希望中毁灭。”

著名经济学家李迅雷先生把牛市的上涨逻辑分为“三级推力”：今天（短期）利好、明天（中期）利好和后天（长期）利好。当市场开始炒作“后天利好”（如“黄金十年”）时，基本就见顶了；反之，当市场开始炒作“后天利空”（如“失去的十年”）时，基本也见底了。[7]这与霍华德·马克斯的周期理论有异曲同工之妙。

在失败的投资者那里，马克斯说：“摆幅越接近最大时，人们越倾向于将之视为永恒状态。”[8]芒格曾犀利地指出：“所有人类对几何级数增长的过度追求，在一个有限的地球上，最终都以惨痛收场。”用大白话说，就是树不能长到天上去。这是常识，但在现实中，当牛市来临的时候，很多人却会觉得可以一直涨，3 000点看5 000点，5 000点看10 000点，总觉得这次是不一样的。“这次不一样”恰恰是金融史上最昂贵的教训之一。这就像某些人看到十五的月亮，就相信月亮永远会是圆的一样，遗憾就是这么酿成的。

巧用周期的反转获利

“人事有代谢，往来成古今。”万物运行的周期难以改变。那么了解周期有什么用呢？“能够肯定的事情之一是，极端市场行为会发生逆转。”霍华德·马克斯说：“一切都是相辅相成的。任何事件都不是孤立的或偶然的。相反，它们都是一定的循环模式的组成部分，是可以掌握并从中获利的。”

在马克斯看来，了解周期是为了知道自己处于周期的什么位置，然后相应地指导投资行为。

他总结了“牛市三阶段”：第一阶段，只有少数特别有洞察力的人相信基本面情况会好转；第二阶段，大多数人都认识到基本面情况确实好转了；第三阶段，每个人都得出结论，基本面情况将变得更好，而且永远只会更好。

反过来则是“熊市三阶段”：第一阶段，只有少数深谋远虑的投资者才能意识到，尽管形势一片大好，市场普遍乐观看涨，但是基本面肯定不会一直顺风顺水；第二阶段，大多数人都认识到基本面正在越变越糟；第三阶段，每个人都相信基本面只会变得越来越糟。[9]

投资要取得成功，就必须成为第一阶段先知先觉的人。“聪明的人最先做，愚蠢的人最后做。”马克斯认为巴菲特的这句话称得上是排名第一的投资名言，它神奇地概括了周期的重要性。

所以，成功的投资家多是逆向思维的高手，所谓“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪”。投资要争当第一阶段的引领者，而不做第三阶段的跟风者。

具备了周期思维，投资者就不会再盯着眼前的一点小波动，市场每天短线的上涨和下跌就是“芝麻一般的小事”。投资真正需要关注的是周期走到极端的情况，这才是“西瓜一般的大事”。因为当市场走到极端时，逆向行动的成功率最高。所以做投资，不妨建立一点摆钟意识或者月亮意识。

懂得了周期思维，也就不会被线性思维所束缚了。

老子对话巴菲特

ROUND 9

反者道之动

巴菲特：在前面的对话中，我们提到市场的变化也逃不出事物发展的一般规律。所以今天我想向先生请教一个更抽象一点的问题，在您看来，事物发展的普遍规律是什么？

老　子：这是个大问题，如果用一句话概括，我觉得事物的规律是“反者道之动”。

巴菲特：请老先生展开做个解释。

老　子：这句话从字面上可以理解为“道的运动是循环往复的”。但是展开讲，它可以衍生出许多层次。

巴菲特：愿闻其详。

老　子：我的著作《道德经》其实通篇都在讲这个道理，比如在第二章我曾说：“有无相生，难易相成，长短相形，高下相盈，音声相和，前后相随。”

巴菲特：这段话挺长，不如请我们的助聊小舍帮忙翻译一下。

小　舍：好的。这段话的意思是说：没有“有”就没有“无”，“有无”是相伴而生的；没有“难”就没有“易”，“难易”是互相促就的；没有“长”就没有“短”，“长短”是互为显示的；没有“高”就没有“下”，“高下”是互为呈现的；乐器的“音”和人的“声”是互相应和的；没有“前”就没有“后”，“前后”是相伴而形成顺序的。

巴菲特：能否简化地理解为，矛盾的对立物是相互依存的关系？

老　子：正是此意，不过这只是“反者道之动”的第一层含义。

巴菲特：第二层含义又是如何的？

老　子：在《道德经》第四十一章，我曾说“大方无隅；大器晚成；大音希声；大象无形”。

小　舍：还是我来做个解释，这句话的意思是说：最方正的东西，反而没有棱角；最贵重的器物，总是最后完成；最大的声响，反而听来无声无息；最大的形象，反而没有形状。

巴菲特：这听起来有点玄乎，现实生活中这种现象似乎很罕见。

小　舍：关于这点，我来引用一下南怀瑾先生的高见。南怀瑾先生不仅学问丰富，而且有许多传奇的经历，所以时常有别人没有的观察。比如“大音希声”，他说，科学发现，银河系昼夜都有声音，这声音奇大无比，科学仪器可以探测得到，但人类听不到，即使听到了普通人的耳朵也受不了。关于“大象无形”，他说，最大的是虚空，而虚空是没有形状的。

巴菲特：相当玄妙，是否可以理解为矛盾的对立物有时候竟是互相包含，而且互为转化的？

老　子：巴菲特先生理解得非常准确，这便是“反者道之动”更深层的意思。这个道理推向普遍便是“天下万物生于有，有生于无”。

巴菲特：莫非“无中生有”这个词是从老先生您这里来的？

老　子：正是。不过后人歪曲了我的意思，把它搞成了贬义词。我原本的意思是说，天下的万物产生于看得见的有形质，有形质又产生于不可见的无形质。

巴菲特：这已经涉及宇宙本体论了。如果拉回来一点，我比较好奇对立的双方互相转化的过程是如何发生的？

老　子：这便是我在《道德经》第三十六章所讲的：“将欲歙之，必固张之；将欲弱之，必固强之；将欲废之，必固兴之。将欲取之，必固与之。是谓微明。”

巴菲特：古文真难懂，还是请小舍来翻译一下。

小　舍：这段话的意思是：任何事物，要收敛的，必定会先张开；要衰弱的，必定会先强盛；要废堕的，必定会先兴举；要取走的，必定会先给予。这个道理看似隐秘，其实很明显。

老　子：这个解释很到位，经过这样的二元转化，不难看到，道的运动并不是线性发展，而是循环往复的。它不是一条线，而是一个圆。

巴菲特：老先生所讲的包含着深刻的辩证哲学，我想进一步请教，二元对立转化的极端状态是怎样的呢？

老　子：那就是“飘风不终朝，骤雨不终日”。

巴菲特：何解？

老　子：这句话好理解：狂风不会吹一早上，暴雨不会下一整天。

巴菲特：哈！有意思，自然界的道理跟投资简直太相通了。我曾经说过的：“在有限的世界里，任何高成长的事物终将自我毁灭，若是成长的基础相对较小，则这项定律偶尔会被暂时打破，但是当基础膨胀到一定程度时，好戏就会结束，高成长终有一天会被自己所束缚。”是这样吧，查理？

芒　格：没错。有个经济学家，可能是赫布·斯坦（Herb Stein），说过一句同义反复的话，我很喜欢那句话：“如果一件事情无法永远延续下去，它最后就会停下来。”我自己也有过类

似的总结：“所有人类对几何级数增长的过度追求，在一个有限的地球上，最终都以惨痛收场。”

老　子：所以，世上的道理是一样的，来得越快，去得也越快，一切都处于辩证状态。

巴菲特：是的，我的好朋友、著名投资家霍华德·马克斯发明了一个“钟摆意识”理论，讲得非常生动，不知道老先生有没有兴趣听听？

老　子：当然，你这位朋友的理论是怎样的？

巴菲特：马克斯认为，投资市场会在三种情况下出现“钟摆式”起伏：一是在情绪高涨与低迷之间；二是在为升势而喜与为跌势而忧之间；三是在价值被高估和低估之间。比如，恐惧与贪婪是两个极端，多数时候钟摆处于两极之间，但是它在中点停留的时候并不长。钟摆不可能永远朝向某个端点摆动，或者永远停留在端点处。所以，做投资最重要的是要有“钟摆意识”。

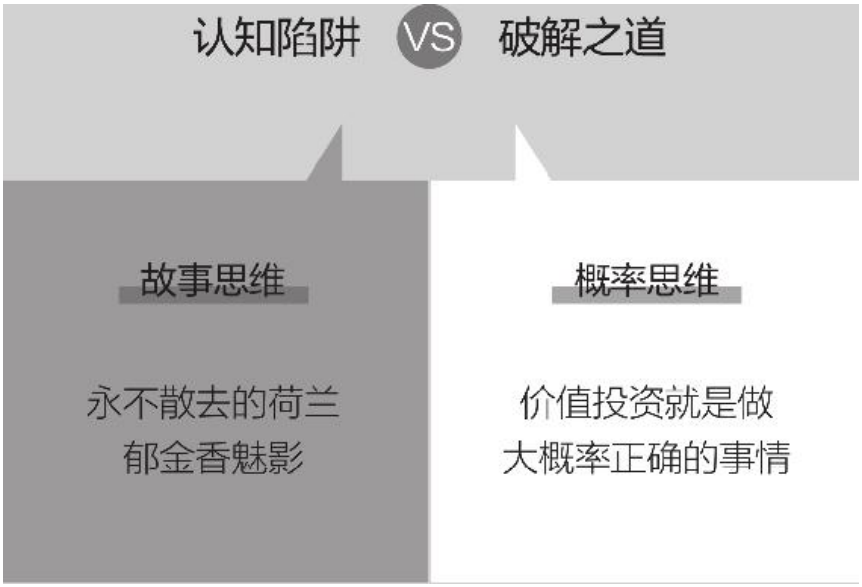
老　子：钟摆总是来回摆动，既不会永远指向恐惧，也不会永远指向贪婪，恐惧到极点便产生希望，贪婪到极点就产生危险。这也是一种“反者道之动”。

巴菲特：是的，正是如此。

芒　格：妙极了！

10

以“概率思维”破解“故事思维”


认知陷阱
VS
破解之道
故事思维
永不散去的荷兰
郁金香魅影
概率思维
价值投资就是做
大概率正确的事情

认知陷阱10：故事思维

永不散去的荷兰郁金香魅影

在几十万年前的地球上，同时存在着至少7种不同的人类。有来自欧洲，身材魁梧肌肉发达，适应白雪皑皑环境的“尼安德特人”；有来自东方的亚洲，存续时间约达200万年的“直立人”；有来自印度尼西亚，身材矮小，体重轻，适应热带生活环境的“梭罗人”“弗洛里斯人”；有来自西伯利亚的“丹尼索瓦人”；有慢慢进化而成的“鲁道夫人”；还有唯一留存下来的我们——“智人”。

智人为什么能够存活下来？以前的解释是智人懂得使用工具和火。但是牛津大学著名历史学家尤瓦尔·赫拉利却提出了一个十分新颖的解释。他认为，智人之所以能征服世界，是因为有独特的语言。在大约距今7万年到3万年前，智人发明了独特的语言，产生了新的思维和沟通方式，从而引发了一场认知革命。

智人用独特的语言开始学会“讲故事”。举个例子，不论是人类还是其他动物，都能大喊“小心，有狮子”。但在认知革命以后，智人却能说出“狮子是我们部落的守护神”。又比如你对一只猩猩说：“把你手里的香蕉给我，因为这个善举，死后你将进入猩猩天堂，那里有取之不尽的香蕉。”猩猩肯定不会理你，但是人类会。

赫拉利认为，会不会讲故事对于部落治理来说具有实质性的意义。一个猩猩的部落最多也就能容纳20～30头猩猩，再多就肯定会出现混乱而导致部落分化。

故事也有等级，低等级的故事是“八卦”。赫拉利引用经典社会学研究成果“邓巴数字”来做解释，“邓巴数字”也被叫作“150定律”。根据这个定律，如果一个团体只靠个体和个体之间的“八卦”交流来维持，那这个团体的最大规模就是150人。只要在这个范围内，

你不需要有什么制度规范，单靠人际关系就能维持其正常运作，比如一个小公司、一个小村落等。

但是一个组织要想跨过150人的门槛，就需要更高级的故事了。比如天主教，所有人都相信耶稣受难的故事，由此教徒之间建立起了强大的精神纽带。故事说得成功，便能够调动数以百万计的陌生人通力合作，为了共同的目标而努力。可以说，讲故事是人类拥有的核心元能力之一。“人类和黑猩猩之间真正不同的地方就在于那些虚构的故事，它像胶水一样把千千万万的个人、家庭和群体结合在一起。这种胶水，让我们成了万物的主宰。”[1]

叙事改变历史

故事在某种意义上改变了历史。诺贝尔经济学奖得主罗伯特·J.希勒（Robert J. Shiller）在《叙事经济学》一书中记载了许多类似的案例。在希勒的框架中，叙事与故事是同义词。

1907年，两个投机者操纵铜矿公司股价失败，导致一家信托公司倒闭。这件小事就像一只扇动翅膀的蝴蝶，引发了一场“完美风暴”，这场金融大恐慌是资本主义历史上最严重的金融危机之一。在1907年的大恐慌中，有一则影响力格外广泛的故事，是说美国当时最著名的银行家约翰·皮尔庞特·摩根（J. P.摩根）在美国没有设立中央银行的情况下，自掏腰包并说服其他银行家一起出手拯救了银行系统。这可谓现实版的“为国接盘”。这个故事被广为传颂，后来的美联储就是以J. P.摩根在1907年建立的银行家联盟为蓝本成立的。而自美联储成立以来，每一任主席都化身为J. P.摩根，融入这一叙事，尤其是在金融危机当中，他们纷纷效仿摩根出手拯救金融系统。[2]

“9·11”事件无疑给美国带来了重大打击。这次恐怖袭击发生在2000年科网泡沫之后的2001年，人们普遍担心经济可能会陷入持续衰

退，因为大家都害怕再次发生这样的袭击，于是选择留在家中。

然而结果却恰好相反，当年11月，经济衰退结束，美国经济几乎立即复苏，这次经济衰退成为美国历史上最短的经济衰退之一。希勒认为这与恐怖袭击之后的叙事反转相关。袭击发生两周之后，美国总统小布什向航空业雇员和全体国民发表了讲话：“我们必须通过重返工作岗位来对抗恐怖主义。这个重要行业中奋战在工作岗位上的每一个人都在明确宣告：恐怖主义不会得逞，这些作恶者吓不倒美国、美国雇员和美国人民……他们发动袭击的时候，是想营造一种恐慌气氛。这场国家战争的一个伟大目标就是恢复公众对航空业的信心。那就是，告诉出行的民众：请登机。”[3]

美国总统的策略显然是成功的，他把恐怖袭击描绘成了一场战争并激发了国民的斗志，勇气战胜了恐惧，推动了经济复苏。

这可能是第二次世界大战时英国首相丘吉尔演讲的翻版，在最艰苦时刻，丘吉尔发表了第二次世界大战中最精彩的一场讲话，他说：“这次战役尽管我们失利，但我们决不投降，决不屈服，我们将战斗到底，我们将在法国战斗，我们将在海洋上战斗，我们将充满信心地在空中战斗！我们将不惜任何代价保卫本土，我们将在海滩上战斗！在敌人登陆地点作战！在田野和街头作战！在山区作战！”这样的演讲极大地鼓舞了军队和国民的勇气和信心。

根据政治学家斯蒂芬·范·埃弗拉（Stephen Van Evera）的研究，第一次世界大战的爆发至少也要部分归因于一条虚假叙事的病毒式传播。被他称为“进攻崇拜”的这则叙事提出了一个理论，即对另一国发起进攻的国家往往有先发制人的优势。这一理论最终导向了局势的不稳定：各方都想先发制人。德国就认为自己有“机会”成功地对俄国发起“先发制人的战争”。在这样的叙事之下，其后果就是各大国之间规模巨大的军备竞赛。[4]

永不散去的荷兰郁金香魅影

1929年美国股市崩溃之前流传着一个故事，说约翰·肯尼迪的父亲约瑟夫·肯尼迪在股市中赚了许多钱。有一天他发现自己的鞋子需要擦一擦了，就找来了鞋童，当他坐在椅子上时，鞋童主动给他提了一些建议，告诉他应该买哪些股票。连鞋童都在玩股票，这让约瑟夫·肯尼迪大吃一惊，回家之后赶紧清空了股票，从而躲过了股市大崩溃。

不只是鞋童，各行各业的人都在传播着一夜暴富的故事：有位经纪人的男仆在股市上赚了将近25万美元；一位训练有素的护士按照心存感激的病人提供的秘诀，获得了3万美元的收益；有位年轻的银行家拿出为数不多的资产，投资奈尔斯－比门特－庞德公司的股票，过上了富足舒适的生活；有个寡妇从肯尼科特铜业公司获得的收益，足够买一所气派宽敞的乡间别墅；甚至连思想反叛的知识分子也置身其中，他们一边为标准化和批量生产对美国人生活的可怕影响而长吁短叹，一边却在准备收获股市的丰硕成果……[5]1929年10月15日，也就是美股大崩盘前的两周，耶鲁大学著名教授欧文·费雪在纽约采购代理商协会发表讲话，表示美国股市已经登上了“永久的高原”，报纸在接下来的一段时间里反复报道了这一观点。[6]

1929年离我们太远了，但只要回顾一下2007年和2015年中国A股的牛市，就会发现情形何其相似。各行各业的人都以炒股为乐，甚至僧人都耐不住寂寞，下水开户炒股。两次牛市中都流传着众多一夜暴富的案例。

有一些故事显得十分隐蔽，比如2015年股市疯狂时有人根据国家领导人某次出行时伸出的一根手指而杜撰出“股市要上10 000点”这样的隐喻，以对应“改革牛”的愿景。不可思议的是类似这样的隐喻竟传播得十分广泛。事实上，“改革牛”本身也变成了一个故事，它

非常容易调动起股民们的集体幻想，似乎勇敢地冲进股市是为改革事业添砖加瓦，殊不知却变成了“接盘侠”。股市有本身运行的规律，物极必反，它不因个人的美好愿景而转移。

股灾当中同样有形形色色的故事推波助澜。1929年美国股灾当中流行的是什么故事呢？自杀的故事。10月24日是股价暴跌的著名“黑色星期四”，当天下午，令人难以置信的流言蜚语就开始四处蔓延：11个投机商自杀身亡，布法罗和芝加哥交易所已经关闭，军队被调集到纽约证交所外与愤怒的暴徒剑拔弩张。[7]美国著名历史学家约翰·肯尼斯·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）在《1929年大崩盘》中专门考据了股灾之后的死亡人数，他的结论是无论是在发生崩盘的几个月里还是1929年全年，自杀人数都没有急剧增加，但是在大萧条以后的几年里，自杀率有所上升。然而，各种自杀的情形却被大众报刊描述得有鼻子有眼，比如“投资者从高楼窗口往下跳，行人灵巧地在坠楼身亡的金融家尸体之间穿行”之类。[8]股灾两个月后，路易斯维尔《信使报》（*The Courier Journal*）的一篇报道这样写道：“别对自己开枪！每每看到有人在50岁的年纪自杀身亡的消息，我都倍感震惊。”

一位商人的妻子也说道：“我觉得这阵狂热好像不是真实的。大萧条是如此真实，以至于显得不真实了。它令人恐惧，有人为之跳窗自杀。”[9]

金融市场中类似的癫狂与覆灭的故事起码可以追溯到近400年前的荷兰“郁金香泡沫”。1637年2月，一株名为“永远的奥古斯都”的郁金香售价高达6 700荷兰盾，这笔钱足以买下阿姆斯特丹运河边的一幢豪宅，而当时荷兰人的平均年收入只有150荷兰盾。

“永远的奥古斯都”，听听这名字就知道郁金香已经被神化了，正如历史学家查尔斯·麦基所描述的：“谁都相信，郁金香热将永远持续下去，世界各地的有钱人都会向荷兰发出订单，无论什么样的价

格都会有人付账。在受到如此恩惠的荷兰，贫困将一去不复返。无论是贵族、市民、农民，还是工匠、船夫、随从、伙计，甚至是扫烟囱的工人和旧衣店里的老妇，都加入了郁金香的投机。无论处在哪个阶层，人们都将财产变换成现金，投资于这种花卉。”[10]

后来英国“南海泡沫”中有关南美洲巨大的金银矿藏的故事，法国“密西西比泡沫”中有关贸易特许权的故事、20世纪80年代日本房地产永远上涨的故事、2000年科网泡沫中新经济的故事，包括离我们最近的乐视网的故事等，其实都是荷兰郁金香故事的翻版。荷兰郁金香的魅影每隔若干年就要重临一次人间。

看过股市繁荣与萧条的交替就不难发现，股市某种程度上是被故事或者说叙事推动的，故事和叙事改变着人们的心理预期，心理预期导致了股市的涨跌。《仅仅是昨天》一书作者弗雷德里克·刘易斯·艾伦（Frederik Lewis Allen）总结得很好：“繁荣不仅是经济形势，也是一种心理状态。大牛市不仅是商业周期的顶峰，也是美国民众的思想和情感周期的顶峰。在这个国度，几乎每个人的生活态度都受到大牛市的感染，如今他们也受到希望瞬间破灭的打击。随着大牛市和繁荣时代悄然远去，美国人发现自己的生活环境有所改变，需要新的调整、新的观念、新的思想习惯和新的价值观念。”[11]

故事容易深入人心，许多投资者会被故事所捕获，结果在市场疯狂时被卷入旋涡，又在市场暴跌中被推入悬崖。可见，简单的故事思维要不得。

破解之道10：概率思维

价值投资就是做大概率正确的事情

在投资实践中，有些顶尖高手可以在故事的世界里如鱼得水。乔治·索罗斯就是其中最杰出的代表之一，他有一句名言：“世界经济

史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏。”通俗地说就是识别泡沫，参与泡沫，然后在泡沫破裂之前离开泡沫。

不过索罗斯的话本身已经指出了在故事中获利的难处，因为故事是真真假假的，其中往往掺杂着夸张的成分甚至是谣言，索罗斯将它概括为“假象”可以说十分精到。《科学》杂志上曾发表过一则研究，这项研究通过社交媒体数据对比真实故事的传播率与虚假故事的传播率。研究者研究了经由300万人传播的126 000条谣言，发现虚假故事在推特上的转发率是真实故事的6倍。在当今这个流量时代，故事的讲述者更是用尽心思，充分挖掘一个事实的矛盾冲突点并进行夸张和极端化，因为只有这样才能在海量的信息流中获得眼球。所以，从某种意义上而言，越是阅读量达“10万+”的文章可能离真相越远。

故事的背后是人性所组成的大众情绪，所以要识别故事的真假就要识别大众情绪。但是正如中国老话所说，“知人知面不知心”，了解一个人的心尚且不易，何况要识别由亿万个体组成的群体情绪。

由于故事或叙事在股市运行中占据重要的地位，因此我们必须要重视故事，如果能够识别其发展程度，那么就可以借助逆向思维加以利用。但无论是索罗斯还是巴菲特，都是绝顶高手，俗话说“没有金刚钻，不揽瓷器活”，如果你没有高超的技能，那么最好还是老老实实地从基本功做起。

这基本功是什么呢？在价值投资者看来，其中非常重要的一项便是概率思维。

价值投资就是做大概率正确的事情

概率论是研究随机现象数量规律的数学分支，是一门研究事情发生可能性的学问。概率论的起源与赌博问题有关，后来逐步被广泛应

用于自然科学、经济学、医学、金融保险甚至人文科学中。

概率论是一门博大精深的学问，这里只简单介绍几个在投资中经常涉及的概念。

数学期望值：巴菲特曾指出，“我们所要做的全部就是，将盈利概率乘上可能盈利的数量，减去亏损概率乘上可能亏损的数量”。

投资本质上是对未来的预期以及概率的结合，变成公式就是：$E_a=E_1\times P_1+E_2\times P_2+E_3\times P_3+\cdots\cdots$其中$E$代表对这项投资的预期回报率，$P$代表这项投资成功的概率。这样便可推算出来预期回报$E_a$是多少。

简单说，如果投资一只股票有80%的可能性赚钱，股票上涨幅度可能是2美元，那么同时这也意味着有20%的可能亏钱，假设它下挫的幅度是4美元。用预期收益就是1.6美元减去预期亏损的0.8美元就得出0.8美元（2×80%－4×20%=0.8）的数学预期收益。只要这个数学预期收益为正，那么这就是一项值得的投资。不少投资者会被动听的故事所左右，比如，听信传言说某只股票即将迎来重组，一旦成功，股价将翻倍，这当然很诱人，但是他对这件事情发生的概率是多少却一无所知。如果发生的概率只有10%，不发生的概率却有90%，那么根据公式，这项投资极有可能是失败的。

大数定律：在随机事件的大量重复出现中，往往呈现几乎必然的规律。换句话说，在试验不变的条件下，重复试验多次，随机事件发生的频率近似于它的概率。偶然中包含着某种必然。比如抛硬币游戏，如果抛的次数足够多，那么正面或反面落地的概率会无限接近50%，这就是“大数定律”。

有些人总是格外相信自己的运气或者被少数成功的案例所诱导，觉得硬币落地的那面一定会有利于自己，实际上具备最基础的概率思维就知道，每一次抛掷硬币正反两面落地的概率都是50%。所以在这场游戏中你很难获胜，即使获胜也仅仅是因为运气。

幸存者偏差：1940年，在英国和德国的空战中，英国损失了不少轰炸机和飞行员。因此当时英国军部的一大课题就是研究在轰炸机的哪个部位装上更厚的装甲可以提高飞机的防御能力。当时的英国军方研究了那些从欧洲大陆空战中飞回来的轰炸机。经过统计，飞机上的弹孔主要集中在机身中央，也就是两侧的机翼和尾翼部分。因此研究人员提议，在上述三个弹孔最密集的部分加上装甲。这一建议被美国军队统计研究部的统计学家亚伯拉罕·沃尔德（Abraham Wald）否决。沃尔德连续写了8篇研究报告，指出这些百孔千疮的轰炸机是从战场上成功飞回来的“幸存者”，因此它们机身上的弹孔对于飞机来说算不上致命。但是“死人是不会说话的”，要想救那些轰炸机飞行员的性命，更正确的方法应该是去研究那些被打中并坠毁的轰炸机。经过研究，那些坠落的轰炸机被击中的主要是油箱和发动机的位置。

知道了“幸存者偏差”可以免去很多麻烦，比如不要拿姚明的篮球水平与自己相比。投资也是如此，要时时考察自己买的股票或者基金是不是由某种特殊原因造成的幸存者偏差。

概率思维的终极启示：不过度押注

赌场为什么长盛不衰，赌徒为什么十赌九输？赌徒们不知道，他们并不是输在运气上，而是输在不懂概率上。他们不知道赌场的设计原理背后站着的是一群神一般的数学家：高斯、凯利、伯努利……

来看一个被投资界广泛使用的凯利公式，它被誉为“资金管理神器”，被巴菲特和比尔·格罗斯等投资大佬频繁使用。

凯利公式很简单：$f*=(bp-q)/b$。

$f*$为现有资金应进行投注的比例；b为投注可得的赔率；p为获胜的概率；q为失败的概率，即$1-p$。

用这个简单的公式，你就可以知道在一个赌局当中应当下注的比例。举个例子，扔硬币下注，硬币为正面得3元，为反面则输掉1元。那么这个赌局的赔率为3赔1（成功时的盈利3/失败时的亏损1）。同时我们知道硬币抛出正反面的概率都是50%，所以p、q的概率都是0.5。所以答案f就是（$bp-q$）/b=（3×50%－50%）÷3=33.3%。也就是你应当拿出本金的33.3%来下注，才能使赌局收益最大化。如果有1 000元本金，那么下注333块是最合理的选择。

在这个公式中，（$bp-q$）为期望值。当它为负时，你不具备任何优势，自然不应下任何赌注。当它为0时，显然也不应下任何赌注。只有当（$bp-q$）为正时，方可以下注。最关键的是，凯利公式告诉我们：除非能够确保100%赢，那么任何时候都不应下全部赌注。

过度押注是赌徒们的亏损之源，运用凯利公式可以避免这一点。如果更谨慎一点，还可以使用“半凯利公式”。也就是当凯利公式告诉你使用20%资金的时候，你只用10%。这与投资中安全边际的概念原理相通。价值投资，说到底就是做大概率正确的事情。

当然，关于这一点也是辩证的。巴菲特虽然十分注重安全边际，主张不过度押注，但是当机会来临比如2008年金融危机的时候，他也主张“应该用大桶去接，而不是用小小的指环”。这个时候为什么巴菲特敢于下重注呢？因为在那种特殊情况下，股价被大幅错杀，即使全仓押上，也仍然是安全的。

重阳实践：全概率接力法

作为国内老牌的价值投资私募机构，重阳投资也是概率思维的深度践行者。

重阳投资创始人、首席投资官裘国根曾概括，成功投资的前提是深入地进行“全概率”的基本面分析。“理性投资有三个层次：概率

思维、算期望值和防黑天鹅。”裘国根说，概率思维是理性投资中最初级的层次。长期来看，较高的投资期望值源自“知行合一的数学思维”和“良好的基本面判断能力”的结合。

具体在个股选择中，重阳会选择收益率数学期望值最大的标的。举个例子，假设针对股票A未来有三个情景模式，每个情景模式都有一个相应的概率和不同的预期收益率。将这三种情景下的收益率和概率的乘积求和就得到了股票A的期望收益率。用同样的方法计算出其他股票的期望收益率，最后再放在一起进行比较。在重阳内部，投资标的被分成了四大类型：

1. 成功概率很高、成功后收益率中等，失败概率很低、失败后亏损率很低。
2. 成功概率很低、成功后收益率很高，失败概率很高、失败后亏损率很高。
3. 成功概率中等、成功后收益率很高，失败概率中等、失败后亏损率很低。
4. 成功概率很高、成功后收益率很高，失败概率很低、失败后亏损率很低。

“重阳做投资，进入组合的股票肯定是第一、第三、第四类的机会，如果发现了第四类机会，那就要重仓出击，两个脚往上站。”裘国根说。投确定性更大的标的，并长期坚持下去，胜率自然就高，绝对收益就高。

通过比较期望值确定投资标的后，持有多久卖出呢？重阳投资提出了“价值投资接力法”，即投资标的达到预期收益后不再简单机械地长期持有，而是通过“接力”的方式换成另一个安全边际更大的投资标的。

巴菲特价值投资的思路是买入并持有，然后伴随公司共同成长。而重阳认为在一个高度信息化的时代，市场有效性越来越强，把价值投资简单地理解成长期投资是一个误区，接力法更符合A股市场特点。裘国根说：“重阳不简单梦想在一只股票上赚8倍，但通过‘接力’的方式先后在3只股票上赚1倍，同样可以达到赚8倍的效果，而且后者容易得多，现实得多，流动性也好得多。”[12]

重阳要赚的是上半场的钱，而不是下半场的钱，尤其不赚最后一部分的钱。这一理念的背后，有对收益率的考虑，更多的是对风险的考虑。上半场和下半场的收益率即使是一样的，但风险肯定不一样。如果长期坚持“赚上半场的钱”，那么收益率一样的情况下，波动率就更小。概率思维贯穿重阳投资实践的始终。

老子对话巴菲特

ROUND 10

致虚极，守静笃

老　子：上次我们谈到了周期思维和辩证法，应当说它确保了逆向思维的有效性，非常有意思，这也是我个人极为看重的一个理论。今天我想接着问问两位，辩证规律的发现对你们的投资心态还有没有更进一步的影响？

巴菲特：的确是有的。“我们的所作所为没有超越任何人的能力范围，我感觉我做投资和我做管理没有什么两样，根本不必为得到超凡的结果去做什么超凡的事情。”

老　子：你的意思是说，因为掌握了事物发展的普遍规律，所以你们在投资中变得淡定，并且能够抛弃幻想，服从常识？

巴菲特：没错。“我们之所以取得目前的成就，是因为我并不试图跨过七英尺高的栏杆，我到处找的是我能跨过的一英尺高的栏杆。”

老　子：话虽然这么说，但是霍华德·马克斯的钟摆总是来回摆动，总要做些什么才能抓住投资的好时机吧？

巴菲特：恰当的行动虽然是重要的，但是等待也是十分必要的。

老　子：怎么理解？

巴菲特：我们请小舍直接介绍案例吧。

小　舍：没问题，案例已经准备好。

巴菲特先生在历次股灾中的表现最好地阐释了“等待”的重要性。

1973年1月到1974年10月，美国股市暴跌50%。由于早就判断美国股市估值过高，巴菲特早在1969年9月就退出了股市，选择持有现金。出乎意料的是，虽然一年之后股市最低跌到68点，但又迅速反弹，并连续上涨2年多，1973年1月11日，标准普尔500指数最高121点。之后才开始暴跌。暴跌的时候，其他人纷纷不计成本地低价抛售。巴菲特却非常淡定，从容出手，大胆买入。他在接受《福布斯》的记者访问时说：“我觉得我就像一个非常好色的小伙子来到了女儿国。投资的时候到了。”说起来很轻巧，实际上这个股市调整的过程，巴菲特一等就是5年。

1987年的股灾来得快去得也快，从8月到10月暴跌了36%，但由于跌得太快，所以巴菲特也没有抓住时机，他在1987年度致股东的信中坦承：“1987年10月，确实有几只股票跌到了让我们感兴趣的价位，不过还没有买到对组合具有影响意义的数量，它们就大幅反弹了。”

不过，巴菲特并不为错失这次调整感到懊丧，他请投资者放心：“市场先生将来一定会提供投资机会，而且一旦机会来临，我们十分愿意也有能力好好把握住机会。”

暴跌后的第二年，机会来了，巴菲特开始大量买入可口可乐，到1989年，2年内买入可口可乐10亿美元，1994年继续增持后总投资达到13亿美元。1997年年底巴菲特持有可口可乐股票的市值上涨到133亿美元，也就是说，已经变成了本金的10倍。

2000年的时候，美国科网泡沫破裂，从当年3月到2002年10月美国股市暴跌50%。但是巴菲特却并不急于抄底，因为他想买

的很多股票还不便宜。直到2003年巴菲特才终于开始出手，买入中石油。2005年大量买入，投入股市的资金规模从2002年年底的90亿美元猛增到160亿美元。

老　子：巴菲特先生果然是个守株待兔的高手。不过我有点好奇，在股市暴跌的时候，你都在做些什么？

小　舍：关于这个我可以补充一个故事。1987年10月19日，股市暴跌，在一天之内，道琼斯指数跌了508点，跌幅高达22.6%。一天之内巴菲特先生的财富损失了3.42亿美元，短短一周之内伯克希尔－哈撒韦公司的股价就暴跌了25%。在暴跌那一天，巴菲特可能是整个美国唯一一个没有时时关注正在崩盘的股市的人，因为他的办公室里根本没有电脑。在暴跌的那一刻，巴菲特和往常一样安安静静待在办公室里，打电话、看报纸、看上市公司的年报。

老　子：巴菲特先生的确淡定。

巴菲特：谢谢赞赏。不过这确实是我的诀窍，“当没有合适的事情可做时，就什么也不做”。如果我们不能在自己有信心的范围内找到需要的，我们不会扩大范围。我们只会等待。

老　子：芒格先生，你也一样喜欢等待吗？

芒　格：是的，“我们的投资规矩是等待好球的出现”。“你需要的不是大量的行动，而是大量的耐心。你必须坚持原则，等到机会来临，你就用力去抓住它们。”

老　子：等待的时候你会做什么？

芒　格：“我们花很多时间思考。我的日程安排并不满，我们坐下来不停地思考。从某种意义上来说，我们更像学者而不是生意人。我的系统总是坐下来静静地思考几个小时。我不介意在很长的时间里没有任何事情发生。”

老　子：听说股票交易是一个高度活跃的游戏，安静地等待恐怕并不容易吧？

巴菲特：“在华尔街，每5分钟就互相叫价一次，人们在你的鼻子底下买进卖出，想做到不为所动是很难的。”

老　子：可以想象，人的天性总是喜欢多动多说，在我生活的那个时代就已经是这样，所以我说过一句话：“多言数穷，不如守中。”

巴菲特：没想到老先生在2 500年前就有类似的感慨了，这倒出乎我的意料。不知能否详细解释一下这句话？

老　子：这句话字面的意思是说，一个人如果说话太多，往往会使自己陷入困境，还不如保持虚静沉默，把话留在心里。也有人做政治化的解释：政令繁多却屡遭失败，还不如虚静无为。今天听起来，与投资倒也有相通之处。

巴菲特：是的，股票市场充斥着多动症患者，我毫不客气地说过，“一个过度活跃的股票市场其实是企业的窃贼”。

老　子：在我看来，动和静也是一对辩证关系，它们互相依存、互相包含、互相转换，但是普通人都只知道动的好处，不知道静的好处。事实上，不知道静，往往是妄动。这是我2 500年前就反问过的：“谁可以像浑浊的水流一样停止流动，安静下来慢慢变得澄清？谁可以像草木那样保持长时的静寂，却萌动生机而不息？”

巴菲特：老先生竟直接说白话文了，不知在古文中是哪一句？

老　子：啊哈，聊得高兴，竟忘了介绍原文，这句话原文是“孰能浊以静之徐清；孰能安以动之徐生”，收于《道德经》第十五章。

巴菲特：老先生总能从大自然当中总结出哲学，的确很高明。

老　子：其实，你看看，连天地都是这样的。“天地之间，其犹橐籥乎？虚而不屈，动而愈出。”

巴菲特：这又作何解释？

老　子：这句话的意思是：天地之间，岂不像个风箱一样吗？它空虚而不枯竭，越鼓动风就越多。

巴菲特：所以，大自然之所以生生不息正是由于天地之间的虚静？

老　子：是的，所谓“夫物芸芸，各复归其根。归根曰静，静曰复命”。也就是说，看那万物纷纷芸芸，各自返回它的本根，返回到它的本根就叫作清静，清静就叫作复归于生命。

巴菲特：看来老先生对虚静情有独钟。

老　子：可以这么说，所以我主张修为的根本之道是“致虚极，守静笃”。

巴菲特：怎么理解？

老　子：这句话是建议修为之人要尽力使自己的心灵达到虚寂，最好虚寂到极点，保持自己的生活清静，而且不能三心二意，要坚持不变。

巴菲特：精彩！如果做投资能够做到这个境界，那么多动症一定会被治愈，安静地等待也就不会太难了。

老　子：我讲的是一种理想状态，现实环境复杂得多，尤其现代生活中，故事和谣言满天飞，噪声无处不在，所以我很好奇，你和芒格先生有什么具体的方法可以让自己在投资中做到安静地等待？

巴菲特：在我看来，“任何刺激你瞎折腾的环境，都要远离。华尔街无疑就是这样的环境”。

老　子：所以你远离华尔街，选择住在奥马哈这样的偏僻小镇？

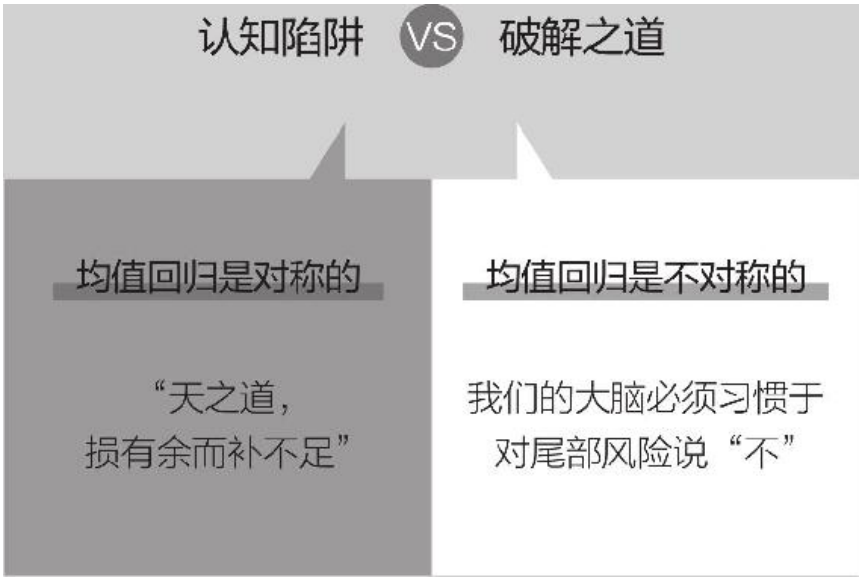
巴菲特：可以这么说吧。“我回到奥马哈之后，每半年都去大城市一次。我每次都列一个清单，把自己要做的事写下来，比如要去调研的公司等。这些路费都没白花，该做完的事，做完了，我就回到奥马哈思考。”

老　子：这正是我喜欢的生活状态，想当年我也喜欢躲在图书馆里，静静地思考。

巴菲特：同好，握手！

11

以“谨慎小心”破解“黑天鹅”


认知陷阱
VS
破解之道
均值回归是对称的
“天之道，
损有余而补不足”
均值回归是不对称的
我们的大脑必须习惯于
对尾部风险说“不”

认知陷阱11：均值回归是对称的

“天之道，损有余而补不足”

在我们的生活中，对称性现象随处可见。蝴蝶、蜻蜓、鸭子这些动物是对称的；我们人造的书本、杯子、手机、房子也基本是对称的；自然界中的日升月落、斗转星移是对称的；我们用来感知世界的双眼、双耳、双手也是对称的……

动物界的对称可能蕴含着某种进化机制。对称的结构可以让动物更准确迅速地应对外界环境中的危险。那些左右对称生物可对环境进行利用的部分可能是不对称生物的2倍。的确，对称的东西更为实用。一栋建筑如果是对称的，那么它的空间利用效率明显要高于那些非对称的构造。桌子的对称有利于保证它的平稳。汽车的对称使它在行驶过程中保持平衡。

在实用的基础上，对称还演变成了一种美学。尤其中国人似乎对对称的美学格外痴迷。看看中国的建筑，无论是宫殿、庙宇、亭台、楼阁、园林无不显示着对称之美。如果不相信，不妨去看看故宫，它绝对是对称美学的典范。整个紫禁城沿着中轴线均匀有序地分布着殿堂、牌坊，再看细节，无论是飞檐翘角还是房间内的纹饰，无处不传递着对对称的钟爱。建筑大师梁思成就曾说过：“无论东方、西方，再没有一个民族对中轴对称线如此钟爱与恪守。”

对称性也是物理学的核心概念之一。物理学的许多规律、定律、方程、模型都是存在对称性的：远到经典物理学的动量定理，近到爱因斯坦的广义相对论；大到万有引力定律，小到粒子的运动。可以说正是因为物理存在对称性，所以物理的很多模型、规律、定律、方程才成立。

数学中也充满了对称性，比如著名的正态分布。正态分布又称高斯分布，是统计学中最重要的一种概率分布，它描述的是某件事出现不同结果的概率分布情况，属于一般规律。正态分布的概率密度函数曲线呈钟形，因此人们又经常称之为钟形曲线。钟形曲线的特点是：两头低，中间高，左右对称，曲线与横轴间的面积总和等于1（见图11-1）。

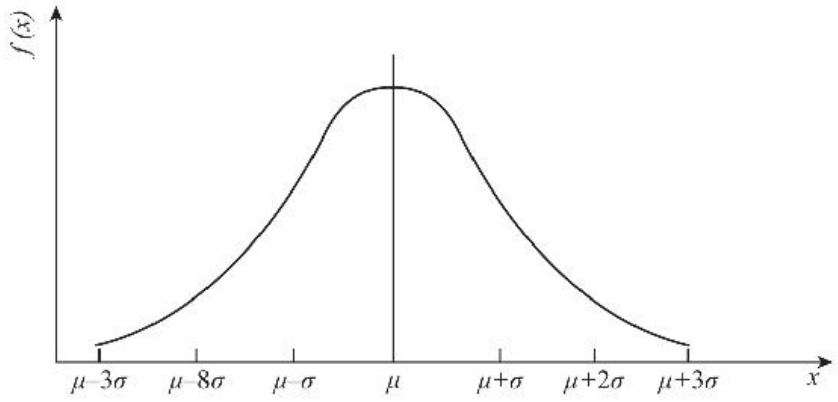


图11-1　正态分布曲线

注：μ代表期望，σ代表标准差。

以身高为例，假设抽样调查某个学校100名18岁男大学生的身高，身高的均值为172.70厘米，图形会显示中等身高的人比较多，而特别高的和特别矮的人比较少。偶然出现一个姚明那样身高的人并不会改变统计结果，除非出现一群姚明。除了男女身高，人的寿命、血压、考试成绩等，都属于正态分布。可以说，正态分布是自然界典型的形态。

“富不过三代”与均值回归

为什么要讲对称性和正态分布，因为由它们衍生出来的另外一个重要概念与股票投资有关，那就是“均值回归”。“均值回归”是由查尔斯·达尔文的表兄弟弗朗西斯·高尔顿发现的。它以正态分布假

设为基础，认为事物在长期的变化过程中，总有向“平衡位置”（或均值位置）靠拢的倾向。

大约1875年，高尔顿用一种香豌豆种子做实验。香豌豆坚硬而多产，而且不宜杂交。每个豆荚中豌豆的大小基本一致。在称量和测量了成千上万的香豌豆后，高尔顿将7种不同重量的香豌豆送给了9位朋友，每个重量送10个样本豌豆。这9个朋友遍及不列颠群岛，其中也包括达尔文。高尔顿告诉朋友们要认真按照特定的条件种植这些豌豆。

经过大量艰辛的实验，高尔顿发现，母豌豆的后代都呈现出正态分布特征，同时母豌豆的直径变化范围比子豌豆直径变化范围要大很多。母豌豆平均直径为4.572毫米，其变化范围为3.810～5.334毫米，或者说是在平均值4.572毫米两侧各0.762毫米之内。子豌豆的平均直径为4.140毫米，其变化范围是3.912～4.394毫米，或者说是仅在平均值4.140毫米两侧各约0.254毫米范围内变动。也就是说子豌豆直径的分布比母豌豆直径的分布更为紧凑。另外，最大的母豌豆孵育出来的子豌豆平均直径要小于母豌豆，而最小的母豌豆孵育出来的子豌豆平均直径要大于母豌豆。

这就是“均值回归”的来源，高尔顿写道：“回归是理想后代的平均类型偏离其父辈的倾向，并且大概要回归到被称为父辈的平均类型中去。”这种回归在自然界是非常必要的。因为如果这种回归的进程不存在的话，那么，大的豌豆会繁殖出更大的豌豆，小的豌豆会繁殖出更小的豌豆……如果这样，这个世界就会两极化，只有侏儒和巨人。大自然会使每一代的豌豆变得越来越畸形，最终达到我们无法接受的极端。

有趣的是，高尔顿还发现，人类的命运在某种程度上跟香豌豆的规律差不多。他做了个统计，在杰出人物的儿子中，仅有36%的人仍旧是杰出人物，更糟糕的是，在其孙子辈中，仅有9%的人还称得上是杰出的。这正印证了孟子所说的“君子之泽五世而斩”。老子也说过：

“天之道，损有余而补不足。”网络上流传着不少这样的帖子，说父母是北大或其他名校的“学霸”，子女却是“学渣”，父母为此感到十分无奈。其实，如果懂得了“均值回归”的道理，父母或许也就释然了。高尔顿写道：“这个法则（均值回归）是公平的：不论是好的方面还是坏的方面，在遗传时都会有所减少。如果这个法则使那些奢望天才的后代会全部继承父辈才华的人大失所望，它也同时使某些害怕其子女会继承他们缺陷和疾病的人不再万分恐惧。”[1]

“新手死于追高，老手死于抄底”

“均值回归”的理论后来被带到了股票市场，它揭示了股票涨多了会跌，跌多了会涨的规律。上一篇讲到的股票市场中的周期便是“均值回归”的反映。

但是，需要注意的是股市中的“均值回归”并不像自然界那么精准无误。股市急速上涨了800点之后或许会发生回调，但是它的调整幅度并不一定是800点，股市的上涨和下跌并非是完全对称的。在《圣经》中，约瑟对法老王预言七个富年后必是七个荒年，从大的原理上来说，这个预言是成立的，但是七个富年后，到底是七个荒年，还是三个荒年，又或者是九个荒年，就不得而知了。

如果股市的周期是对称的，那投资将变得太容易，在股价跌到均值以下的时候买入就能确保赚钱了。但是正如股谚有云，“新手死于追高，老手死于抄底”，股价的均值本身是个变化的数字，盲目抄底是个十分危险的动作。

连被誉为华尔街最杰出股票作手的杰西·利弗莫尔也曾因为抄底而大败亏输。1929年美国股市大崩溃，到1932年7月时，股指跌得只剩下原来的11%。由于跌幅实在太大，反弹的速度也非常迅猛。在之后的42天中，道琼斯指数反弹了93%。利弗莫尔判断市场已经见底，于是在

反弹顶部大举做多。事后看来，这一次的反弹是一次经典的“死猫反弹”（Dead Cat Bounce）。此后美股从1932年9月到1933年2月，又跌去了40%。利弗莫尔承受了巨大损失，1934年，他宣告破产，欠下了500万美元的债务。

在股市中，均值终将回归，但是关键在于时间，如果你没有足够的实力或者耐心等到回归的那一天，悲剧也同样难以避免。投资史上著名的老虎基金在1998年8月全盛时期管理的资产多达220亿美元，比索罗斯的量子基金还高出一大截，是当时规模最大的对冲基金，其创始人朱利安·罗伯逊因此被人们推为华尔街最具影响力的人物。也是在那一年，股市进入了科网泡沫之中，科技股鸡犬升天，坚持价值投资的罗伯逊按照自己的标准买入了大量的“旧经济”股份，而这些股份由于市场资金流入“新经济”股而持续大跌，如他持有逾22%股权的美国航空，在12个月内失去近五成的市值。另外，他利用杠杆卖空没有盈利的科技网络股，先后沽空了两大热门股票朗讯科技（Lucent Tech）和美光科技（Micron Tech），却遭遇重大损失。

2000年第一季度，由于亏损严重，投资者共撤走了77亿美元，给了老虎基金最致命的一击。然而也就是在2000年3月，科网泡沫开始松动，随后破灭。均值终于回归，但是老虎基金已经无力回天。

世界分为两个，一个是物理世界，另一个是非物理世界。说世界是对称的并不错，但是需要将其限定在物理世界。如果放到非物理世界，比如经济、金融、股市当中，这个命题就不一定成立了。股票市场虽有它的周期性，然而它的周期不像物理世界那样是对称的，相反，它是非对称的。

投资，既要重视市场周期和均值回归，同时也要当心这种非对称性。

破解之道11：均值回归是不对称的

我们的大脑必须习惯于对尾部风险说“不”

在100多年前，意大利经济学家兼社会学家维尔弗雷多·帕累托提出了著名的“二八效应”，它的大意是：在任何特定群体中，重要的因子通常只占少数，而不重要的因子则占多数，因此，只要能控制具有重要性的少数因子即能控制全局。

“二八效应”最早被发现于土地方面。在意大利有20%的人拥有80%的土地，而在这20%的人中，20%（即总人口的4%）又拥有其中约80%的土地（即土地总量的64%）。最后，我们看到，不到1%的人口拥有50%的土地。

塔勒布非常重视“二八效应”这一类不均衡的分布，他将具有这种特点的事物命名为“极端斯坦”世界，与之相对应的是“平均斯坦”世界。[2]

在极端斯坦世界，还有些什么特异的事情呢？塔勒布在他的“不确定性系列四部曲”[(8)]中提到过很多。比如，99%的互联网流量是由不到1%的网站创造的，99%的图书销量是由不到1%的作者贡献的。在任何一个群体中，只要有3%～4%永不妥协的少数派，他们就会全身心地投入“风险共担”，捍卫自己的切身利益（有时候甚至拿灵魂来捍卫），最终，整个群体的人都会服从少数派的偏好和选择。比如，美国犹太人比例不足3%，但是由于犹太人在经济和政治上的影响，美国超市几乎所有的饮料都印有符合犹太教教规的“U”字标志。美国对花生过敏的人不超过1%，但这导致了美国飞机和学校从不提供花生或者花生酱。一个家庭里，只要有一个老人或者孩子不能吃辣，那么这家的饮食就注定避免吃辣，而其他吃辣的人也会潜移默化地改变习惯。乘客在登飞机前要进行安检，其目的是看他们是否携带了武器；他们

只有极小的概率是恐怖分子，但是所有人都必须接受安检，这同样是一种非对称性。[3]

如果说在平均斯坦世界，我们受到集体事件、常规事件、已知事件和已预测到事件的统治，那么在极端斯坦世界，我们受到的则是单个事件、意外事件、未知事件和未预测到事件的统治。

“黑天鹅”事件是极端斯坦世界中的极端。什么是“黑天鹅”，塔勒布总结有三大特征：第一，它具有意外性，即它在通常的预期之外，也就是在过去没有任何能够确定它发生的可能性的证据；第二，它会产生极端影响；第三，虽然它具有意外性，但人的本性促使我们在事后为它的发生编造理由，并且使它变得可解释和可预测。简而言之，“黑天鹅”具有稀有性、极大的冲击性和事后（而不是事前）可预测性的三大特点。[4]

现实生活中，我们见过哪些重大的“黑天鹅”事件呢？最近的一次无疑是新冠肺炎疫情的全球大流行，再往前比如英国公投脱欧、汶川大地震、“9·11”事件、苏联解体、泰坦尼克号沉没等。这些事情少有人能够预料，但每一件都惊心动魄并深刻影响了历史进程。

财富世界“黑天鹅”

不巧的是，财富世界恰好处在极端斯坦甚至“黑天鹅”的世界当中。我们不可能在几天时间内把自己吃成一个大胖子或者从一个胖子变成瘦子，但是我们的财富可能会在短短的几天内翻倍，或者在一夜之间清零。

在投资的世界，财富向上和向下两个维度都可能呈现出某种不均衡甚至极端的特征。不妨回顾一下在本书第一篇中我们介绍过的，股市创富的空间不仅不是时时打开的，而且可能是昙花一现的，也就是说少数几个交易日创造了大部分的收益。复利同样是非对称性的，它

越到后面越呈现出加速的态势，所以才会出现巴菲特96%的财富在60岁后获得的现象。

不妨再列一组数据，2007年5月美盛资产管理公司的首席策略分析师迈克尔·莫布森做过一个研究，收集了标准普尔500指数30年来每日的价格变化，共有7 300个观察数据。30年间指数复合年收益率为9.5%。如果去掉50个业绩最坏的交易日（不到样本总数的0.7%），年复合收益率达到18.2%，比历史平均水平高了8.7%。如果去掉业绩最好的50个交易日，年复合收益率将大幅降低至1%以下，比历史平均水平低了近9%。[5]财富创造过程的不均衡性一目了然。

还记得索罗斯一战成名的故事吗？1992年，经济不景气的英国需要英镑贬值以刺激出口，发展经济。碍于当时欧洲的汇率体系，英国请求德国政府将马克贬值，但德国当时经济发展良好，并且正着力于重建东德，所以两次拒绝了英国的请求。

英镑对马克的比价不断地下跌，从2.95跌至2.85，又从2.85跌至2.80。索罗斯这样的投机大鳄看到英镑的虚弱，做好了伏击的准备。

1992年9月13日，意大利里拉突然贬值7%。两天后，索罗斯等待的时机到了，他决定大量做空英镑。英镑对马克的比价一路下跌至2.80，虽有消息说英格兰银行购入30亿英镑，但仍未能挡住英镑的跌势。到傍晚收市时，英镑对马克的比价差不多已跌至欧洲汇率体系规定的下限。英镑已处于退出欧洲汇率体系的边缘。9月16日收市时，英镑对马克的比价下跌至2.70，英国政府决定退出欧洲汇率体系。9月17日，英镑继续下跌，最后稳定在2.65。

英国人把1992年9月15日，即英镑退出欧洲汇率体系的日子称作“黑色星期三”。索罗斯却是这场袭击英镑的行动中最大的赢家，从此他就被称为“击垮了英格兰银行的人”。他从英镑空头交易中获利近10亿美元，在英国、法国和德国的利率期货上的多头以及意大利里拉上的空头交易使他的总利润高达20亿美元。索罗斯一战成名。

索罗斯代表的是财富创造的极端，而在财富破灭的过程中同样有不少极端的案例。在第一篇中我们介绍过长期资本管理公司的故事，他们用两年的时间就震惊了华尔街，创下了所有季度实现高额正收益的神话，然而仅仅1998年一年就陷入了破产的边缘。财富向下的跌落比向上的过程更为惊心动魄。

最新的典型案例是，2021年3月，华尔街对冲基金猛人比尔·黄（Bill Huang）旗下的家族基金Archego由于同时遭遇几只重仓中概股的暴跌，被券商强行平仓，150亿美元的本金悉数亏光。仅3月26日当天，比尔·黄的亏损金额就达到100亿美元，创造了史上单个投资者最大亏损纪录。

此前，比尔·黄利用“高杠杆”模式，硬是将2亿美元自有基金做到了2021年年初的150亿美元。尤其是2020年下半年，比尔·黄重仓中概股和部分美股，股价都涨了好几倍，个人身家暴涨。这150亿美元的个人财富，大部分应该都是在过去一年内赚到的。

成也杠杆，败也杠杆。这像极了塔勒布笔下火鸡的故事，1 000天的幸福毁于第1 001天的不幸。

“要想投资成功，你首先得活着”

“黑天鹅”的存在使投资的过程变得惊心动魄，投资必须正视“黑天鹅”。

在此前的篇章中笔者引用过重阳投资创始人、首席投资官裘国根的观点：“理性投资有三个层次：概率思维、算期望值和防黑天鹅。”其中，“概率思维”是理性投资中最初级的层次。而最高一个层次“防黑天鹅”则依赖天分和勤勉而产生的灵感，但灵感是忽隐忽现的，所以“黑天鹅”总是防不胜防。黑天鹅事件的发生概率虽然是万分之一甚至更小，但鉴于其发生后果的严重性，从全概率的角度考

虑也应该给予高度重视，尽管在理论上黑天鹅事件无法系统性地预防。

那么具体应该怎么做呢？塔勒布的秘诀是采用“杠铃策略”，这个策略的特点是不在中间（中庸）地带下注，而在两端下注，一端是极度安全（保守），另一端是极高风险（激进）。[6]

不论在个人生活上还是投资上，塔勒布都是杠铃策略的践行者。他不像许多跑步爱好者那样每天跑五公里或十公里，而是会进行长时间的散步，然后突然以警察追劫匪的速度猛跑一小段。他不会天天举重，但是偶然会在酒店测试一下举重的极限。他可以长时间不睡觉，然后大睡一觉。他会连续几顿不吃饭，然后在喜爱的餐厅里大吃一顿。2014年，塔勒布曾到重阳投资进行过一次演讲交流，笔者恰好负责接待他，亲眼见证了他的杠铃饮食策略。他从下飞机到第二天下午演讲之间忽略了三顿饭，直到演讲完毕，第四顿饭他才开始大快朵颐。塔勒布说，在这种看上去不健康的生活方式持续了两年半之后，他发现自己的诸项身体指标都有了显著的改善：过多的脂肪消失，血压恢复正常，思维更加清楚敏捷，等等。[7]

在投资上，他的杠铃策略是这样的：将七至九成的资金存银行（在不考虑通胀的情况下极度保守），将一至三成的资金多次小量押注在极高风险同时可能有极高收益的事物上（极度激进）。

看塔勒布的行为方式，总让人想起浏览短视频时经常看到的一句话：“动作有危险，请勿轻易模仿。”对于许多人来说，爆发式的跑步、举重、饮食极有可能闪了腰或者伤了肠胃。

“没有金刚钻，不揽瓷器活。”如果没有塔勒布或索罗斯这样“东邪式”的绝活，投资也可以选择一种厚重稳健的类似于郭靖“降龙十八掌式”的打法。

价值投资的一些核心理念正是这样的打法。关注基本面、安全边际、长期主义、逆向思维等能够确保我们做大概率是正确的选择，最终赢得投资长跑的胜利。

事实上，塔勒布和索罗斯也不是赌博式的冒险主义者，他们的一些操作虽然在多数人看来属于高难度，但对于他们来说却有相当高的胜算。塔勒布曾说过，那些在风险行业中生存下来的投资人，都懂得这样一条广为人知的原则，那就是“要想投资成功，你首先得活着”。“我自己的版本是‘如果一条河的平均深度为4英尺，就千万不要过河’。我自己在生活中尽量保持对风险事件后果的敬畏，因为爆仓不仅会让人前功尽弃，而且会让人永远出局。”[8]

这与巴菲特和芒格的理念如出一辙。塔勒布个性鲜明，文风辛辣，经常讽刺专家、记者等群体，但是他对巴菲特却一直褒奖有加。

“巴菲特建立了一个非常严格的筛选体系，只有通过筛选的项目他才进行投资。他曾经说过，成功人士和真正的成功人士之间的区别就是后者几乎对所有投资机会说‘不’。”塔勒布说，他的观点与巴菲特类似，“我们的大脑必须习惯于对尾部风险说‘不’。许多方法都可以赚钱，且完全不必触发尾部风险。同样地，许多方法可以拯救世界，完全不必使用那种会导致系统脆弱性和未知风险的复杂方法。”[9]

大道至简，大道相通。鉴于财富的实现和失去都具有明显的非对称性，财富长盈之道的终极秘诀或许就是一方面以长期主义的态度静待“复利之花”绽放，另一方面则以“不赌”的心态保持对不确定性的敬畏。

老子对话巴菲特

ROUND 11

为之于未有，治之于未乱

老　子：听巴菲特和芒格两位先生介绍了许多投资之道，我感到投资的确是一件不容易的事，仅仅是保住本金就有很多“雷区”要躲避，何况还想博得收益。

巴菲特：还要请老先生再多赐教智慧。

老　子：听你们的理论，我倒想起有个叫孙武的后生，后世人们叫他孙子。他写了一套《孙子兵法》，有人说孙子受我的学说影响很大，不管是不是，我的确都很欣赏他的一些说法，其中一些原理或许能够与你们的投资理论互相参详。

巴菲特：愿闻其详。

老　子：比如，《孙子兵法》说的“胜兵先胜而后求战，败兵先战而后求胜”就很有道理。这句话是说，胜利的军队总是先制造好了胜利的态势然后再发起战争，失败的军队却总是先发起战争然后企求在作战中获得胜利。换句话说，求胜要求“先胜”，胜于开战之前，如果在战争之中再去求胜，那很可能失败，即使胜利也是侥幸的胜利，或者是惨胜。如果再简约成四个字，便是“先胜后战”或“赢了再打”。

巴菲特：“先胜后战”果然精彩，跟我们做投资说的先保住不亏钱，再图赚钱是一个道理。

老　子：是的，中国历史上有两个很好的故事可以说明这种战法，不妨请小舍来介绍一下“飞将军”李广和“不败将军”程不识

的故事。

小　舍：好的。“飞将军”李广在中国是个家喻户晓的历史传奇。他才气无双，尤其箭术了得，不仅箭无虚发，而且能够射穿石头。他爱兵如子，凡事身先士卒，只要有一个士兵没喝到水，他就不喝水，只要有一个士兵没吃到东西，他就不吃，士兵多愿为他效死力。

不过，李广的一生却是个悲剧。“冯唐易老，李广难封”，李广一生与匈奴七十余战，却到老也没有封侯，被后生小辈卫青、霍去病等“甩出了八条街”。不甘心的李广六十多岁再度请缨出战，却在沙漠中迷路，最终在恼怒与羞愧中拔刀自刎。

李广的才华与坎坷博得了文学家的同情，但在军事专家眼里却另有说法。

史书记载，李广带兵不讲究队列，随意驻扎，夜间不打更，更不喜欢烦琐的文书，怎么率性怎么来。他经常率军深入敌境，孤身犯险。比如，他在守城时曾经亲率百名士兵离开守军去追匈奴的三个射雕者，虽活捉了俘虏，却遭遇匈奴数千骑兵，幸亏匈奴人以为其中有诈，没敢追击，李广才得以全身而退。还有一次，他更是被匈奴活捉，靠着诈死，中途跃起夺马狂奔，才得以逃脱。

李广一生与匈奴七十余战，在文景两朝对匈战争中他的主要任务为防守，而武帝时期的五次主动出击战却以三次未遇敌和二次失败告终。

可以说，李广的作战风格成就了自己的传奇，但结果却是损兵折将，败多胜少。

巴菲特：李广的故事听起来的确很精彩，那么程不识是一个什么样的将军呢？

小　舍：程不识在当时是与李广齐名的一个将军。他的治军风格与李广正好相反：文书记录传递十分严密，夜间准时打更，指挥系统层级非常清晰。部队出战时，总是处在人不解甲、马不卸鞍的戒备状态。他的军队以步兵为主，行军很慢，但很坚实。凡是他率军作战，前面一定有斥候（侦察兵），左右一定有掩护，一队一队互相呼应，互相照管，安营扎寨极有章法。行动起来，全军一起行动；扎下营来，敌人冲不动。

程不识一生从未让匈奴人得逞，因此号称“不败将军”。

程不识对“明星”同僚李广有很客观的评价，他说，李广统率军队，推崇简便易行，虽然战士人人乐战效死，但如果敌人突然发动攻击，仓促之间必然难以迎战。

后来，宋朝的著名历史学家司马光在《资治通鉴》中也对李广和程不识两人进行了评价和对比。他说，李广领兵作战，使人人自便，以李广出众的才能，这样做也许是可以的，但后世切莫效法。学程不识之法，虽然可能无功，但也不致失败；如果学李广之法，则很少有不走向覆灭的。

巴菲特：所以程不识是“胜兵先胜而后求战”，李广却是典型的“败兵先战而后求胜”。

老　子：正是如此。

巴菲特：太有意思了。

老　子：《孙子兵法》还说，“古之所谓善战者，胜于易胜者也”，这也非常精辟。

巴菲特：这又做何解释？

老　子：这句话是说真正善于打仗的人不过是战胜了容易战胜的人。

巴菲特：这不就是我说的“我并不试图跨过七英尺高的栏杆，我到处找的是我能跨过的一英尺高的栏杆”吗？

老　子：没错，你们说得非常相通。孙子还进一步说：“故善战者之胜也，无智名，无勇功，故其战胜不忒。不忒者，其所措必胜，胜已败者也。”

小　舍：我来解释吧。这段话是说，真正善于打仗的人获胜，既没有智慧过人的名声，也没有勇武盖世的战功，他之所以能打胜仗，是因为不出任何闪失，谋划举措得当，他所战胜的是已经注定失败的敌人。

巴菲特：精彩。

老　子：精彩的还有很多。比如孙子在《谋攻篇》说：“用兵之法，十则围之，五则攻之，倍则分之，敌则能战之，少则能逃之，不若则能避之。”

小　舍：还是我来解释。这段话的意思是根据用兵的原则，有十倍于对方的兵力时才包围敌人，五倍兵力时才进攻敌人，两倍兵力时要设法分散敌人，兵力相当时打得过尽量打，兵力比敌人少时就要退，实力不如敌人时就躲避。后来我们新中国的缔造者毛泽东的“集中优势兵力”和“打得过就打，打不过就跑”的思想大概就是发源于这里。

巴菲特：太有趣了，这说的不就是概率思维嘛！《孙子兵法》果然厉害，怪不得在美国也有那么多人喜欢。

芒　格：我听了也很有启发。不过这都是孙子的见解，老子先生您自己对此又有什么精妙点评呢？

老　子：如果要我来用一句话来概括的话，我会选这句：“其安易持，其未兆易谋。其脆易泮，其微易散。为之于未有，治之于未乱。”

芒　格：怎么解释呢？

老　子：我是想说，局面安定时容易保持和维护，事变没有出现迹象时容易谋划；事物脆弱时容易消解；事物细微时容易散失；做事情要在它尚未发生以前就着手处理；治国理政，要在祸乱没有产生以前就早做准备。

巴菲特：实在是精彩，联系李广和程不识的故事，李广总是在事后被动应对，而程不识却总能在战事发生前就做好准备，所以可以立于不败之地。

老　子：没错。

小　舍：三位的对话实在精彩极了，我也想谈点感想，《孙子兵法》讲究战争的准备要有“五事七计”。“五事”指道、天、地、将、法；“七计”是主孰有道、将孰有能、天地孰得、法令孰行、兵众孰强、士卒孰练、赏罚孰明。各个环节反复推演操练，才可做到一生不败。

看巴菲特、芒格先生做投资，严谨、自律、理性、洞悉历史大势、敏于风险防范、擅长企业估值……其实正是这些投资的“五事七计”使两位立于不败之地。

我们总是喜欢传颂以少胜多、以弱胜强的传奇故事，其实这些故事掩盖了真相，诱导我们偏离概率思维，反映在投资中就是偏离赚钱的本质。

看大师们谈投资貌似云淡风轻，实际上却是“台上一分钟，台下十年功”。就如《孙子兵法》讲“胜于易胜”，背后却是“五事七计”的反复演练推算。价值投资是以过程之难换

结果之易，如程不识打仗。博傻却是以过程之易换结果之难，如李广匹夫之勇。几位先生，不知道我这么理解对不对？

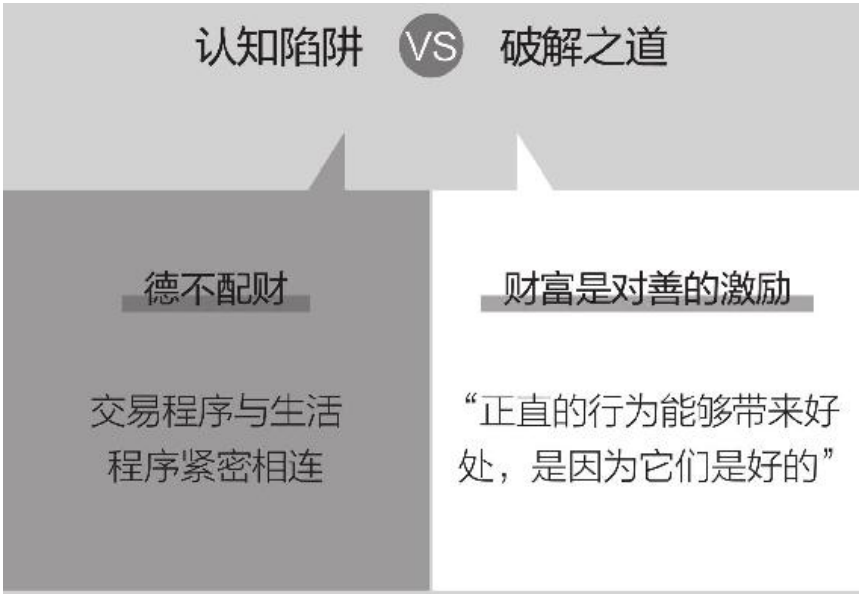
老　子：小舍理解到位。

巴菲特：非常赞同。

芒　格：我也赞同。

12

以“财富善念”破解“财不配位”


认知陷阱
VS
破解之道
德不配财
交易程序与生活
程序紧密相连
财富是对善的激励
“正直的行为能够带来好
处，是因为它们是好的”

认知陷阱12：德不配财

交易程序与生活程序紧密相连

1940年11月，杰西·利弗莫尔在纽约第5大道和中央公园路拐角的榭丽尼圣酒店的更衣室里开枪自杀。他在临终遗言中写道：“我的一生是个失败者。”

利弗莫尔是谁？他是华尔街历史上最传奇的股票作手，被公众认为能够预知未来股票价格的具有超自然能力的人。他14岁时辍学，到波士顿的潘恩·韦伯证券经纪公司当了一名擦写股价的黑板小弟。在这里他展现出了对数字的惊人天赋，15岁时就靠对赌股票短期走势赚了1 000美元，这对于一个孩子来说是个天文数字，为此他获得了“抢钱小子”的外号。1907年，因做空美股，他大赚300万美元。当时，负责维护市场稳定的金融巨子J.P.摩根派人央求他不要再做空，他感觉自己“那一刻就像国王”。1919年，威尔逊总统邀请他到白宫，请他平仓棉花期货以救国急。1929年，美股大崩盘时，他倾所有资金放空股票，大赚1亿美元，要知道当年美国联邦政府的财政收入也仅为37亿美元。

利弗莫尔以其精湛的投机手法赢得了“华尔街巨熊”“华尔街投机之王”等称号，拥趸无数。有人将他的名字翻译成“李佛魔”，倒也贴切。

然而，就是这样一位天才，却以自杀的形式悲惨谢幕，原因何在？上文已经提到过，利弗莫尔通过做空成功赚取1亿美元。不过很快美股就迎来了大崩溃，当道琼斯指数终于在1932年7月见底时，股指跌得只剩下原来的11%。后来利弗莫尔因为过早抄底承受了巨大损失，1934年，他宣告破产，欠下了500万美元的债务。

事实上，此前的利弗莫尔曾经经历过多次破产，每一次他都能起死回生，但是这一次他却一蹶不振。美国新成立的证券交易委员会加强了对股市的监管，修改了卖空的规则，新的规则限制让利弗莫尔不再如鱼得水。然而，更致命的是利弗莫尔个人生活的崩溃。

交易程序与生活程序紧密相连

利弗莫尔虽然失败了，但在他的身后仍然有众多的拥趸，因为在交易上他的确是个天才，他的交易哲学至今仍影响着一代又一代的交易者。而且利弗莫尔也是一个善于反思的人，他早年就总结过自己投资失败的原因：第一，没有耐心等待时机的到来，缺乏等待（关键点）的意志力；第二，没有遵循良好的投机程序，导致判断失误。

可惜利弗莫尔只反思了交易纪律，而没有反思生活纪律。利弗莫尔的个人生活十分奢靡，在感情上也很放纵，在世界各地的别墅中养有情人。而恰恰是感情生活，成了压垮利弗莫尔的最后一根稻草。利弗莫尔经历过三次婚姻，育有两个孩子。1932年，利弗莫尔与第二任妻子多萝西因感情破裂而离婚。为了报复长期在外寻花问柳的利弗莫尔，多萝西在离婚的当天就与新晋情人结婚。多萝西保留了两个儿子的监护权，并得到了1 000万美元的和解费以及一套价值350万美元的别墅豪宅。已经习惯了奢靡生活的多萝西不久后便陷入财务危机，她将那套豪宅以22.2万美元的极低价格贱卖了出去，利弗莫尔闻讯后沮丧不已。多萝西酗酒成性，一次酒醉后她与大儿子杰西·利弗莫尔二世发生争执，并向对方开了一枪。大儿子虽然保住了性命，却落下了终身残疾。这更加重了利弗莫尔的精神困顿。

1933年3月28日，56岁的利弗莫尔和38岁的歌手、社交名流哈丽雅特在伊利诺伊州日内瓦结婚。利弗莫尔是哈丽雅特的第五任丈夫。她的前夫中至少有两位是自杀身亡的，其中一位叫沃伦·诺布尔，在1929年华尔街股灾后上吊自尽。

史料证明，在生命的最后几年，利弗莫尔的精神世界可以说是彻底崩塌了。1933年，也就是最后一次宣布破产的前一年，利弗莫尔曾在一次长达26小时的狂欢滥饮之后，被抓进警察局。他告诉警察，他失去了记忆。

自杀是精神崩塌的结果。令人唏嘘的是，利弗莫尔的儿子杰西·利弗莫尔二世也在1975年自杀身亡，他的孙子也死于自杀。利弗莫尔家族三代都陷入了悲剧的死循环。[1]

利弗莫尔曾经为自己的生活方式辩解：“我亏钱是因为我错了，而不是因为我放荡不羁或是过度享乐。”但其实交易程序与生活程序紧密相连，缺乏情感的约束和生活的纪律，哪怕再了悟交易的本质，也无法避免他自己说的“丧失了平衡感”，从而由巨大的成功走向巨大的失败。巴菲特曾说过，一个在小事上无法节制的人，往往在大事上也无法自我控制。利弗莫尔的投资人生最终败于投资之外，正是因为没有认识到这个道理。

“财富就像海水一样，你喝得越多，就会变得越渴”

利弗莫尔固然拥有过巨大的财富以及感官世界的极大快乐，但他的内心却并不幸福。贫穷的人生很难幸福，必要的财力是获取幸福人生的前提条件，但是各种调查显示，当基本的生活需求得到满足之后，金钱对于幸福的边际效用就开始下降了。1957年，美国人的年均收入约为1万美元，生活中没有洗碗机、烘干机、电视或空调，但是35%的受访者表示，他们对自己的生活很满意。到2004年，扣除通货膨胀因素，个人收入增长了近2倍，一般住宅里充斥着各种消费品，但只有34%的人说他们非常幸福。[2]

突然获得巨额财富甚至还常常成为人生幸福的大敌。检索国内外那些彩票获得头奖的人，他们真实的人生经历经常让人唏嘘。面对

“天上掉下的馅饼”，他们往往会选择大肆挥霍，或纵情声色，或经不住别人的诱惑盲目投资。最后不仅血本无归，钱财散尽，还往往弄得妻离子散，甚至有的人最终自杀身亡。美国国家经济研究局的一项调查显示，近20年来，欧美的大多数头奖得主在中奖后不到5年内，就因挥霍无度等变得穷困潦倒。该项调查同时显示，美国彩票中奖者的破产率每年高达75%，也就是每年12名中奖者当中就有9名破产。[3]

如果人不具备健康的财富观，那么很可能会应了哲学家叔本华的诅咒：“财富就像海水一样，你喝得越多，就会变得越渴。”而财富观背后是人生观，德不配财，反遭其害。

破解之道12：财富是对善的激励

“正直的行为能够带来好处，是因为它们是好的”

巴菲特和芒格不仅是财富的赢家，同时也是道德的楷模。

被视为芒格传人的李录先生记载过他和芒格之间的一个故事。从2005年、2006年开始，李录因为偶然的原因发现了信用违约互换（credit default swap，CDS）这个产品，做了一些研究，也一度准备大规模进入，想通过CDS做空。后来在和芒格的几次谈话之后，他逐渐打消了这个念头。芒格反对的原因很简单，如果李录的分析是正确的，那就意味着最终要么承接这些产品的交易对方，即那些大的金融公司可能因为破产而不能兑现，要么这些大的金融机构被政府通过纳税人的钱救活了，但这时李录赚的钱其实也是纳税人、政府的钱，于心并不踏实。

芒格为什么反对李录赚这个钱，因为在芒格看来，赚钱固然重要，但是所赚之钱的来源也同样重要。这很像我们中国儒家所讲求的“君子有所为而有所不为”。

芒格不是空口说说，他自己真的是这么践行的。有一次芒格收购一家企业，当时有两位老太太持有该企业发行的债券，芒格本来很容易以远低于面值的价格收购这些债券，但是他却按照面值给了她们钱。还有一次芒格的一位合伙人想要把他们合资成立的公司的一半股权卖给芒格，他让朋友开个价，朋友说13万美元，芒格说不行，23万美元才对，而且真给了他那么多钱。这位朋友后来评论说，在股票交易所占价格低廉的股票便宜是一回事，但是占合伙人或者老太太便宜是另外一回事——这是芒格绝对不会做的事。

“要得到你想要的某样东西，最可靠的方法是让你自己配得上它”

做投资不就是为了赚钱吗？为什么需要这么高的道德标准？其实道德上的高标准是与价值投资的内核相关联的。李录曾说价值投资是一种正道。什么是正道？正道就是可持续的东西。什么东西可持续？可持续的东西具有一个共同的特点，就是你得到的东西在所有其他人看来，都是你应得的东西，这就可持续了。芒格有句很经典的话：“要得到你想要的某样东西，最可靠的方法是让你自己配得上它。”他把这个原则用到了找配偶方面：“如何才能找到一个优秀的配偶。最好的方式就是让自己配得上她／他，因为优秀配偶都不是傻瓜。”芒格和巴菲特都是抱着找配偶的心态在找股票的，巴菲特说过，“你买一家公司的股票，就要与这个股票结婚，而不是一夜情，随便找个人派对，厌烦了就换新的”。你在寻找一只好股票，可能好股票也在寻找它的好主人，这个主人不仅才华出众，而且拥有正确的价值观。

这是可持续的第一层意思。

引申一下可以得到可持续的第二层意思，芒格和巴菲特在对待人际关系时都力争做到双赢甚至多赢。商业似乎总是与唯利是图相联系，其实不然。亚当·斯密在《国富论》里揭示了市场机制的秘密，

那就是人性的自私和利己主义可以推动人们多产出，从而增加社会的总体福利。但是《国富论》里展现的只是半个亚当·斯密，亚当·斯密还有一本书是《道德情操论》，其中指出了同情心和利他的重要性。《道德情操论》是斯密出版的第一部著作，也是他辞世前最后定版的一部著作，期间经历5次修订，可见斯密对该书的珍视程度。只有将《国富论》和《道德情操论》合在一起阅读，方能真正理解斯密的学说，也才能全面理解市场经济的精髓。换句话说，没有利他、同情、诚信这些道德要素的支撑，市场经济不仅是无法正常运转的，而且将滑向不择手段、唯利是图的无底深渊。其实，越是自由市场经济，越是需要这些要素的支撑，因为自由市场经济，更加依赖人与人之间发自内心的自觉。

与投资结合得更紧密一点，价值投资之所以是一条能够持续的正道，正是因为它能够实现参与方之间的多赢。根据价值投资之父格雷厄姆的经典定义，价值投资并不是持有一张股票凭证，而是购买一家企业的部分所有权。以这种方式理解股票就会与炒股心态全然不同，炒股的话听听概念、听听消息就可以炒，但是只有当你把自己当作股票背后这个生意的一部分持有人时，你才会去认真研究这个企业是否真的有价值。这是一个发现价值的过程。然后通过你的投资行为，你还帮助企业创造了新的价值，这是一个价值创造的过程。在价值发现和价值创造的基础之上，你分得了红利或者卖出股票，这是一个价值兑现的过程。价值投资通过投资行为一方面帮助了好企业，进而帮助了经济发展，另一方面也帮助了自己从中获益。这样一个过程才是多方共赢的过程，它与你输我赢的投机炒作或“割韭菜”行为有本质的不同，后者是一种零和博弈，即我的所得就是你的所失，这样的事情自然难以持续。

价值投资是一种以善意看待世界的方式

李录说，与芒格交往的这些年，常常会忘记他是一个美国人，他更接近于中国的传统士大夫。芒格自己也讲过他非常推崇孔子。

读芒格和巴菲特时，笔者经常想起孔子的一个“仁”字。“仁”字可以说是孔子学说的最重要内核之一，但是到底什么是“仁”，有各种解释。孔子自己在不同的场合也有过不同的表达，比如子贡问“仁”，他说：“夫仁者，己欲立而立人，己欲达而达人。”（《论语·雍也》）颜渊问“仁”，他说：“克己复礼为仁。”（《论语·颜渊》）樊迟问“仁”，孔子答：“爱人。”（《论语·颜渊》）

南怀瑾先生对“仁”做过一个生动的解释，他用的是拆字法，说仁字左边是单人旁，表示人，右边是个二，合起来就是“两个人”。这个拆字法很有助于理解“仁”的精神，它点明了这是关于人际关系处理的学问——人际关系处理得恰当就是“仁”。但要做到这一点非常难，首先它要求自己的行为要得当，这就是“克己复礼”。其次要有同情关爱之心，这是“仁者爱人”。最好还能够换位思考，用积极的表达来说是“己欲立而立人，己欲达而达人”，用消极的表达来说是“己所不欲，勿施于人”（《论语·卫灵公》）。“己所不欲，勿施于人”这一条在西方评价很高，被评为道德黄金律，基督教里有类似的表述，只是用的是肯定式：“你希望别人如何对待自己，那就如何对待别人。”

儒家关于“仁”的表述非常好，非常适合解释价值投资的精神内核。价值投资的精神内核就是一个将“仁”的精神由己及人，又由人及物的过程，这个物就是你所投资的标的。所以价值投资不仅仅是一门关于赚钱的技艺，还是一门关于心性的学问。这里的心性不仅是指心理学，还指价值观和信念。如果总结成一句话来表述，那就是“价值投资是一种以善意看待世界的方式，或者说财富是对善的激励”。

坚持“仁”可以带来回报，巴菲特、芒格之所以成功，一方面固然是因为技艺超群，另一方面他们的人格修为也起了很大的作用。他

们不仅富有，而且长寿。中国传统讲“仁者寿”，不无道理。当然，更难能可贵的是，芒格和巴菲特在精神层面的坚守甚至超越了实用主义的层面，芒格很喜欢美国钢铁公司董事长埃尔伯特·H.加里（Elbert H. Gary）的一句话：“正直的行为是好的，并不是因为它们能够带来好处；它们能够带来好处，是因为它们是好的。”

“善”还有一种解释：热爱是“善”。著名投资家乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）曾说过：“在我的学生里，投资做得最好的，是那些真正热爱投资的。我给各位一个忠告：别带着赚钱的目的来做投资。”这句话乍一听有点奇怪，投资不就是为了赚钱吗？但细想就会发现它很有道理，没有热爱是不可能真正做好一件事情的，投资也是一样。这也正是巴菲特的成功之道，他说：“你早上从床上坐起，是因为你期待这一天。我有60年都是跳着踢踏舞去工作的，就是因为我做我喜欢做的，我感觉非常幸运。”一件事情凭毅力或许可以坚持1年或者10年，但是如果干了60年还没想到退休，那一定不是因为毅力，而是因为热爱。

利弗莫尔不懂幸福学

巴菲特和芒格还拥有十分幸福的人生。早年的巴菲特由于太专注于工作，所以忽略了妻子的感受，导致妻子离他而去，但是即使离了婚，巴菲特与前妻仍然保持良好的关系，这应该说难能可贵。芒格的家庭生活很美满，他养育了8个子女，加上孙辈可谓子孙满堂。芒格经常运用餐桌这个讲坛对子女进行价值观教育。他最喜欢的教育工具是德育故事，讲的是某个人面临道德难题，并做出了正确的选择；还有反面教材，讲的是某个人做出了错误的选择，最终遭遇一系列不可避免的灾难，生活和事业都损失惨重。

芒格一定深知幸福之道。哈佛大学曾经做过一个漫长的研究：纵观一个人的一生，到底是什么让他保持健康和快乐？这项研究从1938

年开始，历时75年，他们跟踪了724位男性的一生，记录他们的工作、家庭、健康，观察他们的人生走向。这些男孩分为两组：一组是哈佛大学的学生；另一组是来自波士顿贫民区的孩子，他们家庭贫困，都住在廉价公寓里。

参加这个研究项目时，他们接受了面试与体检。研究人员挨家挨户拜访了他们的家庭。每两年，研究人员会请他们再做一套关于个人生活的调查问卷，还会继续采访他们的家庭，尤其是他们的妻子和孩子，并向医生拿他们的病例，为他们做体检。

后来，这些年轻人长大了，成了工人、律师、砖瓦匠、医生，甚至还出了一位总统，那个人就是大名鼎鼎的约翰·肯尼迪。有人成了酒鬼，有人患上了精神分裂，有人从社会最底层平步青云，也有人从富裕到一贫如洗，总之他们的人生完全不同。

这项调查的最终结论是，决定我们人生幸福的，不是钱，也不是名利、工作，而是良好的人际关系。和谐温暖的人际关系，能让我们更加幸福和快乐。可惜，利弗莫尔只懂得交易，不懂得幸福学，最终将自己的交易也毁了。

老子对话巴菲特

ROUND 12

上善若水

老　子：通过前面十一次对话，我们探讨了许多。今天我想问最后一个问题，成为一个卓越的投资者需要具备怎样的人格品质？

巴菲特：要我说的话，“必须是有工作激情但又没有贪念，并且对投资的过程入迷的人才适合做这个工作。利欲熏心会毁了自己。当然，漠视金钱或者淡泊财富的人也不适合玩这种‘游戏’，因为他不喜欢就没有激情”。

老　子：爱财而不贪财，这个状态相当难以达到。

巴菲特：如果你热爱投资，就会相对容易点。

老　子：那么你一定很热爱投资了。

巴菲特：可以这么说吧，投资带给我乐趣，“每天早晨我都跳着踢踏舞去上班”。

小　舍：我倒可以举个例子说明巴菲特先生有多么热爱投资。

老　子：哦，说来听听。

小　舍：一天晚上，巴菲特先生和他的妻子苏珊受邀去朋友家中吃了顿饭。晚饭过后，他们的朋友架起投影仪向他们展示金字塔的照片。这时候巴菲特说：“我有个更好的主意。你们给苏珊放照片，我去你们的卧室读一份年报，怎么样？”

老　子：啊哈，巴菲特先生真是个痴人！热爱让人投入，这容易理解，可是怎么消除自己的贪念呢？

巴菲特：这个问题不好回答，如果一定要说，我想善良和正直是必须的。

老　子：可是在投资中怎么体现出善良和正直的重要性呢？

巴菲特：这方面可以说查理是楷模。小舍，你每次都举例子表扬我，这次表扬一下查理怎么样？

小　舍：没问题。

里克·格林（Rick Guerin）是芒格先生的老友和商业伙伴，他说他曾有两次看到芒格先生在商业交易中付出了比需要支付的金额更多的钱。第一次是在芒格先生收购一家企业的时候，当时有两位老太太持有该企业发行的债券，他本来很容易以远低于面值的价格收购这些债券，但是他却按照面值给了她们钱。

第二次是在瑞克·格伦需要一些现金去做另外一项投资的时候。当时他想要把他们合资成立的公司的一半股权卖给芒格先生，芒格先生让他开个价，他说13万美元，芒格先生说不行，23万美元才对，而且真给了他那么多。

瑞克·格伦评论说，在股票交易所占价格低廉的股票便宜是一回事，但是占合伙人或者老太太便宜是另外一回事——这是芒格绝对不会做的事。

老　子：这么明显的便宜都不占，芒格先生，你是出于怎样的考虑呢？

芒　格：“我们认为，有些事情就算你能做，而且做了不会受到法律的制裁，或者不会造成损失，你也不应该去做。你应该有一条底线。你心里应该有个指南针。所以有很多事情你不会去做，即使它们完全是合法的。这就是我们试图做到的经营方式。”

老　子：在一个利益至上的年代，这还真是少见。

芒　格：的确。“能给人们带来好处的罪恶很难被消除，因为大量的人认为，一件事只要能给他们带来利润，就不可能是罪恶的。”“目前美国有种文化认为，所有不会把你送进监狱的事情都是可以做的事情。”

老　子：可是你这么做收获了什么呢？

芒　格：“更多的时候，我们由于固守道德而挣到更多的钱。在我们看来，本杰明·富兰克林是对的。他并没有说诚实是最好的道德品质，他说诚实是最好的策略。”

老　子：诚实是一种很好的策略，这倒是第一次听说。

芒　格：是的，我总是提醒大家记住：“说真话，你将无须记住你的谎言。”

老　子：有道理，这也是一种以简化繁。

芒　格：当然，“我相信就算这种经营方式没有给我们赚到这么多钱，我们也不会做坏事”。我喜欢美国钢铁公司董事长埃尔伯特·加里的一句话：“正直的行为是好的，并不是因为它们能够带来好处；它们能够带来好处，是因为它们是好的。”

老　子：诚实和正直应当是人之所以为人的一种本分。巴菲特先生，你认同芒格的话吗？

巴菲特：当然，我曾经说过，“如果你能购买一个同班同学未来收入的10%，你会怎么做？你不会购买那些IQ最高的人，成绩最好的人，但你会买那些给你留下最深刻印象的人。你喜欢那些慷慨的人，尽力而为的人，正直坦率的人。”

相反，“和一个道德品质败坏的人，无法完成一桩好交易”。

老　子：所以，你们尽量与正直善良的人合作。

巴菲特：没错。“有人曾经说过，当寻找受雇的职员时，你要从中寻找三种品质：正直、勤奋、活力。而且，如果他们不拥有第一个品质，其余两个将毁灭你。”

芒　格：“无论你们多么聪明，总有一些更聪明的人，如果他们真的想骗你们，你们就会上当。所以，要确定与你们共事的聪明人是值得你们信赖的。”

老　子：看来两位不仅是投资大师，也是人格楷模。拥有水一般的智慧与品格。

巴菲特：哪里哪里，老先生过奖了。不过您为什么说“水一般的智慧与品格”呢？正直善良与水有什么关系？

老　子：在我看来，世上再没有比水更智慧而品格更高的事物了。

巴菲特：哦，怎么说呢？

老　子：“上善若水。水善利万物而不争，处众人之所恶，故几于道。”

巴菲特：不懂。

老　子：这句话是说：最高的善像水那样，因为水使万物得到它们的利益，而不跟它们争，水专门往低处流，哪怕低洼之处充满污秽、肮脏，它们也能包容，并将它们冲刷干净，所以水最接近于道。

巴菲特：听老先生这么一说，才知道原来水有这么高尚的品质。

老　子：正因为水有这么高的智慧和品质，所以你们投资界才喜欢用水做文化标识啊。

巴菲特：是吗，这我倒没注意。

老　子：比如你们美国著名的桥水基金，就是以水入名。再比如我们小舍所在的重阳投资的标识其创意便来自水。它取水纹之东南一角，两条水纹相叠向上，配以方形蓝色外廓。其官方的解释文字说：“水是生命之源，并蓄柔和与坚韧。投石于水，水纹层扩。标识创意源于水纹东南部，方形代表专业冷静，深蓝代表踏实稳重。”

巴菲特：有创意。您对水的理解这么深刻，您自己一定也是按照水的品质来要求自己的吧？

老　子：我的确在学习水的至柔至善。我自己有个总结或者说自我要求：“我有三宝，持而保之。一曰慈，二曰俭，三曰不敢为天下先。”

巴菲特：请老先生解释。

老　子：我有三件法宝，我自己一直坚守着，第一是慈爱，第二是俭约，第三是不敢居于天下人的前面。第三条我要多解释一下，“不敢为天下先”不是遇到事情躲到后面的意思，而是面对利益的时候不率先争抢。

巴菲特：这三条为什么能成为您的人生法宝呢？

老　子：“慈故能勇；俭故能广；不敢为天下先，故能成器长。今舍慈且勇；舍俭且广；舍后且先；死矣！”

我直接翻译吧。因为慈爱，对生活充满热爱，所以能以至大至刚的勇力去战胜一切困难；因为俭约，所以能积蓄力量；因为不敢居于天下人的前面去争权夺利，所以才有资格成为

万众的首领。现在有的人不讲慈爱而一味逞勇斗狠，不讲俭约而只求高速发展、无度扩张，不讲谦和退让而一味争先要强，那无异于自取灭亡啊！

巴菲特：太精辟了，完全同意。

老　子：关于慈，我还想再补充一句。“夫慈，以战则胜，以守则固。天将救之，以慈卫之。”

巴菲特：这句话又怎么说？

老　子：慈爱的力量用于攻战一定能胜利，用于防守必定十分坚固。能够发挥慈爱之心的人，天也会来救助他，保卫他。

巴菲特：我原来也说过，“你给别人的爱越多，你获得的回报就越多”，今天很高兴在老先生这里得到呼应。这十二次对话使我充分领略了东方智慧的高妙。

芒　格：我也是同感。

老　子：两位大师谦虚了，其实通过与二位的对话，我也受益匪浅，了解到了投资学的博大精深，希望以后还有机会再接着讨论。也感谢小舍对谈话的帮助。

大家后会有期！

巴菲特：希望有机会再叙！

芒　格：再叙！

舒泰峰的财富认知书单

投资是一门跨学科的、极具综合性的学问，我的这本书充其量是一本“以管窥天，以蠡测海”的普及性读物。有兴趣的读者朋友不妨舒展阅读的翅膀，去更广阔的知识天空遨游。这个财富认知书单中的书有的曾被我直接引用过，有的则间接对我的写作有过启发。有趣的是，我发现书与书之间其实是有“亲缘关系”的，我们往往是读了一本书，又被其中所提到的另外一本书所吸引，从中领略知识的递进关系。少数情况，如作者观点的不和谐场面也会存在，比如在这个书单里，纳西姆·尼古拉斯·塔勒布就曾把斯蒂芬·平克批评得一无是处，尽管他们的书对读者都很有启发性。这些都是读书过程中的“小确幸”。

我将对我有所启发的60本书大致分成几类，希望能够为读者朋友们提供一个指引的方向，便于大家按图索骥，早日抵达投资认知之堂奥。

大师之书

这部分的书都是成功投资大师之作或者书写投资大师思想的作品。我首推的当然是《穷查理宝典》，它于我而言具有冲开投资思维大门的醍醐灌顶之效，书名“宝典”名副其实，值得反复阅读。而且我总觉得芒格的智慧是超越投资的，这本书不仅是投资宝典，也是人生智慧的宝典。《巴菲特致股东的信》《投资最重要的事》《聪明的投资者》也都极具启发性，所谓“极具”是指书中内容很多是原理性的，属于“元智慧”。《投资学（第五版）》性质有所不同，是一本

教科书，属于教育部经济管理类核心课程教材，它的特殊之处在于，它是由投资家裘国根先生和他的导师郎荣燊共同编写的，是实战与理论的经典结合，广受师生好评。

1．考夫曼．穷查理宝典．李继宏，译．北京：中信出版社，2016.

2．克拉克．查理·芒格的投资思想．巴曙松，陈剑，译．杭州：浙江人民出版社，2019.

3．洛尔．查理·芒格传．邱舒然，译．北京：中国人民大学出版社，2009.

4．巴菲特．巴菲特致股东的信．杨天南，译．北京：机械工业出版社，2020.

5．施罗德．滚雪球．覃扬眉，等，译．北京：中信出版社，2013.

6．哈格斯特朗．巴菲特之道．杨天南，译．北京：机械工业出版社，2020.

7．林奇，罗瑟查尔德．战胜华尔街．刘建位，徐晓杰，李国平，等，译．北京：机械工业出版社，2016.

8．利弗莫尔．股票作手回忆录．黄程雅淑，马晓佳，译．北京：中国青年出版社，2012.

9．李录．文明、现代化、价值投资与中国．北京：中信出版社，2020.

10．费舍．怎样选择成长股．吕可嘉，译．北京：地震出版社，2013.

11．格雷厄姆．聪明的投资者．王中华，黄一义，译．北京：人民邮电出版社，2016.

12．马克斯．投资最重要的事．李莉，石继志，译．北京：中信出版社，2015.

13．达利欧．原则．刘波，綦相，译．北京：中信出版社，2018.

14．郎荣燊，裘国根．投资学（第五版）．北京：中国人民大学出版社，2017.

历史之书

投资不能拘泥于历史，但是我们也不应当忘记历史。这部分书目许多是关于危机史的。读一读历史上的金融危机，对今天的我们具有重大的启发。毕竟“这次不一样”是投资史上最大的教训之一。《历史的教训》是杜兰特夫妇以其50年功力凝集的结晶，以高度凝练的语言总结了历史中最重要的教训。我们需要时刻堤防荷兰郁金香永不消逝的“魅影”。看吴晓波先生的系列作品可以了解中国经济史的变迁，尤瓦尔·赫拉利的系列作品则让人脑洞大开。了解历史是为了洞察未来，书目中的《未来呼啸而来》一书是我在2021年元旦读的，它描述了未来科技爆炸式发展的可能图景。

1．杜兰特，等．历史的教训．倪玉平，张闶，译．北京：中国方正出版社，2015.

2．金德尔伯格，阿利伯．疯狂、惊恐和崩溃．朱隽，叶翔，李伟杰，译．北京：中国金融出版社，2017.

3．加尔布雷斯．1929年大崩盘．沈国华，译．上海：上海财经大学出版社，2017.

4．戈登．美国增长的起落．张林山，刘现伟，孙凤仪，译．北京：中信出版社，2018.

5．野口悠纪雄．战后日本经济史．张玲，译．北京：民主与建设出版社，2018.

6．赫拉利．人类简史．林俊宏，译．北京：中信出版社，2014.

7．赫拉利．未来简史．林俊宏，译．北京：中信出版社，2017.

8．戴曼迪斯，科特勒．未来呼啸而来．贾拥民，译．北京：北京联合出版社，2021.

9．吴晓波．激荡三十年．北京：中信出版社，2008.

思维之书

投资家的思维与众不同，这部分图书的内容主要围绕思维、方法论展开，多属于行为金融学范畴。首推的当然是《思考，快与慢》，这同样是一部元典式的作品，被后来者反复引用。《投资的怪圈》将人的行为模式与神经科学联系到了一起，读了之后我们可以进一步了解到，人的许多思维路径都是进化学的遗存。《直觉泵》和《模型思维》则系统地总结了许多思维工具，十分实用。

1．卡尼曼．思考，快与慢．胡晓姣，李爱民，何梦莹，译．北京：中信出版社，2012.

2．丹尼特．直觉泵和其他思考工具．冯文婧，傅金岳，徐韬，译．杭州：浙江教育出版社，2018.

3．佩奇．模型思维．贾拥民，译．杭州：浙江人民出版社，2019.

4．希姆勒，汉森．脑中的大象．王绍祥，译．北京：中信出版社，2020.

5．多贝里．清醒思考的艺术．朱刘华，译．北京：中信出版社，2016.

6．茨威格．投资的怪圈．蒋宗强，译．北京：中信出版社，2020.

7．蒙蒂尔．行为投资学手册．王汀汀，译．北京：中国青年出版社，2017.

8．艾瑞里．怪诞行为学．赵德亮，夏蓓洁，译．北京：中信出版社，2017.

风险之书

这个维度下的5本书堪称重磅。投资时刻与风险为伴。《与天为敌》的作者是个投资家，却能将“风险”的历史写的跟探案一样精彩，可以说他把历史上伟大的数学家们以及“风险”这样枯燥的课题写活了。塔勒布是个奇人，行为和思维方式都很独特，具有许多“反智慧”，他的“不确定性四部曲”步步深入，让我们看到了无处不在的不确定性，并在此基础上生出对于风险的敬畏。

1.伯恩斯坦．与天为敌．吴翌，童伟华，译．北京：机械工业出版社，2010.

2.塔勒布．随机漫步的傻瓜．盛逢时，译．北京：中信出版社，2012.

3.塔勒布．黑天鹅．万丹，刘宁，译．北京：中信出版社，2011.

4.塔勒布．反脆弱．雨珂，译．北京：中信出版社，2014.

5．塔勒布．非对称风险．周洛华，译．北京：中信出版社，2019.

金融之书

这一部分书目主要是学院派专家之作，可以帮助我们从理论上深入了解股市、金融的运转机理。当然马尔基尔既是学院派也是实战派，《漫步华尔街》清晰地讲解了股市中各个流派的特点以及各自的优缺点。读了《股市长线法宝》，我们可以知道从长期来看，股票市场的机会远大于风险，可与李录的《文明、现代化、价值投资与中国》互为印证。《叙事经济学》开创了一个新的角度，很大程度上“叙事”推动了历史的发展，甄别这些故事至关重要，这与《估值与故事》可以互为参照。股票估值就是要寻求故事与数字之间的均衡。

1．马尔基尔．漫步华尔街．张伟，译．北京：机械工业出版社，2018.

2．多尔西．股市真规则．司福连，刘静，译．北京：中信出版社，2018.

3．西格尔．股市长线法宝．马海涌，王凡一，魏光蕊，译．北京：机械工业出版社，2019.

4．埃利斯．长线．吴文忠，吴陈亮，常长海，等，译．北京：中信出版社，2016.

5．达摩达兰．估值与故事．廖鑫亚，艾红，译．北京：中信出版社，2018.

6．席勒．金融与好的社会．束宇，译．北京：中信出版社，2012.

7．席勒．叙事经济学．陆殷莉，译．北京：中信出版社，2020.

8．阿克洛夫，席勒．动物精神．黄志强，徐卫宇，金岚，译．北京：中信出版社，2016.

9．席勒．非理性繁荣（第三版）．北京：中国人民大学出版社，2016.

进化之书

追本溯源，我们每个人的行为模式和思维习惯都需要在进化史中寻找答案。在原始年代，我们的先祖为了生存和繁衍，不断进化出最能够应对当时环境的基因结构。近代以来，科技、经济、社会已经发生天翻地覆得变化，但是基因进化是慢变量，这就导致了我们的基因结构以及由其决定的认知与所处环境的严重不匹配，从而造成了认知的误区。

1．达尔文．物种起源．谢蕴贞，译．北京：新世界出版社，2014.

2．威尔逊．论人的本性．胡婧，译．北京：新华出版社，2015.

3．戴蒙德．枪炮、病菌与钢铁．谢延光，译．上海：上海译文出版社，2016.

4．道金斯．自私的基因．卢允中，张岱云，陈复加，等，译．北京：中信出版社，2012.

心性之书

老子《道德经》5 000言字字珠玑，有很多版本的注释。陈鼓应的是学院派解读，南怀瑾的则是结合社会经验的通俗解读，比较生动易读。《华杉讲透孙子兵法》也很轻松易读，相比老子，《孙子兵法》

不愧是兵书，实战性强，许多方面与投资之学相通。《乌合之众》把人性中的盲从揭露得淋漓尽致，读起来有种心惊胆战之感。读斯蒂芬·平克的感觉恰恰与此相反，给人一种磅礴的力量感。《洞见》的英文书名更有趣味，直译过来是“为什么佛学是真的”，跨越科学与佛学两大维度，直击认知的本源。说到佛学，对我冲击最大的还是一行禅师的《佛陀传》，读完才知道佛学其实是积极的，“空性”不是空无，而是“无自性”和“互依性”，它提倡的是协作而不是逃避。对我而言这些都是颠覆性的观点。这与塞利格曼的积极心理学是相通的。《苏东坡新传》貌似与财富和认知的主题不匹配，之所以将它列入书单之中是因为它的确写得太精彩了。如果说林语堂笔下的苏东坡是神仙版的，那么李一冰笔下的苏东坡则是人间版的，他书写了在仕途泥泞中挣扎了一生，却又永远充满豁达、乐观精神的苏东坡。这不恰恰是做投资需要汲取的态度吗？投资在具体操作上需要谨慎，但信仰上必须对未来永远抱有一颗乐观之心。

1．陈鼓应．老子注释及评介．北京：中华书局，1984.

2．南怀瑾．老子他说．北京：东方出版社，2014.

3．南怀瑾．论语别裁．北京：东方出版社，2015.

4．华杉．华杉讲透孙子兵法．南京：江苏文艺出版社，2015.

5．赖特．洞见．宋伟，译．北京：北京联合出版社，2020.

6．平克．人性中的善良天使．安雯，译．北京：中信出版社，2019.

7．平克．当下的启蒙．侯新智，欧阳明亮，魏薇，译．杭州：浙江人民出版社，2018.

8．庞勒．乌合之众．冯克利，译．北京：中央编译出版社，2011.

9．塞利格曼．塞利格曼自传．庞雁，译．杭州：浙江教育出版社，2020.

10．一行禅师．佛陀传．何蕙仪，译．郑州：河南文艺出版社，2014.

11．李一冰．苏东坡新传．成都：四川人民出版社，2020.

参考文献

自序　财富是认知的变现，破财是认知的沦陷

1. 裘国根. 投资是一场反人性的游戏. 第一财经，[2011-10-31]. https://www.yicai.com/news/1169514.html.

2. 赖特. 洞见. 宋伟，译. 北京：北京联合出版公司，2020.

3. 克拉克. 查理·芒格的投资思想. 巴曙松，陈剑，译. 杭州：浙江人民出版社，2019：24.

01　以“自知者明”破解“过度自信”

1. 洛温斯坦. 赌金者. 毕崇毅，译. 北京：机械工业出版社，2017.

2. 洛尔. 查理·芒格传. 邱舒然，译. 北京：中国人民大学出版社，2009：208.

3. 希姆勒，汉森. 脑中的大象. 王绍祥，译. 北京：中信出版社，2020：63.

4. 伯恩斯坦. 与天为敌. 穆瑞年，吴伟，熊学梅，译. 北京：机械工业出版社，2010：2.

5. 希姆勒，汉森. 脑中的大象. 王绍祥，译. 北京：中信出版社，2020：66.

6. 凯恩斯. 就业、利息和货币理论. 金华，译. 上海：立信会计出版社，2017：135-136.

7．考夫曼．穷查理宝典．李继宏，译．北京：中信出版社，2016：485.

8．多贝里．清醒思考的艺术．朱刘华，译．北京：中信出版社，2016：61.

9．林奇，罗瑟查尔德．彼得·林奇教你理财．宋三江，罗志芳，译．北京：机械工业出版社2010：92.

10．傅盛．傅盛认知三部曲完整版：人与人最大的差别是认知．搜狐网，[2017-04-21]．https://www.sohu.com/a/135414351_498139.

11．勒庞．乌合之众．冯克利，译．北京：中央编译出版社，2011.

12．利弗莫尔．股票作手回忆录．黄程雅淑，马晓佳，译．北京：中国青年出版社，2012：93.

02　以“理性自律”破解“贪婪与嫉妒”

1．茨威格．投资的怪圈．蒋宗强，译．北京：中信出版社，2020：46.

2．同上：49.

3．考夫曼．穷查理宝典．李继宏，译．北京：中信出版社，2016：465.

4．金德尔伯格，阿利伯．疯狂、惊恐和崩溃．朱隽，叶翔，李伟杰，译．北京：中国金融出版社，2017：39.

5．施罗德．滚雪球．覃扬眉，等，译．北京：中信出版社，2013.

6. 考夫曼. 穷查理宝典. 李继宏，译. 北京：中信出版社，2016：473.

7. 同上：473.

8. 卡尼曼. 思考，快与慢. 胡晓姣，李爱民，何梦莹，译. 北京：中信出版社，2012.

03　以“长期主义”破解“急于求成”

1. 茨威格. 投资的怪圈. 蒋宗强，译. 北京：中信出版社，2020：105.

2. 蒙蒂尔. 行为投资学手册. 王汀汀，译. 北京：中国青年出版社，2017：129.

3. 人均预期寿命77.3岁：我国主要健康指标居中高收入国家前列. 新华网，[2020-10-14]. http://www.xinhuanet.com/politics/2020-10/14/c_1126610998.htm?baike.

4. 塔勒布. 随机漫步的傻瓜. 盛逢时，译. 北京：中信出版社，2012：55.

5. 茨威格. 投资的怪圈. 蒋宗强，译. 北京：中信出版社，2020：89-90.

6. 重阳投资总裁王庆：宽货币紧信用政策下股市下行空间不大. 金融界，[2018-09-03]. https://baijiahao.baidu.com/s?id=1610541327991832063&wfr=spider&for=pc.

7. 朱宁. 投资者的朋友. 北京：中信出版社，2020：6.

8．西格尔．股市长线法宝．范霁瑶，译．北京：机械工业出版社，2019：5．

9．李录．文明、现代化、价值投资与中国．北京：中信出版社，2020．

10．研究表明：人一生中大多数时候是积极乐观的．搜狐网，［2020-07-23］．https://m.sohu.com/a/409265557_267106．

11．蒙蒂尔．行为投资学手册．王汀汀，译．北京：中国青年出版社，2017：129．

04　以“安全边际”破解“禀赋效应”

1．卡尼曼．思考，快与慢．胡晓姣，李爱民，何梦莹，译．北京：中信出版社，2012：266．

2．考夫曼．穷查理宝典．李继宏，译．北京：中信出版社，2016：472．

3．曹岫云．稻盛哲学与阳明心学．北京：东方出版社，2018．

4．洛尔．查理·芒格传．邱舒然，译．北京：中国人民大学出版社，2009：101．

5．格雷厄姆．聪明的投资者．王中华，黄一义，译．北京：人民邮电出版社，2016：264．

6．王庆．投融资两端发力破解中国股票市场三大痛点．证券时报网，［2021-5-28］．http://www.stcn.com/zt/jyzgjj/202105/t20210528_3281803.html．

05　以“变亦不变”破解“锚定效应”

1. 卡尼曼. 思考，快与慢. 胡晓姣，李爱民，何梦莹，译. 北京：中信出版社，2012：102.

2. 艾瑞里. 怪诞行为学. 赵德亮，夏蓓洁，译. 北京：中信出版社，2017：27.

3. 裘国根. 裘国根：投资军规. 和讯网，[2014-01-16].http://futures.hexun.com/2014-05-13/164730777.html.

06　以“未来思维”破解“损失厌恶”

1. 卡尼曼. 思考，快与慢. 胡晓姣，李爱民，何梦莹，译. 北京：中信出版社，2012：258.

2. 茨威格. 投资的怪圈. 蒋宗强，译. 北京：中信出版社，2020：230.

3. 同上：272.

4. 同上：248.

5. 费舍. 怎样选择成长股. 冯治平，译. 北京：地震出版社，2013.

6. 裘国根. 裘国根：投资军规. 和讯网，[2014-01-16].http://futures.hexun.com/2014-05-13/164730777.html.

7. 裘国根. 重阳投资裘国根：干我们这一行，机可失，时再来. 聪明投资者，[2018-07-11]. https://www.cmtzz.cn/article/14963.

07　以“逆向思维”破解“过度悲观”

1. 赖特. 洞见. 宋伟，译. 北京：北京联合出版公司，2020：34.

2. 希勒. 叙事经济学. 陆殷莉，译. 北京：中信出版社，2020：69.

3. 曼彻斯特. 光荣与梦想. 四川外国语大学翻译学院翻译组，译. 北京：中信出版社，2015.

4. 阿克洛夫，希勒. 动物精神. 黄志强，徐卫宇，金岚，译. 北京：中信出版社，2016：106.

5. 巴菲特发表评论呼吁买股票（原文翻译）. 和讯网，[2008-10-18]. http://news.hexun.com/2008-10-18/110091305.html.

6. 施罗德. 滚雪球. 北京：中信出版社，2013.

7. 同上：823.

8. 安砾，楼栋，施东辉，等. 散户亏钱的重要原因：股市泡沫. 未央网，[2020-07-16]. https://www.weiyangx.com/365764.html.

9. 六里，东田雨，知航. 13年年化16%，“阿甘型”私募重阳投资：不追逐太热的东西，所谓“逆向”是顺大势、逆小势，寻找未来的抱团股. 聪明投资者，[2021-04-13]. https://mp.weixin.qq.com/s/AqoKeRZJ4Q6NWbbR5G6mAw.

10. 格上研究中心. 私募的进化. 成都：四川人民出版社，2018：45.

08　以“独立精神”破解“盲目从众”

1. 南海事件：牛顿时代的金融泡沫. 大公网，［2014-04-21］. http://news.takungpao.com/history/tianxia/2014-04/2435439.html?from=message&isappinstalled=0.

2. 勒庞. 乌合之众. 冯克利，译. 北京：中央编译出版社，2011：23.

3. 费雪大师的唯一采访. 雪球，［2020-05-03］. https://xueqiu.com/7851054377/148522715.

4. 林奇，罗瑟查尔德. 战胜华尔街. 刘建位，译. 北京：机械工业出版社，2018.

5. 帕斯卡尔. 思想录. 何兆武，译. 北京：商务印书馆，1985.

6. 利弗莫尔. 股票作手回忆录. 黄程雅淑，马晓佳，译. 北京：中国青年出版社，2012：51.

7. 格雷厄姆. 聪明的投资者. 王中华，黄一义，译. 北京：人民邮电出版社，2016：106.

8. 弘力. 约翰·博格尔：指数基金教父. 和讯网，［2006-12-11］. http://futures.money.hexun.com/1954899.shtml.

09　以“周期思维”破解“线性思维”

1. 塔勒布. 黑天鹅. 万丹，刘宁，译. 北京：中信出版社，2011：56.

2. 金德尔伯格，阿利伯. 疯狂、惊恐和崩溃. 朱隽，叶翔，李伟杰，译. 北京：中国金融出版社，2017：73.

3. 茨威格. 投资的怪圈. 蒋宗强，译. 北京：中信出版社，2020：91.

4. 李录. 文明、现代化、价值投资与中国. 北京：中信出版社，2020：46-53.

5. 戴曼迪斯，科特勒. 未来呼啸而来. 贾拥民，译. 北京：北京联合出版社，2021：29.

6. 马克斯. 投资最重要的事. 李莉，石继志，译. 北京：中信出版社，2015.

7. 李迅雷. 李迅雷：长期问题短期化是否成为股市接近底部的信号. 上海热线，[2018-09-06]. https://rich.online.sh.cn/content/2018-09/06/content_9034777.htm.

8. 马克斯. 投资最重要的事. 李莉，石继志，译. 北京：中信出版社，2015.

9. 马克斯. 周期. 刘建位，译. 北京：中信出版社，2019：206.

10　以“概率思维”破解“故事思维”

1. 赫拉利. 人类简史. 林俊宏，译. 北京：中信出版社，2014：38.

2. 希勒. 叙事经济学. 陆殷莉，译. 北京：中信出版社，2020：120.

3. 同上：85.

4. 同上：97.

5. 艾伦. 仅仅是昨天. 孟洁冰，译. 北京：法律出版社，2011：235.

6. 希勒. 叙事经济学. 陆殷莉，译. 北京：中信出版社，2020：77.

7. 艾伦. 仅仅是昨天. 孟洁冰，译. 北京：法律出版社，2011：247.

8. 加尔布雷思. 1929年大崩盘. 沈国华，译. 上海：上海财经大学出版社，2017：128-129.

9. 希勒. 叙事经济学. 陆殷莉，译. 北京：中信出版社，2020：241.

10. 麦基. 大癫狂. 北京：企业管理出版社，2019.

11. 艾伦. 仅仅是昨天. 孟洁冰，译. 北京：法律出版社，2011：252.

12. 周宏. 专访重阳投资高级合伙人裘国根数学思维和投资之道. 上海证券报，[2011-04-25]（A15）. http://paper.cnstock.com/html/2011-04/25/content_102271.htm.

11 以“谨慎小心”破解“黑天鹅”

1. 考夫曼. 穷查理宝典. 李继宏，译. 北京：中信出版社，2016：130-131.

2. 塔勒布. 黑天鹅. 万丹，刘宁，译. 北京：中信出版社，2011：25.

3. 塔勒布. 非对称风险. 周洛华，译. 北京：中信出版社，2019.

4. 塔勒布. 黑天鹅. 万丹，刘宁，译. 北京：中信出版社，2011.

5. 塔勒布. 随机漫步的傻瓜. 盛逢时，译. 北京：中信出版社，2012.

6. 塔勒布. 非对称风险. 周洛华，译. 北京：中信出版社，2019：127.

7. 塔勒布. 黑天鹅. 万丹，刘宁，译. 北京：中信出版社，2011：324.

8. 塔勒布. 非对称风险. 周洛华，译. 北京：中信出版社，2019：288.

9. 同上：297.

12　以“财富善念”破解“财不配位”

1. 朱昂. 投资大师们的滑铁卢：李佛摩尔的自杀. 雪球网，[2018-12-19]. https://xueqiu.com/1175857472/118500734；迈克·吴. 学习与反思：利佛摩尔. 新浪博客，[2014-08-06].http://blog.sina.com.cn/s/blog_4afab0230102uyqm.html；Why Wall Street traders are obsessed with Jesse Livermore. Business Insider，2021-07-26. https://www.businessinsider.in/finance/why-wall-street-traders-are-obsessed-with-jesse-livermore/jesse-livermore-was-born-in-1877-to-a-family-of-farmers-and-learned-to-read-and-write-by-the-time-he-was-3-1/slidelist/48116843.cms.

2. 茨威格. 投资的怪圈. 蒋宗强，译. 北京：中信出版社，2020：293.

3. 欧美彩票大奖得主5年内多潦倒专家：切忌挥霍. 江西文明网，[2010-03-11]. https://news.jxwmw.cn/system/2010/03/11/010190295.shtml.

后记

我的老家浙江衢州素有“四省通衢”之称，是贯通浙江、江西、安徽和福建的交通要塞，因此成了“东南有事，兵家必争”之地。不知出生地的特质在多大程度上会影响一个人的性格，反正我长大后似乎挺能“漂”。选大学时，少年叛逆，终于可以实践一回金庸笔下的远走高飞，报考了火车车程40个小时以外但是名字很好听的兰州大学。我选择的专业更偏门，是历史系，纯粹出于爱好。大一暑假，为迎接90周年校庆，我参加了学校组织的黄河漂流活动，坐着羊皮筏子，从兰州漂到了包头，水程1 200公里，历时一个多月，现在想来仍是人生的一大壮举。在这所积淀深厚、学风醇正却因为地处偏远而被称为“最孤独的985大学”的学校里修完本科和硕士之后，我转而从事了新闻工作。这是我人生中的第一次跨界，但两者也不无联系，毕竟历史是过去的新闻，而新闻终将成为未来的历史。

媒体从业10年，接触了很多鲜活的社会实践案例，采访过各种各样或杰出或平凡的人，这段经历极大地开阔了我的视野。所以我要感谢我以前供职的单位——新华社《瞭望东方周刊》和《财经》杂志，它们提供的一流平台让我知道世界很大，人间值得。

2014年，我加入了重阳投资，这是我人生中的第二次跨界。我惊喜地发现，投资家不但十分重视新闻，而且酷爱历史，或许是因为研究和投资都需要以信息为基础，而今天发生的一切无不脱胎于历史。正如马克·吐温所说：“历史不会简单重复，但却押着相同的韵脚。”有人说，投资是人生的最后一份职业，因为它是包罗万象的，同时也是极其复杂的。它要求从业者永远保持学习状态，从这个角度而言，它是没有天花板的。这正是我的幸运之处，过往的所学都没有浪费，应了那句流行的鸡汤：“人生没有白走的路，每一步都算数。”

在这里，我要特别感谢重阳投资创始人、首席投资官裘国根先生，是他将我引入投资界，使我得以打开人生的另一片天地。裘先生的学问人品都令人景仰，他冷静缜密和独特的思考方式也让我近距离领略到一个卓越投资家的风采。如果不是裘国根先生，也就不会有这本书的创意。

重阳投资董事长王庆博士自始至终都对这本书的出版给予了极大的关心和支持，他鼓励我将这几年写过的文章进行系统梳理，还仔细通读了全稿，提出了很多宝贵的意见，使书稿获得了进一步提升与完善。若不是王庆博士的鼓励与督促，这本书的面世应该要晚许多。重阳投资总裁汤进喜先生、联席首席投资官陈心先生、战略研究部主管寇志伟先生也都对书稿进行了专业的指导和把关。中国人民大学重阳金融研究院对此书的出版亦给予了支持，在此对研究院及王文院长的助力表示感谢。本书的部分内容曾在微信公众号“重阳投资”上发表，前同事郭宇璇时常是第一个读者和编辑，对此书的形成亦有贡献。在此一并表示由衷的感谢。

感谢湛庐编辑团队在这本书的出版过程中付出的辛苦工作，从书名到结构再到细节，她们都展现出了十分专业的水准，工作认真细致，确保了这本书的高质量出版。

这本书要特别献给我的父亲舒金岳。父亲在本书即将付梓之际辞世，让我陷于无尽哀恸。父亲没受过什么教育，却智能超群；一生背负巨大的能量，却囿于时代而无处安放。这本书致敬父亲狂傲不羁而富有英雄主义气概的一生。

感谢我的妻儿。14岁的初二学生舒思远身高已超过一米八，后浪生猛。刚到上海的第一个学期你由不适应到适应，期末还得了“进步小飞鱼”的称号，希望你能够不忘这个称号，保持终生学习、永远进取。还有我的“书童”麦麦，自从6年前意外“尾随”我来到家中，它就一直是我最忠实的陪读和陪写。是的，它是一只漂亮的小猫。

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在让速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考力和高维认知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种留在舒适区的阅读方法。在这个充满不稳定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

而真正的阅读，应该在书中与智者同行思考，借他们的视角看到世界的多元性，提出比答案更重要的好问题，并不确定性时代中领先起跑。

湛庐阅读App：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本

怎么读是读者面临的最大阅读障碍

“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”App。它将成为你“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么。你可以便捷找到纸书、电子书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现精泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，与你共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

CHEERS

本书阅读资料包

给你便捷、高效、全面的阅读体验

本书参考资料

湛庐独家策划

- ☑ 参考文献
  为了环保、节约纸张，部分图书的参考文献以电子版方式提供
- ☑ 主题书单
  编辑精心推荐的延伸阅读书单，助你开启主题式阅读
- ☑ 图片资料
  提供部分图片的高清彩色原版大图，方便保存和分享

相关阅读服务

终身学习者必备

- ☑ 电子书
  便捷、高效，方便检索，易于携带，随时更新
- ☑ 有声书
  保护视力，随时随地，有温度、有情感地听本书
- ☑ 精读班
  2~4周，最懂这本书的人带你读完、读懂、读透这本好书
- ☑ 课　程
  课程权威专家给你开书单，带你快速浏览一个领域的知识概貌
- ☑ 讲　书
  30分钟，大咖给你讲本书，让你挑书不费劲

湛庐编辑为你独家呈现
助你更好获得书里和书外的思想和智慧，请扫码查收！

（阅读资料包的内容因书而异，最终以湛庐阅读App页面为准）

(1)引自《查理·芒格的投资思想》（*The Tao of Charlie Munger*）。作者戴维·克拉克（David Clark）将芒格的核心思想体系凝练为100余个概念，围绕这些概念，克拉克不但筛选出了尤其能体现芒格思想精髓的经典言论，而且还对这些言论进行了精湛的诠释。此书中文简体字版已由湛庐策划，由浙江人民出版社于2019年出版。——编者注

(2)为了如实地呈现老子、巴菲特和芒格的思想，对话中多数是他们说过的原话，原话以直接引语的方式标出。未以直接引语标出的部分则是为了使对话流畅而设计的串词。

(3)诺贝尔经济学奖得主、普林斯顿大学教授，著有《噪声》，这本书指出，我们之所以常常会做出糟糕决策，都源于忽略了“噪声”对决策的影响。该书中文简体字版已由湛庐策划，由浙江教育出版社于2021年出版。——编者注

(4)该实验结论一经报道便获得广泛关注，然而这场心理学实验却遭到了极大的误读。实验设计者、自控力之父沃尔特·米歇尔在《棉花糖实验》一书中对实验的来龙去脉溯本清源，在破除误解的同时，还给出了从对孩子的养育、雇用新职员，到避免糟糕的交易和个人决定的建议。此书中文简体字版已由湛庐策划，由北京联合出版公司于2016年出版。——编者注

(5)华尔街的传奇人物，被称为“现代证券之父”，著有《华尔街教父格雷厄姆传》，这本回忆录是格雷厄姆在晚年亲自撰写的。他主要回忆了从出生到二战前近50年多姿多彩、甜酸苦辣的生活，特别是客观环境如何使他形成坚强自立的性格、他的成才道路以及对于恋爱、婚姻和家庭的看法。该书中文简体字版已由湛庐策划，由四川人民出版社于2021年9月出版。——编者注

(6)引自《私募的进化》。书中，私募基金“超级智囊”格上研究中心以全方位的视角，再现中国私募行业波澜壮阔的发展历程，详细探究行业代表性企业的崛起之道。此书已由湛庐策划，由四川人民出版社于2018年出版。——编者注

(7)作者彼得·戴曼迪斯和史蒂芬·科特勒全面展示了商业创业风口上的9大指数型技术，并洞察这些指数型技术的互相融合会带来巨大的变革力量，将会完全重塑我们的生活方式与商业模式。此书中文简体字版已由湛庐策划，由北京联合出版公司于2021年出版。——编者注

(8)指塔勒布关于“不确定性”的四部著作：《随机漫步的傻瓜》《黑天鹅》《反脆弱》《非对称风险》。

CHEERS
湛庐

查理·芒格的投资思想

The Tao of Charlie Munger

[美]戴维·克拉克 著
巴曙松 陈剑 译

David Clark

巴菲特说，芒格让我以火箭般的速度从猩猩进化到人类。

I evolved from an orangutan to humans at an unusual rate.

浙江人民出版社

版权信息

本书纸版由浙江人民出版社于2019年3月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有·侵权必究

书名：查理·芒格的投资思想

著者：戴维·克拉克

电子书定价：71.99元

Simplified Chinese Translation copyright © 2019 by Cheers Publishing Company

THE TAO OF CHARLIE MUNGER

Original English Language edition Copyright © 2017 by David Clark

各方赞誉

邱国鹭　高毅资产董事长

在许多领域，芒格都是有大智慧的人。他的智慧不仅体现在对投资一针见血的深刻洞察力，更体现在他对社会不同领域发展规律入木三分的本质认识。这种跨学科的知识体系和跨周期的深度思考能力，也正是他和巴菲特取得长期投资成就的重要原因。

徐　瑾　FT中文网财经版主编，经济人读书会创始人

芒格是价值投资的布道者，做的比说的多，做对的事情比做错的多，活得又足够久，这些都成就了其传奇。价值投资易学难通，要害就在于投资本身是实践活动。据说巴菲特认为芒格让他从猩猩进化到人类，了解巴菲特，不得不读芒格。芒格的智慧，不仅关于投资，也关于人生，关于自我精进。

谢长艳　《证券市场红周刊》执行主编

对于读者来说，若想更好地理解芒格的投资精髓与人生哲学，甚至从境界上更为接近芒格，“品读芒格”或许是一种最为直接有效的方式。翻开芒格箴言录，我们便会发现，这位当今世界最伟大的投资思想家所拥有的天才智慧，在字里行间的每一个角落静静地流淌着。

张居营　雪球论坛大V“闲来一坐s话投资”

查理·芒格不仅是多学科格珊思维模型的倡导者，更是身体力行者，因此他对投资的洞见，哪怕只有寥寥数语，也常常闪烁着智慧的光芒。我很欣喜地看到《查理·芒格的投资思想》这本书，它恰恰是荟萃芒格思想精华的一本书，并且以“名言警句”的形式铺成开来。借助这种安排，投资者不仅更容易吸收芒格的思想，甚至可以将其作为一本思想工具书时时翻阅，不断体悟。

投资要听芒格的话

扫码获取“湛庐阅读”App，
搜索“查理·芒格的投资思想”，
获取更多芒格的经典言论。

前言
查理·芒格思想的力量

在美国投资编年史中，查理·芒格是一位众所周知的神秘人物，关于他的传闻总是充满了矛盾。巴菲特曾说：“芒格设计了今天的伯克希尔哈撒韦，这是他最重要的成就。他给我的蓝图很简单，即‘用划算的价格投资一家优秀企业，比以便宜的价格买入一家普通企业的结果要好得多……’就这样，伯克希尔哈撒韦按照芒格的蓝图建立起来了。我的角色是总承包商，而伯克希尔哈撒韦下属公司的首席执行官则是分包商。”

芒格作为科班出身的气象学家和律师，从未在大学接触过经济学、市场营销学、金融学和会计学，那么他又是如何成为最伟大的商业天才的呢？奥秘就在本书中。

1924年1月1日，芒格出生于内布拉斯加州的奥马哈市。当时的美国正处于波澜壮阔的发展浪潮之中，无线电和飞机被视为尖端技术，而投资大师伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）则是华尔街之王。当时的每个人都靠投资股市发家致富。芒格的父亲是奥马哈有名的商业咨询顾问，其客户中不乏商界精英。少年芒格阅读了大量的书籍，在没有电视和电子游戏的时代，通过阅读，他发现了一个更广阔的世界。当时，他住在充满田园气息的邓迪地区（Dundee），巴菲特家族也住在这个地区。尽管这两个男孩年龄相差7岁，但他们就读于同一所小学和中学。事实上，芒格曾在巴菲特祖父所经营的杂货店内打过工。那家店就位于邓迪核心区的巴菲特家附近。

在巴菲特家族的杂货店，芒格接触到了商业世界。他学会了如何盘货、整理货架、取悦客户，认识到准时上班的重要性，培养了与他人的合作意识。当然，他最拿手的还是操作收银机，那里“流淌”着被视为生意命脉的金钱。20世纪30年代，奥马哈生活着来自世界各地的移民：意大利人、希腊人、非洲裔美国人、爱尔兰人、法国人、捷克人、俄国人、中国人。许多移民为联合太平洋铁路公司和当地的肉类加工厂工作。芒格和这些移民家庭的孩子一起就读于公立学校，他不仅欣赏他们的文化，也欣赏他们的商业才能。为了让孩子过上更好的生活，这些移民家庭愿意付出让人难以置信的努力。

在伯克希尔哈撒韦公司的年会上，芒格经常谈到大萧条时期的恐怖，以此提醒股东，事情到底会糟糕到什么程度。然而，在大萧条时期，奥马哈受到的波及程度其实远逊于美国其他地区。奥马哈既是联合太平洋铁路和伯灵顿铁路这两大铁路的交汇点，又是世界第二大的联邦畜牧围场的所在地。这种区位优势非常适宜发展牲畜业和运输业，于是许多大型肉制品公司汇聚于此，并在南奥马哈建立了加工厂。尽管美国正处于大萧条时期，但是人们总还是要吃饭的。当时，每天有多达两万头猪、羊和牛被运抵奥马哈，这些动物经过屠宰、切割、包装后，再运往美国的其他地区。即使在经济困难时期，牲畜饲养场也创造着大量的工作岗位。

创办于奥马哈的基威特建筑公司是当今北美地区最大的建筑公司之一。该公司的第一项重大任务是为联邦畜牧围场建造牲畜交易所大厦。彼得·基威特（Peter Kiewit）对芒格和巴菲特都产生过很大的影响，伯克希尔哈撒韦的总部如今仍设在基威特广场。芒格从自己的父亲那里了解到奥马哈一些最知名的商人是如何做生意的，他的父亲是希区柯克（Hitchcock）和孔茨（Kountze）两大家族的代表。希区柯克家族拥有奥马哈主要报纸的发行权，而孔茨家族则拥有该市最大的银行。

高中毕业后，17岁的芒格进入密歇根大学学习数学。在“珍珠港事件”一年后，19岁的芒格从大学辍学，加入了美国空军。军队把他送到加利福尼亚州帕萨迪纳的加州理工学院研究气象学。在那里，他学会了识别积云和卷云，并爱上了南加州阳光明媚的天气。

巴菲特的家与AK-Sar-Ben赛马场很近，骑自行车几分钟就能到，年轻的巴菲特几乎全身心地投入到了关于可能性和概率的研究中。与此同时，芒格则热衷于与他的战友玩扑克，并从中学习到了重要的投资策略：在事情对自己不利时一定要学会放弃，而一旦运气落在自己的头上，就必须孤注一掷。后来，他经常在投资领域运用这种策略。

第二次世界大战结束时，芒格还没有获得本科学位，于是他申请转学到自己父亲的母校哈佛大学法学院，但被拒绝了。哈佛大学法学院前任院长是内布拉斯加人，也是芒格家族的朋友，他给学校打了一个电话，随后芒格就被录取了。芒格在法律方面很有天赋，1948年他以优异的成绩毕业。这段经历让他牢记了一点：在上层社会一定要有朋友。

自哈佛大学法学院毕业后，芒格搬回了洛杉矶，并加入了一家非常著名的法律事务所。通过处理20世纪福克斯公司、莫哈韦沙漠的采矿业以及房地产交易等业务，他学到了很多商业知识。在此期间，他还成了一家国际收割机经销商的主管，这使他第一次了解到，要挽救一家陷入困境的企业是多么困难。这家经销商主要从事批发业务，因此需要大量的资金来支付昂贵的库存成本，而其大部分资金都源于银行贷款。连续遭遇两个季度的市场萧条，库存的持有成本就会毁掉这项生意。然而，如果该公司削减库存以降低成本，就会无货可卖，这意味着客户会去找那些有足够库存的其他经销商。这项生意处境艰难，存在很多问题，也没有简单的解决办法。

在那段时间里，芒格考虑了很多生意上的事情。他习惯问人们，他们认为最好的生意是什么。他渴望与顶尖律师事务所服务的那些精

英客户打成一片。他决定每天花一个小时在办公室里研究自己的房地产项目，就这样，他完成了5个项目。芒格说自己的前100万美元财富完全是辛苦钱。也正是在那个时期，他意识到自己永远不会成为非常富有的执业律师——他得另辟蹊径。

1959年的夏天，为了处置父亲的遗产，芒格约了两位老朋友在位于奥马哈市中心的奥马哈俱乐部吃午餐。在这家具有木制装潢的私人俱乐部里，商人们直到下午才吃午饭，晚上则喝酒、抽雪茄。这两位朋友决定带着他们自己的一位朋友来，后者当时正在运营一家他们投资的合伙企业。他们认为芒格肯定非常愿意认识这名年轻人——巴菲特。

据说，两人当时都感觉相见恨晚。巴菲特一开始就单刀直入地抨击投资天才本杰明·格雷厄姆。芒格知道格雷厄姆，于是两人立刻开始探讨企业和股票。谈话变得如此忘情，以至于芒格和巴菲特几乎没有注意到他们的两个朋友是何时离开的。这标志着一段漫长的兄弟情的开始，一种堪称绝配的合作关系的建立。在接下来的几天里，他们彼此见面不多。在某一天共进晚餐后，芒格就自己在加利福尼亚是否也成立一家投资合伙企业一事，询问了巴菲特的意见。巴菲特表示，他没有任何理由给出否定的意见。

芒格回到加利福尼亚后，他和巴菲特每周都要通几次电话，这种情况持续了好几年。1962年，芒格终于与太平洋海岸证券交易所（Pacific Coast Stock Exchange）的一名交易员，也是他的老牌友，共同建立了一家投资合伙企业。他还成立了一家新的律师事务所，名叫芒格·托尔斯·希尔斯·伍兹（Munger, Tolles, Hills and Woods）。在接下来的3年时间里，他逐渐放弃了法律事务，开始把全部心思花在投资领域上。

芒格的投资合伙企业与巴菲特的不同，因为他愿意为了完成某些交易而承担大量的债务。他特别喜欢股票套利。围绕着大不列颠哥伦

比亚电力公司（British Columbia Power，简称BCP），芒格就做成了一笔套利交易。当时，加拿大政府计划要接管这家公司，其收购价为每股22美元，而BCP的市价为每股19美元。考虑到这笔交易最终将以每股22美元的价格成交，芒格决定孤注一掷，买入自己所能买到的全部BCP股票，为此他花光了所有的合伙资金、自有资金以及能够借到的资金。这笔交易的最终结果是，BCP以22美元的价格被收购。芒格就像白捡了一大笔财富。

在20世纪60年代中期，芒格和巴菲特正忙着在粉单市场（Pink Sheets）寻找市值比较低的好公司。他们挖掘出了蓝筹印花公司。这家公司是一家出售印花的公司。其他公司会从蓝筹印花公司购买印花并赠送给自己的客户，而这些客户随后会将印花兑换成蓝筹印花公司提供的奖品。我们可以将这种模式想象成一个积分奖励计划的雏形。让芒格最感兴趣的是，因为在印花销售和消费者兑换之间存在很长的时滞，所以蓝筹印花公司可以形成大量的“浮存金”。另外，美国政府当时已对该公司提起了反垄断诉讼，因此蓝筹印花公司的股价正处于很低的位置。作为一名律师，芒格认为，诉讼的结果将有利于蓝筹印花公司，后来事实也确实如此。芒格通过他的合伙企业，巴菲特则通过伯克希尔哈撒韦公司，联手控制了该公司，而芒格成了该公司的董事长。到20世纪70年代末，蓝筹印花公司的“浮存金”已增长至约1亿美元，而芒格和巴菲特可以用这些资金进行投资。

蓝筹印花公司的商业模式最终还是被淘汰了，多年来其销售额缓慢下降，从1970年的1.26亿美元下降到了1990年的150万美元。不过，在其全盛时期，芒格利用蓝筹印花公司的浮存金收购了喜诗糖果和西科（Wesco）80%的股权，后者是一家拥有储贷资质的金融公司。当时，伯克希尔哈撒韦公司的纺织业务陷入了苦苦挣扎的境地，巴菲特不得不从中撤出资金，用于收购业务蒸蒸日上的国民保险公司（National Indemnity），而芒格则调用蓝筹印花公司的浮存金对很

多有利可图的业务进行了投资。最终，蓝筹印花公司被合并到了伯克希尔哈撒韦公司。

1968年，芒格、巴菲特以及经营曼哈顿第一投资公司（First Manhattan）的大卫·“桑迪”·戈特斯曼（David "Sandy" Gottesman）合作，创办了多元零售公司（Diversified Retailing Company，简称DRC）。DRC以1 200万美元收购了巴尔的摩的孔恩百货（Hochschild Kohn），其中一半的收购资金来自银行贷款。尽管买下孔恩百货的价格很便宜，但由于缺乏竞争优势，它需要持续性地注入新资金来维持自身竞争力。芒格和其他人很快就知道了经营零售服装企业到底有多艰难。珠宝和地毯企业的存货几乎不会贬值，而不同的是，在零售服装行业中，企业的所有库存产品都会随着季节的变化而过时。经过3年的惨淡经营，他们最终又卖掉了孔恩百货。

在那段时间里，芒格开始发现投资优秀企业的好处。这些企业不需要大量的运营资本，同时能产生大量可以用于扩大原有业务或购买新业务的自由现金。

1961—1969年，芒格的投资合伙企业的年回报率达到了惊人的37.1%。然而，1973—1974年股市的崩盘拖累了芒格的业绩，当他于1975年清算该基金时，其资产总额为1 000万美元。在其存续的14年间，该合伙企业的年回报率为24.3%。有趣的是，在这只基金存续的最后几年里，芒格的投资组合高度集中，仅蓝筹印花公司的股票就占到了该合伙企业总资产的61%。就投资策略而言，芒格从来都不喜欢多元化。

1972年，芒格的合伙企业决定与投资人里克·盖林（Rick Guerin）合作，控股封闭式的信业基金（Fund of Letters）。随后，他们就将该基金更名为新美国基金（New America Fund）。当合伙企业清算时，芒格的合伙人开始直接持有新美国基金。这只基金由盖林负责运营，芒格则负责选择投资标的。1977年，新美国基金以250万美

元的价格收购了每日新闻集团（Daily Journal Corporation），芒格成了该公司的董事长。每日新闻集团是一家加利福尼亚的出版公司，旗下包括《洛杉矶日报》和《旧金山日报》。当盖林和芒格解散新美国基金时，该基金的持有人得到了每日新闻集团的股票，同时该集团的股票开始在场外交易市场挂牌交易。现在，每日新闻集团的许多股东其实就是40多年前投资芒格的合伙企业的人。

1979年，芒格成为伯克希尔哈撒韦公司的副董事长。1983年，蓝筹印花公司与伯克希尔哈撒韦公司合并，芒格就任西科公司的董事长。正是通过这两个职位，芒格协助巴菲特在投资和管理领域做出了许多的决策。1984年，伯克希尔哈撒韦公司的净利润为1.48亿美元，每股价格1 272美元，而到2016年时，其净利润约240亿美元，每股价格则飙升到了21万美元。

如今，芒格已年逾九旬，仍担任伯克希尔哈撒韦公司的副董事长。截至2019年时，伯克希尔哈撒韦公司的市值已达4 990亿美元。与此同时，他还是每日新闻集团的董事长，其个人财富近18亿美元。

在总结过去50多年芒格对自己投资风格的影响时，巴菲特说：“芒格教会我不要只像格雷厄姆那样买入‘便宜货’。这就是他对我的真实影响。他用强大的力量让我摆脱了格雷厄姆的理念的限制。这就是芒格思想的力量。”

目 录

前言　查理·芒格思想的力量
PART 1　查理·芒格给投资者的忠告
01　投资者的误区
001　盲从
002　预测
003　恐慌
004　快钱
005　翻垃圾
006　河水淹死会水人
007　分散化投资
008　避税
009　杠杆
010　分析师
011　佣金
012　复杂
02　投资者的心性
013　固守能力圈
014　智慧
015　别做傻事
016　打破思维枷锁
017　耐心
018　静心
019　耐得住寂寞
020　正视现实
021　胆识
022　魄力
023　沉着

024　进化
PART 2　查理·芒格的投资理念
03　投资策略
025　所有权
026　周期
027　定价机制
028　长痛不如短痛
029　水落“鱼”出
030　市场分歧
031　离场
032　坐等投资法
033　上涨的能量
034　胜率
035　重仓
036　现金
037　安全边际
038　投资的好时机
039　购买并持有
040　对估值进行逆向思考
041　指数基金
04　投资机会
042　构建优异的投资组合
043　狗屎
044　溢价
045　商业模式
046　管理层
047　品牌
048　运营资本
049　扯淡利润
050　败给趋势的意愿
051　技术的正反面

052　行业竞争
053　市场规模
054　决策的难易程度
055　激励机制
056　资产负债表
057　企业文化
058　专注度
059　总体规划
060　去中心化
PART 3　查理·芒格对经济基本面的思考
05　金融体系
061　不降低标准
062　金融健忘症
063　华尔街的膨胀
064　大萧条
065　失控的银行家
066　金融巫术
067　银行监管
068　大而不倒
069　合法化抢劫
070　数据迷宫
071　量化模型
072　回报率
073　风险错配
074　次级贷款的噩梦
075　危险的衍生品
076　愚蠢的套利交易
077　自由市场的闹剧
078　流动性
079　资产升值
06　国民经济

080　财富的来源
081　胡萝卜加大棒
082　自由贸易
083　财富效应
084　通货膨胀
085　石油储备
086　富豪阶层
087　企业税
088　会计准则
PART 4　查理·芒格的处世智慧
07　学习能力
089　保持思考和阅读的习惯
090　投资没有单一准则
091　最薄弱的环节
092　推翻最中意的想法
093　每天进步一点点
094　跨学科应用
095　树立正确的目标
096　承认愚蠢
097　学会处理错误
098　挫折也是机遇
099　长着两条腿的书
100　学习机器
101　多领域学习
102　学习的复利
103　专业化
104　专注的智慧
105　换位思考
106　思维训练
107　专家的意见
108　远离狂妄

109　多任务的代价
110　克服单一模式的限制
111　避免走极端
08　人生经验
112　让自己配得上
113　理性
114　过度消费
115　兴趣是成功的基石
116　珍惜生活
117　完美的婚姻
118　人生的幸福
119　健康
120　职业选择
121　人际交往
122　与信任的人打交道
123　映像
124　正直
125　与人为善
126　赞扬的力量
127　坚强的意志
128　无意义的虚名
129　抱怨解决不了问题
130　无压力的生活
131　财富的诅咒
132　克制荒唐欲望
133　做一个愚蠢的乐观主义者
134　羡慕
135　别自欺欺人

THE TAO OF CHARLIE MUNGER

PART 1

查理·芒格给投资者的忠告

01
投资者的误区

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

股市中存在着各式各样的陷阱，一旦掉入其中，投资者面对的可能性就会急速缩小。借债买卖股票时，如果出现了亏损，那么你只有依靠极高的回报率才能快速回本，而这意味着，很多投资机会对你而言毫无意义了；在投资时，如果你过分依赖分析师的建议，那么分析师自身的利益就会扭曲你的机会空间……芒格希望投资者尽量保持更广泛的可能性，因为一旦你发现自己的面前只有一条路的时候，这条路往往通向万丈深渊。

001

盲从

随大流只会让你更靠近平均值。

Mimicking the herd invites regression to the mean.

芒格告诉我们，如果我们投资一只指数基金，那么我们所获得的回报并不会比普通投资者好到哪里去。我们永远不会超越平均水平，而所有人都亏损也可以叫平均水平。如果我们在牛市高点买入指数基金，那么一旦市场崩盘，我们可能要承受好几年的亏损。在芒格的世界里，当别人都在抛出时，他却开始买入，这对总是随大流的那些人来说无疑是非常困难的。

002

预测

预测从来不是我的强项，而且我也不依靠准确的预测来赚钱。我们往往只是买入好的公司，并一直持有。

I've never been able to predict accurately. I don't make money predicting accurately. We just tend to get into good businesses and stay there.

无论对天气、选举、经济，还是股市，尤其是股市，芒格都不是预测方面的专家。金融媒体上关于股市将要发生什么事的戏谑，对他而言都是无谓的噪音。他只是想要以合理的价格买到好公司。然而，他能预测的唯一一件事就是，在股市的疯狂和股价高涨之后的，严重的萧条和惨淡的股价通常就会紧接而来。他能准确地预测这些事件什么时候发生吗？不能。不过，他知道它会发生，而他只需要耐心等待。

003

恐慌

多亏了20世纪30年代早期以及强盗男爵时代的资本家的所作所为……股票产生的股息是债券利率的两倍。那时是购买股票的美好岁月。我们在上一代人陷入意志消沉时获利。

Thanks to the early 1930s and the behavior of the capitalists in the robber baron days…stocks yielded dividends that were twice as much as the interest rates on bonds. It was a wonderful period to be buying stocks. We profited from others' demoralization from the previous generation.

1929年和1932年的经济危机对股市造成了毁灭性打击，直到1954年，道琼斯工业平均指数才回到1929年的高点。许多人失去了他们的所有财富。在将近30年的时间里，公众投资者对股票投资都敬而远之。在20世纪40年代，许多股价在经济危机期间遭受重创的公司都恢复了盈利，但没有人对买股票感兴趣。为了吸引投资者，这些公司不得不支付几乎两倍于债券利率的高股息。正是在这段时间里，芒格和巴菲特开始尝试股票投资，他们所投资的公司通常会支付可观的股息，而且其股票经常以低于账面价值的价格被出售。20世纪50年代末

至60年代初，随着投资普通股的风尚重新流行，这些公司的股价开始上涨，芒格和巴菲特因此成了千万富翁。20世纪60年代后期，这些超值的便宜货开始消失，到1972年时，它们已经消失得无影无踪，因为牛市已经导致所有的股票都被高估了。

004

快钱

渴望一夜暴富是相当危险的。

The desire to get rich fast is pretty dangerous.

试图快速致富是很危险的想法，因为我们必须就股票或其他资产的短期价格走势进行赌博，而许多消息比我们灵通的人其实早就先下手了。证券或衍生品合约的短期走势，往往取决于由突发事件引发的价格波动，与标的业务或资产的实际长期价值无关。最后，同样重要的是，我们还必须考虑杠杆问题：要想快速致富，就必须经常使用杠杆 / 债务来放大微小的价格波动所能带来的收益。然而，如果事与愿违，杠杆也会造成巨大的损失。假如，我们在股市中保留了极高的杠杆化头寸，并幻想着大赚一笔；然后，像“9 • 11”事件这样可怕的事情发生了，接着股市彻底崩溃，而我们的财富也将彻底被席卷一空。在芒格年轻的时候，他经常在股票套利中使用杠杆，然而随着年龄的增长，他意识到了杠杆中蕴含的巨大风险。现在，他总是极力避免依靠负债，并且只看重企业的长期经济价值，而不是股价的短期波动。

005

翻垃圾

作为一名投资者，格雷厄姆在市场中获得了许多经验教训。几乎将他击溃的大崩盘和大萧条塑造了他评估公司的理念，也令其余生都心有余悸。他的所有方法都是为了摆脱这种感觉。

Ben Graham had a lot to learn as an investor. His ideas of how to value companies were all shaped by how the Great Crash and the Depression almost destroyed him…. It left him with an aftermath of fear for the rest of his life, and all his methods were designed to keep that at bay.

1929年10月29日的大崩盘使格雷厄姆经受了严峻的考验，而随后在1932年发生的大熊市几乎彻底摧毁了他。1929年股市大崩盘后，股价开始恢复，到1931年时市场已经上涨了30%。然而，接下来的1932年却发生了完全出人意料的大熊市，这也是整个20世纪最糟糕的一次大熊市。在这次大熊市中，股价下跌了89%。如果1929年9月3日你在道琼斯成分股上投入了1 000美元，那么到1932年7月8日那天，你将只剩109美元。为了保护自己的将来，格雷厄姆提出了“安全边际”这个概念，并形成了一套定量的评估方法。这套方法是他从债券分析和应对破产的恐惧中总结出来的。于是，他开始寻找那些市值低于账面价值

的公司，并开创了被称为“买下整家公司”的投资策略。他会评估公司的整体价值，然后再弄清楚公司在股市中的总市值。假设一家公司的整体价值是1 000万美元，而它发行了100万股股票，市场上的股价为6美元。基于这一点，格雷厄姆就可以知道股市对整家公司的估值是600万美元。然而，由于它的内在价值是1 000万美元，这相当于为格雷厄姆提供了400万美元的安全边际。因此，即使股市崩盘，该公司1000万美元的内在价值最终也会牵引其股价回升。

这套策略的缺点就是，按照它的要求，当股价达到企业内在价值时投资者就应该卖掉股票。该策略并不提倡买入那些值得持有三四十年的股票，而芒格和巴菲特却会这么做。如果格雷厄姆在1974年购买了伯克希尔哈撒韦公司的股票，当时该公司的价格是其账面价值的一半，那么当1980年其股价高于账面价值时，他就会获利了结。然而，如果这样，到2016年时，他就只能眼睁睁地看着该股股价达到惊人的21万美元。格雷厄姆的投资哲学是在获得盈利的同时防止自己遭受过大的损失，但这同时也阻止了他从复合效应中受益：一家非凡的企业可以使这种复合效应持续10年、20年，甚至更久。

006

河水淹死会水人

尽量别犯愚蠢的错误，而不是尽量表现得很聪明，拥有长期优势的投资者正是凭借这点获得了难以想象的收益。正如古训所说：“河水淹死会水人。”

It is remarkable how much long-term advantage people like us have gotten by trying to be consistently not stupid, instead of trying to be very intelligent. There must be some wisdom in the folk saying: "It's the strong swimmers who drown."

擅长游泳的人往往会游到深海区，这无形中让他们处于危险中。游泳水平一般的人会在岸边，这反而让他们非常安全。在投资博弈中，高智商的数学家或宽客会使用极其复杂的交易模型，这些模型一旦犯错就会让他们陷入困境。华尔街的博士们为了利用股市短期波动获取收益而创造了许多复杂的数学模型和交易策略，芒格对此并不感兴趣。恰恰相反，他对那些在长期可以带来超额收益的简单交易策略很感兴趣。对于芒格来说，付出大量的时间去研究交易策略却只获得了很少的回报，这是极为愚蠢的。

007

分散化投资

崇拜分散化投资，我觉得这种观念太疯狂了。

This worshipping at the altar of diversification, I think that is really crazy.

分散化投资可以使理财顾问和股票经纪人的表现不会太糟糕，但同时也不会让他们表现得太好。过于分散化的投资，比如持有50种甚至更多的股票作为资产组合，通常意味着上涨股票的盈利和下跌股票的亏损将互相抵消。因此，分散化投资的收益总是和市场或是指数基金亦步亦趋。提供分散化投资服务的专业顾问永远不会看起来非常好或是非常糟糕，他们总是处于差不多的状态。芒格发现，如果以合理的价格投资于经济基本面很好的公司，那么即使我们将持有股票的种类减少到10种以下，依然能够避免由意外引发的亏损，而且我们的投资组合还能在未来10～20年中取得良好的增长。没必要搞太多花样，我们不是动物园，如果我们的股票池子里只有10只股票，那么我们就可以更好地盯紧它们。

008

避税

从我一生所见的失败的商业决策来说，过度关注避税是犯下愚蠢错误的主要原因之一……从现在开始，对于有人向你推荐的关于避税的投资项目，我的建议是都别参与。

In terms of business mistakes that I've seen over a long lifetime, I would say that trying to minimize taxes too much is one of the great standard causes of really dumb mistakes…. Anytime somebody offers you a tax shelter from here on in life, my advice would be don't buy it.

芒格见过许多难以想象的、失败的投资决策，它们都源于人们过度关注如何避税而不是盈利模式本身。尽管避税项目的确可以帮助你减税，但是它们实际上都是糟糕的、具有很大风险的投资，最终会让你的投资损失超过避税所得。芒格和巴菲特将他们在伯克希尔哈撒韦的投资设计为合法的避税项目。首先，他们从不分红，因此避免了股票派息所需支付的税收。其次，50年来他们一直持有伯克希尔哈撒韦的股份，这使得投资收益在伯克希尔哈撒韦公司内部“滚雪球”。最后，他们会用累积的利润收购其他公司，以此扩大伯克希尔哈撒韦公司的规模，只有卖出伯克希尔哈撒韦股票的时候他们才需要交税。对

于巴菲特来说，他所有的财富都捐给了慈善组织，因此他根本不必考虑交税的事情。综上所述，对于拥有伯克希尔哈撒韦公司这种终极避税机制的芒格和巴菲特来说，为什么要去投资以避税为目的的项目呢？

009

杠杆

正如你在伯克希尔哈撒韦公司的运营中所看到的那样，我们更倾向于采用保守的方法。我们以更加有利的条款借更少的钱。我们乐意降低杠杆。你可以认为我们错了。尽管这让我们少赚了钱，但我们并不会因此感到困扰。我们从不会因错过某些机会而感到苦恼。别人比你更富有又有什么问题呢？为此苦恼真是杞人忧天。

As you can tell in Berkshire's operations, we are much more conservative. We borrow less, on more favorable terms. We're happier with less leverage. You could argue that we've been wrong, and that it's cost us a fortune, but that doesn't bother us. Missing out on some opportunity never bothers us. What's wrong with someone getting a little richer than you? It's crazy to worry about this.

芒格知道，杠杆和嫉妒是致命的混合体。杠杆只是债务的一个代名词。使用杠杆的魅力在于能够让人利用权益资本赚更多的钱。然而，使用杠杆不仅会在一切称心如意时增加你的收益，也会在进展不顺利时增大你的损失。投资银行的经理们喜欢使用很高的杠杆。正如我们先前所说的，如果事情的发展如其所愿，那么通过使用杠杆他们

能够获得数千万美元的奖金。如果赌输了，他们会将这一切归咎于市场，并且希望能通过其他方面的操作来弥补其损失。

然而，有时杠杆过高带来的损失会导致公司破产。投资银行为何会让自己陷入如此境地呢？答案就是嫉妒。他们看到其他银行的人赚了数百万，于是自己也想赚大钱。因此，他们不停地提高杠杆水平来增加收益。他们究竟提高到了什么程度呢？符合美国联邦存款保险公司规定的正常的商业银行，其债务是股本的10倍。当雷曼兄弟破产时，其债务是股本的30倍。在命运逆转之前，雷曼兄弟挣了极大的一笔钱，然而却因此走向了破产。芒格和巴菲特总是避免在伯克希尔哈撒韦公司中使用过高的杠杆，并避免投资拥有高债务股本比的公司。最终结果是，伯克希尔哈撒韦公司能够从其他公司的高负债中获利，而自身却从不会深陷其中。

010

分析师

在企业界，如果你有一群分析师，而他们毫无常识却要负责尽职调查，那么你无异于身处地狱。

In the corporate world, if you have analysts, due diligence, and no horse sense, you've just described hell.

我认为芒格的意思是，尽管穆迪等评级公司的分析师负责对债券进行新的评级，但他们的数百万美元的薪酬却是由申请评级的华尔街投资银行来支付的，对此我们应该保持警惕。评级公司有非常强烈的动机，为投资银行的金融产品给出最高评级，即使该产品可能达不到如此高评级的标准。正是这些因素导致了房地产泡沫、随后的股市崩盘以及2007—2009年的金融危机。我们今天面临的问题是，评级公司替投资银行描绘美好前景的经济激励依然存在。记住这句话：“欺骗我一次，应该羞愧的是你；欺骗我两次，应该羞愧的是我自己。”

011

佣金

任何有很高佣金的地方，都非常可能出现欺骗行为。

Everywhere there is a large commission, there is a high probability of a rip-off.

佣金相当于奖励。在芒格的世界里，奖励机制有助于意识层面和潜意识层面的激励。抽取佣金的财务顾问和股票经纪人有动力让投资者把资金从一个项目里取出来去投入另一个项目，因为他们正是以此来赚钱的。我们的账户交易的次数越多，他们赚的钱就越多。因此，他们总会找各种理由去让投资者频繁交易。大多数时候他们会因此越来越有钱，而投资者却越来越穷。就像喜剧演员伍迪·艾伦（Woody Allen）曾经说过的那样：“股票经纪人是一个用别人的钱进行投资，直到别人的钱都被赔光的人。”

012

复杂

如果一个人对银行家缺乏敏锐的洞察力，我认为他不应该投资银行。对投资者来说，银行业是一个非常危险的投资方向。如果对银行业没有很深的洞察力，就不要向银行类股票投资。

I don't think anyone should buy a bank if they don't have a feel for the bankers. Banking is a business that is a very dangerous place for an investor. Without deep insight, stay away.

芒格和巴菲特针对银行业的投资有一个特点，那就是他们总是很欣赏自己所投资银行的管理层。他们尤其称赞管理层对经营效益的痴迷，因为这能够让他们保持较低的成本并有效控制风险，进而避免配置大量的衍生产品和风险较高的抵押贷款。比如，他们之所以投资富国银行或者美国银行，都是因为看中了管理层的品质和诚信。

为什么要关注管理层？这是因为管理层的品质是芒格和巴菲特能够理解并进行判断的，而相比之下，银行的财务报表往往太过复杂，因此就连最好的金融分析师也很难理解。

02
投资者的心性

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

即使握有全世界最锋利的刀，如果你自己的心性存在缺陷，那么它也会成为自残的工具。同理，如果你具备卓越的眼光，却缺乏行动的胆识和魄力，那么财富对于你而言将永远是海市蜃楼；如果你拥有最精于计算的头脑，但始终无法克服欲望的纠缠，那么在巨额财富的重压之下，你注定将粉身碎骨……芒格始终在告诫投资者，不要做傻事。要做到这一点，靠的不是自以为是的小聪明，而是虚怀若谷的大智慧。

013

固守能力圈

知道你不知道什么事情比成为聪明人更有用。

Knowing what you don't know is more useful than being brilliant.

芒格在这里想说的是，我们应当清楚地认识到，哪些领域是我们不了解的，并利用这种认知来避免对自己不了解的企业进行投资。

20世纪90年代末，在科技股泡沫最严重的时候，许多非常聪明的人经受不住诱惑，纷纷投资互联网股票。芒格意识到，他不了解新兴的互联网业务，这超出了他的能力圈，所以他和伯克希尔哈撒韦公司完全避开了互联网企业。大多数华尔街人士都认为他落伍了。然而，当泡沫最终破裂时，互联网公司的股价一落千丈，很多人的财富化为乌有，直到这一刻人们才了解到芒格的智慧。

014

智慧

承认无知是智慧的开始。

Acknowledging what you don't know is the dawning of wisdom.

人越聪明，就越能够意识到自己实际上所知甚少。承认无知，便将自己置于求知之境，这便是智慧的起始。在芒格的投资世界中，他所谓的“能力圈”便是由所有他熟悉并能够准确评估的公司组成的。能力圈同时也圈出了他不熟悉或是不能评估的公司。承认无知使芒格可以暂时放下投资，转而深入了解企业，判断自己能否正确理解并评估其商业模式，而这家企业也可能由此进入其能力圈。在芒格的一生中，他的能力圈在不断扩大，包括保险业务、银行、报业、电视、糖果公司、航空公司、工具制造企业、靴子制造商、内衣制造商、电力公司等。芒格通往智慧的道路就是起始于承认自己的“无知”，然后针对这一点而做些事情。

015

别做傻事

人们都试图变得精明，而我只想证明自己并不是在做傻事，但这比许多人想象的要困难得多。

People are trying to be smart—all I am trying to do is not to be idiotic, but it's harder than most people think.

芒格的投资理念基于这样一种理论，即相对于一家公司的长期经济价值，目光短浅的股市给出的报价偶尔会过低。当这种情况发生时，芒格就会买入该公司的股票，并长期持有，然后等着公司基本面最终撬动自身股价上升。他唯一必须要注意的一点，就是避免干一些愚蠢的事情。对芒格来说，干蠢事的真正内涵就是错过了眼皮底下的机会，比如，并未将自己很看好的一笔投资付诸实践，或者当机会出现时买得太少。避免这种错误实际上比人们想象的要困难得多。

016

打破思维枷锁

使用定量的手段可以找到划算的买卖。一旦我们跨越思维枷锁，重新意识到可能会让格雷厄姆感到震惊的这一点，那么我们就能开始思考更好的投资机会了。

Once we'd gotten over the hurdle of recognizing that a thing could be a bargain based on quantitative measures that would have horrified Graham, we started thinking about better businesses.

格雷厄姆既是价值投资的鼻祖，又是巴菲特的老师和领路人。在他的世界里，价值投资的核心就是，购买价格低于其内在价值的股票。具体来说，这意味着股票价格只有其账面价值的一半或股票市盈率处于非常低的水平。1933—1965年，只要一个人足够努力，找到这些便宜货并不难。然而，格雷厄姆这种投资理念的问题在于，在股票价格上涨到其内在价值时，它要求投资者抛出手中的股票。显然，它并不赞成另一种方式，即在20年甚至更长的时间中一直持有该股票，并等待公司的经济效益不断抬升其基本面及股价。

芒格和巴菲特认识到，一些企业拥有优异的经济效益，这使它们的内在价值会随着时间的推移而不断增加。这些公司的普通股就像权

益债券一般，而且其票面利率还是不断提高的。例如，当伯克希尔哈撒韦公司在1988年开始购买可口可乐公司的股票时，其每股收益为0.18美元，并以每年约16%的速度增长（数据因为分拆而调整过）。伯克希尔哈撒韦公司支付的价格约为每股3.24美元，相当于18倍的市盈率，这大大高于格雷厄姆所偏好的价格。然而，芒格和巴菲特突破了格雷厄姆的理念所造成的思维瓶颈。在他们看来，尽管这家公司的市盈率为18倍，但其长期的经济效益仍使它成了一项非常划算的投资标的。他们把可口可乐公司的股票看作一种权益债券，该债券的初始票面利率是5.55%（0.18美元的每股收益除以3.24美元等于5.55%），而随着可口可乐公司每股收益的持续增长，该债券的票面利率还将继续增长。从长远来看，随着公司效益的增长，市场肯定将推高可口可乐公司的股价。

那么伯克希尔哈撒韦公司是怎么做的呢？截至1988年，在过去的27年间，伯克希尔哈撒韦公司在可口可乐公司股票上的12.99亿美元的原始投资已经增长至171.84亿美元，其年复合回报率达到了10.04%。另外，这并不包括这期间伯克希尔哈撒韦公司所获得的股息收入。仅在2015年，可口可乐公司就向伯克希尔哈撒韦公司支付了5.28亿美元的股息。以伯克希尔哈撒韦公司的初始投资额12.99亿美元来计算，2015年度的股息回报率为40%。在随后的5年，可口可乐公司将向伯克希尔哈撒韦公司支付约26.4亿美元的股息。随着可口可乐公司的发展，很多事情变得越来越好了，包括我们的投资。

017

耐心

我的成功源自我的长期专注。

I succeeded because I have a long attention span.

耐心是一种美德，对于投资博弈而言，它还是一笔财富。大多数人认为，耐心意味着投资后即可“守株待兔”，等待它的价值上升。在芒格的世界里，耐心也意味着持有大量现金等待优质企业的股价走低。这意味着要有耐心，专注于寻找一家以合适价格被出售的优质企业。就像成为一名医生或律师一样，成为投资者也需要极强的耐心。

018

静心

静心等待将帮助你成为一名投资者，然而大多数人都处于迫不及待的状态。

It's waiting that helps you as an investor, and a lot of people just can't stand to wait.

17世纪法国数学家布莱士·帕斯卡（Blaise Pascal）说过："人性中存在的所有问题，都根源于人类无法在独处的时候安静地思考。"芒格赞同这一观点。你必须等待，直到一家具有持续竞争力且价格合适的公司出现。芒格所说的等待并没有固定的期限，这意味着你可能需要等待多年。20世纪60年代末，巴菲特清空了所有头寸，直到5年后他发现值得投资的标的时才重新进入股市。20世纪90年代末科技股泡沫期间，巴菲特和芒格停止了股市的交易，这种状况持续到2003年他们发现有吸引力的投资标的时才结束。然而漫长的等待对于大多数投资者来说并不是一件容易的事情。对于共同基金和对冲基金的投资经理来说同样如此，他们面对着每季度收益排名的压力，因此为了找到一项值得投资的标的而等待数年是根本不可能的。

当然，熬过漫长的等待并寻找值得投资的标的只是第一步的考验。一旦你买了一只股票，你必须等待企业的商业周期进入上行阶

段，进而拉动股价提升。当芒格和巴菲特说他们打算永远持有一项标的的时候，他们是真的打算“永远”持有！华尔街中还有谁敢说这样的话？这也是芒格和巴菲特从不担心其他人模仿自己投资风格的原因之一，因为没有任何机构和个人会拥有这样的耐心和纪律性。

019

耐得住寂寞

“你必须要非常有耐心，你必须要等待，直到某件事出现，你才会发现自己所付出的代价是值得的。”这句话是违反人性的，谁也没办法整天坐在那里无所事事，只是等待而已。可是这对我们来说很容易，因为我们还有很多其他事情要做。不过，对于一个普通人来说，你能想象他干坐了5年而什么也不做吗？你觉得自己不够积极进取，也没有价值可言，更觉得自己做了一件愚蠢的事情。

You have to be very patient, you have to wait until something comes along, which, at the price you're paying, is easy. That's contrary to human nature, just to sit there all day long doing nothing, waiting. It's easy for us, we have a lot of other things to do. But for an ordinary person, can you imagine just sitting for five years doing nothing? You don't feel active, you don't feel useful, so you do something stupid.

我们之前谈到过芒格对耐心的看法。然而，如果你还有任何怀疑的话，我希望你去读一读芒格在2014年每日新闻集团年会上有关耐心问题的解说。这一重要的解说帮助了人们解释芒格积累财富的最后一

个巨大谜团。我想告诉你的是，在参加伯克希尔哈撒韦公司年会的4万人中，包括成千上万的专业投资人士，可能只有10个人真正理解这条建议，并能将其付诸实践。因此，我想通过以下逐字逐句解读的方式来探索它的所有细微之处。如果你从这本书中真正学到了一些东西，那么你就会明白耐心对芒格的重要性。

大多数投资者不够有耐心，而正因为这一点，他们才失去了成功的机会。这是为什么呢？因为他们总是以高于长期内在价值的价格购买股票，这是关于人的动物本性的问题。如果早上醒来后你决定要拿自己的钱去投资，那么你几乎找不到一项符合芒格标准的投资机会。因此，如果你只是等待，那么你就可以得到更多的东西。芒格说的这点很容易做到，因为等待不需要付钱给任何人。

芒格的做法是有些违背人性的，可这却是一个成功的投资策略。对于所有投资策略来说，最成功的策略之一就是成为逆向投资者：在其他人抛售时买入。在其他人都着急交易时，你要保持耐心，不要太过着急，即使全世界除了你之外都在着急交易。

或者你可以这么想：芒格不是在寻找投资机会，而是在等待合适的长期投资机会，在等待一个合适的价格。他会把眼睛睁得大大的，以确保他不会错过这个机会，这就是为什么他会读很多书，确保自己时刻保持清醒。如果机会没有出现，他就继续读书。要做到这些很难吗？假设你去找投资顾问，而他告诉你可能需要5年时间才能找到合适的投资，那么大多数人会站起来离开，去找另一位投资顾问。等待真的不是人的天性，这也是芒格相较于其他所有人所具备的优势。

大多数人都很着急，因为他们不能像芒格那样耐心地等待5年，直到价格合适的长期投资标出现。由于大部分股票的价格是超过其内在价值的，所以大多数投资者最终都为这些高价股票买了单。99%的投资者匆匆忙忙地进行交易，并最终为投资标的支付了过高的价格，而包

括芒格在内的那1%的例外则会能够耐心等待5年，一直等到价格合适的长期投资机会出现。你属于前者，还是后者呢？

020

正视现实

我认为投资者需要正视公司的实际情况，即使你并不情愿；事实上，特别是当你不情愿这样做的时候，更要这样做。

I think that one should recognize reality even when one doesn't like it; indeed, especially when one doesn't like it.

这里芒格谈论到的实际情况是，投资人钟爱的一项投资遇见了新的经济状况。这意味着公司所处的经济环境发生了重大改变，并导致曾经很杰出的公司风光不再。对于伯克希尔哈撒韦公司来说，它的再保险业务就曾经发生过类似的情况。当时，资本的涌入导致再保险业务过热，其价格因为竞争不断降低，从而使伯克希尔哈撒韦从这项业务中赚到的钱越来越少。大部分再保险公司不愿接受这项事实，依然维持自己的竞价销售策略，即使这意味着它们几乎无法从这项业务中赚钱。伯克希尔哈撒韦公司则竭力脱手再保险业务，直到再保险业务的价格回升，他们才重新开展这项业务，这也使伯克希尔哈撒韦公司最终成为世界上最大且最赚钱的再保险业务运营商之一。

021

胆识

曾有一段时间，当时没有人愿意进场，我们却开始投资，那种感觉的确很糟糕。

We have a history when things are really horrible of wading in when no one else will.

正如我们在本书中反复提到的那样，芒格做的唯一一件事就是手握一大笔现金，坐等着一场金融危机。其他投资者不介入的原因是他们没有足够的现金购买任何东西。大多数投资基金都是满仓操作，而它们为什么要满仓操作呢？这是因为现金回报率很低，而持有大量现金会严重拉低基金的业绩。

此外，还有一些基金会借入大量资金，这意味着它们的投资额会超过自身的资本金。它们借钱来增加投资者的资本回报率，这也为基金经理带来了更多的管理费。然而，当市场下跌时，满仓操作的基金会损失很多钱，特别是杠杆基金。在市场崩溃的情况下，那些能够当日申请赎回的开放式基金不仅经受着自己的投资组合缩水，并且还会遭遇到投资者从基金中集体撤出大量资金的局面。

最重要的是，在熊市中，那些共同基金、对冲基金以及类似的机构都没有现金去投资，这使得芒格和巴菲特这类人能够轻易寻觅到大

量投资机会。

022

魄力

成功的投资既需要进取心又需要耐心，并且还需要准备好在机会出现时抓住它，因为在这个世界上，机会不会持续很久。

Successful investing requires this crazy combination of gumption and patience, and then being ready to pounce when the opportunity presents itself, because in this world opportunities just don't last very long.

2009年3月，在市场崩溃时，每个人都认为美国政府将不得不接管所有美国的大型银行，而芒格则替自己的每日新闻集团以平均每股8.58美元的价格买入了160万股富国银行的股票。今天，富国银行的股价涨到了每股约47美元。他之所以能够做到这一点，一方面是因为他专注于寻找一个好的投资标的，另一方面则是因为他手上有一大笔现金。因此他可以做到耐心等待，直到机会出现。另外，还有一个同样重要的原因是，他对富国银行了解得很清楚，他知道富国银行几乎不可能破产或被政府接管。这样的购买机会只持续了几个星期，而当这个机会出现时，芒格能够以积极进取的心态抓住它。

023

沉着

每个世纪，市场总会发生两三次跌幅超过50%的情况，如果你无法平静地面对这一切，那么你并不适合当一名普通股东。相比起那些更有气度、对市场波动更沉着的人，你理应得到平庸的结果。

If you're not willing to react with equanimity to a market price decline of 50% two or three times a century you're not fit to be a common shareholder and you deserve the mediocre result you're going to get compared to the people who do have the temperament, who can be more philosophical about these market fluctuations.

在芒格持有伯克希尔哈撒韦公司的股票的50年中，他三次见证了该公司的股价下挫50%。如果他在任何一次下跌期间售出自己所持有的股票，那么他的资产净值将仅仅是现有财富的零头。芒格认为，长期持有股票必将在某些时间段经历股价大幅下跌的情况，以伯克希尔哈撒韦公司为例，每一次股价下跌之后它都能够完全复苏。不过，这种股票下跌和复苏的现象更多地源于公司的经济性质而非股票的价格波动。这句话怎么理解呢？1929年和1932年的股市大崩盘导致股票价格大幅下跌，道琼斯工业平均指数在1954年才得以完全恢复，这之间经

过了25年。然而，像可口可乐和菲利普莫里斯（PM）这样的公司，它们拥有良好的经济效益和持久的竞争优势，到1936年其股价便恢复到了危机前的高度。那些商业模式不佳的普通企业则花费了25年的时间才重新振作起来。芒格从来不需要等待如此长的时间。为什么呢？因为他只投资经济状况良好、有核心竞争力的企业，如可口可乐公司和伯克希尔哈撒韦公司，这样的公司能从任何股市崩盘中快速地恢复过来。

024

进化

我们年轻时并不知道有哪些事情能扩展我们的投资范围，直到我们遇到了伊斯卡。伊斯卡是那种我们在年轻时绝对不会考虑购买的公司，当时我们只知道要寻找那些合适的伙伴。这是一项非常了不起的生意，万事俱备。我们坚持不懈地学习，难道不好吗？亡羊补牢，未为晚也。

We didn't know when we were young which things to stretch for, but by the time we reached Iscar, which we never would have bought when we were young, we knew to stretch for the right people. It's a hell of a business. Everything is right there. Isn't it good that we keep learning? Better late than never.

伊斯卡的总部在以色列，是一家世界著名的精密金属切削工具供应商，也是该行业的龙头企业。2006年，伯克希尔哈撒韦出资40亿美元购入了该公司80%的股份，随后在2013年又出资20亿美元将剩余的20%的股份全部买入。这说明该公司2013年的业绩明显好于2006年。伊斯卡是伯克希尔哈撒韦公司在美国境外全资收购的第一家公司。格雷厄姆才不会以高于其账面价值的价格收购这家公司呢，因为这不符合

他的投资理念。芒格和巴菲特从收购内布拉斯加家具城的案例中学习到，若身为行业龙头的企业的规模足够大且客户群关系足够紧密，则潜在竞争者的市场准入成本就会非常高。企业规模和市场主导地位可以形成其特有的持久性竞争优势，而这些都是伊斯卡所具备的投资优势。

THE TAO OF CHARLIE MUNGER

PART 2

查理·芒格的投资理念

03
投资策略

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

投资的核心就是识别被市场错误定价的投资标的。由于股市中存在两种不同的定价机制，并据此造就了不同的操作策略，所以错误定价的情况频频发生。当市场处于周期性的底部时，大量卓越企业的价值会被低估。对价值投资者而言，这恰恰是入场的最佳窗口。当然，优秀的投资者不但知道获利机会何时出现，还有能力把握住它，并充分挖掘它所蕴含的能量。芒格的投资策略其实很简单：保留足够的现金，等待机会窗口出现，然后下重注。

025

所有权

将股票视为企业的所有权，并判断这家企业的竞争优势是否具有可持续性。

View a stock as an ownership of the business and judge the staying quality of the business in terms of its competitive advantage.

价值投资之父格雷厄姆将持有某公司的股票看作拥有该公司的一部分。如果将投资看作购买了公司部分利润的获益权，投资者就可以对公司股价处于高估状态还是低估状态有所判断。芒格进行投资的第一步是通过股价和所发行股份数的乘积计算出公司作为一个整体目前的市场价值，之后他会问自己，从长期的角度看，这家公司是否值这个价钱。如果公司的长期价值远高于其目前的市场价值，那它就是一项潜在的投资标的；如果不存在被低估的情况，芒格一般就不会考虑。假如这家公司确实拥有“持久竞争优势”，那么芒格就会持续关注这家公司，等着在未来的某一天该公司的股价出现被低估或符合其真实价值的情况。

找到一家具备“持久竞争优势”的公司，需要判断它是否能保持核心竞争力。如果我们要连续20年持有一家公司的股票，我们就不希

望公司的产品5年后就会过时。伯克希尔哈撒韦公司投资的大批企业在超过50年的时间里一直都在提供相同的产品或服务。事实上，芒格和巴菲特持有的最棒的公司，比如可口可乐、富国银行、美国运通、瑞士再保险、绿箭口香糖、卡夫食品、百威英博等，它们在百余年的时间里都在提供相同的产品和服务！对于真正伟大的公司，时间为投资者提供了最好的证明。

026

周期

1973—1974年或20世纪90年代早期时……人们排队等着退出乡村高尔夫球俱乐部，如果你像我一样经历过这些时段，那么你就会知道当时的境况有多么艰难。如果你活得够长，可能你也会看到这种情况。

If you, like me, lived through 1973–74 or even the early 1990s…there was a waiting list to get OUT of the country club—that's when you know things are tough. If you live long enough, you'll see it.

1973—1974年，美国遭遇了经济衰退，而20世纪90年代初失业潮和股价暴跌又再次发生。1973—1974年的经济衰退是由石油价格上涨所致。这次衰退历时24个月，导致道琼斯工业平均指数下跌了45%。20世纪90年代初的经济衰退也是由石油价格上涨引起的，但同时也与20世纪80年代的房地产业的盲目过度投资有关，后一条原因导致20世纪90年代美国新建办公楼的数量锐减。这次经济衰退持续了8个月，道琼斯工业平均指数下跌了18%。早在2001年，即2007年经济大衰退到来的6年之前，芒格已经预知到了会有另一场巨大的经济动荡。他是对的。2007年至2009年期间，经济崩溃，股票价格下跌，道琼斯工业平均指

数下跌了54%。芒格是怎么预知的呢？因为他知道周期性的金融危机是市场的本性。当杠杆化水平很高的银行体系与投机狂热混在一起时，就会催生大量不稳定的投资泡沫，而这种泡沫不可避免地会破裂，从而导致整个经济的崩溃。我必须要指出的是，经济衰退或经济崩溃其实已经被规划进了芒格的买入策略中。芒格和巴菲特都备有巨额现金，并等待经济衰退或是经济崩溃带来的机会。虽然这意味着，在等待这个必然事件期间，他们所持的现金只能获得很低的回报率，但一旦经济危机爆发时，他们往往能一击而中。在20世纪90年代的经济衰退中，银行股受到重创，伯克希尔哈撒韦公司抓住了这个买入机会，以2.89亿美元的价格拿到了美国富国银行的500万股股票。由于股票分拆，这500万股股票如今已经增长到4 000万股，总市值约19亿美元。这给伯克希尔哈撒韦公司带来了7.5%的年复合回报率，还不包括股息。锦上添花的是，伯克希尔哈撒韦最初的2.89亿美元投资如今每年能够获得5 920万美元的股息收入，年度股息收入达到了其原始投资的20.4%。正如芒格曾多次说过的那样，让他如此富有的并不是大脑，而是性情。

027

定价机制

这是一个不幸的事实，普通股的股价中总是同时包含了理性溢价和非理性溢价这两种因素。从一方面看，股票类似债券，其估值是建立在对未来现金流折现的大致合理的预测之上的；不过，从另一方面看股票与伦勃朗的画作也有相似之处，对其升值的预期决定了其估值并主导了大多数的购买行为。

It is an unfortunate fact that great and foolish excess can come into prices of common stocks in the aggregate. They are valued partly like bonds, based on roughly rational projections of use value in producing future cash. But they are also valued partly like Rembrandt paintings, purchased mostly because their prices have gone up, so far.

有趣的是，这掩盖了一些让芒格致富的底层的思维过程。首先看债券：某些公司的业务确实创造了相当稳定的收益和盈利增长，不过，并不是所有公司都是这样的。芒格和巴菲特认为，这些特殊企业的普通股和债券受到同样的重视。因此，如果一家公司每股盈利1美元，股票的售价是每股10美元，那么你可以辩称，该股就像一种权益性债券，因为它的收益率可以达到10%。如果公司的盈利每年以5%的速

度增长，那么投资者们可以这么理解，他们购买了一种“权益债券”，票面利率为10%，且每年会增长5%。他们认为这是一种“权益债券”，其回报率不断扩大，随着时间的推移，它会提升公司的潜在价值，从而提高公司的股价。

与伦勃朗画作的类比则指的是，古典大师的绘画市场是由需求驱动的，而需求通常取决于其升值的速度。这对于股票也同样适用，快速上涨的股票价格可以吸引更多的买家，就像快速下跌的股票价格会导致更多的卖家。当资产泡沫破裂、对权益工具的需求蒸发时，人们就会卖掉他们的股票和艺术品，以换取急需的现金。对于芒格和巴菲特来说，购买一家优秀公司的“权益债券”的时机，就是在其他人都试图卖掉他们的艺术品之时。

028

长痛不如短痛

面对非常罕见的例外情况，要比淹没在永无止境的苦海里容易忍受得多。

An isolated example that's very rare is much easier to endure than a perfect sea of misery that never ceases.

在谈论到一家伟大的公司与一家普通的公司的区别时，芒格认为，伟大的公司在20年的时间跨度里可能需要面对几个重大的问题，而普通公司可能年复一年地遇到层出不穷的问题。可口可乐公司是伟大公司的典型案例，在过去的50年里，它经历过两次失败：一次是进军电影业失败，另一次是推出旗舰产品新可乐（New Coke）。可口可乐公司从两次失败中走了出来。每一家航空公司都是普通公司的典型代表，它们需要面对航空联盟的问题、燃油成本问题，并且它们处于一个价格竞争型的行业。

这种小智慧同样适用于我们的生活，忍受短暂的剧烈痛苦远比忍受年复一年的痛苦容易得多。

029

水落“鱼”出

我认为，要想在木桶里抓到鱼，就得先把木桶里的水排掉。

My idea of shooting a fish in a barrel is draining the barrel first.

有时，目光短浅的股市会提供一些显而易见的投资机会，这令人难以抗拒。每当股市发生恐慌时，投资者就会争先恐后地抛售所有投资标的，而这些标的中其实有很多是能给他们带来长期收益的。投资者的这种大逃离就像放空了木桶里的水，随着股票价格一路下跌，芒格很轻易地就能发现那些鱼：被低估的优质企业。

030

市场分歧

你要做的是寻找错误定价的赌局，这是投资的本质；你必须拥有足够多的知识，才能知道一场赌局是否定错了价格，这就是价值投资。

You're looking for a mispriced gamble. That's what investing is. And you have to know enough to know whether the gamble is mispriced. That's value investing.

当一只股票的价格与其公司未来的长期经济效益不同步时，这就构成了一场被错误定价的赌局。这种错误定价可能是过于积极的，这意味着股价太高，严重脱离公司的长期前景。错误定价也有可能是过于消极的，这意味着股价太低，与公司的长期前景明显不符。当股价开始下跌时，针对公司的长期市场前景就会从消极的方面对公司进行错误定价。股价越低，市场给出的错误定价就越严重。此时，你的胜算很大，是时候买进了。通过购买一家长期基本面良好但股价偏低的公司，你能够获得巨大的投资收益。为什么会出现这种错误定价现象呢？主要是因为共同基金和对冲基金这些机构目光太短浅，而它们是股市的主要参与者，并只关注公司股价在未来6个月的走势。相反，芒

格只关心一家公司的潜在效益在未来10年的发展方向。正是这两者之间的差异造就了定错价格的赌局，芒格的买入时机也就此出现了。

031

离场

生活，在某种程度上，就像一场纸牌游戏。即使有时非常喜欢自己手中的牌，你仍然不得不学着放弃。你必须学会处理自己的错误及影响投资胜率的新变化。

Life, in part, is like a poker game, wherein you have to learn to quit sometimes when holding a much-loved hand—you must learn to handle mistakes and new facts that change the odds.

在投资住房抵押贷款机构房地美这件事情上，芒格对此深有体会。20世纪80年代，当伯克希尔哈撒韦公司购买了房地美的股票时，它是一家从事抵押贷款业务的企业，经营良好，管理谨慎，利润丰厚。然而，随着时间的推移，房地美的管理层开始涉足新的业务领域，他们利用自己的政府背景，大举借入短期资金、购买长期债务，雷曼兄弟公司也正是因为这种经营模式而破产的。1999年，随着风险的急剧增加和房地美管理层态度的转变，尽管非常喜欢这笔投资，伯克希尔哈撒韦公司还是选择了获利了结。2008年，房地美被美国政府接管（这是一种破产形态）后，它原来的管理层被解雇，而与伯克希

尔哈撒韦公司出手时相比，其股价已经很微不足道了。芒格知道何时该持有，何时该放弃，以及何时该离开。

032

坐等投资法

买入并长期持有。这样，你将付出更少的经纪费用，听到更少的废话。另外，这种方法一旦发挥效用，税收制度每年还会赠送给你额外的1%、2%，甚至3%的回报率。

Sit on your ass investing. You're paying less to brokers, you're listening to less nonsense, and if it works, the tax system gives you an extra one, two, or three percentage points per annum.

这是一个重要的投资理念。它判定最好的投资策略就是买入一家经济效益优异的企业的股票，然后多年持有它。试图预测市场趋势并频繁地买入和卖出的操作方式，与坐等投资法相比要拙劣很多。不断地买卖意味着不断被征税。如果一个人持有一项投资长达20年，那么只需要缴一次税，根据芒格的说法，这相当于每年额外增加1%～3%的利润。虽然3%看起来并不多，但考虑一下这种情况：100万美元的投资以每年4%的复利增长，20年后是2 191 123美元；如果再加上3%（4%+3%=7%），100万美元的投资在20年后将为你带来3 869 684美元的收益。芒格知道，对于经济效益优异的公司而言，时间是投资者

的好朋友；而对于普通公司而言，时间对投资者而言可能是一种诅咒。

033

上涨的能量

如果你在股价被低估时买了一些股票，那么你就需要考虑在股价达到你所计算出的真实价值时卖出，而这是非常困难的。因为如果你购买了稀有的优质公司的股票，那你就可以静静地持仓等待，而这是非常棒的事情。

If you buy something because it's undervalued, then you have to think about selling it when it approaches your calculation of its intrinsic value. That's hard. But, if you can buy a few great companies, then you can sit on your ass. That's a good thing.

在这节里，我们让读者较早地接触到这个理念，因为它非常重要，我们会在后面的章节反复提到。

格雷厄姆的投资方法是投资者先对公司进行估值，如果公司股价被低估则买入，然后等到公司股价反映出其内在价值时再卖出。其实，这种投资方式的回报并不理想，因为它主张，如果股价达到内在价值，无论是对于一般性公司，还是对于具有持久竞争优势的伟大公司，都要卖出它们的股票，这样也就错过了从公司持久成长中获益的机会。

芒格和巴菲特的投资理论是投资具有持久竞争优势的公司，因为它们的持续增长会不断提升公司的内在价值，投资时间越长，公司价值就越大。因此一旦你购买了这些公司的股票，长期持有就成了最为明智的选择。因为越长时间持有这家公司的股票，股票就会越有价值，我们就越富有。

在伯克希尔哈撒韦这家公司的成长史中，我们就可以印证这一点。在过去50年中，这家公司在20世纪70年代的平均市净率普遍小于1，而它在20世纪90年代的平均市净率接近2。如果以低于公司账面净资产的价格购买并以2倍于账面净资产的价格卖出，我们确实将会赚到一大笔钱，但是我们无疑将错过伯克希尔哈撒韦公司在2000—2016年的价值提升，在此期间它的平均市净率超过3。如果我们如芒格所说的那样选择了正确的公司，那么的确就可以坐享其成了。

034

胜率

当你有优势时再行动。你必须理解胜率，并且要坚持在胜率偏向于自己时再采取行动，这是一项准则。

Move only when you have the advantage—you have to understand the odds and have the discipline to bet only when the odds are in your favor.

这条建议听上去会与人们的直觉不符。为了理解这条建议，你需要理解一些芒格的投资史。在20世纪60年代，芒格和巴菲特都拥有自己的对冲基金。60年代的美国股市走出了一波疯狂的牛市，所有股票都定价过高。巴菲特追随格雷厄姆的投资方法，一直购买价格被低估的“便宜货”，然而，在这个时期他发现价格被低估的股票基本不存在了。巴菲特选择坚持自己的投资策略，于是他清算了自己的对冲基金，把资金退给合伙人，并将自己大部分的财富转变成美国国债这样的现金等价物。

芒格继续投身于股市中，并享受着牛市带来的高收益。然而，在1973—1974年股市大崩溃期间，芒格及其合伙人的一半资金都化为泡影，他将这段经历称为自己人生中最糟糕的时光。与此同时，持有大量现金的巴菲特在股市崩溃后突然发现，很多伟大公司的股价都处于

被低估的状态。现金充裕的巴菲特可以买到大量被低估的股票，而芒格却什么都买不了，因为他手上根本没有现金。当股市开始恢复后，芒格的回报率也开始恢复，他为合伙人赚回了之前损失的资金。不过，由于这段经历对芒格打击很大，所以他最终关闭了自己的基金。

芒格从这段经历中学到了什么呢？他认识到当股价上升时，投资的胜率开始远离投资者。当股价下跌时，胜率则偏向投资者。芒格也认识到，如果他在股市上升的时候满仓，股市一旦崩溃，他将没有资金进行新的投资，这一点就和胜率无关了。如果你没有资金进行新的投资，那你不可能赚到一分钱。

035

重仓

你应该记住，好的投资机会是罕见的。当你的赢面比较大的时候，那就下重注。

You should remember that good ideas are rare—when the odds are greatly in your favor, bet heavily.

对于大多数投资者而言，即使一次绝佳的投资机会躺在他们面前，他们也只是望而却步。这当然不能赚大钱了。什么时候我们的赢面比较大呢？当一些宏观经济事件导致股票价格暴跌时，芒格就会尽可能多地买进。记住，在芒格的世界里，当股票价格下跌时，形势会更加有利，当然前提是我们投资的是那些长期经济基本面良好的公司。在这种情况下，芒格建议我们下重注！

036

现金

致富的窍门是在你的往来账户里存1 000万美元，以备有好的交易出现。

The way to get rich is to keep $10 million in your checking account in case a good deal comes along.

芒格主张保留1 000万美元的现金，而伯克希尔哈撒韦公司则保留了720亿美元的现金，以等待合适的交易机会出现。持有过多现金余额，在最初往往会遭遇低回报率的困扰，但是一旦寻找到以合理价格出售的优秀企业，就会连续多年获得丰厚的回报。这是芒格投资方程中的一个要素，但是它总是被误读。为什么？因为大多数投资者无法想到这样一种投资策略，即常年坐拥大量现金并等待合适的投资机会。他们更无法想到这是一种能让他们变得超级富有的投资策略。

037

安全边际

出人意料的好事容易接受，而让人陷入困境的却总是出人意料的坏事。

Favorable surprises are easy to handle. It's the unfavorable surprises that cause the trouble.

心怀最好的期待并做最坏的准备。为最坏的情况做好的准备总是明智的选择。格雷厄姆提出的安全边际就是一种保护投资者免受最坏情况打击的投资方法。芒格认为，安全边际应当根据股票的价格和公司基本面决定：价格越低，安全边际越高；公司基本面越好，安全边际越高；而股价的升高和公司基本面的恶化都会导致安全边际变薄。如果我们用合适的价格持有一只基本面良好的股票，安全边际会保护我们在长期持仓过程中不会遭受重大损失。而基本面良好的公司无论是内生性增长，还是外延式增长都会带给我们出人意料的高收益。

038

投资的好时机

每个人都会遇到投资好公司的机会，如果抓住了机会，躺着都可以赚钱。

You do get an occasional opportunity to get into a wonderful business that's being run by a wonderful manager. And, of course, that's hog heaven day.

芒格相信，如果投资极有潜力的公司的机会来临，而没有果断把握机会，那就是一个巨大的失误。把握机会的关键在于当你遇到千载难逢的投资机会时，重仓出击。然而，困难也恰恰在此，投资人经常处于上下波动的股市中，对于大多数人来说，把握住这样的机会是很困难的。为什么？因为他们看到其他投资者一直在亏损，并受此影响而变得小心谨慎。当机会就在他们眼前时，他们也会因为惧怕而不敢投资。

另一种原因是人们可能在正确的时点没有充足的现金去投资。大多数投资基金都是满仓投资；它们没有储备任何流动资金，这是因为当市场上涨的时候，如果它们不满仓投资，现金会拖累它们的收益率，并导致客户离开。

因此，当市场发生波动时，投资经理也处于恐慌中。甚至就算他们想要买，也没有足够的现金去投资。每个人都好像处于同一艘正在沉没的船上，而投资经理的业绩看起来也跟其他人一样差。然而，芒格和巴菲特却发现船并不会真正沉没，因此现在是投资的好时机。

039

购买并持有

我们镇定下来，尽最大可能地利用好顺风和逆风，然后等待若干年后的结果。

We just keep our heads down and handle the head windsand tailwinds as best we can, and take the result after a period of years.

当芒格以合适的价钱买入一家不错的公司的股票时，他知道最聪明的做法就是始终持有公司的股票，让其盈余不断叠加。这样公司潜在的内在价值就会增加，一段时间后公司股价就会上涨。伯克希尔哈撒韦公司在1988年购买了可口可乐公司的股票，27年后依然持有这些股票。1990年，伯克希尔哈撒韦公司首次购买美国富国银行的股份，后来不仅一直持有，而且还增持了股份。其间可口可乐公司和富国银行的内在价值一直在增加，尽管经历了几轮牛市和熊市，这两家公司的股价却一直缓慢增长，从而反映出其内在价值的增加。如前所述，伯克希尔哈撒韦公司于1988年在可口可乐公司的股票上所投入的12.99亿美元，其价值已经涨到了171.84亿美元，使该笔投资获得了10.04%的年复合回报率，这还不包括股息。伯克希尔哈撒韦公司在1990年以2.89亿美元的价格买入了500万股富国银行的股票，由于股票分拆，现

在它持有的股份已经涨到了4 000万股，股票总市值约19亿美元，年复合回报率达到了7.5%。

040

对估值进行逆向思考

如果别人不经常犯错，我们就不会这么富有。

If people weren't wrong so often, we wouldn't be so rich.

投资者对企业的估值往往是错误的，大多数时候，他们认为企业的价值远远超过它所能赚取的收入。然而，这种情况对我们没有意义。只有当他们做相反的事情时，才会出现对我们有利的机会。如果他们认为一家企业的价值远远低于它的长期经济价值，那么他们就会作出错误的估价，认为股价应当下跌。正是对下跌的错误判断，让芒格有了买进的机会。这是大多数投资者们在每8～10年都会干出的错事。

在过去55年里的主要衰退和股市崩溃时期，市场被严重低估了许多次，芒格和巴菲特正是利用了这种情况获得了投资机会。1962年肯尼迪政府时期，股市暴跌，这给了巴菲特买入伯克希尔哈撒韦公司股票的机会。在1973年至1974年的股市崩盘中，巴菲特购买了《华盛顿邮报》集团的股票。当美联储主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）在1978年至1980年将利率上调至14%时，伯克希尔哈撒韦公司正忙于购买通用食品公司、雷诺烟草公司和《泰晤士镜报》公司。1987年10月的股市崩盘让伯克希尔哈撒韦公司有机会购买可口可乐公司的股票，且

对可口可乐公司的加仓一直持续到1988年。1990年的银行业衰退使伯克希尔哈撒韦有机会介入富国银行。到了20世纪90年代末时，互联网泡沫使科技股价格飙升，当时没人想要老旧的实体企业，而伯克希尔哈撒韦公司却乘机收购了星空家具、乳品皇后、通用汽车和利捷公务航空等公司。当互联网泡沫破裂与“9·11”事件在2001年冲击股市时，伯克希尔哈撒韦公司增持了H&R Block和穆迪公司的股票的头寸。2007年至2009年的次贷危机以及随后的股市崩盘，为伯克希尔哈撒韦涉足通用电气、哈雷－戴维森、美国银行和高盛的优先股或债务奠定了基础。到了2010年，随着股市开始复苏，伯克希尔哈撒韦公司购入了伯灵顿北方铁路公司的股票，该公司的股价在2007年9月的股市崩盘中遭受了打压。为什么其他投资者都错了？他们目光短浅且充满了恐慌情绪，而芒格和巴菲特却在玩长期的游戏，他们知道自己在寻找什么。

041

指数基金

股市下跌是很正常的事情，但人们常常会因此感到很痛苦。避开这种痛苦的办法就是选择保守的投资或者收益稳定而不用期待奇迹出现的储蓄。当然，有人能够达到两倍于平均水平的回报率，但我没法教会其他所有人做到这一点，这的确是很难的事。

It is in the nature of stock markets that they go down. So people suffer then. Conservative investing and steady saving without expecting miracles is the way to go. Some people in this room can figure out how to average twice the rate of return. I can't teach everyone else to do it. It is pretty difficult.

超过股市平均水平很难，但并非不可能。这需要进行大量的研究才能实现。对于大多数人来说更容易且更安全的方法是，一直存钱并在熊市中买入指数基金，然后就这样持有下去。等他们退休的时候，他们可以根据需要卖出这些指数基金。不过，对于那些愿意投入时间和精力进行学习的人来说，股市是拥有着无限机会的海洋，它可以产生难以想象的财富。

04
投资机会

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

由于卓越企业的价值是靠长期优势一点一滴积累起来的，而不是靠市场的冲动情绪鼓吹起来的，所以它带来的财富是持续的和牢固的。芒格认为，投资者应该基于长期持有的目的来投资，而这些卓越企业无疑就是最靠谱的选择。卓越企业普遍具有某些共同的基本标准，比如品牌、管理层以及运营资本等。投资者首先应该基于这些标准挑出值得投资的标的物，然后，耐心等待它们出现被错误定价的情况。

042

构建优异的投资组合

一次我在加利福尼亚遇到一位花花公子，他将自己所有的时间都花在酗酒和追电影明星上。银行客户经理对他行为举止表达了担忧，而这位花花公子告诉银行经理：“我拥有的市政债券不会酗酒犯浑。”

When I came out to California, there was this playboy and he spent all his time drinking heavily and chasing movie stars. His banker called him in and said that he was very nervous about his behavior. He told his banker, "Let me tell you something: my municipal bonds don't drink."

芒格用这则故事提醒我们，伯克希尔哈撒韦公司拥有一些独特的商业投资组合。这些投资是芒格和巴菲特亲自挑选出来的，而他们看中的是这些公司出众的基本面以及杰出的管理层。即使芒格和巴菲特离开伯克希尔哈撒韦公司，这些投资也会一直为伯克希尔哈撒韦公司赚钱，并带领该公司驶向下一波大牛市。

043

狗屎

就算把葡萄干掺到狗屎里，你得到的还是一坨狗屎。

When you mix raisins with turd, you still have turd.

芒格在此谈的是收购其他企业的问题。如果一家好企业收购了一家垃圾企业，那么这种组合中的垃圾企业会把好企业的业绩拉下水。可口可乐公司曾经购买了一家电影制作企业，海湾与西方工业公司也购买了一家电影制作企业，这些都是把“葡萄干掺入狗屎”的案例。一个更典型的案例是，日本松下电器买进了一家电影制作企业；当然还有比这更典型的，加拿大施格兰酿酒公司居然也购买了一家电影制作企业。你看出其中的规律了吗？对那些伟大的企业来说，解决好资产中混合着垃圾资产这一问题的办法就是，把垃圾资产冲刷掉，其通常的做法就是把电影业务卖给其他身为“追星族”的CEO。芒格这句话这样说可能更好：当我们把鱼子酱混到狗屎里时，我们尝到的依然是狗屎味。

044

溢价

以划算的价格投资一家优秀企业，比以便宜的价格投资一家普通企业，其结果要好得多。

A great business at a fair price is superior to a fair business at a great price.

好的，我们来看看如何用数字解释芒格这句话的意思。假设你有10万美元需要投资，并且存在两种投资选择，要么投资A公司，要么投资B公司。A公司每股收益1美元，年增长率为15%，市盈率为20倍，相当于每股20美元。也就是说，投资10万美元，你可以购买A公司的5000股股票。B公司每股收益也为1美元，但的增长率为8%，市盈率为10倍，也就是每股10美元。那么，你投资10万美元，就可以购入B公司的10 000股股票。

第一眼看去，好像投资B公司更划算：每股收益1美元，每股股价10美元，市盈率仅为10倍。A公司的每股收益同样为1美元，但市盈率有20倍，股价为20美元，相当于公司B的2倍。然而，如果我们把投资期拉长到10年，得到的结果就完全不一样了。

10年后，在年增长率8%的前提下，B公司的每股收益将增长到2.19美元。如果公司股价依然是其每股收益的10倍，那么其股价为21.9美

元，而每股的投资回报为11.9美元。由于投资者持有10 000股B公司的股票，所以他投资10万美元获得的净回报为11.9万美元。

A公司每股收益的年增长率为15%，10年后每股收益将增长到4.05美元。如果公司股价依然保持20倍市盈率，那么每股股价为81美元，而投资者每股投资的回报就等于61美元。由于投资者持有5 000股A公司的股票，所以他投资10万美元获得的净回报为30.5万美元。

A公司的资产质量更优，但股价不便宜；B公司资产质量一般，可是股价最初看起来相对便宜。然而，投资A公司却能比投资B公司多获得18.6万美元的利润。在遇到芒格之前，巴菲特通常会选择投资B公司。不过，在遇到芒格之后，巴菲特就全身心地开始寻找A公司这样的投资标的。投资者只要记住这句话：“以划算的价格投资一家优秀的企业，比以便宜的价格投资一家普通企业，其结果要好得多。”这句话对芒格和巴菲特很适用，对其他人同样适用。

045

商业模式

在商业领域中，我们发现，胜出的系统通常都会在一个或几个变量方面处于极端水平，要么最大化，要么最小化，就像好事多超市的打折仓库。

In business we often find that the winning system goes almost ridiculously far in maximizing and or minimizing one or a few variables—like the discount ware houses of Costco.

好事多超市着重使运营成本最小化。它不提供购物袋，顾客需要自带袋子，或者使用商店提供的打包盒。这样每个顾客就能节省2～5美分的塑料袋成本，10～25美分的纸袋成本。看起来节省得并不多，但是你要想想，好事多一年的销售额有150亿美元。如果平均每位顾客每次的消费额是100美元，那就意味着好事多每年平均有1.5亿次的顾客结账。如果每次结账用3个10美分的纸袋，单次结账的购物袋成本就有30美分，再乘以1.5亿的结账次数，一年下来的成本就有4 500万美元。如果结账时不再提供购物袋，好事多超市每年就能节省4 500万美元的运营成本。

政府雇员保险公司的做法看起来更不可思议。在很早的时候该公司就砍掉了保险代理人以及佣金，直接向客户销售保险产品。通过这种方式，政府雇员保险公司降低了成本，从而在产品的定价上有了更强的竞争力，并且还能维持盈利。

美国银行则作出极端决定，聚焦个人存款客户。这个客户群体长期以来被大型银行严重忽略了。由于加利福尼亚州的人口规模和财富都在增加，美国银行的个人存款客户的数量和存款金额也在增长。最终，美国银行成了今天美国规模最大的银行之一。与竞争者不同，伯克希尔哈撒韦公司旗下的内布拉斯加家具城只从一家供货商购进大量家具，这样进货价就有很大的折扣，因此它的店铺所出售的沙发会比竞争对手更便宜，同时卖场还能有很高的利润。

伯克希尔哈撒韦公司旗下的所有企业都有一个共同点，这些企业的管理者都想方设法把成本降到最低。就连伯克希尔哈撒韦公司总部办公室也是一样，该公司没有公关部或者投资者服务部；在很多年里，该公司年报用的印刷纸都是最便宜的，且根本没有彩色照片。

046

管理层

一般来说，投资是对一家企业的品质的认可，与其管理层的素质无关。然而，在少数情况下，你也可以押注于优秀的管理者身上，即使他身处一个非常普通的行业。

Averaged out, betting on the quality of a business is better than betting on the quality of management…but, very rarely, you find a manager who's so good that you're wise to follow him into what looks like a mediocre business.

这让我想起了罗斯·格里克·布鲁姆金的卖场的故事。1937年，罗斯在内布拉斯加州奥马哈市成立了内布拉斯加家具城，随后，她逐渐将它发展成为全美最成功的家具卖场。在罗斯89岁时，伯克希尔哈撒韦公司购入了其家具城90%的股份，同时让罗斯和她儿子共同管理家具城。5年之后，她与自己的儿子们发生争执，怒气冲冲地离开了家具城，并在街道对面开了一家新的家具城。对一家由几名商业天才掌控并运营的、营业额达数十亿美元的企业集团而言，一位94岁的女性能造成什么样的伤害呢？她迅速地夺走了内布拉斯加家具城大量的生意，并最终迫使伯克希尔哈撒韦公司不得不花费数百万美元再次收购她的家具城。不过，这次他们让她签了一份竞业禁止条款。这个做法

非常明智，因为直到104岁去世之前，每周7天，罗斯都会从家具城开门一直工作到关门。一般而言，投资应该押注于一家企业的品质而非管理层的素质。当然，如果你手上有罗斯这样的管理人才，那就另当别论了，假如真遇到了这样的管理者，你就应该把赌注全押上吧。

047

品牌

在投资喜诗糖果公司的时候，我们并没有意识到一个好品牌的力量。后来，我们发现这家公司每年提价10%，而没有顾客会在意。这个发现也改变了伯克希尔哈撒韦公司。这真的非常重要。

When we bought See's Candy, we didn't know the power of a good brand. Over time, we just discovered that we could raise prices 10% a year and no one cared. Learning that changed Berkshire. It was really important.

芒格认识到，有些商品的价格上升，但是需求不会下降。我们生活中购买的绝大多数东西都是商品，而它们是可以被替代的：从屠宰场X那里买来的一块牛排与从屠宰场Y那里买来的牛排是类似的；从一家加油站买的汽油跟从另一家加油站买的汽油也是一样的。因此，屠宰场之间或加油站之间的竞争都是以价格为基础的，它们很难提高价格。不过，由于有些产品的品牌已经在消费者心里占有一席之地，所以它们不再有任何直接竞争了。当芒格和巴菲特第一次发现这种公司的时候，他们称之为“消费者垄断型”公司。喜诗糖果就是“消费者垄断型”公司之一。喜诗糖果每年都是用同样的设备生产糖果，所以资本支出很少，再加上它的品牌已经在消费者的心中占有一席之地，

因此它可以缓慢提价而又不会影响需求。通过提价，喜诗糖果能够获得更高的销售利润率，其卖出的每一粒糖果都能赚到更多的钱。这意味着喜诗糖果的产品价格可以与通货膨胀保持同步，而伯克希尔哈撒韦公司的初始投资回报也会逐年递增。1972年，伯克希尔哈撒韦公司以2 500万美元的价格收购了喜诗糖果公司，当时后者的年净利润为420万美元。2007年，伯克希尔哈撒韦公司的年报显示，喜诗糖果为该公司赚了8 200万美元，这意味着其利率的年复合增长率达到了8.6%。2011年，伯克希尔哈撒韦公司的年报显示，在持有喜诗糖果的40年内，伯克希尔哈撒韦公司从这笔收购中累计获得了16.5亿美元的投资净利润。

这个小小的发现却对伯克希尔哈撒韦公司产生了巨大的影响，投资可口可乐公司就是这个发现的延伸。尽管可口可乐公司在定价上不如喜诗糖果那么自由，但是可口可乐公司也获得了某类消费者群体的偏爱，所以能够以通货膨胀的速度提价。伯克希尔哈撒韦公司在1988年投资可口可乐公司的股票时，可口可乐公司的净利润为10.3亿美元。30年后，即2015年，可口可乐公司披露的净利润为73亿美元，增长了608%，相当于20.2%的年平均增长率，6.75%的复合年增长率。因为喜诗糖果，芒格和巴菲特最终发现了投资的“圣杯”：一家潜在价值持续增长的公司。要解锁这个价值宝藏，他们就需要尽可能长时间地持有该公司的股票。

048

运营资本

有两类企业：第一种利润率为12%，你可以在年底取现。第二种利润率为12%，但是所有的多余现金必须进行再投资，永远不能提现。这让我想起了一个人，他盯着自己的所有设备，然后说道：“这就是我的全部利润。”我们讨厌那样的企业。

There are two kinds of businesses: The first earns 12%, and you can take it out at the end of the year. The second earns 12%, but all the excess cash must be reinvested—there's never any cash. It reminds me of the guy who looks at all of his equipment and says, "There's all of myprofit." We hate that kind of business.

在芒格投资生涯的早期，他曾经投资过一家高科技企业，该企业主要的产品是用于科学实验的精密测量仪器。这家企业的销量很不错，但是每一分利润都会被再投入到企业中。幸运的是，芒格刚好在科技潮流发生变化之前卖掉了这家企业，当时他认为该公司的产品已经过时。在伯克希尔哈撒韦公司投资纺织企业的时候，芒格也有相同的经历：好的时候公司能赚钱，甚至还小有盈余，但是经过一段时间后，这家纺织企业竞争心切，于是把赚取的每一分利润都再投入到公

司中，以保持自身的市场地位。芒格投资的喜诗糖果恰恰相反，制作巧克力的锅具已经用了50年，依然不需要更换，而制作出来的巧克力年年都不变。这样的企业需要的资本支出很少，所以每年就有可能从企业的经营中分得利润，并再投资到其他企业中去。

049

扯淡利润

我想，每次你看到EBITDA这个词，你都应该用“扯淡利润”这个词来代替。

I think that, every time you see the word EBITDA, you should substitute the word ″bullshit earnings.″

EBITDA代表着“税息、折旧及摊销前利润”。芒格认为，利息、折旧和税收是必须支付的真实费用。利息和税收必须在当年支付。折旧是必须在未来支付的成本，比如，想想当厂房和设备需要更换时的情况。最终，资本成本才是关键。资本成本可以让在其他方面看起来很美好的“优质企业”瞬间露出其本来面目。根据芒格的说法，如果我们用EBITDA来判断一家公司的利润，那么我们对公司的真实利润的看法就是不切实际的。

050

败给趋势的意愿

从较长的时期来看，历史早已证明，就某种程度而言，任何企业要想依照股东的意愿存活下来，其概率都是很低的。

Over the very long term, history shows that the chances of any business surviving in a manner agreeable to a company's owners are slim at best.

大多数的企业最终都会发生变化，很多难免被淘汰，这种情况在制造业、交通运输业、通信业中很常见。伯克希尔哈撒韦公司在20世纪60年代首次投资蓝筹印花公司时，后者还是一家非常不错的企业，但现在这家企业早已不存在了。当伯克希尔哈撒韦公司在1993年投资德克斯特鞋业的时候，巴菲特还向股东们宣称：“现在制鞋企业再好不过了。”当时确实如此，但后来由于德克斯特鞋业的制造地在美国，无法与劳动力成本低廉的其他国家的制造商竞争，最终被淘汰了。《华盛顿邮报》曾经是美国影响力最大、利润最高的报社之一，但是仅仅10年过后，互联网的兴起就摧毁了这家传统报社的商业模式。

1960年以来，已经有40多家汽车制造商退出了市场。你还记得德罗宁汽车、埃德塞尔汽车或者萨博汽车吗？这些制造商都去了天堂废

弃车场，彻底消失了。

051

技术的正反面

微观经济学最重要的课程就是，区分技术何时会帮助你，何时会杀死你。

The great lesson in microeconomics is to discriminate between when technology is going to help you and when it's going to kill you.

新技术可能会损害某种现有的商业模式，也可能会提高这种商业模式的盈利能力。

我们应该问的第一个问题是：新技术会对现有的商业模式构成威胁吗？这就像汽车取代了马车，电话取代了电报，电脑和打印机取代了打字机。

下一个问题是：新技术会不会增强这种商业模式？这个问题有点复杂。一家公司是否会受益于技术变革，取决于其业务类型。

如果你经营的是商品型业务，而你经营的产品或服务也由一些其他的公司在提供，那么任何降低成本并提高利润率的技术突破也都将可能会被你的竞争对手采用，这就意味着你将失去这项技术提供的任

何竞争优势。更糟糕的是，你的一些竞争对手可能会因为新技术降低了成本，进而主动降价以获取更大的市场份额。

举个例子，比如新技术XY将为我们的公司节省10%的成本，这是一件好事。我们的竞争对手也购买了新技术XY，也节省了10%的成本。现在两家公司都取得了领先地位，并节省了10%的成本。然而，如果我们的竞争对手在某一天早上醒来后，决定将10%的成本优势转化为10%的价格优势，以此来增加他的市场份额，那么我们也必须把价格降低10%，否则我们将会失去我们的市场份额。因此，当这一天结束时，在存在很多竞争对手的商品型行业中，只有客户才能从新技术中获利。

当一家公司在特定的市场环境中具有持久的竞争优势时，那么它就不存在竞争对手。有了这样的业务，新技术所节省的10%的成本就不会因为竞争对手为争夺市场份额所采取的降价措施抹杀。举个例子，如果可口可乐公司开发出一种新技术，可以将每瓶产品的生产成本降低10美分，那么它所节省的成本几乎都将转化为利润。即使百事可乐开发出相同的技术并降低其产品的价格，但历史数据已经表明，人们仍然会购买稍贵的可口可乐。显然，可口可乐在消费者心中占据着一席之地，深得消费者的信任并拥有很强的忠诚度。具有持久竞争优势的公司在其商品型业务上的优势之一便是，它能够利用新技术降低实际成本并提高利润率。

052

行业竞争

伯克希尔哈撒韦公司投资通用汽车是因为我们中的某一位年轻人对其钟爱有加。年轻时期的巴菲特也是这么敢想敢干，事实就是这样。通用汽车可能最终会受到美国联邦政府的保护，并且很可能成为一个很好的投资项目。不过，汽车行业的竞争程度是最激烈的，每个厂家都能够制造出品质优良的汽车。它们有着相同的供应商，并且汽车会一直存在。正因为汽车行业具有类似大宗商品的特点，所以我认为汽车制造业是不值得投资的。

Berkshire is in GM because one of our young men likes it. Warren, when he was a young man, got to do whatever he wanted to do, and that's the way it is. It is true GM may be protected by the federal government in the end, and it may be a good investment in the end, but the industry is as competitive as I've ever seen. Everyone can make good cars, they have the same suppliers, and cars last forever. It just has all these commoditized features. So I don't think the auto industry is the place to be.

近年来，伯克希尔哈撒韦公司的投资组合有一个令人难以理解的地方，那就是为什么它要投资通用汽车？汽车制造业是一个竞争激烈的领域，经常面临价格战，尽管通用汽车的确赚了很多钱，但它在某一段时间也承受了巨大的亏损。在写于1996年的《巴菲特投资理念》（*Buffettology*）一书中，笔者曾谈到通用汽车生产的是一种类似大宗商品的产品，但这类产品从未给投资者带来任何回报。通用汽车公司的历史有繁荣也有衰败。2007年通用汽车公司面临破产，亏损达380亿美元。随后，在2008年，它又亏损了300亿美元。2009年，当通用汽车申请破产保护时，它的净资产仅有820亿美元，而债务高达1 720亿美元，900亿美元的债务缺口使得股东的收益化为乌有。美国联邦政府向一家新机构投资500亿美元，而这家新机构则购入了通用汽车的部分资产。2015年新通用汽车的盈利达到了96亿美元，总资产为1 940亿美元，总负债为630亿美元，净资产达到1 310亿美元。如今，通用汽车看似成了一家全新的企业，但有一件事仍未改变：它仍然在高度竞争的行业中生产着类似于大宗商品的产品。伯克希尔哈撒韦公司的一名新投资经理可能认为该公司不失为一个不错的长期投资标的，但芒格仍然坚持认为汽车制造业并不是一个好的选择。

053

市场规模

几十年来，可口可乐一直是一种含糖量很高的普通产品，产量每年都会增长。现在，全糖可口可乐的销量在逐渐减少。幸运的是，可口可乐公司有庞大的业务构架。虽然可口可乐的销量在下滑，但公司的其他业务在增长。我认为可口可乐公司很强大，并且未来仍然会做得很好，就像在桶里捕鱼那样。

Coke for many decades has been a basic product full of sugar, and it grew every year. Full-sugar Coke is now declining. Fortunately, the Coca-Cola Company has a vast infrastructure. Coca-Cola is declining some, but the rest of the businesses are rising. I think Coke is a strong company, and will do very well. It's still like shooting fish in a barrel.

可口可乐公司的含糖类软饮料的销量下滑是财经媒体的热门话题，同时也是爱唱反调的人在看到伯克希尔哈撒韦公司的投资组合后首要关注的事情。的确，含糖类软饮料的销量未能像过去那样增长迅速了，这是事实。不过，可口可乐公司在苏打饮料和果味饮料方面拥有500多个品牌，遍布在200多个国家，其每天的饮用量和销售量达到

19亿份。可口可乐公司拥有充裕的现金，可以在全球范围内收购每个国家最受欢迎的软饮料品牌。随着世界人口的增长，可口可乐的消费者数量也在增加。从1970年到2016年，世界人口实现翻倍花了46年时间；如果46年后人口再次翻倍，那么可口可乐公司可以轻松使其500个品牌的产品销量翻番。双倍的销量，也意味着双倍的利润。2015年，其每股利润是1.67美元，因此，我们可以认为在2062年，其每股利润将达到3.34美元，这等同于每股回报的年增长率是2.17%。随着每股回报的增长，其股价也会增长。如果基于目前3.24%的股息率来看，那么我们将实现5.41%的年复合回报率。这还没有考虑因股票回购而增加的每股回报、新的并购机会以及新增加的股息分配。可口可乐公司在过去的39年间经常使用这几种方法。在一个负利率的世界中，可口可乐公司仍然是一个非常棒的投资标的。

054

决策的难易程度

一家好企业和一家坏企业的区别在于，好企业总会产生一个又一个很容易作出的决策，而坏企业却总要作出痛苦的决策。

The difference between a good business and a bad businessis that good businesses throw up one easy decision after another. The bad businesses throw up painful decisions time after time.

芒格和巴菲特一生都在投资和收购企业，而在这个过程中，他们也吸取了很多教训。他们都曾经购买过几家差的企业：一家百货商店、一家风车制造厂、一家纺织厂以及一家航空公司。为什么这几家企业不是好企业？因为这些企业所属的行业竞争激烈，互相打价格战，因此利润被不断压缩，现金流也损耗严重，且其长期存活概率不断下降。不过，芒格和巴菲特的教训也让我们有了收获。现在我们认识到，投资的秘诀在于，要寻找有持续竞争优势、能按照自身意愿提升产品价格的好公司。只有这样的公司才能持续保持高利润率，并产生大量的自由现金流。依靠自由现金，投资者则可以继续寻找下一个投资机会。

055

激励机制

在所有公司中，联邦快递的激励措施是我最喜欢的。该公司的系统核心是在半夜把所有的飞机聚集到同一个地方，货物在飞机之间进行搬运，这保证了货物运送的完整衔接。如果延迟，整个操作就没有办法把货物顺利地发给联邦快递公司的客户。然而，联邦快递过去总是搞砸，从来就没有做到按时交付。联邦快递尝试了所有办法，比如做思想工作、威胁等，都没有效果。最后，有人想到一个办法，即所有工人不按小时付费，而是按搬运次数来付费，只要货物搬运完毕，工人即可回家。很快，问题就解决了。

From all business, my favorite case on incentives is Federal Express. The heart and soul of their system— which creates the integrity of the product—is having all their airplanes come to one place in the middle of the night and shift all the packages from plane to plane. If there are delays, the whole operation can't deliver a product full of integrity to Federal Express customers. And it was always screwed up. They could never get it done on time. They tried everything—moral suasion, threats, you name it. And nothing worked. Finally, somebody got theidea to pay all these people not so much an hour, but so much a shift—and

when it's all done, they can go home. Well, their problems cleared up overnight.

芒格在这里说的正是激励措施的问题。所有按小时获得薪资的人都知道，如果工人按小时计酬，他们的工作效率比按工作量计酬要低。为什么？因为如果是按照小时来付费，他们有动机为了挣更多的钱而让工作时间变长，从而使工作效率降低。联邦快递努力将管理目标和员工激励保持一致。按小时付费时，公司员工从不着急，而如果按特定的任务量来付费，比如给飞机装载货物，那么他们会快速行动起来完成工作。该激励措施的核心是不再按任务或班次来支付工人报酬，而是只要完成任务就可以早回家，并且能够拿到全部的工资，这可以认为是一种财务奖励。

056

资产负债表

美国国际集团很像通用电气公司。它是一家运营得非常成功的保险机构，并演化出了一种套利经营模式，即以低价融入大量资金，再以高价投资出去。美国国际集团作为一家大型运营商，与通用电气集团下属的通用信贷公司有很多相似之处。我们从未投资过这两家公司，因为即使最优秀、最明智的人在面对依靠贷款而不断膨胀的资产负债表时，也会变得不安。借入如此巨额的资金，确实让我感到担忧。

AIG is a lot like GE. It is a fabulously successful insurance operator, and with success it morphed into a massive carry business—borrowing a lot of money at one price and investing it at another price. AIG was a big operator that was a lot like GE Credit. We never owned either because even the best and wisest people make us nervous in great big credit operations with swollen balance sheets. It just makes me nervous, that many people borrowing so many billions.

结果证明芒格是对的。在2007年至2009年间，这类套利交易业务几乎使美国国际集团和通用电气公司破产。2015年，通用电气公司开始出售其金融业务。只要能不停地以低利率融入短期资金，再以更高的利率长期借出去，就能轻松赚取大量利润。然而，如果融入短期资金的利率高于贷出长期资金的利率，或者银行家们决定不再展期短期贷款，那么这一切就会像纸牌屋一样崩塌。通用电气公司在付出了巨大代价后才意识到这一点，这也是为什么通用电气公司现在在祈盼自己的金融业务能够一切顺利的原因。

057

企业文化

用一种方法解决所有的问题是行不通的，适用于梅约医学中心的文化在好莱坞的电影公司不一定行得通。世界上没有能够解决所有问题的万能钥匙。

"One solution fits all" is not the way to go…. The right culture for the Mayo Clinic is different from the right culture at a Hollywood movie studio. You can't run all these places with a cookie-cutter solution.

就组织结构、管理层与员工之间以及企业与用户之间的互动机制，芒格表达了上述的看法。经验让他意识到，任何企业都是独一无二的，适合某一家企业的组织结构不一定适合另一家企业。当伯克希尔哈撒韦公司购买一家企业时，除非迫不得已，它通常会将其现存的企业文化完整保留下来。伯克希尔哈撒韦公司的管理人员终身都在同一个部门或子公司工作，其保险业务部门的优秀管理人员从来没有被调离到铁路公司去任职，反之亦然。然而，通用电气这样的公司常常派遣某部门或子公司的优秀管理人员去完全陌生的业务部门或子公司。芒格认为，伯克希尔哈撒韦公司这种不愿意将优秀管理人员调来

调去的模式，恰恰是这家特别不起眼的纺织商最终在规模上超越通用电气的原因之一。

058

专注度

即便是最好的银行也可能随波逐流，犯一些愚蠢的错误，但我却认为富国银行在如何应对这些错误方面会做得很好。

Even the best banks drift with the times and do stupid things, but I suspect Wells Fargo will face up to it better.

芒格在这里想要表达的意思是，富国银行也会像其他银行一样犯愚蠢的错误，只不过频率没有那么高。与花旗集团曾犯过的错误相比，富国银行即使犯错误，其损失也没有那么大。这也提醒我们要把注意力放在银行的整体管理水平、诚信以及业务专注度上来。富国银行的衍生产品敞口总额为5万亿美元，与摩根大通的63万亿美元、花旗集团的60万亿美元以及高盛的57万亿美元相比，这就很微不足道了。如果遭遇下一次金融衍生品市场暴跌，富国银行则可能是唯一一家屹立不倒的大银行。

059

总体规划

在伯克希尔哈撒韦公司，我们从来不会有总体规划。任何想要做总体规划的人都会被解雇。因为总体规划考虑的只是制订过去的情况，而不会考虑新的现实情况。我们希望员工能够关注新信息。

At Berkshire there has never been a master plan. Anyone who wanted to do it, we fired because it takes on a life of its own and doesn't cover new reality. We want people taking into account new information.

商业世界是一个动态变化的世界，就如战场一样，瞬息万变。把总体规划应用到动态变化的场景中，19世纪普鲁士军事思想家克劳塞维茨对此的说法无人能够超越。他曾写道：“战争是对立双方的相互作用。我和我的敌人相互影响。没有一项战争计划能够延续到与敌人的第一次交锋后。”笔者还非常喜欢普鲁士陆军元帅赫尔穆特·冯·毛奇伯爵（Count Helmuth von Moltke）的说法：“每一场大型战役都会在物质和精神层面上产生深远的影响，从而使局面发生根本性变化，而这正是采取新措施的基础。”没有人能够保证，任何作战计划在第一次与敌人主力部队交锋后仍然适用。只有门外汉才会假设战役会严格按照事先预设的每一个细节展开。

这并不是说一个人不应该有计划地解决具体问题。我们应该有计划，但应听取芒格的建议，制订计划时要将发展过程中的新情况考虑在内。对制订计划的人而言，为一家公司制订接下来10年的总体规划是不现实的，并且这样的计划也不值得我们花费时间和精力。简单地计划并根据事情发展进行优化，这将获得更好的结果。每当想到“总体规划”，我都会想起内布拉斯加家具城的创始人罗斯夫人。在回答一个关于经营计划的问题时，她以其浓重的俄罗斯口音说道：“是的，廉价销售，实话实说。”她真是一个商业天才。

060

去中心化

伯克希尔哈撒韦公司的组织架构是怎样的？纵观世界历史，我认为没有哪家公司的组织架构像伯克希尔哈撒韦公司这样去中心化。

How is (Berkshire) organized? I don't think in (the) history of the world has anything Berkshire's size (been) organized in so decentralized a fashion.

芒格和巴菲特对大型企业集团领域做出的独特贡献就是打破了协同效应。无论发生什么事情，伯克希尔哈撒韦公司的子公司的负责人都有足够的自由在任何时间与任何人开展合作，哪怕合作方是另一家子公司的竞争对手。和大多数的大型企业集团不同，伯克希尔哈撒韦公司并没有给各家子公司分配指标，或者强制它们完成总部的要求。在伯克希尔哈撒韦公司，子公司的CEO主导自己的公司，并设定目标。伯克希尔哈撒韦公司的企业文化在这方面也是独一无二的，因为伯克希尔哈撒韦公司不会急着将效益不佳且前景黯淡的子公司抛售，而是坚持长期经营，直到它寿终正寝的那一天，正如伯克希尔哈撒韦公司旗下的纺织工业一样。伯克希尔哈撒韦公司旗下没有任何一家全资子公司是因为效益差而被抛售的，这一点与通用电气的CEO杰克·韦尔奇正好相反。这种去中心化的策略实则解放了伯克希尔哈撒韦公司各子

公司的经理，而这些经理是知识最全面的人，他们努力使得业务与经济大环境相适应，而不是被一个不懂业务的总部所束缚。这同样也让芒格和巴菲特规避了大型公司的官僚主义所带来的高昂的财务成本和低效率。有时，少操纵反而能得到更多。

THE TAO OF CHARLIE MUNGER

PART 3

查理·芒格对经济基本面的思考

05
金融体系

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

美联储向市场注入了大量流动性以维持就业，而这为投机活动提供了肥沃的土壤。美国的金融自由化动向放纵了金融机构利用他人的资金进行冒险的举措。当泡沫破裂时，政府的托底行为又等于赦免了金融机构的罪恶，从而造就了“大而不倒”的惯例。芒格认为，美国金融机构逐渐演变成了严重威胁市场稳定的不安因素，除非美国政府能够强化监管，否则金融危机的危害性将越来越严重。

061

不降低标准

当你不降低金融领域的工程标准时，整个世界就会变得更好。我们就差一根头发丝的距离幸运地躲过了一场灾难……我很喜欢那些带我们渡过危机的人，非常不喜欢那些导致危机的人。他们中的有些人就应该下十八层地狱。

The whole world is better when you don't reduce engineering standards in finance. We skipped a total disaster by a hair's breadth…I'm a big fan of the people who took us through the crisis. I'm not a big fan of the people who caused the crisis. Some of them deserve to be in the lowest circle of hell.

芒格所讲的是2008年金融体系濒临崩溃的事。建造一座桥时，工程标准要求这座桥能够承受比往常多几吨的重量。这就为大桥创造了安全边际，以确保它不会坍塌。在银行领域，这个安全边际的衡量标准就是一家银行的债务权益比率。比率越低，银行在危机中越不容易破产。比率越高，银行越容易在危机中破产。金融领域的工程标准要求银行保持非常低的债务权益比例，以确保他们能够经受住金融市场的波动。然而，2007年华尔街各家投资银行的做法却恰恰相反，它们

的债务权益比例达到了历史峰值。一些银行的资产负债表上平均每1美元权益支撑着38美元的债务。当大萧条来袭时，很多银行在一夜之间就轰然倒塌了。

062

金融健忘症

在金融方面的健忘症患者要远多于在性方面的健忘症患者。

There is more dementia about finance than there is about sex.

这句话是非常真实的。当代的金融灾难在一两年内几乎完全被遗忘。这一点可能的原因是，投资业务的回报取决于对未来的预期，而不是缅怀过去。正因为如此，大多数金融机构注定要重蹈覆辙。

芒格明白这一点，并依靠公司的股票价格来判断自己是否处在牛市的末期。如果市场泡沫即将破裂，他就会持有大量现金储备以等待泡沫破裂后的买入机会。他不必预测市场泡沫何时会破裂，他只需要为未来几年市场持续下跌做好准备就行。当价格越来越高时，价格因素阻止了他买入股票，这意味着伯克希尔哈撒韦的现金开始增加。芒格放弃了从牛市的最后阶段获利的机会，这样能够在泡沫破裂的时候去做更大的投资。然而，大量的投资基金却无法做到这一点，如果它们错过了牛市最后阶段的利润，其出资人就会把钱收回去投向别处。

我记得，在伯克希尔哈撒韦公司1998年年度股东大会上，股东们一个接一个地提问道：“为什么芒格和巴菲特没有投资任何东西？”市场上一切东西都在上涨，而芒格和巴菲特只是坐在那里反复回答

着：“股票价格太高了。”当2000年股市泡沫破裂时，每个人都在寻找弥补损失的方法，而他们却开始了全力出击。2008年，他们做了同样的事情。我们要如何判断股市是否过热呢？那就是当金融媒体开始发表关于芒格和巴菲特如何失去赚钱本领的文章时。

063

华尔街的膨胀

与过去任何一个时代相比，知识分子中有更大比例的人在从事买卖证券以及促进交易活跃度的工作。我目睹的很多情况都会让我想起索多玛与蛾摩拉。你任由这些活动自发进行，就会有引发嫉妒和相互模仿。过去每当发生这种情况时，其结果往往是非常糟糕的。

We have a higher percentage of the intelligentsia engaged in buying and selling pieces of paper and promoting trading activity than in any past era. A lot of what I see now reminds me of Sodom and Gomorrah. You get activity feeding on itself, envy and imitation. When it happened in the past, there were bad consequences.

2007年的华尔街与索多玛和蛾摩拉很相似。伴随着次级贷款的泛滥，员工获得了丰厚的奖金，各种派对开始越来越狂野，独栋别墅和昂贵的跑车成了额外的待遇。不过，最为罪恶的是他们把次级贷款打包，然后包装成3A级债券，再出售给毫无戒心的、渴望财富的普通百姓。在旧约的故事中，上帝毁灭了索多玛与蛾摩拉，以惩罚其居民所犯下的恶行。在我们的故事中，上帝相当于美联储前主席本·伯南克和美国前财政部长汉克·保尔森，不过这两个人却反过来在这些罪人

堕入深渊之际把他们救走。有时候拯救这些罪人比让整个国家与这些罪人同归于尽要好，特别在你恰好是这些罪人中的一个的时候。

064

大萧条

你从未想要做促使经济崩溃的事情，但糟糕的事情就是发生了。

You don't ever want to do anything to push an economy to collapse. Terrible things result.

芒格经历过20世纪30年代的大萧条，而这对于现在的大部分美国人而言，只是一段遥远的记忆以及历史书上的几页介绍。世界各地的数百万失业者，以及后来让许多国家花了数十年才完全恢复过来的毁灭性的打击，这一切都被人们遗忘了。那时究竟有多糟糕，我们不妨参考一下如下的数据：在2007年到2009年的经济衰退期间，全球GDP下降了1%，而在大萧条中，全球GDP下降了15%。大萧条期间，美国对外贸易额下滑了50%，农作物价格下降了60%，失业率上升了25%。欧洲经济遭受到的冲击是如此严重，以至于许多国家对民主体制失去了信心，并进而导致了法西斯的崛起。当时，欧洲许多国家的民众绝望地废除了看似不可能废除的制度。大萧条所带来的结果最终引发了第二次世界大战，从而将欧洲和世界其他地区带入无法想象的毁灭与死亡的恐怖中。芒格经历过那段岁月，他清楚地意识到，一个国家向地狱的堕落一定是源于其经济的崩溃，而如果一个国家的政治体制无法掌

控自己的金融系统，那其国民最终会把权力交给能够掌控金融体系的独裁者手中。

065

失控的银行家

我认为，银行家们根本无法控制他们自己。他们仿佛沾染了毒瘾。

I do not think you can trust bankers to control themselves. They are like heroin addicts.

沾染毒瘾不仅会毁掉自己，还会摧毁整个家庭。同样，银行家不但会毁掉自己，还可能损害美国的经济。银行家受托管理着其他人的巨额资金，本应采取保守的投资策略，但他们通常却会用这些资金借入更多的资金，放大杠杆，披着“投资”的外衣进行赌博投机。他们敢于这样做的原因是，一旦赌赢了，他们就会获得数百万美元的薪水和奖金。为了达到这个目的，他们不断告诉美国公众不要担心杠杆问题，因为银行有专业的风险管理人员，这些杠杆完全在他们的控制之中。当2007—2009年的次贷危机爆发时，正是这群专业的风险管理人毁掉了华尔街的各大银行。唯一能够阻止银行过度加杠杆的方法就是美国政府对银行施加严厉监管，而银行却一直对此非常抗拒。2014年，仅摩根大通就花费了620万美元游说美国国会。当年，各家商业银行合计花费了6 000万美元游说国会。它们到底为了反对什么而游说呢？显然就是政府对银行业的监管。芒格想表达的观点是，有非常多的银行家都已经迷上了杠杆和投机，这是它们追求财富和权势的命脉。

066

金融巫术

总的来说，我不是很认同金融学教授的观点，因为这是一个很神秘的领域。

By and large I don't think too much of finance professors. It is a field with witchcraft.

除了沉迷于无聊的分散化理论之外，金融学教授的主要问题在于他们宣扬的有效市场假说。这些理论原则上都认为市场是有效的，所以没有人能够战胜市场，而投资者最终注定只能获得平均收益。金融学教授完全忽略的是，从长远角度看，当短视的“有效”股票市场由于忽视了企业的长期经济表现而出现错误定价时，它在个别公司身上就会表现出“无效”的局面。金融学教授从来没有像芒格一样研究过群体生物学，他们很难理解多重策略之间会互相影响，以至于市场其实是部分有效的。

让我给你举个例子：当出现股市恐慌的时候，随着前景逐渐黯淡，绝大多数投资者都纷纷逃离，以寻求现金的安全，从而导致股价下跌。如果目光短浅，就会认为市场对手头信息的反应是有效的。然而，当投资者都涌向出口时，市场“无效”的一面就会表现出来并导致股价下跌，以至于低于公司的长期经济价值。为什么市场总是会错

估了股票价格？或许在恐慌时刻投资者不再关心企业的长期价值，抑或就是投资者看不到它们长期的经济价值。当芒格和巴菲特买可口可乐公司和富国银行的股票时，在这两家公司身上就出现了这样的情况。

在过去的几年里，芒格和巴菲特已经改进了他们的投资策略，包括持有大量现金储备，只瞄准具有持久竞争优势的公司等。然而，他们长期的投资策略还是完全依赖于，短期内有效的股票市场反而短暂地出现在长期内“无效”的情况。芒格打败了平均定律，并证明了金融学教授和他们的学院巫术是错误的，而他正是基于本节的内容做到这一点的。

067

银行监管

银行不会自愿地约束自己，它们需要成熟的监管体系。

Banks will not rein themselves in voluntarily. They need adult supervision.

芒格一直认为美国国会放松对银行业的管制是非常愚蠢的。1933年颁布的《格拉斯－斯蒂格尔法案》将投机的投资银行业务和保守的商业银行业务分开，从而引领美国进入了繁荣时期，芒格经历过这个过程。因此，芒格认为，1999年美国政府废除《格拉斯－斯蒂格尔法案》是在银行系统中埋下了祸根。废除该法案意味着商业银行可以做投行类业务，也就是可以用存款进行投机交易。2007年至2009年的金融危机向世界证明，芒格的观点是正确的：废除《格拉斯－斯蒂格尔法案》是美国国会做过的最愚蠢的决定之一。

068

大而不倒

没有倒闭的资本主义就像没有地狱的宗教。

Capitalism without failure is like religion without hell.

当美联储前主席本·伯南克和美国前财政部长汉克·保尔森判定高盛、花旗、美林以及美国国际集团已经“大而不倒”时，其实是在告诉全世界，美国政府是不会让这几家金融机构破产的。如果华尔街银行不用担心破产，那么它的管理人员就可以放心大胆地在自己的业务上加杠杆，并利用存款人和股东的资金进行投机。通过为这些金融机构编织一张由政府提供援助的安全网，美联储为下一次金融恐慌与危机奠定了基础。不过，即使乌云密布但仍有一线希望。因为当经济危机造成股市大动荡时，一些投资者就会急于离场，而在这种恐慌的时刻，一些从长期看基本面很好的股票将会以很低的价格被卖出。正如我们前面所说的，在2007年到2009年的银行倒闭浪潮中，就出现了买入富国银行的绝佳时刻，而这个时候芒格果断入场。有时候，在一个人看来如地狱般糟糕的事情，在另一个人看来却可能如天堂一样美妙，特别是当好公司的股票被贱卖的时候。

069

合法化抢劫

人们一直认为放任一群掠夺成性的人做自己想做的事情才是自由市场。其实并不是。这只是合法化抢劫，而且是非常愚蠢的。

People really thought that giving a predatory class of people the ability to do whatever they wanted was free-market enterprise. It wasn't. It was legalized armed robbery. And it was incredibly stupid.

如果说得温和一点，我们认为芒格的意思是，美联储前主席格林斯潘和美国前财政部长罗伯特·鲁宾是20世纪90年代后期推行银行业“去监管化工程”的两大主要的设计师，而他们的做法完全错了。他们是自由市场的主要倡导者，而正是自由市场导致了2008年金融危机的爆发，并且使华尔街几乎所有的大型投资银行都笼罩在倒闭的阴霾中。不过，芒格的真正意思是，就他们而言，主导银行的“去监管化”是非常愚蠢的。为什么？因为不受监管的银行和保险机构的内部管理层有很大的动机加大杠杆，也就是借更多的钱来进行高额的投机交易。如果投机成功，银行的管理团队将获得数千万美元的奖金；如果投机失败，数十亿美元的损失则由股东和存款者来承担。如果几家大型银行同时破产，就有可能导致整个经济崩溃。历史一再向我们证

明，唯有政府监管能够阻止银行家滥用杠杆、用他人的钱甚至整个国家的经济健康运行来做赌注。

070

数据迷宫

对于错综复杂的事情而言，诡计与错误总是相伴相生……对于金融机构，包括由政府运营的信贷公司，这是亘古不变的事实。在这个世界里，你不能期盼金融公司为你提供准确的数据。

Where you have complexity, by nature you can have fraud and mistakes…This will always be true of financial companies, including ones run by governments. If you want accurate numbers from financial companies, you're in the wrong world.

金融公司究竟可以复杂到什么程度呢？芒格说，即使在金融公司倒闭的前一天，你也无法判断这家公司是否已经误入歧途。以雷曼兄弟为例，一年之前它的股价是65美元，并在华尔街广受赞誉；一年之后，它却加入了破产的队列。保险巨头美国国际集团和伟大的投资银行美林证券也同样如此，仅仅在一年之前，它们还被赞扬为世界上最稳健的金融公司，一年之后，它们却成了政府门前的乞丐。这种情况是如何发生的呢？即使是在监管机构和投资分析师的窥探之下，衍生品依然隐藏着大量风险。对于美国国际集团来说，它不可能检测其持有的所有关于次级抵押贷款的信用违约互换协议，因此它从未预留任

何准备金来弥补可能出现的损失。这意味着该公司的风险敞口根本不为投资者所知。你可能已经读了100次雷曼兄弟的年报，却从未意识到它借入了数千亿美元的短期贷款，并将这些钱作为长期贷款为次级抵押贷款融资，然后再以次级抵押贷款作为抵押，以获得更多的贷款。一家商业银行可能会利用衍生品在外汇市场上大量投机，但是会计规则却有其死角，直到我们在财经媒体上看到这家公司损失了数亿美元，被隐藏的事实才浮出水面。芒格看待金融公司的原则其实很简单：虽然“金玉其外”，但很可能“败絮其中”。

071

量化模型

聪明的人毫无例外都因为过度自信而在职业领域遭遇过重创。

Smart people aren't exempt from professional disasters from overconfidence.

芒格的这句话主要是针对长期资本管理公司的倒闭而说的。长期资本管理公司是华尔街著名债券交易员约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）在20世纪90年代末设立的对冲基金。梅里韦瑟汇集了华尔街和学术界最聪明的人才，包括数学和经济学博士，甚至有几位是诺贝尔奖获得者。这些耀眼的高手们设计了一种策略，那就是用非常高的杠杆来投资债券和衍生品，如果顺利的话，他们能够借助合伙人的资本获得不可思议的高回报。这个策略的问题在于，潜在的损失也是灾难性的。梅里韦瑟认为，债券息差的交易策略可以保护公司自身。这种策略会衡量类似债券之间的历史价差，比如分别在1月和3月到期的美国国债的收益率差额。如果1月和3月到期的美国国债之间的利差与历史平均水平相比大幅下降或上升，长期资本管理公司将买入一个并卖出另一个，他们押注于未来某一时刻利差会缩小，因为这些债券在本质上是相同的，而且它们之间的利差确实总是会如此变化。长期资本管理公司在一笔交易中通常可以赚1%甚至更少的收益。这可

能看起来不是很多，但是1 240亿美元的资本增加1%，就相当于12.4亿美元的利润。每年做几笔这样的交易，就可以为股东的47亿美元的权益资本带来高得离谱的收益。在长期资本管理公司开始运营的第二年，梅里韦瑟为投资者实现了43%的投资回报率，接下来一年是41%。一切似乎都很顺利，直到1998年俄罗斯对其国内债务违约，卢布贬值，并在同一周宣布暂停对外国债权人的付款，全世界都为之震惊。这引发了债券市场的恐慌，而长期资本管理公司依赖的利差也因此偏离了预测，导致该公司蒙受了巨大的损失。破产发生时，各家银行借给长期资本管理公司的贷款合计达到了1 200亿美元之多，这些银行想拿到更多的抵押品，或者拿回它们的钱，这两种要求都是长期资本管理公司无法满足的。一夜之间，长期资本管理公司徘徊在破产边缘。纽约联邦储备银行开始介入，并召集一些华尔街银行接管长期资本管理公司，而投资者损失了大部分的本金。芒格认为这件事的教训是，聪明人和高杠杆的组合往往会以惨败收场。不过，我可能会反驳说，真正愚蠢的人和高杠杆的结合通常也会以失败告终。

072

回报率

我认识一位很聪明且很有能力的投资经理。我问他：“你跟你的机构客户说你可以为他们实现的回报率是多少？”他说：“20%。”我不敢相信，因为他明知道这种回报率是不可能达到的。不过，他告诉我：“芒格，如果我说一个更低的数字，他们连一分钱也不会交给我管理！”

I know one guy, he's extremely smart and a very capable investor. I asked him, "What returns do you tell your institutional clients you will earn for them?" He said, "20%." I couldn't believe it, because he knows that's impossible. But he said, "Charlie, if I gave them a lower number, they wouldn't give me any money to invest!"

芒格坚信，由管理费驱动的投资管理业务是非常疯狂的，正如他所说的：“每个人都想成为投资经理，募集尽可能多的资金，近乎疯狂地在市场上进行交易，然后从投资回报中刮掉一部分作为管理费用。”为什么他们可以如此无所顾忌地用投资者的资金去投资？因为这不是他们自己的资金！假设我是一位对冲基金的投资经理：投资人把自己的资金交给我管理，接着我会利用这笔钱去银行借更多的钱出

来。之后，我把管理的资金和借入的资金集合起来下一笔大赌注。如果我在赌博中胜出，投资人会赚一大笔钱，我也会从管理费中得到大量的收入，这是双赢的局面。如果我在赌博中失败，投资人和贷款银行都会因此失去本金，但我不会受牵连。这对于对冲基金来说是一种“伟大”的商业模式，但是这种模式要求它首先要能拿到投资人的资金。此外，它还要能留住投资人的资金。对冲基金通常都不希望投资人撤走资金。那么对冲基金是如何做到这两点的呢？

这里有两条对冲基金募集和留住资金的原则。第一原则：向投资者许诺虚幻的高回报率，否则投资人就不会出钱投资。第二原则：任何谨慎投资的对冲基金都无法长时间留住投资人的资金，因为加杠杆参与赌博式投资的家伙多如牛毛，在赌博中胜出的将会获得更高的回报率。这意味着短期内贪婪的欲望会驱使投资者将资金撤出谨慎而又表现不佳的对冲基金，转而投资于在赌博中胜出的高杠杆投资基金。采取谨慎的投资策略不会给对冲基金带来任何经济效益。是的，也许参与高杠杆赌博的基金几年后可能会血本无归，但即便真是如此，你也只会去寻找下一只高收益基金，而让你蒙受亏损的投资经理只会离开并创办下一只基金。你不相信？想想这个实例：1998年，华尔街著名的债券交易员梅里韦瑟创建的长期资本管理公司破产，而一年后他又创建了另一只基金公司——JWM合伙公司。他成功运营这家基金有8年时间，其规模达到了30亿美元。然而，2007—2009年的金融危机让这只基金的规模缩水44%，这使梅里韦瑟不得不关闭这只基金，并于2010年创建了另一家基金公司——JM投资顾问公司。

对冲基金经营模式背后的现实规律促使对冲基金疯狂地加杠杆，然后参与赌博式交易，这也是为什么它们都这么干的原因。然而，不要对此感到绝望，因为疯狂的赌博式投资让芒格这样的投资者发现了许多绝佳的投资机会。

073

风险错配

抵押贷款演变成了一种肮脏的赚钱方式。你们尝试利用完全负担不起信贷的人群的愚蠢，以赚取高额回报。这绝不是我想要的赚钱方式。你们应当通过卖给人们合适的产品的方式来赚钱。

Mortgage lending became a dirty way to make money. You take people that can't handle credit and try to make very high returns by abusing and encouraging their stupidity—that's not the way I want to make money in banking. You should try to make money by selling people things that are good for the customer.

在过去，银行发放的住房抵押贷款会计入其资产负债表内，所以它会对借钱的对象非常谨慎。然而，随着商业模式的改变，银行开始将自己的抵押贷款出售给其他公司，这时候它贷款给谁已经不再重要了，因为它会立刻将新的抵押贷款卖出去。事情慢慢地变为，银行发放的抵押贷款越多，银行就可以赚更多的钱。如果房主违约，那又怎样呢？银行早已经脱离干系了。银行正是靠这种方式将一项无聊的、不怎么赚钱的交易，变为一项让人兴奋的高利润买卖。

074

次级贷款的噩梦

我们正以一种前所未有的方式对美国的房产进行货币化。若问乔怎么买到的新凯迪拉克，他给出的答案肯定是通过抵押自己的房子得到的钱……很多金融机构，包括很知名的金融机构，正在向那些无力偿还借款的人发放高成本的信贷。我觉得其中有很多情况是让人非常厌恶的。显然，一个自由的市场并不一定就意味着它是体面的。

We have monetized houses in this country in a way that's never occurred before. Ask Joe how he bought a new Cadillac—from borrowing on his house…. We have financial institutions, including those with big names, extending high-cost credit to the least able people. I find a lot of it revolting. Just because it's a free market doesn't mean it's honorable.

我想这意味着芒格并不属于“请买家当心”俱乐部的成员。不过，在美国，美联储将自己的职能定位在降低失业率上。然而，实现这个目标的策略之一就是想办法让消费者感觉自己很有钱，从而进行更多的消费，以此刺激整体经济，并创造更多的就业机会。美联储将

更多的钱交到美国消费者手中的最简单的方法则是，想办法让消费者更容易通过信用卡和他们的住房抵押去借钱。美联储通过降低利率，并放任银行和抵押公司无底线地放松信贷条件，以鼓励人们借贷。这创造了一个经济泡沫，而这个泡沫终将破灭。当经济泡沫破灭之时，股价崩溃，经济衰退，失业率飙升，房主无法偿还他们的贷款，所有这些最终会演变为一场更大的噩梦。

075

危险的衍生品

如果你能玩转衍生品交易，那么就像获得了一张偷盗许可证，这样你就能理解为什么所有人都想参与进来……不过，所有人相互对赌从整体上看有何意义？我年轻时的那几十年里，人们很少参与赌博，我更喜欢那样的世界。我认为那才是对美国更有益的状态。现在，这个世界就像存在着数千名专业的扑克玩家，而他们所作所为到底对其他人有什么好处呢？

If you intelligently trade derivatives it's like a license to steal, so you can understand why they all want to do it…but what is the big plus in having everyone gamble with everyone else? I lived in a world with lowgambling for decades when I was younger and I likedit better. I think it was better for the country. It's like having thousands of professional poker players. What damn good are they doing for anybody?

衍生品交易的问题在于，当银行家很容易赚到大把钱的时候，他们很难控制住自己，且往往会越过底线，一步步陷进严重的问题之

中。如果情况真的很糟糕，他们甚至可能会摧毁整个金融体系，搅动股票市场，损害国家经济，进而导致数百万人失去工作。

牛津大学金融工程博士保罗·维尔莫特（Paul Wilmott）谈到，全球衍生品市场的名义价值已经达到了1 200万亿美元，大约相当于60万亿美元的全球经济总量的20倍。相比于2008年衍生品所导致的金融危机时期，目前衍生品市场的规模已经增长了20%。那么，美国银行业有多少衍生品风险敞口？请你想想：摩根大通集团的总资产规模为2万亿美元，而其衍生品风险敞口却超过了52.9万亿美元；花旗银行的总资产为1.3万亿美元，而其衍生品风险敞口有52万亿美元；美国银行的总资产为1.6万亿美元，而其衍生品风险敞口为26.6万亿美元；高盛集团的总资产为0.143万亿美元，而其衍生品风险敞口却高达44.4万亿美元。

如果你是一位银行家，下面你会看到更精彩的部分：1 200万亿美元规模的衍生品市场复杂得让人眩晕，完全脱离监管，只有银行的交易员操控着整个市场。只要美国政府稍有暗示说要对衍生品交易施加监管，就会有银行的说客涌入华盛顿，试图阻止政府的这一想法。他们警告说，国会的议员们就是衍生品的真正持有人（不是你，也不是我）。好了，衍生品玩得更大了。可以这么说：没有任何一个人，是的，没有任何一个人，包括政界、学界、以及银行家自己，能够真正掌控这个全球最大的金融泡沫所隐藏的风险，我们也已经领教过这种风险的威力了。

076

愚蠢的套利交易

在那些套利交易的游戏中杠杆被大量运用。人们都如此地确信，比我更确信，飞机可以一直租下去。

There's a lot of leverage in those carry-trade games. Other people are more certain than I am that the aircraft can always be leased.

芒格在2005年说的这句话很让人深思。仅仅3年后，雷曼兄弟和其他几家华尔街投资银行就因为套利交易崩盘而纷纷破产了。套利交易是指先在某一利率水平上融入一笔大额资金，然后用这笔资金购买一项收益率高于自己的融资成本的资产。芒格这句话的意思是，融入资金购买一架飞机，再把飞机以高于融资成本的价格租出去。贷款的利息成本和租金之间的差额就是利润。这个等式唯一的弱点在于，如果租赁飞机的公司违约，不按期支付租金的话，那么这笔需要偿付利息的贷款也将发生违约。

雷曼兄弟和其他几家投资银行破产的原因是，它们当时在短期商业票据市场借入了数十亿美元的资金，接着将资金投资到了10年至20年期限的次贷抵押贷款上。在短期商业票据到期时，持有这些票据的资金借出机构（银行）则将债务滚动延期。然而，一个出人意料的事

情发生了：次贷抵押贷款开始出现违约，突然间雷曼没能按时收到次贷抵押贷款的利息，这意味着它也没钱还给放贷的银行。当银行知晓这一事实后，就不再同意债务延期，于是雷曼在不到一周内就申请了破产保护。

077

自由市场的闹剧

这些疯狂的热潮应该受到重点关注。然而，艾伦·格林斯潘并不这么想。他是一个有能力的人，但他是一个白痴，我们根本不应该让他去掌管所有的银行，他心中的英雄是安·兰德。整个自由市场毫无理智可言。很多人认为，就算是一个手持斧子的杀人犯在自由市场里四处杀人，也不会有太大问题。

These crazy booms should be watched. Alan Greenspan didn't think so. He's a capable man but he's an idiot. You should not make him the father of all banking. His hero is Ayn Rand. It's an unlikely place to look for wisdom. A lot of people think that if an ax murderer goes around killing people in a free market it's all right.

格林斯潘从1987年至2006年，在格林斯潘执掌美联储的近20年里，他一直追随着倡导自由市场的俄罗斯作家、哲学家兰德，并且完全无视20世纪90年代后期的互联网泡沫以及21世纪初的房地产泡沫。这些行径导致了2007年到2009年之间的次贷危机，而这场危机几乎摧毁了世界经济。格林斯潘认为政府不应该干预市场，也就是说不要去干扰华尔街的过度行为。让人奇怪的是，每当股市开始出现崩溃，格

林斯潘总会非常激进地利用美联储向市场注入资金，从而阻止市场的下滑。

本·伯南克在2006年接替格林斯潘成为美联储主席后，继续让房地产泡沫持续膨胀。当泡沫最终破裂时，伯南克做了和其前任一样的事情：他印了更多的钱，并将它们注入整个经济体中去。这样做不仅可以在短期内阻止经济崩溃，还可以压低失业率。在其8年的任期内，美联储印发了超过3万亿美元的货币，并将之投入市场流通中，以刺激经济，而这导致了资产价格膨胀以及股市和房地产市场的再度泡沫化。或者就如纽约洋基队的尤吉·贝拉（Togi Berra）曾经说的：“感觉似曾相识，历历在目。”

078

流动性

南海泡沫事件之后，英国取缔了上市公司，只允许成立私人公司。此后它引领了世界100年。适度的流动性是有益的。流动性过多则会败坏人性。如果我这样说，那么我将永远不会获聘终身教授，但我是对的，他们是错的。

After the South Sea Bubble, Britain outlawed public corporations—only private ones allowed. And they led the world for 100 years. A modest amount of liquidity will serve the situation. Too much liquidity will hurt human nature. I would never be tenured if I said that. But I'm right and they are wrong.

南海泡沫事件指的是南海公司事件。这家英国的股份公司成立于1711年，旨在帮助减少英国的国家债务。直到第一次世界大战，英国才通过央行的印钞机实现了赤字融资（deficit financing）。在英国政府向众多议会成员提供了好处后，南海公司最终获得了垄断南美洲贸易的特权。由于其垄断权和涉足利润丰富的政府债务业务的前景，南海公司成了当时最受欢迎的公司，其股价不断上涨，最终远高于公司的内在价值。当收益无法兑现时，其股价崩盘，包括一些贵族在内

的许多人都失去了他们的财富。在反思该事件后，英国颁布了《1720年泡沫法案》（*Bubble Act of 1720*），禁止成立没有获得皇家特许状的合资股份公司，且获得特许状的公司也不得上市流通。在接下来的100年里，英国主导了世界的商贸。该事件使我们对流动性的理解加深了，流动性衡量的是将资产变现的能力。在上述例子中，流动性指的是如何快速出售股票，实现变现。某些股票的活跃程度越高，其流动性就越强。华尔街为衍生品提出的一个说辞就是，衍生品可以增加流动性。然而，它的代价是什么呢？这种代价值得吗？芒格认为不值得。

079

资产升值

在我记忆中有过5美分的汉堡包，也有过每小时40美分的最低工资标准，因此在一生中，我经历了巨幅的通货膨胀。通货膨胀破坏了我们的投资环境吗？我想不是的。

I remember the $0.05 hamburger and a $0.40-per- hour minimum wage, so I've seen a tremendous amount of inflation in my lifetime. Did it ruin the investment climate? I think not.

随着汉堡包的价格上涨，销售汉堡包的公司的股价也会上涨。通货膨胀提高了商品和资产的价格，并且提高了代表公司资产所有权的股票的价格。通货膨胀是资产持有者的朋友，但同时也是现金或债券持有者的敌人。为什么？当美联储印刷了大量的钞票并将其投放到市场中时，利率就会下降。这会推高股票和房地产等金融资产的价格。然而，美联储印刷更多的钞票也意味着我们手头的现金的购买力下降，也就是说东西越来越贵。50年前，一个汉堡包卖40美分，现在则要卖7美元；同样的一栋房子在1965年值5万美元，现在的售价则高达50万美元。1965年，道琼斯工业平均指数为910点，50年后则涨到了17000点。如果你一直持有现金，那么它的购买力会越来越低。如果你在

1996年买了20年期的债券，并在2016年将它兑现，那么你拿回的现金的购买力将远小于你买债券时所花现金的购买力。

通货膨胀真的是帮了银行业和保险业的大忙。由于当时值5万美元的房屋现在值50万美元，人们不得不从银行多借45万美元，而银行也将因此获得更多的利息收入。同样，财产保险公司也将因我们的投保资产从5万美元变为50万美元而获得更多的保费收入。

在上面的例子中，因为通货膨胀，银行和保险公司的业务收入规模获得了10倍的增长，而且这两种机构都不需要增加员工人数或者扩大经营厂房的规模。现在你知道为什么芒格和巴菲特买了这么多保险公司和银行的股票了吧！这不仅是因为保险公司和银行可以完美地对冲通货膨胀，它们实际上还能从通货膨胀中受益。对于银行和保险公司来说，通货膨胀就是一份持续创收的大礼。

06
国民经济

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

尽管在自由贸易时代，美国在世界经济体系中的分工可能发生了变化，但保证每个国家持续繁荣的基本原则并没有改变，那就是国民努力工作的程度。美国政府的各种补贴使得美国民众逐渐丧失了对失业的恐惧，而正是这种恐惧刺激了美国人过去的奋斗精神。芒格认为，面对世界其他国家不断追赶的步伐，美国要想保住现在的优势，就必须重新给美国民众施加一定的压力，国家是不能靠投票保持繁荣的。

080

财富的来源

韩国的汽车业务是从一无所有起步的。在超过10年的时间里，韩国人每周工作84小时，这还不包括加班。与此同时，每个韩国小孩从学校回家后都要与家教一起从下午到晚上学习整整4个小时。当你输给这样一群人时，你还会感到惊讶吗？除非你是一个傻子。

Koreans came up from nothing in the auto business. They worked 84 hours a week with no overtime for more than a decade. At the same time every Korean child came home from grade school, and worked with a tutor for four full hours in the afternoon and the evening, driven by these Tiger Moms. Are you surprised when you lose to people like that? Only if you're a total idiot.

芒格成长于大萧条期间，在这个时期，如果你能找到工作的话，就会不知疲倦地工作，以求能够换取食物。然而，随着时间的推移，美国越来越富裕，其国民也开始变得懒惰。再也没有人愿意每天工作10个小时、每周工作6天了。不过，韩国人却像我们的祖辈一样，拥有着追求成功的强烈动机。芒格所表达的意思是，在经济全球化的今

天，新的赢家将是努力工作的韩国人，而不是昔日成功现在却身型肥胖、打扮时髦的美国人。

081

胡萝卜加大棒

如果要想经济繁荣，我们就必须工作。我们必须让人们受制于“胡萝卜加大棒”的原则。一旦拿掉大棒，整个系统就会停止运行。你不可能通过投票就让自己富裕起来。这是一个愚蠢的想法。

If we’re going to prosper, we have to work. We have to have people subject to carrots and sticks. If you takeaway the stick the whole system won’t work. You can not vote yourself rich. It’s an idiotic idea.

本质上，芒格是一位奉行埋头苦干精神的企业家。他认为，国民必须工作：必须种粮食，必须修路、盖房、建厂，必须制造可售的商品……如果人们不工作，他们就会忍饥挨饿、无家可归，这就是“大棒”。过去，不是贪婪驱动着祖辈们努力工作，而是他们害怕落入付不起房租、全家挨饿的窘境。现在，这种恐惧消失了。人们理所应当地认为，失业人群的医疗保障、大学教育、食物和住房都应是免费的。美国人正在失去工作的动力，可能并不是因为他们变懒了，而是因为他们没有了对失业的恐惧。

082

自由贸易

在过去，不受教育的人也能迅速成功，而我认为，美国已经很难回到那个时代了。只要有自由贸易和全球竞争，我们就必须与其他国家持续开展自由贸易。中美两国必须友好往来。如果一个国家打算不跟另一个国家往来，那么它一定是疯了。我认为自由贸易推动了国家之间的往来。

I don't see how we bring back that age where an uneducated man can march ahead rapidly. As long as we have free trade and worldwide competition, and I don't want to stop having free trade with a big nuclear power like China. China and the United States have to get along. Each country would be out of its mind not to get along with the other. I think trade helps us to get along.

美国的工厂不断转移到中国，这在很大程度上标志着美国经济的一个历史阶段的终结：在这个阶段中，一个没有受过教育的人也可以去工厂谋得一份生计。为什么？

第一，没有受过教育的人再也无法在制造业中找到一份像样的工作了；这些工作现在已经转移到了其他地方，比如中国、墨西哥。第

二，要想在美国找一份像样的工作，求职者必须接受过良好的教育、有熟练的技能。

083

财富效应

财富效应是人们由于股票价格上涨而扩大消费支出的程度。这当然是存在的，但具体多大程度呢？我在发言中曾说过，我认为财富效应比经济学家想象的还要大，我现在依旧这么认为。

The wealth effect is the extent to which consumer spending is goosed upward due to increases in stock prices. Of course it exists, but to what extent? I made a speech a while back in which I said that the wealth effect is greater than economists believe. I still say this.

如果人们认为自己的房屋和各项投资会增值，他们就愿意消费得更多，这对经济是有好处的。反过来说，如果他们认为自己的房屋和各项投资的价值会下降，那么他们就不会再买东西，这对经济是不利的。这就是财富效应。

美联储前主席本·伯南克在寻求振兴经济和降低失业率的方法时，对这一理论非常痴迷。他用财富效应作为理论支撑，通过不断降低利率使数万亿美元投入市场，并印刷了大量钞票，以弥补政府的财政赤字。这么做的确很有效果，资产的价格开始上涨，人们也感觉自

己变得很富有了，于是增加了消费支出，进而刺激了经济，同时降低了失业率。这种方法当然会让全世界的投资者都非常开心。

084

通货膨胀

我认为西方国家很容易发生通货膨胀，因为政客们天然地喜欢花钱。他们有权力印钞，并用钱来获得更多选票。

I think democracies are prone to inflation because politicians will naturally spend—they have the power to print money and will use money to get votes.

让这些印钞机一直印下去吧！美国永远不会拖欠债务的原因之一是，它有权印刷自己所需的美元。这是怎么做到的呢？美联储印刷钞票，然后用这些钞票在公开市场上购买美国国债或其他任何想购买的债券。比方说美国财政部需要1 000亿美元来偿还一部分就要到期的美国国债，它只需要发行更多的政府债券，然后由联邦储备银行在公开市场上购买这些债券。通常美联储不喜欢这样做，它宁愿美国政府从其他国家借钱。

希腊、意大利和西班牙的问题是，当它们的货币被统一成欧元时，各国的中央银行实际上放弃了印刷钞票的权力，并且把这种权力转交给了欧洲中央银行。因此，除非欧洲中央银行愿意为它们印刷额外的几千亿欧元，否则希腊、意大利和西班牙都有可能发生债务违约，进而导致世界金融体系的全面崩溃。

085

石油储备

我认为，美国的化石能源储备是我们拥有的最宝贵的东西之一，每一小块都像艾奥瓦州的表土那样珍贵。就像我们不会因为一点钱，就把艾奥瓦州所有的表土出口到伊朗或者其他某个地方一样。我珍爱美国大地中储藏着的化石能源储备。很多人认为应当实现能源独立，并尽我们所能地快速用完这些能源储备，我觉得这样的国家政策是非常疯狂的。

I think the hydrocarbon reserves in the United States are one of the most precious things we have, every bit as precious as the topsoil of Iowa. Just as I don't want to export all the topsoil in Iowa to Iran or someplace, just because they are willing to give us some money, I love the hydrocarbon reserves we have in the ground. The fashion is to be independent and to use them up as fast as we can. I think that's insanity as a national policy.

这里芒格谈论到了美国的石油储备。他认为这些是宝贵的资源，应该被好好储存，因为石油对于美国的经济和安全而言是不可或缺的。化石能源储备既能为汽车、飞机提供燃料，又是生产化肥、面

料、塑料和沥青的化工原料。没有石油，美国就会立刻停止运转。芒格认为，实现原油能源供给独立，并竭尽所能地快速用完这些能源储备的政策，是非常疯狂的。因为原油一旦完全耗尽，美国就必须去依靠那些仍然能够生产原油的国家。芒格主张，美国应该保存自己的石油以备不时之需，而在平时则去使用沙特阿拉伯的石油。

086

富豪阶层

有人赚了很多钱，却像个吝啬鬼，对此我并不觉得有什么不妥。大多数人都有花钱的强烈欲望，配偶和孩子都会帮你花钱。

I don't care if somebody makes a lot of money and hold sit like a miser. Most people have a vast propensity to spend, helped by spouses and children.

在现实生活中，人们的最大误解之一就是，富人喜欢把他们的金子藏到很深的、黑暗的地下室里。然而，金子放在地下室里不会给任何人带来好处。200年前的富人可能会这样做，但是在现代社会，对于自己赚到的钱，富人们通常会存入银行、购买基金，从而变相把钱借给了有需要的个人、企业，或者他们会把这些钱直接投资到企业中。银行和基金充当了社会资本再分配的角色。

如果他们不把钱借出去，或者投资出去，就赚不到钱，所以他们有强烈的动机进行放贷或者寻找投资项目。这对整个经济、对每个人都是有好处的。然而，如果经济中没有富人，银行和投资基金就无法获得充裕的资金，也就无法为购房、建办公楼、新企业的发展扩建提供融资，无法给当地政府放贷……世界上1%的人控制了39%的财富，但

是这39%的财富都存入了各家银行和投资基金，这些银行和投资基金又忙着把这些资金投资到经济中去。

087

企业税

如果让我去管理这个世界，我会征收很少的企业税，而且像消费税一样，努力实现在某种程度上的平等。

If I were running the world I would have low corporate taxes, and get at the yearning for equality some other way, like consumption taxes.

在自由贸易全球化的今天，企业可以从一个国家自由转移到另一个国家。一个国家过重的企业税负会驱使该国企业转移到税率较低的其他国家。这些企业成功转移到低税率地区后，就会把自己的富余资金存入当地的银行。想知道新加坡和中国香港地区是如何成为亚洲两大金融中心的吗？两地的企业税率很低，从而吸引了资金雄厚的企业迁入当地，而这些企业的富余资本也随之而来，存放到诸如新加坡华侨银行、中银香港等当地银行机构，正是这些资本的再分配造就了新加坡和中国香港地区的经济奇迹。因此，芒格支持利用低税率吸引更多的企业留在美国。

088

会计准则

那些会计领域的标杆人物是在从事一项高尚的职业，然而这帮人也造成了安然事件。

The people who carry the torch in accounting are in a noble profession, yet these people also gave us Enron.

安然公司是一家集能源、大宗商品、运输等业务于一身的巨头集团，2000年其公布的总收入达到了1 110亿美元。《财富》杂志已连续6年将安然公司评为“全美最具创新能力的公司”。然而，在2001年，安然公司被爆出其最大的创新之一竟然是有计划地进行财务造假。事实上，安然公司一直以来都在不断地将资产负债表上的大量投资损失转嫁到国外的合作伙伴身上，从而实现净盈利。安然公司已经处于无力还债的状态很长时间了，但是在安达信会计师事务所的掩饰下，它在多年中始终在愚弄投资者、银行和公众。当造假事件被揭露时，公司的高层收到了刑事指控，安然公司不得不宣布破产，且整个公司和安达信会计师事务所都受到了指控。最后，安达信被迫清算。整件事情中最难以置信的是，安达信作为全美最顶尖的会计师事务所之一，也成了财务造假的共谋。有时候，真的是“聪明反被聪明误”。

THE TAO OF CHARLIE MUNGER

PART 4

查理·芒格的处世智慧

07
学习能力

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

各行各业的翘楚往往都是能够保持终身学习的人。通过持续的学习和思考，巴菲特和芒格即使在90岁高龄仍在不断进步，并轻松打败了那些认为他们已经落伍的互联网一代。在芒格看来，基于以下4点就能提升一个人的学习能力：1．只有承认自己无知，才能装下新的东西；2．进步来自一点一滴的积累；3．广博能够使你更优秀，而专业则让你无法替代；4．挫折和失败能够转化为一种财富。

089

保持思考和阅读的习惯

这是我生活中的经验，如果能保持思考和阅读的习惯，你就不需要去工作了。

It's been my experience in life, if you just keep thinking and reading, you don't have to work.

厌倦了华尔街的那份没完没了的工作？老板让你感到沮丧？衍生品产品将要爆仓，你为此要丢掉自己的高薪职业了。只要保持思考和阅读，你就会没事的。为什么？因为从芒格的角度来看，这就是投资游戏的全部内容：你要多思考，勤阅读。据说芒格每天的阅读量多达600页，包括每天三份报纸和每周阅读几本书。偶尔他会到洛杉矶乡村俱乐部去点一份三明治和一杯可乐。他是一位懂得如何忙中偷闲的人。

090

投资没有单一准则

并不存在通过投资致富的单一准则。你需要了解很多关于商业、人性以及数字的知识，别指望有一个神奇的系统可以为你完成这些工作。

There isn't a single formula. You need to know a lot about business and human nature and the numbers…. It is unreasonable to expect that there is a magic system that will do it for you.

人们希望找到一种通过阅读一本书就能变富的简单方法。不过这种情况并不会发生，除非他们真的很幸运。实际上，阅读100本商业传记比阅读100本投资书更好。为什么？因为如果我们理解了100种不同商业模式的历史，那么我们就会明白企业在什么时候会遇到困难，以及他们该如何度过这种困难时期；同时我们也可以了解是什么使他们变得伟大，或者他们的失败之源。这让我们能够去感受企业是否具有某种持久的竞争优势，且对于我们判断某家企业是否值得进行长期投资至关重要。

只读商业书籍是不够的，我们还应该多学习一些会计学，这是商业领域的语言。此外，多学习一些经济学，以及一些关于中央银行学

的课程，这使我们能更好地了解联邦储备银行在救市方面的作用，大多数MBA课程在这方面都很欠缺。在寻找获利机会时，这样做会使我们处在比较有利的位置。不过，为了寻找到一个好的投资标的，我们必须进行更多的阅读，比如每年要阅读两三百份年度报告，每天都阅读《华尔街日报》。

现在你明白为什么大多数人都在寻找一个简单易用的系统了吧。这个方程式的最有趣的地方在于，它会让使用它的人在股市里做一些愚蠢的事情，而股市正是芒格的获利之地。正如巴菲特所说，如果在纸牌游戏时，你弄不清楚谁是笨蛋，那么你就是那个笨蛋。

091

最薄弱的环节

这是一所非常棒的大学，但真正伟大的教育家当属麦当劳……我认为麦当劳在很多方面甚至超过了哈佛大学。

This is a nice college, but the really great educator is McDonald's…. I think a lot of what goes on there is better than at Harvard.

一条锁链的强度取决于最薄弱的环节，如果最强的环节与最薄弱的环节相链接，那么无论最强的环节有多强，都于事无补。芒格在这里想表达的意思是，麦当劳雇用原本没有良好工作习惯的人，培训他们养成良好的工作习惯，如准时上班、妥善处理与客人之间的关系等，从而保证以得体的礼仪服务顾客，强化了美国文化中最薄弱的环节。麦当劳已经成立60多年了，它培养了数百万美国年轻人的良好工作习惯。此外，麦当劳在全球118个国家开店，雇用了超过170万的年轻人工作，我们可以认为麦当劳同样培养了全世界各地年轻人的良好工作习惯。这是一项了不起的成就，甚至连哈佛大学都望尘莫及。

092

推翻最中意的想法

在过去的任何一年，如果你一次都没有推翻过自己最中意的想法，那么这一年就算浪费了。

Any year that passes in which you don't destroy one of your best loved ideas is a wasted year.

旧的不去，新的不来。这表明我们的思维在不断进化，这意味着我们在思考。芒格想说的是，在任何一年，如果我们没有抛弃过一个自己最喜欢的想法，那么这很可能表明我们并没有充分地去思考和阅读，从而在才智发展上取得一点点的进步。在投资游戏中，抛弃备受自己喜爱的投资观点是很常见的情况。商业世界风云变幻，某些事情在很短的时间内就会发生颠覆性的改变。在短短70年的时间里，美国经历了从没有电到全国电气化的转变。这完全摧毁了蜡烛制造、煤气照明以及煤油灯行业，而这些行业在18世纪和19世纪都诞生过许多伟大的企业。1930年，美国家庭都还没有电视机，而到了1960年，电视机已经成了很普通的家用电器；家庭收音机，相当于20世纪20年代的互联网，也几乎消亡了。2000年，还没有类似维基百科这样的东西，而今天，我们已经离不开它了。维基百科打败的是已经有224年历史的百科全书，出版百科全书在过去可是十分风光的业务。1974年，数码

相机还不存在，而如今柯达却被淘汰了。在被淘汰前的100年里，柯达一直是一家非常成功的企业！在商业和投资领域，最好能跟上新发展的步伐，同时每年回顾一下自己最中意的想法，以确保在我们自认为很正确时，不至于犯错。

093

每天进步一点点

每天结束时，努力使自己比早上起床时更加睿智一些。忠诚且出色地履行自己的职责，每天进步一点点。最终，如果足够长寿，大多数人都会获取应得的回报。

Spend each day trying to be a little wiser than you were when you woke up. Discharge your duties faithfully and well. Slug it out one inch at a time, day by day. At the end of the day—if you live long enough—most people get what they deserve.

与龟兔赛跑的寓言一样，这是芒格在生活中保持领先的渐进途径。对那些忘记了这则寓言故事的人来说：跑得飞快的兔子最终输给了速度非常慢但非常坚持的乌龟，乌龟每一次都是慢吞吞地移动一点。芒格在攻读法律专业时，他采用自学的方式每天花费一小时学习房地产开发和股票投资之类的知识。虽然最初进展很缓慢，但是在许多年中他阅读了成千上万册书籍，随后他开始逐渐领会到不同领域的知识是如何相互作用的，同时他还发现，知识可以像货币一样组合在一起，从而让一个人更加了解自己生活的世界。他常常说，比起自己

50岁时，90岁的他会更懂得投资，他把这归功于自己懂得组合利用各个领域的知识。

094

跨学科应用

在重要的学科领域掌握有价值的想法，并经常加以使用。记住要综合起来使用，而不是仅仅利用其中的某一部分。

Know the big ideas in the big disciplines and use them routinely—all of them, not just a few.

芒格毕业于哈佛大学法学院，并在加州理工学院攻读过气象学，博览心理学、科学、经济学与历史学等学科书籍。他是如何将这些知识运用到投资领域的呢？

如果你了解心理学，你就可以领会到可口可乐这样的产品是如何抓住消费者的心理的，而这将使其成为长期投资的候选对象。

如果你掌握科学知识，你会意识到计算机技术领域的瞬息万变，而或许这并不是长期投资最稳定的环境。

在2007—2009年的金融危机时，芒格通过研究央行业务得知，如果美联储接管银行，实际上就等于它成了众银行的所有者，而这将从根本上剥夺所有股东的权益，并使大量投资者逃离银行，从而导致信誉最好的银行都不可能筹集到新的权益资本。他明白，对美联储而言，最安全且最合理的选择路径就是以购买优先股的方式向有问题的

银行注资。优先股是资产负债表上以权益形式体现的一种负债，它不会导致股东的所有者权益被稀释。正如我们之前提到的，2008年，因担心美联储将接管银行，银行股遭受重创。芒格以每股8.58美元的价格持续买入富国银行。如今，富国银行的股价稳定在47美元附近。如果从未研究美联储的运作模式，他或许也会和大批心惊胆战的投资者一样抛售股票，而不是做成这笔终身难遇的买卖。

095

树立正确的目标

加州理工学院的大部分毕业生都进入了金融行业……他们忽悠那些不如自己聪明的客户，从中挣了很多钱，这是错误的。最优秀的人才投身聚敛钱财的行当，我认为这是一种损失。

A big percentage of Caltech grads are going into finance…. They'll make a lot of money by clobbering customers who aren't as smart as them. It's a mistake. I look at this in terms of losses from the diversion of our best talent going into some money-grubbing exercise.

曾几何时，加州理工学院是世界顶尖的理工学院之一，也是美国国家航空航天局喷气推进实验室的所在地。20世纪40年代，芒格曾在那里学习。2010年，在华尔街对赌博性的金融衍生品进行包装可以挣到很多钱，其诱惑性太大，以至于加州理工学院的教授和学生不再将自己的精力和注意力聚焦于空间技术研发和先进的计算机技术，而是转向了设计各类复杂的数学计量模型，以帮助华尔街投资银行的交易部门赚取更多的金钱。在芒格看来，最优秀、最聪明的年轻人应该致力于解决世界性难题，而非在类似赌场的华尔街寻求更好的办法来赢得赌局。这是在挥霍他们的才华。

096

承认愚蠢

我喜欢能够坦然承认自己很愚蠢的人。我知道，如果正面承认自己的错误，我会表现得更好。这是一个非常棒的学习窍门。

I like people admitting they were complete stupid horses'asses. I know I'll perform better if I rub my nose in my mistakes. This is a wonderful trick to learn.

芒格认为，只有勇于承担失败的责任，并认真地反思失败的原因，那么我们才能从失败中吸取教训。把失败归咎于其他人，逃避责任，这实际上使我们失去了学习的机会。这也是为什么伯克希尔哈撒韦公司在每年的年报上中会很明显地列出巴菲特和芒格所犯的投资失误，以及他们从中得到的教训。例如当初他们认为美国航空公司很值得投资，而后来才发现这笔投资成了棘手的问题。这种“自揭其短”的经验是他们不会在同一个问题上犯第二次错误的重要原因。

097

学会处理错误

一个人从不犯错，就能过上惬意的生活，但这是不切实际的。事实上，生活中的一个窍门就是要学会处理错误。不能够处理好“心理抵触”是许多人最终走向破产的常见原因。

There's no way that you can live an adequate life without many mistakes. In fact, one trick in life is to get so you can handle mistakes. Failure to handle psychological denial is a common way for people to go broke.

犯了错没有关系，这样的话听起来让人觉得很舒服。经历了太长时间的牛市后，芒格在1973年至1974年的经济萧条中遭受重创，然而，这使他更出色了。伯克希尔哈撒韦公司在购买了德克斯特鞋业后遭遇到了许多的问题，这同样成了芒格提升自己的台阶。我们也不要忘记芒格买入所罗门兄弟公司后的那段梦魇：这几乎让伯克希尔哈撒韦公司付出的7亿美元完全打水漂。后来，在巴尔的摩的孔恩百货公司和美国航空公司身上，伯克希尔哈撒韦公司再次陷入泥潭。这些都是商业判断上的巨大错误，通常要付出数百万美元的代价。不过，这些错误为大大提升自身投资策略的水平奠定了基础，因此也为伯克希尔哈撒韦公司带来了数十亿美元的回报。

098

挫折也是机遇

我最认可爱比克泰德看待事情的态度。他认为生活中错失的每一个机会都是锻炼和学习的机遇，你要做的不是沉沦于自我怜悯之中，而是要以建设性的方式利用这些糟糕的打击。这是一个非常正确的观点。

I think the attitude of Epictetus is the best. He thought that every missed chance in life was an opportunity to behave well, every missed chance in life was an opportunity to learn something, and that your duty was not to be submerged in self-pity, but to utilize the terrible blow in constructive fashion. That is a very good idea.

古希腊斯多葛派哲学家爱比克泰德（公元55—135年）早先是罗马皇帝尼禄的大臣家的奴隶。他专攻哲学，并在尼禄过世后恢复了自由身。后来他一直在罗马教授哲学，直到图密善皇帝把所有哲学家从罗马城里赶走，于是他逃回希腊，开创了自己的哲学流派。

爱比克泰德教导说，哲学是一种生活方式：所有的外部事件都是由命运决定的，并且超出了人们的控制范围。然而，作为个体，我们要对自己的行为负责。与“爱比克泰德的命运”等同的金融概念是宏

观和微观经济事件，这些事件会影响单个公司及其股价的涨跌。我们如何应对这些事件，以及我们能否从中吸取教训，则都是我们自己的责任。

在芒格的投资生涯中，每一次损失都是一次教训。如果他从来没有在纺织业、制造业、服装零售业以及航空业等竞争激烈的行业遇到过麻烦的话，他就不会有能力洞察那些具备垄断能力的企业，如可口可乐或者喜诗糖果等公司；他也永远不会发现政府雇员保险公司这类低成本企业是如何在竞争力方面超过规模更大的竞争对手的。如果他没有经历过1973—1974年的市场大跌，他就不会有前瞻性的眼光提前储备资金，从而在2008—2009年时用来投资美国富国银行。托马斯·爱迪生曾说过：“失败乃成功之母。”虽然芒格没有像爱迪生那样经历过那么多次失败，但他始终坚信早期的失败是其日后成功的源泉。

099

长着两条腿的书

在我一生中，我所知道的智者，没有一个不是在无时无刻地学习的。当你知道巴菲特及我的阅读量时，你肯定会感到震惊。我的孩子们嘲笑我，他们认为我其实就是长了两条腿的一本书。

In my whole life, I have known no wise people who didn't read all the time—none, zero. You'd be amazed at how much Warren reads—and how much I read. My children laugh at me. They think I'm a book with a couple of legs sticking out.

芒格总是如饥似渴地阅读。小时候，芒格天天泡在奥马哈的公共图书馆，他在那里博览群书，并从书中认识了古今最优秀的知识分子；自8岁起，有关杰弗逊和富兰克林的书籍就一直被收纳在他床上方的书架之中。正是阅读让芒格持续领先。

100

学习机器

巴菲特是这个地球上最卓越的学习机器之一。65岁后，巴菲特的投资技能显著提高。纵观他的整个投资生涯，我可以告诉大家，如果巴菲特停留在他早期的知识层面上，那么他就不可能获得现在这样辉煌的成就。

Warren is one of the best learning machines on this earth....Warren's investing skills have markedly increased since he turned 65. Having watched the whole process with Warren, I can report that if he had stopped with what he knew at earlier points, the record would be a pale shadow of what it is.

65岁以后的巴菲特成了更加出色的投资者，这意味着无论年龄大小，我们每一个人都有希望。当我们达到退休年龄，保持学习需要付出巨大的代价，在投资领域更是如此。还有一点，我注意到那些在各自领域特别出众的人，即使过了退休的年龄，仍然在不断地学习和提升自己。这就像是鲨鱼，它们为了活着，就必须不停地游动，学习是那些人生活中不可缺少的一部分。

101

多领域学习

如果你已经具备心智成熟的人所需的智慧水平，那么你就有能力超过那些比你聪明的人。只要从所有不同的学科领域，而不只是少数几个学科领域中汲取最关键的知识点，你就会比他们聪明得多。

If you have enough sense to become a mental adult yourself, you can run rings around people smarter than you. Just pick up key ideas from all the disciplines, not just a few, and you're immensely wiser than they are.

如果一个人会演奏管弦乐队的所有乐器，那么他就可以创作出一首交响乐，但是如果一个人只会演奏中提琴，即使他是地球上最出色的提琴演奏家，他也只会演奏中提琴。芒格是这样的一个人，他可以讨论达尔文的进化论、古尔德关于达尔文理论的评论、爱因斯坦的统一场论、白芝浩1873年关于央行的论述、牛顿和莱布尼茨在微积分方面的发展、史蒂格姆有关货币市场方面的大量著作、马奎斯和杰姆斯关于美国银行的历史著作、奥本海默与泰勒在氢弹发展方面的争论、威尔逊提出的生物社会学理论。在一些特殊的场合，他甚至可以引用马克·吐温和康德的名言。虽然他对20世纪德国电影的表现主义、达达主义或是佳吉列夫的俄罗斯芭蕾舞团等方面并不是很精通，但他懂

得如果通过股市在这些方面赚钱，也就弥补了这一遗憾。我还要强调一下，芒格同样懂得生活中一些更重要的事情，如在明尼苏达州的湖里可以钓北美鲥。

102

学习的复利

在生活中，我见识过很多取得很大成就的人。虽然他们既不是最聪明的人，甚至也不是最勤奋的人，但是他们都是很善于学习的人。他们每天晚上入睡时都比起床时变得更智慧，孩子，这一点很重要，尤其在你面临着人生的长跑时。

I constantly see people rise in life who are not the smartest, sometimes not even the most diligent, but they are learning machines. They go to bed every night a little wiser than they were when they got up, and boy, does that help, particularly when you have a long run ahead of you.

持续的学习、持续的提升自我是非常重要的。可以将其视为我们的智力的复利增长；我们努力的时间越长，得到的收获也就越多。这也是投资游戏中最古怪的事情之一，投资者年龄越大，学习的东西越多，也就会变得更优秀。投资领域是很独特的，如果芒格是一位外科医生，那么总会有一天芒格再也无法坚持在手术台前站立15个小时。如果他是一名砌砖工，情况也同样如此。然而，作为一名投资者，他所需要的身体素质仅仅是他的视力、清晰的头脑和对数字的理解力。

这也是为什么在90多岁时，他仍然可以做得很出色，甚至比那些新晋的少壮派做得更好。

103

专业化

极度专业化才是成功之道。比起理解整个世界来说，大多数人更加擅长专攻一个方面。

Extreme specialization is the way to succeed. Most people are way better off specializing than trying to understand the world.

专业是任何物种赖以生存的关键，也是在任何一种行业中取得成功的关键。专业使我们免受竞争。

为什么这么说？因为专业构筑了竞争的准入壁垒，而专业化程度越高，壁垒就越坚固。如果我们所做的事情其他任何人都可以做，那么我们将在与别人的正面竞争中度过一生。不过，如果我们专门研究某件事情并做到精通，这种专业性将使我们与其他人区分开来。我们会把保时捷送到当地可以修理任何轿车的修理工那里吗？当然不会。我们一定会把它送到专营保时捷的门店。虽然它的收费是正常时薪的两倍，但它是“保时捷专家”。同样的现象也适用于医药、法律领域，甚至是手艺行业，比如管道修理和木工活等。专家才能赚大钱，而其他人只能赚小钱。

104

专注的智慧

看看这一代人，他们拥有了电子设备，能够同时处理多项任务，但我仍然可以很自信地断定他们比不上仅专注于阅读的巴菲特。如果你想拥有智慧，就要静下心来阅读。这才是获取智慧的正确途径。

Look at this generation, with all of its electronic devices and multitasking. I will confidently predict less success than Warren, who just focused on reading. If you want wisdom, you'll get it sitting on your ass. That's the way it comes.

阅读个人传记可以让人体验多彩的生活，感悟成功与失败；阅读企业传记可以让人体会商业变迁的历程，同时学会怎样处理和解决问题。芒格和巴菲特对个人传记和企业传记的阅读量极为丰富。我想如果芒格考虑写一部自传，那么自传的书名应该是“我如何通过阅读获得了声望和财富”。

105

换位思考

我们总是在不断地学习、修正和摒弃自己的理念。及时快速放弃自己原有的理念是最宝贵的品质之一。你必须让自己学会换位思考。

We all are learning, modifying, or destroying ideas all the time. Rapid destruction of your ideas when the time is right is one of the most valuable qualities you can acquire. You must force yourself to consider arguments on the other side.

这件事知易行难。人们通常不愿意摒弃自己长期形成的理念。这样做会令人感到不愉快，甚至恐惧，改变通常需要做大量的工作。对芒格和巴菲特来讲，他们所经历过的最艰难的“摒弃固有理念”的过程，就是放弃伯克希尔哈撒韦公司的纺织业务。即使该业务已明显没有前途且不能真正赚钱，他们仍然在坚持。直到该业务开始亏损时，他们才被迫面对现实，将之关闭。另一个案例是芒格和巴菲特投资的巴尔的摩的孔恩百货。他们以便宜的价格收购了这家公司，然而，他们很快就发现这是一笔糟糕透顶的生意。他们花了差不多3年时间才找到买家接盘。当你想出售一项投资时，最难处理掉的就是那些非上市

公司。从上面的例子可以看出，芒格从来不会停止自己的思考，也不会躺在自己过去的荣誉之上。我们每个人也没有理由不这样做。

106

思维训练

如果你不能够比你的对手更清晰地阐述对方的观点，那你就不能说你有一个值得骄傲的观点。这是一项重要的思维训练。

It's bad to have an opinion you're proud of if you can't state the arguments for the other side better than your opponents. This is a great mental discipline.

这种思维模式源自芒格早期在法律方面的训练。在法律领域，针对一个案件，如果能够站在双方角度进行分析，那么你就会拥有很大的优势。了解对方的观点论据，可以使律师在案件进入庭审之前做好充分的准备。这个思维模式最有趣的地方是，当明白了对方的观点论据后，我们也许会发现他们是对的，而我们是错的。也可能正是因为这一点，所以很少有人会借鉴芒格在这方面的建议。

107

专家的意见

那些资历比你丰富的人可能会因为动机导致的偏见，或其他类似的心理因素影响他们的认知能力，在这种情况下，你需要有勇气去推翻他们的决定。当然，有些情况下，你不得不承认自己对某些事情缺乏认识，此时最好的方法就是相信专业人士。

You must have the confidence to override people with more credentials than you whose cognition is impaired by incentive-caused bias or some similar psychological force that is obviously present. But there are also cases where you have to recognize that you have no wisdom to add—and that your best course is to trust some expert.

什么是动机导致的偏见呢？芒格喜欢讲一个首席执行官的故事。这位首席执行官一直不能理解，为什么更新、更便宜、设计更佳的新产品的销量无法超越设计老化、价格高的老产品？直到他意识到，老产品的销售佣金高于新产品的佣金，销售人员通过销售老式产品可以挣更多的钱。这位首席执行官的解决办法就是提高新产品的销售佣金。芒格认为，无论是在医疗中心、轮胎销售公司、房地产销售公司还是在出售专业设计方案的工程公司，是获得奖金的动机驱使销售人

员完成销售任务的。即使销售的不是使客户利益最大化的东西，他们也会努力促成客户的购买。为了避免被别人利用，芒格建议人们需要保持一定程度的怀疑态度和自我教育的习惯。正如剧作家乔治·萧伯纳所说：“在各行各业，都是内行欺负外行。”因此，在向专家咨询意见时，为了避免我们深层的偏见，我们需要求教于第二位专家。有时候，更明智的办法是寻求第三位专家的意见，当然，为了安全起见，获得第四位专家的意见也未尝不可。

108

远离狂妄

我总是与某些人保持距离，他们对问题并不真正理解，但回答问题时却信心满满。

I try to get rid of people who always confidently answer questions about which they don't have any real knowledge.

这里的问题关乎信任。如果有些人不敢诚实地承认自己不懂某件事情，别人又怎么能信任他们呢？对这类人，我们最好与之保持距离，并寻找那些在知识方面更加诚实的人。芒格再次表示，与弄明白哪些东西自己已经掌握一样，他对于弄明白哪些东西自己还不理解有同样的兴趣。那些不能区分两者之间的区别的人，其观点毫无价值。

109

多任务的代价

我认为那些同时处理多项任务的人都付出了很大代价。

I think people who multitask pay a huge price.

许多人认为当他们同时处理多项任务时，他们会有超高的生产效率，而芒格认为，如果你没有时间深入思考一些事情，你就为那些能够深入思考的对手留下了打败你的机会。芒格拥有极强专注力和真正深入思考的能力，而正是这些构成了他在参与华尔街游戏时的竞争优势。

110

克服单一模式的限制

以经济学为例，大多数人都接受了单一模式的培训，试图采用一种方法来解决所有问题。有一句话说：“对拿锤子的人来说，看什么都像是钉子。”这种解决问题的方式是愚蠢的。

Most people are trained in one model—economics, for example—and try to solve all problems in one way. You know the sazing, ″To the man with a hammer, the world looks like a nail.″ This is a dumb way of handling problems.

一个理论导致了问题的出现，另一个理论试图去解决这个问题，这种现象在经济学领域中尤为明显。以大卫·李嘉图的自由贸易经济理论为例，该理论导致了美国上百万个就业机会流失海外，加速了失业现象。凯恩斯经济学理论主张，失业问题可以通过降低利率和印发货币以刺激经济的办法解决。因此，一方面政府推行自由贸易的经济政策增加了失业，另一方面美联储却推行一系列低利率和增发货币的措施来遏制失业。

111

避免走极端

我认为，极端思想体系会束缚人们的头脑，这一点是必须避免的。

Another thing I think should be avoided is extremely intense ideology because it cabbages up one's mind.

芒格相信年轻人容易受到影响，并常常沉迷于一种思想之中，以至于他们无法思考其他东西，或者看到问题的另一面。激情会使年轻人对任何理性思考路径视而不见。从投资的角度来看，正是在芒格的帮助下，巴菲特才打破了原有思考习惯的枷锁，最终摒弃格雷厄姆所推崇的投资方法，即投资一家价格很便宜的二流公司。随后，巴菲特开始以合理的价格投资一些伟大的公司，并长期持有它们。年长者与充满激情的年轻人一样，也会陷入既有的思想体系之中，从而阻碍他们发现更好的思维方式。这也解释了为何拥有芒格这样的朋友和生意伙伴是一件美好的事情。

08
人生经验

THE TAO OF
CHARLIE MUNGER

人生很丰富，投资只是其中的一部分，即使对于职业投资人而言，也是如此。婚姻、健康、人际、职业、兴趣……如果人们能够在这些方面处理得当，并充满幸福感，那么这反过来很可能使他们在从事投资或其他工作方面拥有良好的心态。心态不但会影响人们的想法，还会影响人们的行为及决策。芒格已经90多岁了，他在生活中始终洋溢着满满的幸福感。听听他的人生经验，一定会让每个人受用终生。

112

让自己配得上

要得到你想要的某样东西，最可靠的办法是让你自己配得上它。

The best way to get a good spouse is to deserve a good spouse.

我认为芒格在这里想表达的是，就内心而言，我们易于得到自己配得上的东西。优秀的人往往会与优秀的人步入婚姻殿堂，而消极的人也往往会遇见与之同样悲观的伴侣。他将这一法则运用到自己的生意场上，使伯克希尔哈撒韦公司深受众多被收购优秀企业的信赖。他吸引了无数优秀企业家将自己心爱的公司心甘情愿地出售给伯克希尔哈撒韦公司。物以类聚，人以群分，这个道理在生意场和婚姻方面同样适用。

113

理性

保持理性是一种道德律令。在不该犯傻的时候千万别犯傻。

Being rational is a moral imperative. You should never be stupider than you need to be.

这是芒格对18世纪德国哲学家康德的想法的延伸。康德认为，理性是所有道德的来源。对康德和芒格来说，理性是指克服感性的干扰，遵循逻辑和理智来作出我们的决定（听起来很像芒格在谈论股票投资）。“道德律令”是一种强烈的情感准则，它源自人的内心，并迫使每个人去行动或不去行动；按照康德和芒格的说法，不这样做就会弄巧成拙，从而违背理性。在芒格的世界里，不理性等同于愚蠢。

114

过度消费

莫扎特被疯狂毁掉的一生就是一个很好的例子。由于拥有无与伦比的天赋，所以他取得的成就足以傲视群雄，然而从一开始，他的生活就过得相当悲惨。他的一生都是在入不敷出中度过的，这让他痛苦不堪。

Mozart is a good example of a life ruined by nuttiness. His achievement wasn't diminished—he may well have had the best innate musical talent ever—but from the start, he was pretty miserable. He overspent his income his entire life—that will make you miserable.

年轻时的芒格并不热衷于花钱，这是他的财富积累的关键因素之一。直到将近60岁时，他才买了自己的第一辆新车。在成为百万富翁后很长一段时间里，他就住在一所中上层水平的房子里，节省下来的每一美元都用于投资。过度消费会让我们的生活变得很悲惨，但少花钱和明智的投资将帮助我们在通往财富的道路加速前进。

115

兴趣是成功的基石

在我不感兴趣的领域，我从未获得过太大的成功。如果你无论如何都不能对某些事情产生兴趣，那么即使你非常聪明，你也很难获得大的成功。

I have never succeeded very much in anything in which I was not very interested. If you can't somehow find yourself very interested in something, I don't think you'll succeed very much, even if you're fairly smart.

芒格经常说，对事业充满激情是成为一名优秀的业务经理的关键因素。对那些对工作充满激情的人来说，业务不再是一份工作，而是他们对生活的挚爱。他们宁愿工作也不愿待在家里。他们像艺术家一样，对自己作品的激情驱动并定义了他们的生活。芒格指出，这个理论适用于我们在生活中所做的任何事情：要想在某些方面取得成功，我们需要对此有着狂热的兴趣，这比与生俱来的智慧更能决定我们能否在自己所做的事情上取得成功。正如乔布斯所说的：“工作会占据你生活的大部分时间，而真正能满足你的唯一方式就是，从事你认为很有价值的工作。换句话说，从事很有价值的工作的唯一途径，就是对自己所做的事充满着热情。”

116

珍惜生活

抵抗衰老的最佳措施就是在老之前好好生活。

The best armor of old age is a well-spent life preceding it.

这让我想起了巴菲特曾经对一群大学生说过的话：“我们应该好好爱护身体，因为它是我们一生中能够驾驶的唯一一辆车。”芒格把巴菲特的这个有关轿车的类比铭记于心，他认为“驾驶自己的身体”越少，磨损会更少，使用寿命也会更长久。因此，他除了在俱乐部打桥牌和看书以外，避免参加任何形式的体育锻炼。我想芒格真正想表达的是，每个人对世界都要保持一颗好奇之心，形成一定的社交圈子，并以一种值得尊敬的方式步入老年，让晚年生活过得既有趣又令人满意。

117

完美的婚姻

在婚姻中，你不应该去寻找具有良好的外貌和性格的伴侣。你需要放低自己的期望去寻找伴侣。

In marriage, you shouldn't look for someone with good looks and character. You look for someone with low expectations.

高期望值的配偶永远不会让你感到满意。为了百依百顺地取悦对方，你的生活将非常凄凉。因此，除非你想与永远都不快乐的伴侣共度一生，否则寻找低期望值的伴侣更为可行。然而，生意场上的情况恰恰相反：如果你降低对员工或者管理团队的期望，他们将永远不会在自己技能和职业上表现出色。为什么在婚姻问题上这一点就行不通呢？因为，婚姻不是一项工作。

118

人生的幸福

有人曾经问过我，在生活中谁对我的个人幸福贡献最大，我说：“这很简单，就是我妻子的第一任丈夫。”

They once asked me what one person accounted for most of my personal felicity in life, and I said, ″That's easy—that would be my wife's first husband.″

强烈的幸福感，这是芒格提及其第二任妻子南希时很聪明的说法，他认为南希给他带来了巨大的幸福感。我认为换种说法就是，南希对幸福的期望值已经被她的第一任丈夫拉得很低。

119

健康

我想吃就吃，没有忌口。我从来没在意过我的健康，也从来没做过任何我不想做的锻炼。如果说我有什么成就的话，那主要是由于我坚持深入思考……而有些人认为通过慢跑或其他运动更能使他们进步，能给他们带来力量。

I eat whatever I want to eat. I have never paid any attention to my health. I've never done any exercise I didn't want to do. If any success has come to me, it came because I insisted on thinking things through…all these people who think they are going to get ahead by jogging or something, more power to them.

现在芒格已经93岁了，并且身心健康，这说明或许这种“思考”的锻炼方式确实有用。他是乡村俱乐部的成员，但是据我们所知，他在那里的大部分时间都是在棋牌室里打桥牌。我想打牌游戏或许也可以算作一种锻炼形式。

120

职业选择

职业生涯的三条规则：1．不要销售你自己都不愿意买的东西；2．不要为你不尊重和不欣赏的人工作；3．只和你喜欢的人一起工作。

Three rules for a career: 1. Don't sell anything you wouldn't buy yourself; 2. Don't work for anyone you don't respect and admire; 3. Work only with people you enjoy.

对其他人而言，芒格的职业建议一直都是最好的礼物。为什么我们不该卖那些自己都不会买的东西呢？因为每一本关于销售的书中都说，如果我们自己都不喜欢、不了解或不相信某一产品，那么当我们试图推销时，对我们而言将会是一场灾难。优秀的销售人员永远相信他们的产品，这也是他们成功的秘诀之一。为什么我们不能为那些自己不尊重的人工作呢？因为他们没有什么东西可以教我们，也不能帮助我们提高自己的才智和生活水平。为什么我们不应该和自己不喜欢的人一起工作？因为工作就是我们的生活，而生活充实的衡量标准之一就是享受我们所做的事情，享受和自己欣赏的人一起度过的时光。如果我们在工作中感受到痛苦，即使我们可以赚数百万美元，那也是一种贫穷的生活。

121

人际交往

文明的最高形式就是形成一种充满强烈信任感的无缝网络——不需要什么流程，只是可靠的人彼此互相信任……在你自己的生活中，你也会同样渴望有这样充满信任的无缝网络。如果你的婚姻协议写了满满47页纸，那么我建议你还是不要结婚了。

The highest form that civilization can reach is a seamless web of deserved trust—not much procedure, just totally reliable people correctly trusting one another……In your own life what you want is a seamless web of deserved trust. And if your proposed marriage contract has forty-seven pages, I suggest you not enter.

芒格和巴菲特经常引述20世纪奥马哈建筑巨头彼得·基威特的一句话，他曾说过，他希望雇用那些聪明、勤奋、正直的人。不过，在这三点中，正直是最重要的，因为如果一个人不正直，那么另外两种品质，即聪明和勤奋，将使他变得盲目。伯克希尔哈撒韦公司的文化就是，如果你不信任某个人，你就真的不应该和他一起做生意。在婚姻的话题上，芒格经常说，当遇见对的人时，我们就不会对婚姻感到

担忧。我猜一份长达47页纸的婚姻协议可能意味着我们仍然没有找到生命中的真爱。

122

与信任的人打交道

噢，与自己信任的人打交道，并让其他人远离你的生活，这种方法很有用。它应该被视为人生指南……聪明的人会避开那些像老鼠药一样的人，毕竟生活中这类人太多了！

Oh, it's just so useful dealing with people you can trust and getting all the others the hell out of your life. It ought to be taught as a catechism…. But wise people want to avoid other people who are just total rat poison, and there are a lot of them.

芒格在这里所提倡的哲学思想是，我们需要摒弃那些不值得信赖的朋友和生意伙伴，这句话包含了多重含义。在个人层面，如果一个人不再与其不信任的家庭成员联系，那么大型的家庭聚会可能就会成为陈年往事；在生意场上，不信任自己的员工或者交易对手，可能就会导致情绪焦躁和效率低下，因为信任是确保每一笔业务得以顺利进行的润滑剂。如果你创办了一家货运公司或者经营着一家医院，那么你的管理人员必须相信下属员工能够有效地完成工作，同时相信自己订购的产品和材料能够按时送到。如果做不到这一点，公司就会深陷困境。

123

映像

我喜欢你，皆因你让我想起了自己。谁会不喜欢被他自己的形象凝视呢？

I like you all because you remind me of myself. Who doesn't like his own image staring back at him?

魔法镜的魔力一直是有效的。我们也喜欢你！谢谢你，芒格，感谢这么多年来您分享给我们的这些精彩而又珍贵的知识礼物！

124

正直

记住路易斯·文森蒂的规则：“讲实话，你就无需时刻想着自己说过的那些谎言。”

Remember Louis Vincenti's rule: "Tell the truth, and you won't have to remember your lies."

路易斯·文森蒂是一名律师，也是西科公司受人尊敬的前董事长和首席执行官，并且直到77岁才退休。他以精明的生意头脑和直击要害的讲话风格而著称。他秉承实事求是、直接说实话的原则。他被视为正直的化身，并且对芒格和巴菲特都有很大的影响。

125

与人为善

在我还很小的时候，我得到了最好的法律经验。我曾经问过我的父亲，身为律师的他为什么不为其最好的朋友格兰特·麦克费登做事，反而为一个爱吹牛的傻瓜做那么多事。父亲回复道：“被你称为吹牛大王的那个人可是一座经常陷入法律纠纷的富矿；而麦克费登能迅速地处理问题，同时待人友善，因此很少会遇到法律麻烦。”

The best legal experience I ever got was when I was very young. I asked my father why he did so much work for a big blowhard, an overreaching jerk, rather than for his best friend Grant McFadden. He said, "That man you call a blowhard is a walking bonanza of legal troubles, whereas Grant McFadden, who fixes problems promptly and is nice, hardly generates any legal work at all."

这里有两条教训可以汲取：其一，如果能够迅速地解决问题，并待人友善，我们就不会有太多的法律麻烦；其二，在各行各业中，无论是水暖工、律师、牙医、屋顶修理工还是外科医生，他们的目标客户就是那些有麻烦的人。这也是芒格放弃法律业务的原因之一。

126

赞扬的力量

在得到心理学家称之为强化的力量时，所有人都会工作得更好。如果能持续得到回报，即使巴菲特也会有所反应。请牢记这一点，通过对你身边的人进行正面强化来找寻成功之路。

All human beings work better when they get what psychologists call reinforcement. If you get constant rewards, even if you're Warren Buffett, you'll respond…. Learn from this and find out how to prosper by reinforcing the people who are close to you.

获得朋友的秘诀就是要真心地将对方当作朋友来对待；让他人雪中送炭的秘诀就是在他人需要帮助时施以援手，学习的秘诀是能够像老师那样进行讲解。让人脱颖而出的秘诀是不断强化其积极品质。为了非洲援助项目能获得美国国会的支持，著名摇滚音乐家波诺曾向巴菲特寻求过帮助。巴菲特建议道，他不应该去强调这是对非洲人民的怜悯，而是应该更多地赞扬这些政治家的伟大。

127

坚强的意志

当你面对一场难以置信的灾难时，永远不要因为意志崩溃而让一场灾难演变成两场，甚至三场。

You should never, when faced with one unbelievable tragedy, let one tragedy increase into two or three because of a failure of will.

这让我想起了伯克希尔哈撒韦公司早期的一位股东，他名叫萨姆·弗里德（Sam Fried）。在青少年时期，萨姆依靠纯粹的意志力在恐怖的奥斯维辛集中营中生存了下来。第二次世界大战后，他来到了奥马哈，组建了一个美好的家庭，并开启了一段神奇的商业之旅。他不但成了伯克希尔哈撒韦的元老股东，而且一路上还用爱心和慷慨使很多人的生活变得更加富足。

128

无意义的虚名

长期来看，伟大文明被超越并最终黯然失色的概率是100%。因此，你应该明白文明是如何走向衰落的。

Over the long term, the eclipse rate of great civilizations being overtaken is 100%. So you know how it's going to end.

9世纪到12世纪时，威尼斯一直是世界的金融和商业中心，即使过去很久，现在的威尼斯仍然是一座很富裕的城市，威尼斯商人也仍然被视为欧洲最成功的企业家和商人群体之一。不再是第一并不意味着你不能在第二的位置上赚很多钱。如果不相信，那么请看看芒格：自1979年以来他一直是伯克希尔哈撒韦公司的第二掌门人，但是他并没有什么不体面的。

129

抱怨解决不了问题

生活总是以某种方式伤害某人，又以某种方式帮助他人。面对生活中的打击，每个人都应该积极应对。男子汉就应该这样，坦然地面对生活中的不如意。别总是抱怨，也别指望靠抱怨来解决问题。

Life is always going to hurt some people in some ways and help others. There should be more willingness to take the blows of life as they fall. That's what manhood is, taking life as it falls. Not whining all the time and trying to fix it by whining.

美国知名的西部片演员约翰·韦恩（John Wayne）在一部电影中曾说道："儿子，我从不关心那些半途而废的人。"同样，我想芒格也不会。

130

无压力的生活

随着年龄的增长，我变得越来越富有经验。我好像这样一个人：他从摩天大楼往下跳，在下降到第五层楼的时候说：“到目前为止，这是一段不错的旅程。”

I’m getting more experienced at aging. I’m like the man who jumped off the skyscraper and at the 5th floor on the way down says, ″So far this is not a bad ride.″

芒格从来没有进行过前列腺检查，或者前列腺特异性抗原（PSA）测试，因为他不想知道自己是否患有前列腺癌。他认为，既然大多数男人最终都会有前列腺问题，那又何必担心呢？同样，我们也不必操心加利福尼亚州的地震。芒格从不会担心那些不可避免的事情。因此，芒格在生活中很少感受到压力，而这可能也是其在93岁时依然充满活力的原因吧。

131

财富的诅咒

如果你已经投资巴菲特有40年了，那么即便他对你已经不再有用了，你也没有抱怨的权力。

If you get Warren Buffett for 40 years and the bastard finally dies on you, you don't really have a right to complain.

这是芒格谈论伯克希尔哈撒韦公司的少数股东时的讲话。由于芒格和巴菲特年事已高，所以这些人认为靠他们二人的才华获得收益的日子正在接近尾声，并产生了恐慌情绪。在芒格和巴菲特时期，大量的伯克希尔哈撒韦公司的股东变成了百万富豪，部分股东甚至变成了亿万富翁。伯克希尔哈撒韦公司的业绩表现远超任何人的想象，然而还是有人对现有生活赋予他们的一切感到不满意。即使他们已经拥有数亿美元的财富，他们仍然对此抱怨不断，直到终老。弗朗西斯·培根是英国16～17世纪的哲学家、科学家和政治家，他注意到了一个非常类似的现象：对某些人来讲，他们越是富有，其生活越是悲惨。也就是说，对他们而言，与其说财富是一种幸事，不如说是一种诅咒。

132

克制荒唐欲望

如果你担心通货膨胀，又不需要太多的物品，那么最有效的保护措施之一就是，在生活中你不能有太多荒唐的需求。

One of the great defenses—if you're worried about inflation—is not to have a lot of silly needs in your life—if you don't need a lot of material goods.

芒格和巴菲特都一直生活在中产阶层的住宅区中，而且他们在大多数时间里都开着老款轿车出行。这是为什么呢？显然，将开销保持在很低的水平，就可以使他们能积累大量现金用于投资。这样做他们能规避通货膨胀的风险吗？如果你不需要某些东西，你就不需要买它，那么谁会管它是否会涨价呢？你真以为芒格会因为一款法拉利的价格不断上涨而失眠吗？

133

做一个愚蠢的乐观主义者

花费时间去担忧无法处理的事情是没用的。如果你在管理资金时总是感到会有可怕的事情发生，那么我建议，你在余生中可以选择做一个愚蠢的乐观主义者。

I don't think it's terribly constructive to spend your time worrying about things you can't fix. As long as when you are managing your money you recognize that a terrible thing is going to happen, in the rest of your life you can be a foolish optimist.

正如我们之前说过的，在金融世界里，糟糕的事情平均每8到10年就会发生一次。为什么会这样？主要原因是高杠杆率的银行体系。虽然当价格上涨时，高杠杆能帮你获得巨大的收益，但是当价格下跌时，你的损失同样巨大。还有很多其他事件可以导致股票市场崩盘，我们唯一可以确定的是，正向的、积极的思考在投资决策中没有立足之地。正如芒格所说，就像担心即将到来的地震会毁灭洛杉矶一样，这纯粹是在浪费时间。

134

羡慕

嗯，羡慕和妒忌是十诫中的两诫吗？对于抚养过孩子、办过学校、经营过一家律师事务所或投资银行的人来说，你们知道羡慕意味着什么吗？我曾听巴菲特说起过很多次：“推动世界前进的不是贪婪，而是羡慕。”

Well, envy and jealousy made, what, two out of the Ten Commandments? Those of you who have raised children you know about envy, or tried to run a law firm or investment bank or even a faculty? I've heard Warren say a half a dozen times, "It's not greed that drives the world, but envy."

大家对七宗罪并不陌生，我敢保证羡慕和妒忌是最让人不快的。在一个人通向灾难性的自我放纵之路上，愤怒、贪婪、懒惰、暴食和淫欲，特别是淫欲，都可以带来很多快乐；然而，羡慕和妒忌，即使只有一点点，也会让人苦不堪言。然而，如果芒格和巴菲特的观点是正确的，羡慕真的可以推动这个世界前进，那就难怪这个世界会有那么多人不快乐了。

135

别自欺欺人

密歇根音乐学院的肯达尔院长曾告诉过我一则故事。肯达尔小时候曾负责经营一个糖果小摊。其父亲看到他吃了摊子上的一块糖。肯达尔说：“您别担心，我会再新添一块的。”其父亲说：“这种思维方式会毁了你。如果每次你把自己想要的东西全都拿走，并直接承认自己是贼，这对你来说可能会更好。”

Dean Kendall of the University of Michigan music school once told me a story: When I was a little boy, I was put in charge of a little retail operation that included candy. My father saw me take a piece of candy and eat it. I said, "Don't worry. I intend to replace it." My father said, "That sort of thinking will ruin your mind. It will be much better for you if you take all you want and call yourself a thief every time you do it."

法国哲学家让－保罗·萨特将对自己撒谎视为一种“不守信用”的行为，因为它否定了“事实”，这不仅会毁了个人的道德品质，同样也会毁了我们所生活的社会。为什么与社会有关呢？20世纪40年代，萨特曾在巴黎弥漫着烟味的咖啡店中说道：“我们无法在一半实

话、一半谎言的温床中成功地建立文明社会。”芒格这段话的意思是，人们用于掩盖拙劣行为的小谎言通常会逐渐演变成更大的谎言，那时不仅会给他们自己的生活带来恶果，同样也会给其他人的生活带来麻烦。2007—2009年，正是由于华尔街那群邪恶之人“不守信用”的行为，让全球经济几乎毁掉了。

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我，他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种固在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读APP：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
"读书破万卷"不仅仅在"万"，更重要的是在"破"！

现在，我们构建了全新的"湛庐阅读"APP。它将成为你"破万卷"的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是你思想的源泉；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个"与最聪明的人共同进化"的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，与你共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读APP玩转指南

湛庐阅读APP结构图：

三步玩转湛庐阅读APP：

APP获取方式：

安卓用户前往各大应用市场，苹果用户前往APP Store
直接下载“湛庐阅读”APP，与每位爱的人共同进化！

使用APP扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

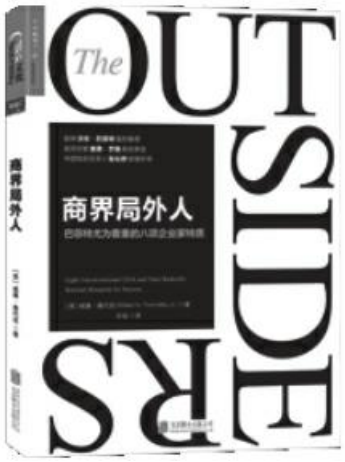
湛庐CHEERS

延伸阅读

《商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业家特质》

◎ 股神巴菲特、戴尔公司董事长兼CEO迈克尔·戴尔、投资新贵比尔·阿克曼强烈推荐，查理·芒格亲自审定。中国知名投资人张化桥倾情作序。

◎ 《福布斯》杂志号召“美国商界人士人手一本”的杰作。



使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

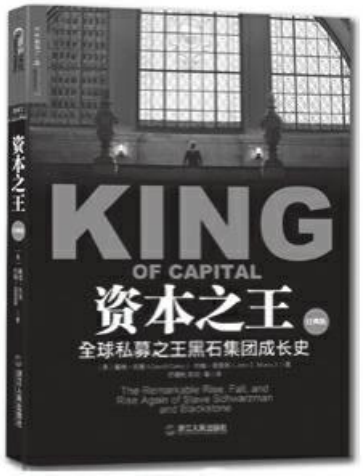
ISBN 978-7-5502-7801-1

《资本之王》（经典版）

◎ 《资本之王》（经典版），全球私募之王黑石集团成长史。

◎ 唯一一部透视黑石集团运作内幕的权威巨作。

◎ 首度展现黑石创始人史蒂夫·施瓦茨曼叱咤风云的私募传奇。



使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-213-07782-1

《投资中最简单的事》

◎ 轰动中国投资界的惊雷之作！盈利就是做好那些最简单的事情！

◎ 高瓴资本集团创始人兼董事长张磊专文力荐，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松等名家一致盛赞。

使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

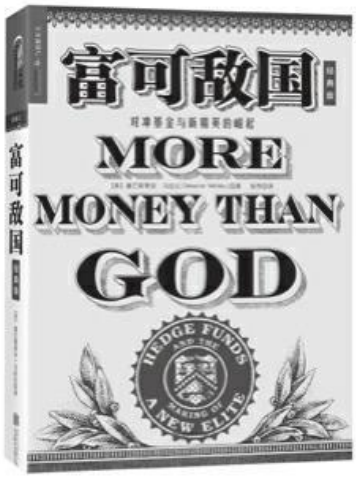
ISBN 978-7-300-19623-7

《富可敌国》（经典版）

◎ 顶级对冲基金大亨们的传奇人生。

◎ 《金融时报》与高盛最佳商业图书入围作品。

◎　金融业的未来取决于对冲基金的历史。



使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-5502-8560-6

CHEERS
湛庐

CAPITAL ALLOCATORS

聪明的基金经理

How the World's Elite Money Managers Lead and Invest

世界顶级基金经理如何管理和投资

[美] 泰德·西德斯 Ted Seides 著 安昀 译

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

版权信息

书名：聪明的基金经理
作者：［美］泰德·西德斯
译者：安昀
出版社：中国财政经济出版社.湛庐
出版时间：2022年07月
ISBN：9787522314495
字数：164千字
版权所有·侵权必究

推荐序　做一个聪明的基金经理

窦玉明
中欧基金董事长

中国的基金经理正在经历快速的增长期，全国社保基金、企业年金、职业年金、商业保险公司、捐赠基金和家族基金等机构的资产规模不断膨胀，而如何管理好这些资产，达成风险收益最大化的目标，面临很多的挑战。这些挑战包括缺少经验丰富的投资人才、资本市场发育不够成熟、可投资工具品种少等，特别是优秀的首席投资官这类投资人才，非常稀缺。这类人才的成长，需要扎实的理论、长期的实践学习和必要的天赋。

关于资本配置者的理论书籍，最知名的是耶鲁大学捐赠基金首席投资官大卫·史文森（David F. Swensen）的《机构投资者的创新之路》（*Pioneering Portfolio Management*），书中创新性地提出了机构投资者的资本配置框架，影响了全球的机构投资者。这本《聪明的基金经理》的作者是泰德·西德斯先生，他的第一份投资工作就师从史文森，他撰写这本书的目标是解释如何运用这些投资框架。

西德斯先生有25年的投资实践经验，又花了5年的时间采访了多位投资管理行业的领袖，积累了丰富的实战素材，在此基础上，他完成了本书。本书包括三部分，第一部分是基金经理的工具箱，第二部分是具体投资流程的实施，第三部分是一些顶尖行业领袖的对话实录。书中的很多内容注入了关于主动投资和被动投资的看法，也是国内的专业人士颇有争议的热点问题。相信国内的专业投资人士，特别是基金经理看过本书之后，会有所启发。

书中的内容虽然来自全球实践，但对今天的中国来说依然很有借鉴意义，本书前言首先谈到被动投资和主动投资，这个话题和“与巴菲特的十年赌约”这个故事相关，西德斯在2007年和巴菲特开始了为期10年的赌约。西德斯挑选了自己非常看好的5只对冲基金作为投资组合，想看看10年内是否可以超过标普500指数基金的走势。结果大家都知道，标普500指数基金的回报远超对冲基金的回报，但西德斯依然坚

定地信奉主动投资。在成熟的西方资本市场，过去10年是被动投资崛起的10年，但主动投资依然占据市场的主导地位。在中国这样一个发展中的资本市场，还远远达不到成为有效市场的程度，但我相信主动投资更是大有可为。

本书第一部分谈到了用流程提升决策质量，并提供了非常详细的流程建议。国内很多机构投资者在投资中过于强调投资的艺术性，给予投资研究人员很大的灵活性，客户也喜欢追逐投资明星，我认为未来的趋势应该是更加强调流程的纪律性，更加强调投资管理工作的科学性，更加强调团队协作的力量。第一部分还谈到了文化，这也是很有意思的话题。有了好的流程，使得投资质量有了下限的基本保障；有了合适的文化，为投资研究团队注入了很强的生命力，文化决定了投资质量的上限。

第二部分探讨了首席投资官是如何在投资过程中工作的。这部分提供了一组投资框架，包括治理架构、投资策略、投资流程、技术创新等。并且，围绕一个案例研究，介绍了在不确定时期的管理。

第三部分非常有趣，西德斯采访的很多行业领袖分享了他们对自身投资经验的关键感悟，比如“任何工作都没有捷径”。我观察了国内很多成功的投资人，发现从长期来看，做的好的，不是最聪明的，而是最能坚持，最有韧性，不断持续努力的。书中还有很多其他感悟都适用于中国的今天，但由于本书是西德斯本人的实践和观察的集中呈现，所以国内的机构投资者还需要仔细斟酌哪些内容适用于中国市场的最佳实践。

总的来说，本书对于中国的投资从业人员有很强的借鉴意义，值得一读。

中文版序　世界顶级基金经理如何管理和投资

我很激动也很荣幸能和中国读者分享这本书。

超过25年的投资经历和5年对投资管理领域领袖的公开采访的工作经历，让我了解到专业投资人士如何在行业的金字塔顶端取得成功。自从我的第一任老板耶鲁大学前首席投资官大卫·史文森（David Swensen）在2000年写了《机构投资的创新之路》（*Pioneering Portfolio Management*）这本书之后，美国的机构投资界就变得越来越成熟，也越来越卓越。这本书描述了耶鲁基金成功的投资过程，并成为世界各地成熟投资机构的手册。

伴随着人口以及人口增长的规模和复杂性，中国站在了这一旅程的起点。但无论处于哪个发展阶段，本书在领导力和投资方面提供的经验都广泛适用于所有与资本分配有关的领域。我希望中国的投资者能从中吸取教训，从而改善他们的业务水平和投资状况。

如序言中所述，本书的第一部分提供了一套可应用于投资过程的技能工具。这些课程包括面谈、决策制定、谈判、领导力和管理。每一章都提供了一个框架，指导读者了解专家在采访中分享的各学科的重要原则。第二部分提供了一组投资框架，介绍首席投资官如何在投资过程中工作，包括治理架构、投资策略、投资流程、技术创新和不确定时期的管理。第三部分是嘉宾们的精彩语录，分为投资经验和人生经验两大类。本书每一页都会带给读者特别的收获。

本书分享的经验教训是永恒的。我希望你能把它放在你的书架上，在未来的几年或几十年里，与你投资的发展相伴。

祝你在投资和生活上取得成功。

序言　对话首席投资官

是你找到了播客，还是播客找到了你？

——迈克尔·默沃什

2016年2月一个寒冷的日子，我和我的朋友格雷格·克拉克（Gregg Clark）坐在佛蒙特州海斯塔克山的登山缆车上。克拉克是个热心肠的人，我确信他很有可能会成为《危险边缘》（*Jeopardy*）这档著名电视问答节目的世界冠军。他拥有百科全书级的各种知识，从金融的细枝末节到托尔特克文明的各个方面，无不涉猎。有一次，克拉克在周末参加某培训时发现滑雪小屋里的电子保龄球机坏了，制造商说星期一才能修好。而克拉克竟然连夜研究说明书，第二天一早就修好了。

在去往山顶的缆车上，克拉克问我是否收听播客。那时候的我根本就没有听说过播客，更不知道我的苹果手机上竟然还有这么一个紫色的应用程序。他推荐我去听听蒂姆·费里斯（Tim Ferriss）的节目，结果我很快就被吸引住了。

几乎同一时间，我的第一本书《从零开始创办对冲基金》（*So You Want to Start a Hedge Fund*）出版了。那时我已经专注研究、搜寻和投资初创期对冲基金长达14年，这使我对这个行业生态体系的了解鲜有人及。所以我决定把这些经验和想法记录下来，以便让更多的人学习和借鉴。

这本书标志着我那一段职业生涯的终结。我迫不及待地想脱离投资初创期对冲基金这个狭窄的领域，回到我职业生涯最开始的地方，那是一个广阔得多的领域。在这个职业转换的窗口期，我接受了邀请，公开分享这本书中提到的各种经验教训。我出现在电视台、电台，还有一系列的播客上。其中有一个播客令我印象深刻。2016年10月，我与帕特里克·奥肖内西（Patrick O'Shaughnessy）在他的播客《完美投资》（*Invest Like the Best*）第7期中进行了对话。他充分的准备和恰如其分的犀利提问让我很吃惊，我们很快就成了朋友。

参与奥肖内西节目的这一段经历为我揭开了播客的神秘面纱：坐在他的办公室里，我们两个在麦克风前交谈，似乎就这么简单。

此后不久，我在Facebook上看到，我的大学好友克里斯·多佛斯（Chris Douvos）也应邀成为某播客的嘉宾。多佛斯是风投界极具娱乐性的“超级LP（有限合伙人）”，也是亚豪资本（Ahoy Capital）的创始人。节目理应非常精彩，但是当我收听的时候却感到很惊诧。因为那些问题照本宣科，非常肤浅，就像主持人故意想让多佛斯听起来是个沉闷乏味的人。然而，如果你听过我和多佛斯的对话（《资本配置者》（*Capital Allocators*），第14期），你就会明白想要减损他的热情和能量是多么困难。

就在那一天，我的脑海里闪过一个念头：正好我现在有时间，不必每日沉浸在投资管理的烦琐工作中，何不与我那些平素无暇见面的老朋友们多聊一聊呢？我可以学习奥肖内西在访谈时采用的那种灵动的方式，我觉得我肯定能比访谈多佛斯的那些家伙做得更好。

于是我创建了一个播客，专门对管理大量资金的投资经理进行访谈。我给奥肖内西打电话，咨询他还需要做哪些必要的准备。他发给我一份必须购置的设备清单，好把一些重要的访谈录下来，并建议我联系马修·帕西（Mathew Passy）来协助出品。我都一一照做了。

我首先录制了我与好朋友（Kindred资本公司管理层人员）史蒂夫·加尔布雷斯（Steve Galbraith）的一段精彩对话，他为我的第一本书写了推荐序。我们围绕着加尔布雷斯杰出的职业成就展开对话，并穿插了一些有趣的故事，包括他名下拥有的一家酿酒厂和一家欧洲足球俱乐部的故事。访谈效果实在太棒了，我迫不及待地想分享给大家。

可是，我找不到录音文件了。在访谈结束后的6个小时里，我始终无法在我的H6手持式录音机上找到录音文件。我上网查找了解决方案，给设备厂家打了咨询电话，也向帕西求助，但都无功而返。正当我想放弃时，突然想起了克拉克，在别人都一筹莫展的时候，他往往会有办法。果不其然，克拉克把录音设备连在他的电脑上，还外接了一些其他的数据线，经过62分钟的努力，他成功下载了一份完美的访谈录音文件。

在播客正式落地之前，我还录了与其他两位密友的对话，一位是我以前在商学院时的教授安德烈·佩罗尔德（André Perold）；另一位是我以前的同事葆拉·沃伦特（Paula Volent），也是鲍登学院（Bowdoin College）的明星基金经理。但是一星期之后沃伦特告诉我，她没有取得公开这次访谈的许可。于是我首期投放3集的计划就这样被削减了1/3。

终于，我发布了与加尔布雷斯和佩罗尔德的访谈，并且给朋友们都发了邀请观赏的邮件，大约有200人应邀观看了至少其中一集。借此机会，我又邀请了一些朋友参与访谈，几次访谈慢慢变成了越来越多次的访谈，时光荏苒，3年半过去了，我们走到了今天。

这就是《资本配置者》播客的由来，但是这个故事还有难以解释的另一面。在与临床心理学家、英雄之旅基金会创始人迈克尔·默沃什（Michael Mervosh）的对话中，他向我描述了一种崭新的穿越世界的方式，他提出了一个问题：“是你找到了播客，还是播客找到了你？”

创办播客是我人生中第一次在没有具体职业目标的情况下接受的挑战。在寻找下一个全职工作之前，我认为这是一个值得花一些时间的有意思的事情。退一步讲，我觉得冒险总会创造一些可能性，即便我不知道这些可能性是什么。

刚开始的时候我满腹狐疑，唯一能够确定的就是我不喜欢自己的声音，并且坚信别人也不会喜欢。我不确定自己是否能很好地把握访谈的全过程，也不确定我是否能请到足够的嘉宾，储备充足的话题，或者把控好访谈的时长，等等。并且，我从来都不认为播客是一门好生意，因为向有限的听众提供免费的内容，这一听就不是一条致富之路。但是我真的毫不在意，因为我已经准备好去尝试一些新东西，哪怕徒劳无功。

所以，我无法解释过去3年半所发生的一切。我只是发了一些电子邮件，然后开始在我的社交账号里发布播客的录音，仅仅通过口碑传播，就从第一个星期的200次下载量增长到每星期2万次以上，这条曲线像极了基金经理自选股的K线图（见图0-1）。

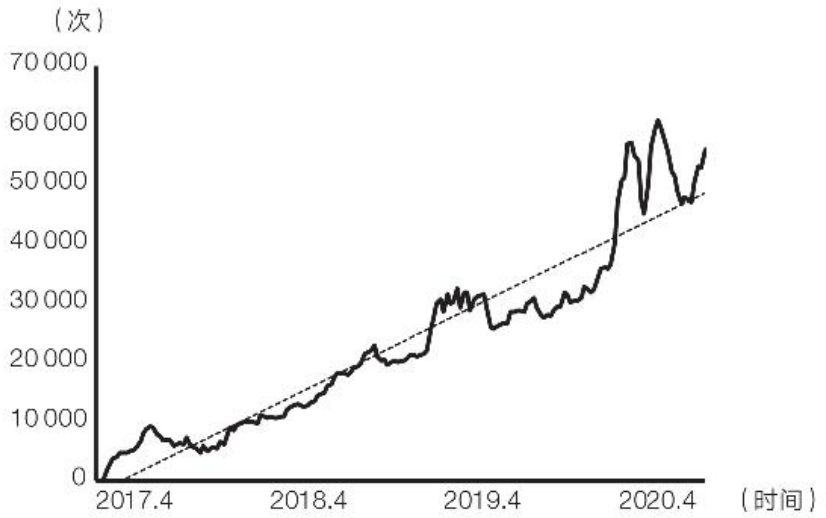


图0-1　《资本配置者》播客每星期下载量变化[1]

我开始收到各位新老朋友的赞誉，甚至有人夸赞我的声音在广播中很好听，这刷新了我一贯的自我认知。还有人反映这些访谈充满了谦卑心和好奇心，这也正是我对自己的期盼。

最重要的是，嘉宾们在参加访谈之后普遍反映很有收获。我喜欢做能够让所有人都受益的生意。

随着每星期对播客的更新，我逐渐认识到它不同于任何其他教育平台。在过去20年的职业生涯中，我有幸与许多优秀的投资者一起工作，播客的前50位嘉宾中有45位是我的朋友或者同行。

我曾经很诧异为什么公众对这些有见地的投资经理知之甚少。我最喜欢举盖蒂信托（Getty Trust）资深首席投资官吉姆·威廉姆斯（Jim Williams）的例子。在我们的访谈中，威廉姆斯提到，他在与刚从巴黎圣母大学退休的首席投资官斯科特·马尔帕斯（Scott Malpass）的访谈中学到了很多东西。我很惊讶，因为他们其实已经是数十年的好友。威廉姆斯解释说，虽然他们每年都会有几次交流，但是他从未有机会聆听马尔帕斯完整的过往故事。就在彼时，我忽然意识到自己也对同行们鲜有完整而深入的了解。

我寻找嘉宾的逻辑可以归纳为两个问题：我当前想和谁聊？我想学习哪些方面的知识？我喜欢聆听每个人独特的故事。投资确实是一门关于人性的生意，所以每期访谈都是从这个方面切入，嘉宾们会从

探讨人性和哲学开始，继而逐步进入资产管理领域。我们也会试着探索那些能够帮助资本配置者们提升技能的领域。

3年半以来，这个播客显著超出了我的预期，也带给我极大的愉悦。我有机会和伟大的思想家展开精彩的对话，也结识了许多无与伦比的人。这场被奥肖内西称为“漫无目的的成长”的尝试，事实上已然硕果累累。

我从没想过要再写一本书。大多数人在写第一本书的时候都尝到了失败的滋味，因为他们发现了这样一个事实：写书是一件非常浪费时间和金钱的事情，而这恰恰是我们所拥有的最宝贵的两种资源。然而，无论如何，我又坐在电脑前，跟从我的直觉，再次敲起了文字。

在与大量资本配置者、基金经理和思想领袖进行了多次访谈之后，我认为我没有权利独享这些信息，因为他们分享了如此多关于如何改进投资流程的智慧。当然，大卫·史文森的书仍然是关于机构资本配置框架的开创性著作，而本书试图解释的是这些投资者具体是如何运用投资框架的。

我写作的初衷是想帮助投资者更好地做出决策。现如今，想要投资成功的难度与日俱增，所需要的技能范围也相应扩大。我的播客上各类嘉宾分享的经验教训可以为想要成功的投资者提供很好的借鉴和鼓励。本书是《资本配置者》播客前150期嘉宾访谈的经验总结。全书分为3个部分，每个部分都可独立使用。

这篇序言主要讲述了这个播客的由来，在前言中我分享了对于主动和被动投资的看法。如果你恰巧是全心全意的被动投资拥护者，那么对不起，我可能要把你的投资管理费支出略微提升一些，因为本书主要是讨论主动投资的。

本书的第一部分是一个工具箱，包含资本配置者不可或缺的5种工具：面谈、决策制定、谈判、领导力和管理。每种工具都用单独一章来讨论，可以独立阅读。章节的铺陈也符合逻辑顺序，确保你不会错过重点。

第二部分转向关于投资技巧的讨论。这里有一整套的投资框架，总结了资本配置者思考和投资的过程，其结构也遵循了首席投资官们的底层思维。这些章节讨论了治理架构、投资策略、投资流程、技术

创新以及应对不确定性的案例研究。当然，我是想让读者按顺序阅读，不过你也可以单独阅读某一章的内容，同样会很有收获。

来自嘉宾的众多理念和精彩言论贯穿于这些章节之中，为抽象的概念增添了许多光彩。

第三部分汇总了众多嘉宾的精彩语录。写这本书时需要将3 500页的文字记录缩减成几百段语录。其中的许多重要想法已经直接拓展成第一部分和第二部分的章节，余下的180多段金句则在第三部分呈现。当你缺乏灵感的时候，或者觉得合适的任何时间，去挑几段读读吧。最后还列出了从150个小时的访谈中精选出的10大最佳金句。

《聪明的基金经理》将成为我书桌上的必备工具书。

希望你也一样。

测一测　你投资成功的能力有多强？

● 2007年，巴菲特和一家对冲基金的基金经理泰德·西德斯打赌，看未来10年谁的投资收益高。这是真的吗？（　　）

A. 真

B. 假

● 聪明的基金经理必须掌握5个工具：面谈、决策制定、谈判、领导力和（　　）

A. 管理

B. 分析力

C. 权力

D. 内省力

● 投资流程的核心环节是（　　）

A. 决策环节

B. 选择环节

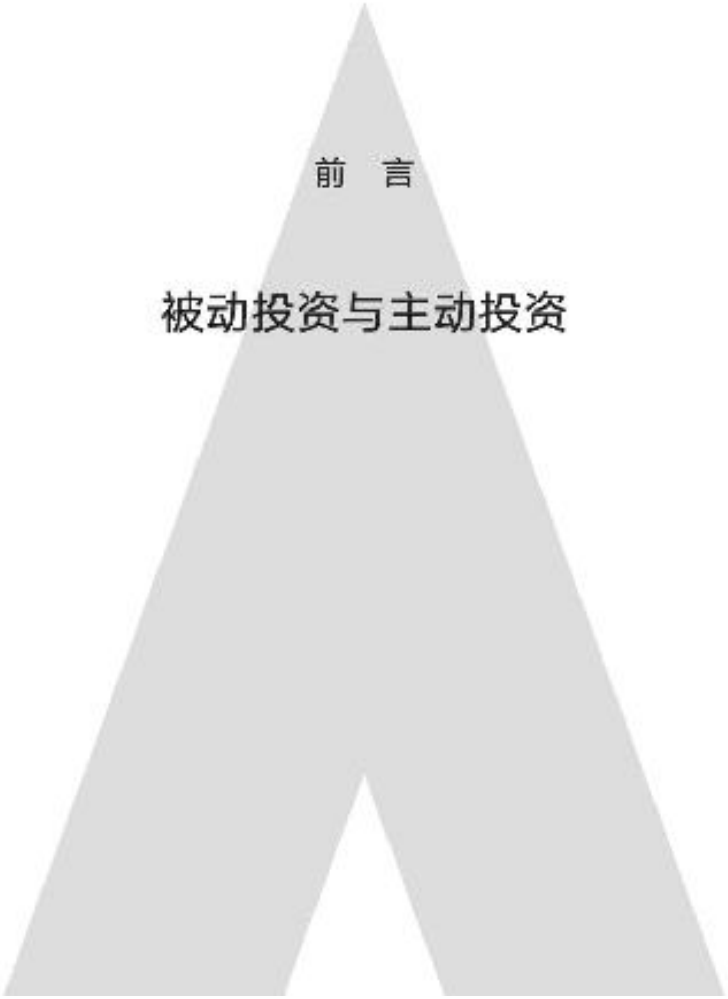
C. 准备环节

D. 由一系列面谈构成的交流环节

扫描下面二维码查看本书更多测试题

扫码获取全部测试题及答案，看看你投资成功的能力有多强

CAPITAL ALLOCATORS



前　言

被动投资与主动投资

傻瓜才会轻易与奥马哈的先知打赌，尤其是想要检验自己对某一重要投资事项的判断之时。[1]

——泰德·西德斯

Only a fool would enter lightly into a wager against the Oracle of Omaha, especially when he has put his judgment about an important investment matter to the test.

– Ted Seides

巴菲特的10年赌约

截至2019年年底，资本市场已经繁荣了10年，也带来了非常可观的回报。以一个简单而传统的60%股票和40%债券的投资组合来说，在这10年中就能取得每年11%的回报，远超大多数机构每年7%～8%的支出需求。

主动型基金经理大多是跑输指数的，87%的主动型基金经理并没有跑赢标普500指数。[2]这一经常被引用的简单统计数据背后，是关于区域、市值、风格和资本结构等多方面的细致对比。其含义非常清晰，这10年并不是资产管理业的高光时刻。

如果说这期间有赢家的话，那一定是先锋领航集团（The Vanguard Group）。作为被动投资之王，它是分食指数基金大蛋糕的三大玩家之一，而且已经成了低成本投资哲学的代名词。金融危机以来，该公司的资产管理规模从1万亿美元[3]增长到了6.2万亿美元。

我正是站在主动投资和被动投资之争风口浪尖上的人。2007年，我和巴菲特开始了一个为期10年的赌约。我精心挑选出5只成本较高的对冲基金做了一个组合，想看看10年内它相对于先锋标普500指数基金的表现。卡罗尔·卢米斯（Carol Loomis）把这个赌约写进了《财富》杂志。[4]当时，我和我的合伙人预估我们的胜率为85%，而巴菲特认为他的赢面是60%。

我写了一本白皮书来阐述我当时下这个赌注的逻辑。2007年，股票的整体估值在历史高位，对冲基金似乎能更好地满足机构投资者的支出需求。对冲基金组合和全市场指数之间的对比就像是苹果和橘子之间的对比，其结果大部分取决于不同程度的市场、风险敞口和税负水平等。无论如何，在当时看来这是一个赢面较大的赌约。

但是我想说，对冲基金这一方的表现并不好。比赛于2008年1月1日正式开始，仅过了14个月，对冲基金组合就已经领先了近50%。然而，自从美联储在2009年3月给市场托底之后，对冲基金组合在剩下的8年9个月中就很难再跟上屡创新高的标普500指数了。

尽管如此，如果相同的情况放到今天，我依然会下这个赌注。我用本书第2章中提供的工具仔细检视了我当时做决策的全过程，也与巴

菲特讨论了他当时做决策的过程。检视后我依然认为下注给对冲基金是对的。

但是，我认识的一些聪明的业内人士可不这么认为。可敬的查尔斯·埃利斯（Charles D. Ellis）是格林威治联营公司（Greenwich Associates）的创始人，出版了16本投资类书籍。在其多年前的精彩的大部头著作《赢得输家的游戏》[5]中，他就指出了指数化投资的威力。那时他认为，众多聪明勤奋的主动投资者涌入市场的结果只能是相互抵消，获取平庸的收益。所以，持有指数基金是一个更好的投资策略。

2016年，埃利斯又出版了《指数革命》（*The Index Revolution*）一书。时隔31年，他又给出了一系列很有说服力的证据来证明指数化投资的优势。特许金融分析师（CFA）资格持有人数量的快速增长、数据的泛滥和信息的高速扩散，无不印证了Counterpoint Global（摩根士丹利旗下投资部门）的迈克尔·莫布森（Michael Mauboussin）所说的“技能悖论”。的确，当代投资者的绝对技能水平也许高于以往的投资者，但由于如今优秀的投资者众多，所以彼此间的技能差反而缩小了。所以，现在要跑赢市场变得更加困难。

被动投资的拥趸们指出，二级市场的投资是一场零和博弈，有人赢就一定要有人输。而整体来看，主动投资者只是赚取了市场平均收益，却支付了较高的管理费，使得整个游戏变成了负和博弈。

主动投资满足高收益的需求

虽然，被动管理在理论上几乎无懈可击，但在今天的机构资产管理实践中基本已无迹可循。现如今，60/40股债配比的组合已经无法满足机构的支出需求，而跨出这个被动组合，去取得更高收益，则需要更多技能。

股票和债券经过长达10年的牛市，资本市场60/40股债配比已经很难再挤出油水。2020年10月31日的即时数据显示：10年期国债收益率是0.9%；标普500的股息率是2%，其长期潜在利润增长率是6%。假设未来估值不变，则可以粗略估算出60/40的股债组合收益率将略低于5%。

但GMO资产管理公司认为，高的估值倍数不会长期持续，前景将变差。他们在对未来7年的资产收益预测中，隐含了估值和利润率将向均值回归的假设。同样以2020年10月31日的数据为例，60/40股债配比的组合在GMO的假设之下只能获得-4%的实际年化收益，或者在假设通胀率为零的情况下的-2%的名义收益。

当投资机构在展望未来10年收益的时候，60/40的股债组合是无法满足他们需求的。各类基金会和捐赠基金的收益目标通常是5%的实际收益率（6%～7%的名义回报率），养老金则通常需要7%～8%的实际回报。而60/40的股债组合在任何合理的假设下都无法达到这么高的收益率。

换句话说，任何突破60/40股债配比规则的投资组合都涉及主动管理的决策。首席投资官必须对把资金配置在什么市场、跟踪什么指数、占比各是多少等事项做出决策。埃利斯在我们播客的两次访谈中都认真讨论过这些问题。

在坚定地支持指数基金的同时，埃利斯指出，主动管理在新兴市场更为可取，或许在欧洲也是如此。选择主动型基金经理的时候，视野也要涵盖私募股权和风险投资基金。埃利斯既热衷于推动指数基金的进步，也同样期盼看到美国资本集团（Capital Group）、耶鲁大学捐赠基金和先锋领航集团获得非比寻常的成功。因为即使在先锋领航集团内部，也有鲜为人知的团队在选择主动型的管理者，而非仅限于指数代投资。

最后，如果考虑到世界优秀基金经理的交易方式，被动投资就会变成一个循环论证。耶鲁大学捐赠基金就是一个例证：美国的股票、债券和货币只占其投资组合仓位的10%，其他国家的股票加起来也只占14%，其余的76%都配置在无法通过低成本的指数投资方式获取收益的资产上。

与个人投资者或其他曾经到访过《资本配置者》播客的首席投资官们相比，耶鲁大学捐赠基金采取了完全不同的方法。指数基金的坚定支持者或许应该考虑，为什么行业中最聪明的一些人会选择无法通过指数化获利的资产。难道这些人错了？投资其实很容易？我对此表示怀疑。

爱因斯坦曾经说过：“世界应该是简单的，但也不是过于简单的。”我认为，主动和被动的争论过分纠结于对主动管理失败的批判。事实上，主动和被动都是有价值的工具，都可用于实现投资成功的目标。

主动管理的成功绝非偶然。它需要管理者具备非凡的技能、敏锐的眼光、广泛的专业知识以及丰富的网络资源，并能被资本配置者发现，而且需要双方共同坚持不懈地努力，才能保持领先。它需要一整套工具、技能和洞察力，而这些都是课本上学不到的东西。

本书主要是讨论主动投资的管理过程，即管理人们如何分配时间和资本以满足机构的需求。不要畏缩不前，成功的投资固然需要在资产配置、基金经理选择和证券选择方面做出优质的决策。但由于被动投资越来越难以满足机构的支出需求，所以主动投资正日益变得更有竞争力。当然，我们需要非常认真地选择投资框架和方法。在没有掌握必备技能的情况下贸然出击，一定会遭遇失败。

如果你认同以上观点，那么下面我们就来讨论资本配置者赖以生存的工具和技能。

CAPITAL ALLO-CATORS

第一部分

聪明的基金经理必须掌握的 5 个工具

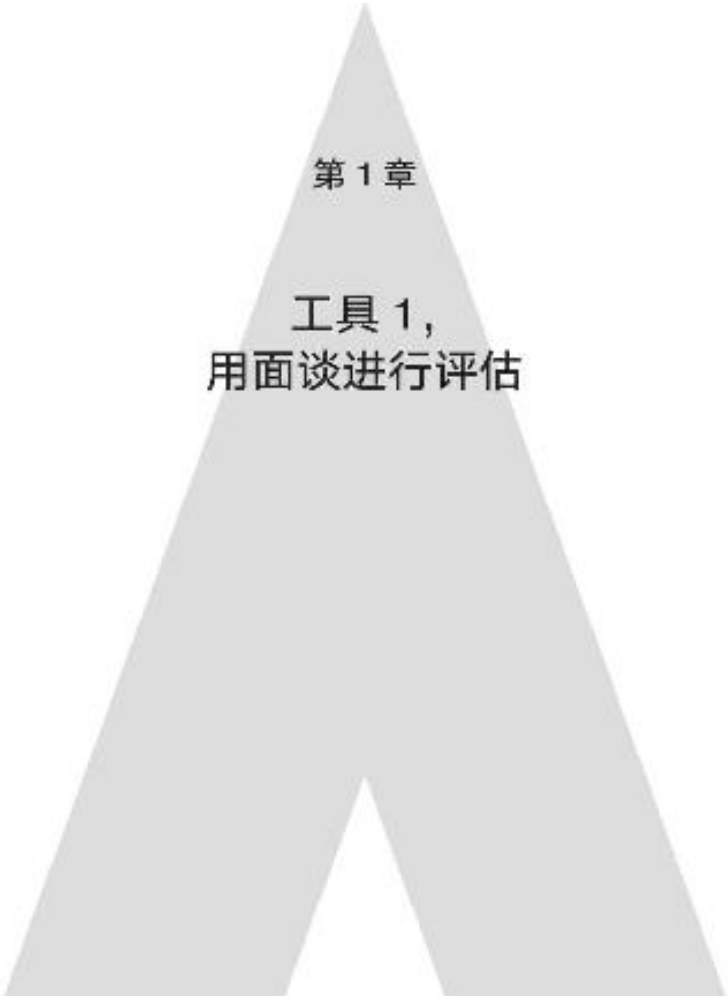
导读

首席投资官需要一整套工具来解构资金管理这个复杂的过程。优秀的首席投资官既要善于倾听也要善于演讲，既要善于学习也要善于传授，既要善于独立思考也要善于引导合作，既要善于管理团队和治理委员会也要有良好的阅读、写作甚至算法技巧。

这些能力在CFA课程或其他投资材料中是很难学到的。我的第一本书《从零开始创办对冲基金》主要从一线的实操角度分享了如何创办一家新的对冲基金，而《聪明的基金经理》第一部分所分享的技能也是在实践中才能学到的。

这部分的工具箱包含首席投资官会使用到的主要工具：面谈、决策制定、谈判、领导力和管理。我们首先从面谈开始阐述，这是首席投资官几乎每天都在做的事情。

CAPITAL ALLOCATORS



第 1 章

工具 1，
用面谈进行评估

我早已认识到，人们会忘记你说了什么，也会忘记你做了什么，但永远不会忘记你带给他们的感受。

——玛雅·安吉洛
美国作家和诗人

I've learned that people will forget what you said, people will forget what you did, but people will never forget how you made them feel.

- Maya Angelou
American writer and poet

投资流程的核心是由一系列面谈构成的交流环节。在我20年的职业生涯中，每天都要与两三位基金经理面谈，到目前为止加起来也有好几千人了。不过那时候，我对面谈的理解只是流于表面，直到我创建了播客，一切才开始改变。

通过运营播客3年半并且系统地学习了面谈技巧之后，我总结出以下5个步骤：

1．明确目标

2．精心准备

3．营造环境

4．积极倾听

5．收获反馈

在介绍了5个步骤之后，我会再介绍有效访谈的3个技巧。在投资界，这些经验教训也适用于与基金经理的面谈和对相关推荐材料的审阅。

明确目标，带着目的进行谈话

面谈与一般谈话不同。谈话是对话者之间非正式的讨论，对话者可以相互交流，双方发言时长比较接近。

而面谈是带着目的的谈话，在大多数时间里，都是面谈者提问，受访者回答。首席投资官进行面谈的目的是要收集信息，然后从材料内容和人格两方面来评估基金经理。首席投资官想要通过面谈来证实或者证伪他们对于目标基金经理的预设。与此同时，每次面谈都为评估双方的感觉和信任程度提供了一个机会，因为即将形成的合作关系可能会持续很多年。这种面谈通常需要关注到谈话过程中的方方面面。

这个目的听起来很容易达到，但实际上我们应该都参加过一些低效的会谈，在这些会谈中，面谈者只是想通过表达观点来显示自己的聪明才智，却偏离了正确的轨道。桑德兰资本（Sunderland Capital）创始人兼首席投资官汤姆·布希（Tom Bushey）就曾在该公司的首次会谈中发现，至少有2/3参与会谈者试图让他明白他所做的事情是可笑的，以及如果换成他们会怎么做。

但在播客中的访谈却完全不同。我在节目中讨论过许多我作为资本配置者参与面谈时的话题，只是我不再需要做评估，而是让首席投资官和基金经理们尽情发挥，述说他们的故事就好了，我也无须再暗自评估事后是否要投钱给他们。

不同类型的面谈带有不同的目的，也就需要不同的技巧。乔恩·沃特海姆（Jon Wertheim）为《体育画报》《60分钟》撰写和主持采访长达25年。他的采访为文学故事提供了素材，为电视节目提供了娱乐元素，也为新闻调查提供了事实依据。点亮一个故事，沃特海姆只需要一个闪光点。一个30分钟的采访，即使前29分钟都乏善可陈，但只要最后一分钟令人印象深刻，那他就算圆满完成了任务。他可能会在前期故意释放无聊、兴奋甚至挑衅的感觉，而这些都是为了让最后的这个闪光点光芒万丈。

然而他在电视上的采访却恰恰相反。电视采访需要有种节奏感贯穿始终，这和内容同等重要。如果采访者和被采访者经常互相打断，就会损害本来很好的内容，电视的观看效果就会变差。

新闻调查类的采访则又不同。其需要对一个事件进行深入探究，再配合一些语言质询技巧，这类采访的实质远比形式更重要。

无论是播客访谈、新闻调查，还是电视或者故事性的采访，所需要的技巧和风格都与资本配置者要做的以评估为目的的面谈有所不同。不过，即便是不同目的的访谈之间也有一些技巧是共通的，可以给资本配置者很好的借鉴和帮助。

精心准备，但不要过度准备

作为一个母基金（Fund Of Funds，FOF）的创始人和联席首席投资官，我的角色是连接基金经理和客户的桥梁。有一个现象着实令我震惊：竟然有如此多的面谈没有经过事先准备。可基金经理的时间有限，浪费宝贵的时间在获取那些可以轻松从公开渠道得到的信息非常低效。

要想使交流变得高效，就需要事先准备好面谈的结构和流程。访谈领域的传奇人物拉里·金（Larry King）和卡尔·福斯曼（Cal Fussman）的采访风格虽截然不同，但都会在采访前做详尽的准备。拉里·金会事先做详细的研究，然后列出访谈的提纲，不过他从来不会事先设计问题。[1]而福斯曼则是提前列出一长串问题，再从中挑选一些喜欢的话题仔细揣摩，然后在访谈开始之前把问题清单扔掉。福斯曼虽然设计了问题，但也不会局限于特定的问题。[2]

由于运营播客，所以我有机会尝试在不同的访谈前做不同程度的准备。在最初的一些访谈中，我准备过度了。我准备了很长的问题清单，并把它带到了访谈现场。但在实际访谈过程中，清单变成了无形的束缚。我时不时会偷瞄它一眼，以确保没有漏掉什么，这非常分散我的注意力，我常常为了跟上访谈的进度而慌乱不已。这让我明白了过度准备就像作茧自缚，会使我无法投入到访谈的正常流程之中。

后来，我发现，越不拘泥于事先准备好的问题，就越能把握节奏，反而能够更好地在访谈中的进行提问，甚至有一次，我完全跳脱了事先准备的问题清单，而去充分享受对话本身。我也曾进行过一些准备不足的访谈，但我内心明白，如果多一些准备效果会更好。最终我找到了一个平衡点，就是为谈话流程准备提纲，但避开细节，这样既有骨架结构又有留白，可以让谈话自然流畅地进行。

资本配置者在面谈之前也可以做类似的功课，比如仔细阅读相关资料和面谈记录，确定面谈目的，安排好面谈的结构以便更好地获取信息等。

不同阶段的面谈，目的也会有所变化。头几次面谈可以侧重于收集信息和熟悉投资理念。而与长期合作的基金经理会面，则可以具体讨论到某一笔投资、某些投资主题，甚至公司架构方面的话题。每次

面谈可以根据不同的投资策略、团队、流程和风险负担水平准备不同的问题。

资本配置者也需要考虑面谈本身的情况，即双方出席的人员、主提问人以及选择恰当的用词和肢体语言。如果参与面谈的资本配置方不止一人，那么可以有所分工，比如一个人侧重于问题和内容，另一个人则侧重于考察行为和风格。

营造环境，获得更多信息的关键

设置基金经理面谈的初衷主要是为了收集信息，所以聪明的资本配置者要营造一个有利于获取尽可能多信息的环境。因为人们在放松的时候往往更容易敞开心扉，所以面谈的外在环境是影响讨论基调的一个重要因素。

大部分基金经理面谈都是在会议室中隔着桌子进行的，这会直接给人一种对抗的心理暗示。渐渐地，资本配置者发现了其他更合适的环境。比如，斯科特·马尔帕斯经常邀请基金经理们参加圣母大学基金会的足球比赛；另类投资管理公司（Alternative Investment Management）首席执行官乔恩·哈里斯（Jon Harris）在配置资本之前，会邀请基金经理与他们的配偶或其他对他们来说重要的人共进晚餐；有些首席投资官会邀请基金经理一起健身、运动或者参加各种文化和慈善活动，来了解他们的个性。有一次，我和一个基金经理一起打高尔夫球。我留意到他对待球童的态度非常糟糕，这有助于解释为什么他所在的机构有着可怕的人员流失率，于是我放弃了这项投资！

除了外在环境，资本配置者在面谈中的语调和口吻也会影响基金经理的坦诚程度。为了给面谈创造更有效率的氛围，资本配置者可以参考以下这些经验。

找到共同点

我们总是倾向于拥抱那些与我们相似的人。如果在面谈一开始就能发现共同的背景、关系或者兴趣，那将非常有助于把面谈的基调从交易导向转变为关系导向。

提问要简洁

沃特海姆发现，简短的问题更有效：

> 我花了很长时间才明白“少就是多”的道理，一个简单的问题，再加上适当的沉默，远比不断地发声刷存在感要好得多。

他提醒，要避免一种常见的误区，即向对方展示你事先做了多少研究，显示你有多聪明。请记住，你的最终目的是要建立一种坦诚交

流的关系。

多提开放式问题

以“怎么”、“什么”或者“为什么”打头的开放式问题会让被访的基金经理愿意分享他们的故事。通过这种方式提出的问题，可使资本配置者收集到超出他们预期的信息。

注重倾听

我的叔叔曾经说过：“你有两只耳朵，但只有一张嘴巴，所以倾听的次数应该是讲话次数的两倍。”有趣的是，一旦你注重倾听，就能学到一些东西。如果安排面谈的目的是要学习了解，那么资本配置者就更应该注重倾听。

谦逊地表达

即便是对非常优秀的基金经理来说，投资也是一个需要谦逊的行业。相应地，资本配置者也需要谦逊。最好的面谈者不避讳问幼稚的问题，主动提问以更深入地了解对方的思想是一种行之有效的方法。

保持好奇心

资本配置者的工作为其提供了持续学习的机会。如果资本配置者能够从好奇的角度而不是评估的角度来进行面谈，那就可以从基金经理那里获取很多有用的信息。Gardner Russo & Gardner投资公司的高管汤姆·拉索（Tom Russo）有一个可以记住谈话细节的技巧：当听到一些令人吃惊的事情时，他会加上一些个人批注，以便日后回忆。

忘记脚本

最好的面谈其实都是不可预测的。可以好好地准备提纲和问题，但过度拘泥于问题清单只会分散你的注意力，让你无暇顾及基金经理在说什么，而且很难及时跟进提问。

积极倾听，成功访谈的核心

一旦准备工作完成，面谈开始，优秀的面谈者就要变成伟大的倾听者了。查尔斯·埃利斯描述过认真倾听对于美国资本集团获得成功的重要意义：

> 约翰·洛夫莱斯（John Lovelace）非常乐于帮助别人成为优秀的倾听者。倾听不仅仅是听对方说了什么，还要理解话语背后的含义，以及与上次所说的异同之处。这对你了解公司非常有帮助，并且对你需要和其他人合作为基金做决策时也很有助益。[3]

倾听是成功面谈的核心。需要你排除杂念，全神贯注于正在进行的话题，并且不过度打断。但在倾听过程中产生灵光一现的想法时，你也不能让它们溜走。在面谈中关于积极倾听的一系列工具包括专注、复述、确认和共情。

专注。倾听并保持思维清晰的确是一项挑战。就像冥想练习一样，当你的思绪发生飘移时，要及时把它带回谈话中，这才能让面谈者专注于眼前的谈话内容。

复述。我第一次接触到“复述”这个概念是在差不多20年前哈维尔·亨德里克斯（Harville Hendrix）主持的一个关系研讨会上。从那时起，我发现这个概念是各种类型沟通的核心，无论是非正式的交谈、夫妻关系沟通还是商业决策甚至人质谈判都需要用到。基金经理面谈也是复述的应用领域之一。

复述就是模仿对方所说的话。这听起来简单，但做起来并不容易。在面谈中，优质的问题往往是在一个话题刚结束时自然而然涌现的。通过复述对方的部分想法，你可以确认自己听明白了，也能让对方觉得自己被理解了。复述利用情感的共振，放慢了谈话的节奏，同时缓和了情绪。因此，它创造了一个非常安全的交流空间。

确认。“确认”能够让对方觉得他所说的话是符合逻辑的。无论是否同意这些观点，你都可以确认它们是符合思维逻辑的。有效的“确认”只需要你去努力理解而无须表态，因为很多时候，人们会对被访者的言论和反应有不同的看法，而“确认”的诀窍就在于只需确认他们的观点而并不需要认同。

共情。表达共情可以让被访者敞开心扉讨论一些比较难的话题。共情往往与投资者预期相反，因为在金钱世界中共情会使投资者远离思想而触及感情。

收获反馈，及时发现疏漏

与大多数高绩效领域的参与者形成鲜明对比的是，大多数专业投资人士并不经常征求反馈意见。优秀运动员有教练，企业高管有董事会和述职会，而基金经理往往是在自己的世界中独立运作。

在播客上进行过的所有访谈中，只有两位嘉宾主动询问过我对他们表现的反馈。想知道这两位嘉宾是谁吗？他们是前世界扑克系列赛冠军兼作家安妮·杜克（Annie Duke）和法南街（Farnam Street）博客的创办者沙恩·帕里什（Shane Parrish），他们是人类行为和决策方面的专家，也正因为在这个领域的深耕，他们更懂得获取反馈的重要性。

在访谈后进行回顾，无论对于播客还是投资来说都很有价值。好在播客能够把访谈过程记录下来，方便我事后回听，并且评估和反思自己的表现。我经常回听我主持的访谈并找出不足之处，也会定期请人帮我一起找。这样做的好处是，我常常能发现我声音中的瑕疵、遗漏的问题以及语法错误，以便改进。我还发现，一个复合的问题通常会导致嘉宾只回答第二部分，而被缩短后的问题也会削弱对嘉宾的影响。同样，资本配置者也可以经常听取自己团队成员与基金经理的面谈情况，以评估他们的表现。

有效访谈的3个技巧

许多非常有效的访谈手段其实是一些小技巧。比如5个“为什么”、嘉宾最喜爱的问题和在背景调查中访谈技巧的运用等，这些都是首席投资官武器库中非常实用的武器。

技巧1，讨论5个“为什么”

几十年来，“日本制造”一直享誉全球，其中丰田更是以其生产体系而闻名。我曾经在商学院分析过关于丰田的案例，就是讨论5个“为什么”。这些问题的缘起，就是丰田生产线上的经理们会问5个以“为什么”开头的问题。大野泰一是丰田汽车前执行副总裁，也是20世纪50年代构建丰田生产体系的先驱，他举了一个例子：[4]有一次，生产线上有台机器老是停转，修了多次都无果。于是，大野问了如下5个问题。

（1）“为什么机器停下来了？”

工人答：“电路过载，保险丝熔断了。”

（2）“为什么电路会过载？”

工人答：“轴承润滑油不足，所以锁死了。”

（3）“为什么轴承润滑油不足？”

工人答：“机器上的油泵没有输出足够的油。”

（4）“为什么机器上的油泵没有输出足够的油？”

工人答：“油泵的吸入口被金属屑堵塞了。”

（5）“为什么油泵的吸入口会被金属屑堵塞？”

工人答：“因为油泵上没有安装过滤器。”

最后大野下令给油泵安上过滤器，生产线恢复正常。

在这个例子中，大野的每个问题都是针对前一个问题的答案而提出的。5个“为什么”源于日本的“改善”理念，即持续改进。

技巧2，向嘉宾提出他们最喜爱的问题

在面谈过程中，资本配置者试图探究的是基金经理成功的核心因素。许多受欢迎的话题涉及基金经理的激励、竞争优势、自我意识、文化、竞争环境和预期。资本配置者则会巧妙地提一些看似简单的问题，试图隐藏背后那些可能影响基金经理回答的深层思考。下面是播客的嘉宾们分享的一些他们喜爱的问题，没有注明来源的那些则是我喜爱的。

a．激励

- 你现在能感觉到乐趣吗？——亚当·布利茨（Adam Blitz）
- “你自己的钱是怎么投资的？”

埃文斯顿资本管理公司（Evanston Capital Management）首席执行官布利茨分享的是一个评估持续动力的普遍性问题。通过这个问题的答案，他可以感受到基金经理对投研业务的热情和参与度，以及他们喜欢谈论什么。

利益一致是资本配置者和外部基金经理间关系的核心。如果基金经理的个人投资和客户利益一致，那就可以被视为是最直接的激励绑定。虽然对于基金经理应该投资的具体金额人们的看法不尽相同，但大多数人认为，该金额应是可观并能够影响到风险承受能力的。普林斯顿大学投资管理公司首席投资官安德鲁·戈尔登（Andrew Golden）表示，这样做会形成“风险承担的一致性”。即通过了解基金经理的个人投资情况，可以感知到他们的风险承受能力和潜在的有吸引力的投资机会。

b．竞争优势

- 你的撒手锏是什么？——马里奥·塞里恩（Mario Therrien）

- 你的优势是什么？怎么保持？——比尔·斯皮茨（Bill Spitz）

- 是什么驱使你坚持下去？——帕特里克·奥肖内西

- 如果你有一些非同寻常的事情可以吹嘘，而且并不会显得十分傲慢，那会是什么？——贾森·卡普（Jason Karp）

流于陈词滥调的问题很难帮助你弄清楚到底是什么让一个基金经理与众不同，唯有深思熟虑的提问才能为资本配置者揭示基金经理在方法论和专业知识上的细微差异。

c．自我意识

- 你从你的合作伙伴那里得到的最棒的反馈或批评是什么？你是如何运用这些经验教训的？——克里斯·多佛斯

- 你有什么问题要问我吗？——道格·菲利普斯（Doug Phillips）

- 你的前任合伙人或者分析师怎么评价你？

优秀的基金经理基本都拥有良好的自我意识且注重持续提升自己。关注他们在事业中所处的位置有助于资本配置者了解他们的思维敏捷性。罗切斯特大学捐赠基金会首席投资官菲利普斯在面谈结束时通常会抛出这个看似无伤大雅的问题，以此来测试基金经理的好奇心。

d．流程

- 告诉我一个你做了大量研究但最终没有体现在投资组合中的想法？——布莱恩·波特努瓦（Brian Portnoy）

- 你的投资组合中哪个部分与你的投资风格最不相符？——贾森·克莱因（Jason Klein）

- 告诉我你的一次惨败经历。—珍妮·赫勒（Jenny Heller）

- 有什么是你现在知道而10年前的你最希望知道的？——马克·鲍姆加特纳（Mark Baumgartner）

- 每位基金经理都可能会被炒掉。最近与你终止合作的3家客户是谁，为什么？——查尔斯·埃利斯

塑造财富公司（Shaping Wealth）创始人波特努瓦和纪念斯隆-凯特林癌症中心（Memorial Sloan Kettering Cancer Center）首席投资官克莱因会与基金经理探讨最能反映其投资流程的原则，纪律以及前后一致性。布兰迪集团顾问公司（Brandywine Group Advisors）首席投资官赫勒和普林斯顿高等研究院（the Institute for Advanced Study，IAS）首席投资官鲍姆加特纳则喜欢问其过去犯过的错误。尤其是赫勒的问题中的“惨败”很容易引起关注。埃利斯则要求基金经理讲述3个被终止合作的例子，这是为了避免得到过于简单的回答，并且可以侧面了解他们总结学习的能力。因为一般在这种情况下，人们很容易因为情绪问题而错过很好的学习机会。

e．团队互动

- 在公司内部，你如何获得团队的认可？——金·卢（Kim Lew）

- 你平时有什么消遣？——玛格丽特·陈（Margaret Chen）

- 你如何做决定？——吉姆·威廉姆斯

- 经历过哪些类型的人际冲突，你是如何处理的？

团队是一种复杂的有机体。了解团队内部正式或者非正式的互动规则有助于评估机构的稳定性和持续性。

哥伦比亚投资管理公司（Columbia Investment Management Company）首席执行官金·卢通过探索一个组织的互动规则，深入组织文化的内部。她想弄清楚在组织里怎样才能获得奖励，是加班到很晚，还是帮助他人、提供反馈、培训初级分析师，抑或是讨好老板。

康桥汇世公司（Cambridge Associates）首席投资官玛格丽特·陈通常会在面谈快结束时突然提出一个私人问题，这种问题往往会得

到一个没有经过事先准备的答案。她这个问题是想了解什么能让被访谈的基金经理兴奋起来，他们如何领导别人，以及他们如何体验周遭的世界。她发现那些视投资为全部的人其实是令人担忧的，因为他们很容易因为这种激情而产生幻象。

威廉姆斯问了一个看似简单的问题，但事实上则需要用到5个“为什么”来回答。这个问题会涉及整个团队的一致性、投入程度、分歧的解决方式、组织的层次结构、想法的安全性多样性以及整个过程的可重复性。他致力于寻找能让每个成员都理解并支持其决策流程的团队。

f．预期

- 什么情况下你的策略会表现得比较差？你怎么应对？——塞思·马斯特斯（Seth Masters）

- 如果5年都没有达到你的期望，事后反思的时候你会怎么说？——珍妮·赫勒

- 你如何定义成功？——托马斯·莱内汉（Thomas Lenehan）

- 你的策略的容量是多少？当达到容量上限的时候你准备怎么办？——唐·菲茨帕特里克（Dawn Fitzpatrick）

- 正常情况下你能够容忍的策略最大回撤是多少？

资本配置者可以将自己对基金的预期与基金经理的预期进行比较，尽量确保双方在同一频道上，从而改进对基金的定量评估。

g．竞争者

- 如果要你把所有的积蓄都交给一位同行管理，你会选择谁？为什么？——唐·菲茨帕特里克

- 你比他（某位同行）做得好的地方是什么？

询问基金经理有关竞争环境的问题有可能让资本配置者找到许多新的机会，好对他们正在考虑的基金经理的相对优点进行更准确的定位。

技巧3，进行详尽的背景调查

尽职调查接近尾声时，资本配置者会对基金经理进行详尽的背景调查。这个流程是为了确认对基金经理本身和尽职调查过程的信心，把预期调整到合适的位置，让这段合作关系有一个好的开始。对公募基金经理的背景调查集中于个性和期望，而对私募基金经理的调查则侧重于过往的个人业绩。

背景调查的程序要比基金经理面谈更为复杂。一般来讲，背景调查的工作都是资本配置者通过电话开展的，而且事后与通话者可能不会再有交集。此外，参与调查的人与基金经理的交往程度通常比与资本配置者更深，所以每个人都会带有自己的主观成分，资本配置者必须对这些表述加以甄别。

尽管会存在个人偏差或者主观成分，但细致的资本配置者依然会给调查清单上的人一一打电话进行调查。不过让我感到惊讶的是，资本配置者往往对当红基金经理的背景调查并不充分，通常带有先入为主的成分。如果调查清单上的人表示并不那么认可某些基金经理，而又没有一个合理的解释时，资本配置者可能应该先等一等，再深入调查一下。

对于调查清单上所列的调查对象，资本配置者能够提的最重要的问题可能正如《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志主编基普·麦克丹尼尔（Kip McDaniel）所说的：“关于这位基金经理的情况，除您以外我还能和谁聊聊？”清单以外的调查对象可能会提供更为客观的看法，这能帮助资本配置者发现潜在的问题。

资本配置者可以开启全方位的视角，比如询问基金经理以前的老板、同事和下属。我最喜欢的调查对象之一是目标基金经理的前行政助理。背景调查中获得信息的修饰成分越少，资本配置者就越接近真实情况。有一次我甚至致电了被调查对象的前女友，尽管她并不是很欢迎这个电话，但她对前任的回忆的确给了我们一些信息，最终帮助我们促成了一项富有成效的投资。

背景调查的问题设计要参照柔术的那种节奏，在自然的运动中让信息逐步地展现。以下的范例供借鉴：

- 为什么你会被选入背景调查名单？

- 如果他有盲区，会是什么？（这个问题最好是紧接着“如果他有撒手锏，会是什么？”这个问题之后问）
- 不认可他的人会如何评价他？
- 为什么前同事会提到这个（指某个关注点）？
- 如果你处在我的位置，你会问什么问题？
- 你会给他提些什么建议？
- 你会把你父母或者祖父母的钱交给他管理吗？

在过去的几年中，我时常会重操旧业，挑选基金经理并为资本配置者提供建议。有一次，作为某基金会投资委员会的成员，我访谈了一位基金经理。我并没有采用资本配置者惯常的从评估角度出发的面谈形式，而是自然而然地采用了播客的访谈风格。我们先是谈论了一些私人话题，然后从哲学的角度回顾了整个投资委托项目，最后讨论了策略。我积极地倾听、复述、询问“为什么”，并且探讨了其投资组合中一些有趣的主题。令我惊喜的是，这次访谈收获满满，我了解到了很多先前与这位基金经理接触时未曾了解到的信息。

投资团队每天都会与不同的基金经理进行面谈。精心准备、营造环境、积极倾听和收获反馈都是面谈技巧的核心组成部分。

数小时的面谈能够让资本配置者得到大量的信息，并做出聘用、保留或更换基金经理的决策。做出一个正确决定的过程是很棘手的，所以让我们接着学习，以确保所有这些面谈不会白费。

CAPITAL ALLOCATORS

第 2 章

工具 2，
用流程提升决策质量

如果丹尼尔·卡尼曼自己还在犯这些行为错误，德鲁·迪克森怎么会不犯呢？

——德鲁·迪克森
阿尔伯特桥资本创始人兼首席投资官

If Danny Kahneman still commits these behavioral errors himself, how is Drew Dickson not going to?

- Drew Dickson
Founder and CIO, Albert Bridge Capital

早在2007年，我的一位朋友主导了对一家欧洲对冲基金的尽职调查，该基金由一家大型基金管理公司的投资组合经理管理。我这位朋友是一家大型FOF的研究总监，研究工作极其细致。因此他们团队的工作也是同样细致深入，以至于被调查的基金经理们调侃说像做了一次直肠检查。

我的公司数年前就投了这家对冲基金，由于业绩表现十分强劲，其管理的资产规模迅速超过了10亿美元。我观察到，我朋友及其团队收集了比其他任何人都多的信息。他们弄清楚了那位基金经理的一切，包括他的投资方法和所有细节。

在调查过程中，我朋友发现这只基金的收益率波动比较大。而以往，他的公司比较偏爱那些能够带来平稳回报的基金经理。当我指出这并不匹配时，他表示他所在的投资委员会正想往投资组合中加入一点不一样的东西。

掌握了所有可获取的信息之后，投资委员会批准了一笔数额不小的投资。果不其然，此后不久，该基金遭遇了困境，不到一年，该FOF选择了赎回。于是，我非常好奇那天在投资委员会上究竟发生了什么。

如果资本配置者缺乏有效的决策流程，那么从面谈和尽职调查中得到的信息都将是无效的。

问题来了：我们似乎天生就容易做出糟糕的决定。行为经济学对这个现象有专门的论述。人类大脑的进化是为了适应野外生存，我们的祖先遇到情况时，选择战还是跑可能是个生死抉择。丹尼尔·卡尼曼在他的书《思考，快与慢》1中把这种行动的直觉称为思考系统1，即我们做的绝大多数决策是基于直觉的反应。偶尔，我们也会有意识地转向思考系统2，那会让我们更谨慎地处理信息。

首席投资官应该遵循一个合理的流程，并利用当时已经掌握的信息尽可能地去接近真相。这遵循了安妮·杜克参与创立的非营利组织决策教育联盟（Alliance for Decision Education）的口号：“什么是真的，该做些什么。”[14]

让我们首先尝试去理解为什么做出好的决策这么困难，然后再来讨论如何提升决策质量。

为什么做出好的决策这么难

杜克是扑克界的传奇人物，是《在下注中思考》2和《对赌》3的作者，已经在扑克桌上做了20年决策。在每一手牌中，她都会做出一些小的试探，获得实时反馈后，她就有机会评估自己的决策。

杜克在这个领域的研究帮助她理解了人们会做出坏决策的原因。决策和下注类似，都是基于对世事运行规律的某种信念。当一位基金经理买入一只股票或者基金时，他肯定是相信这笔投资比其他选项更优。

人类形成信念的方式是反直觉的。有人可能认为，当我们听到一个想法的时候，会先思考它，再判断它是否是真的，然后形成一个假设。但事实上大脑并不是这样工作的，恰恰相反，当我们听到一个想法，会立刻用思考系统1来认定它是真的，稍后才会转向系统2来思考并审视这个想法。

信念是建立在事实和预测基础上的，而我们处理事实和作出预测的能力是不完美的。杜克指出，确认偏差、有动机的推理和族群认同是造成我们信念形成过程可能存在缺陷的三种最有害的方式。确认偏差是一个著名的行为缺陷，是指我们容易注意和强调那些能够证实我们已有观点的信息。迈克尔·莫布森说：“如果你身处投资行业却没有陷入确认偏差，那我怀疑你没有真正干活。”有动机的推理相当于服用了类固醇的确认偏差，投资者极力想诋毁与他们的假设相矛盾的信息。最后，我们与所属族群的关系也会影响我们的观点。作为投资者，我们总会属于某个族群，比如价值投资族群、趋势投资族群或者长期投资族群。我们不信任族群之外的信息源产生的信息。

仅仅意识到我们的认知偏差并无法消除它们。我们固有的结果导向偏差、自我服务偏差和后视镜偏差等，抑制了我们改进决策过程的能力。杜克所说的结果导向偏差指的是人们无法厘清好的决策和好的结果之间的关系。当资本配置者看到某位基金经理取得了好的业绩，就会认为他一定做了好的决策；而不好的业绩一定来自坏的决策。正如Arbiter Partners公司管理层人员保罗·艾萨克（Paul Isaac）嘲笑基金经理时说的一样：“向下偏离才叫波动，向上偏离就被称为绩效。”所有投资者都有自我服务偏差，发生好事时就归功于自己，发生坏事时就推卸责任。当一个好的决策产生坏的结果时，就需要思考

系统2来仔细甄别。但如果仅仅是因为运气好而导致坏的决策过程产生好的结果时，则就很难识别了。后视镜偏差则会妨碍人们准确评估过去的决策。投资者会在潜意识中扭曲某个决策的真实情况。资本配置者既聪明又有思想，但不幸的是，这可能只会强化他们的顽固。他们越聪明，就越善于合理化现有的信念，完善有动机的推理，坚持自己的观点。

挑选基金经理的时间限制并不像打牌那么严格，所以有人认为这会减轻资本配置者的决策压力，但事实是，即便没有时间压力，决策依然可能存在偏差。

团队决策或者以投资委员会的形式来决策更加剧了这种挑战，因为团队成员间的互动会影响每个人独立思考和对真相的探究程度，而这正是做出良好决策的两个最重要的先决条件。

然而，首席投资官一般都是与团队一起工作，所以下面我们就来讨论如何改进团队的决策过程。

改进团队决策过程的3个步骤

我即将要分享的内容有好消息也有坏消息。让我们先从坏消息开始吧。我们天生就有做出坏决策的倾向，即便我们已充分意识到自身的所有问题，无论看了多少遍卡尼曼的书，或者听了多少遍杜克的播客，我们仍然会犯相同的错误。

先深呼吸一下。接下来说好消息吧。好消息就是这种认知会驱使我们设计出一个系统来减轻这个倾向。我们无法改变大脑的工作方式，但可以用一种新的方式来思考，即努力找到真相的准确表述，并认识到我们只会经历许多可能发生的结果中的一种。这两种心理模式能让我们坦然面对不确定性，减少过度自信，而鼓励提出相反的观点。

首席投资官们可以采取几个步骤改进决策流程。首先是仔细设计团队的结构。一旦完成了这一步，就可以往决策流程中加一些步骤以提高做出更好决策的概率。

步骤1，设置良好的团队结构

设置良好的团队结构为健全的决策过程奠定了基础。团队协作可以比个人更有效地发掘和权衡投资决策所产生的一系列可能结果。“可以”是一个重要的告诫，因为一个建设或者管理不善的团队反而会加剧行为偏差。

团队的规模、延续性和多样性都会对首席投资官的决策有效性产生显著影响。

（1）**最优规模。**绝大多数首席投资官会忽视内部小团队的规模。团队的规模各有不同。莫布森引用了一项研究的观点，即一个决策单元的最佳规模是4～6个人。杜克则认为，一个只有3个人的团队会非常有效。

（2）**延续性。**团队在一起合作的时间越长，首席投资官的决策能力也就越强。因为多次重复可以让团队获取共同的知识和意识，增强对决策过程的信心。那些有能力和财力留住团队关键成员的首席投

资官，比如大卫·史文森和斯科特·马尔帕斯，一直都是其领域的翘楚。

（3）**认知多样性。**一个理想的团队应具备认知的多样性，即团队成员会有不同的想法。具有认知差异的团队成员可能拥有不同的背景、训练经历、经验和个性。社会多样性（种族、性别、年龄、家族渊源等）可以提供广泛的生活经验和视角。然而有趣的是，社会多样性并不总是导致认知多样性。良好决策的关键在于团队的成员拥有真正多样化的想法，而不是表面不一样但想法却雷同的成员。

首席投资官们要谨慎地游走在多样化的想法和团队凝聚力的潜在冲突之间。要达到认知的多样性，必然要将来自不同文化背景的成员聚集在一起，但由于行为准则的差异，他们可能会本能地对彼此的观点抱有偏差。Zetta Ventures投资公司总经理阿什·方塔纳（Ash Fontana）总是尽最大可能把不同文化背景的人融到同一个团队里。

弥合多样性与凝聚力之间的裂痕是一项挑战。莫布森建议寻找高“理商”（Rational Quotient，RQ，理性商数）的人。理性的思考者更善于接受差异性，从而更容易从认知多样性中获益。组建好一支高理商、认知多样化的团队后，就会开始顺利推动各项事情的进展。团队选择的方式将会决定事情的成败。

步骤2，通过引导清除决策过程中的障碍

一旦团队组建完成，引导是否得当将显著影响团队的表现。良好的决策过程鼓励认知安全、独立思考和行为意识。

（1）**认知安全。**团队成员想要自由地表达不同的观点需要有安全感。这种安全感很大程度上来自团队的领导者，他通过自己的言行为团队定下基调。美国威廉和弗洛拉·休利特基金会首席投资官安娜·马歇尔（Ana Marshall）在她的团队成员开始表达自己的独立观点之前，会提醒他们“争论的时候要认为自己是对的，倾听的时候要认为自己是错的，要乐于改变观点”。

这样一来，团队的其他成员会自觉或不自觉地集中注意力。高效的领导者会鼓励协作、鼓励破圈的思维，并在好的过程产生坏的结果时避免相互埋怨的情况发生。

（2）**独立思考。**团队决策时的发言顺序会显著改变最终的结果。当一个受尊敬的领导者或者被认为是专家的人发表意见时，团队中其他成员的独立观点就会受到影响。如果一位风险投资专家和一位新基金经理各自认为某个投资机会是绝佳的，那么团队中的其他成员更有可能听从专家的意见，而保留可能有的疑虑或者反对意见。

高效的领导者会通过巧妙的会议安排，来防止自己的观点对他人造成影响。首先，他们会让最年轻的或者经验最少的成员先讲；其次，他们会引导谈话远离群体中有影响力的外向型成员，使内向者有平等参与的机会；再次，在团队中的其他人都发言之前，他们不发表自己的观点；然后，他们会以概率的口吻来阐述，以表达不确定性，并邀请大家讨论；最后，他们会引入投票的方式，以避免成员本身的影响力和他们之间的关系对决策产生影响。

（3）**行为意识。**每个团队成员都带有自己的偏差。如果团队成员间能够互相理解彼此的个人偏差，那么这样的团队就更不容易受到干扰，从而更有效地直达问题的核心。

金·卢要求她的团队成员把那些妨碍他们客观看待某项投资的因素写下来，比如他们愿意在哪里铤而走险，或者为什么错过本该抓住的机会。她还要求团队想办法制衡这些偏差。对于某类资产过于自信的成员可能需要被敲警钟，而某些风险厌恶型的成员则需要被鼓励。当团队成员们可以感知彼此的特点时，大家就可以更好地合作，从而制定更优的决策。

对一些普遍的偏差保持警醒，可以帮助首席投资官清除决策过程中的障碍。在团队内部，首席投资官要特别注意强调对事不对人的准则。他们要引导团队成员去正确看待结果，专注于事实本身，而非情感因素。

步骤3，准备制定决策要考虑的因素清单

一旦团队结构和引导规范就绪，首席投资官就可以准备决策制定过程中需要考虑到的因素清单。这些因素包括概率思维、结合历史数据、进行风险评估、检查偏差和获得反馈。

（1）**运用概率思维。**高效的团队一般喜欢用概率说话。杜克在《在下注中思考》中推荐了一种有趣的说法，当某些人言之凿凿地表达某个观点时，你可以问他：“想打赌吗？”挑逗某人打赌会让他意识到他的观点并不一定是板上钉钉的，之后他们会本能地从思考系统1转向思考系统2，从而迫使团队其他成员也从确信无疑转向不那么确定。鲍勃·鲁宾（Bob Rubin）在高盛著名的风险套利部门任职时有一条规定：任何人在谈论一个投资想法时，都必须用预期收益率的概率树来构建讨论框架。

在两个选项中做出重要选择时，杜克在《对赌》一书中推荐了6个步骤。为每一个选项创建单独概率矩阵，包括以下要素：所有可能出现的合理结果、每种结果的回报以及每种结果出现的概率。遵循这6个步骤会激发反事实思维，决策者能将他们的视角扩展到最大概率的结果之外，可以更加全面地考虑各种潜在的可能性，在这里就不展开说了。

（2）**结合历史数据。**结合历史数据，或者开启外部视角，是一种抑制过度自信的高效手段。

绝大多数情况下，我们都是在用内部视角做决策。每当遇到一个投资机会，我们先是收集尽可能多的信息，然后做尽职调查，再以我们的经验和判断来对未来做一个预估。

而外部视角则要考虑的是类似情况的统计样本。资本配置者并不是只看某个特定投资机会的预期收益和风险，而是研究过去大量的类似机会，以便做出正确的决策。

例如，某位分析师正在对亚马逊公司的股票做出预测。该分析师认为，亚马逊未来10年的营收将以每年15%的速度增长，并构建了一个异常详细的模型来解释亚马逊将如何实现这一目标。的确，亚马逊在历史上很长一段时间的增长速度都超过了这一水平，因此，基于历史的表现，这个模型似乎是说得通的。

然而，关于亚马逊未来的营收预测，我们可以先来看看历史数据。找出1950年以来经过通胀调整后的营收曾经超过1 000亿美元的公司，来观察其后10年的收入增长情况。这个样本总共包括313家公司，其中没有一家公司在这么大的收入基数上还能实现15%的年化增长。有7家公司实现了10%以上的增长，仅占样本数量的2%。尽管未来10年亚

马逊收入保持15%增速的可能性依然存在，但是0概率的历史数据会提示分析师，他以“内部视角”创建的模型所做出的预测可信度也许比较低。

对于资本配置者来讲，无论是制定自己的投资决策还是评估外部基金经理的决策，历史数据都是很有用的。然而资本配置者往往不太注重以外部视角来观察基金经理这个群体，而是依赖他们自己对于某个基金经理的评估。许多首席投资官对于对冲基金的平均回报持谨慎态度，却对自己的投资组合中的对冲基金很乐观。所以说，如果能在研究过程中把历史数据整合在内，会显著抑制过度乐观的预期。

另外，资本配置者对基金经理进行尽职调查时也可以把他们对于历史数据的应用纳入考量范围。在选股时能统筹考虑外部视角和内部视角的基金经理更容易做出更好的决策，而不熟悉这个概念的基金经理则可能会存在盲点。

（3）进行风险评估。当选择基金经理的工作完成后，资本配置者不妨退后一步，重新思考哪一步有可能存在风险。“事前检验”分析法、“红队”分析法、魔鬼代言人和赞成/反对列表等工具都有助于首席投资官发掘被忽视的风险。

第一，“事前检验”分析法。加里·克莱因（Gary Klein）是一位认知心理学家，他的研究领域是怎样让专业人士的职业技能变得更加熟练。他创造了“事前检验”分析法来帮助战斗机飞行员。“事前检验”分析法是一种风险管理工具，它按时间逆序进行分析，以发掘可能尚未被考虑到的其他可能性。

下面举一个使用“事前检验”分析法的例子。

a. “计划失败了”。一位首席投资官启动了“事前检验”分析法，他告诉团队成员，他从水晶球里看到他们的计划在未来失败了。以这种方式来组织谈话，而不是问“会出什么问题”，改变了人们遭遇挫折时的心态。这种“倒叙”的方式使大脑有机会从完全不同的角度进行思考和推理。

b. 等一等。首席投资官给了团队几秒钟时间来面对这个现实，这个计划失败了。

c．把发生的情况写下来。每位团队成员都用两分钟时间独自写下可能导致计划失败的原因。两分钟足够他们思考，但又不会冗长到使大家厌倦，而且把想法写下来的方式能有效地鼓励独立思考。

d．从领导者开始，一次分享一个想法。首席投资官最先开始分享一个可能导致计划失败的原因。从一开始，他就要有意识地采取严肃认真的态度，这样其他成员才会效仿。

首席投资官可以依次提问团队成员，要求每位成员每次只分享一个潜在问题。这种形式能够鼓励内向者直言不讳，而控制外向者轻易地主导讨论。它既保障了认知安全，又允许每个人提出自己的想法。接着，首席投资官可以继续引导讨论，直到每个团队成员说出所有的想法。

e．写下可以降低风险的措施。看到所有可能出错的地方之后，团队需要再花两分钟写下他们各自想到的可以防止这些后果出现的所有方法。

f．分享可以防止风险的措施。接下来，首席投资官可以发起新一轮讨论，听取可以降低前述风险的措施。

g．结束会议。首席投资官可以宣布休会，相较于之前，现在已然掌握了一系列额外的信息，可以用来帮助更好地决策。他们可以重新评估之前的决策，并利用“事前检验”分析中的所有发现来制订新的行动计划。

“事前检验”分析法比任何其他技巧更能减少决策过程中的过度自信，培养坦诚的团队文化，使团队更有智慧。

第二，“红队”分析法。安德鲁·戈尔登喜欢使用“红队”分析法。他指定团队中某个特定的小组为红队，负责督导整个研究，并在其他团队成员（即蓝队）提出的建议中寻找漏洞。“红队”分析法比“事前检验”分析法更耗时，也需要更多的资源。

“红队”分析也可能带来一系列潜在的偏差。团队领导者同样需要保护团队成员的独立思考和认知安全。更重要的是，红队必须切实担负起责任。红队和蓝队的成员其实是同一个机构的同事，如果红队成员在提出自己的批评意见时有所顾忌，那这个方法就会失去效果。

而当红队成员们具备不同领域的专业知识，并且所提出的建议没有掺杂个人利益时，这种“红队”分析才是最有效的。

第三，其他风险管理工具。“魔鬼代言人”和“赞成/反对列表”也是可以用来识别风险的工具。“魔鬼代言人”是团队内部指定一人为魔鬼代言人，其任务是在讨论中寻找其他漏洞。“红队”分析法通常比“魔鬼代言人”更有效，因为“魔鬼代言人”缺乏认知多样性，并且容易引发团队成员间的对抗性。然而，如果当团队受到资源限制时，“魔鬼代言人”也可以为投资决策过程增加一个有价值的步骤。

列出某个决策的积极因素和消极因素的“赞成/反对列表”是一个合理的起点。这总比完全不考虑其他选项要好，但克莱因的研究发现，在发掘团队创造力方面，“赞成/反对列表”不如“事前检验”分析法那么有效。

（4）检查偏差。首席投资官们在即将做出决策之前，可以用一份清单来审查制定决策过程中可能存在的偏差。时机的选择和过度的自信是可能影响投资决策的两个因素。

从表面上看，所有投资研究得出的结论都指出，机构和个人都是追逐业绩的。我们都倾向于在基金经理或股票有了强劲表现之后再申购或买入，在疲软期后期赎回或者卖出。虽然我们可以构建高效的团队、充分考虑历史数据、进行“事前检验”分析，但我们依然会做出倾向于追逐业绩的决策。把选择某位基金经理和投资时机分开，有助于减弱这种偏差。对某位基金经理有强烈的兴趣并不等同于要在热情高涨时就立即投资。

一般来说，首席投资官及其团队对某位基金经理的热情会在他们投入资金的第一天达到高潮。因为整个团队在研究上投入了大量时间和精力，已深陷新的委托关系中。此时乐观情绪高涨，过度的自信很容易潜入他们的思维。在做决策时，我们通常会高估基金经理的优势，而低估某种策略在未来的波动性。对投入的仓位大小进行适当的复核有助于消除这种偏差，过度自信可能会导致仓位高于合理水平，而保守地建仓则使我们有机会对未来进行更符合现实的评估。某些投资也会提供止损的机会，这避免我们在情绪失控时犯错。

（5）收集反馈。有时，尽管我们做出了很好的决策，但是效果却并不好。比如，回顾我与巴菲特的赌约，我至今仍然相信那是一个

很好的决策过程，而且我的赢面更大。而有时，我们也会做出一些糟糕的决策，但结果却并不坏。杜克曾分享说，她退出学术界去打扑克是她一生中最糟糕的决策过程之一。

作为个体，我们的自然倾向就是会从决策产生的结果中吸取错误的教训：坏的结果不是我们的错，但好的结果一般是来自好的过程。我们需要得到反馈来帮助我们日后做出更好的决策，来改进和加强投资决策过程。决策日志、决策小组和运气的作用，这些都是在决策流程中建立反馈环的有用工具。

a．**决策日志。**想要改进投资决策流程需要准确陈述决策时已知的事实和信念，不要让后视镜偏差模糊我们的记忆。决策日志能够确保首席投资官从对过去决策的回顾中学习和成长。

我之所以对与巴菲特打赌的决策质量深信不疑，部分原因在于我在下注时写的一份白皮书。我对胜率的评估是基于外部视角的一个事实，即标普500指数在过去10年中的表现从未超过对冲基金指数。然而，我没有进行“事前检验”分析，否则我应该会发现市场可能发生的变化，从而抑制我的过度自信。

杜克从学术界转到扑克界时，也没有这样的过程。她回首往事，觉得自己一开始甚至连打扑克的决定都没有做，因为这是当时唯一的一条路，她只能这么走。因此，她现在回想起来认为这是一个糟糕的决策过程。

b．**决策小组。**首席投资官可以创建决策小组成员来解决“决策清洗”的问题。一个有效的决策小组应遵循前述所有的行为原则，确保公开和坦诚的沟通。这个小组的使命是寻找与决策相关的事实和真相，而不是决定谁是对的。

杜克用缩写词CUDOS来描述一个好的决策小组的特征。

- C：共享（Communism）。无保留地共享所有的数据，尤其是那些可能会否定某个观点的信息。

- U：平等（Universalism）。寻求客观真相，警惕因为提出者的身份不同而区别对待不同的观点。

- D：客观（Disinterested）。警惕我们情感上的利益冲突，注意动机性推理、确认偏差和后视镜偏差。

- OS：客观的怀疑精神（Objective Skepticism）。以合理的怀疑态度看待世界，比如事情为什么是假的？

c．**运气的作用。**随着基金经理技能的增长，运气会在结果中起到越来越大的作用。莫布森指出，运气对于基金经理投资结果的影响，就像运气对于过去几十年美国职业棒球大联盟击球手的影响一样。不过，基金经理往往忽视运气的作用。在布莱恩·波特努瓦见过的众多基金经理中，他发现绝大多数人在业绩好的时候，都不会认可运气对于高回报率的贡献。好的业绩显示出能力，坏的表现则是因为坏运气，这是自我服务偏差的教科书般的例子。

资本配置者需要有耐心并收集大量的信息来区分基金经理的运气和技能。詹姆斯·欧文基金会（James Irvine Foundation）首席投资官蒂姆·雷克（Tim Recker）提醒他的团队：一个商业周期可以持续7～8年，有些基金经理需要用一个完整的商业周期来证明他们的策略是有效的。

做出正确的决策并不容易，我们天生就不擅长于此，所以才需要建立合理的流程来弱化我们错误的偏差，这可以使我们的决策质量不那么糟糕。

投资理念也并不是非黑即白。已知和未知的风险蕴含在每一项投资决策之中，而在团队中达成诚实的共识其实很少见。高效运作的团队会挖掘出许多情境来为潜在的结果分配概率，从而为首席投资官提供完整的信息拼图以供决策。

当首席投资官决定聘用一名外部基金经理时，他们可能会发现其实自己是价格接受者，需要接受基金经理提出的条件。当然，在有些情况下，首席投资官也可能会就这些条件进行谈判。下一章我们将讨论如何充分利用这些机会。

CAPITAL ALLOCATORS

第 3 章

工具 3，
用谈判“做大蛋糕”

谈判是一个学习的过程。

——戴连·凯恩
耶鲁大学管理学院谈判高级讲师

Negotiation is learning.

- Daylian Cain
Senior Lecturer in Negotiations, Yale University School of Management

首席投资官的任务之一是就大大小小的问题进行谈判。他们抱着一种合作的心态，喜欢和他们选中的基金经理站在同一边。确定接受一个新的基金经理，需要经过漫长的寻找和尽职调查过程，所以首席投资官往往害怕就各种关系条款进行谈判，许多人也在为无法赢得谈判而自责。

首席投资官在管理公司时，需要定期就薪酬、参会人员以及其他事宜和别人谈判。而一天的工作结束回到家中，他们可能又要与家人“谈判”。

我在商学院学习过关于谈判的理论。通过从“说不”1到“说是”2的学习，我懂得了谈判应该致力于达成一个令双方都感到满意的协议。这些理论涉及一些首字母缩略词，比如找到一个可能达成协议的区域（Zone of Possible Agreement，ZOPA），了解你的协议的最佳方案（Best Alternative to Negotiated Agreement，BATNA），以及通过“走到阳台”来管理情绪。我们被教导要关注利益而不是立场，要努力寻找“做大蛋糕”的方法，并设身处地为对方着想。当时我很兴奋地想，在我的未来会遇到许多高效、积极、双赢的谈判。

然而，事实却是我遇到的每一次重要谈判都令我恼火。正如做决策时认识到的行为偏差与事实上应避免的行为偏差完全不同，实践中的谈判也完全不同于理论上的谈判。耶鲁大学管理学院谈判高级讲师凯恩以比较务实的方式教授谈判技巧，并提出了一些建议，用来改善谈判结果。他的课程可以分为准备、更新观点和交易技巧三个部分。

做既恰当又充分的准备

谈判者可能犯的最大错误就是准备不充分。凯恩对他的学生进行了广泛的实验。他经过持续观察后发现，无论谈判技巧如何，最后总是准备最充分的学生得分最高。恰当的准备包括评估自己和交易对手的利益以及应急计划等。

明确自己的利益

你可以用包含以下这些问题的计划文件来帮助组织自己的想法：

- 你想要什么？
- 你为什么想要它？
- 你的优先级是什么？
- 你愿意付出多少对价？

“要什么”和“为什么”都很简单。但是“优先级”和“对价”会有点复杂。我们的最高优先级就是想从谈判中得到的东西，而低优先级的东西则是可以作为对价去交换最高优先级的。

良好的计划要考虑好各种选项的对价，即筹码的价格。我们给不同优先级的选项定价是不同的，把每个价格都用数字表达，可以把隐含的选项变成明码标价的选项。

例如，你要在一个新的地方工作，并且要买房子，那么可以考虑一下上班通勤的价格。因为想要买更多的土地或更大的房子，每天的通勤时间就要多加15分钟，这值多少钱？这用金钱来衡量似乎有些奇怪，但你选择买的房子和你付出的代价恰恰都是用钱衡量的。或者我们可以提前计划，有意识地为自己的利益定价，也可以顺其自然，听凭别人为我们定价。在投资决策中，首席投资官会权衡明码标价的利益，比如长期持股的费用折扣，也会考虑定性的对价，如透明度的价值，等等。

考虑对手的利益

计划的另一方面是从同样的角度去考虑对手的利益。

- 他们想要什么？
- 他们为什么想要它？
- 他们的优先级是什么？
- 他们愿意付出多少对价？

大多数人在进入谈判之前都不甚了解对手。我们只需稍微花一点时间和心思就可以弄清楚自己的利益所在，但要了解对手的利益和诉求，则需要从其他人那里收集信息。无论是谈合作条款还是新职位的条款，我们都能找到比我们自身更了解对手诉求的人。

凯恩建议在谈判前两星期就开始了解对手的诉求和利益，以便收集数据和深入思考。即使想要了解某些细节很有挑战性，但花时间考虑交易对手的利益能让你在谈判过程中更灵活地更新和修正自己的观点。

规划应急计划

许多人在参加谈判时都带着必胜的信心。他们清楚地了解自己想要得到的一切，并认为能够得到它，然后完美结束。然而，对手也完全可能做了同样的准备。事实上，实际的谈判过程会遇到一些限制，使双方都无法从对方身上获得所有预想的利益。

规划应急计划时可以描绘出谈判中各种可能出现的路径。我们可以把谈判过程想象成下棋，考虑一下如果你的对手移动了一个士兵、一个马或者王后，你会采取什么行动。研究并储备一些可能的替代方案非常有助于对谈判过程的规划。你越充分地演练不同情境下的应对措施，就越对谈判路上可能遭遇的波折有备无患。

通过积极倾听获取谈判优势

请想象一下，你拿着经过充分准备的己方和对方的谈判清单走入谈判室，你拥有足够完备的信息，就一定会带着理想的协议离开。一个优秀的谈判者所必备的那些特质固然很重要，比如气质、自信和议价能力等，但是与确切地知道对方想要什么相比，它们就都显得微不足道了。

一旦谈判开始，你要尽力去更多地了解对方。你可以把谈判的过程视作一个发现的过程，而非战斗的过程。当你更新了对对方的诉求、优先级和对价的了解程度之后，你将在这些关键因素的指导下完成整个谈判过程。

想要做到这些，只有一种方法能够帮助到你：倾听。凯恩的研究表明，大多数人都抑制不住在谈判中陈述自己观点的冲动，但事实上，倾听更能有效地获得优势。谈判中表现出积极倾听的方式和访谈时的倾听技巧异曲同工，包括专注、复述、确认和共情等方面。

保持专注

想要谈判结果走向成功，你需要稳定你的情绪。如果想让对方多说话，你就需要让他们感到安全，用务实和专注的态度，为对手营造一个氛围，并让他感受到。当你发现自己分心的时候要提高警惕，迅速回归，并重新专心倾听，跟上对方的讲述节奏。

复述

高效的复述要注重两点，一是要简洁，二是不要试图借机解决问题或者捍卫自己的立场。可以用以下的句式来开始你的复述：

> 我想确认一下，我听到的是……
> 听起来你是在说……

当你复述完成之后，你可以和对方确认，“你说的是这样吗”或者“我复述得准确吗”，并且允许对方纠正，然后再复述一遍这些被纠正的部分。

确认

“确认”在谈判中尤为棘手，因为当相反的观点出现时很容易引发人的情绪反应。这时，你可能不同意对方所说的话，但你仍然可以设身处地为他们着想，确认他们的观点。在确认他们的立场之前，不要去争论或表达你的观点。

你可以用以下句式来表达确认的意思：

如果你相信x，那么你的话确实是有逻辑的。
如果你认为是y，那么你想要z是有道理的。
既然我听到你说的是x，那么你想要z是有道理的。

共情并且保持好奇心

在某些情况下，表达共情可以缓解谈判僵局。对于那些难以进入共情状态的人，凯恩建议用好奇心取代，即在厘清对方的利益之前，要对对方的诉求保持好奇心。无论是同理心还是好奇心，都会帮助你从对差异点的聚焦中解脱出来，把反击、抗辩或不认同放在一边。

谈判过程中的7个可行技巧

恰当又充分的准备、积极的倾听和沟通技巧是谈判过程中重要的必备条件。此外，凯恩还提供了7个可行的技巧，可以为谈判过程提供帮助。

发挥协同效应

谈判中的参与方很少拥有同等的议价能力。比如，首席投资官一般都负责管理一个庞大的资金池，而对方只是一个初创的对冲基金；风险投资公司的投资能力可能有限，但投资者的需求却可能严重过剩。更有实力的一方通常都会分得相应比例的蛋糕。我在商学院的谈判课程中学到了“把蛋糕做大”的理论，它鼓励参与方想方设法把蛋糕做大，而不是仅争论如何瓜分。

凯恩建议，较弱的参与方要设法识别出交易的特定协同点，并努力将这些协同点一分为二。特定的协同点必须参与方共同努力才能获得。重要的是，描述这些特定协同点并不会导致较强的一方让出部分利益。协同效应能带来的经济价值才是关键，如果较弱的参与方对于达成这些协同效应来说是至关重要的，那么他们就能获得比原先更大比例的利益。

寻找非货币利益

金钱是商业活动和投资谈判的驱动力，对双方都有价值，是胜负手所在。但对财务方面的关注可能会导致忽略同样有价值的非货币利益。寻找非货币利益，将为谈判带来更多价值。

创造小输大赢的聪明交易

谈判不可避免地会涉及让步。与其试图把每一项都均分成两半，不如创造一方大赢、另一方小输的条件。聪明的交易可以为双方都增加价值。

签署对赌协议

交易双方通常都会对未来有不同的看法。比如，企业的出售方相信企业会有更快的内生增长速度，但收购方则可能认为他们带来的分销网络将更大程度地促使企业扩张。对赌协议有助于交易双方解决关于未来的分歧。出售一家企业获得的收益取决于成交价格，而成交价格又取决于交易结束后企业的表现。

提前判断是否要“先下手为强”

行为心理学认为，抢先出价的一方会受益于锚定效应。但凯恩认为，关于出价顺序的研究还没有定论。如果你在没有充分了解对方利益的情况下先行一步，结果可能是徒劳，更有可能会在不知不觉中把价格锚定得太低。只有当你尽可能多地了解了对方的利益和诉求点后，先出手并锚定在高处才是有效的。

转换表达方式

在谈判遇到困难的时候，使用温和的语言可以帮助双方继续保持接触。FBI前人质谈判代表克里斯·沃斯（Chris Voss）在《掌控谈话》（*Never Split the Difference*）[3]一书中讨论了换种方式表达“不”的重要性。将否定变成进一步探讨的可能性，可以将交易破坏者变成交易达成者。他推荐了以下可以缓解僵局的表达方式：

> 看来这对你不管用，那怎么办才比较好？
> 你需要些什么才能继续谈下去？

善用离席带给对方压力

在谈判过程中离席而去会给对方带来压力，迫使其重新考虑自己的立场。只要给自己留下可以重新进入谈判的余地，离席有时是最有价值的工具。

凯恩发现，让他的学生做出离席的举动很难。在他的谈判课上，他曾经要求学生每学期至少离席一次才可以通过这门课。但即便如此，直至最后一次谈判，至少有一半学生还从未离席过。凯恩提醒他们，只需要离席然后再回来就行了，虽然明知这么做就能通过考试，可他们还是做不到。

离席会使对手产生焦虑和危机感，从而有可能在谈判过程中获得更多利益。在某些情况下，这是一个非常成功的策略。

谈判是投资研究、管理投资机构乃至生活中都必不可少的一部分。精心准备、更新信息和有效沟通可以使首席投资官为其服务的对象提供更多价值。

面谈、决策制定和谈判的各种技巧使首席投资官可以更好地实施其投资策略。不过，大多数人都不是一个人工作，因此如何带领团队是做好所有这一切的关键。

CAPITAL ALLOCATORS

第 4 章

工具 4，
用领导力推动团队执行

成功的投资者聪明、专注、勤奋，有着非凡的洞察力，但这些特质很少能延伸到团队管理层面。

——乔恩·赫特尔
卡拉汉公司执行总裁

Successful investors are brilliant, focused, and hard working with tremendous insights that rarely extend to managing people.

– Jon Hirtle
Executive Chairman, Hirtle, Callaghan & Co.

首席投资官有两个全职工作：管理资金池和管理团队。很少有首席投资官接受过领导力方面的培训。行业内以学徒制形式传授的绝大部分是管理金融资本方面的知识和技巧，管理人力资本方面的培训十分匮乏。

我虽曾与许多优秀的基金经理共事过，但我关于领导力和管理他人的经验都来自耳濡目染。我和同事们也从来没有学过这类课程。因此，我在这方面的许多心得都是来自对失败案例的观察。

首席投资官必须学会如何领导团队。播客中一些在领导力方面有专长的嘉宾，大多都是在其他领域中学习了相关的技能，比如，橄榄球教练兼评论员迈克尔·隆巴尔迪（Michael Lombardi）、领导力教练戴维·布尔·格法因（David“Bull”Gurfein）、考恩（Cowen）资产管理公司的杰夫·所罗门（Jeff Solomon）。所罗门讲述了他在夏令营期间学到的功课：

> 你终将和一群人待在一间小屋里，要一直待下去，24小时，一整天，每一天。这可能会非常困难，但你必须继续下去，因为你别无选择。逐渐地，你学会了如何融入一个团队，如何与团队相处，如何找到你喜欢的人，以及如何与你不喜欢的人周旋。在这个夏令营度过的每一天就是在想怎样混到最后一天，并且找些乐子。这些在夏令营中学到的东西就是在团队中人际交往的基本技巧。

优秀的领导者会采用以下经验法则，它们是领导力培训的一个通用框架。

- 定义愿景
- 制定行为准则
- 持续、频繁地沟通
- 展现真实
- 激励和驱策
- 拥抱变革

定义愿景，为公司文化设定基调

成功的领导力始于为团队定义一个共同的愿景，这句话就是西蒙·辛克字典中的“为什么”。1高效的领导者总是先创造愿景，然后反复、充满激情地阐述愿景，并对这个愿景深信不疑。

愿景是文化的关键驱动力，即使难以界定，我们依然能够了解、感受和拥抱它。它渗透到企业从招聘决策到投资决策的方方面面。明确的使命能吸引志同道合的员工，激发他们的热情和忠诚。领导者要设法使团队成员相信自己是比所做的日常工作更大的蓝图中的一部分，并以此来激励他们。

洛克菲勒资本管理公司（Rockefeller Capital Management）首席执行官格雷格·弗莱明（Greg Fleming）在早期担任管理顾问期间就发现，最成功的商业领袖都有一个严密、清晰并不断宣扬的愿景。例如，迪士尼公司已退休的前首席执行官鲍勃·艾格（Bob Iger）在接手公司时，就将公司的愿景描述为“打造高质量、品牌化的内容，拥抱科技，实现业务全球化”。2从那时起，这一愿景就成了迪士尼公司前进的灯塔，照亮了从并购策略到内部目标的方方面面。

格法因是一位受勋的海军陆战队老兵。很多年前，他就受训成为一名随时有生命危险的领导者。他把领导力定义为“一种信任和纽带，涵盖如何制订计划和下达命令的一系列原则”。在海军陆战队，指挥官的意志就是愿景。每次出征前，指挥官会阐述清楚谁、什么、何地、何时、为什么和怎么做。指挥官的意志就是为什么和怎么做，为什么要执行这次任务，如何完成任务。

隆巴尔迪解释了以可持续发展为导向的领导者比以解决问题为导向的领导者更容易获得成功的原因。前者有基于长期的愿景，而后者的愿景在于解决更多紧急的问题。

珍·普罗塞克（Jen Prosek）是一家公关公司的领导者。她把自己的团队称为“企业家组成的军队”，通过这个称呼，她表达了一种可持续导向的愿景。

帕特里克·奥肖内西把“学习、构建、共享、重复”这4个词定义为奥肖内西资产管理公司的愿景。这一愿景涵盖了公司量化研究和软件平台的所有方面，即团队成员应不断学习，在构建新产品、新服务

或增强现有功能方面发挥作用，与客户和同事分享新发现，并反复这样做。在这种愿景的指导下，一种注重学习和实践的文化很容易就形成了。

所罗门给考恩公司设立的愿景是“远见、坚韧和同理心”。这些词语充分说明了考恩公司与其他金融服务机构的不同之处。“坚韧”也许是华尔街的老生常谈；“远见”意味着一种创业心态，这种心态使公司区别于那些已经成熟稳定的组织；而“同理心”超越了人们对金融业的一般印象。这三者的结合很特别，它们已经创造了一种独一无二的文化，并塑造了团队成员独特的性格。

愿景为公司文化的统一设定了基调。要想使愿景保持活力，就要真正地跟随它，并常常讨论它。

制定行为准则，告诉团队成员如何行事

加州大学洛杉矶分校的传奇篮球教练约翰·伍登（John Wooden）在每年训练开始时的第一节课上，都会教他的队员如何正确系鞋带。通过仔细学习赛前准备的最基本步骤使队员们明白，关注比赛的每个细节是伍登教练期望他们达到的基本要求。

确立愿景之后，领导者告诉团队成员该如何行事与表现。重要的是，团队将更加关注领导者的行为而不是他们的言辞，行胜于言。比如伍登教练在第一次训练时提出了一个观点，但如果他每天出现的时候都鞋带散乱的话，队员们很快就会忘记这个教诲。好在这位衣冠齐楚的领导者每天都在践行自己的说教，从而强化了他要传达的信息。[3]

领导者通过身体力行来展示他们倡导的文化。他们决定了行动的节奏、强度、沟通方式、对他人时间的尊重，以及渗透到组织中的大量无形的东西。

隆巴尔迪曾为比尔·贝利奇克（Bill Belichick）和比尔·沃尔什（Bill Walsh）工作。他用充满尊敬的语调描述了爱国者队教练贝利奇克和49人队教练沃尔什的工作习惯。贝利奇克工作起来一丝不苟，效率很高。他要求每场比赛的准备工作从前一场比赛结束后不久就要开始，整个赛季，每星期都要从清晨训练到深夜。沃尔什则为队员们设定了明确的目标，要求他们有礼貌，有求知欲，并与时俱进。无论是对进攻组还是防守组，他都是高标准严要求。

查特里·西尤堂（Chatri Sityodtong）将自由搏击界熟知的“勇士精神”作为一项综合格斗赛事ONE冠军赛的行为准则。勇士精神的内涵是拥有战胜逆境的勇气、毅力和意志力。就像在体育训练中一样，他把工作中的错误描述为被击倒，无论如何，他总是会站起来。这个比喻指向有智慧的诚实。他认为诚实是持续学习的基石，保持谦虚，承认错误，从团队中学习，让ONE冠军赛的每位参与者都能遵循每天努力提高1%的武术格言。

弗莱明经常重复一句来自绿湾包装工队的伟大教练文斯·隆巴尔迪（Vince Lombardi）的话：“完美固然是无法触及的，但如果我们追求它，我们至少可以做到卓越。”这句话阐明了他对于团队的期待。弗莱明并不只是说说而已。正如他的执行团队所说的那样，他通常在早上6点之前就发出电子邮件，提出新的想法，并跟进诸多事项。

他坚持分散决策权，赋予有才能的人以自主权。他把时间都聚焦在寻找优秀的人才上，帮他们确定具体的路径，并赋能他们沿着这条路走下去。

海军陆战队有着明确的行为准则，这使军队更有力量。正如格法因所描述的，“军队先要吃饱”。海军陆战队是一个倒置的金字塔结构，领导者在最底部负责平衡一切。战斗的胜利主要归功于某个18岁的步兵，他必须定位、接近并击败敌人，而不是来自某个中校如何落实指挥官的意图。领导力应该渗透在整个组织之中，无论是战场上的一支部队，还是军营里的一名厨师，只要是海军陆战队的一员，就会重复“我们是海军陆战队”这句话，这从整体上定义了他们。

世界各地的资产管理公司墙上都装饰着各种各样的使命宣言。虽然意图令人钦佩，但大多数使命宣言都变成了空话。因为当矛盾冲突出现时，能否遵守使命宣言指导下的行为准则，就变成了严峻的考验。领导者在年终奖的评定或员工招聘中匹配“正直”“沟通”或“团队合作”等价值观的程度，将决定墙上使命宣言的有效程度。实际的行为准则来自这种时候领导者做出的实际决策。除非领导人最终做出的艰难抉择符合既定的使命，否则装饰再精美的使命宣言也会立即变得一文不值。

持续、频繁地沟通，不断重申愿景

成功的领导者会不断重申他们的愿景，也始终践行他们所拥护的行为准则。这是领导者首要考虑的事情，也会严格地贯彻在他们的言行中。

隆巴尔迪提供了一个名为ROMPS的框架，以供团队沟通时借鉴。

- RO：空间（Room）——控制空间。
- M：信息（Message）——控制信息。
- P：过程（Process）——控制过程。
- S：自我（Self）——控制自己。

“控制空间”是关于气质的，包括肢体语言、语气和自信心；“控制信息”是指在整个组织中用一致的声音去解释计划的能力，每位团队成员都应该能够毫不费力地复述愿景和行为准则；“控制过程”意味着每天早上一醒来，就要全身心投入到组织文化中去；最后，“控制自己”需要你身体力行，做到你为组织设立的行为准则，包括自律、学习和成长。ROMPS框架很好地结合了愿景、行为准则和沟通的各项原则。

弗莱明经常提醒他的团队“需要全体村民一起努力”。他认为，能长期取得成功的组织是依赖于整个团队的努力来实现目标，所以这句关于抚养孩子的谚语很符合他为团队设定的行为准则。

普罗塞克善于通过创造流行语来强化她的“企业家军队”的愿景。她鼓励团队“不懂就问”。她定期召开会议，提高公司信息的可用性和透明度，还设计了“J Low Down”环节，即任何人都可以询问有关业务的任何问题并得到回答。她还在《企业家大军》（*Army of Entrepreneurs*）一书中阐述了自己的愿景。该书探讨了她作为企业家的心态，描述了她吸引、激励、培训、奖励和留住团队成员的方法。[4]

所罗门时常强调同理心是考恩公司独特的特质。他天生善于设身处地为别人着想，说话语气也是充满了暖意。所罗门经常回忆他在夏令营的经历。他告诉团队成员，当事情不可避免地变得艰难时，大家

可以先坐下来，然后说：“嘿，我们是同一个团队，正在努力达成同样的目标。我们来聊聊我们为什么要争论，如果争论是因为我们对如何达到一个共同目标有不同的想法，那么我们不妨一起来关注共同目标本身。”

以上可以看出，善于沟通的领导者都很注重沟通中的真诚，这反过来又能激励他们的团队。

展现真实，追求极度诚实与谦逊

高度的自我意识和谦逊是成功领导者的基本特征。哈佛商学院组织行为学教授托马斯·德隆（Thomas DeLong）认为，领导力是非常个人化的。

麦晋桁（John Mack）领导摩根士丹利时，德隆与他并肩工作了8年。德隆看到了许多非常聪明、业务能力超强又强烈渴望成功的人，他们都很期待诚实的对话。德隆致力于培养能够激励与赋能其他人的管理人员。这一过程始于对自我的探索，与自己交谈并安定下来，让心灵平静并预备好服务他人。德隆所追求的极度诚实与谦逊、敏感相得益彰。

普罗塞克让她的“企业家军队”“不懂就问”时，她是在教导他们，正确的销售方式是人性化的，也就是要谦虚、直接和符合常识。

激励和驱策，点燃团队的激情

领导者需要兼用言语和行动来激励团队。他们自身的工作作风将为组织定下基调，伟大的领导者能够激励团队去实现比他们能够想象到的更大、更多的目标。

领导力咨询公司（Admired Leadership）创始人兰德尔·斯塔特曼（Randall Stutman）曾为1.2万名领导者提供过咨询服务。他为领导者找到了一个让人觉得有点特别的通用框架。团队成员的需求各不相同，有些是为了钱，有些是为了精通某个领域，有些是为了寻求归属感或为更高的目标而努力。如果根据每位成员的不同需求来激励他们，情况很快就会变得非常复杂。但伟大的领导者可以像粉丝一样为其团队鼓掌、喝彩、加油，并表明其愿意在任何环境下为每位成员取得成功给予帮助。“粉丝”概念是斯塔特曼理论中持续且有效的核心，以下的每个例子都是“粉丝”概念的体现。

弗莱明重视积极的动机和乐观的士气。他指出乐观的重要性，将其描述为真正的士气。当考虑团队激励时，弗莱明会把重点放在团队成员个人身上。他善待积极的人，希望他们感到舒服而有目标。为了推动团队向前发展，弗莱明希望每位成员每天早上从电梯出来时都能感受到鼓舞和兴奋。

普罗塞克也用乐观精神来激励团队。她总是保持笑容并且用积极的情绪来支持她的团队。“如果你笑，那么全世界都会和你一起笑。如果你哭泣，那么你只能独自哭泣。”她引述了作家埃拉·惠勒·威尔科克斯（Ella Wheeler Wilcox）的话，用来提醒她周围的人，世界希望与那些有激情和活力的人互动。然后她用“让你的敌人成为你的动力”之类的话来激励她的团队，培养积极的能量。

西尤堂则用自己的“勇士精神”激励他的团队。他常常分享自己的故事，并通过实际行动来点燃团队的激情，增强“勇士精神”。他还一直以一个持续学习者的姿态行事。

所罗门表达了其对同理心的热衷，认为这是领导团队时强有力的武器。他这样描述：

> 你需要了解是什么在激励着对方。你不必同意，只需要理解它。理解一个人是怎么想的或者是什么激励了他，最好的办法就是将心比心。

我想知道你最在意的是什么，你为什么做手头的这些事情？当你问客户这样的问题时，通常会听到你能够认同的答案。

管理就是在表达：我明白你的感受，我想我能够帮上忙。另外，也能顺带做些买卖。我能在哪方面为你提供帮助？我们相互推动怎么样？我可以用我的品牌为你的业务带来提升吗？我们能不能联合起来，寻求1+1>2？

我并不否认他们是个体，要寻求的是自己的成功。我只能成为赋能者。如果他们重视赋能，如果他们重视我们提供的工具、产品、服务和关系，那么他们在这里会比在其他地方更好。但他们依然是极度渴望成功的个体。这就是团队合作的精髓。

拥抱变革，不断更新和进化

领导者拥抱变革。正如隆巴尔迪所说：“如果你连变化都不喜欢，那么其他事情你更不会关心。”最完美的计划也可能会走偏，即便是一个定义明确的愿景也需要随着世界的发展而不断更新和进化。

从组织内部或外部得来的反馈都可能是需要做出改变的早期警告。格法因为一个组织提供管理咨询时，会问每个人3个问题：

- 我们做对了什么？
- 我们做错了什么？
- 我们如何能做得更好？

领导者也是人，也可能会忽略组织内部、客户和行业中发生的重要趋势。领导者应通过反馈获取信息来做更多正确的事情，并及时停止错误做法，在可以改进的地方做得更好。领导者还要能感知重要的变化，并在必要时制定具体的改革措施。

当需要做出改变时，德隆建议从小处着手。惯性是一种强大的力量，人们天生不容易接受变化。可以在新的方向上先寻找一些容易操作和容易被接受的举措，逐步取得一些小的胜利。这样团队就会逐渐被激励，然后愿意跟随领导者开始改变。

领导者需要设定愿景，并定期提醒团队重复愿景，采取与愿景一致的行动，而且要成为团队成员的“粉丝”。优秀的首席投资官需要在投资和领导力方面都很拔尖，能够制定和培育与其目标相一致的愿景。

当设定好符合愿景的路径后，首席投资官则必须确保团队的执行。下一章让我们谈谈人员管理方面的一些经验。

CAPITAL ALLOCATORS

第 5 章

工具 5，用管理確保願景落地

我们的任务是管理人们的时间，赋予他们成功的能力，帮助他们确定优先次序，制订明确的指导方针和计划，并创建具有里程碑和目标的时间表。

——戴维·布尔·格法因
领导力教练

Our job is to manage people's time, give them the ability to be successful, help them prioritize, develop clear guidelines and plans, and create timelines with milestones and objectives.

- Davied Bull Gurfein
Leadership Coach

如果说领导力是愿景，那么管理就是让愿景落地。众所周知，首席投资官在管理人才方面不如管理资本有天赋，人员管理这件事需要额外抽出时间来做，因此是一个经常被忽视的领域。管人需要培训和经验，而这些通常被投资机构忽视。

管理他人这件事要求首席投资官不仅要维持个人对于组织的贡献，更要为别人的贡献负责。这种转变需要管理者善于授权，给予反馈，并允许下属犯错以及从错误中学习。安德森·霍洛维茨公司（Andreessen Horowitz）首席执行官斯科特·库珀（Scott Kupor）将管理者的工作描述为，既要维持列车运行，又要给人们指引方向，并回答问题。

基本的管理技巧听起来有点像常识，包括以下步骤：

1. 找到优秀的人

2. 组织设计

3. 项目管理

4. 人才培养

5. 时间管理

找到优秀的人，人员管理从招聘环节开始

无论是雇用基金经理还是执行一项策略，找到优秀的人是最重要的。查特里·西尤堂说得很对：“要释放你的伟大，就要让自己被伟大环绕。”然而，在每个领导者的心目中，伟大这个概念是不尽相同的。

人员管理从招聘环节就开始了。许多招聘流程缺乏结构设计，默认挑出来的都是具备必要的专业技能并且与面试官性格相似的候选人。其实，招聘面试可以借鉴基金经理面谈的过程，参与面试的团队成员要有事先准备好的策略。

团队可以事先做一些背景调查，针对候选人性格的不同方面准备好开放性的问题，并使用记分卡对期望候选人应具备的特征进行打分。好的招聘流程会兼顾候选人对于财务、企业文化和个人发展方面的诉求，以及组织本身的目标。

企业文化是公司成功的驱动力，WCM投资管理公司的面试过程就是一个例证。该公司投资组合经理兼联合首席执行官保罗·布莱克（Paul Black）十分强调伟大的企业文化对于组织的重要性，也要求旗下投资组合公司的竞争优势与企业文化相一致。在面试过程中，该公司每次都会把公司认为候选人成长必需的核心特质分离出来，并重点评估其中一个特质。一系列的面试便可以逐步勾勒出候选人的全貌。

让威灵顿管理公司（Wellington Management）引以为傲的是，他们在引进人才时很少犯招聘错误。因为他们具有崇尚协作的企业文化和基于绩效的私有制模式，这种模式需要员工具有很高的自我期望值和相互关爱的工作环境。

吉姆·威廉姆斯在招聘面试的过程中会专注于探索5个关键点，这些关键点也是和基金经理面谈时需要重点关注的：

1．聪明。解决问题和随机应变的能力。提问可以集中在曾经解决过的问题上面。

2．沟通。口头和书面的沟通能力都很重要。可以要求展示一些案例。

3．团队合作。是否愿意在团队内分享。提问可以集中在和团队共同完成的项目案例上。

4．正直。由于要做的事是正确的，而敢于做出决定，并为此承担责任。可以询问某些出现状况的例子。

5．经验。有相关工作经验。

威廉姆斯指出，关于这些特质的提问非常有助于提前锁定合适的应聘者，因为只有最后一个特质“经验”会随着时间的推移而改变。他鼓励他的团队将面试当作一次访谈，在结束前已经自然而然地涵盖上述所有话题。

HumanCo（人力资源服务公司）创始人兼首席执行官贾森·卡普拥有20多年为对冲基金招聘人员的经验，雇用过数百名投资组合经理和专职运营人员。他将雇员分为3类：危险的、麻烦的和优质的。他的分类法是一个很有见地的招聘框架。

危险的雇员喜欢随大流。他们不够诚实，不愿意承认错误或在事实发生变化时改变想法，又很容易被各种行为偏差所捕获，即过度自信而混淆过程和结果，过度依赖直觉而混淆事实和观点，并且不能从错误中吸取教训。危险的雇员工作只注重宏大叙述而缺乏细节。从企业文化上讲，危险的雇员习惯于抱怨和破坏，对组织有害。

危险的雇员会给企业带来严重的风险，尤其是在每个员工都很重要的小公司。卡普建议，在他们的个人生活中寻找问题的蛛丝马迹，比如缺乏自控能力和不自律。

麻烦的雇员虽然危险性较小，但仍会带来一些挑战。这些人可能会因沟通能力差而令人很恼火。当事情不顺利时，他们倾向于责怪别人，总想着失败而不是成功。在投资方面，麻烦的雇员缺乏原创性的想法，也缺乏信心，在逆境中容易畏缩。管理麻烦的雇员需要耗费大量时间，却又往往收效甚微。这类人对于组织来说风险较小，但制造了很大的机会成本。

雇用一个优秀的员工会带来积极的影响，对组织来说是极好的投资。这些优秀的人非常诚实，并且在必要的时候愿意改变自己的想法。他们富有竞争力和自我驱动力，总是超额完成任务，雄心勃勃、

坚韧不拔。作为个体，他们善于自省且渴望提升，勇于承担责任，并有意识地参与训练来学习和成长。优秀的员工在团队中会表现出很高的情商和出色的人际沟通能力，在个人生活中亦是自律的冒险者，并表现出强大的意志力。当管理者找到这样优秀的人才时，会像对待家人一样投入时间来培养、发展和保护他们。

组织设计，强化公司文化

从办公空间的设计风格到团队会议的召开频率，管理者对组织结构的安排强化了公司的文化。

以人人平等、“无明星”文化著称的美国资本集团，会刻意避免在办公场所出现任何可能会体现身份的标志。比如，位于角落的办公室只用作会议室，[1]而且所有的分析师和投资组合经理的办公室面积大小都相同。如果某个办公室比正常的要小一些，资深的投资组合经理通常会主动申请搬进这个办公室。而某些投资公司，比如耶鲁投资办公室，则留有充分的开放空间，以促进团队的沟通。另外一些注重精神生活的基金经理，则营造了类似图书馆的空间，让团队成员享有安静且利于阅读和思考的独立办公室。

团队会议的召开频率和结构安排决定了沟通的基调。威灵顿管理公司每天早上都会举行全球晨会，投资团队成员在会上互相分享见解。而大多数资产配置团队开会的频率较低，这也从侧面反映出其团队决策的数量相对较少，节奏也相对较慢。

如果没有适当的准备，会议可能会演变成一种可怕的对时间的浪费。良好的会议安排包括明确的议程、目的和行动步骤。会议还需要事先约定行为准则，会议组织者负责让会议沿着预定轨道进行下去。

首席投资官可以定期组织在异地召开会议，以脱离日常的工作环境，这有助于团队以不同的视角思考重要的战略问题。

项目管理，提高任务完成的概率

团队和组织架构安排完善后，基金经理们就可以开始干活了。项目管理工具包括确定优先级、明确阐述任务、施行责任制和跟进。

确定优先级

格法因在海军陆战队时就学过类似于优先级的概念。当面对有限的资源时，优先考虑手头最重要的任务。在部队，如果你手上只有数量有限的炮火、舰载机枪或者飞机，那么这些资源肯定首先会被分配给那个时刻最重要的部队。而在投资机构，最稀缺的资源是首席投资官的时间。如果团队成员都能正确理解优先级的概念，那么就不会有人因为自己暂时不在优先考虑范围内而产生挫败感了。

明确阐述任务

珍·普罗塞克将其团队成员的角色定义为“发现者、看护者、联结者、研磨者”。“发现者”负责寻找和锁定业务机会；“看护者”是优秀的过程管理人员；“联结者”能很好地处理人际关系；“研磨者”则负责完成工作。普罗塞克的团队成员可能会扮演多个角色，也可能会发现自己在某一个角色上特别擅长。普罗塞克通过明确定义工作内容的方式管理预期和可交付的成果。她的新员工在面试过程中也会被灌输这种对工作角色的定义，使他们能够更好地思考在哪个环节可以给团队带来最大的价值增量。

施行责任制

在大学的心理学入门课上，责任分散效应一直是一个令我非常困惑的概念。在有许多人在场的情况下，个人会倾向于不承担或者少承担责任，而假设其他人会承担。在工作中，如果任务被分配给两个以上的人，个人的责任心就容易缺失，从而可能会影响到项目进度。例如，向多个人发送电子邮件却没有明确指定一个人负责这项任务，这是常见的管理不力的例子。

在海军陆战队里，当两个人被分配到同一项任务时，总会有一个人被指定为负责人。然而，在公司里，管理者们经常会说：“嘿，各

位，我需要你们都去做x。”正如格法因所说：“当你把任务布置给所有人，就等于你没有布置这个任务。”

企业家丹·肖尔（Dan Schorr）在大型消费品企业中学会了如何管理员工。当他尚在运营员工较少的初创公司时，他需要高效地处理待办事项。肖尔使用了一个简单的方法，即3W：“谁”在“什么时候”做“什么”（Who、When、What），来确保每个任务都由一个人负责完成。

跟进

咨询格法因的客户常常是那些在任务督导和支持方面做得不够好的机构。管理者们只管下达任务，然后坐等任务完成。结果几星期过去了，任务并没有完成，管理者们就只能自己上了。

为了更好地分配任务以提高完成的概率，格法因提供了一些简单的方法。他建议制订明确的计划、优先事项和设有里程碑节点的时间表。从初创企业到大公司，公司都使用关键绩效指标（KPI）来定义里程碑节点，以控制目标完成的进度。

库珀用类似的方法定义了节点，并经常询问他的团队需要哪些支持以保持任务进度。

埃里克·里斯（Eric Ries）在他的书《精益创业》2中讨论了一个建造、衡量，并获得反馈的循环以支持产品开发的迭代。帕特里克·奥肖内西也采纳了相似的方法，即学习、建造、分享和重复来达到他的愿景。

当遇到问题的时候，好的管理者视之为学习的机会。赫尔姆斯利慈善信托公司（Helmsley Charitable Trust）首席投资官罗兹·休森尼安（Roz Hewsenian）会这么问：“我在把握方向和引导团队方面有哪些做得不够的地方，或者你还有什么地方没有准备好来解决这个问题？”作为一名管理者，她关注的是她能否做得更好，而不是把责任归咎于团队成员。

人才培养，充分培训确保员工胜任

关于晋升首席投资官的路径，业界并没有很具体的培训教程。CFA的课程可能会教授投资和资产配置的基本原理，但更高阶的投资艺术方面的学习还是得靠“门徒制”。耶鲁投资办公室在培养未来的首席投资官方面可谓经验丰富。在那里待5年，我可以断言，我们完全可以靠潜移默化接受无与伦比的教育和培训。

专业的服务类公司在培养优秀员工的过程中，常常受到彼得原理的影响。彼得原理是指大多数等级分明的机构会倾向于不断提拔员工，直到某个其无法胜任的岗位为止。格雷格·弗莱明在华尔街也看到了这种现象。优秀领导者需要的技能往往与出色的业务人员截然不同。业务岗位的出色员工被升到管理岗位时，他们往往缺乏有效管理的工具。管理者可以根据彼得原理，在员工职位升迁时提供充分的培训，或者改变晋升标准来确保员工拥有胜任该职位所需的技能。

休森尼安非常注意尽量不把自己的观点强加于人，给她的团队足够的空间以发挥创造性。她会严格遵守尽职调查流程，并密切关注技能的培养。当休森尼安在办公室与团队互动时，她更关注团队成员而不是经理们。她重点关注他们事先准备的程度、提出的问题以及他们对经理回答的反应。她在团队中组建了研究小组，其中包括一名发起者、一名持怀疑态度者和一名资深团队成员，这样每个机会都会有3种不同的审视视角。这种方法让她对他们工作的广度和深度很有信心，只有在看到有明显漏洞时她才会介入。

普罗塞克提倡“终身佣金”制，以协调员工的激励、薪酬和发展。如果某个团队成员为公司赢得一个客户，那么在该员工的整个任职期间，都会得到该客户给公司创造的收入的10%作为佣金。通过给予终身佣金，她还教会了团队中的未来企业家们如何经营企业。如果某个月没有收到付款，那么他们就会去关注收款的问题，并了解应收账款的概念。如果价格发生了变化，他们就会发现佣金随之上升或者下降了。普罗塞克的激励方案为团队发展带来了非凡的效果。

定期反馈对培养人才至关重要。无论是通过预先安排好的360度全方位回顾还是定期的目标核查，优秀的管理者总能设法提供建设性的反馈，并进一步设定发展目标。但是资本配置者通常很难确定相关的指标，因为这个职业缺乏类似于收入和利润率这样的指标。无论如

何，设法创建与投资组合相关的特定、可靠的指标，能为管理者提供定期审视和培育投资团队的抓手。

首席投资官本身也需要学习和进步。兰德尔·斯塔特曼和他的团队与许多投资机构的负责人合作，来帮助他们培养高效的领导和管理能力。身处高层有可能会感到孤独，因此经常与同行或者培训师接触的首席投资官能获得更多学习和进步的机会。

时间管理，把精力放在解决问题上

招聘和培养人才、组建团队、管理团队成员和投资组合需要耗费大量时间。在大型机构中，人力资源由独立的部门负责，也有专门的运营经理负责管理团队，营销经理负责品牌策划，生产部门负责出品。而在资产管理机构中，首席投资官承担了所有这些角色，所以掌握一些时间管理技巧可能会很有帮助。

格法因提示了下放职权的重要性，这样下属层级的管理者才有机会去培养解决问题的能力和韧性。领导者通常过于渴望挽狂澜于既倒，殊不知，他们这么做就削弱了下属管理者的权责。格法因会努力克制自己介入的冲动而是问他的团队：“你明白是怎么回事吗？告诉我你准备怎么解决。”

普罗塞克重申了“解决问题，而非逗留”这句话。在问题出现的时候，她敦促团队把所有精力放在解决问题上，而不是坐立不安。我们都有运气好或者不好的时候，那些成功的人心里明白运气的作用，并且想最大限度地利用好运气。他们也有抽到烂牌的时候，但他们想的是怎么把这手烂牌打好。

弗莱明每天一起床就开始思考什么是真正重要的，什么又是无关紧要的。他对真正重要的事情进行了分类，哪些是必须自己参与才能推动的，哪些是已经有优秀人才可以胜任的，以及哪些是介于两者之间的。

西尤堂以优先级和紧迫性为轴创建了一个四象限的矩阵。每天他都会从优先级最高和最紧迫的事项开始，暂时搁置优先级低和不紧迫的事情，并在另外两个象限中适当做平衡。

对于一个想要把企业向愿景推进的领导者来说，管理团队是一个极其重要、必须全情投入的工作。嘉宾们分享的都是简单、有效的管理理念。找到优秀的人、组织设计、项目管理、人才培养和时间管理都是确保首席投资官的愿景得以实现的必要过程。

到目前为止，我们已经较为完整地介绍了首席投资官在工作中所需的工具。现在，让我们开始本书的第二部分，看看首席投资官们是如何思考和实施投资过程的。

CAPITAL ALLO-CATORS

第二部分

聪明的基金经理的投资框架

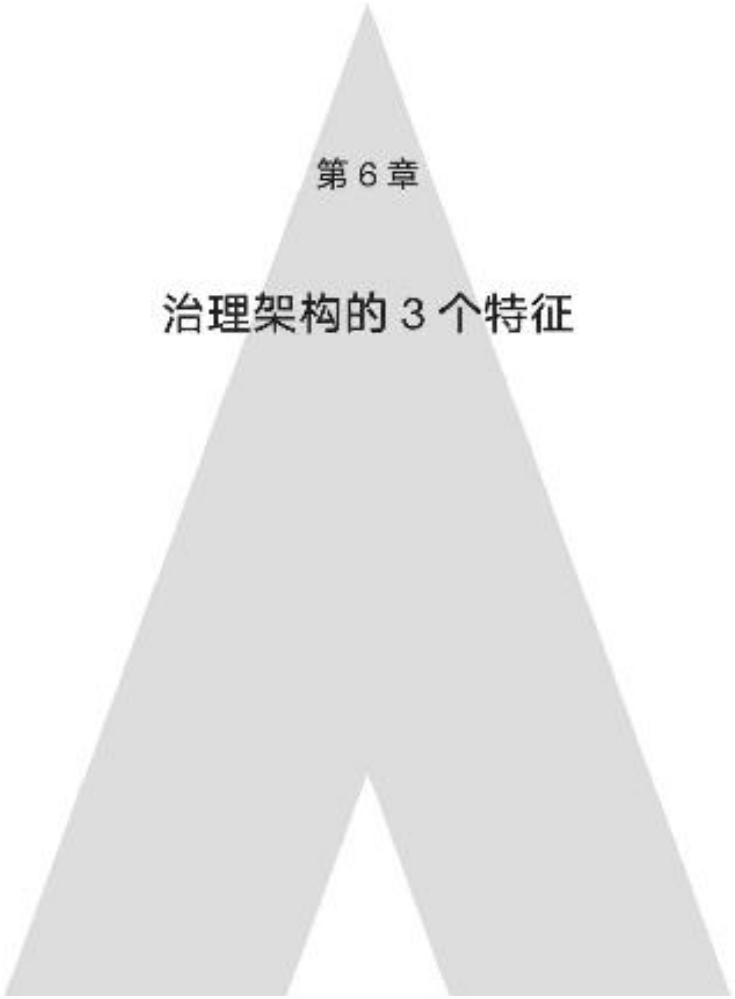
导读

除了工具包中的工具外，节目中的嘉宾还详细介绍了他们的投资工作。第二部分讨论了当代首席投资官在管理委托资金时采用的框架，自上而下的顺序如下：

- 治理架构
- 投资策略
- 投资流程
- 技术创新

这部分以一个案例研究作为结束。该案例研究了首席投资官如何应对2020年新冠肺炎疫情带来的不确定性。

CAPITAL ALLOCATORS



第 6 章

治理架构的 3 个特征

坏的治理架构不可能产生好的投资结果。

——卡尔·希尔
辛辛那提大学捐赠基金首席投资官

You can't have investment success with a bad governance structure.

- Karl Scheer
CIO, Universtity of Cincinati Endowment

数年之前，我所熟识的一位基金经理正在做一个会议准备，这是他与一个大型捐赠基金的第6次接触。在此之前，这个捐赠基金的首席投资官及其团队已经花了一整天来调研该基金管理公司，并在办公室会见了很多股票分析师和资产分析师。就在这个会议上，这位基金经理首次正式向该捐赠基金的首席投资官提出了合作的想法。会议进行得很顺利，首席投资官承诺在下次董事会的时候会将这项合作提交审议。一个月之后，该首席投资官致电这位基金经理，说公司的董事会没有批准这项合作。

这位基金经理的遭遇并非偶然。这家捐赠基金的治理架构素来被人诟病。我曾经问过这家公司的前首席投资官，有多少比例的投资意向会被董事会否定？当听到大约是60%这个答案的时候，我被震惊了。他也表示一筹莫展，即便他觉得会前已经沟通到位，但是会上的讨论依然会因为董事会成员的自大和争吵而不了了之。

首席投资官普遍被认为是站在资本食物链的顶端的人，但事实通常并非如此。在和首席投资官们的多次谈话中，一个持续的主题就是有效的公司治理的重要性。首席投资官们并不能随心所欲地做决策，他们也有客户需要服务，这个客户即资本所有者。

在各种各样的资本所有者之中，最容易理解的就是家族办公室，资本持有人就是家庭成员们。首席投资官的任务就是明确投资目标，然后进行相应的资本管理。可以想象，由于家族内外的各种复杂动态变化，这种资本管理工作的难度很大。

克里斯·艾尔曼（Chris Ailman）在美国加州教师退休基金（CalSTRS）掌舵了超过30年。不过，当艾尔曼想要委托一位外部基金经理时，他的团队必须像政府寻找建设高速公路的承包商那样，发出极其复杂的征求建议书。

捐赠基金设有需要向学院机构委托人汇报的投资委员会。其成员往往学识渊博、目标一致。基金会一般也有类似的设置。主权财富基金是政府设立的为其公民长期利益服务的资金蓄水池，虽然资本长期持续，投资目标也不会漂移，但却常常会受到地缘政治冲突的影响。

首席投资官及其团队负责投资策略的日常执行和维护，而当他们提出调整投资策略或外部基金经理的建议时，则需要董事会来批准。

监督资金池运作的公司治理委员会有权影响或者打断首席投资官及其团队的工作。良性的公司治理结构包括清晰的责任划分、高效的执行委员会以及与利益高度一致的激励措施，而这一切的根基在于所有人员之间的有效沟通。

特征1，清晰的责任划分

2019年1月，孟宇（Ben Meng）正式成为加州公共雇员养老基金（CalPERS）的首席投资官。这支体量达到4 000亿美元的加州养老基金是从1932年开始运作的，主要用来支付加州公务员的退休金。多年以来，它已经成长为美国最大的固定收益类养老基金，也是全球最大的养老基金之一。作为其首席投资官，孟宇可以说是站在了资本食物链的顶端。然而在任职仅18个月之后，孟宇就辞职了。原因也许包括他与其他国家的潜在关系、他个人持有的高达7万股的黑石公司股票以及他在2020年年初清仓一个市场对冲头寸的决策。

你也许认为，一个有着接近一个世纪历史并且担负如此重要职能的老牌机构，应该会有处理潜在利益冲突和短期投资决策的清晰规则。然而，在处理孟宇离职申请的过程中，CalPERS的董事会在“给管理团队多大权限的问题上出现了裂痕”。1事实上，孟宇只是一个开始，该基金继任的首席运营官和首席财务官在随后的两年中也相继离职。

CalSTRS首席投资官艾尔曼认为，良好的公司治理的关键在于清晰地定义角色和责任，也就是弄清楚谁在做什么并有效地执行。董事会要和首席投资官一起确定好每一个投资步骤的负责人，并且确定最终的投资决策人。

这听起来似乎很简单，但事实上，这绝对不容易。新上任的首席投资官总是带着大干一场的热情和幻想。2016年，在梅雷迪思·詹金斯（Meredith Jenkins）成为矗立于华尔街的三一教堂的首任首席投资官之前，教堂管理处抛售了几十亿美元的房地产。詹金斯以为会有堆成山的现金等着她去投资，但她很快就发现，教堂管理处已经聘请了一位临时顾问来处理大部分的现金。她花了好几年才建立起她上任之前所预想的投资组合。

当埃伦·埃利森（Ellen Ellison）受邀成为伊利诺伊大学基金会首席投资官时，她实际上是接手了一个负责委外业务的小团队。她不得不一边作战，一边重组团队。埃利森列出了15项实施步骤，然后从最难的那一项开始执行。她用了6个月时间一直专注于管理工作，丝毫没有触碰投资组合。这些工作包括：把投资委员会的规模减半、制定新的投资政策、短期融资、处理利益冲突、制定投票章程，然后最终

才是资产配置。把这些基础工作都做完以后，她才能开始重组投资团队和投资组合。

首席投资官们一旦明确了方向，就会发现自己做投资决策的权限是在0到100%之间波动。对于新西兰养老基金（New Zealand Super Fund）首席执行官马特·惠内雷（Matt Whineray）来说，拥有完全的投资决策权限是底线，他的团队做投资决策的时候无需董事会的任何批准。该基金的业绩能领先于同行的部分原因可能就在于权责明晰。

明确的责任划分是高效公司治理的前提。在类似于惠内雷所在的机构，首席投资官对整个资产配置和选择外部基金经理的流程拥有完全的权限。而在盖蒂信托，投资团队会让董事会来核准他们的投资组合策略，但保留了选择基金经理的权力。吉姆·威廉姆斯非常善于迅速调整外部基金经理以确保与董事会的策略保持一致。在其他机构，首席投资官可能会在承诺做到某一规模的前提下，才能拥有完全的投资自主权。在赫姆斯利信托（Helmsley Trust）和卡内基公司（Carnegie Corporation），虽然公司投资委员会拥有最终投资决定权，但是在充分地讨论之后，往往会采纳投资团队的建议。

而在管理低效的机构，做决策的部门很难保持一致性。家族办公室大多数从未定义过清晰的决策流程。iConnections公司创始人兼首席执行官罗恩·比斯卡迪（Ron Biscardi）和许多家族办公室有合作。他发现他们做决策非常艰难，投资决策往往排在他们讨论清单的第4或第5位，首席投资官很难做出即时的投资决策。

拥有独立而充足资源的机构往往倾向于依靠内部人士，而资源有限或者面向公众的机构则需要与外部顾问合作来改善公司治理。董事会需要依靠独立而专业的外部顾问来监督有效的决策流程。百老汇联盟员工福利基金负责人克里斯·布罗克迈耶（Chris Brockmeyer）经常与外部顾问合作。他强调说，外部顾问必须设法取得全部董事会成员的信任才能顺利开展工作。聪明的顾问懂得审时度势，进退有度。

过去20年，许多中小型机构选择外包投资流程。这些外包公司通常是由前首席投资官们创立的，他们可以向一些规模和能力不足的中小型机构输出专业的投资管理能力和各式各样的资源。这些外部首席投资官取代了机构内部的首席投资官，帮助机构制定投资政策和策略，负责整个投资流程，并向治理委员会汇报。这大大降低了非专业投资机构管理投资组合的复杂性。

最后，治理委员会还需要了解投资决策是如何制定的，谁该为此负责。然而，当治理委员会也想照方抓药时，就和投资委员会的职能发生了冲突。

特征2，高效的投资委员会

> 治理结构是这个行业的阿喀琉斯之踵。许多严重的错误缘于董事会在该贪婪时却恐惧了。
>
> ——梅雷迪思·詹金斯

布罗克迈耶几乎把职业生涯的所有时间都花在了董事会的会议室。作为百老汇联盟和百老汇戏剧行业协会的员工福利基金负责人，布罗克迈耶是11个多雇主养老金、7个健康基金和4个年金的受托人。他要与13个董事会和4个外部顾问一起管理70亿美元的总资产。布罗克迈耶每星期都要准备并主持一次投资委员会会议，并且与顾问一起会见各种雇主代表。他曾经讲述过这样一个特殊的事例：

> 我们曾经聘请过一个负责私募股权筛选的外部顾问机构，签约之后将近6个月，才在我们的催促之下开始筛选流程。也许因为不是资产类别的专案，他们遇到了阻力，所以后续到了正式投标阶段，外部顾问、工会受托人和雇主受托人之间就出现了互不信任的情况。每一方都觉得顾问偏袒另一方，这导致顾问给出的任何建议都不被任何一方所信任。以至于外部顾问的工作很难再顺利进行下去，因此我们只能解聘了该顾问，一切推倒重来。

对所有投资委员会来讲，委员会的构成、会议过程中的引导以及不同会议之间的沟通机制等因素，都会对最终的决策质量产生决定性的影响。

委员会的构成

投资委员会的构成受到其主席、规模、成员背景和动机的综合影响。Kindred资本公司管理层人员史蒂夫·加尔布雷斯认为，首席投资官需要得到投资委员会主席的全力支持才能发挥效力。这一点可能没人会比斯科特·马尔帕斯更有体会。在圣母大学投资办公室任职的30年中，马尔帕斯只经历了两任投资委员会主席，人员的持续性保证了沟通和执行的高效性。

即便拥有强大的主席，投资委员会的规模仍有可能会失控。加尔布雷斯在多个机构的投资委员会供职，包括一个大学、一个大型家族办公室、一家上市公司、一个政府机构和两家初创金融科技公司。他发现大型投资委员会容易缺乏主人翁意识，以致几乎都患有拖延症。在第2章曾提到，迈克尔·莫布森的研究指出，投资委员会最优的规模是4～6人。埃利森把投资委员会的规模减半，从18人减少到9人，在通往高效治理之路上迈出了坚实的一步。

投资委员会成员的知识背景和经验也很重要。顶级捐赠基金或基金会在挑选投资委员会成员时，一般是主席本人在充分咨询首席投资官意见的前提下，逐个亲自挑选，因此候选人也都具备相当的职业素养。而在一般机构，投资委员会成员则是由老师和各类行政经理构成。艾尔曼需要持续不断地培训投资委员会成员，因为他们对投资一知半解，而且这些成员还会周期性地更换。布罗克迈耶日常需要与多达11个投资委员会协同工作，但其中竟没有一个人是投资专家。

如果投资委员会是由投资专家构成的，就能汇聚大家的经验和智慧，当这群人把基金的利益放在首位，那就能带来显著的附加值。

然而，也有一些投资委员会成员虽然擅长投资，但是容易偏离目标。正如加尔布雷斯所说：“人们恨不得我们都是特蕾莎修女，为伟大的目标而战斗。但成功的原因有千百个，失败的原因只有一个。”投资专家的自信心都过于强烈，以至于投资团队60%的投资建议被大学的投资委员会所拒绝。另一种窘境发生在重要的捐赠人兼任投资委员会成员时。维杰资本管理公司（Verger Capital Management）首席执行官兼首席投资官吉姆·邓恩（Jim Dunn）讲述了一个事例，有一个投资委员会成员既是基金的捐赠者，也是一家上市公司的首席执行官，“如果他捐给我们100万美元，我们把钱委托给一位基金经理，而这位基金经理正主张炒掉这家上市公司的首席执行官，这就太糟糕了。”

想要与投资委员会建立高效的协同关系，首席投资官必须善于引导，勤于沟通，并争取在新投资委员会成员的引进上提供意见。

引导决策

当一个团队由有不同经验和目标的人员组成时，引导决策过程就会变得很有挑战性。当投资委员会成员甫一上任，首席投资官首要工作之一就是为他们设立合理的预期。查尔斯·埃利斯在耶鲁基金会的投资委员会任职长达16年，并担任主席10年。埃利斯坦承，高效的投资委员会并非凭空而来。

投资委员会选择成员的首要标准应是合作精神。这样的人能够很好地倾听他人的观点。其次是他们愿意做充分的预习。当我在任时，必须花一整天时间，从早8点到晚8点来预先阅读相关文档，为会议做

好充分准备。这实在是一种罕见的特质。然后到会议当天，我们可以原原本本、庖丁解牛似的讨论所有的假设和细节。事情真的是这样吗？这么做真的对吗？需不需要做一些必要的改动？这一整天都会变得非常高效。我们基本上不会做什么大的修正，但是经过彻底而深入地讨论，投资政策、策略和措施都得到了重新确认。

很少有投资委员会能做到像耶鲁基金会这么投入。恰恰相反，AB联博财富管理公司（Alliance Bernstein）前首席投资官塞思·马斯特斯发现绝大多数投资委员会可谓是管中窥豹。

令人吃惊的是，绝大多数投资委员会只花很少的时间在真正应该聚焦的目标上，却把大把的时间花在琐事上，比如为每个产品确定比较基准，或集中讨论那些略微跑输比较基准的产品。这有点像某人阅遍全球所有报纸，却并不是为了检视假新闻，而是为了寻找语法和排版错误。

在错综复杂的管理委员会进行管理，是一项心理学和人类行为学的运用。艾尔曼把这种情况比喻成，你在一个拥有12名成员的合唱团工作，虽然只能与团员单独沟通，但最后却要检验团队的整体合唱效果。这与听12次独唱不同，你不可能逐一满足所有人的需求。艾尔曼认为，这种技巧与他之前作为人力资源谈判专家时的技巧类似：理解、倾听、促膝长谈、阐明观点差异，最后尝试说服他们。

投资委员会冲突的高潮一般发生在投资中不可避免的低潮期。当人类的本性占了上风，糟糕的决策就会发生。布罗克迈耶就多次目睹了这种情况上演。

我们常常低卖高买，然后委托人就坐不住了，开始犯一种在投资者中屡见不鲜的错误：解雇在低谷中的基金经理，转而拥抱在高点的基金经理。

最后，首席投资官会争取董事会的支持。此时，不同会议之间的沟通就非常重要了。

持续、反复沟通

目前在马克那资本（Makena Capital）供职的拉里·科查德（Larry Kochard）在开始其华尔街生涯之前，曾经是弗吉尼亚大学的

金融学教授，并兼任弗吉尼亚退休金系统的董事会成员，以及乔治敦大学和弗吉尼亚大学投资管理公司（UVIMCO）的首席投资官。在他作为资本配置专家期间，从未忽视教学。科查德认为，不断地教育和说服董事会是首席投资官工作中一个未被充分重视的方面。那些乐于沟通和接受教育，而不是视之为浪费时间的人，将为资产管理机构和投资过程赢得更多的稳定性。

首席投资官在正式出席董事会会议之前，通常要和董事会成员预先沟通，让董事会成员们了解投资过程，并了解他们的背景、学识和可能存在的顾虑和想法。这可以避免在正式开会时出现始料不及的情况。华莱士基金会（Wallace Foundation）首席投资官托马斯·莱内汉把它定义为一个建立信任的过程，通过让董事会成员了解情况并征询他们的意见，与他们建立友好的关系，这在关键时刻会帮到你。

不同的机构会找到不同的有效沟通手段。Hostplus养老基金首席投资官萨姆·西西利亚（Sam Sicilia）要确保了解哪些建议是应该向董事会提出的，哪些则不应该，以及何时让董事会参与这些流程。辛辛那提大学捐赠基金首席投资官卡尔·希尔发现，透明的沟通非常重要，但必须在透明和保持审慎之间取得平衡。

与董事会成员进行持续、反复地沟通时要遵循的原则与领导者传达愿景时相似。首席投资官通过不断重申投资理念、策略和执行的各个方面，不但可以提升会议的质量，而且可以增加董事会在困难时期愿意坚持到底的可能性。

特征3，利益高度一致的激励措施

杰克·迈耶（Jack Meyer）从1990年到2005年执掌哈佛资产管理公司，把这个美国最大的捐赠基金的规模从48亿美元增至250亿美元。[2]在他的任期内，哈佛大学的大部分资产都是内部管理的。投资组合经理的绩效与其多年的优异表现挂钩，绩效越好，收入越高。所以，哈佛大学的基金经理团队能够接受比校内其他同等职位更低的固定薪水，因为他们的绩效非常出众。

但这种模式在校内并不太讨喜。数年之后，1964届的校友公开向大学官员施压，要求他们把投资人员的奖金水平和校内其他需要更高教育背景的职员拉齐。[3]最终，迈耶和他的投资组合经理们受够了各种审查，离开了哈佛资产管理公司。乔恩·雅各布森（Jon Jacobson）创建了海菲尔德资本公司（Highfields Capital），菲尔·格罗斯（Phill Gross）创建了格言资本管理公司（Adage Capital），迈耶创建了凸面资本（Convexity Capital）公司，他们每个人都从哈佛捐赠基金获得了大量的委托投资，并获得了比内部员工更高的报酬。此后，哈佛大学的投资管理就一直处在动荡之中。

基金经理、首席投资官和董事会成员都会受到激励的驱动。资本配置者寻求与基金经理保持利益的一致，并且会奖励他们出色的长期业绩，避免过度重视短期表现。

首席投资官的薪酬结构还有许多有待改进之处。尽管基金经理的报酬受到很大的关注，但首席投资官往往缺乏与其使命相一致的经济激励措施。许多家族办公室向首席投资官支付固定工资，并要求他们以有限的财务资源去博得更大的利益。公共养老基金则以政府官员的工资标准给首席投资官们支付薪水。

改变这些资金池的激励机制是一场艰苦的战斗。佛罗里达州行政管理委员会首席投资官阿什·威廉姆斯（Ash Williams）将解决公共部门的薪酬问题比作在战乱地区创造和平。经过6年的努力，他在佛罗里达州通过咨询委员会召开了15～20次公开会议，终于成功实现了这一目标。该州养老基金的管理得到了根本性的改变，一切都是值得的。

捐赠基金和各类基金会都有各自的激励机制。首先要考虑的是政治因素。类似于哈佛大学这样需要向投资管理者支付巨额奖励的情

况，捐赠者和教授们通常是犹豫不决的。斯坦福大学执行董事阿什比·蒙克（Ashby Monk）注意到，在美国，橄榄球教练的年薪可以超过700万美元，但向首席投资官支付同样的薪水则是一种荒谬的行为。

其次要考虑的是期限问题。一般来说，首席投资官的任期都比他们管理的组合久期要短。《机构投资者》杂志主编基普·麦克丹尼尔发现，很多资本配置者嘴上说自己是长期投资者，但他们的薪酬激励措施却都是短期的。即便首席投资官有长期激励的措施，但对于一个旨在为广大学者和不同年龄段受益人服务的资金池来说，其对于管理者的考核期也很少超过3年。

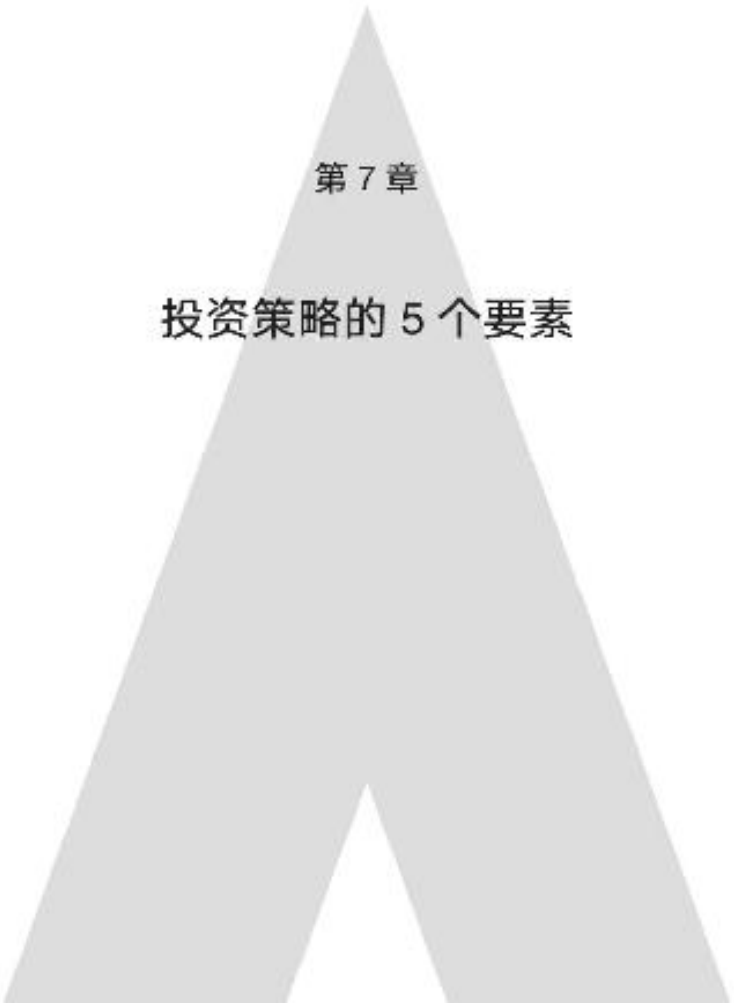
再次要考虑的是比较的原因。许多首席投资官的报酬是根据同行的业绩表现来确定的，这种激励制度对于基金会来说是有害的。首席投资官们被分在管理规模相似的机构组别中，按照在组内的相对表现来获得薪酬，这容易忽视每个机构各自独特的需求。这种错配会导致异常行为出现。我记得一位投资信用债的基金经理曾经说过，他接受过一笔来自某家机构的带有附加条件的捐赠投资，要求基金经理不能再接受另外8家机构的资金。这个要求可能造成的后果，就是首席投资官把潜在的合作者变成了竞争对手。

当然，激励结构本身也在不断演进和完善。加拿大养老金基金就走在正确的道路上，他们设计的激励机制奖励的是长期和稳定的业绩。魁北克储蓄投资集团（Caisse de Dépôt et Placement du Québec，CDPQ）投资基金和对外经营负责人马里奥·塞里恩打了一个冰球手的比方，他说宁可和资方签署一个有长期保障的合同，也不愿意在4年之内暴赚一笔钱，然后早早结束自己的职业生涯。在这方面，加拿大养老金基金成了一个典范，他们的员工离职率很低，长期业绩很出色。

对于机构投资者的投资业绩而言，有效的治理可能是最重要的和最不被理解的驱动因素。清晰地界定董事会和投资团队的角色和职责、设立和管理投资委员会并适当调整激励措施是成功治理的关键要素。

一旦治理架构确立，首席投资官就会转向他们最为人所熟知的日常工作，也就是投资。投资过程本身始于他们如何看待这个世界。他们具体的投资策略则是第7章的主题。

CAPITAL ALLOCATORS



第 7 章

投资策略的 5 个要素

要成为一个好的投资者，你不需要有特定的投资风格，但你需要非常清楚你到底在做什么。

——本·英克尔
GMO公司资产配置主管

To be a good investor, you don't need to have a particular style to your investing, but you do need to have a strong view of what you are doing.

- Ben Inker
Head of Asset Allocation, GMO

由首席投资官领衔的资产配置机构是一种相对较新的商业模式。20世纪90年代初在耶鲁基金会担任分析师时，我可能是全美国唯一一个担任资产配置角色的人。播客上的首席投资官们具有非常广泛的职业背景。第一代首席投资官基本是自学成才，这一点并不出人意料。大卫·史文森的《机构投资的创新之路》被奉为这一领域的圣经，但纸上谈兵与实战截然不同。

首席投资官通过阐述一整套关于投资运作的理念，来构建他们的投资活动，接下来要做的一切都将基于这些理念。

投资策略的核心要紧密贴合资本的目标和预期，它会影响投资的时间期限、持有人的偏好、投资政策的制定和投资过程。

要素1，紧贴资本的目标与预期

捐赠基金的任务是管理代际权益、平衡当前支出，同时为后代保持资产的购买力。安德鲁·戈尔登将这种视角称为“超越长期”（Beyond the Long Term，BLT）。他不仅要努力在未来10年内取得尽可能好的投资业绩，还要确保在接下来的10年里普林斯顿大学依然拥有具备竞争优势的项目。他们拥有极长的久期和每年的开支需求，这决定了捐赠基金公平的基调和多样化的投资取向。

基金会和医院会在其章程中阐述具体的使命。建立基金会的目的是为了按照原始捐赠者的意愿回报社会。医院资产管理的使命是为了帮助那些有需要的人。它们中的许多都是为长期存续而设计的。其他的基金会，比如查克·菲尼（Chuck Feeney）的大西洋慈善基金会，是为了帮助创始人在有生之年捐出所有的钱。[1]

澳大利亚退休基金为年轻人的退休需求服务。Hostplus养老基金首席投资官萨姆·西西利亚负责管理一个资金池，在产生第一笔支出之前，这个资金池将有数十年的资金流入。所以，他的投资理念专注于资产的增值，而无须考虑短期流动性需求。

企业和公共养老基金是为了满足退休人员的需求。此类基金具备有限期限的固定负债流特征，这使得其负债与固定收益类资产相匹配。

每个人都可以自主支配自己所积累的资金，但如果用于投资的话，里霍尔茨财富管理公司（Ritholtz Wealth Management）首席执行官乔希·布朗（Josh Brown）认为：少即是多。那些在第一次会谈中就吹嘘自己投资组合的人，会被他排除在潜在投资目标之外。他认为这样的人都是为了自己的利益。

要素2，越是困难时刻越要保持耐心

机构资金池的久期比任何一位首席投资官的任职时间都要长，所以职业风险是投资决策中最重要的考虑因素之一。但首席投资官普遍认为，耐心对成功来说至关重要。

对马里奥·塞里恩来说，耐心意味着在困难时期还能坚持。在他看来，长期投资同时也意味着表现不好的时间会比别人长。体育记者本·赖特（Ben Reiter）在回顾2017年休斯顿太空人队参加世界系列冠军赛的经历时，也分享了类似的心得。让太空人队夺得冠军的就是耐心。他们已经在大联盟忍受了多年的挣扎和折磨，这给了他们将计划贯彻到底的信念。

从理论上讲，投资者倾向于把过长的投资期限缩短来看。尽管戈尔登赞成用长期的视角，但他认为现实的时间约束也很重要，也就是首席投资官能够多长时间、多大程度地忍受不利局面，而不随意改变他们的策略。多元化信托公司（Diversified Trust）创始人比尔·斯皮茨认为，这个时间期限可能是3年。他发现委托人在经历一年的糟糕业绩后就会变得焦虑不安，两年后则变得非常焦虑并开始扣动扳机，然后再花一年时间真正完成赎回。西西利亚在2020年新冠肺炎疫情刚开始时暂停了配置资金的工作，因为当时澳大利亚政府向民众提供了一个意料之外的特殊提款权，从而使整个养老金行业遭受了打击。

要素3，将价值观与使命整合起来

首席投资官在各自的投资机构中逐步发展和完善了投资理念。史文森拥有经济学博士学位，他将其投资理念植根于学术研究之中。耶鲁基金会长期以来擅长权益、价值导向，偏好小盘股和集中投资的基金经理。他的学徒们在为耶鲁基金会服务的同时，也都潜移默化地接受了相同的理念。

安娜·马歇尔在美国以外的地方长大，她的职业生涯始于对高收益债和新兴市场债券的研究，所以她对国际市场有着浓厚的偏好，并非常强调下行风险保护。

资金管理者越来越强调将价值观和使命整合起来。纵观历史，首席投资官的任务是在给定风险水平下实现投资回报最大化。然而最近，他们在投资决策中会纳入对于公司广泛使命的考量。

通过将ESG（即环境、社会影响和公司治理因素）纳入投资分析，实现可持续投资是资产管理业的一个显著变化。首席投资官可能会排斥对环境有害的资产，将ESG作为投资决策的考虑因素之一，并投资于顺应ESG趋势的资产，或直接投资于能对ESG产生正面影响的企业。在管理日本政府养老投资基金（GPIF，全球最大的养老基金）时，前首席投资官水野弘道意识到，其1.5万亿美元的资产，规模非常庞大，以至于必须构建全球投资组合。他没有将团队的精力浪费在跑赢基准上，而是专注于提高回报率本身。水野认为，投资于可持续的资产、公司和市场，将增加GPIF本身的持续性。他采取了一系列措施，鼓励GPIF及其相关机构在工作中重视ESG。

要素4，创建政策组合

历史上，机构采用自上而下的方法来评估不同类别资产的风险收益特征，以创建政策组合。通过定量分析和大势研判，首席投资官可以确定最可能实现其投资目标的战略性资产配置。这些目标是投资回报的重要驱动力，并为投资策略的实施奠定了基础。威利特顾问公司（Willett Advisors）总裁史蒂夫·拉特纳（Steve Rattner）坦承，在正常情况下，无论你在挑选基金经理方面有多出色，也不管基金经理本身有多优秀，大部分的回报都来自系统性收益（Beta收益），而超额收益（Alpha收益）一直是投资回报的较小部分。

直到最近，首席投资官们才找到了构建政策组合的感觉。在做业绩回顾时，可以看到资产配置是业绩回报的主要驱动力，但极少有首席投资官能很好地预测不同资产类别的回报。除了用作向董事会汇报之外，以资产类别作为投资组合的锚有很多值得商榷的地方。首先，资产类别的划分会派生出严苛的投资限制。罗兹·休森尼安认为“资产盒子法”可谓是灾难，它迫使基金经理为了把资产装进相应的盒子而改变选择的标准。

相较于近期的市场变化，传统的资产配置方法对历史数据更为敏感，马特·惠内雷发现各个资产类别都有生命周期。随着越来越多的机构投资者买入某一类资产，超额回报率会随着时间的推移而下降。各个资产类别回报率的动态变化是影响组合回报率的重要因素。按照这个思路，GMO公司资产配置主管本·英克尔坦承，在回答“以什么价格买入”这个问题之前，投资者无法做出准确的评估。

首席投资官们对传统资产类别的分类方法进行了创新。对一系列固定的资产类别分类进行适当地变通可以为投资过程带来灵活性。澳大利亚未来基金（Australia Future Fund）首席执行官拉夫·阿恩特（Raff Arndt）发现，灵活性并不是传统投资组合理论所考虑的因素。吉姆·威廉姆斯认为，归根结底，只有两种真正的资产类别：股权和债权，其他的都是这两种资产的排列组合。斯科特·马尔帕斯将圣母大学基金资金池中的资产类别从6个减少到3个，只剩下公开上市型、私募型和机会型，主要以流动性进行区分。这种更广泛的资产分类方法能让投资团队更好地匹配相应领域的优秀基金经理，并跨越传统的资产类别进行不同资产之间的风险收益特征比较。

麻省理工学院的塞思·亚历山大（Seth Alexander）采用了一种以基金经理为中心的配置框架来代替资产类别。他们致力于寻找独立于已有资产类别或策略的优秀基金经理，并根据对该基金经理的信心、对其所持有头寸的评估、彼此关系的融洽程度、组合的流动性以及该基金经理的策略相对于学院已有投资组合的偏离程度来确定仓位。2

惠内雷是从风险因素的角度部署新西兰养老基金的。他首先建立了一个参考投资组合，这个组合由易于复制、低成本的被动投资品种构成。这个参考投资组合没有采用传统的资产类别分类，而是更强调底层的经济因素，比如经济增长、通货膨胀和流动性。它使新西兰养老基金的治理委员会可以估计预期收益，并衡量主动偏离基准所带来的绩效。

惠内雷的战略投资组合由一系列风险预算组成，以确保组合的多样性和持续承担主动风险。风险篮子与普通因子截然不同，它们定义了组合回报的驱动因素，而不是标的资产的特征。风险篮子包括资产选择、结构、套利和融资、另类资产和实物资产。3

值得注意的是，引入灵活性因素可能会使训练有素的决策者产生动摇。“择机”几乎是灵活性的同义词，但这在机构投资中是一个“邪恶”的词。在传统机构投资的环境下，卡拉汉公司（CallagHan）执行总裁乔恩·赫特尔试图通过低频的介入来平衡纪律和灵活性，以期能够避免十年一遇的泡沫。

要素5，积极推进内部管理

机构投资者更愿意专注于寻找外部基金经理。资产配置者相信，比起亲自下场，通过与各个资产类别、地区和策略领域中资源丰富的投资专家精诚合作，即便费用较高，也可以获得更高的收益率。

负责挑选基金经理的团队可以有不同的组织形式。吉姆·威廉姆斯认为，某一资产类别的专家有能力在该领域拥有深厚的专业知识和宽广的人际网络，特别是在另类投资领域；相反，BBR合伙人公司（BBR Partners）创始人兼联合首席执行官布雷特·巴思（Brett Barth）和金·卢更希望团队成员是通才，有能力对不同领域的投资机会进行风险和收益的比较；哈肯萨克子午线健康公司（Hackensack Meridian Health）首席投资官唐娜·斯奈德（Donna Snider）采用了混合的模式，她团队中的资深成员是通才，而资历较浅的成员是专才。这种模式让资历浅的成员可以专注于某一领域，学习到更多知识并更快地为团队做出贡献。

一些大型资本正逐步将资产转向内部管理。由内部团队直接管理的公募或者私募资产具有易于控制、流动性较好和成本较低的好处，但潜在的缺点是备选人才的数量较少。建筑工会养老金基金（The Construction & Building Unions Superannuation Fund，简称Cbus）首席投资官克里斯蒂安·福克（Kristian Fok）负责管理一只规模非常大的基金，大到他已经无法再继续外包。他亟须做一些改变，要么增加管理人员，要么重设投资回报目标，然后转向内部管理。索罗斯基金管理公司首席投资官唐·菲茨帕特里克通过内部管理自己擅长的部分，把不擅长的部分外包给相应领域中的优秀管理者，从而解决了这一矛盾。

阿什·威廉姆斯认为，他可以找到愿意在佛罗里达海滩周边低成本生活，而不在纽约的熙熙攘攘中赚取高额薪水的优秀基金经理。拉特纳将内部投资称为捐赠基金投资模式中的一味特殊调料。他认为，提供有足够竞争力的薪酬，就能招到足够的内部投资人员，同时，薪酬支出总体低于外部基金经理20%。

资产组合的内部管理可能比想象中要难一些。拉里·科查德在UVIMCO任职期间曾经尝试过公开股票的内部投资组合。他的团队成员

根据以往从外部基金经理那里学到的知识直接买入了头寸，但却不知如何管理，更不知如何卖出。

加拿大养老金基金在将资产转向内部管理方面走在了世界前列，他们相信自己拥有成功所必需的管理能力、薪酬和人才。塞里恩见证了CDPQ过去20年向内部管理的转变，如今该基金约90%的资产由内部管理。然而，即使内部管理的比例不断增加，CDPQ依然认为外部基金经理拥有巨大的价值，视他们为“通向世界的窗口”。

首席投资官明确阐述了其投资战略，作为他们应对各种挑战的指路明灯。他们往往先从投资哲学开始，通过一个个具体的策略，为达到投资目标打下基础。然后，他们就要入场，开始执行既定的策略，这正是第8章的主题。

CAPITAL ALLOCATORS

第 8 章

投资流程的 6 个环节

拥有好的流程就好比拥有精心排兵布阵的棋盘，可以应对不利的局面。有了这个流程，当幸运降临时，你可以更好地利用它，而当厄运当道时，你可以抵御它。

——贾森·卡普
HumanCo创始人兼首席执行官

Having a good process basically sets up your chessboard to deal with more crap. It sets it up in a way that you can take advantage of luck when it comes your way, and that you can defend against the crap when it comes your way.

– Jason Karp
Founder and CEO, HumanCo

在制定了策略之后，投资者将转向实施策略的过程。贾森·克莱因认为，这个过程是在投资者世界观的指导下，把策略变成经济上可行的计划。

首席投资官负责制定投资策略，并定期与董事会一起进行审视。然后，首席投资官需要花费大量时间实施投资策略，包括寻找基金经理、督导研究、构建投资组合和监控投资。每个环节都是一个多步骤的过程。

环节1，寻找适合的基金经理

如果投资哲学和策略被很好地定义，资产配置者就能有效地缩小潜在投资标的的搜寻范围。根据NEPC咨询公司收集的数据显示，主动型基金经理管理着约3 850只美国股票基金、5 100只国际股票基金、4 800只固定收益基金、2 300只平衡策略基金和8 000只对冲基金，另外，大约还有3 200只私募股权基金、5 400只风险投资基金、1 200只房地产基金、400只基础设施基金。在资产配置者投资范围内的至少有34 250只基金。

审视这些投资标的的最大约束是时间。投资团队的首要任务是监控他们现有的基金组合。一个典型的机构会在不同的资产类别中投资100只左右的基金，每年需要与这些基金经理会面2～4次不等。他们还要花费大量时间来衡量绩效和管理风险，仅维护现有的投资组合可能就要占到投资团队一半以上的时间。

投资团队另一个同等重要的任务是与内外部沟通，需要召开日常内部研究会议和定期投资委员会会议，每一次会议都需要做大量的准备工作。剩下的时间投资团队才能去发掘新的机会。这个过程包括阅读新闻、策略报告、基金经理的文章和公司感兴趣领域的相关报告。这项工作在与候选基金经理会面之前就要开始。

一个投资团队的成员每年可能只能接触200～400只新基金。换言之，一个典型的投资机构能够研究的标的不超过潜在投资范围的1%。所以，一个基金经理获得与资本配置者会面机会的概率，只有一个高中生被耶鲁大学或哈佛大学录取概率的1/6。

那么，首席投资官到底如何带领团队找出适合其投资组合的基金经理呢？这个过程一般是这样的：先依据一系列的规则缩小搜寻范围，然后从现有的基金经理那里获得一些推荐人选，并从各种人际关系网络中获得灵感，再和同行交流想法，最后，对潜在人选发出邀约。

缩小搜寻范围

若有必要，首席投资官会根据一系列规则筛掉不匹配其投资组合的基金。比如，拉夫·阿恩特掌管着规模达1 600亿澳元（约1 050亿

美元）的澳大利亚未来基金，他不会把时间花在那些无法容纳数亿美元资金量的基金上。相比之下，伊利诺伊大学基金会首席投资官埃伦·埃利森管理的基金规模在30亿美元左右，她就更加偏好于管理规模适度或偏小的基金经理。她尽量避开超大规模的基金，在流动性和灵活性之间寻找最佳平衡点。其他常见的筛选依据包括基金公司的股权结构、产品供应的多样性、机构的任期、过往记录的时间长短和名下管理的资产等。

这些经验法则可能会将一些优秀的基金经理排除在考虑范围之外，但首席投资官们最担心的并不是错过。卫斯理安大学（Wesleyan University）首席投资官安妮·马丁（Anne Martin）认为：“宁可错过，不能做错。”同样，布雷特·巴思也表示，对于错过好的投资并不特别遗憾，但却十分在意选择的基金经理表现得不尽如人意。

从现有基金经理的推荐中发掘

大多数首席投资官会从现有基金经理的推荐中发现新的投资人选。因为投资组合中的基金经理与首席投资官拥有相同的投资理念、匹配的投资策略，又因投资技能高超而入选，并对首席投资官的业绩做出过实质贡献。斯科特·马尔帕斯认为，他的基金经理应该是市场上他所知的最聪明的一群人。否则，他不会投资他们。

马尔帕斯经常让他认识的基金经理推荐所知道的最优秀的人才。特别是在考虑新的投资组合基金经理时，他还会向已有的基金经理征询意见。

利用人际关系网络

首席投资官还会利用团队和董事会成员的个人和专业领域的关系网络，来筛选和确定新的基金经理。罗兹·休森尼安会确保团队中的每个人都参与了这个过程。她认为，年轻人更容易有差异化的发现，因为他们的想法尚未被偏见影响。

也有一些首席投资官会与外部顾问合作，以拓宽他们搜寻投资机会的范围。首席投资官会借鉴外部顾问的想法，利用后者做尽职调查或把他们作为传声筒，以确认尽职调查中的选项。与外部顾问的绑定

程度与首席投资官拥有资源的多少有关，拥有更多资源的首席投资官往往较少依赖外部顾问。

从值得信赖的同行中寻找

机构投资者喜欢扎堆。尽管每个投资团队都以拥有独立的想法为荣，但大多数团队还是会找到一些值得信赖的同行，与他们分享想法，扩大亲密关系网。

对于许多基金经理来说，一个严酷的现实是，通过直接打电话的方式很难与资本配置者建立联系。除非这位基金经理已经从现有投资组合中的某位基金经理、资本配置团队的人际网络或他们的同行那里获得了某种推荐，否则要引起资本配置团队的注意是非常困难的。

环节2，明确目标基金经理应具备的特征

当资本配置者面对一群热情恳切的基金经理进行发言时，总会不可避免地被问到这样一个问题：你希望寻找到什么样的基金经理？

将复杂的任务提炼成简单的框架不足以描述资本配置者的实际工作，因为他们每天都要有条不紊地填充投资组合。但如果你在这个行业待得足够久，你总会听到一些关于选择基金经理有趣的经验口诀：

- 3A：接洽（Approach）、优势（Advantage）和一致性（Alignment）。

- 3P：人员（People）、流程（Process）和绩效（Performance）。

- 5T：才能（Talent）、趋势（Trendy）、跟踪误差（Tracking Error）、尾部风险（Tails）和费率（Tolls）。

每一个口诀都有可取之处，它们分别强调了人的重要性、竞争优势和结果。我是在一次行业会议上加入这场讨论的，从而提出了我自己的字母缩写口诀。“位置、位置、还是位置”是一句地产业人尽皆知的话，用来形容房地产投资的3个最重要的指标。我把它用到了资本配置领域，即挑选基金经理3个最重要的方面是3C：性格（Character）、性格，还是性格。

首席投资官们必然不会受限于这些口诀，他们更加注重性格、利益一致性、竞争优势和合同条款。

性格

每一位首席投资官在选择合作伙伴时都会强调的一个方面就是性格。播客的嘉宾们也用他们喜欢的格言来解释这么做的原因。

> 品格高尚的人永远不会丢失它，而没有高尚品格的人可能永远也不会得到它。
>
> ——查尔斯·埃利斯

> 过去的表现不一定代表未来的结果，除非在品性方面。
>
> ——乔恩·哈里斯

对性格的评价是非常主观的。判断力、谦逊、可信度和品德是最常被提及的内在特征，其他受欢迎的因素包括竞争力、出身、好奇心、驱动力、自我意识和气质等。

首席投资官将性格评估从单个领导者扩展到整个组织文化。兰德尔·斯塔特曼将企业文化定义为企业内部一整套的行为规范。资本配置者需要花时间去了解整个团队，观察其是否具有凝聚力且有一致性的文化。

利益一致性

“利益一致”这句话总是挂在首席投资官的嘴边。薪酬安排、适宜的管理规模以及透明度都有助于基金经理以投资者的利益为先。

埃利斯对资产管理这项业务和投资者这个职业做了区分。资产管理这项业务是靠收取管理费盈利的，而投资是为了获取超额回报。资本配置者更喜欢与专注于投资这个职业的人合作，并时时警惕着投资和资产管理这两者之间的内在矛盾关系。基金经理需要一个健康的商业环境来更有效地开展投资，但当经济上的激励使基金经理偏离投资这个职业太远时，其投资结果大概率会受到影响。

为某种投资策略确定一个适当的管理规模与其说是一门科学，不如说是一门艺术。需要大量基础设施支持的投资策略可能需要较大的管理规模才能彰显其威力，而受益于灵活性的基金经理可能认为资产规模的增长会减少他们能够把握的投资机会。

透明度则是另一个重要因素。资本配置者希望尽可能地掌握关于他们所投资的机构、所追求的策略以及所持有的风险敞口等所有信息，所以，沟通渠道越开放、越坦诚，资本配置者就越觉得舒服。

竞争优势

成功的投资者需要找到自己的优势。迈克尔·莫布森使用缩写“BAIT”来描述基金经理可能拥有的竞争优势，以及资本配置者致力于寻找的竞争优势种类。(1)

- B：行为控制（Behavioral），对行为偏差的管理能力，包括过度自信、确认偏差、锚定效应、亏损厌恶和近期偏差。

- A：分析能力（Analytical），对于同样的信息拥有超越一般投资者的理解能力，拥有超群的智力和组合构建能力。

- I：信息处理（Informational），拥有比一般投资者更强的信息加工能力，如短时间内的计算能力。

- T：技术因素（Technical），能迅速确定其他人采取某种行动的非基本面原因，比如来自委托代理的问题或流动性需求，及趁乱抄底等行为。

合同条款

合同条款也是一个重要因素。资本配置者偏好把管理费与基金经理的激励挂钩、投资期限与策略相一致，以及基于长期视角的投资者。

管理费费率一般都会被仔细审查，因为董事会无法预知净回报率，但他们可以事先看到管理费费率。持有人最终也只能“吃”到费后的净回报。从历史上看，高管理费费率并不受行业待见。Aperture Investors投资公司首席执行官彼得·克劳斯（Peter Kraus）指出，基金经理设置收费结构和潜在动机都是为了增加资产，而资本配置者只能从这些基金经理中进行选择，双方利益并不完全一致。高管理费费率会使资本配置者的绩效受到损害。

拉里·科查德试图找出在不牺牲管理质量的情况下降低管理费费率的方法。但也有许多首席投资官表示，他们乐于为出色的业绩买单。

> 如果能拿到卓越的净回报，那么我愿意承受任何水平的费率。
>
> ——史蒂夫·拉特纳
>
> 我每天早上醒来都会祈祷，希望今年我要交的管理费是有史以来最多的。
>
> ——乔恩·哈里斯
>
> 不要幻想你能获得非凡的业绩，同时支付很低的费用。当你找到真正优秀的人时，就必须出高价。
>
> ——安德烈·佩罗尔德

除了管理费费率之外，资本配置者还需要研究法律文件中的一系列条款，以明确基金经理是如何看待和对待投资者的。达拉斯儿童健康中心（Dallas Children's Health）投资主管克里斯蒂·汉密尔顿（Christie Hamilton）发现，这些法律文件阅读起来非常费时费力，因为“你应该质疑的常常是第30页的第10段”。哈里斯想搞明白私募股权基金的投资者是“有限”合伙人还是有限的“合伙人”。他为投资者标示出了需要重点审查的一系列条款，而在这个市场中，基金经理在谈判时明显是更有利的一方。[1]

环节3，通过尽职调查评估候选的基金经理

研究新投资机会的过程，包括一系列面对面的会谈、幕后的研究以及最终给出投资建议。资本配置者需要评估基金经理身上的特质是否具有吸引力、一致性和可重复性，还要评估其投资流程。资本配置者在真正委托资金之前，一般都已经认识某位基金经理数年，除非这位基金经理之前一直处于满负荷状态。比尔·斯皮茨将挑选基金经理的过程比作约会：“你最好不要在第一次约会时就做决定。”

面谈

最初几次面谈的重点是要了解基金经理的背景和过往经历。资本配置者通常会找不同的人在不同的场合面谈，以观察其一致性。在造访基金经理办公室的时候，NEPC咨询公司首席投资官蒂姆·麦卡斯克（Tim McCusker）会重点观察团队成员间如何相互协作。他会观察办公室的氛围、内部的等级以及交流的质量。

马丁喜欢将基金经理带出办公室，以进一步了解他们。她想知道她和这位基金经理的关系能否经受住“战壕”里的“恐怖”考验。她认为如果她不想和某位基金经理共进晚餐，那就不应该投资他。

随后的面谈可以深入讨论投资流程、投资组合构建和底层投资品种。华盛顿大学圣路易斯分校首席投资官斯科特·威尔逊（Scott Wilson）及其团队会重新承保基金经理的某些投资品种，进行独立的安全性分析，以确认其投资想法对他们的吸引力。

研究

在一系列的面谈之后，资本配置者会对面谈记录进行独立审阅。他们会阅读基金经理所提供的材料，并通过查阅公开信息进行验证，还会与其竞争对手交流，并进行详尽的背景调查。资本配置者一般会列一张尽职调查的清单，以确保所有的工作都落实到位。

还有一点，资本配置者一定会研究基金经理过往的业绩，有些人会把它作为预测未来业绩的一个指标。绝大多数精明的资本配置者都会试图从过往的业绩记录中挖掘基金经理在顺境和逆境时的行为方

式，过往的业绩固然无法预示未来，但一个人的性格和气质是很难改变的。

首席投资官会汇总所有团队成员的研究结果，并对机会和风险进行衡量。马丁不喜欢凑热闹，而是喜欢挖掘尚不为人所关注的投资机会。如果发现了某位心仪的基金经理，而他还没有被其他优秀的投资者所关注，马丁就会思考她到底看到了哪些别人没有看到的东西。她也许是对的，但这也需要反复地验证和确认。

拉特纳坦陈，即便完成所有这些工作，要做出投资某位基金经理的决策依然是一门艺术。他会看着眼前的这个人，去感受他到底有没有成为伟大的基金经理的动力和决心。

推荐

资本配置者会在书面投资建议中将他们的研究进行总结，然后将总结好的备忘录提交给决策机构。这些备忘录涵盖了基金经理的方方面面，包括背景、团队、投资机会、投资想法、研究、决策制定、投资组合构建、风险管理、绩效和运营风格。

就如同交易员写交易日志以实时记录思维过程一样，有思想的资本配置者也会写简明的投资报告以阐明投资主题和所预见的风险。一篇有效的报告应该建立在坚实的论据基础上，而不仅仅是简单地陈述事实。这样资本配置者就可以定期做回顾和审视，而不会受近期业绩表现的影响。我曾经告诉我的团队，写一篇关于基金经理智商的报告对投资没有帮助，除非我们能做到定期测试他们的智商，并在智商下降时加以弥补。好的投资报告可能也会进化成一种投资优势，就如同私募股权公司通过卓越的运营能力帮助被收购企业提高利润率。

环节4，确认单个头尺的规模

首席投资官会综合考虑资产配置的目标、对基金经理的信心、流动性状况和风险来确定单个头寸的规模。而在考虑投资组合中头寸的占比时，他们会通过项目查看基金经理所持有的底层资产。

构建投资组合有一个棘手的地方，是必须将静态的名义回报承诺与估值随市场波动的资产组合到一起。资本配置者试图对投资者申购和赎回的时间进行建模，以预估适当的仓位。但金融危机等因素使许多金融机构对投资者做出的承诺变得过高了。例如，2008年金融市场的崩溃使他们的资产规模严重缩水。

环节5，持续监控基金经理的业绩

投资机构是动态变化的。资本配置者会定期回顾其投资报告和预期风险，并重新评估组合中的基金经理，此过程聚焦在组合中投资产品的预期业绩和实际业绩的相对变化上。

监控产品变化

投资公司会随着时间的推移而发展。斯皮茨认为，基金经理的更替与公司的战略、风格、人员或激励的重大变化有关。

初创公司逐渐会有成长的烦恼。斯塔特曼认为，投资方面的专业知识无法用于运营公司。基金经理可能真的不知道如何创建一个组织、确立团队文化或培养人才，最重要的是也不知道如何让组织对其投资过程有积极的贡献。

当企业成功地渡过早期阶段并开始产生丰厚回报时，资本配置者会密切关注基金经理的反应。好的企业经营业绩给基金经理提供了很好的成长机会，这种情况下有些基金经理依然遵守纪律、洁身自好，而有些则迷失在金钱中。

扩大管理规模后基金经理会获得激励，但这也为投资者带来一系列问题。卢森堡资本公司（Lux Capital）联合创始人乔希·沃尔夫（Josh Wolfe）指出，当资源丰富的时候，人们就会比较放松而且喜欢冒险。但没有节制的资产规模增长可能会损害现有策略的完整性，而内在的利益冲动则会使基金经理增加产品的供给。适度的资产规模增长和新产品供给有助于增加现有基金的价值和公司的整体实力，但太多就只会分散基金经理的注意力，增加公司运营的复杂性。

投资界有一句格言叫作“规模是业绩的敌人”，商业界则有一句口号叫作“要么成长，要么消亡”，基金经理需要在这两者之间求取平衡，而资本配置者也深谙这一点。安德鲁·戈尔登深知基金经理深度耕耘的好处，但也认识到世界在变化，所以基金经理也必须进步。他关心的问题是，基金经理是否在以一种能够激发自信的方式进步。

从个人的角度来看，好的年景是一个观察人性的机会，有些基金经理会变得傲慢，而有些则永远谦逊，资本配置者当然更喜欢后者。

当资本配置者感觉到基金经理变得过度自信和贪婪时，危险的信号就会出现。高观投资（Overlook Investments）创始人兼执行总裁理查德·劳伦斯（Richard Lawrence）认为，相较于规模，贪婪是更危险的敌人。克劳斯发现，自负的基金经理在获得成功后往往会丧失自我意识，他们过于相信自己，导致看不清真相。基普·麦克丹尼尔发现，当人们积累了一定数量的财富后，就想要掌控生活的所有方面。

业绩表现不佳对基金经理来说是恶性循环的开始，可能会导致资金赎回，从而带来业务上的压力。机构越小，就越承受不起赎回压力。即便是那些将短期业绩压力视为未来机遇的资本配置者，也会对其他投资者危及公司诚信的行为很敏感。如果基金经理能够正确地应对低潮期，那么这也可能会成为变革的催化剂。基金经理可能会从一个不再奏效的周期性策略上转移，从而带来业绩的起色。亚当·布利茨发现，如果基金的持有人基础比较薄弱，在业绩不佳时会变得非常紧张，因此可能会将暂时性亏损变成永久性损失。此时的赎回将迫使基金经理在最糟糕的时点卖出。

低潮期也会暴露合伙人之间的潜在冲突。许多投资机构其实是不稳定的，要依靠少数几个关键人物来维系组织运转。当摩擦导致有人离开之后，资本配置者需要仔细审视留存的组织和人员。通过与即将离职的员工面谈，资本配置者可以有机会了解组织中长期存在的问题。有些公司禁止前雇员谈论任何关于公司的话题，而也有些公司对此采取支持的态度。当然，这些交谈是需要结合具体背景的。离职的团队成员有自己的职业规划和想法，而公司也需要保护自己的声誉和生意，尽管资本配置者可能不得不对他们听到的内容打一些折扣，但与前雇员进行交谈还是有助于从内部视角观察他们所委托的机构。

能够保持冷静的基金经理可以更好地应对业务中不可避免的挑战，韧性和决心是能获得长期成功的基本特征。如果企业经历了一场风暴，而基金经理的表现依然很稳定，那么资本配置者也会有勇气坚持到底。

监控业绩变化

聪明的首席投资官会利用业绩的高潮期和低潮期来校准期望值。强劲的业绩可能会引发不必要的变化，而较弱的业绩则会检验组织的稳定性和基金经理的性格。

人类的行为特点导致基金经理和资本配置者对业绩天然的追逐。尽管投资备忘录中会事先阐明某一策略所隐含的风险，但首席投资官在真实面对这些风险时依然可能会步履维艰。某些风险不可避免地会在业绩低潮期发生，但这是否就意味着某位基金经理不适合继续管理该投资组合？抑或是在通往投资成功的坎坷道路上，风险只是收益的自然组成部分？

莫布森分享了一种常见的情况：

> 如果你把钱交给了某家投资机构，但回报率一直不好，也许是投资技能不行，也许是基金经理丧失了理智。于是你决定重新评估你的投资行为。评估的过程也许会涉及以下这些问题：“我们能否经常对投资流程进行评估？”“投研骨干们还在继续努力吗？”“这家机构能否较好地管理和减轻行为偏差的影响？”“他们是否恰当地处理好了委托代理问题？”

环节6，在长期合作的基础上不断寻找新机会

首席投资官业绩的核心引擎，是在严苛的投资过程中幸存下来的基金经理的组合。如果你愿意等待，可以把这个过程想象成烤蛋糕。这种蛋糕的烘焙需要很多年，其配料的混合过程也很缓慢。

首席投资官以与基金经理建立长期合作关系为荣。长期关系的好处包括，对目标和价值观的相互认可、为追求长期投资提供稳定的资金，以及对收益与风险预期有相似的理解。

投资组合中的基金经理名单虽然不会频繁变动，但间或也会有些更替。这给首席投资官提供了寻找其他投资机会的空间，或者称为寻找蛋糕上的糖霜（锦上添花）。这些行为包括再平衡、叠加、共同投资、低成本的替代品、内部管理和关系管理。

再平衡

当市场波动使组合的资产配置偏离了目标时，投资者可以通过反复、严格地调整资产组合与配置目标之间的再平衡来增加收益。2摩根大通市场与投资策略主席迈克尔·塞姆巴莱斯特（Michael Cembalest）发现，机构客户的投资委员会对再平衡有着类似宗教般的狂热，当资产价格上涨时，他们会通过再平衡使组合回到正常状态，而当市场下跌时，他们会增加风险承担。

再平衡通常发生在美国股票、国际股票、固定收益和现金这几类资产之间。而在具体资产类别内部，根据市值、地理区域和其他风险因素等，资本配置者可以进行更小精度的再平衡。

低成本ETF（交易型开放式指数基金）的激增为首席投资官提供了现成的工具，可以在不需要改变基金经理配置的情况下对投资组合进行再平衡。劳伦斯指出，再平衡是一种完美的手段，因为它完全不会受到情绪的影响。

叠加

主动型基金经理是通过自下而上的方式筛选出来的。资本配置者花费大量的时间和精力，汇总每个基金经理的风险敞口，以评估整个

投资组合的风险。当市场波动推动投资组合偏离配置目标时，除了再平衡策略外，首席投资官还可以使用叠加策略来改变投资组合的构成。马特·惠内雷采用了战略偏离组合来应对风险预算中长期的均值回归。

在感知到市场极端风险的情况下，通常可以采用叠加策略来降低风险。完美地把握峰值时间是不可能的，但一些资本配置者依然会在感觉到市场充满风险时采取行动。这些行动往往从增加现金仓位开始，其唯一的成本是机会成本。然后，资本配置者会调整基金经理的整体规模和结构，倾向于低风险暴露的基金经理或者增加擅长处理尾部风险的基金经理。此外，首席投资官还会采用直接对冲下行风险的手段，比如通过看跌期权、期货、股票或固定收益指数的掉期等。

共同投资

首席投资官通过与投资组合中的基金经理共同投资的方式，朝直接投资迈出了一小步。接受共同投资的理由因人而异。休森尼安利用共同投资以较低的成本增加对私募股权的风险敞口。吉姆·威廉姆斯认为，共同投资是他们在不同资产类别中表现最好的投资之一。威尔逊则利用共同投资来筛选比较集中的投资组合中的品种。

首席投资官会根据不同的项目意图来设置共同投资的流程，包括寻找、筛选和审视投资机会。休森尼安从选择基金经理的角度来审视私募股权的共同投资，事先确定每一位基金经理在市值、行业和地域上的不同优势，并在出现相应机会时进行共同投资。吉姆·威廉姆斯想知道的是，机构的合伙人和基金经理有没有将自己个人的资金投入到共同投资之中。威尔逊则会为每个单独的共同投资机会提供背书。

不过，共同投资并不适合所有人。沃夫拉公司（Wafra）高级董事丹尼尔·亚当森（Daniel Adamson）发现，资金方普遍眼高手低，在对即时性要求很高的交易中，大多数人都无法迅速做出决策。

低成本的替代品

资本配置者对于主动型基金经理的高管理费费率比较了解。当拥有议价的资本时，资本配置者会和基金经理就管理费费率条款进行谈判。

也有许多资本配置者会在市场中寻找机会，以折扣价获得与基金经理相似的回报。在耶鲁捐赠基金的时候，我负责跟踪美国的封闭式基金市场和英国的投资信托市场，寻找那些擅长投资ETF的基金经理。有一些家族办公室和机构通过创建投资项目来复制机构投资者持仓情况报告表——13F文件中所披露的股票组合。这类投资项目的产生提出了一系列有趣的问题：资本配置者和基金经理之间关系的本质是什么？什么样的服务才是恰当且能提供附加值的？

内部管理

资本配置者并不一定要把所有仓位都委托给外部基金经理。一些机构将内部资源聚焦于市场最有效的领域，在这些领域，他们可以购买低成本指数基金或在内部采用被动策略的组合。内部管理使得资本配置者能够对投资过程和市场波动进行更多的控制。阿什·威廉姆斯就采取了这种折中的方法，他自己的团队成员负责管理被动和定量的股票策略，而其他人则继续寻找优秀的外部基金经理。

关系管理

开始一项新的投资是有趣而令人兴奋的。首席投资官有权让基金经理知道，他们已经准备好步入长期“婚约”了，“蜜月期”即将开始。

然而，退出一段关系就远没有那么令人愉悦了，几乎所有的“婚姻”关系最终都会结束。最好的情况可能是资本配置者一直陪伴到某位基金经理退休。不过这也会给资本配置者留下一点点焦虑，因为资本配置者在结束这一段成功的合作关系之后，又需要寻找下一个接替者。

但更多时候，首席投资官会改变主意。他们可能对未来持消极的看法，或者认为自己犯了错误。在私募市场，当某位基金经理开始为后续基金筹集资金时，首席投资官可能就会跟他翻脸，而在公募市场，这种情况随时可能发生。

不管出于什么原因，首席投资官都会仔细考虑他们在进入或退出某段合作关系时所传达的信息。在一开始就设定一个合适的基调，离开时再设法引起别人的共情，这会让市场对首席投资官及其所在机构

有更好的印象。虽然无法与其他锦上添花的举措相提并论，但这会对他们获取未来的投资机会有所助益。

条理清晰的投资流程包括搜寻外部基金经理、尽职调查、构建组合、监控和提供附加值，这使得首席投资官能够顺利地实施其投资策略。这个流程中的许多技巧都是定性的。第一部分工具箱中的每个工具也都是如此。

但在一个快速拥抱科技的世界里，首席投资官们也需要考虑量化工具如何帮助他们提高投资业绩，这正是第9章的主题。

CAPITAL ALLOCATORS

第 9 章

技术创新的 5 个方向

凡是能被测量的都能被驾驭。

——珍妮·赫勒
布兰迪集团顾问公司首席投资官

What gets measured gets managed.

– Jenny Heller
CIO, Brandywine Group Advisors

金融史反复提醒我们，过度依赖模型可能会导致麻烦。塞思·马斯特斯指出，风险模型是假设世界维持在最近的状态，而所谓百年一遇的洪水却每10年都会发生一次。首席投资官们都明白用过去预测未来可能会导致错误，却还总是将决策重点放在定性因素上。

技术创新促使各行业正在以前所未有的速度加快产业变革，但资本配置者利用复杂的定量分析工具来改善业绩的方式却仍处于尝试阶段。首席投资官们会使用某些成熟的工具来评估过去的市场，给资产配置、风险管理和绩效评估提供可以参考的基准和预期。金融科技公司也正在努力帮助公募基金经理提升业绩，他们所做的努力可能预示着未来的趋势。

方向1，尝试更多的资本配置数学模型

资本配置的数学模型借鉴了哈里·马科维茨（Harry M. Markowitz）在1952年提出的现代投资组合理论。马科维茨的模型采用了预期收益、标准差和资产类别的相关性作为输入变量，利用均值-方差优化法来创建有效边界。投资者可以沿着有效边界曲线来选择风险收益比最佳的资产组合。

理论虽然很优雅，但现代投资组合理论所基于的假设前提在现实世界中是不存在的。该模型需要呈正态分布的收益率曲线和对收益与风险准确而稳定的估计。它只考虑了两种资产类别间的权衡，而没有考虑在机构投资组合中经常出现的非流动性资产。

首席投资官通过研究历史，试图预测在未来市场动荡时期他们的投资组合将会怎样变化。他们会运用蒙特卡洛模拟来预估达不到长期投资目标的概率，例如维持某个资金池的购买力或者匹配某个养老基金的负债。情景分析和压力测试也有助于评估短期亏损的可能性。

方向2，进行多个层面的风险测量

风险测量是对投资组合的一种事后评估。除了投资组合层面的测量外，首席投资官还会逐个评估基金经理的个体风险，同时考察回报序列和底层资产的安全特征。

基于回报率的分析可以挖掘隐藏的风险因子。资本配置者将基金经理的回报序列与一系列资产的历史回报序列做回归，就可以确定组合与不同风险因子之间的相关性。但这种做法有时候会出现伪相关，比如与某种外国货币有无法解释的相关性。但有的时候，某些看似荒谬的相关性会促成新的发现，比如组合回报与尼日利亚奈拉货币的相关性，尼日利亚其实是一个重要的石油出口国。

资本配置者还会整合不同的风险因子以计算组合整体的风险敞口。典型的风险敞口包括资产类别、地理位置、市值、行业、风格（价值/增长）、质量、宏观经济（利率及货币）、所有权、久期、流动性和ESG。及时测量风险，并定期重复这项工作，使资本配置者能够较好地了解组合对于非主动承担的风险的偏离程度。

方向3，根据长期目标和短期约束进行风险管理

测量风险是管理风险的先决条件。前者并不是严格意义上的科学，后者更可以说是一门艺术。风险管理的目标是在给定的风险承担水平下获取最大的收益，或者是在获得目标收益的情况下承担最小的风险。

通往投资成功的路充满坎坷，首席投资官会根据其长期回报目标和短期约束来审慎地承担风险，从而在动荡的市场中坚持到底。

风险管理并不是消除下行风险的万全之策。因为没有风险，就没有回报。这只是对潜在回报概率分布的一种推测。当马克·鲍姆加特纳考虑风险时，他会仔细观察每位基金经理的集中度、杠杆率和流动性，以评估出现负收益的可能性。

然而，组合最大的风险恰恰是看不到的尾部风险。正如已故的彼得·伯恩斯坦（Peter L. Bernstein）所说：“风险意味着你不知道会发生什么。”我的职业生涯从1987年股市震荡之后开始，至今遭遇的回撤包括2000年的互联网泡沫、2008年的全球金融危机、2020年的新型冠状病毒大流行，以及一路上众多的市场下跌，每一次都可谓系统性风险。医生们把SARS-CoV-2称为“新型”冠状病毒，由它造成的全球经济休克式停摆确实是“新型”的，以前从未发生过。

每一个尾部事件都在提醒首席投资官去思考模型背后的假设。2000年的互联网泡沫是基于这样一种假设：互联网技术将永远改变企业的经营方式和估值，市场早在10年前把溢价都反映了；2008年的金融危机是因为抵押贷款行业杠杆率过高，其基本假设是美国各地的房地产价格永远不会同时下跌；而这场在2020年震撼金融市场的大瘟疫是由无法预见的健康危机造成的。

金融史提醒我们，首席投资官不可能绕过路上的每一个坑，但良好的风险管理可以使投资组合处于风险收益比最佳的状态，以满足长期目标。

方向4，采用多种工具进行绩效评估

根据评估意图的不同，绩效评估可以采用多种不同的工具。首席投资官也会采用多种工具来评估自己的组合表现以及私募股权和公募市场基金经理的业绩。

首席投资官的绩效评估

首席投资官最终要对自己的业绩负责。投资绩效是根据不同的政策组合、资产类别和基金经理各自所对应的基准来衡量的。尽管资金池的投资期限很长，但每个季度的绩效评估报告都要汇报给治理委员会。

绩效评估会使用一系列的衡量标准。在总的投资组合层面上，会使用定制的混合指数作为基准，来评估政策投资组合的回报率、相对于组合政策的漂移程度以及具体资产类别内的实施情况。在具体资产类别内，衡量主动管理是否成功的基准包括市场指数和相同策略组内的其他基金经理的表现，目的是要衡量所选基金经理的绝对和相对收益。也有一些首席投资官会被放到一组相似的投资机构中进行评估，不过，这种做法有时会把合作者变成竞争对手。

私募股权基金经理的绩效评估

对于私募股权基金经理的统计分析尚处于起始阶段，因此能看到的数据也较少。与公募市场的基金经理相比，私募股权基金经理通常持有更少的品种，但持有期更长。

在私募股权领域，连投资绩效也是比较模糊的概念。因为基金经理需要应付定期或者不定期的资金支出，所以并不适用用固定期限衡量的投资回报率。基金经理的投资绩效一般会以资金加权平均收益率或者内部收益率来替代，但容易失之客观甚至具有欺骗性。内部收益率容易受到杠杆率和非经常损益的扭曲，也没有考虑到资金的机会成本。

资本配置者在衡量私募股权基金经理绩效的时候会观察一系列的回报率指标，还会考虑现金回报率。克里斯·多佛斯把自己的KPI描述成“moolah in da coolah”（落袋为安的现金回报率）。在私募股权

市场，资本配置者用来衡量基金经理的指标包括总投资倍数TVPI（基金投资总价值与实缴资本之比）、投入资本分红率DVPI（已分配价值与实缴资本之比）和投资未实现倍数RVPI（基金的残值与实缴资本之比）。但TVPI和RVPI的计算中涉及的未分配价值的评估比较主观，容易受到操纵，特别是在基金经理准备为后续基金募资的时候。

如果要对私募股权基金进行更深入的分析，那么就要涉及负责个人投资的人，以及回报率所对应的杠杆水平。资本配置者会仔细研究每项投资的领投人，因为他通常会显著地影响投资结果。资本配置者还需要仔细剖析到底是投资运营还是财务杠杆在驱动回报率，并且在持有期内将基金的收益率与公募市场的同行进行比较。

统计分析的天然后视镜属性使之充其量只能算是私募股权基金业绩的滞后指标。多佛斯建议可以倒过来算，把基金打开时需要达到的收益率分配到每一笔投资，然后据此跟踪审查相应公司的业务进度。在风险投资界，资本配置者有时候会这么问：“这家公司需要做到多大规模才能给基金带来50%的收益率？”在并购界，资本配置者必须研究组合中的公司需要如何运营，才能逐个给基金带来20%～30%的回报率。

公募基金经理的绩效评估

与私募股权相反，公开市场的数据是非常充裕的。资本配置者可以计算一系列的统计指标来衡量基金经理的技能和行为。“过去的业绩表现并不能预示未来的业绩”，这句话醒目地出现在每位基金经理的演讲和法律声明之中。虽然资本配置者永远不会受益于基金经理过去的成功，但人类的天性决定了投资者对于短期业绩的追逐。

深思熟虑的首席投资官会仔细分析过往的业绩记录，并且运用创新性的方法专注于考察基金经理的强项和弱点。首席投资官会使用一系列统计指标来衡量相对于基准的回报率，包括时间加权和资本加权回报率、夏普比率（每一份风险对应的回报）、索提诺比率（每一份下行风险所对应的回报）、风险敞口调整后的收益率以及同类基金经理分析等。

这些指标的效用很大程度上取决于首席投资官关心的问题是什么。时间加权和资本加权的回报率可以让首席投资官了解该基金的持

有人基础以及基金经理与持有人的沟通质量；风险敞口调整后的收益率着重考察基金经理获取超额收益的能力；而与同类基金的对比则可以看出资本配置团队对该基金经理的投资是否明智。

资本配置者也会基于过去的业绩表现对基金经理的行为进行提问，问题一般是以下的形式：“……的时候，发生了什么”“……的时候，你做了什么”以及“你为什么要那么做”等。这些问题主要是围绕着历史业绩记录中的一些异常强或弱的表现来提出的，有助于了解未来遇到类似情况时该基金经理会怎么做。

方向5，不断开发金融科技领域的新工具

一些金融科技领域的初创公司正在开发一些有用的工具，用来帮助资本配置者和基金经理剖析并提升业绩表现。这些公司可能处于未来的数据分析前沿。首席投资官和基金经理们可以重点关注一下，毕竟在资本配置领域，对复杂技术的采纳和运用尚处于非常早期的阶段。这些工具有助于评估基金经理的技能、监测风格漂移并提升组合管理的水平。

分析基金经理的技能

大数据的普及使得资本配置者可以分析回报率的潜在驱动因素，以了解基金经理的技能。巴兹尔·曲尼比（Basil Qunibi）曾是一位对冲基金配置者，他创建了Novus Partners分析公司以帮助全球顶级投资者获得更高的收益。该公司为分析公募基金经理的技能提供了工具。曲尼比创建了一个框架来分解基金经理在交易时能够自主决定的5个维度：

1. 风险敞口：不同类别和程度的市场敞口。

2. 资本配置：持有头寸所代表的板块和所用的工具。

3. 证券选择：股票的选择。

4. 头寸规模：组合内不同头寸的规模大小。

5. 战术交易：头寸的进出。

通过分别研究回报率背后的每一项驱动因素，Novus用一整套统计分析方法，来确定基金经理过往业绩的来源和持久性。其每一项计算都是跨地域、市值、行业、流动性和集中度进行的，资本配置者可以用来研究基金经理的击球平均值（盈利仓位的占比）和击球百分比（产生正回报和负回报的仓位之差）。

另一种分析方法是通过比对同行来研究基金经理的投资组合，以了解流动性冲击下的基金支出风险。这种方法主要研究的是4C，即拥挤度（Crowdedness）、信念（Conviction）、集中度（Concentration）和共识性（Consensus）。

监测风格漂移

在基金经理的管理规模增长时，理解其业绩背后的驱动因素可以提醒资本配置者关注潜在的问题。当某位基金经理的管理规模翻倍时，他们必然要改变投资组合在头寸数量、市值或流动性方面的特征。如果他依然想维持先前的股票数量，并且在相同的市值区间进行选择，那就必然要牺牲一定的流动性。在多年的数据分析生涯中，曲尼比还没有看到过流动性变差了60%以上的哪个基金经理能够长期存活的。

如果基金经理想维持组合流动性而又不想增加投资品种，那么就不得不投资更大市值的品种。这种行为就被资本配置者称为风格漂移，是不受欢迎的。所以基金经理想维持流动性和市值区间，就只能增加持股数量。

解构基金经理的技能有助于资本配置者理解投资组合的风格发生变化时伴随的风险。如果一个基金经理的优势主要在小市值股票，那么决定进入中等市值领域可能不是一个好主意；如果消费品板块是某家机构过往业绩的主要驱动力，那么消费品专家的离职就可能引发大问题。

对历史业绩的统计分析也有其局限性。要得出具有统计意义的结论，就需要拥有某只基金几年内完全透明的交易数据，月度绩效归因和季度13F文件并不充分。即便如此，历史也不代表未来，严格的数据统计只是一种可以协助基金经理评估投资流程的工具。不过，尽管存在一些缺陷，但出色的统计分析工作还是有助于资本配置者提出更好的问题，这至少向未来又前进了一步。

提升组合管理能力

现代数据分析方法有助于基金经理认识和提升他们的投资组合管理能力。大型对冲基金平台有充分的数据和丰富的资源来提取难以捉摸的超额收益。资产管理公司Point72首席市场情报官马修·格拉内德（Matthew Granade）看到大平台有助于提升基金经理的投资能力，比如在风险管理系统、交易系统、数据系统、研究和交易等方面的优势。

Weiss对冲基金公司首席投资官乔迪·维瑟（Jordi Visser）说过，在过去，如果他问某人为什么赚钱或亏钱，他们会讲一个无法考证的故事。而现在有了数据，他就能了解真实情况并就基金经理的决策提出问题。他不再关注没有数据支撑的故事。

维瑟认为，必须指出基金经理的偏差，才能让他们得以改进。他用棒球比赛作为比喻，假设统计学家设计了一个盒子，可以显示击球手对腰部以上和腰部以下来球的平均击球率。如果某位击球手更擅长在低位击球，并且他也可以通过数据了解这一点，那么通过抑制击打高位来球的冲动，他的平均击球率就会获得提升。

克莱尔·弗林·利维（Clare Flynn Levy）和卡梅隆·海特（Cameron Hight）曾是小平台的对冲基金经理，他们常常因缺乏必要的工具来提升投资技能而感到沮丧。所以，他们把管理资金放在一边，创建了软件公司来帮助投资组合经理。

利维创立了Essentia Analytics公司，使命是利用技术和数据提高投资绩效。该公司从行为金融学的角度研究交易，试图找出基金经理的偏差，并在感知到他们可能犯错误时通知基金经理本人。评估项目包括某个仓位的买入、加仓、减仓和清仓。适当力度的提醒有助于基金经理从本能的爬行动物思维（丹尼尔·卡尼曼的思考系统1）转移到理性思维（思考系统2）。

关于Essentia Analytics公司还有一个需要提及的方面。查尔斯·埃利斯是该公司的非执行董事，也是前言中提到的指数基金的公开支持者。是的，埃利斯为一家金融科技公司提供咨询服务，该公司提供的工具旨在提高公募市场主动基金管理者的收益。正如利维在播客中所描述的那样，埃利斯“从来没有说过主动型投资者会消失，他只是说他们会越来越少”。

海特凭借自己的洞察力帮助许多对冲基金经理优化了投资组合的结构。他认为，市场运行如此之快，以至于投资组合基金经理无法考虑实时优化影响头寸规模的所有变量。他的Alpha Theory投资咨询公司，致力于借助数字和概率来帮助基金经理决定头寸规模，使含糊不清的因素变得明确。

海特的公司利用投资团队的研究成果来实时计算风险和回报。研究深入的分析师一般都有模型和股票可能走势的概率情景分析。在缺

乏新信息的情况下，股票价格的每一次变动都会改变风险和回报的赔率。Alpha Theory基于投资团队的研究建立了基于信心加权的头寸规模模型，并将计算结果与实际投资组合中的相应头寸规模进行比较。经过15年的运行，海特积累的大量数据显示，看似简单的工具能够在实战中为客户带来可观的回报。

他的数据还揭示了关于基本面投资者的一个重要结论。优秀的主动型基金经理在大仓位持有的投资品种上获得超额收益的能力明显优于小仓位部分。Alpha Theory由此推出了《集中宣言》（*The Concentration Manifesto*）一书，提出如果主动型基金经理将仓位集中在他们最好的想法上，那么无论是资本配置者还是基金经理都会得到更好的结果。[1]

数据分析很难给资本配置者提供现成的答案，但这些工具能够帮助资本配置者衡量投资组合和基金经理层面的风险和回报，以及在选择基金经理方面做出更明智的判断。

数据可得性的改善和大量处于评估技术前沿的创业者们使首席投资官能够获得更多的信息。只要问题提得巧妙，就能使某些基金经理暴露出他们回避最新技术的现实，即他们已经落后一步了。

正如罗伯特·彭斯（Robert Burns）曾经提过的那样，人和老鼠一起筹划的哪怕是最精妙的计划也难免出错。当最复杂的量化工具落在一个异常值上时，首席投资官需要做出反应。新冠肺炎疫情从2020年3月起引发的市场、就业和工作方式的动荡，为首席投资官如何应对不确定时期提供了一个最新的案例研究。

CAPITAL ALLOCATORS

第 10 章

应对不确定的环境

适当的计划可以防止糟糕的表现。

——金·卢
哥伦比亚投资管理公司首席执行官

Proper planning prevents piss poor performance.

- Kim Lew
CEO, Columbia Investment
Management Company

投资机构的领导和管理都需要在正常的市场环境中不断实施和完善。但是，每隔10年左右，市场就会颠覆任何关于“正常”的概念，这些充满压力和不确定的时期考验着管理者。

对于压力所带来的心理挑战，迈克尔·莫布森进行了如下描述：

> 当感受到压力时，我们会缩短视野；当我们需要目光长远时，却开始短视。而在现实生活中，人们通常更关注坏的事情。从心理上讲，因为压力而无法进行长期思考和更关注消极因素这两点，从投资者的角度来看，都不是什么好事。

特殊时期的资本配置策略

新冠肺炎疫情为首席投资官如何应对不确定性提供了一个观察案例。新型冠状病毒给世界各国的经济发展、人民的健康带来了前所未有的挑战。首席投资官将面临无限期居家办公、股市波动以及全球经济突然停摆的局面。

在各自投资理念的指引下，首席投资官们很快就制定了面对不确定性的领导和管理的行动指南。

马克·鲍姆加特纳借鉴了军事缩略语，应对某种VUCA情况需要采用OODA循环。(2)不同的首席投资官正以各自的方式寻求类似的路径。

首席投资官首先需要适应新的工作场景。在线交流成为内部团队、投资委员会和管理者之间沟通的常态。投资团队往往规模较小，而且团队成员习惯于出差，这使得其转型比大型企业要更容易一些，原本就很频繁的远程对话和在线交流的差别不大。

一旦搞定了内部团队，首席投资官就会转而关注投资组合的流动性。大多数人习惯于评估资产负债表资产端的流动性，很少有人考虑过负债迅速上升的影响，而这场病毒大流行提出了一些答案未知的问题：

- 学校什么时候能够重新开放，这种延迟对大学收入的影响意味着什么？
- 随着旅行的减少，基金会的资助者在研究方面会有一些什么需求？
- 当医院集中力量处理新冠肺炎疫情时，原本高利润率的志愿者项目急剧萎缩将如何影响收入和利润？
- 收入的骤停会如何影响企业年金账户？
- 养老基金应该如何平衡未来的退休需求和当下严峻的经济困难？

首席投资官在市场中寻求投资机会的时候，可能不得不考虑企业潜在的收入冲击这个新变量。他们从基金经理那里收集了大量信息，试图厘清情况、计算业绩和评估风险。他们如饥似渴地阅读，并与各种精心挑选的专家沟通，以了解未来可能出现的问题和可能出现的机会。

许多对话都传达并证实了原先的预期。对一些人来说是敲响了新的警钟，而另一些人则认为是新的机遇来了。

在危机中坚守使命

巨大的市场波动是让投资者调整风险和收益预期的好机会。那些拥有足够技术和数据系统支持的机构迅速行动，并对结果有了坚定的把握，而那些没有现代技术支持的机构则会明显落后。事实证明，在考虑未来的机会时，对基本情景的准确估计尤其重要。

与此同时，经验丰富的首席投资官的行动反而会相对迟缓。安德鲁·戈尔登并不急于行动，而是想弄明白自己是否正专注于正确的事情。这场疫情在他的机构内部引发了一场关于认识论的讨论，团队成员们想弄明白自己到底知道什么以及是如何知道的。他既为自己的团队从过去的危机中获得的智慧感到骄傲，也为自己未能吸取同样的教训而感到尴尬，尤其是对投资组合和现实世界的走向过于自信。危机会让伟大的领导者在采取行动之前重新认识自我，重新检验自己的假设。

在采取行动之前，资本配置者会转向他们信任的基金经理。由于基金经理并没有改变投资理念，他们只是通过增持弱势仓位和减持强势仓位来做再平衡。最重要的配置资金会流向先前关闭申购的基金经理或是特别擅长某一有吸引力领域的基金经理。

所有这些步骤对于先前没有进入投资组合的基金经理来说，就像是打开了庇护所的大门。但这些举动几乎都是无效的，因为此时首席投资官采用的行为准则是以不变应万变。

直到一切都尘埃落定之后，首席投资官才会开始寻找新的投资机会。正如牛津大学捐赠基金首席投资官桑德拉·罗伯逊（Sandra Robertson）在2020年4月中旬所说的，当时股市出现了迅速反弹，“现在出售已经太晚，但买入还太早”。

当资本配置者准备寻找新的基金经理时，他们会先从基金经理观察清单中查找。这份清单不可避免地会包括之前已经关闭的私募股权基金或风险投资基金、排名领先的私人信贷基金经理，以及已经被跟踪研究多年的公募基金经理。准备充分的首席投资官都有一份购物清单，以便在资产打折时随时买入。

最后，当市场波动平息时，资本配置者也会寻找一些有吸引力的战术性机会。在新冠肺炎疫情期间，如果破产潮到来，首席投资官就

会关注不良债务；如果息差保持较宽，则会关注私人信贷；而人们一旦确立了新的生活和工作方式，则可以关注不同资产类别中的旅游和休闲行业以及房地产领域的潜在机会。

资本配置者从未设想过靠创建一个清单来应对新冠肺炎疫情，但是协调内部运营、收集信息、评估流动性和风险、监控现有投资组合、挖掘新的投资机会、维护愿望清单和建立新的委托关系等这些事务，在不确定的时期，将成为他们坚守自身使命的共同行动纲领。

就在动荡搅乱市场之后不久，市场又涨回来了。首席投资官们主导的绝大多数行动都没有带来有实质意义的投资组合调整，但这些操作让他们为下一次类似情况的到来做好了准备。

CAPITAL ALLO-CATORS

第三部分

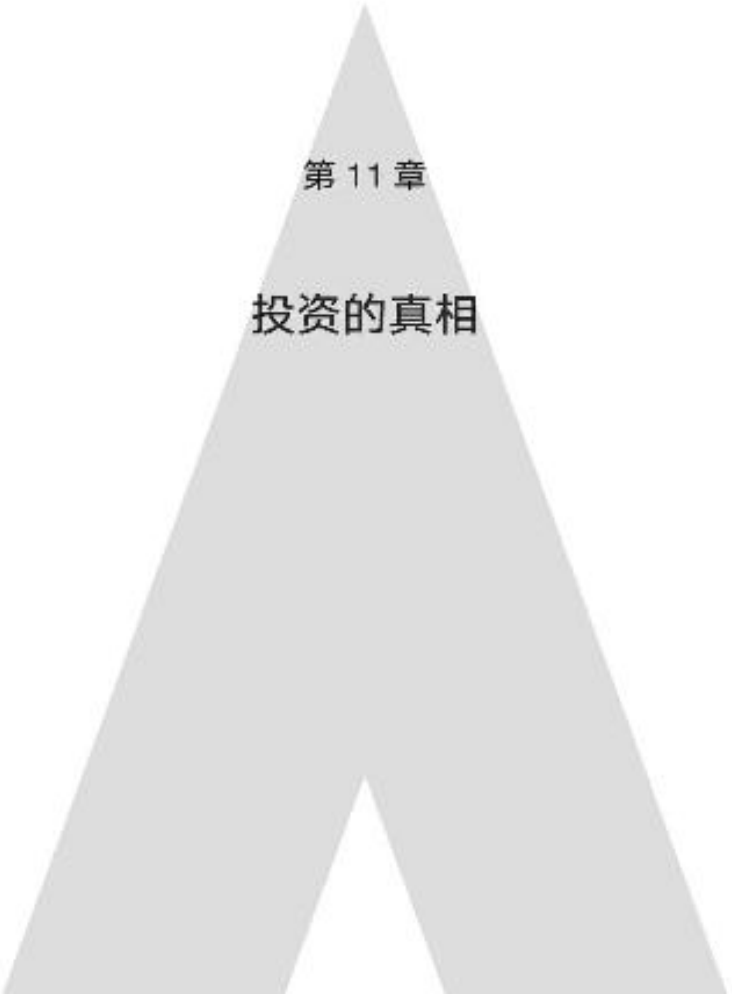
聪明的基金经理的经验与智慧

导读

来参加我节目的每位嘉宾都就如何投资这个话题，分享了属于他们的独特故事以及一系列的经验教训。正是从他们的分享中，我提炼出了第一部分的工具箱和第二部分的投资框架。

除了这些严肃的想法之外，我们的访谈还充满了关于投资和生活方面的智慧结晶。这些结晶将集中在接下来的第三部分进行分享。

CAPITAL ALLOCATORS



第 11 章

投资的真相

没有人可以做到完美。你必须不断地进步，最好的办法是永远保持好奇心，尽可能多地收集信息，尽可能多地与人交流。

——帕特里克·奥肖内西
奥肖内西资产管理公司首席执行官

No one's ever got it figured out. You have to evolve what you're doing. The best way to do that is be insatiably curious, gather as much information as you possibly can, and talk to as many people as you possibly can.

- Patrick O'Shaughnessy
CEO, O'Shaughnessy Asset Management

市场的本质

投资是分析研究和心理学的结合。参加节目的投资经理们就市场的本质分享了许多想法。

价格上涨会引来买家，而下跌会引来卖家，就是这么简单。

——迈克尔·巴特尼克（Michael Batnick）
里霍尔茨财富管理公司研究总监

我们是投资从业人员，却仿佛置身于时尚界。在我们这个行业中，裙子总是上下翻飞。

——安东尼·斯卡拉穆奇（Anthony Scaramucci）
天桥资本（Skybridge Capital）创始人

巨大的泡沫总伴随着伟大的故事。

——迈克尔·诺沃格拉茨（Michael Novogratz）
Galaxy Digital公司创始人兼首席执行官

市场是一个复杂的自适应系统，这既解释了为什么市场往往是有效的群体智慧，也解释了为什么市场会时不时地失控。

——迈克尔·莫布森

导致金融工具剧烈波动的不仅仅是不可预知的模式转换，还有对短期融资的过度依赖。

——詹姆斯·艾特肯（James Aitken）

在资金宽松的时期，很多愚蠢的做法会奏效，许多盈利很差的公司股价会暴涨，很多拙劣的想法很容易获得融资，其中的一些想法竟然还真的能变成好主意。

——丹尼尔·拉斯穆森（Daniel Rasmussen）
Verdad资本创始人

如果着眼于长期，很多事情变得更容易预测。

——本·英克尔

市场、经济、创新、政治、天气以及自然界的一切都是以长周期的方式运行的。

——埃里克·彼得斯（Eric Peters）
One River资产管理公司首席投资官

市场有的时候很有趣，波动性很大，使你有利可图；但也有很无趣的时候，盈利没什么变化，市场也波澜不惊。

——史蒂夫·库恩（Steve Kuhn）
Retired对冲基金经理

如果我们都知道明天会发生什么，那就不会发生了。因为每个人都会采取不同的行动。

——伊曼纽尔·弗里德曼（Emanuel Friedman）
EJF资本首席执行官兼联合首席投资官

努力避开投资中的陷阱

联合基金（Collaborative Fund）合伙人摩根·豪泽尔（Morgan Housel）说，投资可能是唯一一个没有受过教育、没有背景或经验的人，有可能比那些受过最好的教育、拥有最好的背景和经验的人表现得更好的领域。在医疗领域，你无法想象一个没有学历或背景的人能比哈佛大学的心脏病专家做得更好。在那个世界，这不可能发生。但在投资的世界，这样的事每天都在发生。

豪泽尔谈论的只是投资领域中众多令人费解的事实之一。其他嘉宾则分享了更多的事例。

> 世界上真正能把握这个模型的投资者可能只有五六十人。
>
> ——斯科特·马尔帕斯
>
> 每位基金经理都觉得自己能够超过平均水平，就像乌比冈湖边长大的孩子。
>
> ——乔恩·赫特尔
>
> 优秀的投资者中也很少有人每个领域都擅长，事实上，很多水平一般的投资者反倒是追求面面俱到。
>
> ——亚当·布利茨
>
> 选择的悖论深刻地说明，人类天生就想要更多的选择和机会，但他们得到的选择越多，就会变得越痛苦。
>
> ——布莱恩·波特努瓦
>
> 大多数机构都倾向于过度多元化，或其近亲平庸化。
>
> ——安德鲁·戈尔登
>
> 优势是转瞬即逝的东西。
>
> ——金·卢
>
> 几乎在所有行业里，好的生产者都很难成为好的领导者。基金经理在很大程度上就是高度专业化的生产者。
>
> ——安德烈·佩罗尔德
>
> 大多数单一资产类别的基金经理总是认为，不管发生什么，他们的资产类别都是好的。就像问种土豆的农民今晚吃什么时菜单上总会有土豆。
>
> ——乔恩·赫特尔
>
> 那些优秀的基金经理，所谓非常棒的世界顶尖的投资者，在过去5年里相对于市场而言，成绩不过尔尔。
>
> ——马克·鲍姆加特纳
>
> 在价值风格不受青睐的10年里，我们不可能持有90%仓位的价值基金。我们就是做不到。
>
> ——斯科特·马尔帕斯
>
> 资产配置者的思维并不基于长远，他们总是在追涨杀跌。我对这种行为模式感到惊讶。
>
> ——史蒂夫·加尔布雷斯

如果你管理的是别人的钱，那么无论是绝对损失还是相对损失，都有一个阈值，超过这个阈值，你就干不下去了。

——拉里·科查德

你每次买入或者卖出，都是从和你相似的聪明、严谨、组织严密、信息灵通、知识全面的对手那里交易的。

——查尔斯·埃利斯

如果一个人的薪水或管理费并非取决于他真正懂得什么，那么指望他真的理解什么就很困难。

——詹姆斯·艾特肯

如果你像一名哲学系学生那样去理解一件事，那你很有可能是错的。

——丹尼尔·亚当森

投资的好方法很多，但“高买低卖”不在其中。

——莎拉·威廉姆森（Sarah Williamson）
FCLT Global首席执行官

逆向投资意味着你必须能做一些让人感觉不舒服的事情。

——安德鲁·戈尔登

大约200年前，罗斯柴尔德男爵说过，“当街上有人流血的时候，我们就买入”，但我们通常会忘记他格言的后半句，“即便那血是你自己的”。

——劳伦斯·西格尔（Laurence Siegel）
CFA协会研究基金会研究主管

价值投资是有限度的。本杰明·格雷厄姆在大萧条中崩溃了。他无法抗拒那些被低估的机会，以致太早买入，导致破产。

——迈克尔·巴特尼克

主动型基金经理总是表现不佳的原因之一是因为每个人都在做同样的事情。

——保罗·布莱克

我见过业绩很好的江湖骗子，也见过一些极聪明的人，拥有极好的投资流程，但他们连续4年都做得不好。

——贾森·卡普

一切都归咎于证券欺诈。如果一件坏事发生了而公司没有披露，那就是证券欺诈。同时，如果高管在披露不良信息之前出售了股票，那就是内幕交易。

——马特·莱文（Matt Levine）
彭博社专栏作家

关于投资期限的长度，既要以经营企业的视角考虑问题，又不能让错误延续18个月以上，这两者几乎是相互排斥的。

——史蒂夫·加尔布雷斯

趋势往往远远超出人们的想象。在一段长期趋势当中，许多超级聪明的人很有可能已经进进出出很多次了。

——埃里克·彼得斯

当你发现某种剧烈的变化时，往往没有人愿意相信。因为这种情况太少发生了。

——伊曼纽尔·弗里德曼

通过快速注资来解决问题只会人为地将门槛抬高，直到不起作用为止。

——蒂姆·雷克

即使感知到危机即将来临，你也不愿意相信且拒绝采取行动。这是人生的常态。

——伊曼纽尔·弗里德曼

相关性真的可以达到1。

——蔡长柏（Andrew Tsai）
Chalkstream资本创始人

当出现恐慌时，没有一家剧院有足够宽的通道来应对踩踏事件。

——阿什·威廉姆斯

当事情变糟的时候，它会变得比你想象的更糟，甚至可能会发生一些荒唐的事情。

——蔡长柏

运气真是体育界的诅咒。我们努力训练，制订比赛计划和策略，我们竞争，我们汗流浃背，我们不愿相信一切都是命运的安排。投资也是如此，但运气是真的起作用。

——乔恩·沃特海姆

管理好波动才能长期生存

每个资本配置者和大多数基金经理都声称自己是长期投资者。他们在艰难时期的经历，如糟糕的市场、亏损、表现不佳和压力等，决定了他们的意图是否能够达成。播客嘉宾们常爱分享的一个主题，就是他们如何努力抑制下行波动，以图长期生存。

如果你减少低潮时期的亏损，那么复合收益将增长得更快，随着时间的推移，最终的结果会令人瞠目。就像我们的生活，如果能减轻一点倒霉时期的影响，那么生活就会变得美好。

——克里斯·艾尔曼

我非常相信未雨绸缪，尽管我不觉得为世界末日做准备是一个好策略。

——埃伦·埃利森

作为一名期权交易者，你学到的第一堂课，也是最痛苦的一课，就是缺口风险。

——唐·菲茨帕特里克

投资组合经理和企业主都需要有承受亏损的能力。

——汤姆·拉索

对较长时间、较大幅度回撤的不容忍可能会导致决策失误。

——拉夫·阿恩特

只要你没有使用杠杆，没有在不利的时刻被迫退出交易，你就能坚持很长时间。

——杰夫·所罗门

当人们试图降低风险时，有一种昂贵的方法和一系列经济的方法来处理浮亏。当你遇到问题时，那些试图消除浮亏的人（补仓）最后往往是亏得最多的人。

——埃里克·彼得斯

每个人都厌恶回撤，除了永久空头、做空市场的人和行为科学家。

——丹·伊根（Dan Egan）
Betterman行为金融部与投资部主任

投资选择只有最合适的，没有最好的

首席投资官和基金经理们也分享了一些投资选择方面的内容。

我们希望投资于以业绩为导向的基金经理，哪怕需要负担管理费、绩效报酬，甚至他们的傲慢，都没关系。

——布雷特·巴思

越是小平台，越青睐对业务饥渴的机构，有商业风险的更好。

——萨姆·西西利亚

最有想法的投资者能在30秒内将复杂的概念提炼成易于理解的表达。

——克里斯蒂·汉密尔顿

知之为知之，不知为不知。如果你了解得还不够多，就不要投资，因为在不利的情况下你不会有信心加仓。

——安娜·马歇尔

当你试图说“这是我对世界的看法，让我们投资一个平庸的基金经理吧，以表达这种世界观”时，你最终会犯错误。真正稀缺的资源是优秀的基金经理。

——亚当·布利茨

如果你有一个想法，首先必须说服自己，然后再说服别人。这需要完全不同的技巧。

——保罗·约翰逊（Paul Johnson）
Nicusa投资咨询公司创始人

每一位投资组合经理都会问同样的4个问题：好处是什么？风险是什么？市场错在哪里？错误的定价会得到纠正吗？

——保罗·约翰逊

一个企业的基本面中只有两三个真正重要的因素，这是企业手里的牌。投资流程的其中一环是看市场先生是否和我们一样，也翻了这3张牌。

——德鲁·迪克森

投资最大的错误是没有区分基本面和预期。

——迈克尔·莫布森

为了使分析师和投资组合经理之间的关系达到最佳状态，每个人都必须完成90%的工作，但只要求48%的信任。

——保罗·约翰逊

决定何时卖出是投资中一个不为人知的挑战。出现以下这些情况时，你必须卖出：你意识到自己犯了错误；今天兑现了明天的价格；你正在重新平衡投资组合；你的想法多于投资组合的容量；你意识到公司的前景正在改变时。

——理查德·劳伦斯

寻找可重复的优势

莫布森提出的“BAIT”概述了获得投资优势的种类。基金经理努力工作以获得优势，而资本配置者也在基金经理中寻找可重复的优势。无论是结构性的、周期性的还是利基市场的，基金经理和资本配置者对于竞争优势的构成都有自己的看法。

我们希望通过他们的文化、流程和适应各种周期的能力，找到可持续的竞争优势。

——桑德拉·罗伯逊

耶鲁基金会拥有各种竞争优势，每个人都爱大卫·史文森，每个人都喜欢为耶鲁基金会工作。他有一个最好的团队在身边，一起挑选基金经理并与他们协作。如果你和耶鲁基金会有合作关系，那么你一定知道这将是一段长期的关系。他们与基金经理合作的平均年限约为14年。这只是平均水平，他们经常在某些基金经理上任第一天甚至上任之前就与之合作。

——查尔斯·埃利斯

我们认为，真正优秀的人在60岁时和在40岁时一样渴望成功。

——韦恩·威克（Wayne Wicker）
ICMA-RC中心首席投资官

ALPHA很稀少，很难找到。你在第五大道和47街的拐角处找不到，它可能偶尔坐在那里，但不是一直坐在那里。因此，你需要去世界上存在混乱和资本短缺的地方找。

——安德烈·佩罗尔德

除了人类的判断之外，金融业的一切都会被发现并且会被套利。

——贾森·卡普

主动管理是行为上的阿尔法效应：适时摆脱困境，适时审视自己，承认自己的错误，然后双手合十，继续下去。对于普通人来说，做到这些并不容易。

——乔迪·维瑟

如果你遇到一位基金经理可以教给你一些新的、与众不同的东西，那么你就有机会从这位基金经理那里变得与众不同。否则，你只会扎堆做同样的事情。

——拉里·西格尔

主动投资者获得成功的秘诀在于总是存在接连不断的、重复的甚至习惯性的亏损者。

——查尔斯·埃利斯

在我们这一行，高换手率是致命的。因此，如果你能带领团队并保持策略至少10年不变，这本身就是一个很大的优势。

——埃伦·埃利森

一个基金经理的伟大关键在于他们只做时间的朋友，而从不站在时间的对立面，也从不浪费时间。

——詹姆斯·艾特肯

关键是要懂得应该聚焦在何处。拥有广阔的视野，也要明了变化将在哪里发生，然后把研究力量集中于此，并尽可能收集关于该变化的所有数据。

——琼·海因斯（Jean Hynes）

威灵顿管理公司首席执行官

你离主流越远，就越有可能找到好买卖。

——拉里·西格尔

ALPHA蕴藏在别人不愿意做或者不能做的事情当中。不愿意可能是因为单调乏味，不能则可能是因为能力有限。

——丹·拉斯穆森

事实非常清楚，你必须拥有一个基于长期视角的投资哲学，才能驾驭一个可以运行数十年的投资管理体系，并取得举世瞩目的业绩。

——埃里克·里斯

事实证明，向我们的投资者提供优异业绩的最重要因素，可能是我们基金的认购规模上限。

——理查德·劳伦斯

通过专注而深入的研究分析，主动投资者可以继续做得很好。但是只要存在数据，并且量化分析师们能够找到这些数据，那么最终他们会做得更好。

——帕特里克·奥肖内西

电影《点球成金》问世之后，我们被教导说数字远远优于人类的直觉。但是人类可以感知到数字无法描述的东西。难的是如何正确地处理数据，并将它们整合进人类的判断，让人和计算机都能发挥最佳效用。

——本·赖特

从资产类别视角看风险收益特征

每一种资产类别都有各自的风险收益特征。嘉宾们分别分享了对冲基金、私募股权基金、风险投资基金和其他一些资产类别的风险和机会特征。

对冲基金

1．机会

对冲基金就像篮球场上的控球后卫，需要提前预测比赛的走向。有时候他们会下大注，就像三分球得分。其他时间他们只是默默地支持队友，给队友传球。

——吉姆·威廉姆斯

当市场剧烈波动的时候，对冲基金就显得弥足珍贵。在这种时刻，投资组合中5%～10%的对冲基金仓位是不足以保护资本的。最大的问题是资本配置者没有配置足够多的对冲基金。

——道格·菲利普斯

成功的对冲基金经理各有各的赚钱门道，但他们有一个共同点，就是对于最好的投资机会有敏锐的洞察力以及坚定的决断力。

——戴维·佐鲁布（David Zorub）Parsifal资本创始人兼首席投资官

对冲基金行业已经有了潜移默化的变化，对降低风险的重视已经超过了提高收益。

——亚当·布利茨

传统基金经理和对冲基金经理之间的差别是模糊的。他们的价值都取决于能为客户创造多少超额收益。

——唐·菲茨帕特里克

2．风险

对冲基金经理最基本的技能是持续的运营能力。

——马特·莱文

所有的大型多策略绝对收益型基金都以波动性作为决策依据。当市场的隐含波动率下降时，他们会提高仓位以赚取收益。

——詹姆斯·艾特肯

找到出色的宏观基金经理非常具有挑战性，因为你很难区分其业绩是因为优秀的技能和洞察力还是仅仅依靠运气。

——亚当·布利茨

宏观投研特别重视大咖，就好像他们有水晶球或者黑箱子一样。

——乔纳森·泰珀（Jonathan Tepper）Prevatt资本创始人兼首席投资官

你可以在困境时混在市场中游，实际上你也是身处某个大趋势之中。但你并不是这个大趋势的创造者。

——彼得·特鲁布（Peter Troob）

特鲁布资本管理公司首席投资官

私募股权

1．机会

我已经身处私募股权这个香肠工厂10年时间了。我很喜欢这种香肠。我觉得这真的是一种很好的资产，能对整体的组合收益带来显著的贡献。

——约翰·普费弗（John Pfeffer）
普费弗资本联合创始人

正如大卫·史文森所说，私募股权是资本化的最终形式。你有很长的时间跨度，不会被每季度披露的数字所束缚，你能够做正确的事情，并且可以通过很多途径加杠杆。

——比尔·斯皮茨

持续经营私募股权公司是非常强大的商业模式。他们拥有多项特许经营权，比如掌控交易、杠杆、供应商和客户。

——马克·鲍姆加特纳

2．风险

我们组合中完全没有从事大型收购的基金经理，因为我们认为大型收购只是加了杠杆的股票而已。即使他们真的创造了一点点附加值，也被高昂的管理费费率吃掉了。

——拉夫·阿恩特

私募股权基金收取的管理费是所有资产类别中最高的。

——史蒂夫·拉特纳

你无法在私募股权市场择时。你不能仅随己意选择各种EV/EBITDA倍数的企业，因为你的合伙人只有5年的投资期限。

——克里斯·艾尔曼

认购渠道已经成为私募股权行业最重要的一部分，对有限合伙人意味着重大风险。

——史蒂夫·尼尔森（Steve Nelson）
ILPA首席执行官

面向小企业的80%的交易最终可能都不会落地，这还是在你提交了正式的合同文件并且签发了意向函之后。

——布伦特·贝肖尔（Brent Beshore）
永久股公司（Permanent Equity）创始人兼首席执行官

大概有500家公司被不同的私募股权基金倒手过3次以上。如果能减少这些摩擦成本，那么我们的收益率会有显著的增长。

——安德烈·波旁奈（André Bourbonnais）
贝莱德集团（Blackrock）董事总经理

真正的自有资金交易很少，确实存在，但是非常少。

——安德烈·波旁奈

尽管你支付了高价，但是在私募股权市场你依然有可能因为以下两种原因而受创：第一，你无法获得估值扩张；第二，你因为加了太多杠杆而增加了破产的风险。

——丹尼尔·拉斯穆森

风险投资

1．机会

风险投资也归属于有效边界的范围。你既然能够按照有效边界曲线建立最优组合，那么同时也就接纳了风险投资。

——克里斯·多佛斯

风险投资就像对未来做了一个对冲。未来二三十年技术变革的速度可能会远超你的想象。如果你只是投资一些现存的企业和行业，那么你真的有可能被淘汰。

——约翰·普费弗

风险投资就像国会。每个人都不喜欢国会，但都喜欢他们的国会议员。

——克里斯·多佛斯

这是一种入口，并不是一种资产。

——吉姆·威廉姆斯

风险投资有非常高的自相关性。这是一种很大的不公平的优势。一旦你成功了，只要不犯错，你就能一直赢下去。

——乔·朗斯代尔（Joe Lonsdale）
8VC创始合伙人

风险投资可以在企业的初创期就直接入股。每个风投基金都声称拥有相同的资金成本。但事实上顶级风投公司的资金成本应该更低。

——阿里·哈默德（Ali Hamed）
CoVenture联合创始人

风险投资界有一句经典的陈词滥调：优秀的技术和优秀的团队之间你希望拥有哪个？答案当然是后者。你永远会希望拥有优秀的人。

——乔希·沃尔夫

2．风险

资本越来越集中于风险投资行业，因为企业在上市前酝酿的时间更长了，吸收了更多的资本。因此，基金经理们忙于照看投资组合中现有的公司，而没有时间和精力做新的交易了。

——比泽·克拉克森（Beezer Clarkson）
蓝宝石创投公司（Sapphire Ventures）董事总经理

亨利·麦肯斯（Henry McCance）曾对我说：“当风险投资处于很好的状态时，人们有的是时间，但资金成本却很高。而在泡沫里时，人们没有时间，因此，他们的资本变得廉价。当资本便宜而时间昂贵的时候，要当心。”

——克里斯·多佛斯

如果你不能和最好的风险投资经理合作，那就别做风险投资。不要花太多时间在这上面，也不要幻想找到某种神奇的方法，就完全不要去碰。

——卡尔·希尔

这个行业有两大错误：一是找对了公司但买得太少，所以即便这个公司长成了大公司，对组合的贡献依然有限；另一种是在错过和做错之间挣扎。

——斯科特·库珀

私募股权行业的核心正在从普通合伙人变成企业家。企业家们就像太阳系中的太阳，我们只是众多行星中的一个罢了。

——迈克·莫泽（Mike Mauzé）
VMG创始合伙人

其他资产

我们投资的不是资产类别，而是人。

——托马斯·莱内汉

作为一名成长型投资者，你必须对未来保持乐观。乐观主义者最终将获得胜利。

——保罗·布莱克

买高收益债就像逛商场，你知道自己在找什么，也清楚自己会买什么。而结构性贷款就像逛旧货市场，你带着钱四处张望，你必须解放思想，找到别人没有看到的值钱货，并买下它。

——布雷特·杰斐逊（Brett Jefferson）
希尔登资本管理公司创始人兼首席投资官

如果你能找到天性乐观的固定收益基金经理，那我很乐意见见他。

——蒂姆·麦卡斯克

对于普通的个人投资者来说，加杠杆的ETF就是炸弹。他们会被炸掉脚趾，因为这种金融产品的设计就是鼓励赌博。

——汤姆·莱登（Tom Lydon）
ETF趋势创始人兼首席执行官

期权是一种类似药品的东西。如果你懂得如何使用它们，愿意按照说明书的指导与专家合作，那么你会发现它们是良药。但如果你不愿意这么做，它们就是毒药。

——瑞克·塞尔瓦拉（Rick Selvala）
收获波动管理公司（Harvest Volatility Management）
联合创始人兼首席执行官

发展联盟中大约有7 000名球员，其中只有不到10%的人最终可以进入大联盟打球，不到3%的人最终能拿到仲裁薪资，赚到大钱。但我们相信我们签下的球员中超过一半的人最终会在大联盟打球。

——迈克尔·施维默（Michael Schwimer）
大联盟未来公司（BLA）首席执行官

CAPITAL ALLOCATORS

第 12 章

越早学会越好的人生教训

1. 在父母对你的教导中，你印象最深、最受用的是什么？

2. 什么人生教训是你希望更早学到的？

1. What teaching from your parents has most stayed with you?

2. What life lesson have you learned that you wish you learned a lot earlier in life?

面对现实且保持积极

来我节目的嘉宾们纷纷表达了面对现实和保持乐观的益处。

现实

干你该干的事情。

——迈克尔·莫布森

不要轻举妄动，先停下来。

——乔恩·沃特海姆

谋定而后动。

——汤姆·布希

没必要穷追不舍，答案自然会浮现。

——埃伦·埃利森

过去已然过去，你也无法控制未来。你必须专注于当下，但事实上当下你也控制不了，你能控制的只有你自己的行为。

——卡尔·希尔

在压力大的时候，最重要的事情之一就是让自己平静下来。如果你无法平静，无法放松，那么恐惧就会如影随形。

——迈克尔·默沃什

积极

我们一直会被恐惧、怀疑和不安所折磨，无论你是谁。

——查特里·西尤堂

相较于好事而言，人们总是更加重视坏的事情。这也是人类对亏损厌恶的原因。

——迈克尔·莫布森

认真对待自己，但也别太当回事儿。

——塞思·马斯特斯

私下的乐观和公开的悲观是一对有趣的冲突。人们有时对自己感到非常乐观，但同时对其他一切都感到悲观。

——塔利·沙罗特（Tali Sharot）
伦敦大学认知神经科学教授

忧虑之筐里已经满满当当，装不下东西了。如果你又准备为某件事忧虑，那么你要确保能先从筐里扔出一些东西，腾出地方来。

——安娜·马歇尔

你很难不让过去的事情影响你未来的表现。只有一个办法，那就是极其充分地准备和严格按计划行事。

——萨雷尔·沃斯特（Sarel Vorster）
克利夫兰诊所神经外科医生

你不必通过苛责自己来达到卓越。负面的自我暗示会在你生命中产生负面的作用。

——凯·希（Khe Hy）
RadReads公司创始人

持续的学习，持续的成长

持续的学习和成长会遇到许多障碍和挑战。坚持不懈的人才能得到回报。

成长

我喜欢艾萨克·阿西莫夫的名言：“过去的辉煌没有太多的养料可吸收。”

——帕特里克·奥肖内西

你擅长做某些事并不意味着你要做一辈子。

——查特里·西尤堂

持续学习，持续拓宽你的能力圈。世界太大了。

——马克·鲍姆加特纳

直到你做成了某些你觉得不可能的事情，你才知道自己擅长做什么。

——杰伊·吉罗托（Jay Girotto）田地时机（Farmland Opportunity）创始人

要从追求确定性向好奇心转移。如果你拥有好奇心，你将倾听到更多的东西，你会变得更有趣，也会学到更多。

——托马斯·德隆

尽量挑选隐秘或适合你的路。

——塞思·马斯特斯

无论做什么，都没有最完美的时刻。

——汤姆·布希

有的时候，只有经历过煎熬，你才能有收获。因为煎熬让你不得不抛开你所执着的东西。

——迈克尔·默沃什

勇敢地面对你所畏惧的东西，可能是你生命中必须做的事情，即便当时的感觉肯定不会很好。

——珍妮·赫勒

如果你真的已经竭尽全力，那么失败并不可耻。但如果是因为你心有旁骛，或者想要放弃，那么失败就是可耻的。

——乔·朗斯代尔

承认自己的错误，迅速翻篇，然后继续前进。人们越快学会这些，就会越快乐。

——迈克尔·诺沃格拉茨

我有两条简单的规则：找到一位优秀的导师，然后超过他。

——乔纳森·泰珀

选项

幸运的人是那些尝试过许多事情的人，他们会把看起来没有效果的事情丢弃，加倍投入到有效果的事情中去。

——丹·艾瑞里（Dan Ariely）

行为经济学家

当我回想那些真正改变我人生的奇妙经历的时候，发现没有一件是经过事先策划的。

——史蒂夫·尼尔森

当你能辨别出前进的方向时，它包含着秘密，直待你去揭开。

——乔希·沃尔夫

如果你不知道该去哪里，你脚下的路会把你带过去。

——彼得·特鲁布

要敢于冒险。即便你觉得风险太大，也请把大门敞开，人们会帮助你。人们希望看到你冒险并且最终取得成功。

——彼得·特鲁布

等你老了，回想过往，最遗憾的并不是那些你努力过但是没有做成的事情，而是那些你从未尝试过的事情。

——吉姆·威廉姆斯

看好你手里的东西，当心负债，时间会证明一切。

——萨雷尔·沃斯特

建立一张人际关系网

人际交往在一个人的生命中有长远的意义。嘉宾们分享了很多关于行为方面以及如何保持良好人际关系的建议。

非常简单。你愿意别人怎样对待你，那你就要怎样对待别人。

——梅雷迪思·詹金斯

在生活中保持公正、诚实和坦率，尊重他人，勤奋努力，做正确的事情，好事自会到来。

——戴维·巴雷特（David Barrett）
戴维·巴雷特合伙公司创始人

想要伟大，就与伟人为伍。

——查特里·西尤堂

有的时候能体谅别人比聪明更好。

——汤姆·拉索

不管你从事什么，共情可能都是你最有力的技能。

——保罗·拉比尔（Paul Rabil）
美国职业长曲棍球联盟（PLL）创始人

你一生要做的事情中很大一部分是建立一张人际关系网，你可以为之添砖加瓦，它会帮到你。

——斯科特·库珀

如果电梯来了，把你带上了楼，记得让空电梯回去。

——拉胡尔·穆得加尔（Rahul Moodgal）
Parvus资产管理公司合伙人

如果在你生命中真的有一个非常非常好的朋友，那么你会比大多数人更成功。

——安妮·杜克

未必每个人都和你有相同的目标，包括你的挚友。别往心里去。

——乔恩·哈里斯

有时候一些小动作就能缓解压力，帮助人们度过困难时期。

——迈克尔·塞姆巴莱斯特

随便猜疑别人的意图是非常有害的。我无法知道你的意图，你也无法知道我的。我们应该给予别人信任。

——戴维·卓利（David Druley）
康桥汇世公司首席执行官

听其言，观其行。

——克拉克·富奇（Clarke Futch）
HCR投资委员会联合创始人

与坏人做交易，你不可能占到便宜。

——马特·博坦

人生就像一场巨大的牌局。除非你有无与伦比的识别人类行为的能力，否则可能大多数时间你都不知道你拿到的是什么牌，何处应该争胜。顺势而为吧。

——阿什·威廉姆斯

任何工作都没有捷径

做任何工作都没有捷径可走，嘉宾们围绕这一点展开了分享。

任何领域最成功的人的特点都是坚韧不拔，在武术界，称之为“武士精神”。

——查特里·西尤堂

坚持下去，继续做你该做的事。好事一定会降临到你的头上。

——保罗·布莱克

如果你能发现自己在某个方面比别人略强一点点，那就已经受用无穷了。

——格里高利·祖克曼（Gregory Zuckerman）

《华尔街日报》资深专栏作家

专注带来成功。

——理查德·劳伦斯

当需要挖洞时，拿起铲子开始挖就行了。

——托马斯·莱内汉

要创造出有意义的和具有影响力的东西，除了努力工作之外，别无他法。

——保罗·拉比尔

放弃奢望，学会接受

接受生活的本来面目，而不是怀有奢望，这只是一个平常的人生教训。

人是形形色色的，企业是杂乱无章的，你需要克服这种混乱，把工作进行下去。

——布伦特·贝肖尔

要学会与普通人和睦相处，因为大多数人都是平庸的。

——戴连·凯恩

对于应该做什么事情，我们的许多直觉都是错误的。

——丹·阿里利

失败并不是一个选项，而是人生的必然。

——克莱尔·弗林·利维

信心不等于胜任。

——塔里·沙勒特

我们所知道的只有大头针的针尖那么大，而我们不知道的有宇宙那么大。

——安妮·杜克

每朵乌云都有银边，而每个银边里都有乌云。

——乔恩·赫特尔

当我最终名利双收的时候，我以为天空中会突然出现彩虹，海洋会在我面前分开，所有人都会是我的朋友。然而，我却发现我的生活没有任何改变。

——凯·希

作为一名投资者和企业家，每件事都会比你一开始想象得更艰难，并且需要花费更长的时间。

——丹·拉斯穆森

如果某件事听起来太好而不像是真的，那它很可能是真的。

——唐娜·斯奈德

如果你是发起改变的那个人，你就会觉得改变也没那么糟糕。

——杰夫·所罗门

用拉尔夫·沃尔多·爱默生的话来讲，人生就是一连串的教训，必须经历过才能理解。

——乔迪·维瑟

找到生命中最重要的事

以正确的视角看待工作，一切都是值得的。

所有伟大的智慧都是真实的：不要为小事而分心；花时间和你爱的人在一起；找到你的平衡点；大多数人没有你想象得那么在乎你。

——比泽·克拉克森

我爸爸说：儿子，你考虑事情的优先级依次是上帝、家庭、朋友、学校和体育，按此顺序排列。

——吉姆·邓恩

生命中最重要的部分就是你的健康。如果你不健康，其他一切都毫无价值。如果你对自己每天所做的事情不满意，而且身体也不健康，那就是一场灾难。

——贾森·卡普

想想你的孩子，日子一天接一天，岁月在不经意间飞逝。

——安德鲁·雷德利夫（Andrew Redleaf）
Whitebox顾问公司创始人、前首席执行官

平衡是生活的关键，对世界充满好奇心是成功和长寿的关键。

——比尔·斯皮茨

时间是最宝贵的财富。你应该把它花在你真正喜欢的事情上，花在你最有效率的地方。

——布雷特·巴思

最具价值的10条建议

本书中嘉宾们所传授的经验都来自播客上的150次访谈。这些访谈总共约150个小时，形成了3 500页的文字记录。

为了精简起见，克里斯托弗·塞费尔（Christopher Seifer）每次摘录25～40条精华内容来概括每期访谈。他的付出，加上维多利亚·辛切夫斯基（Victoria Sienczewski）、马克·阿纳尼-艾萨克（Marc Anani-Isaac）和迈克·达里亚诺（Mike Dariano）的宝贵贡献，让我完成了这本书。

从这些摘录中，我挑出了每一期的最佳金句，最终总共挑选出了856条。

作为本书的结尾，我从856条金句中选出了最精华的10条。挑选标准完全是主观的，每一句话都让我觉得很特别，因为它的智慧、幽默，或者两者兼而有之。

以下是“资本配置者”播客全部150期的10大金句。

1．如果有人认为没有什么能一直持续下去，那么他肯定是没有投资过糟糕的私募股权基金。

——卡尔·希尔

2．我目前最爱提及的偏见是关于偏见的偏见。人们现在对于行为金融学谈论得太多了，以致他们偏执地寻找偏见。

——德鲁·迪克森

3．我每天早上醒来都会祈祷，希望今年我要交的管理费是有史以来最多的。

——乔恩·哈里斯

4．有一天，我得到一个盒子，里面有一只红色的LV高跟鞋和一张纸条。纸条上写着：我已经有一只脚踏进来了，我能来拿鞋子吗？

——吉姆·邓恩

5．优秀的投资经理是罕见的。提前识别非常难，有时事后辨认也很难。

——马特·惠内雷

6．投资者希望与众不同，又希望被一视同仁。

——玛格丽特·陈

7．为了第一个交卷，你必须先完成。

——安德鲁·戈尔登

8．有个家伙过来给我灌输买一头母牛的想法，就只买一头母牛。我说：“先生，你知道我无法买一头母牛。”他伤心地走开了。

——埃伦·埃利森

9．你的风险承受能力必须是你自己的风险承受能力和持有人的风险承受能力中的较低者。

——戴维·卓利

10．强调反思而不是反应。

——詹姆斯·艾特肯

注释

序言　对话首席投资官

1. Libsyn hosting service. Calculated as a rolling four-week average of weekly downloads.

前言　被动投资与主动投资

1. “A Bet Against Buffett – Can Hedge Funds Beat the Market,” White Paper, Ted Seides, July 2008.

2. Data from eVestment and NEPC.

3. Adi Sunderam, Allison M. Ciechanover, and Luis M. Viceira, “The Vanguard Group, Inc. in 2015: Celebrating 40,” Harvard Business School case study 9-216-026. Rev. May 30, 2017.

4. Carol J. Loomis, “Warren's Big Bet,” *Fortune*, June 23, 2008.

5. Charles D. Ellis, *Investment Policy: Winning the Loser's Game*, Dow-Jones, Irwin, 1985.

第1章　工具1，用面谈进行评估

1. “Q&A: Larry King on asking simple questions and listening closely,” *Columbia Journalism Review*, July 7, 2017.

2. *The Tim Ferris Show*, “The Interview Master: Cal Fussman and the Power of Listening,” episode 145.

3. *Capital Allocators*, Episode 8.

4. Harvard Business School case study #693019-PDF-ENG, Toyota Motor Manufacturing, U.S.A., Inc., 1992.

第2章　工具2，用流程提升决策质量

1. Daniel Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus, and Girous, 2011.

2. Annie Duke, *Thinking in Bets: Making Smarter Decisions When You Don't Have All the Facts*, Portfolio/Penguin, 2018.

3. Annie Duke, *How to Decide: Simple Tools for Making Better Choices*, Penguin Group, 2020.

第3章　工具3，用谈判“做大蛋糕”

1. William Ury, *Getting Past No: Negotiating in Difficult Situations*, Century Business, 1991.

2. Roger Fisher and William Ury, *Getting to Yes: Negotiating Agreement Without Giving In*, Penguin Books, 1981.

3. Chris Voss, *Never Split the Difference*, HarperCollins Publishers, 2016.

第4章　工具4，用领导力推动团队执行

1. Simon Sinek, *Start with Why: How Great Leaders Inspire Everyone to Take Action*. Penguin Books, 2009.

2. Robert Iger, *The Ride of a Lifetime: Lessons Learned from 15 Years as CEO of the Walt Disney Company*, Random House Publishing Group, 2019.

3. John Wooden, *Wooden on Leadership*, McGraw Hill, 2005.

4. Jennifer Prosek, *Army of Entrepreneurs: Creating an Engaged and Empowered Workforce for Exceptional Business Growth*, American Management Association, 2011.

第5章　工具5，用管理确保愿景落地

1. Charley Ellis, *Capital: The Story of Long-Term Excellence, Managing People*, pp. 218–219.

2. Eric Ries, *The Lean Start-Up, How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, Currency New York, 2011.

第6章　治理架构的3个特征

1. "CalPERS board wrestling with how to delegate," Pensions & Investments, September 21, 2020.

2. "Former Harvard Money White Jack Meyer Tried to Regain His Edge," *Wall Street Journal*, April 19, 2017.

3. "Harvard Money Managers' Pay Criticized," *New York Times*, June 4, 2004.

第7章　投资策略的5个要素

1. 查克·菲尼不可思议的传奇故事被《福布斯》描述为："那个梦想死前变成穷光蛋的亿万富翁，真的'破产'了。"

2. Massachusetts Institute of Technology, Investment Management Company, Alumni Letter, February 2017.

3. 关于"风险篮子"更详细的内容，请见新西兰养老基金网站。

第8章　投资流程的6个环节

1. “It is Time for Private Equity LPs to be Accountable,” White Paper, August 2020.

2. “Dynamic Strategies for Asset Allocation,” *Financial Analysts Journal* Vol. 44, No. 1 (Jan–Feb, 1988), pp. 16–27.

第9章　技术创新的5个方向

1. Cameron Hight, “The Concentration Manifesto,” AlphaTheory, 2019.

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，成读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我，我自己觉得就是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；新技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

应对变化莫测的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考力和敏感力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够高人的抽象思维能力，获得领于众人的纵观和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读的定义终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种困在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能用过去的经验来解决未来的问题。

而真正的阅读，应该在书中与智者反行思考，借他们的视角看到世界的多元性，提出比答案更重要的好问题，在不确定的时代中抓先起跑。

湛庐阅读 App：与最聪明的人共同进化

有人觉得把成本支出的焦点放在书价上，书读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本

怎么读是读者面临的最大的选择题

“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们为你打造全新的‘湛庐阅读’App。它将成为你‘破万卷’的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、电子书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

下载湛庐阅读 App，
坚持亲自阅读，
有声书、电子书、阅读服务，
一站获得。

CHEERS

本书阅读资料包

给你便捷、高效、全面的阅读体验

本书参考资料

湛庐独家策划

- ☑ 参考文献
  为了环保、节约纸张，部分图书的参考文献以电子版方式提供
- ☑ 主题书单
  编辑精心推荐的延伸阅读书单，助你开启主题式阅读
- ☑ 图片资料
  提供部分图片的高清彩色原版大图，方便保存和分享

相关阅读服务

终身学习者必备

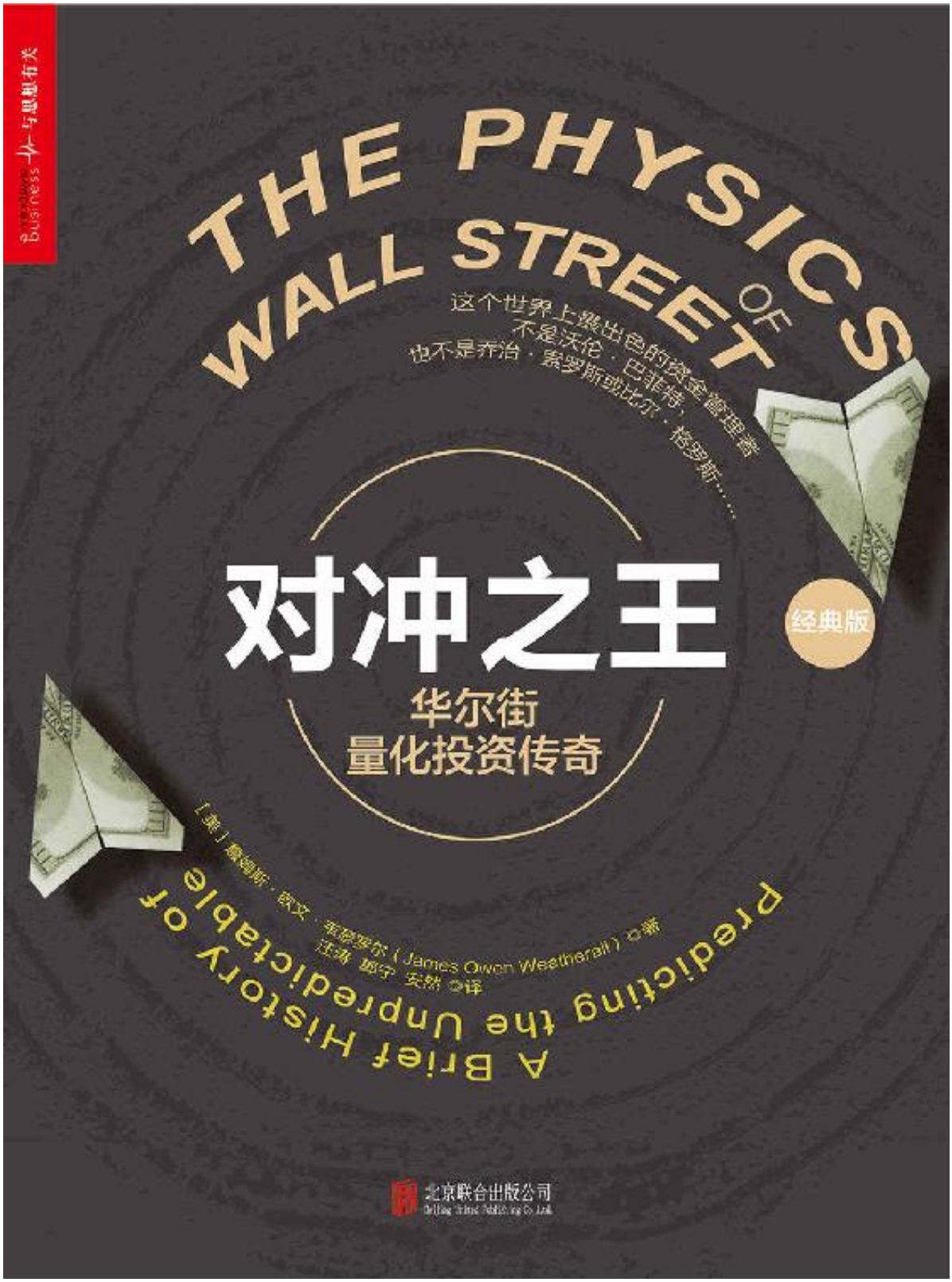
- ☑ 电子书
  便捷、高效，方便检索，易于携带，随时更新
- ☑ 有声书
  保护视力，随时随地，有温度、有情感地听本书
- ☑ 精读班
  2~4周，最懂这本书的人带你读完、读懂、读透这本好书
- ☑ 课　程
  课程权威专家给你开书单，带你快速浏览一个领域的知识概貌
- ☑ 讨　书
  30分钟，人咖给你讲本书，让你挑书不费劲

湛庐编辑为你独家呈现
助你更好获得书里和书外的思想和智慧，请扫码查收！

（阅读资料和功能有时间限制，最终以湛庐阅读App页面为准）

(1) 莫布森虽专注于股票市场，但是他的框架广泛适用于各种资产类别。

(2) VUCA是易变性（Volatility）、不确定性（Uncertainty）、复杂性（Complexity）和模糊性（Ambiguity）的英文缩写。OODA是观察（Observation）、判断（Orientation）、决策（Decision）和执行（Action）的英文缩写，OODA循环是一种描述冲突、制定决策的经典方法，在商业竞争中得到了广泛应用。——编者注


THE PHYSICS OF WALL STREET
这个世界上最出色的资金管理者
不是沃伦·巴菲特，
也不是乔治·索罗斯或比尔·格罗斯……
对冲之王
经典版
华尔街
量化投资传奇
[美] 詹姆斯·欧文·韦瑟罗尔（James Owen Weatherall） 著
A Brief History of Predicting the Unpredictable
北京联合出版公司

THE PHYSICS OF WALL STREET

对冲之王

经典版

华尔街量化投资传奇

[美]詹姆斯·欧文·韦斯罗尔 ◎著
王涛 郭宁 安然 ◎译

A Brief History of Predicting the Unpredictable

北京联合出版公司

版权信息

本书纸版由北京联合出版公司于2017年7月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有•侵权必究

书名：对冲之王：华尔街量化投资传奇（经典版）

著者：（美）詹姆斯•欧文•韦瑟罗尔（James Owen Weatherall）

译者：汪涛　郭宁　安然

电子书定价：38.99美元

The Physics of Wall Street：A Brief History of Predicting the Unpredictable

Copyright © 2013 by James Owen Weatherall

引言
对冲之王，西蒙斯之谜

这个世界上最出色的资金管理者并不是沃伦·巴菲特。当然，也不是乔治·索罗斯或比尔·格罗斯。这个世界上最出色的资金管理者可能是一个你从未听说过的人，除非你也是一位物理学家。你可能已经想到了他的名字，对，他就是詹姆斯·西蒙斯（James Simons）。西蒙斯与著名华裔数学家陈省身共同创立了陈－西蒙斯三维几何定律（Chern-Simons 3-form），该定律已经成为理论物理学的一个分支弦理论的重要分析工具。这一理论深奥难懂，在很多人眼中它过于抽象。正因为如此，西蒙斯成为了一个传奇人物。当哈佛大学和普林斯顿大学物理学系对物理学家进行排名时，前100名中都有他的名字。

西蒙斯是典型的教授形象，细细的白头发，凌乱的胡子。在为数不多的公众场合亮相时，他通常穿着皱皱巴巴的T恤衫和运动型夹克，这与绝大多数成功的精英式资金管理者那种干练装扮形成了巨大的反差，甚至，他还很少穿袜子。在学术领域，西蒙斯对物理学和数学所做出的贡献，从理论上来讲，集中于将复杂的几何形状按照不同的特征进行分类。我们甚至很难将他与一个同数字打交道的人联想在一起，因为一旦你的抽象思维水平达到他的水准，那么，数字或者其他传统意义上的数学符号都会变成遥远的记忆。你很难想象，他就是你想要找到的那个人，那个在对冲基金管理行业中激流勇进的人！

西蒙斯、文艺复兴科技公司与大奖章基金

西蒙斯是文艺复兴科技公司（Renaissance Technologies）的创始人，这个公司在投资领域取得了巨大的成功。1988年，西蒙斯与另

外一位著名数学家詹姆斯·埃克斯（James Ax）创立了文艺复兴投资基金。由于埃克斯在1967年获得柯尔奖，西蒙斯在1976年获得维布伦奖（这两个奖项都是数学领域的著名奖项），因此，他们将这一基金命名为大奖章基金（Medallion Fund）。在随后的10年时间里，该基金的投资收益率高达2478.6%，远远高出其他对冲基金的投资收益率，是任何基金都无法比拟的。

为了让读者更好地了解这一成绩有多么不可思议，我们可以对比一下索罗斯的量子基金（Quantum Fund）的情况。在同一时间段，排名第二的量子基金的收益率仅为1710.1%。然而更为神奇的是，**大奖章基金的高收益率并没有在接下来的10年时间里有所减少，可以说，在整个基金存续期间，在扣除相关费用之后，大奖章基金的年收益率高达40%**。当然，该基金的管理费也是行业平均水平的两倍。读者可以将这一收益率水平与伯克希尔·哈撒韦公司20%的年收益率进行比较，1967—2010年，伯克希尔·哈撒韦公司在巴菲特的主导下成为一家投资公司。今天，西蒙斯是世界上最富有的人之一。根据2011年《福布斯》富豪排行榜，西蒙斯的个人净资产高达106亿美元，这一数字包含了西蒙斯的现金支票账户以及一部分规模与支票账户相当的高收益投资基金。

文艺复兴科技公司拥有雇员200多人，大多数人都在位于东锡托基特（East Setauket）长岛镇（Long Island Town）的公司总部上班，公司总部修建得像堡垒一样。文艺复兴科技公司雇员中有1/3的人拥有博士学位，但不是金融学博士，而是与西蒙斯一样，获得的是物理学、数学或统计学领域的博士学位。根据麻省理工学院数学家伊萨多·辛格（Isadore Singer）的观点，文艺复兴科技公司是当今世界上最强的物理学系和数学系，这也正是所有人认为他们公司之所以表现优异的原因所在。事实上，文艺复兴科技公司拒绝雇用那些哪怕只有一丁点儿华尔街气息的工作人员，**金融学的博士们并不适合待在那里。文艺复兴科技公司也不需要那些第一份工作是在传统的投资银**

行的人，或者管理过其他对冲基金的人。西蒙斯的成功秘诀在于：他完全不需要金融领域的专业人士。而且，事实也的确如此。按照金融专业人士的观点，像西蒙斯这样的人是不可能在金融领域笑傲江湖的。从理论的角度来看，他是不可能获得成功的。他所预测的事情都是不可能会被预测到的，他之所以成功，完全是凭借所谓的运气。

世界上最早的期权合约

对冲基金的运行机制就是构建相互平衡的投资组合，实践这一思路的最简单的做法就是在买入某项资产的同时卖出另外一项资产作为对冲风险的保险策略。很多时候，这些被买卖的资产就是我们所熟知的金融衍生品。金融衍生品是建立在某项基础资产（如股票、债券或者实物商品等）之上的合约。例如，常见的一种金融衍生品就是期货合约。如果你购买一份期货合约，比如大豆期货合约，在未来的某个约定的时间，你就可以按照现在约定的价格购买大豆。大豆期货合约的价值取决于大豆的价值。如果大豆的价格上涨，那么，这份期货合约的价值也会上涨，因为你按照合约价格购买大豆并且持有的这段时间里，大豆的价格同样在上涨。如果大豆的价格下降，那么，当合约到期时，你就必须按照比市场价格更高的合约价格来购买大豆，从而支付更高的成本。在很多情况下，当合约到期时，并不进行实物交割，相反，你只需要根据合约价格与市场价格两者之间的差价进行结算就可以了。

最近一段时间，金融衍生品吸引了很多人的注意，不过，大多数是因为负面消息。然而金融衍生品并不是新鲜事物，至少在4000多年前，它们就已经出现了，在美索不达米亚平原（也就是今天的伊拉克地区）出土的泥板文书证实了这一点。泥板文书上记录了历史上最早的期货合约，这些合约的目的很简单，那就是：**降低不确定性。**

假设安努和纳然是辛德曼的两个儿子，他们俩都是苏美尔地区的农民。他们正犹豫是在土地上种大麦，还是种小麦。与此同时，女祭司埃塔妮下一个秋季需要购买大麦，她觉得大麦的价格可能会经历无法预测的波动。安努和纳然兄弟从当地一位商人那里获得了这一重要信息，他们与女祭司进行商谈，并建议女祭司以他们的大麦为基础，购买一份期货合约。兄弟俩答应在大麦收获之后，按照事先约定的价格卖给女祭司一定数量的大麦。这样的话，安努和纳然就可以放心地种植大麦了，因为他们已经找好了买家。同时，女祭司埃塔妮也清楚地知道自己将会以某一固定的价格买到足够数量的大麦。在这个案例中，金融衍生品一方面减少了商品生产者的销售风险，同时，它还规避了商品购买者面临的价格波动风险。当然，这还存在另外一种风险，那就是辛德曼的两个儿子没有能力交割大麦的风险。如果他们遭遇干旱或者农作物枯萎，那该怎么办呢？在这种情况下，兄弟俩就必须以市场价格从其他人手里购买约定数量的大麦，然后按照合约价格将这些大麦卖给女祭司埃塔妮。

对冲基金运用金融衍生品的方式跟古代美索不达米亚的方式类似。买入股票然后在股票市场上卖出股票期货与种植大麦然后卖出大麦期货，它们之间的原理是一样的。**期货合约为应对股票价格下跌提供了保险措施。**

黑色星期一

对冲基金是21世纪初才出现的，不过，它们由专业的交易人员负责管理，比辛德曼的儿子们做得更好。这些专业人员（宽客）都是采用量化分析的方法进行投资，他们代表着华尔街新兴的精英阶层。他们中的一些人获得了金融学博士学位，并且接受过国家最高水平的研

究生理论训练这一在华尔街工作的前提条件。而其他一些人则是门外汉，他们的教育背景是数学或者物理学。宽客们可以通过各种各样的数学工具明确地告知大家金融衍生品的价格与金融基础资产之间存在着何种关联。他们拥有这个世界上运算速度最快、最复杂的电脑，这些电脑可以帮助他们编写程序，解决各种难题和方程，计算出对冲基金面临的风险到底有多大，从而确保他们的投资组合处于一个完美的平衡状态。对冲基金的投资策略是如此标准化，因此，不管发生什么事情，他们都能够确保最低的利润规模。实际上，他们管理的基金从未出现过大规模亏损的情况。或者说，至少他们很清楚地知道，他们应该如何管理基金。

不过，当我们回到2007年8月6日，星期一，那一天仿佛瞬间天崩地裂。曾经，对冲基金所构建的投资组合，不管由哪些资产构成，都是盈利的，可是在那一天情况很快就发生了改变，那些预计上涨的头寸都出现了下跌。更令人感到奇怪的是，那些如果其他资产下降，它们就应该上涨的头寸也都出现了下跌。从根本上来说，主要的量化基金都遭受了严重的冲击。宽客们所运用的各种策略，突然间都变得不堪一击。不管是股票、债券、外汇还是实物商品，都遭遇了失败。几百万美元开始从对冲基金中流失掉了。

随着时间的推移，在一个星期内，奇怪的危机变得越来越糟糕。尽管宽客们都受过严格的训练，并且都拥有雄厚的专业知识，但他们没有一个人清楚到底发生了什么。到了星期三，情况开始让人感到绝望。摩根士丹利的一只名为“过程驱动交易”（Process Driven Trading）的大基金仅仅在这一天就亏了3亿美元。另外一只基金，“应用量化研究资本管理”（Applied Quantitative Research Capital Management）基金亏了5亿美元。一只规模巨大而又高度秘密、名为“全球阿尔法”（Global Alpha）的高盛基金截至当日，那个月亏了15亿美元。而与此同时，道琼斯指数却上涨了150点，所有量

化基金所不看好的股票都涨得很好。一定是有什么事情出现了失误，而且是极其恐怖的失误。

市场的震荡一直持续到那周周末。如果就在那一周周末，市场震荡就结束了，那一切还好说。高盛新增加30亿美元的资金来稳定市场，这对帮助止住亏损（不至于引发恐慌）是足够的，至少对8月来说，是足够的。然而，很快，商业记者们又曝出了有关亏损的新闻。有一些文章别有用心地猜测导致此次危机的原因，并把它称为“量化危机”（quant crisis）。即使是高盛公司希望尽可能地挽救这一切，但解释工作也非常不容易做。基金经理们在业内到处游走，急切地盼望这恐怖的一周能够尽快结束。很多宽客都希望能够重新被别人称为物理学家。当牛顿在17世纪投资股票失败的时候，他曾经感叹道：“我能够计算出天体的运动轨迹，却无法计算出人类的疯狂。”

一直到2007年年末，量化基金都表现得跌跌撞撞，在当年的11月和12月，类似8月的悲剧又重演了一次。有一些基金，但不是所有的基金，到年底的时候，基本上弥补了亏损。平均来看，对冲基金在2007年大约获得了10%的收益率。这个业绩比很多其他类型的基金要低，特别是明显地低于那些不那么复杂的投资。而在另一方面，西蒙斯的大奖章基金收益率却高达73.7%。然而，即使是大奖章基金，也感受到了8月的市场冲击。随着2008年脚步的临近，很多量化基金都希望最坏的时间已经过去。但遗憾的是，情况并非如此。

一切就是一个谜

我是在2008年秋季的时候，考虑写这本书的。自从经历了量化危机，美国经济就陷入了一个死亡旋涡。很多百年老字号的投资银行，如贝尔斯登和雷曼兄弟，在市场崩盘的时候纷纷倒下。与许多人一样，我也被这些大公司倒闭的消息惊呆了。在阅读这些新闻的时候，我感到非常悲观。有一件事情让我感到很特别，在一篇又一篇的新闻

报道中，我发现了众多宽客的身影：有太多的物理学家和数学家来到华尔街，他们彻底地改变了华尔街。文章的含义非常明显：华尔街上的物理学家们应该对市场崩盘负责。就像伊卡洛斯（Icarus）一样，飞得太高，最后掉了下来。**宽客们翱翔的翅膀都是来自物理学中“复杂的数学模型”。在学术界看来，这些工具能够带来无限财富，但是，当它们面对华尔街真实的世事变迁时，一切都消逝了。现在，我们正在为此付出代价。**

那时，我刚刚获得物理学和数学的博士学位。于是，物理学家是这次大危机的罪魁祸首，这样的观点对我来说显得尤为惊人。有一点可以肯定，我知道很多在大学里主修物理或数学的毕业生都进入了投资银行工作。我还听说很多研究生经不住华尔街财富承诺的诱惑，从学术研究领域转投到实业部门。不过，我同时也知道，很多银行家原来主修的是哲学和英语。我猜想，这些学物理和数学的学生之所以受到银行家的青睐，主要是因为他们的逻辑思维能力较强，并且对数字很敏感。可我从来没有料到银行家对物理学家如何感兴趣，因为在一般人看来，投资与物理学是风马牛不相及的两码事儿。

物理学能对金融有什么用呢？这好像是一个谜。在分析市场崩盘的主流观点中，没有人会特别强调为什么物理学和物理学家们在整个世界经济中会变得如此重要，或者为什么每个人开始认为物理学的思想会对市场形成这么大的冲击。如果的确有什么言论揭示了物理学与金融的关系，那么，流行的观点则认为运用复杂模型预测市场走势是愚蠢的行为。这一观点是由畅销书《黑天鹅》的作者纳西姆·塔勒布（Nassim Taleb）提出的，一些行为经济学的支持者也有相似的主张。毕竟，人不是夸克。不过，这只会让我感到更加疑惑。难道华尔街的那些大的投资银行，比如摩根士丹利和高盛，一直被上千个善于操作计算机技术的员工所欺骗吗？问题在于，宽客们管理的价值几十亿美元的基金都做得很失败。但是，如果宽客们的努力很明显都是愚蠢的，那么，他们为什么还会得到如此的信任，公司敢把这么多钱交

给他们打理呢？有一点可以肯定，有些具有商业头脑的人被这样的观点所说服，那就是，宽客所做的事情值得信赖。而正是这方面的故事，媒体并没有做任何的披露。我准备对这方面的内容一探究竟。

因此，我准备自己进行深度挖掘。作为一名物理学家，我觉得我首先应该从追踪那些最先想到物理学可以用来帮助人们理解市场的人开始。我想知道，物理学和金融之间的关系到底被假定成什么样子，但我同时还想知道，物理学家是如何成为华尔街的一股力量的。我决心深挖的故事让我从世纪之交的巴黎回到了第二次世界大战时期的政府实验室，从拉斯维加斯21点游戏的赌桌上跨越到太平洋海岸的雅皮士社区。物理学和现代金融理论，或者更宽泛地说与经济学理论之间的联系让人感到非常惊奇。

本书就是要告诉广大的读者物理学家们在金融领域里所发生的各类故事。最近的这次危机只是故事的一部分，而且从很多方面来说，只能算是故事的一小部分。这不是一本关于市场崩盘的书。这方面的书有很多，甚至有些书还重点分析了宽客们在其中所起的作用以及危机又是如何影响他们的。本书要探讨的主题将更宽泛一些，它包含宽客们是如何形成的，我们应该如何理解“复杂的数学模型”以及它们如何成为现代金融的核心内容。甚至可以说，这是一本关于金融未来发展的书。我们探讨的是为什么我们应该从物理学的角度来考虑新问题，如何在世界范围内运用新思想来解决发展中的经济问题。这是一个应该永久性地改变我们如何看待经济政策的故事。

我在本书中所讲到的故事让我相信，同时我也希望能够让读者相信，物理学家以及他们所构建的模型不应该成为经济危机的众矢之的。但是，这并不意味着我们应该为金融领域的数学模型的运用感到自豪。新思想应该帮助我们在经济危机发生前就顺利地将危机加以转移或者干脆避免危机发生。在本书中，我对这次危机也做了一些介绍。然而，几乎没有银行、对冲基金管理者或政府管理者表现出愿意

倾听物理学家们的声音，而他们的声音可能会带来变革。即使是最复杂的量化投资基金，通常也只是运用第一或者第二层次的技术，而实际上第三和第四层次的技术工具也完全可以被使用。如果我们在华尔街运用这些物理学技术，正如我们30年来所做的那样，我们有必要对这些技术可能会带来什么样的失败有一个清醒的认识，并且应该了解哪些新技术可以帮助我们改进现有的状况。如果你能够像引入这些技术的物理学家们那样思考金融问题，那么这一切就会显得容易很多。毕竟，对金融而言，并没有什么特殊的地方；**对所有的工程学而言，对当前技术模型的缺陷保持高度的关注是非常有必要的。危险往往来自我们借用了物理学的思想，但我们却不能像物理学家那样思考。**

文艺复兴科技公司保存了所有关于那次危机的原始记录，但这家金融管理公司却从不雇用金融领域的专业人才。2008年的金融危机让大量的银行和基金经受了严重的打击。除了贝尔斯登和雷曼兄弟破产之外，美国保险巨头美国国际集团以及几十家对冲基金和几百家银行不是破产就是在悬崖边垂死挣扎，这其中还包括总资产规模高达数百亿美元的量化投资基金这样的庞然大物，例如城堡投资集团（Citadel Investment Group）。即使是传统投资机构也受到了影响：伯克希尔·哈撒韦公司就遭受了巨大的亏损，每股账面价值下跌了10%，尽管这些股票的价值本身已经下跌了一半。然而，那一年并非每个人都是失败者。即使身处的金融行业都坍塌了，但西蒙斯的大奖章基金仍然取得了80%的收益率。这告诉我们，**物理学家们一定要正确地做事。**

扫码下载“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”本书封底条形码，
看看你对量化投资了解多少？

目 录

引言　对冲之王，西蒙斯之谜

这个世界上最出色的资金管理者并不是沃伦·巴菲特。当然，也不是乔治·索罗斯或比尔·格罗斯。这个世界上最出色的资金管理者可能是一个你从未听说过的人——除非你也是一位物理学家。

西蒙斯、文艺复兴科技公司与大奖章基金

世界上最早的期权合约

黑色星期一

一切就是一个谜

01　一个复杂的机会游戏

我们可以把市场理解为一个超级大赌场。当然，今天我们认为这个比喻已经稀松平常，而这正是来源于巴施里耶的伟大思想，他领先他所处的时代太多了，他的理论呈现了如何用数理模型诠释金融市场的做法。

到底谁是巴施里耶

运用数学赌博的人

市场是一个超级大赌场

随机游走模型的诞生

有效市场理论的雏形

让经济学成为科学

期权定价模型

被遗忘的先驱

02　逆流而上的三文鱼

奥斯本采用不同的时间维度，研究三文鱼逆流而上的过程，他突然想到金融市场就是另一个兼具两种波动的系统。奥斯本第一次提出可以研发一个交易程序，这个程序可以写进电脑里，从而实

现自我运行。而将奥斯本的这一想法和其他类似的想法引入现实世界的交易中，并加以验证，还需要等上几十年的时间。

尼龙发明的启示
物理学理论与实际应用的壁垒被清除
奥斯本的理论模型
价格的相对变化才是关键
奥斯本与爱因斯坦的大论战
三文鱼迁徙与市场波动
“未受救济的混乱”
交易：1/8美元的位置下单
03　从海岸线悖论到大宗棉花价格

曼德博异常执着地找出巴施里耶 - 奥斯本模型中的缺陷，并开发出研究问题所必须用到的数学方法。完善每个细节是一个长远的过程。实际上，对数学模型的不断改进是一个永不停歇的动态过程。不过，不可否认的是，曼德博向前迈出了至关重要的一步。大宗棉花的价格更像是喝醉的行刑队员，而不是坎昆的醉汉。曼德博觉得这实在是太有趣了。

分形：曼德博的洞见
海岸线悖论
狂放随机
非凡的几何直觉
棉花市场，莱维稳定分布的证据
华尔街的抉择
04　打败庄家

今天，这一策略被称为德尔塔对冲，而且它还衍生出其他的各种策略，包括其他的“可转换”证券。通过运用这些策略，索普有能力实现每年持续盈利20%，并一直延续了大概45年的时间。

用物理学和数学获利
天赋异禀的索普
香农与信息论的成功

一个为21点而生的完美策略
玩转拉斯维加斯
信息就是金钱
轮盘赌双人计划
进军股票市场
卖空与德尔塔对冲
戏剧性的失败
05　物理学袭击华尔街

布莱克的方法是寻找一个由股票和期权组成的无风险投资组合，然后用资本资产定价模型来论证这个投资组合可以获得无风险收益。如今，布莱克这种用股票和期权创建一个无风险资产组合的策略被称为动态套期保值策略。布莱克创立了投资银行学的一门重要的分支学科量化金融学，这门学科有着深厚的物理学基础。由此，布莱克在华尔街的金融土壤中播撒下了物理学的种子。

不断转系的奇葩
布莱克与资本资产定价模型
硕果累累的丰收
布莱克－斯科尔斯公式
一般均衡理论是“夹心饼干”？
物理学的“过山车”
隐藏的“波动率微笑”
06　从精灵公司到预测公司

如何运用正确的统计测量方式来确定真实的预测模型，如何检测反映市场行为模式的数据，以及最终如何找到模型在什么时候无法发挥预测的功能，是法默和帕卡德思考的问题。法默和帕卡德对肥尾分布和狂放随机分布的统计特征感到得心应手，而这两种分布特征正好是物理学中的复杂系统和金融市场的复杂系统的重要特征。

探险部落
蝴蝶效应
善良的精灵

从轮盘赌到混沌理论
国际金融其实是一个复杂系统
预测公司
统计套利与黑盒子模型
神秘的高科技公司
最聪明的投资者
07　不是黑天鹅，而是龙王

索内特并不认为所有的黑天鹅都是龙王伪装的，或者说，并不是所有的市场崩盘都是可以预测到的。不过，他认为，很多事情看上去像黑天鹅，但它们确实释放出了很多警告性信息。在很多情况下，这些警告信息以对数周期特征展示出来，我们可以从数据中发现这些特征。这些特征只有当系统处于很特殊的状态时才会出现，而这些状态就是巨大灾难降临的暗示。

爆炸，破裂与罢工！
赢得圣杯
市场崩盘
临界现象
连续精确的市场预测
龙王不是黑天鹅
08　新曼哈顿计划

斯莫林和温斯坦的计划很简单：可以将过去金融学与经济学之间不同方法的区别搁置一边。他们呼吁经济学家和物理学以及其他学科领域的研究人员，在更大规模上开展全新的合作。他们说，这可能是经济学领域的“曼哈顿计划”。

钱的价值到底是多少？
路径独立与路径依赖
破解指数难题
曼哈顿计划的启示
结语　最大的风险不是来自物理学，而是我们的停滞不前

文艺复兴科技公司的成员没有忘记：要用物理学家的态度思考问题，要懂得质疑模型的假设，不停地寻找数理模型有何缺漏之

处。金融学领域的模型可以被看成是实现某些目标的工具，同时，这些工具只有在反复构建模型的过程中才会有意义，并且它们应该能够指明，在什么时候模型会失败，为什么会失败以及是如何失败的。这样的话，新一代模型才会在旧模型不能解决的问题上变得更加强大。

模型，近似性思考的基础工具
金融模型，螺旋式上升的代表
批评之声
译者后记

01
一个复杂的机会游戏

我们可以把市场理解为一个超级大赌场。当然，今天我们认为这个比喻已经稀松平常，而这正是来源于巴施里耶的伟大思想，他领先他所处的时代太多了，他的理论呈现了如何用数理模型诠释金融市场的做法。

巴黎每天都是热热闹闹的。在城市西部，埃菲尔铁塔在1889年世界博览会的旧址上赫然耸立。在城市北部，在蒙马特尔（Montmartre）高地脚下，一家名叫红磨坊（Moulin Rouge）的卡巴莱餐馆刚刚开业，并且向外炫耀，来自大不列颠的威尔士王子在这里看过演出。气势宏大、历久弥新的巴黎歌剧院位于市中心，在这里流传着一些神秘事件的流言：当剧院的吊灯有部件坠落的时候，预示有人死亡的意外事件将要发生。流言就像幽灵一般，在这座城市里快速地传播着。

从巴黎歌剧院往东走几个街区，就是法兰西帝国的核心：巴黎证券交易所。它是法国最主要的金融交易场所，坐落在拿破仑为融资而建造的宫殿巴黎布隆尼亚尔宫（Palais Brongniart）上。宏伟的、新古典主义风格的柱子守护着交易所的大门。在里面，它的主要大厅足以容纳数百名经纪人和工作人员。在每天一个小时的交易时间里，交易员们肩负着使命，大量地交易着永久性政府债券。这些债券又被称为“统一公债”（rente），这些国债帮助法国在一个世纪的时间里实现着在全球扩张的野心和目标。巴黎是世界的中心城市，而巴黎证券交易所又处于这个城市的中心位置，这就是帝国的气势！

1892年，路易斯·巴施里耶（Louis Bachelier）第一次来到这里。当时的他才20多岁，是一个来自边远地区的孤儿。他刚刚来到巴黎，刚服完兵役，准备在巴黎大学继续完成学业。他下定决心，不管艰难困苦，都要努力成为一名数学家或者物理学家。不过，他还有一个未出嫁的姐姐和一个年幼的弟弟需要他扶养。他变卖了家里所有的产业，这在当时为他们提供了一大笔钱。然而，仅有这笔钱，还不能确保他们一辈子无忧无虑地生活。因此，当他的同学们都在埋头苦读的时候，巴施里耶不得不兼职工作。幸运的是，由于他天生对数字敏感，而且有一些宝贵的商业经验，因此，在证券交易所谋求到了一份相对稳定的工作。他告诉自己，所有的困难都只是暂时的。金融活动占据着他的白天时光，到了晚上，他就把一切时间留给物理学。虽然感到有些紧张和不适，但巴施里耶仍然坚持每天到证券交易所上班。

在交易所里面，完全是一幅喧闹的景象。对交易双方来说，交易所提供的是一种公开叫喊的买卖方式：交易商和经纪商在布隆尼亚尔宫的主大厅见面交易，彼此沟通和传递买入或卖出的各类信息。如果这些信息通过语言传递失败，就采用手势加以表达。大厅里到处都是跑来跑去的交易员，他们根据股票和统一公债的买卖报价，传递着与此相对应的合约和账单。巴施里耶知道法国金融系统的基本运作原理，但是，他了解得也并不是很深。证券交易所对一个安静的小伙子、一个有学者气质的未来数学家来说，确实不是一个合适的地方，但巴施里耶没有任何回头路可走。“这仅仅是一个游戏”，他这样告诉自己。那时巴施里耶完全沉浸在概率论中，机会的数学原理（或者也可以说是赌博）完全吸引了他。如果能够将法国金融市场想象成一个光怪陆离的赌场，而他所要研究的正是赌博的规则，那么去交易所上班这件事就不会显得那么可怕了。

当他推门进入拥挤的人群中时，他不断重复着他的口头禅：**这只是一个复杂的机会游戏。**

到底谁是巴施里耶

“这家伙是谁啊？”保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）不断地问自己，每隔几分钟，就会重复一次。他坐在自己麻省理工学院经济系的办公室里，这一年大约是1955年。摆在萨缪尔森面前的是一份年代有半个世纪之久的博士论文，是一个法国人写的，而萨缪尔森确信他之前从来没有听说过这个人。这个人就是巴施里耶！他再次看了看眼前的这份博士论文。路易斯·巴施里耶！没有任何电话打扰他，他一直在喃喃自语。

尽管作者并不知名，但摊开在萨缪尔森书桌上的这篇论文还是让他感到惊讶。在这篇文章中，早在55年前，巴施里耶就阐述了金融市场的数学关系。萨缪尔森在第一时间所想到的是，他前几年时间在这一主题上所做的研究成果已经被宣告失去了原创性，而这些成果本来是应该通过他学生的论文体现出来的。然而，让人感到震惊的不仅仅是这些。很明显，早在1900年，巴施里耶在数学领域已经取得了很多的研究成果，而这些研究成果正是萨缪尔森和他的学生们希望运用到经济学中的。这些数学知识在萨缪尔森看来已经取得了显著的进步，而这些数学家的名字则被萨缪尔森牢记在心间，因为他们所发明的各类概念与他们的名字紧紧联系在一起：维纳过程（Weiner Process）、柯尔莫哥洛夫方程（Kolmogorov’s Equation）、杜布鞅收敛定理（Doob’s Martingale）。萨缪尔森觉得这些最前沿的研究工作，最多也就存续20多年的时间。可这一切竟然都出现在巴施里耶的论文当中，那为什么萨缪尔森却从来没有听说过这个人呢？

萨缪尔森对巴施里耶感兴趣开始于几天前，那天他从他的朋友莱纳德·吉姆·萨维奇（Leonard Jimmie Savage）那里收到了一张明信片。萨维奇是芝加哥大学的一位统计学教授，他刚刚完成了一本概率统计方面的教材写作，对概率理论的发展历史表现出浓厚的兴趣。有一天，他在图书馆里闲逛，目的是查找20世纪早期关于概率理论方面

的著作。突然，他找到了一本1914年出版的教材，而他之前从未见过这本书。当他翻阅这本书的时候，他意识到，这本书除了在概率理论方面做出了开创性工作之外，还有几章专门在探讨作者所提出的“投机”（speculation）概念。从字面意思来理解，“投机”就是将概率理论运用到市场投机活动中。萨维奇猜测（他的这个猜测是正确的），如果他从来没有看过这本书，那么他的那些经济系的朋友们可能也没有看过这本书。于是，他寄出了许多明信片，询问他的朋友们是不是有人了解巴施里耶。

萨缪尔森从未听到过这个名字。不过，他对数理金融非常感兴趣，这是一个他自己正在探索的新领域，所以，他非常急迫地想知道这个法国人都做了些什么工作。在麻省理工学院的数学图书馆，尽管藏书非常多，但却没有1914年出版的那本教材。不过，萨缪尔森却找到了巴施里耶另外的作品，而这个作品一下子就激起了他的兴趣。他找到了巴施里耶的论文，出版时的名称为《投机理论》（*Theory of Speculation*）。萨缪尔森办理好借书手续，将这本论文带回了他的办公室。

运用数学赌博的人

当然，巴施里耶并不是将数学知识运用到赌博游戏中的第一人。这一荣誉应该归于意大利文艺复兴时期的吉罗拉莫·卡尔达诺（Gerolamo Cardano）。卡尔达诺出生于16世纪的米兰，他是他所生活的时代知识最渊博的内科医生，连教皇和国王都要听从他的医学建议。他发表了几百篇论文，研究主题涵盖医学、数学和神秘主义。不过，他真正感兴趣的是赌博。他自己经常赌博，包括玩骰子、纸牌和国际象棋。在他的自传里，他承认有几年时间，他几乎天天都赌博。在中世纪和文艺复兴时期，赌博的概念是比较简单直接的。**赌博考虑的就是可能性和结果**，类似于今天的赛马游戏。如果你是一个赌马的

人，并与某人打赌，你可能会采用简单的数字赌法，比如“10赔1”或者“3赔2”，这些数字能够比较直观地反映出你打赌的事情不会出现的概率有多大。“10赔1”的赌法意味着，如果你下1美元的赌注，而且你赢了，那么，作为胜利方，你可以获得10美元，再加上你的初始本金。如果你输了，那么你的损失就是1美元。不过，这些数字很大程度上取决于赌博者对赌局可能出现的结果的直观感觉。卡尔达诺觉得应该存在某种严格的方式来解读这些赌局，至少可以重新审视那些简单的赌局。在他所处的那个时代，他特别希望能够将现代数学知识用于他最钟爱的赌博上。

1526年，当卡尔达诺还只有20多岁的时候，他就写过一本书，用概率系统理论开始了他的第一次尝试。他重点关注的赌博游戏就是掷骰子。他的基本想法是这样的，如果一个骰子某一面出现的概率跟其他面一样，那么，人们就可以计算出各种组合出现的准确概率。从本质上来讲，这就是一个计算问题。

比如说，掷一次标准的骰子可能出现的结果有6种，这样的话就能够计算出掷出数字5的准确概率是多少。因此，出现数字5的可能性应该就是1/6（相应地，赔率是5赔1）。但是，如果你掷两个骰子，那么出现数字10的概率又应该是多少呢？这种投掷方法一共有36种可能性，而其中有3种可能性的结果会出现数字10。因此，掷两下骰子，数字总和是10的概率就是3/36（相应地，赔率就是33赔3）。这种算法现在看起来好像显得很小儿科，即使是在16世纪，这个结果看上去也不让人觉得有多么神奇。任何愿意在赌博上花时间的赌博者，都能对掷骰子游戏培养出这样的直觉，然而，卡尔达诺却是第一个从数学的角度来思考为什么会是这样的概率结果的人，尽管这些结果对很多人来说是稀松平常的一件事。

卡尔达诺的书生前从未被出版过，毕竟，为什么要将自己的赌博秘籍全然示人呢？但是，在他死后，这些手稿还是被人发现了，并且最终在他去世一个世纪之后的1663年出版了。而在那个时候，其他人已经对概率理论做了非常全面的梳理。这些理论中，最著名的是来自另外一位赌博者的手稿。这个人名为德·梅尔（De Mere），他是法国的一位爵士（事实上，他并不是一个有名的人）。梅尔对数字特别感兴趣，他最喜欢在玩骰子游戏中运用他的概率策略。这个游戏的玩法是一连串地掷好几次骰子，玩家必须就这一系列骰子的数字押注。例如，如果你打赌连续掷骰子4次，那么，在这4次当中，你可能至少会投出一个6。在一般人看来，这就是一个公平的赌局，赌博的结果好坏完全凭运气。但是梅尔却凭直觉认为，如果你打赌6会被投出，那么，每次你参加这样的赌局时，你都选择6，这样的话，次数多了，你赢的概率就会慢慢高于输的概率。这就是梅尔赌博策略的基本思想，这帮助他赢了很多钱。然而，梅尔还有第二个策略，他认为这个策略更好，可由于某些原因，这个策略给他带来的反而只是些悲痛的经历。这第二个策略就是，当你连续同时投两个骰子24次的时候，至少会出现一次两个6的可能。不过，这个策略好像并不管用，梅尔很想知道为什么会这样。

作为作家，梅尔会定期参加巴黎的各种沙龙活动。沙龙活动是法国知识分子们最热衷的聚会，其性质介于鸡尾酒会与学术研讨会两者之间。沙龙活动让受过高等教育的法国人聚集在一起，这其中就有数学家们。于是，梅尔开始向他碰到的数学家们请教他所遇到的难题。没有人给他答案，或者说没有人愿意帮他寻找答案，直到他将这个问题抛给了布莱士·帕斯卡（Blaise Pascal）。帕斯卡是一个天才少年，当他还是一个孩子的时候，他就通过自己画图解决了很多经典的几何难题。稍微长大一点儿，他已经是由名为马丁·梅森（Martin Mersenne）的基督教神父组织的、巴黎最为重要的沙龙上的常客。正是在这个沙龙上，帕斯卡遇到了梅尔。开始，帕斯卡并不知道答案是

什么，但是他被这个问题深深地吸引了。特别是，他也认同梅尔的观点，觉得这个问题应该有一个数学上的答案。

帕斯卡开始想办法解决梅尔所提出的问题。他赢得了另外一位数学家，也就是皮埃尔·德·费马（Pierre de Fermat）的帮助。费马是一位律师，同时还是一位博学者，他能熟练运用6种语言，也是当时最有能力的数学家之一。费马住在巴黎南部大约400公里之外的图卢兹（Toulouse）。其实，帕斯卡并不与费马本人相识。但是，他通过在梅森沙龙结识的关系知道了费马这个人。在整个1654年，通过长期的书信往来，帕斯卡和费马终于找到了梅尔所提出的问题的答案。正是沿着这一思路，帕斯卡和费马建立了现代概率理论的基础。

在帕斯卡和费马互相沟通的过程中，他们找到了精确计算在玩掷骰子赌博游戏中获胜的概率的方法，这也正是令梅尔感到困惑的地方。卡尔达诺的理论系统同样也是为了解决掷骰子赌博游戏中获胜的难题，但是没有人知道它，直到梅尔对这个问题开始感兴趣。帕斯卡和费马证明了梅尔的第一个策略之所以更好，是因为，在连续掷4次骰子的过程中，出现一次6的概率要稍微大于50%——大概是51.7747%。而梅尔的第二个策略并不是那么有效的原因就是，同时掷两个骰子，连续掷24次，出现两个6的概率大约只有49.14%，要低于50%。这意味着使用第二个策略，取得胜利的概率要低于失败的概率，而梅尔的第一个策略，更容易在掷骰子赌博游戏获得成功。能够将两位伟大的数学家的观点合二为一，为我所用，梅尔感到非常激动，从那以后，他就一直坚持使用第一个策略。

帕斯卡和费马两个人的结论看起来很简单，至少从梅尔的角度来看是这样的。但这些数字真正意味着什么呢？很多人在既定概率基础上对某一事件可能出现的结果有非常好的直觉，然而，这实际上蕴含

着一个非常深刻的哲学问题。假设我在抛硬币的时候，落下来是正面的概率为50%，大致说来，这意味着如果我一次又一次地抛硬币，我抛出硬币正面的概率大概是一半。但是，这并不表明，我能够保证出现正面的概率正好是一半。如果我抛硬币100次，我抛出正面的次数可能是51次、75次或者100次，任何次数都是有可能出现的。那么，为什么梅尔就应该如此重视帕斯卡和费马的计算结果呢？他们并不能保证，梅尔的第一个策略就一定会成功啊。虽然从概率的角度来看，这个胜利的可能性会比较大，但是，在接下来的日子里，梅尔依然可能会面对这样的情况，那就是当某人连续掷4次骰子的时候，梅尔每次押注出现一个6，但或许一次都赢不了。这听起来似乎很古怪，但是，在概率理论（或者物理学理论）看来，任何情况都有可能会出现，不能排除。

既然概率理论并不能保证某些事情在多大程度上一定会发生，那么，它又能告诉我们什么呢？如果当初梅尔也曾经考虑过这个问题，那么，他可能要等上很长一段时间才会得到一个答案了。事实上，这个时间长达半个世纪。第一个明确提出应该如何考虑概率与事件发生频率之间关系的是瑞士的一位数学家，名叫雅各布·伯努利（Jacob Bernouli），他是在1705年去世前不久才明确指出这一关系的。伯努利是这样解释的：**如果每次抛到硬币正面的概率是50%，那么，当你抛硬币的次数越来越多时，你抛出正面的概率与50%之间的差距就会越来越小**。当你抛100次硬币时，你有50%的可能性会抛出正面，当你只抛两次时，你也有50%的可能性抛出正面，但是，前一种情况中的50%可能性要比后一种情况的50%可能性要大得多。这个答案可能会让人感觉靠不住，值得怀疑，因为它是用概率论的思想来解释可能性到底意味着什么。如果你对此迷惑不解，这表明你可能会做得更好。伯努利并没有意识到这一点，事实上，直到20世纪，这一问题才彻底被解决，但是我们能够证明，如果你每次抛硬币出现正面的概率是50%，当你抛的次数多达无穷时，很有可能（从本质上来看）出现正面的次

数正好占一半。或者，依据梅尔的策略，如果他玩掷骰子的游戏次数无穷多，他依然每次押注数字6，那么他最终获得胜利的概率应该是51.7477%。这一结果其实就是我们所熟悉的大数定律（the law of large numbers），这一定律是概率论中最重要的理论基础之一。

帕斯卡自己从来不参加赌博，有些滑稽的是，他在数学领域里面所做出的重要贡献竟然来自赌博。更令人啼笑皆非的是，帕斯卡之所以名气大振，竟然是因为一个以他的名字命名的赌局。1654年底，帕斯卡遭遇了一场神奇的经历，而这也改变了他的人生轨迹。他停止了在数学领域里面的所有研究工作，全身心地投入到詹森派（Jansenism）运动中。詹森派是17世纪上半叶在法国出现并流行于欧洲的基督教教派。自那时起，帕斯卡撰写了大量的与神学相关的文章，今天我们所熟悉的帕斯卡赌注（Pascal’s Wager）率先出现在他宗教文章里的脚注中。他辩论说，你可以把选择相信上帝当成一次赌博：基督教上帝可能存在，也可能不存在，一个人可以选择信仰上帝存在，也可以选择不信仰上帝存在。但是，在任何赌博开始之前，你肯定想知道，你获胜的概率有多大，以及你赢了会出现什么情况，输了又会出现什么情况。帕斯卡的推理是：如果你赌上帝是存在的，并且按照上帝教导我们的那样去生活，那么，你所做的事情都是对的，你将会升入天堂享受永生。如果你赌输了，你将会死去，而什么都不会发生。因此，同样地，如果你赌上帝不存在，而且你赌对了，你的生活将会一如既往。但是如果你赌上帝不存在，但是你赌输了，那么，你注定将会被打入万劫不复的地狱。正是因为他按照这一思路去考虑问题，帕斯卡觉得是否决定相信上帝应该是一个很简单的决策。

市场是一个超级大赌场

尽管巴施里耶对机会和概率的研究非常感兴趣，但是他自己的生活却并没有那么幸运。他努力工作的领域包括物理学、金融学和数

学，不过他并没有在学术方面取得突破性的进展。每一次好运气似乎都要光临他，可是，往往总是在最后一刻从指尖溜走了。巴施里耶于1870年出生在法国西北部港口城市勒阿弗尔（Le Havre），在年轻的时候，他是一个非常有前途的学生。高中时期，他在数学方面表现出惊人的天赋，并于1888年10月获得了中学毕业会考科学专业的文凭。他的成绩相当优异，足以让他有权利选择进入法国的“大学校”学习，而进入“大学校”学习是成为国家公务员或学者的前提条件。巴施里耶来自一个中产阶级的商人家庭，业余爱好是科学和艺术。如果能够进入“大学校”，这将会为巴施里耶打开成为学者和教授的大门，而这些机会是他父辈或祖辈们所不曾享有的。

可是，正当巴施里耶准备申请的时候，他的父母相继去世了，家中只剩下一个还没有结婚的姐姐和一个3岁的弟弟。在接下来的两年时间里，巴施里耶打理着家族的酒业，直到1891年，他进入部队服兵役。一年以后，当他完成兵役，从部队退伍，他才得以继续他的学业。那个时候，他重新回到学校，当时的他只有二十来岁，由于没有家庭的经济支持，他的选择面临诸多限制。由于年纪太大，他不能再申请进入“大学校”学习。于是他去了巴黎大学，这也是没有办法的选择，因为巴黎大学的名气要比“大学校”差许多。

不过，在当时，巴黎大学依然有一部分最优秀的人在那里当教师，因为巴黎大学是法国为数不多的、可以让教师全身心投入到科研活动中而不需要考虑教学的大学之一，这也就是在索尔邦大学（巴黎大学的前身）各个研究室里产生一流的研究成果的原因。巴施里耶很快就在同龄人中认清了自己，他的成绩在学校里并不是最好的，比他还厉害的那一少部分学生中，有保罗·郎之万（Paul Langevin）和阿尔弗雷德-玛丽·利纳德（Alfred-Marie Lienard）。现在来看，这些人在数学领域的成就与巴施里耶同样有名。有这样的同学在一起学习是一件幸运的事情。在完成了本科学习后，巴施里耶留在巴黎大学继续攻读博士学位。他的研究工作吸引了当时最聪明的那群人的注意，

随后他开始将这些研究成果写成论文，也就是萨缪尔森后来找到的那篇论文，他的论文主要研究的是金融市场的投机理论。巴施里耶的合作研究者是亨利·庞加莱（Henri Poincare），法国当时最著名的数学家和物理学家。

庞加莱是指导巴施里耶的最佳人选。庞加莱在他感兴趣的每一个领域都取得了巨大的成绩，这些领域包括纯数学、天文学、物理学和工程学。在庞加莱年轻的时候，尽管他是作为本科生进入“大学校”学习的，但学习的内容与巴施里耶在巴黎大学研究生学习的内容类似。庞加莱在课余时间也做兼职，职位是矿物探测员。事实上，庞加莱一生的大部分时间都是以矿产工程师的身份参加工作的，最终他成为法国矿业集团的首席工程师。同时，他还能充分发挥应用数学的重要作用，甚至在不寻常的金融领域（在当时来看是这样的）也能够充分发挥数学的作用。如果没有一位像庞加莱这样知识渊博、研究领域广泛的老师做指导，对巴施里耶来说，想要完成他的论文，将是一件不可能实现的事情。更进一步说，庞加莱所获得的巨大成就使得他在当时法国的文化界和政界都是一个响当当的人物，所以，即使他的学生研究的主题与当时的学术界是难以相融的，庞加莱也可以通过自己的影响力给予重要的支持。

就是在这样的情况下，巴施里耶于1900年完成了他的那篇论文。论文的基本思想是运用由卡尔达诺、帕斯卡和费马于16世纪和17世纪在数学领域新开拓的概率理论来帮助理解金融市场。换句话说，**我们可以把市场理解为一个超级大赌场**。当然，今天我们将股票市场比喻成赌场已经很平常，不过，这正是来源于巴施里耶的伟大思想。

不管以什么样的学术标准来评判，巴施里耶的论文都是相当成功的，似乎无论未来出现什么情况，一切看上去都在巴施里耶的预料之中。然而，对学术界而言，这却是一个灾难。为什么这样说呢？问题出在读者身上。实际上，巴施里耶是站在即将来到的革命的最前沿阵

地上的（毕竟，他刚刚创建了数理金融学），令人悲伤的是，在他那个时代，没有人能够正确地评价他所做的贡献。对巴施里耶做出评价的并不是一群跟他思想相近的学者，而是数学家和有深厚数学功底的物理学家们。在随后的时间里，即使是这些人，对巴施里耶所做的工作也表示同情。但是在1900年，欧洲大陆的数学界还是非常保守封闭的，众多数学家们的数学思想和概念仍停留在1860年左右发生危机时所形成的数学理论。在这一时期，一些非常著名的理论都被证明含有某些错误。这让数学家们感到焦虑，担心他们的理论基础摇摇欲坠。因此，数学界掀起一场运动，特别是那些没有被严密的方法证实过的问题，很多都成为被关注的焦点，目的是保证充斥在学术期刊的新的研究结果不再像过去的老成果那样带有瑕疵。对严谨和形式上的过分关注大大地阻碍了数学的发展，使得应用数学，甚至包括数学物理都成为主流数学家们另眼相看的对象。将数学应用到新领域，甚至更夸张一点，用来自金融学领域的直觉推动数学领域的新发展，被认为是令人厌恶和可怕的想法。

庞加莱的强大影响力足以保护巴施里耶的论文能够突破重重困难，但即使这样，他也被迫得出这样的结论，那就是，巴施里耶的论文与当时法国数学界的主流观点相去甚远，从而不能获得最高等级的成绩。巴施里耶的论文获得了一定级别的赞赏，但不是最优的成绩。由庞加莱主笔的答辩委员会报告，反映出庞加莱对巴施里耶所做工作的大力赞赏。庞加莱不仅称赞巴施里耶开拓了数学的新领域，同时还大大称赞了他对金融市场所表现出来的远见卓识。不过，按照当时的标准，想要给这篇数学论文最高的等级是不可能的，因为这篇论文的主题并不是在研究数学问题（在当时看来）。由于这篇论文没能获得最高等级的成绩，巴施里耶想要成为一名职业数学家的理想也随之破灭。在庞加莱的大力支持下，巴施里耶依然留在巴黎。他从巴黎大学和其他一些独立基金会获得了一些小小的资助，用以维持他简单的生活。从1909年开始，他被允许在巴黎大学讲课，但是却没有薪水。

对巴施里耶来说，1914年是最残酷的一年，因为所有的大逆转都是在这一年发生的。在这一年的早些时候，巴黎大学董事会授权科学院院长为巴施里耶设立一个永久性的岗位。让巴施里耶梦寐以求的职位终于近在眼前了。然而，就在职位即将被最终确认的时候，命运再次让巴施里耶跌到了谷底。这一年的8月，德国军队穿过比利时，入侵法国。为了应对战争，法国在全国实行总动员。9月19日，这位引发金融学革命的44岁的数学家在没有任何征兆的情况下被征加入了法国军队。

随机游走模型的诞生

想象一下，阳光穿过布满灰尘的窗户照进阁楼。只要你将眼睛集中在穿透窗户射进来的光线中，你会发现无数的尘埃在光线中飞舞。看上去，它们就好像悬浮在空气中一样。如果你再仔细地观察，它们在空气中都是随机地跳动，变化着方向，一会儿向上飘，一会儿向下落。如果你能够看得更细微一些，比如，在显微镜下观察，你会发现，这些灰尘都是以粒子的状态做连续不断的随机运动。按照罗马诗人提图斯·卢克莱修（Titus Lucretius）的看法（大约是在公元前60年的时候所作的诗中表达的观点），这些看上去的随机运动表明确实存在着非常细小且看不见的微粒，从各个方向连续冲撞着这些尘埃颗粒，使得它们一会儿按照这个方向运动，一会儿又按照另外一个方向运动，他将它们称为“最原始的单位”。

两千多年之后，为了证明原子的存在，爱因斯坦也做过类似的论述。只是他的论述比卢克莱修的描绘更贴切一些：他运用了数学分析框架来帮助他精确地描述由更小单位的微粒撞击引发的尘埃的运动轨迹。在接下来的6年时间里，在该领域，法国物理学家简-巴普蒂斯特

·佩林（Jean-Baptiste Perrin）建立了一套实验分析方法来追踪悬浮在液体中的微粒运动，实验足以清楚地表明微粒确实是按照爱因斯坦所描述的方式运动的。这些实验充分地打消了那些仍然怀疑原子存在的争论。但是，遗憾的是，卢克莱修的贡献却并没有得到相应的认可。

爱因斯坦感兴趣的微粒运动方式其实就是布朗运动（Brownian motion）的例子，布朗运动是以苏格兰植物学家罗伯特·布朗（Robert Brown）的名字命名的。布朗是在1826年研究悬浮在水中的花粉粒时，注意到它们都是在做随机运动的。对布朗运动的数学分析通常被称为“随机游走”（random walk），有时候被更形象地称为“醉汉游走”。想象一下从坎昆（Cancun）某个酒吧出来的醉汉，敞开瓶口的防晒霜从他衣服后面的口袋里往下滴。他摇摇晃晃地往前走了几步，停了下来，下一步，他可能往这个方向走，也可能往那个方向走，选择往哪个方向走，完全是随机的。他先定了定神，朝某个方向前进了几步，然后又蹒跚地选择下一个行走的方向。这个醉汉蹒跚前进的方向完全是随机的，至少，在一定范围内，他的行走对抵达目的地没有任何帮助。如果这个醉汉走的路程足够长，最后回到了宾馆（或者他最终想要到达的地方），那么滴在路上的防晒霜可以显示他所走过的轨迹，而这个轨迹与我们看到光线中悬浮的尘埃所飞舞的轨迹如出一辙。

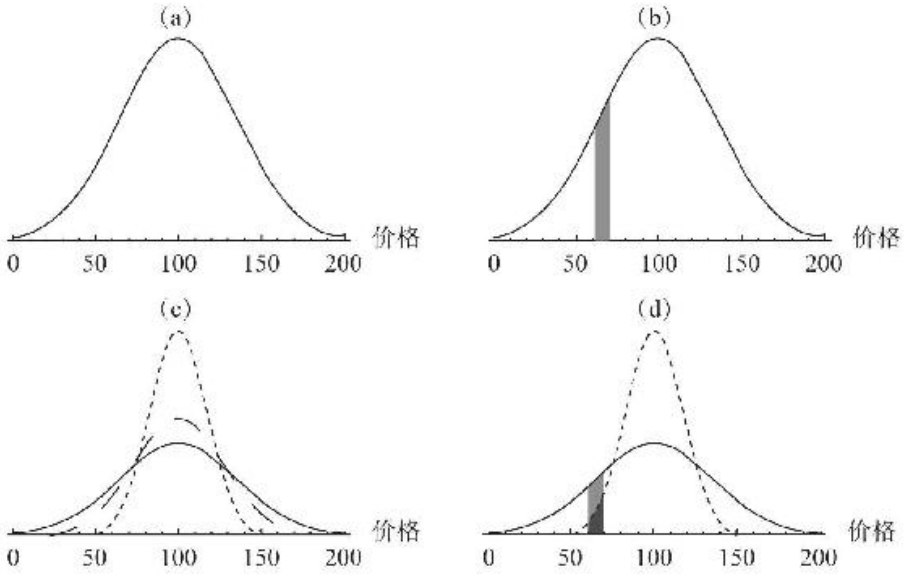
在物理学和化学领域，爱因斯坦用数学语言对布朗运动的解释赢得了所有人的认同，他于1905年发表了论文。而正是这篇论文，吸引了佩林的眼球。但实际上，爱因斯坦还是晚了5年的时间。因为早在5年前的1900年，巴施里耶在他的论文中就已经用数学语言对随机游走做了相关的描述。与爱因斯坦不同的是，巴施里耶对尘埃撞击微粒产生的随机运动并不感兴趣，他所感兴趣的是股票价格的随机波动。

设想一下，坎昆的醉汉现在回到了宾馆。他走出电梯门，然后在经过一条长长的走廊时，左一下右一下，来回摇晃。走廊的一头是700号房间，走廊的另一头是799号房间。他出电梯门的时候正好是在中间，但是，他不知道应该往哪个方向回到自己的房间。于是，他在走廊里来回地踱步，一半的时间是往一个方向行走，另外一半的时间又是往相反的方向行走。这就是随机游走的数学理论想要回答的问题所在：假定这个醉汉所走的每一步，都有50%的机会让他离走廊一头的700号房间更近一步，当然也有50%的机会让他离走廊另外一头的799号房间更近一步，那么，在他走了100步，或者说1000步之后，他到达自己房间门口的概率是多少呢？

为了检验这一数学思想对理解金融市场有什么样的帮助，你可以将某一只股票的价格想象成坎昆的醉汉。在任何时候，股票的价格都有可能上涨，当然，也有可能下跌。这两种可能性就像走出电梯门的醉汉，在走廊里来回踱步，既有可能走向700号房间，也有可能走向799号房间。因此，在这种情况下，数学是这样描述这个问题的：**如果股票有一个初始的既定价格，它接下来的涨跌都遵循随机游走的规律，那么，在经过某一段固定时期之后，股票价格到达特定价格水平的概率是多少呢？**换句话说，在走出电梯门后，经过100步或者1000步的折腾，醉汉最终会在哪个房间门口停下来呢？

这就是巴施里耶在他的论文中想要回答的问题。他提出，**如果股票价格遵循随机游走的模式，经过某一段固定时期之后，股票价格到达特定价格水平的可能性可以通过正态分布曲线（钟形曲线）加以描述**。正如曲线名称所要表示的那样，这条曲线的形状看上去就像一口钟，中间顶部的位置最高，两端分布较广。曲线最高的部分是以股票初始价格为中心，这意味着在绝大多数情况下，股票的价格都是围绕其初始价格波动。与顶部中心位置离得比较远的地方，曲线快速下落，表明股票价格大幅波动的概率很低。尽管股票的价格很大程度上是以随机游走的形式出现的，然而，随着时间的推移，曲线显著性

地变宽，且顶部高度有所下降，这表明，经过一段时间，股票价格偏离最初价格水平的概率在增加（见图1-1）。



巴施里耶发现，如果股票价格以随机游走的方式波动，那么股票价格在未来到达某一价格水平的可能性就可以通过我们所熟悉的正态分布曲线计算出来。这些图片向我们展示了当股票的价格是100美元时变化的情况。图（a）是标准的正态分布曲线，计算的是从现在开始的未来某一段时间的价格，比如从现在开始的5年时间。在5年时间里，股票价格出现的概率就是曲线下方的区域面积。例如，在图（b）中，阴影面积表示的就是未来5年时间里，股票价格在60美元和70美元之间的概率。图形的形状取决于你对未来分析的时间跨度设定为多长。在图（c）中，点虚线表示的是从现在开始的1年时间里股票价格的概率分布，段虚线表示的是从现在开始的3年时间里股票价格的概率分布，而实线表示的是从现在开始的5年时间里股票价格的概率分布。你会注意到，随着时间越来越长，曲线高度在降低，但变得更厚实了。这意味着，随着时间越来越长，股票价格波动远离其初始价格的可能性在不断增大，我们可以从图（d）中看得更明显。我们会发现，在60美元到70美元的价格区间中，实线下面阴影部分的面积要比虚线下面阴影部分的面积大许多，它表明从现在开始的5年时间里，股票价格在60美元和70美元之间波动的概率要比从现在开始的1年时间里股票价格在60美元和70美元之间波动的概率高很多。

图1-1　巴施里耶模型的概率分布

有效市场理论的雏形

将股票价格波动的方式想象成随机游走的形态，在当时属于令人惊讶的前卫思潮。现在看来，巴施里耶似乎是以这种方式思考金融市场的史无前例的第一人。从某些层面来看，这一思想看上去显得很疯狂，这或许能够解释为什么没有其他人会赞赏这一想法。当然，你可能会说：“哼，我就很相信数学！”如果股票的价格的确是随机游走的，那么，随机游走模型完全是有效和完美的。但是，凭什么假定股票市场的变化是随机的呢？当有利好消息公布时，股票价格就会上涨，当有不利消息公布时，股票价格就会下跌，这并不存在随机的情况啊？而巴施里耶的基本假设是：在某一个设定的常态下，股票价格上涨与下跌的概率是完全相等的，这纯粹是一派胡言乱语！

其实巴施里耶并没有忽视这一想法，这也没有让他感到茫然不知所措。作为一个非常熟悉巴黎证券交易所运作机制的人，巴施里耶非常清楚地知道，有效信息会在多大程度上影响股票价格的波动。从某一个具体的时点往回看，我们很容易判断出消息是好是坏，并且可以用消息的好坏来解释市场是如何波动的。但是，巴施里耶感兴趣的是，当你不知道接下来的消息是什么的时候，如何去预测股票未来价格的走势呢。有些消息我们可以根据已经知道的情况判断出来，毕竟，参加赌博的人非常擅长针对类似体育赛事和政治选举这样的事件进行投机的，这些可以被看成是他们对这些事件各种各样结果出现的可能性的综合预测。但我们在分析市场行为的时候，又应该考虑哪些预测因素呢？巴施里耶认为，任何具有预测性的事件都已经通过股票或债券的当前价格反映出来了。换句话说，如果你有足够的理由相信未来一定会有对微软公司有利的事情发生，比如微软将会开发一款新的电脑产品或者将会打赢一场重要的官司，你将会比那些认为微软不会有好事情发生的人出更高的价格购买微软的股票，因为你有理由相信微软的股票价格将会上涨。**与现在的股票价格相比较，未来积极的消息会推动股票价格上涨，未来消极的消息会导致股票价格下跌。**

因此，巴施里耶认为，如果这个推理是正确的，那么，股票价格就一定是随机的。想一想，如果某一项交易是在给定价格的基础上执行的，那么会发生什么呢？这正是市场得到检验的关键所在。每一笔交易都意味着交易双方，买方和卖方，有能力就交易价格达成一致意见。买卖双方都获知了所有可利用的消息，对股票的价值都有一个自己的判断，并且都决定在什么样的价格水平上持有股票。不过，这中间存在着一个非常重要的问题：按照巴施里耶的逻辑，股票的买方之所以在这个价格水平上买入股票，其原因就在于，他认为未来股票的价格将有可能上涨。而与此同时，股票的卖方之所以在这个价格水平上卖出股票，其原因就在于，他认为未来股票的价格将有可能下跌。进一步分析这一观点，如果市场上存在很多了解各种消息的投资者，这些投资者都能够就他们交易的股票价格达成一致意见，那么，当前的股票价格就可以被认为是充分考虑了各类消息之后形成的价格。这一价格水平，通常是充分了解各类消息的投资者双方都认可的，虽然，他们中的一部分人认为股票价格将会上涨，而另外一部分则认为股票价格将会下跌。换句话说，在任何时候，当前的股票价格都表明在了解了所有相关的消息之后，股票价格上涨或下跌的概率仍然是各占50%。如果市场按照巴施里耶所设想的那样运行，那么，“随机游走理论”一点儿都不疯狂，它是构成市场运行方式的一个必不可少的组成部分。

这一分析市场运行的方式就是我们今天所熟悉的有效市场理论。有效市场理论的基本思想就是，**市场的价格总是真实地反映各类交易商品的真实价值，因为它们涵盖了所有可利用的信息**。巴施里耶是第一个提出这一思想的人。然而，尽管他洞悉金融市场的那些深邃思想是如此的准确，但他的读者们却很少注意到这一思想的重要意义。有效市场理论后来被广泛地认为是由芝加哥大学的经济学家尤金·法玛（Eugene Fama）于1965年发现的。当然，今天来看，有效市场理论仍然存在着相当大的争议。有些经济学家，特别是所谓的芝加哥学派的

经济学家，坚持认为有效市场理论是最基本且无可辩驳的真理。其实你不需要花太多的精力就会发现，理解这个理论的本质是小菜一碟。例如，这一理论的一个必然结果就是市场不可能会存在泡沫，因为只有当市场上某类商品的价格远远高于其价值时，泡沫才有可能产生。任何经历过20世纪末21世纪初互联网泡沫的人，或者经历过2006年左右卖房子的人都知道，它们的价格水平远远超出芝加哥学派所认为的理性价格水平。事实上，与我交流过的短线客都认为有效市场理论其实很可笑。

市场经常不是有效的，事实上它的确如此。有时候，交易商品的价格与其价值相比，高得离谱，这确实也是市场上真实发生的情况。但是即便如此，有效市场理论还是为那些试图了解市场是如何运行的人提供了一个立足点。它是一个假说，是一个理想化的状态。

> 与这一情形类比非常相似的就是高中物理课程，因为高中物理课程经常假设我们所生活的世界是一个无摩擦、无重力的世界。当然，这样的世界在现实生活中并不存在。不过，沿着简单的假设前行，并不断放宽假设条件，可以帮助我们解决复杂的难题。一旦你能够解决简化了的问题，你就可以开始考虑当假设条件被破坏后会出现什么情况以及应该如何解决。如果你理解了两只冰球在溜冰场上碰在一起后会发生什么情况，那么对你来说，想象一下无摩擦的情形也不会是一件困难的事情。另外一方面，假设真的没有摩擦力存在，那么，当你骑自行车摔倒的时候，可能就会导致严重的刮伤。

这种情形与你想构建的金融市场模型本质上是一样的：巴施里耶首先假设市场是完全有效的，然后不断往前推导。接下来，巴施里耶为了让后来者更好地理解金融市场，于是假设当有效市场理论不存立时，市场将会发生什么，这样就以一种新的方式启发了人们的思考。

让经济学成为科学

从事实情况看，萨缪尔森似乎是唯一一个收到萨维奇寄出的明信片的人，萨维奇曾经非常困惑巴施里耶到底是谁。不过，萨缪尔森对自己的发现深感震惊，并深受巴施里耶的影响，并且急于向外界传递巴施里耶的发现。巴施里耶关于投机理论的著作开始成为麻省理工学院萨缪尔森学生们的必读书籍，而这些学生反过来又将巴施里耶的思想传向了世界的各个角落。1964年巴施里耶被官方封为圣徒，这一年，萨缪尔森在麻省理工学院的同事保罗·库特勒（Paul Coonter）在他编纂的经典文集《股票市场价格的随机性》（*The Random Character of Stock Market Prices*）中，将巴施里耶论文的英译本作为第一篇文章。当库特勒编纂的文集出版的时候，随机游走假说已经被很多人做了进一步的探索，并取得了很大的进步。不过，库特勒毫不犹豫地将所有的荣誉都献给了巴施里耶。库特勒这样写道：“正是因为巴施里耶的工作如此杰出，我们才可以说，所有关于投机价格的研究在这一概念产生的时候就注定会取得辉煌的成绩。”

萨缪尔森是发现并传递巴施里耶思想的最佳人选。萨缪尔森被认为是20世纪最有影响力的经济学家之一。1970年，他因为“提升了经济学学科的分析水平”而获得了第二届诺贝尔经济学奖，评奖委员会提出的理由是“他在经济学中引入了数学的规则”。事实上，尽管萨缪尔森在芝加哥大学读本科和在哈佛大学读研究生的时候所学的专业都是经济学，但是，对他影响最深刻的却是一位名叫E.B.威尔逊（E. B. Wilson）的数学物理学家和统计学家。当萨缪尔森还在读研究生的时候，他就遇见了威尔逊。那个时候，威尔逊是哈佛大学公共卫生学院的一名人口动态统计学教授，然而，在他职业生涯的前20年时间里，他却是麻省理工学院的一名物理学家和工程师。威尔逊曾经是美国第一位伟大的数学物理学家J.W.吉布斯（J. W. Gibbs）的关门弟子

吉布斯是美国历史上第一位工程学博士，于1863年被耶鲁大学授予工程学博士学位。

> 吉布斯对经典热力学规律进行了系统总结，从理论上全面地解决了热力学体系的平衡问题，从而将经典热力学原理推进到成熟阶段。最重要的是，吉布斯提出了相律，这是描述物相变化和多相物系平衡条件的重要规律，他还提出了吉布斯自由能及化学势，并做了用热力学理论处理界面问题的开创性工作，这些理论从微观视角试图解释诸如浴缸里的水和汽车引擎等日常生活中常见的物体的运动原理。

由于威尔逊，萨缪尔森成为了吉布斯式人物的门徒。他在1940年所写的论文就试图用数学的语言重新诠释经济学，这就是大量借鉴了吉布斯运用的统计热力学的思想。统计热力学的一个非常重要的目标就是提供一个将如何描述构成普通物质的微粒的行为模式转换成描述更大规模物体的行为模式。这一分析方法最主要的部分就是确定像温度或压力这样的变量，因为这些变量对于非常细小的个体而言没有任何意义，但是可以用来描述由个体组成的整体的行为。萨缪尔森提出经济学从本质上来讲也可以用同样的方式加以思考：**经济整体就是建立在不同个体的人所做出的那些普通的经济决策之上的活动**。理解大规模经济活动宏观经济的诀窍就在于找到那些能够准确概括作为一个整体的经济活动特征的变量（比如通货膨胀率），然后找到这些变量与组成整体经济的个体之间的关系。1947年，萨缪尔森在他在哈佛大学完成的论文的基础上出版了一本专著，书名就是我们今天所熟悉的《经济分析基础》（*Foundations of Economic Analysis*）。

萨缪尔森的这本书所做的开创性工作是巴施里耶那篇论文无法企及的。当巴施里耶读书的时候，经济学还不是一门专门的学科。到了19世纪，经济学基本上可以算是政治学的一个分支。一直以来，数学在经济学中所起的作用都很小，直到19世纪80年代，经济学才开始大

量引入数学，而这仅仅是因为当时的一些哲学家开始对衡量世界经济感兴趣，目的是更好地对此进行对比研究。因此，当巴施里耶写论文的时候，从根本上来讲，不存在需要革命的经济学领域：在为数不多的经济学家中，没有一个人有能力理解并赞赏巴施里耶所运用的数学知识。

在接下来的40年时间里，经济学迅速成长为一门科学。早期的那种对经济学所做的量化分析已经让位于更加复杂、更为高级的分析工具，这些工具能够更好地说明不同经济变量之间的数量关系，这在很大程度上归功于美国第一位经济学家埃尔文·费雪（Irving Fisher）的努力，他也是吉布斯在耶鲁大学的学生。在20世纪第一个10年里，经济学发展的特点是零星分散的。而在第一次世界大战期间，欧洲各国政府对经济学发展的支持有很大的改进，因为战争的需要迫使政府实施能够增加产出的经济政策。然而，经济学真正成为独立的学科还是缘于20世纪30年代初爆发的经济大萧条。欧洲各国和美国的政治家们开始相信世界经济肯定出现了非常严重的问题，并且向经济学家们寻求解决问题的方法。突然间，各国对经济学研究的资助变得慷慨大方，使得大学里的经济学研究人员和政府经济部门的工作人员有了显著的增加。萨缪尔森就是在这股浪潮下来到哈佛大学学习经济学的。当他的新书出版时，经济学研究人员的数量已经非常多，而且他们的数学功底都不错，能够理解这本书带来的划时代意义。萨缪尔森的书以及随后改编的教科书很快就成为最畅销的经济学经典著作，而且经久不衰，这也更好地帮助其他人知道了半个世纪以前巴施里耶所做的工作到底有多么重要。

期权定价模型

套用今天的说法，巴施里耶在他论文中所做的工作就是，建立了一个市场价格随着时间变化而如何变化的模型，也就是我们今天所说

的随机游走模型（random walk model）。模型（model）这个词是在20世纪30年代被引入经济学的，这要得益于另外一位从物理学家转变为经济学家的著名人物，首届诺贝尔经济学奖得主简·丁伯根（Jan Tinbergen）的贡献。模型这个词很早就运用在物理学中，指的是那些还不能构成一个完整的物理学理论的事物。理论是能够完整并且正确地描述世界的某些特征的尝试，至少，从物理学来讲是这样的。而模型只是物理过程或系统运作的一种简单化的表达方式，这就是为什么丁伯根会在经济学中运用模型的原因所在。丁伯根所建立的模型是为了更好地说明具有预测功能的经济变量之间的变化关系，这些关系包括利率与通货膨胀率之间的关系或者某一公司不同的工资水平与公司的总体生产力之间的关系。丁伯根最著名的论断就是：当一家公司收入最高的雇员工资是收入最低的雇员工资的5倍以上时，公司的生产效率将会下降。这一法则今天基本上被人遗忘了。与物理学不同的是，数理经济学基本上只跟模型打交道，而物理学却经常需要跟成熟的理论相结合。

到1964年库特勒的书出版的时候，“市场价格将会遵循随机游走的模式”这一思想已经非常牢固了，很多经济学家都认为是巴施里耶发明了这一理论。但是，随机游走模型却并不是巴施里耶论文中的精髓。巴施里耶真正的目标是为期权定价构建一个模型，他认为随机游走模型只是一个基础性的工作。**期权是一种金融衍生品，它赋予期权买方在未来某一时间（期权的执行日）以事先确定的价格（期权的执行价）买入（或者卖出）某一特定证券的权利**。买卖的证券通常是股票或者债券。当你购买期权的时候，你并不是直接购买基础证券。你购买的是一种权利，这个权利可以让你在未来某一时间按照你今天所协商的价格买进股票。所以，期权的价格通常是与你在未来想要买入某种资产的权利的价值相关。

早在1900年，任何对市场交易感兴趣的人都能明显地感觉到，期权的价值与基础证券的价值存在某种关系，同时，

期权的价值还与期权的执行价格存在某种关系。例如，如果谷歌的每股价格是100美元，而我拥有这样的一份合约，允许我以每股50美元的价格购买谷歌的股票，那么，对我来说，这份期权合约至少值50美元，因为我可以按照50美元每股的价格购买谷歌的股票并在市场上立即以100美元卖出，从而获得50美元的盈利。相反，如果期权合约赋予我以150美元的价格购买谷歌的股票，对我来说，这份合约并没有什么价值，除非，谷歌的股价迅速飙升到150美元以上。然而，找出这两者之间的准确关系却是一件很神秘的事情。未来享有对某个事物的权利在今天看来，它的价值又应该是多少呢？

巴施里耶的回答是建立在一个公平赌局的基础上。从概率理论来说，如果赌局的最终结果对参与赌局的双方来说是零的话，那么赌局就可以被认为是公平的。这就意味着，平均说来，重复多次的赌局，参与赌局的双方都将是不赔不赚的。同样地，不公平的赌局则意味着参与赌局的一方从长期来看，其预期是亏钱的。巴施里耶觉得期权合约从某种意义上来讲就是一种赌局。期权的卖方就是在赌从期权卖出时间到期权执行时间这个时间段里，基础证券的价格将会低于期权合约中约定的执行价格。如果这种情况确实发生了，期权的卖方就会赢得这个赌局，也就是说，通过卖出期权合约赚钱了。与此同时，期权合约的买方也是在赌，他所赌的情况是到了未来某个约定的时间点，基础证券的价格能够高于约定的执行价格，如果这种情况发生了，期权合约买方就可以通过执行期权合约，然后立即在市场上卖出基础证券获利。因此，期权合约的成本应该是多少呢？巴施里耶认为，**期权合约的公平价格应该就是让期权合约成为一个公平赌局的价格。**

总的来说，为了搞清楚这是不是一个公平赌局，你应该知道每一种既定结果出现的概率分别是多少，你还必须知道，如果这些结果出现后，你的盈利（或亏损）分别是多少。你盈利或亏损的金额还是比较容易计算的，因为它就是你约定的期权执行价格与基础证券市场价

格的差价部分。加上可以运用手中的随机游走模型，巴施里耶同时还知道如何计算在设定的时间期限内，基础证券的市场价格超过（或者不能超过）约定的执行价格的概率是多少。将这两个因素结合起来考虑，巴施里耶向我们解释了如何计算期权合约的公平价格。于是，问题便迎刃而解。

在这里，有一点必须加以重点强调：人们通常认为市场是不可预测的，因为市场是随机游走的。从某种意义上说，这是对的，巴施里耶也知道这一点。巴施里耶的随机游走模型表明你不可能预测到某只设定的股票是上涨还是下跌，或者你的投资组合是不是可以盈利。但是，它也有另外一种意义，那就是市场的有些特征是完全可以准确地预测的，因为它们都是随机的。正是因为市场是随机的，所以你可以运用巴施里耶的模型做概率预测，根据伯努利发明的大数定律，将概率与频率结合起来考虑，只要你掌握足够多的信息，你就能够在较长的时间范围内知道市场将会如何运行。这种类型的预测对于那些在市场上直接进行投机的人来说是无用的，因为它无法帮助投机者挑选哪些股票将会上涨，哪些股票将会下跌。然而，这并不意味着统计性的预测对投资者没有帮助。只需回想一下巴施里耶的期权定价模型，在那个模型中，基础证券遵循随机游走规律的市场是模型有效的关键因素。

这也表明，即使是期权定价模型也不是百分百地保证能够胜利。你仍然需要找到一种解读信息的方式，通过公式帮助指导你做投资决策，并从市场上获得盈利。如何将期权定价模型与交易策略融合在一起，在这方面，巴施里耶并没有提出明确的想法。这也是为什么巴施里耶期权定价模型不像他的随机游走模型那么备受关注的原因所在，即使是在他的论文被经济学家们重新发现之后，情况也没有任何改善。第二个原因就是，在他完成论文写作的很长一段时间里，期权仍然被认为是相对异端的金融产品，这样的话，即使经济学家们在20世纪50年代和60年代对随机游走模型很感兴趣，但是，期权定价模型看

上去还是那么奇怪和不相干。例如，在美国，在20世纪相当长的时间里，期权交易被认为是非法的。直到20世纪60年代末和70年代初，情况才开始发生改变。在别人手中，巴施里耶式的期权定价模型为更多研究成果的出现奠定了基础。

被遗忘的先驱

在第一次世界大战中，巴施里耶成功地活了下来。1918年的最后一天，他从部队退伍。当他回到巴黎的时候，他发现他在巴黎大学的职位已经被取消了。不过，总的来讲，经过第一次世界大战，巴施里耶的境况还是有所改善的。由于很多年轻的数学家们在战争中丧生，很多大学的职位就有了空缺。从1919—1927年，巴施里耶以访问教授的身份在很多地方待过，首先是贝桑松（Besancon），然后是第戎（Dijon），最后是雷恩（Rennes）。这些大学都没有什么名气，但是它们都为巴施里耶提供了教职，而在当时的法国，从总体上来讲，教职还是比较少的。最后，在1927年，巴施里耶在贝桑松大学获得了一份全职教师岗位，在那里，他一直工作到1937年退休为止。他在那里生活的时间超过了9年，不断地修订和再版他之前完成的论文。不过，他没有继续做开创性的工作。在成为教授之后，直到去世，巴施里耶只发表了一篇新论文。

1926年（也就是在他最终获得永久性教职的前一年），发生了一件事情，这件事情导致了巴施里耶研究生涯的结束，并给他最后几年教师的身份蒙上了一层阴影，这或许能够解释他不再发表论文的原因。那一年，巴施里耶向第戎大学申请一个永久性的教职，因为他在那里已经待了很多年。他的一个同事在评阅他的论文时，对巴施里耶的注释感到有些困惑。这个同事自认为发现了某个错误，于是将这篇论文转给了当时法国年轻但却非常有名的概率论专家保罗·莱维（Paul Levy）。莱维只是看了这个所谓的错误出现的那一页，就证实

了第戎大学那位数学家的怀疑。于是，巴施里耶就上了第戎大学的黑名单。后来，他知道了莱维在这次事件中起的作用，异常愤怒。他写信向其他人说明莱维在不了解他论文的情况下故意阻碍他的职业发展。一年以后，巴施里耶在贝桑松获得了一个教职，然而，伤害已经形成，对巴施里耶论文文献的疑问依然存在。具有讽刺意味的是，1941年，莱维看到了巴施里耶的最终稿论文。论文的主题是布朗运动，而这也正是他自己研究的主题。莱维发现这篇论文非常优秀。他与巴施里耶联络，并重新阅读巴施里耶早期的文章，最后发现，是他自己，而不是巴施里耶，对当初的论点一直存在错误的认识：巴施里耶的注释和非正式的写作方式使得这篇论文很难被认可，但从本质上来看，它依然是正确的。莱维给巴施里耶写了封信，最后他们俩和解了，和解的时间大概是在1942年。

巴施里耶的论文，被20世纪早期的很多数学家们所引用，这些数学家在概率论领域都享有非常重要的地位。正如莱维的“转变”所揭示的那样，在法国，与巴施里耶同时代的很多非常有影响力的人，包括很多与巴施里耶研究领域非常接近的人，要么忽视了他，要么错误地认为他的论文不重要或者存在瑕疵。考虑到他的思想在今天所具有的重要意义，至少我们可以推导出这样一个结论，那就是，**巴施里耶领先他所处的时代太远**。在他去世后不久，他的思想不仅重新出现在萨缪尔森和他学生的论文中，而且还出现在其他人的论文中。这些人跟巴施里耶的情形类似，都是从其他研究领域转到经济学领域，比如数学家本华·曼德博和天体物理学家莫里·奥斯本。

无论是在学术界还是在金融领域，情况都在发生改变，人们对先知们的认识越来越清晰，而在巴施里耶活着的时候，这些从来就没有发生过。

02
逆流而上的三文鱼

奥斯本采用不同的时间维度，研究三文鱼逆流而上的过程，他突然想到金融市场就是另一个兼具两种波动的系统。奥斯本第一次提出可以研发一个交易程序，这个程序可以写进电脑里，从而实现自我运行。而将奥斯本的这一想法和其他类似的想法引入现实世界的交易中，并加以验证，还需要等上几十年的时间。

莫里·奥斯本（Maury Osborne）的母亲是一位热心的园艺师。她是一个讲求实效的女人，为了给花园施肥，她宁愿到弗吉尼亚诺福克市（Norfork）一个离家较近的牧马场收集粪肥带回花园，也不愿购买商用化肥。如果她发现儿子偷懒，便会立即给他找点儿活干，比如给门廊刷刷漆，或者锄锄草，又或者挖一个洞来拌拌肥料。当奥斯本还是个孩子的时候，他挺喜欢干这样的工作。刷油漆和挖洞都非常有趣，而其他的工作，比如锄草，虽然令人讨厌，但是总比坐在那里什么都不干要强。当他感到无聊的时候，他就会去找母亲，问她可以做些什么，母亲则总会给他安排活儿。

有一天，母亲突然发现一辆货车刚刚经过。这辆货车是由一匹马拉的，这意味着沿途可能有许多成堆的马粪。“你去拾起这些马粪，并用软管浇水，让它变成液体状，然后给花园里的菊花浇灌。”她这样告诉奥斯本。奥斯本并不喜欢这项工作。当时正好是中午时分，奥斯本的所有朋友都在外面玩儿。他们发现了他正在做这个事情，便开始大声叫唤并且取笑他。虽然因为感到害羞而涨红了脸，且被臭气熏着，但奥斯本还是拾了一大桶马粪。回到家中，他拿出软管，向

桶里注水，搅拌好了就开始给花园施肥。这项工作粗鲁且总是要闻臭气，奥斯本觉得它让人愤怒并且非常尴尬。于是，他非常不高兴。突然间，由于他搅拌得太用力，桶里面混合的肥料溅了出来，并搞得他浑身都是。这是一个非常关键的转折点：就在那时，在被臭气熏天的马粪所包围的情况下，奥斯本决定他将再也不会问任何人他应该做什么，他要自己想清楚自己到底想要做什么，然后坚定地去做！

就他的科学研究生涯而言，奥斯本确实遵守了自己的诺言。最初，他是以天文学家的标准来要求自己的，做任何事情都像计算行星和彗星的轨道那样精确。幸运的是，奥斯本一生都没有感受到来自学术研究方面的压力。在美国决定参加第二次世界大战的前不久，奥斯本研究生毕业进入美国海军研究实验室（Naval Research Lab，简称NRL），研究项目是与水下声音探测与爆炸相关的课题。这项研究工作跟天文观测几乎没有任何关系，不过，奥斯本觉得这可能会比较有意思。事实上，在第二次世界大战结束前，奥斯本参与了好几个不同的研究项目。例如，1944年，奥斯本就写过一篇关于昆虫翅膀的航空动力学方面的论文。在20世纪40年代，昆虫学家们都不清楚为什么昆虫能够飞起来。昆虫的体重相对于它们翅膀扇动产生的动力来说，还是显得过于笨重。这个时候，奥斯本正好有多余的时间。与小时候不一样，他没有主动要求领导给他安排其他的事情做，而是将他的时间用来解决昆虫飞行的问题。最后，他成功了。他的研究成果首次揭示了昆虫飞行的原理：如果我们将昆虫扇动翅膀产生的动力与翅膀的牵引力结合起来考虑，我们就会找到昆虫为什么会飞以及它们是如何控制自己的飞行动作的完美解释。

第二次世界大战结束以后，奥斯本在科研道路上向前走得更远了。他向美国海军研究实验室声音探测部门的领导表示，他愿意留下来继续工作，但是他告诉这位领导，任何为政府部门工作的人，他们所做的工作，其实每天只需要两个小时就可以完成。你可以想象一

下，对领导口出狂言会是一种什么样的情形。但奥斯本却变本加厉，他表示，对他而言，每天工作两个小时所完成的工作量远远超过他应该为政府工作的量，他还有自己感兴趣的问题要去研究。奥斯本非常明确地说，他新研究的项目与美国海军没有任何关系，但不管怎么样，他都希望自己能够去做这样的研究。令人惊讶的是，他的领导很干脆地回复说：“那你就去做吧！”

奥斯本在美国海军研究实验室待了30多年的时间。自从他跟领导谈话之后，他都是在独立地做自己的项目。在大多数情况下，他的这些研究项目与美国海军的关系很小，或者根本就没有关系，然而，美国海军研究实验室却一如既往地支持他开展这些研究。他的这些研究范围非常广泛，从广义相对论和量子力学到深度海洋环流，都有所涉及。但是他最有影响力的工作，也是今天被我们所熟知的工作，却是另外一个完全不同的领域。1959年，奥斯本发表了一篇标题为《股票市场上的布朗运动》（*Brownian Motion in the Stock Market*）的论文。尽管早在60多年前，巴施里耶就写过这方面的文章，但对物理学家或金融学者们来说，他们并不知晓巴施里耶的文章（除萨缪尔森那个小圈子里面的一群人之外）。对那些阅读过奥斯本论文的读者来说，用物理学知识来研究金融学领域的问题完全是一个崭新的概念。不久，不管是学术界还是华尔街上的金融从业者，都开始重视这一现象。

尼龙发明的启示

不管你从哪个角度看，巴施里耶所做的工作都是天才式的。作为一名物理学家，他预测到了爱因斯坦早期最有影响力的部分研究工作，如后来的科学研究毫无疑问地证明了的原子存在，并引领科学和技术的发展进入了一个新时代。作为一名数学家，他大大地提升了概率理论和随机过程理论的发展水平，使得其他的数学家至少花30年的

时间才能够追赶得上。作为金融市场的数学分析人员，巴施里耶可以说是举世无双的一个人物。在任何领域，在前人的贡献如此之少的情况下，做出如此重要的成绩，这绝对是一个奇迹。**公正地讲，巴施里耶对金融学领域所做的贡献可以与牛顿对物理学领域所做的贡献相媲美**。但是，巴施里耶的生活却过得跌跌撞撞，很大一部分原因就在于当时的学术界还无法认同像他这样的开创性的思想者。

尽管只隔了短短的几十年时间，奥斯本却可以在政府支持的实验室里过得如鱼得水。他可以按照自己喜欢的方式，研究任何自己感兴趣的课题且无须应付任何机构的阻挠，而这正是整个职业生涯中折磨巴施里耶的问题。巴施里耶和奥斯本在很多方面具有共性：都具有非凡的创造力；都有发现之前的研究者们无法意识到的问题的能力以及能够找到解决这些问题的技术方法。然而，当奥斯本碰到巴施里耶在他论文里所提到的那个问题即预测股票价格走势的问题时，他所处的外在环境却与巴施里耶面临的环境完全不同，但是他得出的解决办法却与巴施里耶提出的解决办法惊人的相似。《股票市场上的布朗运动》这篇论文是一篇与众不同的文章。不过，在1959年的美国，作为物理学家的奥斯本却对金融问题感兴趣，这种事情是可以让人接受的，甚至还是会受到鼓励的。正如奥斯本指出的那样：**“从本质上来讲，物理学家不可能会做错的**。”为什么事情会发生这样的变化呢？

这一切要归功于尼龙的发明，对，尼龙！美国的女同胞们第一次知道尼龙还是在1939年的纽约世界博览会上，尔后，她们彻底被尼龙给征服了。一年之后，在1940年5月15日，当尼龙长袜在纽约问世的时候，第一天的销售量就高达78万双，而在第一周的时间里，销售量更是突破了4000万双。到那一年的年底，发明和制造尼龙袜的杜邦公司（Du Pont）仅在美国市场就卖出了6400万双尼龙长袜。尼龙不仅很坚韧而且非常轻，它不容易染灰尘而且还防水，这与丝绸不一样。而在尼龙出世前，丝绸是比较受人欢迎的丝织品。

此外，尼龙在价格上也比丝绸或者羊毛要低许多。正如一家报纸《费城记录》（*Philadelphia Record*）所描述的那样，尼龙带来的革命性效应甚至超过“火星人攻击地球”。

尼龙带来的革命性效应不仅仅是女人们的服饰潮流或者恋物癖者的精神寄托。发明尼龙产品的杜邦公司从20世纪30年代开始通过联合其他一系列公司和大学参与该项目的研究，在美国悄悄地开辟了一种全新的研究文化。这些公司和大学包括南加州爱迪生（Southern California Edison）、通用电气、斯佩里陀螺仪公司（Sperry Gyroscope Company）、斯坦福大学和加州大学伯克利分校。

在20世纪20年代中期，杜邦公司是一家组织结构非常松散的公司，有一大堆相对独立的部门，每个部门都有自己庞大的研究机构。同时，公司还存在一小部分比较集中的中心研究机构，从根本上来讲，这是早期遗留下来的机构。当时中心研究机构的领导者是一位名叫查尔斯·斯泰恩（Charles Stine）的人。他面临一个难题，因为公司内部拥有大量的、各有所长的研究组织，每个组织都在独立完成本部门所要求的任务，对他这个额外的研究部门的需求便显得可有可无。如果中心研究机构想继续存在下去，且永远不用担心未来发展的问题，斯泰恩就必须找到一个研究任务，证明他们这个机构存在的必要性。他在1927年找到了解决问题的方法，并且很快就开始实施，这个方法就是在中心研究机构创建一支精英式的基础研究团队。萌生这一方法的根源在于杜邦公司的很多工业部门都特别依赖核心的基础学科，而这些部门的研究机构过于专注自身行业的应用研究，对基础研究投入不足。斯泰恩的团队将会重点研究那些长时间都没有人关注的科学难题，为以后的实际应用奠定基础。斯泰恩从哈佛大学请来了一位名叫华莱士·卡罗瑟斯（Wallace Carothers）的化学家，由他来领导这支新队伍。

卡罗瑟斯和他的年轻博士团队在接下来的3年时间里，不断地探索和记录各种各样聚合物的特性。所谓聚合物是指那些由众多原子或原子团主要以共价键结合而成的相对分子量在一万以上的化合物。在刚开始的几年时间里，研究工作无拘无束，无须考虑任何商业因素。在杜邦公司，中心研究机构被定位为纯粹的学术研究实验室。不过，在1930年，卡罗瑟斯的团队还是取得了两项突破性的成就。第一，他们发现了氯丁橡胶，这是一种合成橡胶。第二，也是在同一个月份的晚些时候，他们发现了世界上第一种完整的合成纤维。很快，斯泰恩的基础研究团队开始显现出其能够为公司带来盈利的潜力，这引起了公司高层的注意。斯泰恩被提拔进入公司执行委员会，一位名叫埃尔默·博尔顿（Elmer Bolton）的新人开始执掌中心研究机构。博尔顿之前在有机化学部门担任研究方面的负责人，与斯泰恩不同的是，博尔顿对没有明确应用范围的研究缺乏耐心。他很快将研究重心从氯丁橡胶转移到他的老本行，而他对纤维的研究有非常丰富的经验，并鼓励卡罗瑟斯团队集中力量研究合成纤维。最初被研制出来的纤维存在很多缺陷：它在低温环境下会融合在一起，而且会溶于水。但是，到1934年，迫于新领导的压力，卡罗瑟斯就聚合物研究提出了一个新想法，那就是，加入纤维到聚合物中可能会增强其稳定性。5个星期之后，他实验室的一名助手研制出了第一根尼龙。

在接下来的5年时间里，杜邦公司专注于尼龙的规模化生产和商业化运作。尼龙作为一个纯粹的研究实验室的发明进入人们的日常生活中。就尼龙本身而言，它代表着当时最先进的技术工艺，而这个技术工艺则是建立在当时最先进的化学知识基础之上的。由先进的技术变成能够赚钱、可以商业化大规模生产的产品，这个时间周期很短。从本质上来说，这个过程是全新的，跟过去完全不一样：**尼龙本身代表着聚合物的重大突破，而杜邦公司的商业化项目运作模式则是基础研究产业化领域的重要革新**。这个运作过程有一些明显不同于以往的重要特征。

首先，它要求中心研究机构的学术型科学家、各个部门研究机构的产业型科学家和负责建立新工厂并实际生产尼龙的化学工程师三者之间必须保持非常密切的联系，形成良好的合作关系。不同的研究团队在解决一个又一个的难题过程中，他们的合作关系越来越密切，基础研究与应用研究、研究部门与工程部门之间的界限都被打破了。

其次，杜邦公司在聚合物制造的每个阶段都是齐头并进的。这表明，以前，都是等前一个阶段的工作全部完成之后（例如，生产聚合物的化学反应全部完成），才开始进行下一步的研究工作（例如，发明一种新的方法以旋转的方式将聚合物转变为纤维）。而与以往不同的是，这次研究团队是同时解决这些问题的，每个团队都将其他团队的工作想象成“黑匣子”，不管对方用的是什么方法，都不会影响研究的最终结果。这种工作方式大大地鼓励了不同类型的科学家和工程师之间的合作，因为它没有办法将最开始的基础研究工作与后面的实际应用阶段完全区分开来，所有的工作都是同步进行的。

最后，杜邦公司专注于一种独立产品：女性丝袜。而纤维的其他应用，例如，女性贴身内衣和地毯，都被推迟到以后才投入生产。这样的策略，在公司的每一个层面，都充分引起了大家的注意和重视。到1939年，杜邦公司开始对外展示公司研制的新产品，而到了1940年，公司就能够有足够的生产能力生产产品并对外销售了。

物理学理论与实际应用的壁垒被清除

尼龙的故事向我们展示了杜邦公司的科学研究氛围是如何改变的：刚开始的时候是逐渐改变的，到20世纪30年代，开始迅速推广并形成定式。这个模式表明纯粹的理论研究和应用研究两者之间是紧密相连的，并且都具有非常重要的价值。但这又是如何影响奥斯本的呢？毕竟他并不是在杜邦公司工作啊。当尼龙开始出现在美国商店的货架上时，欧洲的战事已经是越来越大。这个时候，美国开始意识

到，想要保持中立，基本上是不可能了。1939年，爱因斯坦给当时的美国总统罗斯福写了一封信，他在信中警告说，德国可能在研制核武器，他还提示罗斯福总统，美国应该与英国开展合作，共同研究铀的军事用途。

1941年12月7日，日本偷袭珍珠港。4天之后，德国向美国宣战，研制核武器的工作被迅速提上日程。有关铀的军事用途研究在继续进行，而与此同时，在加州大学伯克利分校工作的一群物理学家正在独立开展另外一种新元素钚的研究。钚同样也可以用于制造核武器，至少从理论上来讲，它比铀元素更容易大规模生产。在1942年早些时候，诺贝尔物理学奖获得者阿瑟·康普顿（Arthur Compton）在芝加哥大学秘密地召集了一批物理学家，在冶金实验室招牌的掩护下，也在研究这种新元素，目的是研究如何将这一元素用于原子弹的制造。

到了1942年8月，冶金实验室已经生产出来好几毫克的钚元素。接下来的一个月，曼哈顿计划（Manhattan Project）开始变得越来越严肃。这项工程由美国陆军工程兵团的莱斯利·格罗夫斯（Leslie Groves）将军领导，格罗夫斯立即任命美国著名物理学家、加州大学伯克利分校的罗伯特·奥本海默（Robert Oppenheimer）为该项目的负责人，奥本海默曾经在冶金实验室最重要的部门计算中心工作过。曼哈顿计划是已经完成的、最大的单一科学研究项目：在最高峰时期，参与这一项目的人员数量高达130 000人，总投入成本为20亿美元（相当于今天220亿美元的规模）。整个美国的物理学界都被这场战争而迅速地调动起来，绝大多数高校的研究部门以各种各样的方式参与进来，许多物理学家都被重新安置到洛斯阿拉莫斯（Los Alamos）国家实验室来开展这项全新的秘密研究工作。

格罗夫斯要处理的事情非常多。但最大的难题之一就是将冶金实验室研制出来的几毫克钚元素实现规模化的生产，从而能够满足制造原子弹所需要的用量。怎么夸大这个挑战

的难度都不过分。最终，有60 000多人都在忙于钚元素的生产，而这几乎占了曼哈顿计划所有参与人员数量的一半。当格罗夫斯于1942年9月接管这一项目的时候，斯通和韦伯斯特工程建筑公司（Stone and Webster Engineering Company, SWEC）已经按照合同在华盛顿州的汉福德市（Hanford）建造大规模量化生产钚元素的工厂，然而，依然在冶金实验室工作的康普顿认为斯通和韦伯斯特工程建筑公司不可能完成这一任务。康普顿提出了自己的担心，格罗夫斯认同斯通和韦伯斯特工程建筑公司并不具备完成这一工作的资质。可是，在当时的那种情况下，你又能去哪里找到这样一家公司，仅仅是凭几毫克的、最新获得的且又是最先进的材料，就建造出能够大量生产这种材料的设备设施呢？而且，时间要求还这么紧！

到1942年9月底，格罗夫斯要求杜邦公司也参与到这一项目中来，为斯通和韦伯斯特工程建筑公司提供相应的帮助和建议。两个星期之后，杜邦公司答应尽自己最大的能力帮忙：公司完全负责汉福德市工厂的设计、建设和运行。那有什么值得推荐的策略呢？那就是按照杜邦公司研制尼龙新产品那样的方式来对待钚元素的生产。从一开始，作为杜邦公司中心研究机构的领导，并且刚刚完成尼龙项目的博尔顿和他最亲信的几个副手就在这个钚元素项目中占据了领导地位。与尼龙项目一样，钚元素的产业化研究也取得了巨大的成功：仅仅是两年多一点点的时间，尼龙研究团队就实现了钚元素产能的百万倍级别的大幅度提升。

实施尼龙项目的策略既不是一个简单的任务，同时也不是那么一帆风顺。为了大规模地生产钚元素，需要一个巨大的核反应堆，而在1942年之前，从来没有构建过这样的核反应堆（虽然计划里面有这样的安排）。这就意味着，它比尼龙项目的研究更复杂。新的技术和基础科学对汉福德市工厂的构建来说最为关键。反过来，这也表明冶金

实验室的物理学家们其实也是在赌博，他们并不敢保证，杜邦公司对这个项目而言，就是最合适的选择。他们认为，作为核科学家，他们的工作处于人类知识水平结构的顶端，是最高级的。在他们看来，产业型科学家和工程师们所处的层次要比他们低。毫无疑问，他们肯定不会那么服从杜邦公司研究团队的指令。

核心问题是物理学家们严重低估了工程师们在构建工厂过程中所起的作用。他们认为杜邦公司专注流程和组织的做法完全是在制造障碍。具有讽刺意味的是，这一问题的解决是通过分配更多权力给科学家而不是工程师的方式实现的。康普顿与杜邦公司协商，让来自芝加哥大学的物理学家们对来自杜邦公司的工程师们所画的蓝图有复查和签字的权力。然而，当物理学家们看到了这个项目的绝对规模有多大，并开始理解了工程将有多么复杂时，他们中的许多人立即对工程师们的作用表达了钦佩之情，甚至有些物理学家开始对更复杂的工程问题感兴趣了。

很快，科学家们与工程师们以更加积极的方式开展合作了。正如杜邦公司的企业文化在尼龙项目中悄然发生改变一样（公司以前那种科学与工程之间的明确分工界限开始被“摧毁”），科学家们与工程师们在汉福德市工厂项目中的合作也很快打破了原来的那些老规矩。在建造钚元素生产设备时，杜邦公司有效地将公司研究文化输送给了这些非常有影响力的理论型物理学家和应用型物理学家，这群物理学家的工作不管是在第二次世界大战前还是在第二次世界大战后都是在高校，而不是在实业部门。但这种研究文化的转变却保存下来了。在第二次世界大战结束之后，物理学家们开始习惯于在纯理论研究与实际应用之间的各种不同关系。即使是那些顶级理论物理学家开始研究现实世界的具体问题，都已经为人们所理解和接受。而同样重要的是，**为了让基础研究变得“有趣”，物理学家们有必要向他们的同事们介绍其可行的实际用途。**

杜邦公司的尼龙项目并不是20世纪30年代新兴的研究文化出现的唯一代表，汉福德市工厂和冶金实验室同样也不是第二次世界大战期间，物理学家们与工程师们打破界限、实现亲密合作的唯一的国家实验室。同样的变化，在洛斯阿拉莫斯国家实验室、海军研究实验室、加州大学伯克利分校和麻省理工学院的放射性实验室以及美国很多其他的地方都在发生。这些变化首先是实业部门的需要，然后军方也觉得有必要，而且发生变化的理由都非常类似。这些变化迫使物理学家们对未来的预期也有所改变，到战争结束时，整个学界都发生了转变。从此，那些19世纪晚期和20世纪初期的德高望重的科学家们再也不会存在这样的幻想了，那就是他们的工作值得全世界重视和尊敬。物理学的范围变得越来越广，研究成本也变得越来越昂贵。纯理论研究的物理学和实际应用的物理学之间的壁垒已经完全被清除。

奥斯本的理论模型

出生于1916年的奥斯本特别聪慧。他在15岁的时候就完成了高中学业，不过，他的父母却不希望他这么小就上大学，于是让他读了一年的预科，这是奥斯本痛恨的预科。之后，奥斯本才去弗吉尼亚大学主修天体物理学。奥斯本很早就具备了对知识独立思考和广泛涉猎的能力以及与生俱来的好奇心，这也奠定了他以后科学生涯的性格特征基础。例如，在他读完大学一年级的时候，奥斯本就觉得他已经学习了足够多的知识。于是，那个暑假的某一天，在完成了位于美国弗吉尼亚州中部城市夏洛茨维尔（Charlottesville）的麦考米克（Mccormick）天文台的工作任务之后，他决定退学。奥斯本没有回到弗吉尼亚大学，而是准备做一些体力劳动。他把自己的计划告诉了他的父母，很明显，他的父母非常了解他，并没有劝说他放弃自己的计划，老老实实地回学

校读书去，而是帮助他联络了一位家族的好朋友，这个好朋友在弗吉尼亚州有一个大农场。于是，奥斯本就去了这个朋友的农场，准备在那里工作一年时间。但到了圣诞节的时候，他被这个朋友送回了家。这位农场主朋友还给他的父母捎来一封短信，在信中说道，她受够了奥斯本的折腾。于是，那一年的剩余时间里，奥斯本在诺福克附近用小推车帮助诺福克的体育教学部门重新修整操场。这一年的体力劳动让奥斯本明白了学术研究其实并不是那么无趣，于是，在第二年的9月，他重新回到弗吉尼亚大学。

大学毕业以后，奥斯本前往西部的加州大学伯克利分校攻读天文学的研究生课程。在那里，他遇到了物理学领域的许多杰出人物，并与他们一起工作，这其中就包括奥本海默。当1939年爆发第二次世界大战的时候，奥斯本正好就待在伯克利。到1941年春天，包括奥本海默在内的很多物理学家，开始考虑应当为战争做点儿什么，其中就包括制造核武器。奥斯本看到了写在墙上的与支援战争相关的很多内容，他意识到他也有可能被招募，于是他积极申请加入这支队伍，但是他被拒绝了，因为他的眼睛高度近视（在战争早期，应征入伍的要求是比较高的）。于是，他向美国海军研究实验室提交了一份申请，声音探测部门为他提供了一份工作。于是，他收拾行囊，前往他家所在地的弗吉尼亚州的一个政府实验室工作，当时，这里正全力准备支持创造性的、跨学科的研究项目。

奥斯本深思熟虑后开始准备《股票市场上的布朗运动》这篇论文。“让我们想象一下，”他这样写道，“一个统计学家，可能受过天文学领域的专业训练，但对金融领域完全不熟悉，他被指派负责分析某一天的《华尔街日报》上刊登的所有纽约股票交易所的交易数据和交易信息。”大约在1956年，奥斯本开始研究股票市场。这一年，他的妻子多丽丝（Doris，也是一位天文学家）刚刚生完第二对双胞胎，分别是奥斯本的第八个和第九个孩子。奥斯本觉得他最好还是研

究股票市场的未来走势。从此以后，我们经常会看到奥斯本下楼去书店，然后买上一份当天的《华尔街日报》。他喜欢将报纸带回家，在餐桌前坐下来，然后打开报纸，研究前一天的交易情况。在这里，他可以通过奇怪而又未明确意思的列标题找到成百条，也可能是成千条的数据。

这位接受过天文学教育的统计学家还不知道这些列标题代表的含义是什么，也不知道如何解读这些数据，但是这并没有什么影响。这些数据并不能吓倒他。毕竟，他已经习惯了一页又一页地阅读这些数据，就像在夜空中行动那样自由。困难在于如何找出这些数字之间的关系，确定哪些数据能够为其他的数据提供重要的信息，并且最终看看能否对未来做一个预测。事实上，他正是从一系列数据中构建一个模型，而类似的工作他之前做过几十次。于是，奥斯本调整了下自己的眼镜，卷起袖子，按照正确的方向继续前行。你瞧，他果然发现了一些重要的特征：跟价格相关的这些数字，其表现跟一系列在液体中做随机运动的微粒非常类似。正如奥斯本所说的那样，这些数字就好像来自布朗运动中的灰尘。

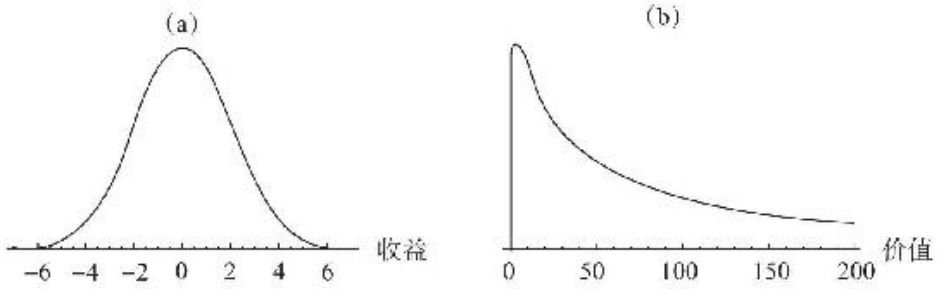
在很多方面，奥斯本对股票市场行为理论所做的最大的，也是最持久的贡献都是对巴施里耶论文思想的重新概述，但两者之间还是有一个巨大的差别。巴施里耶认为股票价格时刻都在发生变化，其上涨的量与下跌的量是基本相当的。正是从这一点出发，巴施里耶认为股票价格服从正态分布。但是，奥斯本立即否认了这一观点。萨缪尔森同样也否认了这一点，事实上，萨缪尔森认为巴施里耶的这一观点显得有些荒谬。检验这一假说的最简单的方法就是通过随机选取一系列股票，并画出它们的价格走势图形，来判断这些价格走势图是不是服从正态分布图。如果巴施里耶的假说是正确的，那么，我们就会发现，画出来的股票价格走势分布图应该是与钟形曲线相类似。然而，当奥斯本这么做的时候，他发现这些股票价格走势根本不是服从标准的正态分布。换句话说，如果你详细分析这些数据，巴施里耶的结论

是错误的。公正地说，巴施里耶确实也做了实证检验，但是当时的公债市场有些特殊，具体说来，就是它们的价格变化非常缓慢，而且变化的幅度也非常小，这就使得巴施里耶的模型看上去比实际更为有效。

那么，奥斯本发现的股票价格分布看上去又像什么呢？它看上去像一个一边带有长长尾巴的隆起，而在隆起的另一边，却没有任何尾巴。这个图形看起来不像钟形，但与奥斯本的发现非常接近。如果不仅价格是正态分布的，而且收益率也是正态分布的，那么，你就会得到那样的结果。**股票的收益率可以被看成是股票价格每一刻变动的平均百分比**。假设你有200美元，100美元存在你的储蓄账户里，另外的100美元用来买一些股票，从现在开始的一年时间里，你拥有的可能不会是200美元（你拥有的金额可能超过200美元或者少于200美元），因为储蓄账户里面的利息在增加，而你所购买的股票的价格时刻在发生变化。你可以将股票的收益率想象成银行希望你两个账户都保持相同金额而支付给你（或者向你收取）的利息率。这是一种方式，可以帮助你时刻掌握股票价格与其初始价格相比的变化情况。

股票的收益率与股票价格的变化相关联，我们可以用我们所熟悉的对数方程来加以描述。正是因为这个原因，如果收益率呈正态分布，那么，股票价格的概率分布就应该以我们所熟知的对数正态分布的形式出现（就好像我们在图2-1中所看到的那样）。而当奥斯本将真实的股票价格走势画出来的时候，对数正态分布是一个看上去特别搞笑的、带有长长尾巴的隆起。这一分析的结果就是，**股票收益率的走势遵循随机游走模式，而股票价格却并不是随机游走的**。这一观点纠正了巴施里耶模型中存在的最直接、最致命的问题。如果股票的价格是呈正态分布的，而分布的宽度是由时间跨度决定的，那么，通过巴施里耶的模型，可以预测到，在经过足够长的时间跨度之后，总是存在那样的一个时间点，既定股票的价格会变成负数。但这是不可能发生的事情：股东们投资最大的损失也就是他在最初所投入的本金。奥

斯本的模型则不会存在这方面的问题。不管股票的投资收益率会负到什么程度，股票价格本身不会变成负数，它只是会无限趋向于零。



奥斯本认为是股票投资收益率而不是股票价格，服从正态分布。因为股票价格与股票收益率是呈对数的关系，从而奥斯本的模型意味着股票价格是服从对数正态分布的。这些图形展示了当前价格为10美元的股票在未来某一时间范围内，两种分布的走势情况。图（a）表示的是收益率水平服从正态分布的例子，而图（b）表示的是在给定收益率分布概率的前提下，股票价格的对数正态分布情况。在这个模型中，股票收益率的取值可能会是负的，但是股票的价格却永远不会是负的。

图2-1　奥斯本模型的概率分布

价格的相对变化才是关键

奥斯本认为还有另外一个理由，支持股票收益率而不是股票价格本身，处于随机游走的状态。他觉得，**投资者们并不是真的关心股票价格的绝对走势。相反，他们关心的是百分比的变化**。想象一下，你买的股票是10美元一股，现在它涨了1美元，那么，你的收益率就是10%。如果你买的股票是100美元一股，如果它涨了1美元，你会感到高兴，但是并不是特别的高兴，因为这个时候，你的收益率仅有1%，虽然在这两种情况下，你每股所赚的都是1美元。如果一开始买入股票的时候，价格是100美元，那么对投资者来说，只有当股票价格涨到每股110美元的时候，他所获得的快乐才与每股10美元买入，然后涨到每股11美元所获得的快乐是相等的。而所有的对数衡量的都是相对价值：

log（10）与log（11）之间的差距，同log（100）与log（110）之间的差距是完全相等的，对数的这一性质很重要。换句话说，股票价格从每股10美元涨到每股11美元与股票价格从每股100美元涨到每股110美元，这两种情况的收益率都是一样的。统计学家会说，价格的对数形式具有“同等间隔（等距）”（equal interval）的属性：存在于两个价格对数之间的不同与基于两个价格水平的盈利或亏损的心理感受的不同是紧密相关的。

你可能会对上一段的结论很感兴趣，认为它有一点儿让人感到意外，而这个结论也正好是奥斯本在《股票市场上的布朗运动》这篇论文中所要论证的观点：我们应该对股票价格的对数感兴趣，因为股票价格的对数更好地反映了投资者们如何感受盈利和亏损的。换句话说，**在股票投资过程中，重要的不是股票价格的具体变化，重要的是投资者对这个价格变化是如何反应的**。事实上，奥斯本选择用股票价格的对数作为主要变量，其出发点源于我们所熟悉的心理学规则，即韦伯-费希纳定律（Weber-Fechner law）。韦伯-费希纳定律是19世纪心理学家恩斯特·韦伯（Ernst Weber）和古斯塔夫·费希纳（Gustav Fechner）发明的。它认为消费者对价格变化的感受更多取决于变化的百分比，而不是变化的绝对值。

> 在一系列的实验中，韦伯要求蒙上眼睛的男人们提一定重量的东西，然后，他不断地增加重量，然后让这些人描述当重量增加时，他们的感受如何。实验表明，哪怕刚开始的时候重量很轻，比如轻到只有几克，当再增加几克重量时，他们也能够清楚地知道。但是，如果一开始重量就很大，那么，当再增加几克重量时，他们却很难感知到。这表明引起关注的最小改变量与最开始所承受的重量是成比例的。换句话说，对重量变动的心理反应并不取决于重量变动的绝对值，而更多地取决于变动的重量与最初重量的相对值。

因此，正如奥斯本所指出的那样，**投资者更关心的是价格的相对变化而不是价格的绝对变化**，这反映了一个普通的心理现象。最近以来，人们批评分析金融市场过分倚重数学模型，这些模型很多来自物理学。人们批评的依据就是股票市场是由不同类型的人构成的，而不是由夸克或者滑轮构成的。物理学研究平面运动和斜面运动是不错的，甚至在研究太空旅行和核反应堆方面也取得了巨大的成就，但正如牛顿所说的那样，物理学很难预测人类的疯狂。

对这方面的批评引出了我们所熟知的另外一个学科领域，那就是行为经济学，行为经济学通过引入心理学和社会学的知识来帮助人们更好地理解经济学。从这一点来看，市场关注的是人类天性中的劣根性，而这些劣根性不会因为运用物理学和数学的公式而有所减少。

仅凭这一个方面的原因，奥斯本的观点就具有历史性的重要意义。它表明金融市场的数学模型不仅应该从投资者的心理因素来考虑市场的运行，而且，最好的数学模型本身就应该是心理学的一部分，正如奥斯本的模型那样，而这一点，巴施里耶却没有做到。当然，奥斯本的心理学水平还处于初级阶段，即使是按照1959年的标准来衡量，这个水平也不高。韦伯-费希纳定律在奥斯本运用它的时候，已经存在了一个世纪之久，而且这么长时间以来，关于人类行为的研究成果已经取得了长足的进步。与韦伯-费希纳定律相比较，现代经济学可以应用更多复杂的心理学理论，在本书后面的论述中，我们还会提到这方面的相关例子。然而，将心理学和其他相关领域的研究新视角引入金融学，在构建金融市场模型中，可以帮助我们提高运用数学知识的能力。因为，这些可以指导我们构建更为真实的假设条件，帮助我们更好地分析当前模型可能会失败的情形。

奥斯本与爱因斯坦的大论战

奥斯本习惯于与他同时代的、最出色的物理学家们合作，而且他也不惧怕权威。如果他找到了问题的解决办法，或者他认为自己完全懂得了某些事情，他会据理力争，坚定不移地相信自己的判断。例如，1946年早期，奥斯本开始对相对论感兴趣。为了尽可能地了解这一理论，他专门选择了一本爱因斯坦的书，书名是《相对论的意义》（*The Meaning of Relativity*）。在这本书中，爱因斯坦提出宇宙中大概存在的暗物质（dark matter）的数量。暗物质，从字面意义上来理解，就是宇宙中那些看上去不能发光或者反射光的物质，这意味着我们无法直接看到它们。暗物质于20世纪30年代，在科学家研究其对银河系自转的影响时，第一次被发现。今天，经典物理学的爱好者们都知道暗物质是所有宇宙学中最让人感到扑朔迷离的物质之一。对其他银河系的观察也表明宇宙中这样的物质数量太大，以至难以测量。这是一种连任何最前沿的物理学理论都无法解释的事情。

爱因斯坦提出了一个比较简单的方法用来计算宇宙中暗物质总量的最低下限是多少。他认为，作为一个整体的宇宙暗物质的密度至少与银河系（或者，一组银河系，也就是我们所熟知的星系）的密度应该是相当的。奥斯本并不认可这一说法。他认为，爱因斯坦一开始的假设可能就是有问题的。而且当时每个人都认可的最可靠的证据表明绝大多数的暗物质被严格限定在银河系的部分星球上，虚无空间基本不可能存在暗物质（这一点，从目前来看，仍然是真的）。因此，如果存在什么东西，作为一个整体，我们应该认为银河系的暗物质密度可能会高于虚无空间的暗物质密度。

到1946年，对大多数人来说，如果他们不认同爱因斯坦所坚持的相对论与天体物理学，那么，他们一定会觉得自己误解了某些事情。爱因斯坦俨然已成为文化偶像。但是，在奥斯本身上却不存在这个问题。当他理解了什么事情，那他就是真的接受这些事情，不管声誉或权威有多大，都不会对他造成任何影响。于是，奥斯本给爱因斯坦写了一封信，在信中，他非常礼貌地建议说爱因斯坦关于暗物质的理论

并没有什么意义。爱因斯坦在回信中重新阐述了他这本书的观点。于是，奥斯本又写了一封信。爱因斯坦让步说他的观点可能存在争议，但是他所推导的过程依然是可行的，随即，他又提出了另外一个观点。再一次，奥斯本驳斥了爱因斯坦的观点。经过6封信的来回沟通，很明显，奥斯本并没有让爱因斯坦信服。不过，对奥斯本来说，爱因斯坦在他书中所提出来的观点，在他看来，也是站不住脚的。不过，他自己也没有提出其他更好的观点。

奥斯本以同样的精神继续在经济学领域开展他的研究工作。忽略他在经济学或金融学领域的学科背景不足的情况，奥斯本是在用一个工程师的自信继续着他的研究。他在名为《运筹学》（*Operations Research*）的杂志上发表了《股票市场上的布朗运动》这篇论文。这并不是一本经济学杂志，但是很多经济学家和有经济学头脑的数学家看到了这篇文章，因此，奥斯本的研究很快就引起了广泛的关注。有些人支持这一观点，但并不是所有的人都毫无疑问地表示认同。实际上，当奥斯本第一次发表有关金融问题的论文时，他并不知道巴施里耶或者萨缪尔森，或者其他任何一位有影响力的经济学家。他也并不知道这些经济学家已经以这样或那样的方式表达过“股票的价格是随机的”这样的观点。很多经济学家提出他的论文缺乏原创性。由于提出批评的经济学家人数很多，于是，奥斯本在第一篇论文发表的几个月后被迫发表了第二篇论文。在第二篇论文里，他对股票市场是随机的这一思想进行了简单的历史回顾，并充分肯定了巴施里耶所做的贡献，明确指出巴施里耶是提出这一思想的第一人，同时，他也坚定地捍卫自己提出的模型。

奥斯本坚持自己的立场，理由充分，而且一贯如此。尽管与早期的研究存在一定的关联，但他的那篇关于股票市场随机游走的论文仍然具有充分的原创性，以至萨缪尔森在后来也高度评价奥斯本在随机游走理论方面所做的贡献。而在同一时间，萨缪尔森和他的学生们也在研究这一理论。更为重要的是，奥斯本以一个重视实证研究的科学

家的态度来推导和修正他的模型，并且用模型来处理相关的数据。他构建和使用了一系列的统计数据来做测试，目的就是不断地修正股票市场布朗运动模型的版本。其他的研究人员，诸如统计学家莫望斯·肯德尔（Maurice Kendall），在股票价格随机游走领域也做了大量的实证研究。肯德尔在1953年向人们展示了股票价格上涨和下跌的概率基本相当。不过，奥斯本是第一个向人们演示对数正态分布对市场分析的重要性的人。同时，他也是第一个清楚地将股票市场随机游走状态用模型加以表述的人，并且这一模型还可以用来推导股票未来价格（还有股票收益率）的概率分布。与此同时，他还能够提供真实的数据来确保这一特别的市场模型能够完全模拟真实市场的运行。尽管在刚开始的时候，经济学家们对奥斯本的原创性持有保留意见，但是，他们很快就意识到，奥斯本是将理论与实证紧密结合在一起的，而这样的研究方法以前从来没有出现过。当1964年，麻省理工学院的库特勒准备就随机游走理论收集整理出版一系列最重要的论文集时，他将奥斯本的两篇论文一并收录进来：一篇是1959年写的关于布朗运动的论文，另外一篇是他将早期的研究工作拓展并加以总结提炼的论文。

三文鱼迁徙与市场波动

当奥斯本开始考虑股票市场的时候，他在物理学以及相关的研究领域已经发表了15篇论文。他在美国海军研究实验室谋求到一份永久性的职位，而且已经工作了15年。他与20世纪中期最伟大的物理学家中的一部分人并肩工作，这些人与他既是同事又是朋友的关系。不过，奥斯本没有获得物理学或者其他相关学科的博士学位。早在1941年，他还没有完成他的研究生课程的时候，他就加入了美国海军研究实验室。从某种层面上来说，博士学位对像奥斯本这样的人来说，并不意味着什么。即使没有博士学位，也毫不影响他在物理学领域的职业表现，也没有任何人会怀疑他作为一名研究人员的能力，因为他的

工作已经证明了一切。然而，在他50多岁的时候，他想继续攻读博士学位，至少部分原因是他觉得这能够帮助他的职位得到提升。于是，与很多同事的选择一样，他来到马里兰大学的物理学系。在这里，他可以在不需要放弃实验室工作岗位的情况下完成他的博士研究生学业。

奥斯本刚开始尝试写论文的研究主题是天文学。通常情况下，研究生们先写一份论文提纲，而奥斯本直接跳过了这一步，他写的是一篇完整的论文。他将自己的这篇论文送给当时的物理系系主任，系主任立刻表示了反对意见，原因是太多人对这个研究主题感兴趣，而且已经做了许多研究工作，奥斯本的研究没有足够的原创性。于是，奥斯本写了第二篇论文，这篇论文建立在他之前对股票市场研究的基础上。这一次，系主任同样也提出了反对意见，原因是这篇论文并不是研究物理。正如奥斯本后来指出的那样：**“你原本是想做原创性的研究工作，可是，如果你的原创性内容太多，别人可能又不知道你做的是什么。”**在政府研究团体中，物理学家从事股票市场的研究还是能够被接受和认可的，因为在当时的政府研究团体中，任何应用性的研究都被认为具有较高的价值。但从传统的学术研究分类的视角来看，这确实不属于“物理学”。于是，尽管奥斯本在科学家群体中受到的称赞多于巴施里耶，但由于研究的对象是金融模型，他还是被很多人认为是一个特立独行的人。

尽管两篇论文都被否定了，但奥斯本依然没有放弃。他将《股票市场上的布朗运动》这篇论文寄给杂志《运筹学》，然后准备写第三篇论文。这一次他思考的问题，是他在开始考虑股票市场这个主题之前所研究的内容。

第三个研究主题关注的是三文鱼的迁徙效率问题。三文鱼的绝大多数时间都是生活在海洋中，然而，当准备繁殖后代的时候，它们会返回到出生地（淡水），通常这个地方与

它们生活的海洋相距1000多公里。到达之后，它们会产卵，然后死去。不过，离开海洋的时候，它们却再也不会进食任何东西。奥斯本意识到这可能值得研究，因为通过考察三文鱼迁徙的路程以及当三文鱼到达目的地后所消耗的脂肪，我们可以发现三文鱼的迁徙效率是多少。这一思想可以用来思考当一艘游艇在不需要加油的情况下，最远能够航行多长的距离。

第三篇论文完成后，他很快就提交上去了，遗憾的是，给他的反馈依然是不冷不热。是不是因为第三篇论文比第二篇论文更加偏离“物理学”这个学科呢？我们并不是很清楚。不过，这篇论文最终还是被接受了。因为学校正在申请一个更大的项目，研究领域是生物物理学（这个领域研究的是生态系统的物理学），学校行政部门希望学校获得来自生物物理学领域的权威认可。于是，在1959年，在他加入美国海军研究实验室20年之后，同时也是他那篇《股票市场上的布朗运动》论文正式发表的那一年，奥斯本最终获得了博士学位，这也为他在美国海军研究实验室赢得了职位的提升。

三文鱼迁徙的研究与奥斯本在金融市场方面的研究有着让人惊讶的关联。他为研究三文鱼洄游至江河所建立的模型就含有在不同时间段范围内的分析。三文鱼在较短距离范围内游泳能力的好坏，取决于某一时间点河流的湍急程度。如果只是考察三文鱼游很短的一段距离的能力，比如游几米，效果可能并不是很明显，但如果你考察的距离变得很长时，比如1000公里，那么，这个效果就会很清晰。第一种情况可以被称为三文鱼迁徙效率中的“快速”波动；而第二种情况可以被称为三文鱼迁徙效率中的“慢速”波动。问题是，慢速波动的数据我们比较容易获得，而快速波动的数据却没有那么容易得到。记录有多少条三文鱼在既定的时间到达既定的地点是一件比较容易做到的事；而要记录既定数量的三文鱼在通过某一段流速强度有变化的河流时其表现情况如何，则是非常难做到的。

奥斯本设计出了一个理论模型，试图能够同时解释慢速波动和快速波动，并且还能够揭示这两类波动之间的关系。然后，他还希望能够找到一个可以检验他模型的方法。收集单条三文鱼的数据可能是实现这一目标的一个方法，然而，它却非常难以实现。奥斯本一筹莫展，不知道从哪里“下手”。第二个可能的方法是构建另外一个系统，这个系统可以同时揭示奥斯本所研究的快速波动与慢速波动的变化。第二个方法看上去好像比较容易做到，但是奥斯本首先需要找到这样一个合适的系统。当他坐下来准备研究如何理解《华尔街日报》上的股票报价时，他很快就意识到，股票市场上同样存在着大量的不同规模的波动。很多市场因素，诸如汇率波动的方式或者投资者之间的相互作用，都会影响当天股票价格的走势。这些因素跟三文鱼迁徙过程中，从一条河流游到另外一条河流所呈现出来的快速波动很类似。而且，还有很多其他的因素会影响股票市场的价格走势，这些因素包括经济周期和政府的利率政策，而这些因素只有在经过很长一段时间之后，重新回头审视的时候，才会发现它们的影响到底如何，这些因素就好比三文鱼迁徙过程中的慢速波动。这正好表明，金融领域恰恰是可以找到研究数据的最佳场所，这些研究数据能够验证奥斯本关于不同波动形态以及它们之间相互作用的观点。

股票市场价格波动这一过程只不过是以另外一种方式展现出来。在考虑了股票市场价格波动因素之后，奥斯本构建出来了三文鱼迁徙模型。为了更好地利用金融市场数据来测试这一模型，他做了适当的修正，然后，他将这一模型运用到物理学中。奥斯本提出了一个新的模型用来研究海洋环流。特别是，他能够解释为什么水分子的随机运动（相当于三文鱼研究论文中的快速波动）能够形成系统性的巨大规模的集体运动现象，比如海洋环流（相当于三文鱼研究论文中的慢速波动）。对于奥斯本来说，不管是研究物理学领域还是研究金融学领域，它们本质上均存在着内在的必然联系。

“未受救济的混乱”

重新阐述奥斯本的研究工作以及他的直接贡献是一件非常有意思的事情，因为正如我们将要看到的那样，他的思想对金融市场研究将会带来革命性的影响。不过，他的研究并没有给华尔街带来什么冲击。但是，在很短的时间之后，其他的研究者，进一步发展了他的学术思想，从而引起了华尔街的重视。奥斯本是一个转变中的人物。他的论文和思想被学术界和那些注重理论修养的实际从业人员广为传播，只是华尔街没有沿着奥斯本在论文中所建议的方向发展。在有些方面，困难在于奥斯本认为他的股票市场随机游走模型没有办法预测股票的价格将会随着时间的推移发生什么样的变化。与巴施里耶不一样，奥斯本并没有将他的研究延伸到期权领域，而在期权领域，掌握了市场的统计特征，可以帮助你正确地判断，什么时间给期权定价是合理的。事实上，如果谁认真地拜读了《股票市场上的布朗运动》这篇论文和奥斯本随后完成的论文，就会形成这样的认识，那就是：**想从股票市场上赚钱基本是不可能的，股票的价格是不可预测的，投机者的平均收益都是零，投资其实是赔本买卖。**

后来，当人们重新审视奥斯本的研究成果时，发现有些东西还是应该以更加乐观的态度来对待。如果你知道，股票价格从本质上来讲是随机游走的，那么，正如巴施里耶所指出的那样，你可以正确地计算出基于股票的期权或其他金融衍生产品的价值。奥斯本并没有沿着这个方向继续他的研究工作，至少，直到20世纪70年代晚期，当其他的研究者都开始往这方面转变的时候，他才有所变化。相反，他将大量的时间用在研究如何找到证明股票价格并不是随机变化的证据上。换句话说，他将自己的研究方向转为与原来所坚持的观点完全不一样的立场，也就是股票的价格其实代表的是“未受救济的混乱”（unrelieved bedlam，这一词语出现在他的很多论文中），奥斯本全

面系统地且不顾一切地想找到股票价格背后变化的规律及其可预测性。

在探求股票价格的可预测性方面，他取得的成功非常有限。他发现股票交易量，即在既定的时间内所有实现的成交数量并不是固定的，而我们在布朗运动模型中却可以天真地对这一变量加以设定。相反，在每个交易日的开盘和收盘的时刻，交易量都处于最高峰的位置，从每个星期的交易量走势来看也是如此，从每个月的交易量走势来看，同样也满足这一特征。所有的这些波动，不约而同地与奥斯本在研究三文鱼迁徙过程中所提到的“慢速”波动很类似，不仅适用于研究股票价格波动，同时也适用于研究股票成交量的波动。这些波动来源于奥斯本在研究市场心理学时所提出的另外一个原则，即投资者的注意力是有时间跨度的。他们开始对某一股票感兴趣，然后进行大量的交易，使得交易量快速上升，然后，他们又不怎么关注这只股票了，于是，成交量就随之下降了。如果你考虑成交量的波动情况，你就不得不修正随机游走模型中的基础假设条件，这样的话，你就会得到一个全新的、更加精准的股票价格走势预测模型，这个模型被奥斯本称为“扩展的布朗运动模型”（Extended Brownian Motion）。

20世纪60年代中期，奥斯本和他的合作者向我们证明，在任何时候，某只股票价格上涨的概率并不必然地与其价格下跌的概率相等。你肯定会回想起来，股票价格往某一方向变化的概率与往另外一个方向变化的概率是相同的，这一假设是布朗运动模型中的基础假设条件之一。奥斯本认为，如果某一股票价格往上涨了一点儿，那么，在接下来的变化过程中，股票价格向下移动的概率要高于其继续上涨的概率。同样地，如果某一股票价格往下跌了一点儿，那么，在接下来的变化过程中，股票价格向上移动的概率要高于其继续下跌的概率。这就是，**从这一刻到下一刻，市场往反向运行的概率要高于它继续按原方向前行的概率。**当然，任何事物都有两面性。如果某一股票的价格往同一方向连续变化了两次，那么它继续按照原来的方向变动的概率

就会大大高于它往同一方向只变化一次时继续前行的概率。奥斯本认为交易大厅的基础设施对这种类型的非随机游走模式有很大的影响，奥斯本于是建议将这种股票价格变动方式放入研究股票价格如何变化的模型中。

这一研究成果深深地打上了奥斯本的烙印，这也是奥斯本为什么会成为物理学和金融学领域中如此重要的人物的原因之一。股票价格向上变动与向下变动的概率完全相等是奥斯本对有效市场假说贡献的一部分，这也是他最初的模型中的核心假设条件。然而，当他意识到这一假设条件并不存在时，他开始考虑寻找其他的方法来修正他的模型，从而确保模型能够拥有更加贴近现实的假设条件，而这一切都基于他对真实股票市场变化的研究。奥斯本从一开始就非常清楚地知道这就是他的方法论，它与天文学和流体动力学的理论研究工作非常类似。在那些研究领域，大多数问题很难立刻就得到彻底解决。所以，你可以先通过收集数据，设定比较简单的假设条件，然后推导出一些比较基本的模型。但是，这只是第一步的工作。接下来，你需要非常认真地对假设条件加以检测，不断变化和分解原来的假设条件，重新专注于这些数据，并且了解当这些假设条件都不满足时，根据模型的预测会出现什么样的问题，然后不断地加以调整。

当奥斯本描述他刚开始建立的布朗运动模型时，他特别地突出了他所设定的假设条件有哪些。他指出，如果这些假设条件不够合理，那么，模型得出来的结果，同样也不会有任何保证。奥斯本和其他的物理学家都认为，**模型本身并没有什么“瑕疵”，而是假设条件不合理让模型最终失效了。**然而，这意味着你有更多的工作要去做。一旦你建立了某个模型，那么，接下来的工作就是要检验当假设条件不成立时，结果会有多糟糕。如果你发现，假设条件经常不成立或者必须在特定的条件下才能得到满足的时候，你应该尝试去寻找它们失败的方式以及假设条件不成立的原因到底是什么。例如，奥斯本发现股票价格的变化并不是独立的，这在股票市场崩盘的时候显得尤为突出。

一系列的下挫会让股票价格极有可能保持持续下跌的趋势。当这种羊群效应存在时，哪怕是奥斯本的扩展的布朗运动模型所推导出来的结果也是不可信的。模型的构建过程包含着不断地修正和更新你的模型和理论，特别是要考虑最新的证据，不管你研究的是什么。你所研究的对象可能是细胞组织、飓风、股票价格，你都需要这样的引导程序不断地帮助你提升。

并不是每一个金融领域里与数学模型打交道的人都像奥斯本那样对方法论的重要性如此敏锐，这也是为什么数学模型有时候与金融危机有着紧密关系的主要原因之一。如果你的交易，依然建立在那些假设条件已经不能被市场所满足的模型的基础上，你可能就会亏钱，这很难说是模型的失败。就好像，你把汽车的发动机装在飞机上，飞机不能起飞，你觉得很失望一样。

交易：1/8美元的位置下单

尽管奥斯本的模型能够揭示股票价格的变化趋势，但是他仍然认为，从总体上来说，并不存在一个值得信赖的、通过预测未来股票市场走势而获得利润的方法。当然，总是有特例存在。具有讽刺意味的是，这与他在20世纪60年代发明的复杂理论模型没有任何关系。相反，他的乐观主义是建立在读懂市场心理的这一方法之上，也就是通过研究交易者的行为来了解市场的运行，从而获得盈利。

奥斯本发现大量的普通投资者都喜欢在整数的价格位置，比如10美元或者11美元，下达交易指令。但股票的报价却是以1/8美元为单位的。这就意味着某个交易者可以从交易账户里发现很多人都希望在某一整数价位购买股票，比如在10美元的位置大量买入股票。于是，他可以在10.125的位置买入股票，而且他可以肯定，当天的股票价格不会跌破10美元，因为在那个位置，有大量的买单等着。因此，最坏的情形就是他每股损失了1/8美元；而很有可能，股票的价格上涨了，这

样的话他就赚钱了。相反，当他发现大量的投资者在11美元的价格抛售股票的时候，他就可以在10.875的价格水平上，下单卖出股票，这样的话即使股票没有下跌而是上涨了，他每股的损失也只有1/8美元，因为在11美元的价位上，有大量的卖单。这意味着，如果你每天都想交易，你就应该在高于整数价格1/8美元的水平下单买入或者低于整数价格1/8美元的位置下单卖出，你可以搜集那些被专家们认为是非常“热门”的股票做交易，因为这些股票有很多人在关注它们。

事实证明，被专家们认为是热门的股票是研究股票将会如何变化的一个极佳的指标，这个指标比奥斯本研究过的任何其他指标都管用。正是建立在这些研究的基础上，奥斯本第一次提出可以研发一个交易程序，这个程序可以写入电脑，从而实现自我运行。可是，在1966年，当奥斯本提出这一想法的时候，没有人会用电脑来做决策。而将奥斯本的这一想法和其他类似的想法引入现实世界的交易中并加以验证，还需要等上几十年的时间。

03
从海岸线悖论到大宗棉花价格

曼德博异常执着地找出巴施里耶-奥斯本模型中的缺陷，并开发出研究问题所必须用到的数学方法。完善每个细节是一个长远的过程。实际上，对数学模型的不断改进是一个永不停歇的动态过程。不过，不可否认的是，曼德博向前迈出了至关重要的一步。大宗棉花的价格更像是喝醉的行刑队员，而不是坎昆的醉汉。曼德博觉得这实在是太有趣了。

佐列姆·芒德勃罗（Szolem Mandelbrojt）是一位非常有代表性的现代数学家。他是一名数学分析理论专家，曾在法国巴黎与一批一流的精英们一起做学术研究，这些人包括埃米尔·皮卡（Emile Picard）、亨利·勒贝格（Henri Lebesgue）等。佐列姆是20世纪一群笔名为尼古拉·布尔巴基（Nicolas Bourbaki）的法国数学家团体的创始成员之一。布尔巴基团体将数学研究领域的严谨性和抽象性推向了顶峰，他们的集合理论为两代数学家的研究奠定了基础。当佐列姆的导师、非常著名的19世纪末期数学家雅克·阿达马（Jacques Hadamard）从久负盛名的法兰西学院退休后，佐列姆受聘接替了这个职位。他为人严谨，在工作上兢兢业业。

如果不是他的侄子一刻不停地骚扰他，佐列姆至少可以一直心无旁骛、一丝不苟地做研究。1950年，在佐列姆的母校巴黎大学攻读博士学位的本华·曼德博（Benoît Mandelbrot）做了一个决定，准备追随他杰出的叔叔的脚步，从事数学方面的研究。当佐列姆第一次意识到他的侄子想要致力于数学研究时，心情异常激动。但渐渐地，他开始怀疑曼德博的态度是不是端正。曼德博对当时最前沿的数学问题毫无兴趣。他的研究缺乏严谨性，而恰恰是数学的严谨性为佐列姆带来

了巨大的成功。更糟糕的是，曼德博似乎打算采用几何方法。在当时，任何一个有自尊心的数学家都知道，这种导致许多人误入歧途的方法，在一个多世纪前就已经被彻底抛弃了。真正的数学家是不会通过画图来解决问题的！

曼德博的父亲，也就是佐列姆最年长的哥哥，一手将佐列姆抚养成人。他一直资助佐列姆，直到他完成本科学业，否则佐列姆是不会有这样的成就的。因此，对佐列姆来说，曼德博更像是一个兄弟而不是侄子，他觉得自己有义务对曼德博付出足够的耐心，给予相应的支持。但佐列姆对曼德博简直是无计可施，因为曼德博就是不得要领。曼德博的数学天赋不逊于任何人，但是选题时，却显得异常笨拙，简直是无可救药。

> 一天，当曼德博在办公室谈论他疯狂的毕业论文构想时，佐列姆终于忍不住发飙了。他跑到垃圾桶边上，从里面掏出一张已经扔掉的废纸。佐列姆心想，如果曼德博想在这些垃圾上创作他的毕业论文的话，自己倒是有一大堆，干脆把装满了废纸的垃圾桶送给他得了。“这是给你的，”佐列姆轻蔑地说，“你简直就和它们一样愚蠢！”

佐列姆真心希望自己失态的表现能让他年轻的侄子找回点儿理智，但是事与愿违，他的计划失败了。曼德博在回家的路上手里拿着那篇从垃圾桶里捡出的文章，一路上认真地研究着。这是一篇关于哈佛大学语言学家乔治·金斯利·齐夫（George Kingsley Zipf）的一本新书的书评。齐夫是个出了名的怪人，而且很少有人拿他当回事儿。齐夫将自己的整个职业生涯致力于论证一个物理、社会和语言现象中的普遍规律。齐夫定律可以表述为：如果你为一些自然类别中的所有事物创建一个名单，例如法国的所有城市，或者全世界所有的图书馆，然后把城市按照人口排列，或把图书馆按照藏书数量排列，你会发现，每样东西的规模和它在名单上的排名有关。特别地，名单上

排在第二位的规模总是第一位的一半，第三位的规模是第一位的三分之一，以此类推。曼德博阅读的这篇书评着重讨论了这个定律中的一个特别的例子：齐夫统计了各种各样的文本中不同单词出现的频率。然后他发现，如果把一段文字中的单词按照出现的频率从高到低排列，会发现频率最高的单词出现的频率大约是出现频率第二位的单词的两倍，是出现频率第三位的单词的三倍，以此类推，这个规律同时也适用于这个文档中的其他所有单词。

齐夫的研究正是曼德博的兴趣所在，佐列姆在这点上的判断完全正确。然而佐列姆认为这个研究是一堆垃圾。这个判断是错误的，至少不能说是彻头彻尾的垃圾。齐夫定律是一个估值与数字学的奇特结合体，同时齐夫也是个古怪的家伙。但是，齐夫的书里隐藏着一颗宝石：齐夫发现了一个公式，用这个公式可以根据一段文字中的单词总数和某个特定的单词在这些单词中出现频率的排序，来计算出它在一本书中出现的次数。很快，曼德博发现这个公式还有不少尚待完善之处，除此之外，它还有很多意想不到的、非常有趣的数学特征。曼德博不顾来自包括他叔叔在内的数学界泰斗们的巨大阻力，撰写了一篇有关齐夫定律以及它的应用的论文。在没有任何导师指导的情况下，他完成了这篇论文，并且获得了学位。他完全凭借个人努力，通过学校的官方渠道，发表了这篇毕业论文，这是非常不一般的事情。

分形：曼德博的洞见

曼德博的事业是不同寻常的，不仅是因为他对主流数学界的粗暴抗拒，还因为他标新立异的研究方向。当时，绝大多数数学家研究的仅仅是“平滑的”图形，就是那种你可以用彩色橡皮泥捏出来的形状。而曼德博提出的分形理论（fractal geometry），研究的却是粗糙和零碎的形状，例如山体表面和玻璃碎片。分形理论，就是他最著名的发现。对分形的研究让曼德博意识到，**在自然界中存在着各种各**

样的随机性，它们比你不停地投掷一个硬币得到正反面的随机性更加极端，这种随机性对所有的数学类科学（包括金融学）都有影响。

曼德博是一位先驱者。即使在他的论文已发表了几十年之后的今天，他的观点仍然显得十分激进和“抢眼”，以至于不同领域的学者们依旧为此争论不休。这个现象在经济学领域尤为突出，曼德博的核心观点让经济学家们如同哑巴吃黄连。如果他的这些观点是正确的，那就意味着传统经济学家对市场的认识存在根本性的缺陷。然而，这一切依旧无法改变曼德博暗淡的人生和学术前途，因为他永远不屈服于学术压力。他总是觉得自己游离于权威学术圈的边缘：虽然受人尊重，但这种尊重始终没有达到那种应该到达的高度；他独树一帜的研究，以及个人的行事风格，备受批判与排斥。但是，在过去的40年中，当华尔街和科学界遇到了似乎难以逾越的挑战时，曼德博对随机性的洞见就开始显现出先见之明，并且变得日益重要了。

曼德博出生于1924年，他和立陶宛籍的父母在波兰首都华沙生活。虽然他的父亲是一位商人，但他的两个舅舅，当然还包括佐列姆，都是学者。在曼德博的眼里，他父亲的其他亲戚都是“智者”。他们虽然没有固定的工作，但是在社区中却有一批追随者，这些人愿意付出金钱或者物资向他们询问建议或者讨教。同时，他的母亲也接受过良好的教育，是个训练有素的内科医生。当曼德博还是个小男孩的时候，他就时常感觉到长辈们对自己赋予了追逐某种学术生涯的期望。他的父亲一直鼓励他选择一种有奖学金的专业，例如工程或者应用数学。

虽然生活在一个非常重视学习的家族，但是年幼的曼德博受到的却是一种非常规的教育。他父母的第一个孩子是个女孩儿，很小的时候就在华沙暴发的一场流行病中不幸夭折。母亲心中从此蒙上了一层阴影，对孩子的疾病产生了深深的恐惧，于是她费尽心思地照顾两个儿子，以免他们重蹈覆辙。因此，她没有把曼德博送进学校，而是聘

请了曼德博的两个舅舅中的一位在家里辅导他学习。曼德博这个舅舅，尽管是因为姻亲关系才和这个家族联系在一起的，但他的身上却时刻体现出芒德勃罗家族的标志性烙印：受过良好的教育，没有固定的工作，并且有着常人难以理解的兴趣爱好。曼德博的舅舅厌恶那种循规蹈矩的学习模式，因此，他并不教曼德博学习一些世俗的知识，比如算术和字母表。曼德博在获得沃尔夫物理学奖后做的一次演讲中，坦陈他至今都不太明白乘法，因为他压根儿没有学过九九乘法表。相反，舅舅鼓励他进行创造性思维以及如饥似渴地大量阅读。而曼德博却把大量的时间花在了下国际象棋和看地图上。

20世纪30年代，华沙陷入了大萧条，严重程度与西欧和美国相比，有过之而无不及。1931年，曼德博父亲的服装生意彻底破产了，于是他只身前往法国，希望那里好一些的经济环境能让他在异国他乡赚到钱，以便养家糊口。但是，一直生活在华沙的大家庭把芒德勃罗家族的每一个人和这座城市紧紧地联系在一起。曼德博的父亲盼着有朝一日能返回波兰，重新开创他的服装生意。但是随着20世纪30年代的脚步沉重地向前迈进，大萧条继续恶化，波兰变得更加动荡不安，道德危机和政治暴力不断升级。作为犹太人，芒德勃罗家族意识到，华沙已经成为了一个极其危险的地方。曼德博的母亲将一切可以带走的东西都打了包，带领全家追随曼德博的父亲来到巴黎。尽管在当时，这是一个艰难的决定，但是这次搬家却让芒德勃罗家族幸运地逃过一劫：第二次世界大战前，波兰生活着300万犹太人，在大屠杀之后幸存者仅几十万人。

当曼德博的父亲到达巴黎的时候，佐列姆已经开始了巴黎的生活。1919年，佐列姆和来自社会不同阶层的难民们一起流亡到了法国。在第一次世界大战中，主导波兰数学界的是一个名叫瓦茨瓦夫·谢尔宾斯基（Waclaw Sierpiński）的年轻、睿智的数学家。谢尔宾斯基研究的是集合理论。他喜欢非常激进的数学风格，并且拥有大到可以对每个华沙本科

生的学术成败一锤定音的学术权威。在佐列姆此后的人生中，他所追求的精确性让崇尚几何思维的曼德博觉得无法忍受，但是对佐列姆来说，谢尔宾斯基也同样过于正式。于是佐列姆拒绝研究谢尔宾斯基指定的课题，飞到了巴黎，因为他喜欢那里的数学氛围。有趣的是，谢尔宾斯基同样也是一个早期分形图形例子的发现者，这个几何图形被称为谢尔宾斯基三角（Sierpiński Triangle）。

直到曼德博抵达巴黎的那一天，他才真真切切地和他这位著名的数学家叔叔扯上了关系。曼德博当时年仅十一岁。尽管他们此后走上了完全不同的学术道路，但是他们早年的关系却带着深刻的家族意味。因为曼德博几乎不会说法语，所以落后于同龄孩子整整两个年级。佐列姆为了使曼德博保持对学习的兴趣，激发他的潜能，于是教给他一些数学知识。佐列姆在这段时期的付出对曼德博在日后走上数学研究的道路发挥了不可磨灭的作用。在佐列姆的指导下，尽管身处艰难的经济和政治局势下，曼德博还是找到了一个在新家愉快生活的方式。

不幸的是，好日子很快就到头了。1940年，德国入侵法国。芒德勃罗家族被迫再次流亡。

海岸线悖论

英国的海岸线到底有多长？这似乎是个不值一提的问题，派一队经验丰富的勘测员去测量一下就能轻而易举地解决。而事实上，这个问题绝不仅仅像它看起来那样简单。它派生出了一个难解之谜，也被称作海岸线悖论（coastline paradox）。如果你要测量海岸线的长度，就需要采用一些测量方法，你可能需要选择一把合适的量尺。其实，这个问题的答案取决于你测量时所使用的尺子。假设你用一把巨大的尺子从苏格兰最北端的愤怒角（Cape Wrath）一直丈量到康沃尔

郡（Cornwall）西南部的彭赞斯（Penzance），这样你就能得到海岸线长度的一个估计值。

但这并不是个好方法，因为海岸线不可能是一条直线。英国的海岸线，在布里斯托海峡（Bristol Channel）和爱尔兰海（Irish Sea）被浸泡在海水中，而在威尔士附近又延伸了出来，因此，用一把很长的尺子并不能准确地量出海岸线的长度。为了更准确地测量，你需要换一把短一些的尺子，以方便地量出各种半岛和海湾部分多出来的长度。你可以试着从彭赞斯到布里斯托的距离，再加上从布里斯托到威尔士的圣戴维斯（St.David’s）的距离，然后加上圣戴维斯到威尔士最北端的卡梅尔角（Carmel Head），以此类推，沿着海岸线把一段一段的距离加上去。最后你得到的距离会比你之前计算出的长出许多，但却更加精确了。

现在，我们可以看到这样的一个结果。使用这把短一些的尺子，我们可以发现用原来那把长一些的尺子所得到的结果低估了海岸线的长度。但是即使用这根短一些的尺子，我们依旧漏掉了卡迪根湾（Cardigan Bay），更不用说还有许许多多小港湾以及康沃尔郡和威尔士沿岸的水湾了。为了把这些能增加许多距离的地貌都测量进去，你依旧需要找一把更短的尺子。但是同样的问题又出现了，你依旧漏掉了一些水湾。事实上，无论你用哪种长度的尺子，你所得到的答案永远比实际距离少很多。换句话说，你用越小的尺子来进行测量，就能得到越大的答案。

这就是这个悖论的核心。通常情况下，你选择的测量工具越精确，得到的测量结果就越准确。你可以把你的手指放进一壶热水里估计水的温度。一支酒精温度计可以给出更准确的答案，而一支高科技的数字温度计的测量结果甚至可以精确到一度以内的单位。我们通常认为不精确的测量工具会增加测量误差，而当你使用的设备越来越先进的时候，得到的测量结果也就越接近真实情况。但是，对于测量海

岸线的长度来说，无论你使用多么精确的设备，也就是说，无论你使用多么小的尺子，你所得到的长度永远都太小。从某种意义上来说，海岸线有多长这个问题根本就没有准确的答案，或者说，至少无法用像测量一条线段或者圆形等简单图形那样的方法量出海岸线的长度。

1967年，曼德博在一篇具有开创意义的论文中提出了海岸线悖论。这是他对分形进行描述的早期探索之一，事实上，海岸线就是一种分形，尽管曼德博直到1975年才对此下了定义。从数学研究的角度来说，海岸线（以及其他的分形）具有重要意义，因为它们具有一种叫作自相似性（self-similarity）的特性。**如果说某个东西是自相似的，也就是说，它是由和整体一模一样的小的部分组成的图形；而这些小的部分又是由更小的和整体一模一样的部分组成的，然后这些更小的部分可以不断细分到无穷小**。如果你先将整个英国西部的海岸线分成一些小段，你会发现这些小段本身看起来就像是一条海岸线；就和整个海岸线一样，这些海岸线的小型延伸段也有它们自己的小水湾和半岛。如果你将其中一小段海岸线继续细分下去，这些更小的片段会呈现出所有较大的片段所具有的特征。

> 一旦你开始关注自相似性，你很快就会意识到它是自然界普遍存在的一种现象。一个山顶看起来就像是一座山的缩影；一根树枝看起来就像是一棵小树，也有自己更小的枝丫；一个水系是由许许多多的河流和河口组成的。这个原理甚至可以延伸到社会领域。就像后来曼德博指出的那样，一场战役是由一些小动荡引起的，而一场战争是由一连串的战役所组成的，每一场战役都是这场战争的缩影。

当第二次世界大战爆发的时候，芒德勃罗家族逃离了巴黎，他们觉得巴黎将会陷入战火纷飞中，于是搬到了蒂勒（Tulle），这个城市属于法国的科雷兹省（Corrèze）。这次搬家再一次显示出了芒德勃罗家族的先见之明，他们真是太走运了。1939年末，他们离开巴黎，距

离纳粹侵略法国仅仅早了几个月。事后看来，搬到蒂勒确实是个极其明智的选择，它的地理位置足够靠南，不久之后它成了没有被侵占的法兰西国土，也就是维希政府的一部分。

尽管维希政府和德国达成合作，但是反犹太主义情绪在法国南部地区没有像在德国占领区那样恶劣。至少在蒂勒的几年时间里，曼德博能够每天去学校上学。那时，他已经能说一口流利的法语了，也顺利地升入高年级。1942年德国占领法国南部的时候，曼德博已经赶上了他的同龄人。但芒德勃罗家族依旧提心吊胆地过日子，为有可能被驱逐而担惊受怕。1940年，维希政府开始对1927年之后进入法国的移民进行身份审查。他们剥夺了1.5万人（其中大多数是犹太人）的公民身份，开启了将移民送入德国集中营的先河。尽管芒德勃罗家族在小城市蒂勒成功逃过了审查，但威胁的阴霾却始终笼罩在这座城市的上空。

1942年，事态进一步恶化。11月8日，英国和美国军队攻入法国占领的北非地区。作为回应，德国人占领了法国南部，企图在欧洲大陆发动一场大屠杀。此时，盖世太保来到了德国纳粹军队，法国南部已经成为德国军队的中间补给地，即使原本安全的蒂勒也变成了一个小型战场。虽然蒂勒仅有几千人居住，却一直是这个地区的省会城市。随着德国人越来越频繁地出现在法国南部，无论对苟延残喘的维希政府还是对反抗组织的领袖们来说，蒂勒俨然成为兵家必争的军事要塞。芒德勃罗家族再也无法隐藏在这个不起眼的小城市中了。

曼德博在自传和采访中经常提到战争对他的教育造成的影响。1942年，曼德博从中学毕业，他发现自己已经与“大学校”失之交臂，因为搬家是如此的司空见惯。但是，曼德博从来没有透露过这段时期所经历的任何细节，只是说他毕业之后的那一年半“非常非常艰难”，而且，“数次与死神擦肩而过”。

因为继续上学已经不可能了，且他必须保持低调，所以他只好频繁地搬家，而且还要避免路过城市。他和反抗组织一起生活，他们接纳了他，并且想办法帮他东躲西藏。他做过一系列稀奇古怪的工作，并试图把自己乔装成一个法国乡下人。他做了几个月的马匹饲养员，然后作为学徒，做了法国铁路的机械制造师。但他从来没有成为过一个令人信服的生意人。离开学校之后，曼德博整天和仅能找到的几本书形影不离，他把这些书带在身上，只要有机会就掏出来看，这对一个整天穿梭在马棚里的人来说，显然不是一个明智的选择。

至少从某种程度上说，曼德博战战兢兢地躲过了被驱逐的命运，否则，他面对的可能是被处决了。曼德博基本上从没和德国的武装力量发生过冲突，而他的父亲却没有那么幸运，确确实实到阎王殿走了一遭。就像曼德博日后所叙述的一样，他的父亲在这段时期被逮捕，并被送到附近的集中营。不久之后，这座集中营遭到反抗组织成员袭击。狱警当场毙命，反抗组织的战士们催促犯人们赶紧逃跑，免得被德国援军再次俘虏。

这些囚犯既没有计划又不知道安全的逃跑路线，他们一队人开始往最近的利摩日（Limoges）小镇逃去。离开集中营后不久，曼德博的父亲意识到这是一个非常糟糕的主意：他们一大队人一起在一片开阔的路面上行进，这样一来跟踪他们是很容易的。曼德博的父亲费尽口舌却无法说动其他人，因此他离开大部队，踏上一条独自逃亡的路。他逃往附近的一片森林，打算慢慢地返回他被抓前芒德勃罗家族藏身的地方。当他在荒郊野外行进的时候，听到了一个令人毛骨悚然的声音：在他后面的大路上，一架德国轰炸机发现了其他的囚犯。

战争期间的的生活是无法预料的。罗格·麦克西科是托马斯·品钦（Thomas Pynchon）的小说《万有引力之虹》（*Gravity Rainbow*）中的一个人物，他是一名统计学家，他的工作是在第三帝国存在的最后一段日子里负责追踪V-2火箭在伦敦的坠落地点。他发现火箭的降落遵循一个特定的统计分布，如果火箭落在城市的任何一个角落的概率相同，那么你就可以预期这个分布将会如何出现。麦克西科的周围满眼都是在火箭诡异的运行轨迹之下根本无法主宰自己的命运的人。作为旁观者，麦克西科的图表暗示了某些潜在的轨迹，那些无法掌控自己命运的人可以根据这些轨迹来预测下一个火箭将落在什么地方。

城市的某些地方经常被火箭袭击，而另外的一些地方却几乎不会被击中。如果假定这些信息能明确告诉我们下一个火箭将落在哪里，那么就会和那些坚信某个数字一定会出现的大乐透玩家们一样，得出来的是一个谬论。麦克西科深谙其中之理。但他同时发现了这些数据是如此引人关注，似乎火箭的威力就来自随机的数据。至少如果你一不小心站在了下一个火箭坠落的地方，那么结果可想而知。

然而，从数学的角度来说，这些随机性都是温和的。V-2火箭每隔几天就会系统自动点火，朝大致伦敦的方向发射。计算出多少火箭会落到圣保罗大教堂，多少火箭会落到西格哈默斯密斯酒店几乎就像计算一个大乐透球多少次会落到红色25的地方一样。事实上，我们所能想到的很多有关随机性的情况都是如此。所以，许多人很容易陷入这样的观点，认为所有的随机性事件都和投掷硬币或者简单的赌场游戏是一样的。

很多现代金融理论都是建立在这个假设之上的。我们回过头来看看巴施里耶设想股票价格将如何变动这个例子，他假设股票价格的走势遵循随机游走模式。每一小段时间，股票价格都会上涨或者下跌一些，这就像上帝在手中抛掷一个硬币一样。巴施里耶发现，如果随机游走模型可以用来模拟真实市场所发生的事情，那么股票的价格分布

将会是一个正态分布，呈现出一条钟形曲线。当然，奥斯本指出这并不正确，实际上，当上帝每一次抛起硬币的时候，价格是以固定的百分比变化，而不是以固定的金额变化的。这个修正推导出这样的观测结果：收益率呈正态分布，而价格呈对数正态分布。

正态分布在自然界中普遍存在。如果你将世界上某个地方的男人的身高的数值排列起来绘制成一张图，你将会得到一个正态分布。如果你拿来1000支温度计，分别用它们来测量气温，得到的测量结果看起来也是一个正态分布。如果你玩抛硬币的游戏，每一次你抛出了正面就能得到一美元，而抛出了背面你就损失一美元，你玩了许多次之后所获得收益的概率也服从正态分布。正态分布非常实用，它很容易理解，也很容易运用。如果某个事物服从正态分布，并且你的样本空间足够大，那么这个样本的平均值就会趋近于一个固定的数字。例如白种男人的平均身高是1.75米；除非发烧，1000个人的平均体温将是37℃。你玩抛硬币游戏得到的平均收益则趋近于零。

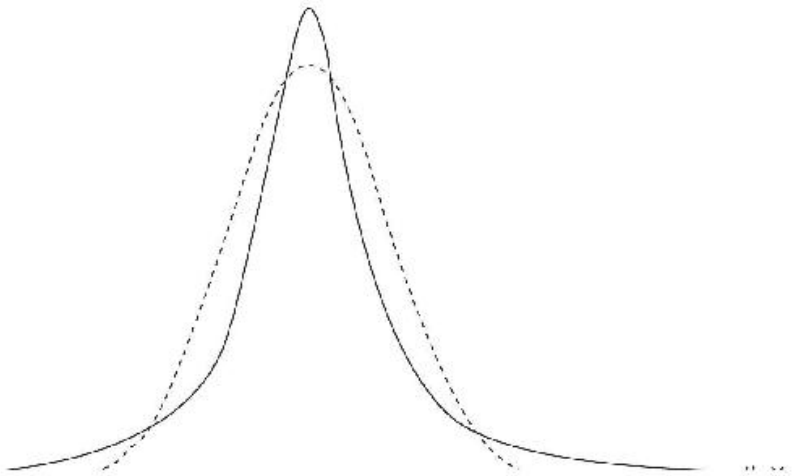
这个规则可以被看作是概率分布的大数定律，一个将伯努利定律进行一般化的定律，它把事件在长期中发生的频率和概率联系起来。它可以表述为：**如果某个事件服从特定的概率分布，例如男人的身高服从正态分布，那么只要有一个足够大的样本，新样本的加入就不会对平均值造成太大的影响**。一旦你已经测量了世界上某个地区大量的男人的身高，再多量一个人的身高并不会使平均身高的数值发生很大变化。

然而，大数定律并不适用于所有的概率分布。坎昆的醉汉符合这一规律。他东摇西摆最后走向的位置平均来说将是在开始行走的位置，因为他是随机游走的。就像在抛硬币游戏中，平均收益会趋向于零。但是假设另外一种情况：如果有一队喝醉的行刑队员，他们每个

人都站立着，手里拿着来复枪，面对着墙。为了讨论方便，假设这堵墙是无限长的。就像醉汉走路一样，这队行刑队中的醉汉可能向任何一个方向蹒跚而行。当每个人站定准备射击的时候，他可能朝任何一个方向瞄准。子弹可能直接打中他面前的墙任何一个位置，也可能击中他右边100米处的墙。或者他可能完全偏离了目标射向了相反的方向，完全没有射到墙面。

> 设想一个小组参加打靶比赛，射击数千次。如果你记录下每一颗子弹射中的位置（请注意：只记录中靶的子弹），你可以用这些信息创建一个分布，这个分布描绘了任何一颗子弹将会集中墙面的位置的概率。当你将这个分布和之前简单的分布比较时，你会发现它是全然不同的。这些醉醺醺的行刑队队员射出的子弹大部分都会击中墙面的中部。实际上，子弹射中墙面中部的次数要比正态分布所预测的会多很多。而且，子弹没有射中墙面的次数比正态分布预测的也多很多。

这个分布叫作柯西分布（Cauchy distribution）。因为柯西分布的左侧和右侧不会像正态分布那样快速地趋向于零（因为子弹经常会射击到墙面上较远的部分），所以我们说它有一个“肥尾”（见图3-1）。



试图穿过长长的走廊，回到宾馆的坎昆醉汉最后到达的地方服从正态分布，但并不是所有的随机过程都服从正态分布，喝醉的行刑队员射出的子弹最终打中的位置服从另一类分布，也就是柯西分布。需要注意的是，行刑队员射出的子弹飞行角度服从正态分布；而子弹打中墙面的位置服从的才是柯西分布！柯西分布（图中的实线部分）比正态分布（图中的虚线部分）在中值位置更瘦更高，但是它的尾部变小得更慢一些，也就意味着远离分布中心位置的事件发生的概率比正态分布所预测的要高。因此，柯西分布也被称为“肥尾”分布。曼德博把服从肥尾分布的现象称为“狂放随机事件”，因为它们存在更多的极端事件。

图3-1　柯西分布

柯西分布最主要的特征是它并不服从大数定律：喝醉的行刑队员射击出的子弹打中的位置永远不会趋向于一个固定的数字。如果行刑队射击1000次，你可以记录每颗子弹击中的位置，然后计算出一个平均值，就像你可以在玩投硬币游戏中计算出你的盈利的平均值一样。但是这个平均值是非常不稳定的。行刑队中的一名队员完全可能在下一次射击之前突然转身，以至于子弹的飞行方向几乎和墙面平行。它可能飞行几百公里（假设这是一些威力巨大的枪支），飞得足够远，实际上，如果当你将这个最新的结果加到之前的结果上，得到的平均值将和之前得到的平均值完全不同。由于这个分布存在肥尾，所以喝醉的行刑队员射出的子弹击中的位置从长期来看也是无法预测的。

就像曼德博所描述的那样，尤其是在维希政府统治的刚开始的两年中，战争在一段较长的时期内并没有影响到法国的大部分地区。但是不久之后，战火蔓延开来，造成了严重的破坏，然后又是一段时间的平静。因此，曼德博被这些“突然的暴动”所吸引，被这些绝不是平淡的赌场游戏的随机过程所吸引。他把这些服从柯西分布的事件称为“狂放随机”（wildly random），目的是把它们和普通的温和的随机游走区别开来。曼德博投入了大量的精力来研究这些。当曼德博开始迈入职业生涯的时候，大多数统计学家认为这个世界充满了正态分布的事件，尽管柯西分布和其他“肥尾”分布偶尔也会出现，但是它们都是一些特例。曼德博却列举出了许许多多这样的特例，并且他列举出的特例的数量多于任何一个人。

让我们再回头来讨论一下英国海岸线长度的问题。假设你想测量出一个海角或者任何一块陆地上凸起的长度。你必须先从可以测量的东西开始动手，比如岩石和防波堤。你将所有这些东西的长度取平均值。你还没有大功告成，因为你发现这些岩石和凸起本身也是半岛的一部分。因此你再次拿出测量工具，开始测量起这些半岛的长度。它们的数量不是很多，但是比你已经测量过的岩石和防波堤大得多，并且你现在得到了一个比第一轮测量所得出的结果大得多的新平均值。更有甚者，你还没有考虑到更大的结构，比如康沃尔郡。或者说，你没有考虑到整个英国的西海岸，因为从地理的角度来说，它就是欧亚大陆的凸起部分。同时当你看到这个的时候，也要考虑到一些细小一些的结构。为什么把几十厘米长的岩石计算进去了，却没有把几厘米长的岩石也计算进去呢？

每一次你测量的范围越大，你获得的平均值的变化就越显著。你似乎无法把范围缩小到一个简单的数字。令那些在做无用功的勘测员感到沮丧的是，海岸线上的任何一样东西的平均长度都没有一个期望值。分形具有一个来自于它们的自相似性的一般性特征。一方面，它们排列得非常完美并且规则；另一方面，它们带有狂放的随机性。如

果像曼德博认为的那样，分形无处不在，那么这个世界将被极端所支配，我们对平均值和常态的认识只会使我们迷失方向。

非凡的几何直觉

尽管曼德博从没有提到过任何细节，但他经常顺带提起1943年底那段特别悲惨的经历，当时他正和法国的反抗组织躲藏在一起。后来，反抗组织意识到曼德博不能再留在蒂勒了，于是他们将他弄到一个安全的地方，让他以一个预科学校研究生的身份留在里昂（Lyon）。

转移曼德博是一个异常危险的举动。无论对犹太人还是反对派支持者来说，里昂无疑都是法国南部最危险的城市之一。曼德博恰巧同时属于这两种人。当时德军党卫军军官尼古拉斯·巴比（Nikolaus Barbie）在城市中央的一个旅馆里指挥着当地的盖世太保。他被称为“里昂屠夫”，后来在里昂法庭因战争罪行受到审判，罪行是迫害将近1000名在这个地区生活的犹太人。曼德博怎么看也不像是一个乡村短工，照顾他的反抗组织成员不得不找个不那么引人注目的地方安置他。于是找一所学校便成了一个折中的选择：曼德博正处于合适的年纪，并且爱将自己打扮得像个学者。他以一个伪造的身份去上学，并且住进了学校的宿舍。虽然已经做了充分的伪装，但曼德博还是不敢离开学校半步。他是一个学生，同时也是一个囚犯。

为了掩人耳目，曼德博坐在教室里老老实实地上课，但是没有人认为他能学进去多少。这所学校的办学宗旨是培养最聪明的学生，使他们能够通过难度系数非常高的“大学校”的入学考试。学校里的气氛总是充满竞争而且快节奏的。曼德博从1942年春天开始一直到1944年初都没有再迈进过学校一步，因此入学之后他再一次远远地落在了同龄人的后面。面对这些聪慧过人、而且遥遥领先于他的同学们，曼德博似乎永远无法赶上他们的步伐。

最初，事情的发展与预期基本一样。曼德博在教室里安安静静地坐着，假装是个安分守己的学生。其实，他什么也听不懂。就这样，时间一周又一周地过去了。每一次当老师给出一些抽象代数的题目，要求学生们比赛谁能用最快的速度解出答案的时候，曼德博都不声不响地听着。他对课堂上发生的一切依旧没有头绪，他能够猜出老师出的那些题目问的是什么，却完全不知道从何处下手去解答，更不用说讨论一道题有几种不同的解法了，那种要求简直搞得他一头雾水。然而，不久后一件值得纪念的事情发生了。有一天，当老师给全班出了一个题目的时候，曼德博的脑子里突然闪现出一个图形。他连想都没想就举起了手。老师惊讶地请他回答。“这个问题是不是相当于问这两个平面是不是相交的？”曼德博问道，他同时描述了他想到的那两个图形的样子。老师同意这个问题也可以这样表述，但是提醒曼德博他们的目标是快速解出这道题，而不是用几何方法来解释这些问题。

曼德博坐回到他的位置上，被这通指责“噎”住了。但是当老师念出下一道题目的时候，他又忍不住想到了空间图形。他一下子就能想出这个问题所涉及的是哪种图形。很快，他发现自己可以胸有成竹地做到这些。事实证明，曼德博拥有一个“特异功能”，能把抽象的代数问题视觉化。但是老师提醒他，仅仅靠用几何的方法来解释问题对他的考试毫无帮助。于是，曼德博开始思考如何将他的这个特异功能付诸实践。他不能仅仅凭借几何直觉来解决问题，至少这不是老师要求的方法。但是他可以迅速猜出答案是什么，并且他总是能够猜对。不久之后，虽然曼德博的应试准备并不充分，而且有着不同寻常的身份，但他还是融入了这所学校。

1944年夏天，戴高乐宣布法国解放。8月底，芒德勃罗家族举家搬回了巴黎。尽管曼德博在里昂只待了6个月，也就是一个学期，但是这段经历却改变了他的人生道路。在这段时间里，他学习了大量的知识，发现了自己的几何天赋，更重要的是，他重新拾起了学业。他决定继续准备“大学校”的入学考试，并且在1944年进入巴黎一所最权

威的预科学校。在取得优异的考试成绩之后，他收到了好几所“大学校”的入学通知书，其中包括最有竞争力的巴黎高等师范学院。

曼德博选择进入巴黎高等师范学院，但仅仅两天之后，因为发现自己无法忍受象牙塔中的生活而放弃了。离开学校的这段时间，让他更关注现实生活中的问题。曼德博马上就转到了更加注重应用性和科学性的巴黎综合理工学院。这个选择预示着曼德博之后的学术道路：每一次，当必须在纯学术和实用主义之间二者选一的时候，曼德博总会选择后者。这样一来，曼德博将他的几何“特异功能”用到了以前被忽视的实用性问题以及那些似乎难以破解的问题上。就像巴施里耶一样，曼德博以他过人的数学天赋提出了许多前人尚未发现的问题，同时，他找到的答案足以改变科学家们看待世界的角度。

棉花市场，莱维稳定分布的证据

多年之后，曼德博将他事业上的巨大成功归功于两件事。第一件就是不同寻常、时断时续的学业。曼德博最后读完了“大学校”，然后又取得了博士学位，但是这并不是一段轻松自在的旅途。而正是因为他没有走一条循规蹈矩的路，他才被历练成了一个更加睿智和独立的人。第二件就是一连串不经意的发现。这些发现引领着他拨开重重迷雾，逐渐看到了一个又一个智力谜团。齐夫的公式就是其中一个，这还是当他的叔叔将那篇文献综述扔到他脸上的时候发现的。另一个出现在几年之后，就是在他刚刚完成研究生学业不久的时候。

那时，曼德博在IBM工作，IBM也是一家深深受益于物理科学工业化的企业。尽管曼德博常常表露出对自己在没有导师的情况下顺利完成学业的自豪感，但这件事在找工作的时候并没有对他带来任何帮助。他在普林斯顿高等研究院度过了一段清贫的博士后生活，然后他又回到欧洲，在法国政府的热力学研究中心工作了一段时间。但是由于得到一个全职正式员工的职位看起来是一件八字没一撇的事儿，曼

德博对于在数学界施展拳脚的幻灭感开始与日俱增。1958年，曼德博终于收到IBM的邀请信，IBM向他提供了一个研究部门科技人员的职位。他当即蹦了起来，虽然用他自己的话来说，“那时候收到一份IBM的工作邀请并不是什么了不起的事儿”。

IBM研究中心的工作目标之一就是为它最新的电脑拓展出一些应用领域。曼德博的工作是处理经济学方面的数据。他的老板希望他能够展示电脑在经济学领域的实用性，以便让银行和大型投资公司心甘情愿地为IBM的大型机埋单。具体来说，曼德博处理的是能描述整个社会收入分布的数据。银行并不一定会对这个特定的问题特别感兴趣；相反，这项工作的目的是将曼德博的研究作为一种概念性的证据，以证明计算机在处理需要大量数学运算的金融数据时是多么的高效。

收入分布以前就被学者们研究过，其中最著名的要属意大利工程师、实业家、经济学家维弗雷多·帕累托（Vilfredo Pareto）。作为一个自由放任主义经济学的忠实信徒，帕累托深深地痴迷于自由市场和资本积累的研究。他想要搞清楚的是：人们是如何变得富有的，谁控制了财富，资源是怎样被市场的力量支配的。为了达到这个目的，他搜集了大量关于财富和收入的数据，这些数据来源广泛，包括了整个欧洲的房地产交易和个人收入数据以及税收的历史记录。帕累托精心绘制了详尽的图表来分析这些数据，把收入水平和财富绘制在一根坐标轴上，把相对应的人数绘制在另一根坐标轴上。

帕累托发现他搜集到的数据都反复出现一个简单的规律。他描述到，**在任何一个国家、任何一个地区，80%的财富掌握在20%的人手中**。这个规律如今被叫作帕累托定律（Pareto’s Principle），有时也被称为80-20法则（80-20 rule）。当时，帕累托对此给出的解释和齐夫使用的解释方法如出一辙。帕累托认为，“社会法则”表明财富不是随机分布的，而是被一些神秘的、能左右市场和社会的力量所支配的。当帕累托使用这个定律时，他发现它几乎可以运用到所有的事

情上。一个公司80%的销售额来自仅仅20%的客户。20%的罪犯引发了80%的犯罪事件，现实中还有许多这样的例子。直到现在，帕累托定律在许多场合也都近似成立。

> 在曼德博看来，帕累托的研究中最有趣的并不是帕累托搜集的数据揭示了社会的数学法则，而是整个国家的收入分布和这个国家中一小部分人的收入分布之间的特定关系。帕累托认为，80-20法则至少近似地对整个国家来说都是成立的。但是如果你问一个略微有些差别的问题：控制着绝大多数财富的20%的人口的收入分布是怎样的呢？引人注目的是，同样的规律又出现了。如果你只看一个国家中最富有的那部分人，你会发现他们拥有的财富中的80％也掌握在20%的人手里。这些特别富有的人几乎和之前的那些富有的人一样控制着和他们的数量不成比例的财富。实际上，这种规律会一直持续下去。掌握在特别富有的人手中的财富的80%被那些超级富豪所占有，以此类推。

你现在应该觉得这个规律是多么的眼熟了吧。一个国家的财富分布显示出一种自相似性，或者说一种分形形态。事实上，帕累托发现的这个分布叫作帕累托分布，它也是一种肥尾分布，显示了收入分布的一种狂放的随机性，虽然这种随机性的狂放程度远远不及喝醉的行刑队员射击的随机性那样高。当曼德博处理IBM的数据时，他还没有创造出分形的概念。他对海岸线悖论的开创性研究也是将近10年之后的事情。和帕累托的研究一样，还有一件早在半个世纪前和这种规律有关的事使曼德博备感震惊，那就是齐夫的研究，齐夫发现了一个古怪的有关单词频率分布问题的自相似性，曼德博还基于齐夫的研究完成了博士论文。

尽管曼德博已经远离学术界，但是他为IBM所做的、有关财富分布的研究还是引起了主流经济学家们的兴趣，因此他偶尔会被邀请做学

术汇报。1961年，正当他要开始一个讲座之前，他获得了他的第二个“不经意”的发现。

这次演讲的地点是哈佛大学经济系。在演讲将按计划开始之前，曼德博遇见了一位教授，一位叫亨得里克·霍撒克（Hendrik Houthakker）的经济学家。当他走进霍撒克的办公室时，他注意到黑板上画着的一幅图。这幅图和他打算在演讲中使用的一幅图几乎一模一样。曼德博的图是对收入分布和帕累托定律进行讨论的一部分。曼德博猜想霍撒克应该也在研究一个相似的问题，于是对他们共同的兴趣做了几句评价。没想到霍撒克却只是茫然地看了他一眼。

经过一两次艰难的沟通，曼德博意识到有些地方不对劲。他折回去，指着黑板上的图问道：“难道这不是一幅描述财富分布的图吗？”霍撒克听了感到十分困惑，他解释说他的黑板上画的这张图是一天前和一个研究生会面留下的，当时他们讨论了棉花的历史价格。这幅图是棉花市场的每日收益图。

霍撒克继续解释道，他已经对棉花市场进行了一段时间的研究，但是手头的数据并不支持理论。那个年代，巴施里耶的研究又再次得到了重视，经济学家们开始接受市场遵循随机游走的观点，就和巴施里耶和奥斯本论证过的一样。霍撒克对通过观察历史数据来验证这个假设非常有兴趣。如果随机游走理论是正确的，那么你会看到棉花价格在一天、一星期，或者一个月中有许许多多小的变化，但是应该几乎没有大的变化。然而，霍撒克的数据显示的并不像理论所预测的那样：他不仅看到了很多的小变化，而且看到了很多大的变化。更糟糕的是，他几乎无法得出一个像巴施里耶理论所预测的必定存在的价格变化的平均值。每一次当霍撒克观察新的一组数据时，平均值都会变化，而且非常显著。换句话说，棉花的价格更像是喝醉的行刑队员，而不是坎昆的醉汉。

曼德博简直被这些东西迷住了。他问霍撒克可不可以让他仔细看一眼这些数据，霍撒克毫不犹豫地答应了。霍撒克告诉曼德博，其实他可以拿走所有的数据，因为他自己已经准备放弃这个项目了。

回到IBM，曼德博有一个程序员组成的小团队，他们对霍撒克搜集的所有关于棉花价格的数据进行了处理，详细分析了里面的每个细节。他们很快证实了霍撒克找到的最令人费解的发现：回报率的平均值并不存在。价格看起来好像在随机游走，但是它们并不能被标准的统计工具或者巴施里耶和奥斯本的理论所解释，这其中一定发生了奇怪的事。

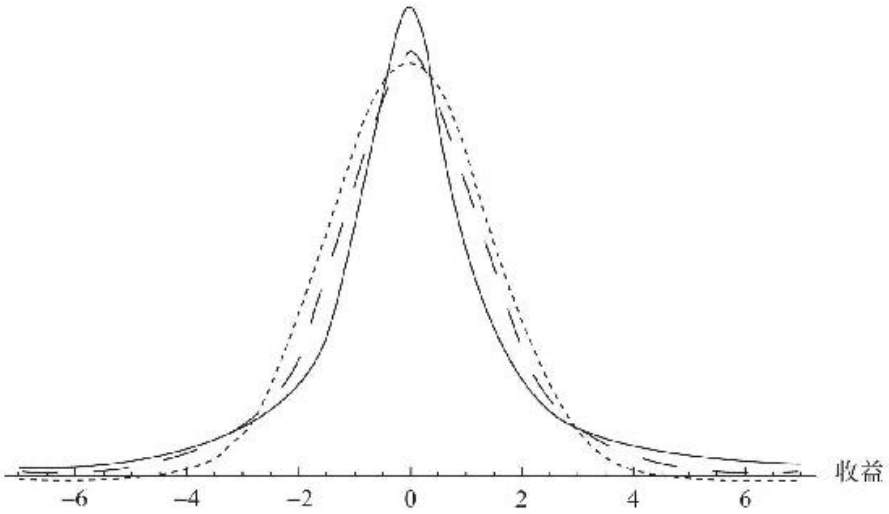
曼德博之前就看见过一些不同寻常的分布。除了研究齐夫和巴施里耶的理论，他对另一种分布也非常熟悉，这个分布是他在巴黎的一位教授保罗·莱维发现的。莱维阅读了巴施里耶的论文中一个小章节之后，得出一个结论，他认为巴施里耶的研究存在错误。后来，莱维发现其实是他自己弄错了，于是向巴施里耶表示了歉意。莱维回过头来研究巴施里耶理论的一部分原因是他对随机游走过程和概率分布重新产生了兴趣。遗憾的是，莱维后期的这个研究得到的关注远远少于他早年的研究，他在职业生涯的末期也几乎被人遗忘了。

为了研究随机过程，莱维研究了一些类别的概率分布，这个分布现在叫作莱维稳定分布（Lévy-stable distribution）。正态分布和柯西分布都是莱维稳定分布的例子，但是莱维稳定分布显示了随机性有一个范围，这个范围在前面所提到的两个分布之间变化。事实上，还有其他比柯西分布的随机性更加狂放的随机事件存在。狂放程度可以用一个数字来表示，它代表了莱维稳定分布的尾部，我们通常用 α 表示（见图3-2）。正态分布的 α 值为2，柯西分布的 α 值为1。这个数值越小，随机过程的狂放程度就越高，同时肥尾也就越大。 α 值小于等于1的分布不服从大数定律——实际上，想要找到狂放程度如此之高的数组的平均值也是不可能的。同时， α 值在1和2之间的分布有平

均值，但是没有一个界定清晰的平均变化值（统计学家把它叫作波动幅度或者方差），这表明计算经验数据的平均值是十分困难的，即使是当平均值存在的时候。

作为一名经济学家的霍撒克对莱维晚年的研究知之甚少，但是曼德博却早已经是莱维的信徒了。因此当他看到从霍撒克那里拿来的数据的时候，事情就豁然开朗了。棉花价格并不服从正态分布——同样，它也不服从柯西分布，在这一点上霍撒克是正确的。它的 α 值为1.7，正处于1和2之间。棉花的价格是随机的，但是比巴施里耶和奥斯本能够想到的要狂放得多。

棉花市场是曼德博找到莱维稳定分布的证据的第一个地方。他觉得很奇怪，既然棉花价格的变化非常大，为什么其他市场不会这样呢？曼德博立即动手收集各种各样的市场上的数据：其他的商品市场（例如黄金和石油）、股票、债券等。他发现了每一个案例都有一个共同之处：这些市场的 α 都小于2，而且经常显著小于2。这意味着巴施里耶和奥斯本的关于随机游走的理论和正态分布存在一个很大的问题。



正态分布和柯西分布是一类叫作莱维稳定分布的两个极端例子。莱维稳定分布的特征是存在一个参数α。如果α等于2，这个分布就是正态分布；如果α等于1，

这个分布就是柯西分布。曼德博认为真实世界中的市场收益服从α值介于1和2之间的莱维稳定分布，也就是说收益率比巴施里耶和奥斯本所预测的狂放得多，但是不及喝醉的行刑队员。这张图展示的是三个莱维稳定分布。如图3-2所示，实线表示的是柯西分布，点虚线表示的是正态分布。另一根段虚线表示的是一个α为1.5的莱维稳定分布。它比正态分布更高更窄，它的尾部更加肥大，但是没有柯西分布呈现出来的那么极端。

图3-2　莱维稳定分布

华尔街的抉择

1960年，也就是奥斯本的第一篇论文发表后的第二年，曼德博找到了帕累托分布和莱维稳定分布之间的联系。1963年，他发表了论文，将这个结论推广到棉花价格的研究中。直到很多年之后，麻省理工学院的经济学家库特勒才把曼德博阐述他的替代理论的文章收录进一套论文集。库特勒编辑的这套论文集包括了巴施里耶和奥斯本的研究。这表明这卷将巴施里耶和奥斯本的研究推广给更多的经济学家和理论金融学家的书籍已经暗示了简单的随机游走模型并不是完善的。1965年左右，理论金融家们面临了一个抉择，当然当时他们绝对没有意识到这点。他们的选择是，他们可以追随奥斯本和其他认为传统的统计方法可以用来分析和模拟股票市场收益的学者，这些学者使用的方法很大程度上建立在物理学的基础之上；他们也可以追随曼德博，曼德博认为虽然传统方法有强大的功能，但我们依旧有理由认为那些方法有不足之处。传统方法的优势在于这种比较旧的方法更加容易理解，也更简单。同时，曼德博也掌握了很多表明他的方法更合理的数据。

学术界最终选择了奥斯本。库特勒在1962年的世界计量经济学会上用这段话反驳了曼德博对棉花价格的研究：

> 曼德博和丘吉尔首相一样，他告诉我们没有乌托邦，一切都是流血、汗水和眼泪。如果曼德博是正确的，那么几乎

> 所有我们现在在使用的统计工具都应该被摒弃……我们前辈们的劳动成果无一例外地都没有任何意义。当然，在把几个世纪以来的研究统统扔进垃圾堆之前，我们必须反复确认我们所有的研究是不是真的毫无意义。

大多数学者也持有相同的观点。此时，虽然温和的随机游走理论还不成熟，但是越来越多的研究者，也包括库特勒在内，已经把自己的事业的筹码押在了这个理论上。显而易见的是，库特勒那带有反对意味的评论所带有的实际目的是想要避开一个年轻的学者，这个年轻人不久前发现了一些研究上的错误。能够肯定的是，曼德博是这样认为的。而事实上，许多实践工作者和理论学家已经意识到了肥尾分布的重要性。他们当中最著名的是《黑天鹅》的作者塔勒布，他是一位对冲基金经理，同时也是纽约大学理工学院的一位教授。他和曼德博认为金融界在1965年做了一个错误的选择，理论界继续假设随机性是温和的，而事实上金融市场是狂放的。

> 然而这个观点忽略了一个很重要的问题，即金融科学是怎样发展起来的。20世纪60年代，传统的统计学是一个拥有大量研究工具的成熟学科。曼德博仅仅向前迈了一小步，提出了一些建议和几张图。在此期间，如果不使用传统的统计工具，根本就不可能取得奥斯本、萨缪尔森和其他在金融学和经济学领域工作的学者所取得的成果。曼德博的理论不够简单易懂。这就好比你告诉一个木匠螺丝钉比钉子更加牢固，但是这个木匠手里仅有一把锤子，当时螺丝刀还没有被发明出来。即使如果用螺丝钉，房子会造得更加坚固，至少在一段时间里你还是得用锤子和钉子。

因为这个原因，当曼德博和他的支持者在攻克有关分形和自相似性的难题时，如果想要取得进展，使用更加简化的工具将是一个合情合理的选择。科学领域有一条不成文的规定：你要用最简单的理论开

始研究，将这条理论用到极致，然后回过头去思考你创建的这个理论的问题所在。在这种情况下，一旦你确定股票市场的价格是随机的（至少在某种程度上），下一步就是用最简单的方法假设它们是随机的：它们确实服从随机游走模型。巴施里耶就是这样做的。后来奥斯本指出这样做是不正确的，因为这意味着股票的价格会成为负数，因此他将模型稍微修改得复杂了一些，假设市场的回报率服从随机游走模型。然后他证明了这个理论比巴施里耶的模型更好地解释了数据。

接着曼德博出现了，他认为奥斯本的理论同样也不完全正确。如果你仔细观察价格数据，你会发现它们所呈现出的规律并不是奥斯本认为自己已经发现的那个规律，尽管差别不是特别显著。曼德博所发现的规律并不能说明价格不是随机的，只是价格的这种随机性和奥斯本认为的略有不同。我们不能对奥斯本模型和曼德博模型之间的区别忽略不计，但这种区别仅仅在碰到极端事件的时候才有重要意义。在普通的一天里，几乎不会有任何极端事件发生（根据这两个模型都会得出这个结论），因此你通常不会注意到这两个模型之间有什么区别。

因为这个原因，就像我们会在接下来的几个章节中看到的一样，当那些对金融市场感兴趣的经济学家试图将库特勒的书中提出的概念进行推广时，当他们想将股票市场价格的随机性付诸实践时（例如用统计学去预测金融衍生品的价格，或者计算一个投资组合的风险程度），他们需要在一个简化的理论和一个处理起来更加困难的理论中做出选择：前者在大多数时候能给出令人满意的结果，而后者能将一些特定的极端事件考虑进去。从最简单的模型开始，观察会发生什么，这种做法是很有道理的。如果你做了很好的假设，并且有效地将模型理想化，你通常能够应对一些特别复杂的问题，并且能够找到一个近乎正确的解决方法，即使有一些细节上的小瑕疵。当然，你必须知道你的假设并非一直是非常正确的（市场并不是完全有效的；收益服从简单的随机游走，而价格则不然）。而这仅仅只是一个开始。

有些人认为曼德博在早期发表了关于棉花的论文之后，马上就被人遗忘了，这种论断，实在是过于草率了。大多数经济学家在研究基于市场随机性的相关问题时都采用了奥斯本的方法。但是，也一些有探索精神的数学家、统计学家、经济学家中的核心人物将曼德博的理论用更加细化的数据和更为成熟的数学方法予以验证。这些数学方法中的绝大多数都是专门开发出来让人能更好地理解这个问题的：如果这个世界存在的随机性和曼德博描述的一样狂放，那么它会是什么样子的呢？这些研究证明了曼德博的基本理论，**正态分布和对数分布不足以模拟市场的统计学特征，收益率分布存在肥尾**。

据说，这个故事还有一个小小的波澜。曼德博在他1963年发表的论文中提出了一个详细的结论：他认为市场是服从莱维稳定分布的。除了正态分布以外，莱维稳定分布的波动幅度是无限的，也就是说最标准的传统统计工具不能用来分析这样的分布。这就是库特勒提到的，“如果曼德博是正确的，那么几乎所有我们现在在使用的统计工具都应该被摒弃”的含义。如今，最充分的证据证明了这个关于无穷的波动幅度和不适用的传统统计工具的结论是错误的。这个研究过去了大概50年之后，学者们终于达成了共识，收益率分布存在肥尾，但不服从莱维稳定分布。如果这个共识是正确的，就像大多数研究这个问题的经济学家和物理学家认为的那样，那么标准的统计工具其实是适用的，虽然最简单的有关正态分布和对数分布的假设并不成立。不得不承认，评价曼德博的结论是一项令人非常头痛的工作，主要是因为他的研究课题和他最相近的替代理论之间的关键差别只有在遇到极端例子的时候才能体现出来，但是获取这些例子的数据非常困难。另外，即使在今天，对如何解释这些数据，仍存在分歧。

曼德博的主张似乎太激进了，以至于很难对此做出评价。直到现在，仍有一些专家坚持认为曼德博并没有得到他应得的评价。我们应该这样合理地评判他：他的观点能够解决这个世界上存在的绝大多数问题。虽然这么说并不完全正确，但是，有些事情却是可以肯定的：

极端事件出现的频率要远远高于巴施里耶和奥斯本所认为的那样，市场比正态分布所描述的更加狂放。为了全面地理解市场，并且最可靠地模拟市场，我们必须将这些事实考虑进去。曼德博异常执着地找出了巴施里耶和奥斯本模型中的缺陷，并开发出研究问题所必须用到的数学方法。完善每个细节是一个长远的过程，实际上，对数学模型的不断改进是一个永不停歇的动态过程。不可否认的是，曼德博向前迈出了至关重要的一步。

在沉迷于市场的统计学工作10年之后，曼德博停住了他继续探索的步伐，他用其他的莱维稳定分布代替了正态分布。此时，他的随机理论和混沌理论已经开始在从宇宙学到气象学的广泛领域中显现出应用价值，在这些领域的应用更加符合他从事应用数学和应用物理学研究的初衷。曼德博在整个职业生涯都保持着与IBM的联系。1974年，他成为IBM的合伙人，这样他就可以像一个学术研究者那样自由地确立和发展自己的项目。

随着曼德博的思想逐渐渗透到许多不同的科学领域中，他的研究开始受到了重视。他关于分形的著作从1975年开始多次再版，1982年最终定名为《大自然的分形几何学》（*The Fractal Geometry of Nature*）。这本书引起了巨大的轰动，曼德博也因此成了半个公众人物。20世纪90年代初，曼德博获得了众多荣誉，其中包括1990年的法国荣誉军团勋章奖和1993年的沃尔夫奖。1987年，他开始担任耶鲁大学的兼职数学教授。1999年，曼德博被聘为终身教授，时年75岁。此后，他始终在世界各地发表演讲，从未停止过原创性研究，直到2010年10月14日病逝。

20世纪90年代早期，曼德博意识到是时候将研究重心重新转向金融学领域了，他的事业也在此时更加飞黄腾达。在过去的30年中，他的观点已经进一步发展和成熟了起来，这大大受益于这些理论在其他

领域的应用。因此，当回过头来研究经济学的时候，他发现自己拥有了更多的数学研究工具。同时，市场也发生了巨大的变化。越来越多的华尔街以及世界各地的从业人员已经有能力理解和运用曼德博的理论。此时，对肥尾分布的认识真正成为金融学主流研究的一部分。我并没有沿着时间轴来讲述这个故事，如果那样我应该从一副21点扑克牌和一个半瓶子醋的前物理学家开始娓娓道来，一直到讲到金融学领域能够充分利用这些真知灼见的那一天，先是巴施里耶，接下来是奥斯本，最后才是曼德博。

04
打败庄家

今天，这一策略被称为德尔塔对冲，而且它还衍生出其他的各种策略，包括其他的“可转换”证券。通过运用这些策略，索普有能力实现每年持续盈利20%，并一直延续了大概45年的时间。

时间回到1961年，地点是赌城拉斯维加斯。这是6月中旬的某个星期六晚上，尽管太阳已经下山了，但温度依然在37℃上下徘徊。不过，在赌场里面，没有人关心这个。拉斯维加斯正处于第二次世界大战后的黄金时代。在一批世界知名的度假胜地中，它们属于一流的新生带，从北部的撒哈拉赌场（Sahara）到南部的热带赌场（Tropicana）到处充满着诱惑。在声音响彻四方、烟雾缭绕的赌场里面，挤满了来自全国各地的旅游者，他们都期待自己在赌桌前能够有好运气，或者至少可以一睹那些社会名流的迷人风采。这就是电影《十一罗汉》（*Ocean’s Eleven*）中的拉斯维加斯，是电影《教父》（*The Godfather*）中的迈克尔·柯里昂的拉斯维加斯，也是007系列电影《金刚钻》（*Diam onds Are Forever*）中的拉斯维加斯。这也是达官显贵和狗仔队、音乐大师和喜剧团队融合一体的拉斯维加斯。

一个理着平头、稍显羞涩的三十来岁的瘦高个男人，此刻正坐在轮盘赌桌前。他眼睛直盯着前方，框架眼镜后面的脸上显得冷漠无情。他的周围挤满了人，喧闹地将筹码扔向桌子。然而，他对这些人却视而不见。他看起来很专注，注意力集中，尽管一切都是不确定的。时间一分一秒地流逝，人们开始怀疑他是不是已经忘记了这是一场赌局。然而，在最后一刻，他将自己的筹码扔向桌面，动作看上去就像随机

一扔。第一轮，结果是黑色29，红色25，黑色10和红色27。第二轮，黑色15，红色34，黑色22和红色5。在他身边的那些人看来，他简直是疯了。轮盘赌游戏参与者通常都有自己的操作原则，而且这些原则都是连续的，就像彩票投注者那样：可以用自己的生日或者女朋友的电话号码作为投注的依据。或者，如果追求安全一点儿的玩法，就只会买一种颜色。然而，这个人的玩法总是在变化，就像有个人总是在他耳边窃窃私语，告诉他未来将会发生什么一样。不管怎么说，他看上去显得不寻常，特别是他还一直在赢，而且赢得还特别多。

这个人的名字叫爱德华·索普（Edward Thorp）。今天，索普是历史上最成功的对冲基金经理之一。1961年6月，他还只是一个刚刚研究生毕业没几年时间的年轻人。那时，他已经从新墨西哥州立大学获得了一个数学助理教授的职位。在研究生时期，他主修量子物理的数学分析。不过，索普同样还沉迷于赌博。他对那些战略游戏尤其感兴趣，这些游戏包括21点、扑克和百家乐，甚至还包括古老的中国游戏围棋。

不过，回到1961年的那个闷热的拉斯维加斯夜晚，他玩的是轮盘赌游戏。这个游戏很奇特，因为其结果取决于轮盘停留的位置，而轮盘停在哪儿完全是随机的。每一次轮盘所停的位置，与其上一次轮盘所停的位置及下一次轮盘所停的位置都完全没有关系，它们之间都是独立的。对这个游戏来说，没有任何战略可言。

回到轮盘赌游戏桌面，一个男人和一个女人走过索普所坐的位置，大口大口地喝着威士忌酒。在另外一张桌子上，随着来自得梅因市（Des Moines）的某人赢了大奖，传出了欢呼声。在注意力分散的一刹那，索普正好看到了紧挨着他身边的那个女人脸上惊恐的表情。索普用手捂住了耳朵，就在这一瞬间，一些旁观者朝着他的方向望

去，并瞥见了……那是什么呢？一只耳机？索普已经站起来了，他将所有的筹码集中起来，用一只手将它们塞进口袋，而另外一只手却一直贴在自己的耳朵上。他推开人群，快速地奔向街道……

用物理学和数学获利

前面我们已经见识了巴施里耶和奥斯本如何从物理学的角度论证出市场其实可以被解读为随机游走的形式，而曼德博又是如何修正这一观点的。他们的工作给金融市场研究带来了革命性的变化，而且开始有经济学家对这些理论表示赞赏。不过，他们三人的思想却被严格地限制在学术界。巴施里耶虽然在股票交易所工作，但并没有足够的证据表明他将这些思想运用于工作中，当然他也从未赚过大钱。奥斯本可能试图通过在金融领域打拼来养家糊口，不过他最终发现，想要在混乱的金融市场上通过投机获得利润，这几乎是不可能的事情。而曼德博则拒绝从事任何交易活动。

当然，巴施里耶、奥斯本和曼德博提出的部分观点已经渗入主流经济学系，并且影响着交易者对金融市场波动的判断。例如，普林斯顿大学经济学家伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）在1973年出版的《漫步华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*）就成了投资者们心中的经典书籍，几乎人手一本。这本书的很多思想都来源于奥斯本，尽管在很大程度上，我们都不知晓奥斯本的思想对这本书有如此大的影响。

然而，随机游走理论的引入以及随后的发展仅仅是物理学家们重塑现代金融的一个很小的组成部分。与金融实际从业者相比，物理学家们的影响力一度与他们相当，甚至有些时候他们的影响力还高于实际从业者。索普的故事就是早期的代表。他完成了巴施里耶和奥斯本永远都做不到的事情：他向我们证明了，**物理学和数学同样可以在金融市场获取利润**。在巴施里耶和奥斯本努力的基础上，结合他自己在

赌博中积累的经验，索普运用数学物理和电子工程相结合而产生的新领域的新思维创造了现代对冲基金。众所周知，信息论在20世纪60年代与拉斯维加斯的脱衣舞表演同样有名。而在索普看来，**信息论证实了市场价格统计信息和华尔街盈利战略之间存在着某种莫名的联系**。

天赋异禀的索普

索普出生于1932年8月14日，此时正处于大萧条的顶峰阶段。他的父亲是一个退休军官，曾经参加过第一次世界大战。在索普出生的时候，他父亲很幸运地谋求到一份银行保安的工作。不过，所赚的钱依然不够养家糊口。因此，索普很早就养成了节俭的习惯，并且十分精明。他发现他只需要花5美分就可以买到一盒“酷爱牌”饮料，他将饮料分成6杯，并以每杯1美分的价格卖给公共事业振兴署的工作人员。他跟小商店的老板说他脑子算钱的速度要比计算器快，从而为自己赢得了一个甜筒冰激凌。一个年长的表兄向他透露了当地加油站里面的一台投币式机器有玄机，只要准确地摇晃机器手柄，它就会不断地向外吐钱。

当第二次世界大战爆发后，索普家族为了能在军工企业找到工作而举家西迁。他们在加利福尼亚州的洛米塔市（Lomita）安顿下来，这个地方北部紧靠拉斯维加斯。他的父母都找到了工作，索普只能自己照顾自己。大概就是在这个时候，他发现了比跟人打赌更加刺激的事情：享受爆炸的快乐。刚开始的时候，他只是拿父母送给他的儿童化学玩具做实验，后来他开始在车库建立了一个简易的科学实验室。当他的父母都在为战争做贡献的时候，索普自己则设计了管道炸弹，并且用自制的硝基苯将人行道炸出一个大洞。随后，他将焊接技术运用到望远镜和电子设备上，并开始研究无线电技术。

索普在孩提时代表现出来的对爆炸的偏好，某种意义上表明他对这些实验背后的科学知识的无限热爱。沿着这条路不断地往下走，让他也学到了相当多的化学和物理知识。1948年，在他高二学年期末的时候，索普报名参加了全南加利福尼亚州化学竞赛，并准备为自己赢取加州大学的奖学金。当他告诉化学老师他的计划时，他的老师半信半疑。因为与其他竞争者相比，索普高中要少学一年，其他竞争者都是读完了高中正准备申请读大学的。不过，当他的老师让他做完一个模拟测试后，他相信了索普。虽然索普并没有学习到所有的知识，但是他的资质超群，领悟能力很强。那个暑假，索普的老师给他推荐了三本书，要他仔细阅读，并安排他做一些模拟测试。

当最终的比赛结果公布时，索普得知他在所有参赛者中排名第四。这个成绩非常不错，但是他知道他可以做得更好。他所参加的这次测试增加了前一年测试中没有的新内容，这部分内容被称为计算尺。索普有一把10厘米的小尺子，很小，而且很不好用。由于计算尺量出来的数值并不总是正确的，从而导致索普的计算有错误。索普确信如果当时他有一把精确的计算尺，他一定会赢得冠军。问题是他没有资格再次参加化学比赛了。在接下来的一年里，他报名参加了物理学竞赛。这次他取得了第一名并获得奖学金，这为他在加州大学洛杉矶分校求学解决了学费问题。他成功地将他在自家后院摆弄的那些爆炸实验连本带利地转换成了大学的学费。

因为是物理学而不是化学让索普获得进入加州大学洛杉矶分校学习的资格，于是，他决定将物理学作为自己的主修专业。4年之后，他选择继续攻读研究生。索普热爱学习，但考虑到他缺钱的现实问题，研究生对他来讲并不是自然而然的选择。如果不是通过竞赛获得奖学金，他可能都无力支付大学学费。而现在，他已经21岁了，缺钱一如既往地是他所面临的一个大问题。索普每个月的预算开支是100美元，

其中的一半需要支付房租。由于手头很紧，索普开始想办法赚点儿额外的收入，正如他在孩提时代所做的那样。

这正是我们要谈论的话题：怎么才能不需要大量的付出就可以额外赚到钱呢？索普首先想到的就是轮盘赌游戏。1955年春天，正当索普要完成他的物理学硕士学位的时候，一场大讨论在加州大学洛杉矶分校住房联合会的餐厅展开。拉斯维加斯的第一家赌场刚刚开业，赌博是当时的一大热门话题。索普的一个同学说赌博是快速致富的一条捷径。而另一个人指出，问题的关键是，在赌博过程中你通常会输钱。在一番关于各种各样赌博游戏好处的讨论之后（也就是提高你在游戏过程中的胜算概率），大家谈到了轮盘赌游戏。索普的大多数同学都觉得轮盘赌游戏是实现快速致富的糟糕选择。除非轮盘出现差错，否则，你很难取胜。轮盘只有在出现故障时，某些特定数字出现的概率才会比其他数字出现的概率要高很多。但是，大赌场里面的轮盘，如拉斯维加斯或里诺（Reno）赌场里面的轮盘，都是工艺精湛的产品，你不可能找到它们身上的瑕疵并加以充分利用。轮盘最后所停的位置都是随机的，如果没有一些特别的技巧，凭什么好运青睐你的。

索普并不否定这一假设，但是，他认为结论是错误的。他反驳说，**物理学家对轮盘将会如何运行有比较强的预测能力**。如果轮盘真的表现那么完美，那么，普通的高中物理学知识就能够计算珠球应该落在哪个位置（掌握珠球的初始位置、速度与轮盘的摩擦力等数据），根本不需要你掌握量子物理学或者火箭科学来计算珠球是如何围绕轮盘运行的。如果轮盘制作得如此精密，这反而能够帮助你：轮盘在运转的过程中，不可能会因为任何小的瑕疵让你的计算出现闪失，轮盘每一次的运行轨迹应该是极其类似的。

为了检验自己的假设，索普开始自己做实验。他进行了一些简单的计算，然后买了一个便宜的，尺寸只有正规轮盘

一半大小的轮盘，然后让珠球围绕轮盘旋转。这样的话，他就可以仔细观察，通过逐帧分析，了解它们是如何运行的。与此同时，他还在考虑如何将他的思想付诸行动。在轮盘赌游戏中即使珠球已经运转起来了，大多数赌场仍然接受投注。因此，从理论上来讲，只要知道轮盘和珠球最初的速度和位置，就有可能计算出珠球最终停留的位置。在你下赌注前，这就是你必须完成的事情。索普狂热地执着于构建这样的一台机器，能够快速地完成所需要的计算。遗憾的是，他没来得及做这些后续的工作，实验就失败了。拉斯维加斯赌场的轮盘可能是完美无缺的，但他自己购买的玩具轮盘却是一堆垃圾。通过观看电影，他确信他买的轮盘对他的实验来说可能没有任何用处。而专业的轮盘成本在1000美元以上，对于一个穷困的研究生来说，这是完全不现实的投资。

索普放弃了轮盘赌游戏，至少是暂时放弃了。在取得硕士学位之后，他开始攻读他的博士学位，专业依然是物理学。不过，他很快意识到他的数学基础对应付这些最新的研究主题来说，显得苍白无力。他给自己开了一份课程清单，上面罗列了应该学习的课程，这些课程大多数都属于发展迅速的泛函分析领域。他很快发现，如果他都学会了这些课程，他足以获得数学专业的博士学位。由于此时他攻读物理学博士学位的工作刚刚开始，所以，他干脆转向了学习数学。自始至终，关于轮盘运转的物理学思考都一直存在于他的脑海中。他始终相信，只要有了完全符合要求的外在条件，专业的轮盘和一些计算的诀窍，他一定能够通过轮盘赌赢得财富。

香农与信息论的成功

在他完成博士学位后不久，索普获得了著名的麻省理工学院数学专业摩尔导师教职（C.L.E Moore instructorship）。在10年前，约

翰·纳什（John Nash）也曾经获得过这个职位，西尔维娅·娜莎（Sylvia Nasar）在她那本《美丽心灵》（*A Beautiful Mind*）中详细刻画了这位著名的先驱数学家的形象。于是索普和他的妻子薇薇安（Vivian）便离开南加利福尼亚，搬到了马萨诸塞州的坎布里奇市。仅隔了两年时间，他们又从东海岸重新搬回到西海岸的新墨西哥州。不过，两年时间对于改变他们的生活轨迹而言已经足够了：正是在麻省理工学院，索普遇到了克劳德·香农（Claude Shannon）。

香农可能是在20世纪里唯一能够宣称自己建立了一个完整的新科学的人——他是信息论的创始人。从本质上来讲，信息论是隐藏在数字革命背后的数学学科。它为计算机科学、现代通信技术、密码学以及密码破译提供了强大的基础支持。信息论研究的最基本单位就是数据：信息比特（比特是香农创造的术语）。研究的主题包括光波是如何在空气中传播的或者人类的语言到底是如何工作的。信息论的研究主题都非常古老，但香农开创性的思想在于你自己就可以解读信息本身，如光波将世界上的具体物质传导到你的视网膜上，或者，当人们交谈时，有语言将信息从一方传导给另一方，而无须关注传导的波和语言。现在看来，如何强调这一思想的重要性都不过分。

信息论来源于第二次世界大战期间香农参与的一个项目。那个时候，他是贝尔实验室的一名科学家，而贝尔实验室是美国电话电报公司（AT&T）下设的一个研究机构，位于美国新泽西州的默里山（Murray Hill）。这个项目的目标是构建一个加密的电话系统，这样的话，前线的指挥官就可以安全地与后方的中央司令部进行联络了。遗憾的是，这是一件非常难完成的工作。从数学角度来看，只有一个代码系统的时候，才是牢不可破的。这被称为一次性密钥（one-time pad）。

假设你想给你的朋友发送一封信，但又不想让任何其他人看懂这封信。假定这封信里，加上空格，一共只有100个字

符。为了确保这封信具有牢不可破的代码，你必须随机编排100个数字列表（与你信中的字符相对应），我们称之为一个密钥，然后将这些数字“添加进”你信中的字符中。因此，如果你信中的第一个字符是字母D，而你的随机列表中第一个数字是5，如果要把5添加进D中，你就需要按照字母表的顺序将D往后顺延5个字母，这样的话，你信中的第一个字母就应该是I。以此类推。这样的话，如果你的朋友想要解密你写给他的这封信，就必须拿到密钥的副本，这样才能够从信中的每个字母推导出原来的字母，从而获得原始的意思。如果密钥是随机的，那样的话，如果不拿到这份密钥就没有办法解密这些加密的信息，因为密钥的随机性会打乱原始信息的一切模式。

上面讲到的完全随机的密钥流，即一次性密钥，在实际运用过程中是非常复杂的，因为，信息的传递者和接收者都必须拥有完全相同的随机密钥流。不过，从理论上来讲，这一想法又是非常简单的。但是，当你想在电话通信中加入一次性密钥时，这就会变得更加复杂。因为这个时候，你没有字母可以选择增加数字或者减少数字。电话中只有声音，另外，声音只通过一根电话线在非常长的距离内传递至少在1944年的时候还只能做到这样。这就意味着，任何能够接触到电话线的人，在前方阵地和后方司令部之间的任何一点上，都可能听到通话的内容。

贝尔实验室的研究团队意识到一次性密钥的本质在于“信号”的传递模式，处于传递过程中的信息，可能会在“噪声”的随机干扰中丢失，而这里的“噪声”即是包含随机数字的密钥。因此，你必须考虑使用什么样的媒介将信息（在此处我们指的是噪声）传递出去，并能够加入一些完全随机的东西，从而你可以让任何其他人都无法解读出附加的信息。在电话通信中，噪声并不是隐喻的说法。想象一下这个场景：当你跟某人正在谈话时，旁边有一台真空吸尘器正在开足马

力工作。在这种情况下，即使对方想要表达什么，你也不可能会听得特别清楚。这就是香农和他的合作者所发明的SIGSALY系统[(1)]的原理所在。如果你在谈话的过程中，加入足够多的噪声进去，你所说的话理解起来就不那么容易。与此同时，如果你在电话的另一端，比如你在华盛顿，你手里有一份与信息传递者手中完全一样的随机噪声，那么，你就可以从加入噪声的代码信息中“提取”并恢复原始的声音。实施这一系统是工程学上的一个奇迹。即使你准确地知道噪声听上去像什么，但在电话线中将噪声成功地从传递的声音中分离出来，这仅仅是第一阶段所做的事情。不过，香农和他的研究团队成功实施了这一工程。SIGSALY系统分别为五角大楼里的罗斯福总统、关岛上的麦克阿瑟将军、北非战场上的蒙哥马利将军和伦敦英国著名百货公司塞尔福里奇（Selfridges）地下室的丘吉尔首相配备了一台。

想象一下，正是信号和噪声之间的关系使得香农有了最为重要的发现。这是隐藏在所有信息论背后的最基本的思想，进一步说，这也是引发信息革命的最基本思想。假设你正在高速公路上开车，并且与坐在副驾驶位置的朋友聊天。你们俩正在闲谈的过程中，突然有一辆18个轮子的大卡车驶过，此时，由于卡车经过引起的噪声非常大，使得你的朋友只能够听清楚你说的一两个单词。那么，这个时候，你的朋友能够明白你到底想说的是什么吗？这就要看具体情况了。或许，此时你正在大声痛骂洛杉矶的交通状况。由于你经常抱怨洛杉矶的交通状况，因此，你的朋友心领神会，知道你在说什么。仅仅只需要几个单词，可能是“建设”，或者“不遵守交通规则的司机”，再加上一两个表达愤怒的词语，就足以将你对洛杉矶交通状况的不满传递给对方。如果你搭乘的是一位陌生人，他根本不熟悉你，但是，没有人喜欢糟糕的交通状况，所以，哪怕只有一两个单词，对传递你要表达的信息来说，也已经足够了。但是，如果你当时想要

说的是你刚刚看过的一部新电影的具体细节呢？这样的话，你所说的每一个字都非常关键。这个时候，如果坐在你车上的乘客只听到你说的这几个单词，“领导——是——在年富力强的时候——”，那么，他很难理解你到底在说什么。

香农总结说，**传输信号所负载的信息量，从某种程度上来讲，与信息接收者解码信号的难易程度相关**。换句话说，这取决于信号的不可预测的程度有多高。你对交通状况的抱怨并没有包含多少内容的信息，所以，它很容易就被猜出来；但你对电影内容的描述却包含较多的信息。这就是香农信息论最根本的思想。

或许，要明白为什么以这种方式理解信息是有意义的，最简单的方法就是将香农描述的画面反过来思考。信息其实是这样的一种东西，它能够帮助你对某些原本不确定的事情变得更加确定。如果你获得了某些信息，你对这个世界的认识就更加清楚了。想象一下这两种情形：假设你一开始就认为扬基队在某一个赛季中有很大的概率会赢得一半的比赛，同时，你还认为在月球上有外星人生活的概率非常低。香农的基本想法可以解释成这样：只要你努力研究，很多事情就会变得更加确定。比如，你研究外星人生活在月球上所获得的信息一定比研究扬基队在这个赛季中赢得一半比赛所获得的信息多。原因呢？按照香农的解释，月球上有外星人生活的概率要比扬基队赢得一半比赛的概率低得多得多。传递消息的概率与传递隐藏在消息里面的信息的概率，这两者之间的关系，为我们量化分析信息提供了非常关键的联系。换句话说，通过用概率的方式与信息建立联系，香农发现了一个将数字分配给消息的方式，从而可以衡量有多少信息储存在消息里面。于是，这就变成了建立信息论的第一步的主要工作。

信息论的发明让香农一举成名，至少在电子工程学领域、数学领域和物理学领域是这样的。信息论的运用则被证明是永无止境的。在

第二次世界大战结束后，香农继续在贝尔实验室工作了10年。随后，1956年，他来到麻省理工学院。

一个为21点而生的完美策略

索普则是在1959年，也就是他研究生毕业一年之后来到马萨诸塞州的。那时，香农在麻省理工学院拥有一个讲座教授的职位，同时接受了数学系和电子工程系的两份教职任命书。他最重要的研究成果已经出版，而且这一成果的影响被迅速扩散。到20世纪50年代后期，他已经是学术界的巨星了。因为他的古怪性格已经广为人知，香农在麻省理工学院拥有自己的一套行事方式和自主权利。这包括他想会见谁，他想教什么样的课程，以及准备花多少时间在研究上。他的办公室不是谁都可以随便进去的，特别是对那些级别比较低的教员来讲，更是如此。为了能够见到香农，索普必须事先预约。为了能够预约成功，索普还必须准备一些值得探讨的话题。正像香农的秘书事后告诉索普的那样，香农教授不愿意“将时间耗在那些他不感兴趣的事（或者人）上面”。

幸运的是，索普正好有一个能吸引香农教授的话题。在来到马萨诸塞州之前的几个月时间里，索普夫妇第一次游历了赌城拉斯维加斯。他们选择在维加斯（Vegas）住宿，因为他们希望能够跟对方讨价还价：离拉斯维加斯比较近的地方，有许多价格便宜的宾馆，可以随便挑选。此外，索普觉得他终于有机会可以好好琢磨一下专业水准的轮盘是什么样子的了。不过，事后来看，轮盘并不是索普此次旅行的主要兴趣所在。在这对年轻夫妇外出度假前不久，索普的一位同事正在对近期的《美国统计协会期刊》（*Journal of the American Statistical Association*）上面的一篇文章作了持续深入的研究并把这篇文章介绍给索普，这篇文章关注的是黑杰克游戏，也就是我们所熟悉的21点游戏。

就赌场里面的各种游戏而言，黑杰克游戏历史悠久。至少，它比轮盘赌游戏出现的时间要早。玩这个游戏，在通常情况下，需要一副或者多副扑克牌。游戏开始前，你要先押注。当游戏中的每个参与者（包括庄家）都发到两张牌的时候，游戏就开始了。随后，参与者有权利要求叫牌，直到他们觉得点数足够了或者点数“爆了”。当参与者手中所有牌的点数加起来超过21点的时候，这一局，他的点数就“爆了”。数字牌的点数就是牌面的点数，花脸牌的点数都算作10点。牌中的A（Ace）可以算1点，也可以算11点，这取决于参与者自己的选择。目标是在不超过21点的情况下，尽可能获得比较高的点数。在赌场，每一个参与者都是单独与庄家比对，庄家代表的是赌场。于是，每个人的目标都是在不爆的情况下战胜庄家。如果你赢了，你一开始的时候押注是多少钱，赌场就会赔给你多少钱。如果你一开始拿到的两张牌，它们的点数加起来正好是21点，那么在这种情况下，你每押注1美元，赌场就会赔给你1.5美元。

赌场的游戏策略都是相同的：当庄家手里牌的点数没有超过17点的时候，他就不得不选择叫一张新牌。如果手里牌的点数正好是17点或者更大，庄家就不会继续叫牌。如果庄家爆了，那么，所有的人就都赢了。至少在赌场里，让人苦恼的是，虽然玩家的牌都是开着的，但庄家却有一张牌是扣着的，玩家只有当游戏结束的时候，才能够看到这张扣着的牌是什么。因为你不清楚接下来会发生什么，因此，确定什么时候停止叫牌就变得非常困难。

黑杰克游戏在赌场里面已经流行了很长一段时间，庄家通过这个游戏赚了不少钱。这表明，但并不是确切地证明，胜率总是偏爱庄家。为什么说“并不是确切地证明”？那是因为黑杰克游戏与轮盘赌游戏不一样，这是一个策略游戏。玩家必须作出这样的选择：什么时候应该叫牌。即使是在20世纪50年代早期，赌博在拉斯维加斯已经成

为稳固的产业，也没有一个人知道，这个游戏中是不是存在这样的策略，让玩家可以有机会战胜庄家。每个人都非常确切地知道，不管大多数人做什么，对庄家来说，这都是有好处的。毫无疑问，搞得比庄家还明白，是非常困难的一件事情。这需要计算在各种各样的情况下，各种可能性的概率具体是多少。这需要上百万次的计算！

正是从1953年开始，一群来自军队的研究人员准备做这方面的研究。通过对这一领域长达三年时间的研究，在运用“电脑”（在20世纪50年代早期，电脑就相当于电子加法机）进行计算的帮助下，军队研究人员计算出几乎全部的可能性，并知道了各种可能性发生的概率分别是多少，然后推导出他们所宣称的“最优”的黑杰克策略。正是这一策略发表在了《美国统计协会期刊》上。索普看到了这篇文章，然后决定在他的拉斯维加斯之行一试身手。然而，这并不是一个成功的策略。按照军队研究人员的计算，即使你运用他们的最优策略进行赌博，庄家仍然占有优势，因为让庄家手里那张不确定的扑克牌发挥作用，从本质上来看，还是取决于所有参与者所做的决定。不过，这个优势地位也是很微弱的。如果你运用他们的策略，一天连续玩黑杰克游戏达到1000次，每次只赌1美元，根据部队研究人员的预测，在这一天结束的时候，你手里依然有可能剩下994美元。如果将这个结果与你玩老虎机游戏相比较，这个最优黑杰克策略看起来还算不错，因为用同样的成本玩老虎机，你最后可能只剩下800美元。遗憾的是，这个策略并不是那么容易做到。于是，索普决定作弊。他将所有可能出现的情况写在一张小卡片上，这样他在玩游戏的时候，就可以参照这张小卡片，帮助自己做出合理的决定。

他失败了，而且还败得非常迅速。开始的时候，他准备了10美元，在一个小时内，他输得就只剩下1.5美元了。不过，同桌的其他人输得更快。当索普离开赌桌的时候，他确信军队的研究人员所发明的策略还是有用的。同时，他觉得自己能够做得更好。

正如索普所发现的那样，军队策略的问题在于，它将黑杰克游戏的每一轮都看成是完全独立的，即每一轮，都会换一副全新的扑克牌。然而在现实生活中，特别是在1958年的时候（赌场从这个时候开始都对规则做了微调），情况却不是这样的。庄家在洗好一副牌之后，可以一直玩，直到牌发完为止。这样的话，所有的一切都发生了变化。比如，从一副崭新的扑克牌中发到A的概率是4/52，因为52张扑克牌中有4张A。但是，如果你已经在玩第二轮了，而在第一轮中，用完了10张扑克牌，其中有两张是A。这样的话，在这一轮中，你拿到A的概率将只有2/42，这个概率要低于4/52。问题的关键是，如果你的策略取决于各种不同的牌组合发生的概率，而且你非常细心，那么，你就必须考虑哪些牌曾经出过。当你采用这一策略时，你就应该持续跟踪哪些牌已经用过，并根据情况对你的策略做相应的调整。这就是算牌法（Card Counting）。

索普认为在黑杰克游戏中，算牌法要比军队研究人员发明的策略胜率更高一些。在麻省理工学院IBM704机器（第一次大规模生产出来的电脑产品）的帮助下，索普试图证明，如果游戏玩家能够将军队策略加以修改并与算牌法技术联合起来运用，他就会在游戏中占据优势地位。这就是索普想与香农教授讨论的话题。他将自己的发现写成了一篇论文，希望香农教授能够帮助他发表。

当会见的那天来到时，索普感觉到压力还是挺大的。他已经准备好了他的30秒电梯演讲[(2)] ：他想要什么，以及香农为什么会对这个问题感兴趣。

结果表明，索普的担心其实没有必要。香农立即看出了索普论文能够引起别人兴趣的地方。在问了几个尖锐的问题之后，香农确信索普的这篇论文还是不错的。他提出了一些编辑方面的意见，建议他修

改一下标题，将标题从《一个赢得黑杰克游戏的策略》（*A Winning Strategy for Blackjack*）改为《一个为21点而生的完美策略》（*A Favorable Strategy for Twenty-One*）。然后，香农教授同意将索普的论文提交给《国家科学学术论文集》（*Proceedings of the National Academy of Sciences*），这是能够考虑出版此类论文的最有名的学术期刊（只有会员才有资格提交论文）。当索普准备离开的时候，香农非常偶然地问，是不是还有其他与赌博相关的研究项目，这种能够清晰而又有趣地运用数学知识的项目都是香农教授所感兴趣的类型。在短暂停顿之后，索普向前探了探身子，然后说：“还有一个，这个跟轮盘赌有关……”

玩转拉斯维加斯

马萨诸塞州坎布里奇的冬天，某个下着雪的夜晚，天空有点儿昏暗。一辆黑色轿车绕过街区，然后缓慢地停在索普所居住的公寓楼前面。车门打开以后，车的两边分别下来了一位年轻的美丽女青年，这两位女青年的肩上都披着一件貂皮大衣。她们走到车的后门附近，从车里迎下来另外一个人。这是一个个子不高的男人，大概六十来岁。这个男人就是曼尼·基梅尔（Manny Kimmel），他就是我们所熟悉的金尼停车场公司（Kinney Parking Company）的老板，这是一家不断发展的、主要业务是停车场和殡仪馆的公司。金尼停车场公司正处于公开上市阶段。在接下来的10年时间里，在曼尼的儿子恺撒（Caesar）和传奇CEO斯蒂夫·罗斯（Steve Ross）的共同领导下，金尼停车场公司迎来了它的快速扩张期：首先是向商业清洁和设备管理进军，然后是媒体行业。1969年，金尼停车场公司准备通过并购华纳兄弟电影公司（Warner Brothers Studio）作为转型的第一步，华纳兄弟最终演变成了时代华纳（Time Warner），它已经成为今天全世界最大的传媒巨头。

而在1961年，这一切都只是遥远的未来。不过，基梅尔在当时已经是一个非常富有的人。他的财富是通过传统的方式积累起来的：赌博和酒业。具有传奇色彩的是，基梅尔是通过高风险的掷骰子赌博游戏赢得了自己的第一个停车场的。这个停车场的位置在新泽西州纽瓦克市（Newark）的金尼大街。金尼停车场公司的早期成功与基梅尔所从事的副业有着非常紧密的联系，这个副业就是赌博。他将豪华汽车开到非法的赌场进行赌博，就像将车开进他的停车场一样。在禁酒令颁布期间，他与儿时的好朋友，犹太黑帮的朗吉·扎维曼（Longy Zwillman）结成团伙，共同从事非法活动。扎维曼从加拿大进口黑麦威士忌，然后用基梅尔新泽西州的停车场来储藏这些酒。

正是因为赌博的事情，才让基梅尔在2月的寒冷星期日的晚上来到索普家门前。几个星期之前，索普在美国数学学会于华盛顿举行的年会上，公开演讲了那篇发表在国家学术期刊上的论文。这一次，他给自己的演讲起了一个具有较强煽动性的题目，他称自己的演讲为《财富密码：赢得黑杰克游戏的策略》（*Fortune’s Formula: A Winning Strategy for Blackjack*）。抛开黑杰克游戏不说，索普的演讲在吸引公众媒体注意力方面确实是一个成功的策略。他演讲的时候，听众爆棚，台下坐满了人。美国联合通讯社以及其他的一些地方广播电视台都前来采访他。没过几天时间，他的故事开始出现在全国性的媒体上，其中包括《华盛顿邮报》和《波士顿环球报》。枯燥无味的美国数学学会召开的年会很少会吸引媒体的关注，但这一次，来自麻省理工学院的数学家关于赌城拉斯维加斯的一番演讲却引起了社会的轰动。

刚开始，索普陶醉于公众的关注中。他电话的铃声几乎从未断过，记者们都希望能够采访他，那些对赌博痴迷的狂热分子都希望能够从索普那里学会这个秘诀。他向记者吹嘘说，如果他能够获得足够多的资金，去拉斯维加斯旅行一趟，他将会证明他所发明的赌博策略在实际运用中一定是有效的。为了博得公众的眼球，抓住这次噱头的

机会，拉斯维加斯大型脱衣舞赌场之一的撒哈拉赌场提出说，他们愿意为索普免费提供住宿和场地，而索普想住多久就住多久。就像之前也有上百人想证明存在这样的策略一样，他们相信这只是索普自己的幻想而已。不过，撒哈拉赌场是有条件的，他们不允许索普兑付赌博中所赢的钱。他只能以他的年薪7000美元为基础，不能够自己融资。赌场都有最低赌注的要求，如果你前面很快将钱都输完了，而手里没有足够多的现金，那么你就会被请出赌场。即使从长期来看，你非常有可能赢到大钱，但那也不行。

这就是为什么基梅尔此刻会出现的原因。有些人喜欢美酒和昂贵的雪茄，而一些人会更钟情于汽车、运动或艺术品。作为一个赌博成瘾的人，基梅尔无疑已经是一个对赌博体系了如指掌的行家里手。当基梅尔看到索普提出的黑杰克游戏策略之后，他写信给索普，愿意资助索普10万美元去实践他的这一策略。不过，他首先要看一看这一策略是不是管用。索普跟他联系了，并且同意见面。于是，基梅尔就从纽约开车到坎布里奇来找索普。基梅尔到达之后，他向索普介绍说那两位年轻的女性是他的侄女。随后，索普开始向基梅尔演示他的策略，并解释其中的原理。然而，基梅尔却并不在乎这些，而是从自己的口袋里掏出一副扑克牌，开始和索普玩起了游戏。基梅尔只有在他亲眼看过索普通过游戏实战赢得了比赛才会相信这一策略。他们整晚都在玩这个游戏，而且第二天仍然在继续玩。在接下来的几个星期的时间里，索普定期去纽约与基梅尔和他的副手埃迪·汉德（Eddie Hand）继续玩这个游戏，正是汉德为索普的赌场之行提供了部分资助。

虽然花了一个月左右的时间，但是，基梅尔最终还是相信了索普的策略是有效的。同时，索普也知道了应该在实际的赌博中如何运用这一策略。索普觉得10万美元对他来说太多了，他坚持只带1万美元去

赌博，因为他觉得一下子带太多的钱会引起一些不必要的关注。基梅尔考虑到拉斯维加斯过于引人注目，此外，太多的人会注意到他也在那里，所以他同意了索普的建议。于是，在麻省理工学院的春季假期间歇，索普和基梅尔突然来到了里诺市，准备试验一下索普的策略。这一次，基梅尔身边依然有两位美丽的年轻女性陪伴。这次试验取得了空前的成功。他们从一个赌场玩到另一个赌场，直到后来，他们的声名传播速度超过他们自己前行的速度。仅仅只玩了30个小时的赌博游戏，索普、基梅尔和汉德就已经将他们的1万美元变成了2.1万美元。如果在索普宣称自己太累了不能继续计算时，基梅尔没有坚持再玩一个晚上的话，他们本来是有3.2万美元的。索普随后会在他那本《打败庄家》（*Beat the Dealer*）书中讲述了他的故事。在书中，他称基梅尔为X先生，称汉德为Y先生，同时教给了读者们如何运用他的策略在拉斯维加斯的赌场里赢得大钱的方法。

信息就是金钱

索普发明了好几种方法，目的是追踪在黑杰克游戏中，随着扑克牌被运用并废弃后，胜算的概率变化情况。通过使用这些方法和策略，索普能够比较准确地判断，什么时候他的胜算比较大，什么时候庄家的胜算比较大。不过，假设你正在玩黑杰克游戏，突然你发现你这次的胜率可能会稍稍高出对手，这个时候，你应该怎么做呢？

事实证明，黑杰克游戏其实是一个极其复杂的游戏。为了让问题更好地得到分析，我们还是从最简单的情形开始。在抛硬币的过程中，正面和背面出现的概率基本上是相当的。不过，我们可以假设一下，一枚硬币出现某一面的概率会更多一些，比如，我们现在就假定它出现正面的概率要高于背面的概率。你现在就在用这枚硬币跟人打赌，只要你愿意，你可以掷无数次（直到你输光所有的钱）。如果你赌1美元，并且赢了一局，那么对方就会支付给你1美元，如果对方赢

了，那么你就要支付给对方1美元。由于硬币出现正面的概率要高于出现背面的概率，所以一直赌正面的一方获胜的概率要高于50%，从长时间来看，赌博的钱将会主要流向一方（如果你连续地赌正面，那么这些钱就是你的）。最后，想象一下，如果你的对手可以随意地增大或减少赌注，可能你需要下的赌注是1美元、100美元或者1万美元，你口袋里面现在有一些钱，但是，如果这些钱都输了，那你就彻底玩完了。这样的话，你每一次愿意赌多少钱呢？你能接受的最大赌注是多少呢？

有一个策略可能会帮助你确定你每次参加赌博时，能够接受的最大赌注是多少。实施这一策略的最佳方式，就是每次都将你口袋里所有的钱作为赌注。这样的话，如果你赢了，你口袋里面的钱都会翻一番。不过，这一策略面临着一个很大的问题：因为这个特殊的硬币意味着你通常会赢，但并不是总是会赢。所以，如果你每一次都赌上所有，那么，如果你输了将失去一切。因此，尽管你想赚尽可能多的钱，但是你最终可能一无所得的概率还是非常高的（事实上，从长远来看，你最终还是会身无分文的），而且没有机会将输掉的钱重新赢回来。当你所有的钱都被耗尽了，然后被迫接受自己失败的事实，这就是我们所熟悉的“赌徒的破产”。

当然还有另外一种可能性让破产的机会降到最低。这同样也是一个非常直接的策略：一开始就不要赌博。不过，这个选择几乎是最后的无奈之举，因为这样你不可能赚到任何钱，即使你在抛硬币游戏中占据先机，也没有任何作用。

因此，答案应该是处于两者之间。当你发现，你在赌博的过程中处于优势地位，你应该找到一个方式让破产发生的概率降低，与此同时，确保从长远来看，赢得赌博的概率要远远高于输掉的概率，从而实现本金的快速增值。你必须合理地管好你的钱，找到一个合适的方

法让你能够一直保持较高的胜率。但实际上，要做到这一点是需要技巧的。

当索普第一次将他的算牌法转换为赢钱策略时，看上去，他似乎成功了。索普是幸运的，因为香农教授已经有了答案。当索普向香农教授提到如何管理钱的问题时，香农提示索普去看一篇论文，这篇论文是由香农在贝尔实验室工作时的同事约翰·凯利（John Kelly）所写的。凯利的论文向我们解释了信息论与赌博之间的本质联系，这一惊人的远见卓识最终让索普的投资策略变得非常成功。

凯利是一个来自得克萨斯州、爱摆弄手枪、喜欢一根接一根抽烟并热爱结伴旅行的狂野硬汉。他获得了物理学的博士学位，而他学物理学的初衷是将物理学知识用到石油勘探中。不过，他很快发现能源工业似乎不需要他的专业技术，于是，他跳槽去了贝尔实验室。在他曾经生活过的新泽西州，凯利那有趣的性格，在那片沉寂的社区里，吸引了大量的关注。他特别喜欢将填满塑料的子弹射进他客厅的墙壁里，来戏弄在他家暂住的客人。他是第二次世界大战期间的王牌飞行员。不过，后来他驾驶飞机从乔治·华盛顿桥下飞过，在当地就变得声名狼藉了。虽然，他干过很多类似的恶作剧，但凯利仍然是美国电话电报公司里最有才华的科学家之一，而且，他还是公司里最厉害的多面手。他的研究领域从量子物理学的高度理论化问题到电视信号解码，发明能够准确模拟人类声音的电脑设备的实际问题。凯利在今天被人广为熟悉的研究工作，同时也是让索普最感兴趣的地方，就是他将香农的信息论应用到赛马赌博中。

想象一下，你现在正在拉斯维加斯，押注贝尔蒙特赛马会（Belmont Stakes），这是在美国纽约长岛西部的艾尔蒙特（Elmont）举行的一项重要赛马运动。场外投注室里面的大型电子显示屏显示各种各样的赔率：瓦伦丁（Valentine）是5赔9，保罗·里维尔（Paul Revere）是14赔3，艾皮塔夫

（Epitaph）是7赔1。这些数字表明瓦伦丁大概有64%的胜率，保罗·里维尔有18%的胜率，而艾皮塔夫只有13%的胜率。

在20世纪的早期，在以赌博为业的人群中，传递比赛结果信息经常会出现延迟的情况。这就意味着，在有些时候，一场比赛已经结束了，而在本国的其他地方，一部分人还在就比赛的结果进行押注。因此，如果你有一套特别迅速的通信方法，你就有可能在押注结束之前事先知道结果，从而轻易地从赌博中获利。到1956年，当凯利开始写他的论文的时候，这种情况已经很少了：因为电话和电视技术的发展，使得拉斯维加斯的赌徒们，在第一时间就可以知道在纽约进行的赛马比赛的结果，他们与艾尔蒙特当地民众几乎是在同一时间获得这个结果的。但是，想象一下，此时，你有一个亲信在艾尔蒙特，他能够第一时间就将贝尔蒙特赛马会的结果准确地告诉你，而且速度特别快，也就是说，你会比其他的赌徒更早地知道结果。

如果你收到的消息是通过你的私人专线传送过来的，而你的私人专线又是完全值得信赖的，这个时候，你就可以放心大胆地去投注，因为不管怎样，你都会赢。但是，如果你的亲信在向你传送赛马会结果的消息时，电话线有噪声，那又会出现什么样的情况呢？假设传送过来的消息是混乱的，以至于你根本无法搞清楚情况到底是怎么回事，你怎么办呢？假如你默认的猜测可能是瓦伦丁会赢，因为从一开始的信息来看应该是这样的，而你又没有收到任何最新的消息。虽然传送过来的消息是混乱的，但是你仍然非常确信你听到电话里有“t”这个音节。你已经获得一些有用的消息，你有很好的理由可以将保罗·里维尔排除在外，因为它的名字里没有“t”这个音节。时间紧迫，你可能会猜测刚才电话里说的是“瓦伦丁”，因为这个名字可信度比较高，然而，你还是不能100%确定。你不想将所有的钱押在一匹马上，因为你仍然有可能失败，从而导致亏损。不过，你已经排除了一种可能性，这让你还是占据了优势地位：你现在知道，赌马者预期的

瓦伦丁和艾皮塔夫的表现与它们真实的水平并不一致，因为赌马者都假定保罗·里维尔还有18%的胜率，而实际上，保罗·里维尔根本就没有任何胜算。因此，如果你下复合赌注，将所有的钱合理地在瓦伦丁与艾皮塔夫之间进行投注，无论两者中间谁获胜，你肯定都能够获得一份净盈利。因此，虽然只有部分信息传送过来了，但也足以帮助你做出正确的选择。

如果传递给你的消息因为遇到噪音干扰从而被曲解了，或者是噪音的程度已经让你在第一时间解读消息变得非常困难，这个时候，被传递的消息在多大程度上值得信赖呢？这就是香农教授的理论解决的问题。当你在解读传送过来的比赛信息遇到困难时，香农教授的理论将会为你提供这样的一条路径，可以根据你接收到的部分信息，帮助你决定如何合理地分配赌注。

凯利找到了解决这一难题的方法，可以帮助你从长远来看实现起始资本增值速度最大化。正如上面的例子所讲的那样，当你只听到一个带“t”的音节，而没有任何其他有用的信息时，这一部分信息就已经足以帮助你战胜那些没有任何有关比赛消息的赌徒。这个胜算的概率可以这样计算：当其他人向你提出的赔率是b赔1，你就可以将你的支出乘上倍数b，也就是乘上你认为能够胜利的真实概率，然后减去失败的概率。为了搞清楚你在一开始的时候已经押注多少钱，这部分钱当然是你所有可投入资本的一部分，你可以用你计算出来的胜率除以支出。这就是我们今天所熟悉的凯利公式（Kelly formula）。在任何情况下，你应该投入的赌注比例应该是：胜率/支出。如果你的胜率是零（或者是负的），凯利说，那你最好就不要去赌博；如果胜率是正的，就用凯利公式计算出来的财富比重去押注。

如果你总是依照这个准则去赌博，你一定会比那些采用其他押注策略（比如全部押上或者从来不押注）的人表现更好。凯利的论文中最让人感到惊讶的就是，如果你遵循凯利提出的准则，比如在赌马比

赛中出现的情形那样，你能够获得主要的（或者部分的）信息，你就会预测接下来发生的事情是什么，从而获得盈利。神奇之处在于：**如果你总是依照这一准则行事，在某种理想的状态下，你财富的增长速度将会与你从电话线中收到传送过来信息的速度是成正比的。信息就是金钱！**

当香农教授将凯利的论文介绍给索普的时候，关于黑杰克游戏中存在的最后一个谜题也彻底解决了。算牌法其实就是你从牌桌上获取信息的过程，因为你可以根据每个人手里扑克牌的变化来了解牌桌上扑克牌的构成是如何变化的。这正是凯利的建议，你需要根据情况的变化来计算你的胜率。信息掌握得越充分，你财富的增值速度就越快。

轮盘赌双人计划

当索普与基梅尔正在为里诺之行做准备时，索普和香农教授正在合作研究索普提出来的轮盘赌游戏的难题。当香农教授听完索普的介绍后，他立刻就着迷了，这很大一部分原因是索普的想法是将博弈论与香农教授特别感兴趣的机械制造联系在一起了。这一想法的关键是制造出一台便携式电脑，而这台电脑必须满足玩家必要的计算要求。

在模拟真实的赌博情况将会如何进行的情况下，他们假定在遵循预测算法的基础上，对实施轮盘赌的策略做了充分的检验和改进。他们认为，这一过程不止需要一个人的努力。因为，如果只有一个人，他不可能会将所有的注意力都集中在轮盘上，同时将必要的数据输入进去，然后在珠球慢慢停下来、赌场主持人（相当于轮盘赌游戏的庄家）宣布押注停止前，做好下注的工作。因此，他们开始设定一个双人计划。一个人站在轮盘旁边，负责仔细观察轮盘。理想的情况是，这个人在做这些事情的时候，不会引起其他人的注意。这个人要将电脑携带在身上。这台电脑必须是一个非常小的设备，规模大小应该与

一个烟盒基本相当。输入数据的装置应该是一系列指针，藏在携带设备的人的鞋子里。总体的想法是负责观察轮盘的那个人当轮盘开始转动时，脚下开始用脚打拍子，当珠球转了完整的一圈之后，再次用脚打拍子。这样就可以让这个装置与轮盘的运转完全同步起来。

与此同时，第二个人应该一直坐在桌前，通过耳机与电脑相连接。一旦电脑有机会捕捉到珠球和轮盘的初始速度，这个人就可以将它们联合起来计算，并将如何押注的信息传递给坐在赌桌前的那个人。想要准确地预测珠球会落在哪个数字上面是一件非常困难的事情，因为要达到那个层次的计算，实在是太复杂了。不过，轮盘被分为八个区域，所以又被称为八分仪。每一个区域都有4个或5个数字在里面，对那些没有记住轮盘分布的人来说，这些数字看起来似乎都是随机分配的。索普和香农发现，在很多种情况下，他们可以准确地预测到珠球会落在哪个区域，这样的话，就将最终结果的可能性由原来的38种降低到4～5种。运用电脑的目的就是为了计算出珠球落到某一特定区域的概率，是不是比平均水平要高。一旦坐在赌桌前的那个人收到信号，他就可以快速对特定的几个数字进行押注。同时运用凯利公式，建立一套押注系统，从而确定每个数字应该押注多少。

到1961年夏天，这台机器已经可以投入使用了。索普和香农分别带着各自的妻子，一起去了拉斯维加斯旅行。如果不考虑电线的损坏以及那天晚上被发现的耳机，总体上来讲，这个试验是成功的。遗憾的是，技术上的困难使得索普和香农没有办法通过赌博获得大量的金钱，但有一点是非常明确的，这个设备确实达到了他们当时设计的目标。在香农教授的帮助下，索普成功地赢得了轮盘赌游戏。

不过，总的来说，这次旅行所承受的压力还是大于所取得的成绩。在赌场上，赌博的压力使得那些粗鲁的玩家会袭击你，虽然这种事情并不是经常发生。就在这个时候，当这两对夫妇还在拉斯维加斯继续他们的旅行时，索普已经收到了来自新墨西哥州的工作通知。尽

管离开拉斯维加斯的时候，他们赚得了一部分利润，但索普知道，他和香农都不会继续研究轮盘赌项目。不过，这已经足够了。在有了黑杰克和轮盘赌游戏的经历之后，索普准备尝试一下全新的、更大的挑战——股票市场。

进军股票市场

索普第一次买股票是在1958年，那个时候，他还没有取得他的博士学位。作为加州大学洛杉矶分校的一个教员，索普的工资水平很一般，不过，他已经为今后的生活攒了一小笔钱。在接下来的一年时间里，他的投资跌去了一半，然后又缓慢地回来了一些。在经历了一年时间的过山车式的投资后，他最终以不赚不赔的结果卖出了这些股票。

1962年，黑杰克游戏的胜利让他感到很兴奋，同时，算牌法那本书也为他带来了不少的收益，于是，他决定再试一试投资。这一次，他买的是白银。20世纪60年代早期，市场对白银的需求空前高涨，需求如此之高，使得很多人预期美国白银铸币的公开市场价值将会超过铸币的名义价值，这就让白银金属铸成的25美分硬币和白银美元作为金属的价值高于其作为货币的面值。这看上去像是一个安全的买卖。为了让利润最大化，索普以所投资的白银作为抵押，从他的经纪人那里借了一部分钱来继续做投资。在整个20世纪60年代，白银的价格都是在上涨的，不过，波动得特别厉害。在索普买入白银后，白银的价格很快就下跌了，而且跌幅很深，于是，经纪人希望索普能够还钱。当索普不能够及时追加保证金时，经纪人将索普的白银卖了，索普大约亏了6000美元。这个亏损金额对索普来说是毁灭性的，因为这已经超过了他在1962年作为助理教授时的一半的年收入。

在经历了第二次打击之后，索普决定应严肃认真地对待这个问题。毕竟，他已经是研究赌博领域数学问题方面的世界知名专家了。

股票市场与赌场游戏或者赛马并没有太大的差别：**你所下的赌注，都是基于你所掌握的关于未来走势的部分信息，如果事情沿着你所预期的方向前进，那么，你就会获得收益。**你甚至可以将市场价格看成是“庄家”赔率的反映，这就意味着，如果你能够获得部分相关的信息，你就可以将市场赔率与真实的赔率进行比较，从而决定你是不是占据优先地位，就像玩黑杰克游戏一样。

索普必须做到的事情就是找到能够获取信息的方法。从1964年的夏天开始，通过认真阅读《股票市场价格的随机性》那本包含了巴施里耶、奥斯本和曼德博等人作品的论文集，索普着手研究股票市场。很快，索普就相信了奥斯本以及论文集里面的其他作者所提出来的观点，这些人都认为，当你认真研究股票市场统计数据时，你会发现，股票价格确实是随机游走的。正如巴施里耶和奥斯本所说的那样，所有可获得的消息都已经在某一既定时刻全部反映在股票价格里面了。到1964年夏天结束的时候，索普反而陷入了困惑之中。如果奥斯本是对的，那么，索普就无法找到一种能够战胜市场的方法。

> 在1964—1965学年，索普的教学任务安排得非常满，所以他很少有时间去做其他的事情。他将股票市场研究搁在一边，准备在暑期的时候再来研究这个问题。在同一时间，索普在新墨西哥州的工作发生了一些转变：数学系被研究领域不同的其他派别的数学家们掌控，由于内讧，这迫使他不得不再找其他的工作。他获知加州大学正准备再新建一个校园，大概在洛杉矶往南50公里的地方，在奥兰治县（Orange County）的中心位置。他向那里申请一份教职，并得到了这份工作。看上去，关于股票市场的研究工作不得不再次推迟，因为为了融入新的数学系，他不得不做一些准备工作。

即使这样，他仍然对研究股票市场保持着浓厚的兴趣。在这一年的某一天，当他浏览刊登在投资杂志上的广告时，索普正好看到了一

篇题为《RHM权证调查》（*RHM Warrant Survey*）的文章。所谓权证（warrant）其实就是一种股票期权合约，它由公司直接提供，约定未来可以购买公司股票的保证。与普通的看涨期权（call option）一样，在合约到期日之前，公司给权证持有人以某一固定价格购买公司股票的权利。20世纪中期，期权在美国的交易量还不是很大。权证是与期权非常接近的一类合约。RHM公司宣称买卖权证是获得大量财富的一种可行办法，如果你真的懂它们。这句话的含义就是大多数人根本不知道权证是啥玩意儿，以及如何买卖权证。这正是索普想要找寻的东西，于是，他决定申购权证。但是，他并没有太多的时间来关注那些已经送达的文件。

随着新墨西哥州春季学期的结束，在搬到加利福尼亚州之前，索普发现自己还有几个星期的空闲时间可以利用。他开始迅速翻阅RHM公司的文件。RHM公司的发行人很明显是将权证当成了一种彩票（奖券）。它们的价格很便宜，很容易买到，但通常没有任何价值。不过，当股票的交易价格远远高于权证执行价格的时候，你也有机会一夜暴富。只不过，这种机会很偶然。

在RHM公司以及大多数投资者认为权证是彩票的时候，索普却认为这是一场赌博。一份权证就是一场关于某只股票在一定时期内表现的赌博。与此同时，权证的价格就是买方在多大程度上能够赢得赌博市场信心的表现。它同时也反映出你的费用支出情况，因为，如果权证变得有价值，那么你的盈利就取决于你先前为权证支付的成本是多少。索普正好花了一个暑假的时间，阅读了有关股票价格是随机游走方面的文章。于是，他抽出一张白纸，开始计算起来。除了关于股票价格是服从对数分布这个假设之外，他的推理基本上是按照巴施里耶的论文进行的，而股票价格分布的假设，他遵循的是奥斯本的理念。他很快就推导出一个方程，这个方程告诉他一份权证到底应该值多少钱。

如果这不能被称为是开拓性的工作，那么，它至少可以被认为是有价值的工作。索普自有他的看家本领，这是巴施里耶和奥斯本不具备的。由于有长达5年时间的赌博经历，索普意识到，**计算一份权证的“真实”价格就好比计算一场赛马的“真实”胜率**。换句话说，索普发现的、存在于股票价格与权证价格之间的关系，为他指明了解读来自市场信息的一种方法。给他提示的这些信息并不是直接来自股票市场，而是来自权证市场。这一部分信息正是索普所需要的，目的是为了运用凯利所建立的系统，实现长期利润最大化。

卖空与德尔塔对冲

索普对他所研究的权证充满了激情。在他看来，他似乎已经找到了一个完美的方法，运用这个方法，可以将他之前的赌博经历用于从这个世界上最大的赌场里赚取利润。不过，这还存在着一个问题：为了完成他的计算工作，他将这些数据输到电脑里，索普自己并不能准确地解开他所建立起来的方程。但是，他有能力找到一个办法，通过使用电脑，他计算出了最后的结果。当结果出来的时候，他发现，通过购买权证并不占据优势地位。也就是说，你不可能通过出手购买权证获得盈利。按照凯利的押注系统，你不应该做任何投资。其原因就在于，这些权证都不能按照它们本来具有的价值进行交易，也就是说，它们交易的价格实在是太高了。正在做广告大肆宣传的RHM权证，其实就是毫无价值的彩票，它们出售的价格实在是太昂贵了。

如果你将投资看成是一种赌博游戏，买入股票就好比押注股票价格会上涨。同时，卖出股票就好比押注股票价格会下跌。正如之前的巴施里耶所发现的那样，索普意识到，**“真实”的股票（或者期权）价格水平应该是与股票买方获胜概率同股票卖方获胜概率相等时的价格水平一致的**。不过，在传统的交易中，两者之间不对称。你可以随时买股票，但是，你想要卖出股票，那你首先必须拥有股票。因

此，想要以股票作为赌博的筹码，你就必须先选择买入准备押注的股票。这与赌场里面的游戏是类似的：比如说，在轮盘赌游戏中，你押注某一特定的数字不会被选中。不过，这只是庄家能干的事情，最终，只有庄家才拥有长期的优先权。你想拥有这个优先权基本上是不可能的。因为没有哪个赌场会允许你在黑杰克游戏中，押注哪一轮会输一样。

然而，在投资领域，这是有可能发生的。如果你想卖出你并没有拥有的股票，你需要做的就是找到这样的一个人，他持有你想卖出的股票，不过他却并不想卖，但是他可以将这个股票借给你一段时间。于是，你就可以卖出借来的股票，但这有一个前提条件，你在随后的时间里，要将这些卖出的股票重新买回来，并且还给借你股票的人。这样一来，如果股票价格在你卖出后下跌了，你就会盈利，因为你可以用更低的价格将卖出的股票又买回来。与此同时，对借给你股票的人来说，如果他只是简单地选择一直持有股票，那么，他也并没有任何损失。这种投资活动就是我们所熟悉的卖空。具体什么时候开始有这一投资活动，我们并不是很清楚，但是，它至少应该在300多年前就出现了。因为在17世纪的英格兰，这一类型的投资活动是被禁止的。

今天，卖空已经很常见了。然而，在20世纪60年代，事实上，是在很长一段时间里，这一投资活动被认为是危险的，甚至有可能被认为是卑鄙的或者是不爱国的。卖空者被认为是公然的投机者，他们对市场的走势完全是在赌博。他们并不是通过投资促进经济增长从而获得利润。更糟糕的是，他们可以厚颜无耻地通过不利消息获得利润。这深深地伤害了其他投资者，好像他们就是落魄者一样。对卖空行为看法的改变发生在20世纪七八十年代，部分原因是因为索普等人努力的结果，还有部分原因是缘于芝加哥经济学派的兴起。正如那个时代的经济学家们所争论的那样，**卖空行为看上去很粗鲁野蛮，但它确实对社会有益：它让市场变得更加有效率**。如果只有那些持有股票的人才能够卖出股票，那么，那些知道了公司不利消息但却没有公司股票

的人，就没有办法对公司股票的市场价格产生任何影响。这就表明，公开可获得的消息并没有完全反映在股票价格里，因为那些有机会知道消息的人，并没有能力参与市场买卖活动。而允许卖空行为存在则可以避免这一情形的出现。

> 且不论它的社会影响是好是坏，卖空行为确实也会带来与之相随的风险。当你买入某只股票的时候（有些时候，我们将买入股票称之为“多头”，与此相反，我们将卖出股票称之为“空头”），你很清楚，你最多能承受的亏损是多少。股票持有人并不对公司的债务负责，因此，当你花了1000美元买入了美国电话电报公司的股票，而该公司却破产了，那么，你最大的亏损就是1000美元。然而，股票价格也可以涨到非常夸张的程度。因此，如果你选择卖空，那么，没有人能够告诉你，你最大的损失将会是多少。如果你卖空价值1000美元的美国电话电报公司股票，当你需要重新将这些卖出的股票买回并还给出借人时，你可能需要花一大笔钱才能买到你当时借到的股票数量，而这笔钱远远超过你当初卖出股票时所得到的那部分钱。

即便如此，索普还是有能力找到一个愿意执行这一交易的经纪人。这只是解决了一个问题，可以帮助我们了解如何在第一阶段运用凯利的方法。但是，即使索普能够完全无视卖空行为的社会恶名（事实上，他确实可以做到这一点），无限亏损的真实风险依然存在。不过，这个时候，索普却展现了他最有创造力的思想。他关于权证价格的分析为他提供了一种审视权证价格与股票价格两者关系的方法。通过利用这两者之间的关系，他意识到，如果你卖空权证，但是在同一时间，你又买入一些公司的股票，你就可以有效地保护自己，避免权证价值上涨带来的亏损。因为，如果权证价值上涨，按照索普的计算，股票价格也会随之上涨，这样，你就可以减少卖空权证带来的亏损。索普发现如果你对权证和股票的投资比例进行合理地分配，你就

可以获得稳定的盈利，除非天有不测风云，股票价格发生急剧的变动。

今天，这一策略被称为德尔塔对冲（Delta Hedging），而且它还衍生出其他的各种策略，包括其他的“可转换”证券（这类证券就像期权，可以转换成另外一种证券形式，比如，有些特殊的债券或者优先股，可以转换成普通股）。通过运用这些策略，索普实现了每年持续盈利20%，一直延续了大概45年的时间。直到现在，他仍然保持着这一盈利速度。2008年可能是他盈利表现最差的一年，这一年，他的盈利水平是18%。1967年，他写过一本题为《打败市场》（*Beat the Market*）的书。这本书是与加州大学欧文分校的同事一起完成的，这位同事在这方面也有过类似的研究。

戏剧性的失败

《打败市场》中所展示的观点与当时社会的实践完全不一样，显得特别的另类，一夜之间，彻底改变了华尔街。很多交易员轻易地就忽视了它，大多数读过这本书的交易者要么并不理解它，要么误解了它的重要性。但是，有一位股票经纪人读了这本书，他发现索普是一个天才，他的名字叫杰伊·里根（Jay Regan）。里根写信给索普，希望能够与他共同合作，创建一个“对冲基金”。里根愿意负责索普所讨厌的那部分工作，他自己负责销售基金，寻找和管理客户，与经纪人谈判，并且执行交易指令。索普只需要负责确定交易策略，计算出股票和其他可转换证券之间的买卖分配比例即可。索普甚至都不需要离开美国西海岸，里根很愿意从新泽西州过来负责打理各种事情的收尾工作。索普只需要留在加利福尼亚州的新港海滩（Newport Beach），建立一支由数学家、物理学家和程序员组成的团队，确定最有利的交易策略。这个主意看上去太完美了，简直不像是真的，因此，索普立即同意了。

索普和里根建立的公司一开始叫作可转换对冲合作基金（Convertible Hedge Associates）。1974年，他们将公司的名称改为普林斯顿-新港合作基金（Princeton-Newport Partners）。他们的成功来得非常迅速。在第一个完整的年度结束时，他们的投资者在扣除相关的费用后，所获得的收益率超过了13%，而同期的市场回报率仅为3.22%。同时，他们还拥有了很多让人印象深刻的早期崇拜者。最早的崇拜者之一，就是拉尔夫·吉拉德（Ralph Gerard），吉拉德是当时的加州大学欧文分校研究生院的院长。从某种意义上来说，他还是索普的领导。吉拉德继承了一大笔遗产，正在寻找投资一种新基金，因为原来为他管理个人资产的经理转投到其他项目上去了。索普所建立的基金正好满足了他的要求，不过，吉拉德在投资索普的新基金之前，他希望他所信赖的老朋友，也就是他之前的经理能够与索普见面，好好地帮他探探索普的底。索普同意会面，某一天晚上，索普和妻子薇薇安开车沿着太平洋海岸公路，行驶几公里之后，来到了原来那位经理所居住的拉古纳海滩（Laguna Beach）。此行的目的是打打桥牌和随便聊聊天，这样的话，原来的经理就可以好好地考察一下索普了。

索普得知这位东道主准备离开货币管理行业，集中精力开拓另外一个新领域：他准备重建一家历史悠久的制造业与纺织业公司。他通过替别人管理财富赚取了自己的第一笔百万财富，现在是时候将他所赚的钱发挥作用了。在会面的大多数时间里，索普和这位东道主都在讨论概率理论。他们在玩的过程中，东道主提到了一种魔术骰子，它又被称为非传递性骰子（nontransitive dice）。非传递性骰子是由三个数字都不一样的骰子组成的。它们与其他的骰子不一样之处在于：如果你掷出来的是1和2，那么2就赢了；如果掷出来的是2和3，那么3就赢了。但是，如果你掷出来的是1和3，那么1就赢了；索普是一个赌博爱好者，况且这个还与概率论相

关，所以，他对非传递性骰子很感兴趣。从那一天开始，他们俩很快就成为一对好朋友。在回新港海滩的路上，索普告诉薇薇安，他预测这位东道主在未来某一天将会成为这个世界上最富有的人。2008年，他的这一预测变成了现实。这位原来的经理就是巴菲特。在他的建议下，吉拉德将钱投给了索普的公司。

普林斯顿-新港合作基金很快就成为华尔街最成功的对冲基金之一。可是，好日子总有到头的那一天。普林斯顿-新港合作基金的终结特别具有戏剧性。1987年12月17日，约有50名的FBI、ATF和美国财政部的特工们出现在公司位于普林斯顿的办公室。特工们彻底地搜查了公司大楼，目的是寻找公司与很快就会被起诉的债券交易员迈克尔·米尔肯（Michael Milken）之间进行的一系列交易的记录和录音。名叫威廉·海尔（William Hale）的前普林斯顿-新港合作基金雇员已经向一个大陪审团证实了里根和米尔肯之间以股票虚假脱手的方式进行偷税漏税的情况。德尔塔对冲以及与此相关的策略都存在一个缺陷，那就是短期投资和长期投资所获得的利润面临的税负是不一样的。所以，当你在同一时间买入和卖出，本来可以相互抵消的盈利与亏损，在考虑税收的情况下，就无法实现互相抵消了。里根试图避免这一特殊的税收负担，他的操作方式就是通过将股票留在米尔肯公司的账上，隐瞒真实的长期头寸。虚假脱手的股票，对外宣布是卖给了米尔肯，但是里根通过签订非官方的协议，又将这些卖出的股票以事先确定的价格买了回来，而不管同一时间股票市场上的真实交易情形如何。尽管很难说这是邪恶的，但是，股票虚假买卖确实是非法的，于是，负责这起案件的鲁迪·朱利安尼（Rudy Giuliani）希望通过给普林斯顿-新港合作基金施压，能够找出更多的证据，从而将米尔肯绳之以法。

所有的迹象表明，索普对此一无所知，直到丑闻被媒体曝光，他都不知道位于东海岸的公司正在从事的非法交易。他从来没有被起诉

过，更不用说以任何罪名被逮捕。里根在风闻公司被突然搜查的时候，就已经请好了律师，并且拒绝与他的合作伙伴通话。公司在蹒跚中又度过了一年，但是此次诉讼事件已经彻底毁了公司的声誉。1989年，普林斯顿-新港合作基金宣布关门。在超过20年的时间里，公司的平均收益率高达19%（在扣除管理费之后，仍然超过了15%），这一优异表现史无前例。

在普林斯顿-新港合作基金宣布关门之后，索普休息了一段时间，然后重新组织人马，建立了爱德华-索普合作基金（Edward O. Thorp Associates），这是他自己的货币管理基金。尽管他为别人打理资金的经历很长，而且很专业，但直到今天，他依然还是用自己的资本负责基金的运行。与此同时，上百家的量化对冲基金开业（或者关门了），他们都希望能够复制普林斯顿-新港合作基金的成功。正如《华尔街日报》在1974年所报道的那样，索普成功地在货币管理行业实行了定量分析、电脑驱动的管理方法。小小的信息论竟然能够做到这一点，这不得不让人感到惊奇！

05
物理学袭击华尔街

布莱克的方法是寻找一个由股票和期权组成的无风险投资组合，然后用资本资产定价模型来论证这个投资组合可以获得无风险收益。如今，布莱克这种用股票和期权创建一个无风险资产组合的策略被称为动态套期保值策略。布莱克创立了投资银行学的一门重要的分支学科量化金融学，这门学科有着深厚的物理学基础。由此，布莱克在华尔街的金融土壤中播撒下了物理学的种子。

1961年2月，费希尔·布莱克（Fischer Black）的博士生导师安瑟尼·欧廷格（Anthony Oettinger）给哈佛大学高等学位委员会写了一封信，信上说：“本人有理由对布莱克的学习方法提出质疑，但是鉴于我对他所具备的能力和独立进行研究的渴望的认可，我建议对他多加关注，以免这个年轻人误入歧途。”两个月后，欧廷格亲自主持了一场面试，来确定布莱克是不是已经为进入博士论文写作阶段做好了准备。虽然布莱克顺利通过了这场面试，但是，还有一个附加条件，即他必须在1962年1月底之前提交一份简洁明了、条理清晰的论文提纲。这件事过去还不到一个星期的时间，布莱克就因为参加在哈佛广场的一场学生暴动而被捕入狱。当哈佛的一位校长亲自出面为他请求保释时，布莱克却表现出一副顽固不化、不知悔改的样子。他毫不领情地责骂警察局，责怪校方，甚至对他的导师出言不逊。1962年的1月就这样到来然后又过去了，布莱克的毕业论文还是只字未动、毫无进展。于是，他被告知，从此以后他再也不能跨进哈佛的大门了。

如今，布莱克是金融学发展历史上最著名的人物之一。他最重要的贡献，就是发明了布莱克-斯科尔斯期权定价模型（Black-Scholes

Model of Option Pricing），有时也叫作布莱克-斯科尔斯-默顿期权定价模型（Black-Scholes-Merton Model of Option Pricing）。这一模型如今仍然是检验其他金融衍生工具模型的标准。1997年，布莱克的两位学术研究伙伴迈伦·斯科尔斯（MyronScholes）和罗伯特·默顿（Robert Merton）因为布莱克-斯科尔斯期权定价模型而被授予了诺贝尔经济学奖。然而，布莱克却与诺贝尔奖擦肩而过，他在1995年与世长辞，因此，不符合诺贝尔奖的评奖标准（诺贝尔奖从来不授予逝者）。但是诺贝尔奖委员会却破天荒地在颁奖声明中肯定了布莱克对经济学发展做出的巨大贡献。每隔两年，美国金融协会都会向40岁以下的、最优秀的金融学家颁发费希尔·布莱克奖（Fischer Black Prize），以表彰其研究“最好地继承了布莱克在与应用金融学相关的原创研究方面的衣钵”。麻省理工学院的斯隆管理学院为纪念布莱克，专门设立了一项金融经济学方面的捐款。直到今天，这个捐赠清单还在不断延伸，延伸……

物理学在金融学领域的运用有着漫长的历史，在这个过程中，布莱克可以被看作是一个过渡性人物。他接受了严格的物理学训练，却始终没能成为一个成功的物理学家。究其原因，在很大程度上是因为他的涉猎面过于宽泛，而又从未把研究重心放在物理学上。尽管他是一个非常成功的经济学家，然而，这段成功的事业却转瞬即逝。很快，他厌倦了那些让他名声大噪的项目，转而投身于研究那些更具争议性的新课题。不过，这些特殊的品质却使他能够在长期的等待中耐得住寂寞。作为一个物理学家，他有足够的能力来领悟巴施里耶以及奥斯本这类人物的真知灼见，并将它们发扬光大。同时，他也是一名合格的经济学家，能够运用经济学家们所熟悉的语言来阐述他的学术发现。

在这个方面，他和萨缪尔森非常相似，尽管他从未像萨缪尔森那样在学术界星光熠熠。但与萨缪尔森不同的是，布莱克能够向投资者以及华尔街的银行家们解释从物理学中衍

生出来的新观点如何被应用到金融活动中。索普是第一个找到运用巴施里耶和奥斯本的随机游走理论实现盈利途径的人，但是，他选择的是一条非学术的道路，他通过普林斯顿-新港合作基金把他的研究成果付诸实践。与此相反，布莱克所做的是创立了投资银行学的一门重要的分支学科量化金融学，这门学科有着深厚的物理学基础。由此，布莱克在华尔街的金融土壤中播撒下了物理学的种子。

不断转系的奇葩

1955年，布莱克第一次跨进哈佛大学的校门，那年他17岁。如果有人问他，为什么申请哈佛大学而不是其他的学校，他回答说，因为他喜欢唱歌，而哈佛大学正好有一个很棒的合唱团。自打一开始，布莱克就打算在学术研究上走自己的路，而不管别人说什么。他拒绝完成规定的作业，只在那些他自己感兴趣的题目撰写论文。修读了几个学期的基础课程之后，他决定注册研究生课程。他选择了一个叫作“社会关系学”的跨学科专业，这门学科结合了多种社会科学研究方法。然后，他立即开始把自己作为实验对象进行试验。例如，他将自己的睡眠模式调整成在四个小时清醒、四个小时睡眠之间不停地转换，并一五一十地记录下自己身体的相关反应。他还开始尝试包括各种致幻药在内的药品，并记录下服用这些药品导致的结果。他的朋友绝大多数都是他的研究生同学。

等到了大学三年级的时候，布莱克开始重新考虑自己的专业选择。尽管社会关系学十分有趣，但是布莱克真正向往的是从事研究工作。与奥斯本和索普一样，布莱克是个天生的科学家，他不断地进行实验研究，并且想出各种有待检验的理论。然而，无论如何，他也无法想象出社会关系学能怎样帮助他找到这样一份他想做的工作。因此，他转向了严谨的科学，在化学和生物之间摇摆了一阵之后，他最

终选择了物理学。他想从事基础理论研究，所以，在第二年，他申请了研究生院的理论物理博士专业。再一次，他只报考了哈佛大学。结果布莱克获得国家科学基金会荣誉研究生奖学金，并收到了哈佛大学的录取通知书。1959年秋天，布莱克以一名物理学研究人员的身份，正式开始了在研究生院的学习。

然而，在布莱克即将完成第一年学习的时候，他的关注点又开始飘忽不定了。在第一年的学习过程中，他仅仅选择了一门物理课程，除此之外，他把时间都花在了电子工程学、哲学和数学上。他对任何事物都有那么点儿兴趣，但兴趣却很难持续下去，没法长时间地将注意力集中在一件事上。几星期之后，布莱克就转系了，由理论物理学转到数学；在接下来的一个春季学期中，他将所有的精力投入学习一门由麻省理工学院马文·明斯基（Marvin Minsky）教授讲授的名叫“人工智能”的课程上；到1960年秋天，他又回去念社会科学了，修读了两门心理学课程。

不能说布莱克在学习上表现不佳，但他的行为方式的确与常人有所不同。一方面，在有些课程上，他几乎是勉勉强强才通过的，其中包括一门心理学课程。第二年，他的一门心理学课程亮了红灯，原因是这门课强调的是“行为主义”方法，而布莱克自认为与自己的立场更加契合的是更新颖、更时髦的“认知主义”学派。但他绝对拥有哈佛大学里数一数二、绝顶聪明的大脑。他在研究生院学习的第一年里参加了一个公开的竞赛，成功解决了一位数学教授给学生们布置的、极具挑战性的难题，为自己赢得了一份奖学金。因此，他的能力应该是毋庸置疑的。但是，欧廷格的担忧也是显而易见的：布莱克在研究生院学习期间，对一个专业的专注程度并没有比他在念本科的时候好到哪里去。如果要说有什么区别的话，就是他从一门学科转到另一门学科的速度甚至比以前大大加快了。布莱克打心眼儿里觉得自己只是好奇心太强，并且不愿意被某些旧学派的规则搞得束手束脚。那些既定的规则，死板地规定了什么才是规范的学术研究。即使这种充满反

抗精神的行为意味着他可能被赶出哈佛大学校门，但布莱克还是我行我素。

布莱克与资本资产定价模型

最后，布莱克还是拿到了应用数学的博士学位。但是，这个过程充满了戏剧性。当哈佛大学勒令他离开时，他在BBN公司（Bolt, Beranek and Newman）找到了一份工作，这是一家位于坎布里奇的高科技咨询公司。BBN公司雇用布莱克主要是看中了他的计算机技能。

> 布莱克在那里负责的大部分工作都和一项由图书资源委员会资助的计算机数据修复系统有关。项目的部分工作就是要求布莱克写一个能够用正式的逻辑语言来回答简单问题的程序。运行该程序时，如果你输入一个问题，例如“罗马尼亚的首都是哪里？”时，计算机程序就会自动在自身数据库中储存的信息列表中搜索出答案。这个项目的主要目标就是让计算机能够简洁地回答问题，并尝试判断提问的人可能提出的后续问题。布莱克的工作代表了计算机语言领域中一项十分重要的早期成果，即人们试图去实现让计算机理解并输出自然语言。

布莱克在BBN工作的消息很快传遍了整个坎布里奇。1963年，明斯基听说了布莱克的问题解答系统。这着实令明斯基印象深刻，并且深深地影响了他。因此，他决定为布莱克的学术研究负责，并且为布莱克在哈佛大学找了一个新的正式导师帕特里克·费雪（Patrick Fischer）。第二年，布莱克把他的项目写成了一篇有关推断性问题解答系统的毕业论文，并且在1964年6月成功地通过了毕业论文答辩。

这一次，布莱克在这段学术经历中确实表现得足够敬业，至少，他在这上面花了不少心血。布莱克投入了足够长的时间来准备这篇论

文，但这并不意味着他会因此把接下来的整个学术生涯投到人工智能的研究中去。他考虑是不是可以当个作家，创作一些非虚构类的作品，或者从事和计算机有关的生意。他还琢磨着去申请一份博士后奖学金，因为这样一来，他就可以继续留在哈佛大学，研究一门科技与社会学交叉的学科。这是一门在第二次世界大战后的科技浪潮刺激下兴起的学科。但最终的事实证明，布莱克考虑过的这些可能性一个也没有实现。毕业后，布莱克又回到了咨询的老本行。至少在这个领域，他可以接手各种各样的项目，并且他早就意识到，解决实际问题对他来说更加得心应手。

布莱克并没有回到BBN公司，而是去了一家叫作利特尔（Athur D.Little Inc, ADL）的本地公司。他在这家公司的运营研究部门谋求到了一个职位，一开始，布莱克主要负责与计算机相关的各种问题。

> 举个例子，大都会人寿保险公司（MetLife）有一套非常先进的计算机，但是，这家公司仍然觉得这套计算机无法满足他们的需求。于是，大都会公司聘请利特尔公司来判断是不是需要另外添置一套计算机。布莱克和另外两个同事发现，问题并非出在计算机本身，因为计算机在日常运作中实际上只使用了50%的负荷工作，问题其实出在计算机存储数据的方式上：它在处理日常任务时，仅仅使用了8台驱动器，而不是全部的30台。因此，布莱克和他的团队研究出了一个优化队列任务的解决方案，它可以实现让所有具备负载能力的驱动器都执行任务。

布莱克为利特尔公司整整工作了5年。这段经历，真真切切地改变了他的人生。刚来到这家公司的时候，他还只是一个彻头彻尾的运营研究和计算机科技人员。虽然他有异常广泛的兴趣爱好，但金融学却不在其中。到1969年，当他离开这家公司的时候，布莱克已建立了布莱克-斯科尔斯期权定价模型的研究基础。他发现，至少在一些比较激

进的圈子里，已经出现了一些积极进取的金融经济学家的身影。布莱克离开利特尔公司后，富国银行（Well Fargo）立即聘请他来开发一项交易策略。

布莱克的转型发生在来到利特尔公司工作不久，那时，他遇到了一个比他年龄稍大的运营研究部门成员，名字叫杰克·特雷诺（Jack Treynor）。特雷诺曾在海沃福德学院攻读物理学学士学位，但他觉得这个学校的物理系不够理想，于是转到了数学系。本科毕业后，他就读于哈佛商学院，并在1956年加入了利特尔公司，比布莱克到利特尔公司工作早了整整10年。特雷诺和布莱克在利特尔公司并没有共事多长时间，1966年，特雷诺被美林证券挖走。但是这两个热衷于实际应用的数学家一见如故，很快成了好朋友。布莱克非常欣赏特雷诺的思维方式，很快，他对特雷诺的研究也产生了浓厚的兴趣。特雷诺主要研究的是风险管理、对冲基金绩效表现以及资产价值评估。尽管特雷诺同样也没有接受过正规的金融学教育，但他在哈佛商学院学习的过程中受到的训练使他具备了解决一系列相关问题的能力。他在利特尔公司的许多工作，都是完成一些金融机构的委托项目。同时，特雷诺有时也因为被客户所面临的问题所激发，去参加一些偏向金融理论研究的项目，来寻找解决问题的方法。

布莱克刚到利特尔公司的时候，特雷诺已经建立了一种理解风险、概率和预期收益三者之间关系的新方式，也就是我们今天所熟知的资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）。**资本资产定价模型的基本观点是：价格是可以通过风险来确定的**。在这里，风险指的是不确定性，或者说波动性。有些类型的资产基本上是无风险的，比如美国政府债券。但是，它们仍然有一个确定的收益率，所以，如果你投资的是美国政府债券，你一定能够获得稳定的利息收入。不过，绝大多数的投资都是有风险的。特雷诺发现，除非这些风险投资至少从平均水平来说，能带来高于无风险利率的收益率，否则，你把钱投到这些风险投资中都是不明智的。特雷诺将这些额外

的收益称为风险溢价（risk premium），因为它代表了投资者在购买风险资产时所要求的额外收益。资本资产定价模型通过风险溢价的成本收益分析，将风险和收益联系起来。

当布莱克看到资本资产定价模型的时候，他立即被迷住了。他发现这个不确定性和利润之间的关系深深地让人信服。资本资产定价模型是一个包罗万象的理论。它以一种极其抽象的方式，描述了风险在投资者做出理性选择时扮演的角色。在后来的职业生涯中，布莱克指出资本资产定价模型中有一个尤为吸引他的特点，用他自己的话来说就是均衡理论（equilibrium theory）。布莱克在1987年的时候写道：**“吸引我去研究金融和经济理论的就是均衡理论。”**资本资产定价模型是一种均衡理论，因为它将经济价值描述成风险和回报之间的一种自然平衡。作为一个物理学家，布莱克的内心对“这个世界始终处在一种动态平衡”的观点深信不疑。在物理学中，你经常会发现，复杂的系统会在微小的变化中处于稳定状态。我们把这种稳定状态叫作均衡状态，这种状态代表着一种在不同影响因素相互制衡下达到的平衡。

布莱克开始学习一切特雷诺所知道的金融知识，所以当特雷诺离开利特尔公司的时候，此刻，正好距离他们初次见面有一年之久，布莱克自然而然地成为接替特雷诺在金融咨询小组中工作的最佳人选。同时，他需要进一步对资本资产定价模型进行完善。资本资产定价模型为布莱克之后几乎所有的研究工作奠定了基础。

硕果累累的丰收

如果说是特雷诺引发了布莱克由物理学家向金融经济学家的转变，那么，斯科尔斯则将布莱克转型后的事业带到了硕果累累的丰收季节。1968年9月，斯科尔斯来到了坎布里奇市，当时他刚刚拿到芝加哥大学的博士学位。斯科尔斯在芝加哥大学研究生院学习时的一位伙

伴迈克尔·詹森（Michael Jensen）建议斯科尔斯去见见布莱克，因为他觉得这个人是个“有趣的家伙”。斯科尔斯来到坎布里奇市不久后就给布莱克打了个电话。他们俩都是年轻人：斯科尔斯刚过27岁，而布莱克正值而立之年。他们谁也没有特别的成就，尽管斯科尔斯不久前刚被任命为麻省理工学院的一名助理教授，这一点似乎意味着他将前途无量。他们相约在橡树公园校区那有着浅褐色外墙的咖啡厅里共进午餐，利特尔公司正坐落于这个美丽的校园。几乎没有人能想象到，当时两个默默无闻的年轻人，在学校餐厅共享午餐的这一时刻，竟成为了一个见证历史的时刻。并且，布莱克和斯科尔斯的第一次会面开启了一段伟大的友谊，它使整个金融界从此之后发生了翻天覆地的变化。

> 布莱克和斯科尔斯就像是地球的两极。布莱克十分安静，甚至有些羞涩；而斯科尔斯外向开朗，甚至有些鲁莽。布莱克对应用方面的研究非常感兴趣，但他有一个理论性极强并且善于抽象思维的大脑，与此同时，斯科尔斯则已经完成了一篇进行大量实证研究的论文，分析了大量的数据以检验有效市场假说。此时，这个假说已经上升到了古典经济学核心理论的高度。我们无法想象他们之间的第一次对话是怎样的，但是，两颗心灵之间确实是碰撞出智慧的火花。随后，他们又见面了，接下来，是一次又一次的见面。不久之后，俩人之间就建立起终生友谊与学术伙伴的坚实基础。

斯科尔斯邀请布莱克参加麻省理工学院每周举行的金融研讨会，这是布莱克第一次全面地参与到金融学术研究中去。不久之后，富国银行找到斯科尔斯，为他提供了一份有关咨询规划的工作。这份工作的职责是帮助银行将一些刚刚在学术界崭露头角的新颖观点应用在实际工作中，比如资本资产定价模型。斯科尔斯觉得自己没有足够的时间独自完成这项工作，但他知道有一个人一定会是这个工作的最佳人选。他联系了布莱克，布莱克二话不说，就点头答应了。1969年3月，

距离他们在利特尔公司的初次见面过去差不多6个月之后，布莱克辞去了利特尔公司的工作，并创立了自己的公司。他开了一家新的咨询公司，名为金融联合会（Associates in Finance），而富国银行是其最大的客户。布莱克和斯科尔斯开始全心全意地投入工作中，试图为富国银行设计出一种先进的投资策略。

大概就在这段时间，布莱克开始考虑如何将资本资产定价模型的应用范围推广到不同种类的资产以及投资组合上。比如，他尝试用资本资产定价模型来解决在人的一生中投资分配的问题。你需要按照有些人所建议的那样，随着年龄的增长调整所面临的风险吗？布莱克的答案是否定的：**就如同在一个特定的时间点，你需要将自己的股票投资进行多元化配置一样，你也会将自己的投资分散地配置到人生的不同阶段，以尽可能地减少任何一个坏运气带来的影响。**如何用资本资产定价模型来为期权定价也是在这个时期布莱克试图解答的问题之一。当1969年的夏天来临之际，布莱克已经取得了一些进展，他推导出了最终演变成布莱克-斯科尔斯方程的基础关系。

其中，最基本的观点是：在任何一种情况下，我们都能够建立一种完全不存在风险的投资组合，它包含了一只股票以及这只股票的期权。如果你觉得这听起来非常熟悉，那是因为这个观点和索普的德尔塔对冲策略极其相似。索普也发现了，如果期权价格与作为基础资产的股票价格相关，那么，你就可以联合使用股票和期权来控制风险。两者之间的不同点在于，索普德尔塔对冲策略的目标是，在假设作为基础资产的股票的价格不会发生大幅度变化的情况下，保证投资者会获得稳定的收益。这种方法虽然对风险进行了控制，但是它无法完全消除风险。实际上，如果资本资产定价模型的推理是正确的，你不能做到在消除风险的同时仍然获得显著的收益。而布莱克的方法是寻找一个由股票和期权组成的无风险投资组合，然后用资本资产定价模型来论证这个投资组合可以获得无风险收益。如今，布莱克这种用股票

和期权创建一个无风险投资组合的策略被称为动态套期保值策略（dynamic hedging）。

布莱克曾读过库特勒关于市场随机性的论文集，他十分熟悉巴施里耶和奥斯本关于随机游走假说的研究。因此，他能够建立模型来模拟基础资产股票的价格是如何随着时间的变化而变化的。鉴于他已经找到的期权与股票之间的关系，反过来，这使得他能够弄明白期权的价格将如何随着时间变化而变化的。一旦布莱克发现了股票价格、相应的期权价格以及无风险利率这三者之间的本质联系，接下来，仅仅需要几步代数运算，把股票的风险溢价和期权的风险溢价联系起来，就可以推导出计算期权价格的公式。但此刻，他却卡在了这个数学问题上。他推导出的这个公式是一个复杂的分式，这个方程所描述的是期权价格变化的速度和股票价格变化的速度之间的关系。尽管布莱克受到过良好的物理学和数学训练，但是，他所具备的数学知识还是不足以帮助他解决这个问题。

经过了几个月的苦苦挣扎，布莱克选择了放弃。他没有向任何一个人透露过有关期权的这个问题，以及他得到的不完整的答案。直到1969年的年末，斯科尔斯向他提起自己在麻省理工学院的一个研究生对期权定价很感兴趣。斯科尔斯开始怀疑是不是可以用资本资产定价模型来解决这个问题时，布莱克拉开了他的办公桌抽屉，从里面抽出一张纸，上面写着的正是那个重要的公式。从那时起，两人就开始为破解这个难题同心协力、并肩作战。1970年的夏天，他们终于攻克了这个难题。当年7月，布莱克－斯科尔斯公式在斯科尔斯牵头组织的一次学术会议上首次登台亮相，这次会议由富国银行赞助承办。与此同时，斯科尔斯在麻省理工学院的一个新同事默顿也得到了相同的微分方程以及相同的答案，虽然他的研究起点和布莱克以及斯科尔斯截然不同。默顿本身是个训练有素的工程师，后来，他却选择了进一步攻读经济学博士学位。由于这两种不同的方法给出的答案是一致的，布莱克、斯科尔斯和默顿坚信他们正在进行一项伟大的事业。

布莱克－斯科尔斯公式

布莱克和斯科尔斯在攻克这个难题后不久，就向《政治经济学杂志》（*Journal of Political Economy*）提交了他们的论文。这本杂志是该领域中最权威的出版物之一。这篇论文没过多久就被“枪毙”了，并且杂志社没有给出一丁点儿的理由。由此可见，它甚至压根儿就没有被认真审核过。布莱克和斯科尔斯又尝试了一次，他们把稿子投给了《经济学与统计学评论》（*Review of Economics and Statistics*）。稿子再一次被迅速地退了回来，而且依然没有人告诉他们这篇论文的问题到底出在哪里。幸亏当时默顿推迟了将他发现的另一种方法投稿发表的计划，这样布莱克和斯科尔斯的发现才得到了公正合理的评价。

虽然布莱克和斯科尔斯在早期遇到了许许多多的挫折，但是，他们注定不会长年累月地待在默默无闻的苦行僧队伍中。他们备受学术界、金融界以及政治界各种权威力量的青睐。一些当时在学术界非常有发言权的大佬们也乐意出手干预此事。当他们的论文再次遭到拒绝时，芝加哥大学的两位教授，尤金·法玛和默顿·米勒（Merton Miller）敦促《政治经济学杂志》重新审核这篇论文。这两位教授都是当时最具影响力的经济学家，也是正在兴起的芝加哥学派的领军人物。1971年8月，杂志社终于决定同意将这篇论文“修改后予以发表”。

同时，布莱克也引起了芝加哥大学的注意。那里的经济学家们对他和斯科尔斯对期权问题的研究成果以及他们在富国银行论坛上的表现都非常熟悉，布莱克在那次会议上的一举一动都被他们看在眼里。几年之前，也就是在1967年的时候，布莱克曾跟着特雷诺来到芝加哥，目的是向一群学术界的前辈们展示他们的共同研究成果。芝加哥的经济学家们不需要时髦的杂志来帮助他们鉴别年轻有为的学者，他们只有

在亲眼所见之后，才会承认某个学者是不是天才，显然，布莱克是个天才。因此，在1971年5月，他们为布莱克提供了一份工作。此时此刻，距离布莱克离开研究生院已经有7个年头了，他仅仅发表了4篇论文，并且只有两篇和金融相关。他虽然拥有一个博士学位，但完全在另一个不相干的领域。然而，这些都无足挂齿，芝加哥大学铁了心要布莱克前去报到。

在芝加哥大学工作并不是因为布莱克的研究多么重要，而是另有玄机。那里的教员们多多少少知道一些内部消息：期权将会成为一个重大研究课题。因此，一个可以让投资者用来给期权定价的公式将是研究的重中之重。以芝加哥为中心，美国以及全球的两大政策变革也正在研究中，很快，它们将会在金融衍生品领域引发一场翻天覆地的革命。将布莱克这样的人物搜罗到自己的旗下，一定会有助于研究的深入。

第一个重要的变革发生在1971年10月14日，当时距离布莱克来到芝加哥仅仅几个星期的时间。美国证监会（SEC）批准了芝加哥期权交易所（CBOE）开张，它成了美国历史上第一个期权交易所。期权在美国存在大约有几百年时间，至少从19世纪中期就开始出现了，但它通常是以权证的方式出现的。但是，在此之前，期权从未在公开市场上进行过交易。芝加哥的经济学家们花了数年的时间鼓动美国证监会为期权公开交易扫除障碍，终于，1969年，它们说服了芝加哥期货交易所（CBOT）成立一个委员会来讨论实现这个目标的可能性。这个委员会的主席是詹姆斯·洛里（James Lorie），他当时是芝加哥大学商学院的一名教员。后来洛里和米勒两人在撰写一份有关期权交易的公众影响力的报告中起到了关键作用，这份报告后来成为了芝加哥期货交易所在1971年3月提交给美国证监会的一份提案的重要组成部分。

建立芝加哥期权交易所的提议和布莱克-斯科尔斯模型的论文都各自在酝酿成熟之中；两年之后，芝加哥期权交易所正式开张交易，又过了一个月，有关布莱克-斯科尔斯模型的文章也发表了。芝加哥期权交易所开张的首个交易日，有以16只股票为基础资产的900个品种的期权在公开交易。紧接着，交易量以一种令人目瞪口呆的速度不断攀升：1973年一年，就有100万个品种的期权上市交易，到1974年10月，期权交易所就出现了单日期权交易数量多达4万笔，常规交易量超过3万笔的景象。不到10年，这个数字就会突破50万笔。并且，其他交易所的竞争也接踵而来：打头阵的是美国股票交易所，它宣布即将开始进行期货交易，接着是宾夕法尼亚及太平洋股票交易所。1977年1月，欧洲期权交易所紧随其步伐，在荷兰阿姆斯特丹成立，它所模仿的是芝加哥期权交易所的形式。顷刻之间，期权交易成了炙手可热的大买卖，至少在最初的时候，投资者们都如饥似渴地拼命学习一切有关这种新出现的金融工具的知识，唯恐落在别人后面。至少在金融界，斯科尔斯、布莱克以及默顿一下子成了家喻户晓的名字。

第二个利好的政策改革发生在布莱克的事业开始受到关注的时候，它几乎和芝加哥期权交易所的建立同时发生，尽管它对布莱克的影响在很久之后才显现出来。再一次，富有影响力的芝加哥大学的经济学家们成为促成变革的幕后推手，这里尤其要提到著名的货币主义经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的贡献。1968年，尼克松当选为美国总统，弗里德曼给他写了一封信，建议他马上废除布雷顿森林体系（Bretton Woods System）。布雷顿森林是新罕布什尔州一个小镇的名字。1944年7月，在布雷顿森林举行的一次会议上建立了一种全新的货币体系，它是第二次世界大战结束时签署生效的一个货币协议。布雷顿森林会议还建立了国际货币基金组织和国际复兴与

开发银行，后者目前是世界银行的一部分。对我们的故事来说，更重要的是，在布雷顿森林体系下，主要的世界货币实行与美元挂钩的固定汇率，最终与黄金挂钩。因为至少对外国政府来说，美元可以自由地兑换成黄金。这种制度下各国的汇率几乎不会发生变化，并且汇率的调整通常需要经过一个长时间的政治外交博弈过程。

但是，当1968年弗里德曼给尼克松总统写信的时候，布雷顿森林体系已经开始出现了瓦解的迹象。最核心的问题其实非常简单，即世界黄金储备不足以应付第二次世界大战后的国际贸易交易。尽管美国掌握了世界上大部分的黄金供给，但是，黄金仍旧在公开市场上进行交易。在那里，它的价格会上下波动。只要美国和它的盟国能将黄金价格控制到与布雷顿森林体系的黄金价格一致，那么一切就相安无事。但是由于黄金天生具有一种需求不断增长和供给量有限的特性，因此，一旦世界黄金价格上升得太高，当外国政府试图通过购买美国的黄金，同时在市场上公开抛售以赚取差价来解决债务问题时，布雷顿森林体系就会自动瓦解，这时美元就会有被“挤兑”的危险（或者说投资者有将美元兑换成黄金的冲动）。1967年年底，这种“挤兑”真的发生了，这件事促使弗里德曼写了那封信。对于弗里德曼这样的思想家来说，布雷顿森林体系从一开始起就存在设计上的瑕疵：让各国政府都设定一个固定汇率其本身就是难以实现的。汇率和其他任何事物一样，它原本就应该由市场自由决定。

一开始，尼克松根本听不进弗里德曼的建议，但1971年，美国在越南战争中不断扩大的战争支出加剧了美国的债务规模，于是，尼克松开始意识到这封信的意义所在。起初，联邦德国和日本宣布退出布雷顿森林体系，从此以后，它们的货币不再和美元保持平价。与其坐以待毙、等待整个世界经济瓦解，不如自己主动出手。于是，尼克松总统给了布雷顿森林体系致命的一击，他宣布停止美元和黄金的兑

换。在接下来的几年里，汇率制度由固定汇率制度改成浮动汇率制度，一种货币的相对价格由市场决定的体系就此形成。

此时，在芝加哥，另一个20世纪初期从芝加哥期货交易所中拆分出来的期货交易所，即芝加哥商品交易所（CME）主席里奥·梅勒姆（Leo Melamed）看到了国际财政政策同样存在很大的不确定性。从弗里德曼那里得到一些启示后，梅勒姆在1972年5月发起成立了一个归他本人所有的期货交易所，叫作国际货币市场（International Monetary Market, IMM），用来供投资者进行国外货币的期货合约交易。只要布雷顿森林体系继续存在，货币期货交易就不那么有意思，因为那样，货币价格的变化只能通过一个复杂并且公开化的过程才能实现。

> 但是，如果汇率一旦可以自由浮动并且由市场交易来确定，期货市场的重要性就体现出来了。最重要的是，如果这样的话，各类公司（尤其是银行）可以用货币期货来保护自己，以免受到不可预期的货币价值变化的影响。假设一家美国公司和一家英国公司签署了一份关于将一批牛仔靴运往英国的协议，产生的费用以英镑结算。这个协议在一个特定的日子签署，但货款要一直等到靴子运到了英国之后才给予支付。在此期间，英镑的价值会发生变化，于是，美国公司以美元计算的利润就有可能低于合同签订时的价值。为了避免受到这种变化的影响，美国公司就会以它在货物抵达时的价格卖出这个期货合约，从而有效地消除不可预期的货币价格变化所带来的风险。

布莱克-斯科尔斯公式对国际货币市场来说有什么作用呢？乍看之下似乎毫不相干。但在几年之内，在国际货币市场交易的期货已经大大地扩展起来了，包括了新的以货币为基础资产的金融衍生品，期权也是其中的一种。由于货币风险存在于任何一笔国际贸易交易中，并

且是其中一个重要的组成部分，货币金融衍生品很快就在国际经济中发挥了不可或缺的关键性作用。如同在芝加哥期权交易所一样，布莱克-斯科尔斯模型再次成为日常交易中一个必不可少的部分。更重要的是，布莱克和斯科尔斯同时也提出了一种方法，为其他金融衍生品建立模型提供进一步的支持。很快，当人们开始寻找新的方法来保护自己免受货币风险的影响时，布莱克-斯科尔斯模型在国际货币市场的重要性就与日俱增。在国际货币市场和芝加哥期权交易所，布莱克和斯科尔斯找到了一个可以完美利用他们新观点的领域。

一般均衡理论是“夹心饼干”？

布莱克、斯科尔斯以及默顿发现的期权定价公式和索普在1965年推导出来的给权证定价的研究方法是一致的。尽管索普的方法需要使用一个电脑程序来计算期权的价格，而不是那个以布莱克、斯科尔斯以及默顿的名字命名的显式方程。然而，这两种方法的逻辑基础是完全不一样的。索普的论证过程是基于巴施里耶的思想：他认为一个期权的合理价格应该是该期权能被描述成一个公平投注过程时的价格。基于这个理论，索普假设股票价格符合对数正态分布（正如奥斯本所描述的），由此得出期权所应该具有的价格。当索普找到一种计算期权“真实价格”的方法后，它进一步研究得出了执行德尔塔对冲时，需要的股票以及期权的比例分配结构。

然而，布莱克和斯科尔斯则是从截然相反的方向来研究这个问题的。他们以对冲策略作为起点，观察到一种现象，即总是存在一种方法能构建一个由股票和期权组成的无风险投资组合。然后根据资本资产定价模型，他们得出这个投资组合能获得的预期收益率，这是一个无风险的收益率。然后他们根据这个收益率倒推，要实现这个无风险收益率时，期权价格和基础资产股票的关系应该是怎样的。

这个区别看起来似乎无关紧要，毕竟，这两种理论是通过两种不同的途径构建出相同的期权价格模型的。但在实际应用中，这个区别显得十分关键。原因是布莱克-斯科尔斯方法的基本观点动态套期保值策略为投资银行带来了一种他们研发期权品种所需要的工具。假设你经营一家银行，并且着手准备将期权产品出售给客户。也就是说，你需要用事先确定的价格向客户出售一种买进或者卖出一只特定股票的权利。理想的情况是，你自己并不准备下一个有风险的赌注，毕竟你的利润来自于向客户销售金融产品所获得的佣金，而不是参与投资活动获取的利润。实际上，这意味着当一家银行出售一个期权产品时，它所期望的是能找到一个办法，用来冲抵作为基础资产的股票可能会升值的概率。此时，假如期权没有升值，投资者也不会蒙受损失。布莱克和斯科尔斯的动态套期保值策略恰恰能够帮助银行实现这个愿景：使用布莱克－斯科尔斯模型，他们能够做到在没有任何风险的情况下卖出期权，同时买入其他资产。至少从理论上说，这是可以实现的。这样一来，期权就成了一种可以被银行设计和卖出的金融产品。

布莱克在芝加哥大学待到了1975年，直到麻省理工学院把他挖回坎布里奇。几年来，学术研究似乎成了布莱克最完美的归宿。他可以随心所欲地研究任何他喜欢的东西，至少在期权最初登陆交易所的黄金年代里，他似乎做什么都错不了。他是一个高高在上的学术明星，受人尊敬并且行动自由。但他的私人生活可谓是一场不断升级的灾难：他的第二任妻子米米（Mimi），恨透了他们在芝加哥的生活，这也是他们决定搬回坎布里奇的一个重要原因，住在那里离他妻子的家人更近一些。但是把家搬到东部对他的婚姻生活来说，并没有带来太大的帮助。在家里，布莱克的行为变得越来越孤僻。他把更多的精力投入工作，并且开始转向新的研究领域。

他开始研究如何将资本资产定价模型用来解释经济周期：为什么在一个理性的世界里，经济会在一段时间内呈增长趋势，接着又会在一段时间内紧缩？这使他接触到了一个新的宏观经济学理论，他把这个理论称为“一般均衡”理论。他同时发动了一场反对会计行业的运动，因为在他的心目中，会计学的发展呈现出倒退的趋势，而且对投资者来说，会计是没有任何帮助的。

但他在其他领域的这些研究几乎无法得到认可。布莱克那些关于期权研究的论文和随后一系列在此基础之上发展起来的、关于金融衍生品和金融市场的论文似乎已经耗尽了他的时运。尤其是他对宏观经济学的研究是如此的生不逢时。20世纪七八十年代的经济学家们还深深地沉浸在对经济监管和货币政策无休无止的论战中。参与论战的一方是芝加哥学派；另一方是主张政府应当对经济进行干预的凯恩斯学派。一般均衡理论则另辟蹊径，硬生生地开辟出了一条中间道路。布莱克发现自己成了“夹心饼干”，被两派同时攻击，然后又被撇在一边，无人问津。没有一个人愿意将他的论文发表。他的同事们开始把他当作一个毫不相干的人。在不到10年的时间里，他从一个局外人变成了神坛上的偶像，然后又从偶像变回了局外人。20世纪80年代初，布莱克深感自己已经厌倦了学术研究，他考虑就此全身而退。

1983年12月，布莱克的亲密学术伙伴默顿正在投资银行高盛从事咨询工作，默顿在高盛的工作性质与布莱克和斯科尔斯于1970年为富国银行的工作性质十分相似：即试图实现学术界的新观点在实际工作中的应用。身负重任的默顿向时任股权投资部门的领导罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）提议，高盛应该雇用一个高层次的理论家作为自己的学术研究人员，来将新的学术观点渗透到公司的文化中去。鲁宾接受了这一建议，于是默顿回到麻省理工学院，绞尽脑汁地在已经毕业的学生中寻找能够胜任这个职位的合适人选。默顿向布莱克寻求建议，这回，布莱克给出了一个令人惊讶的答案：他本人想要得到这份工作。3个月后，布莱克离开学术界，前往高盛去承担一份新的工作，

也就是在股权部门组成一个量化策略研究小组。由此，布莱克成了最早的宽客。宽客是投资银行业中的一群新新人类，他们具备扎实的数量分析基础以及科学研究背景，他们既热衷于知识创新，又胸怀干大事业的雄心壮志。从此之后，华尔街进入了一个面貌一新的时代。

物理学的“过山车”

1957年10月4日，苏联发射的第一颗人造地球卫星“斯普特尼克”号（Sputnik）进入了地球预定轨道。美国因此大惊失色，总统艾森豪威尔立即下令要求尚未准备妥当的美国空间研究项目组筹备发射自己的卫星。卫星发射的日期定在12月6日。这个事件通过卫星向全美国转播，美国科学家企图证明美国拥有和苏联相当的实力。当美国的宇宙飞船在发射台上准备点火时，成千上万的美国观众打开电视机准备观看这个将让全国引以为傲的时刻。飞船缓缓升空，离开地面大约1.2米高时，突然出现了故障，急转直下，坠落在柏油马路上，发生了严重的爆炸并起火燃烧。这次事故对美国科学界来说，简直是一个奇耻大辱。4年之后，苏联再次领先美国一步，他们成功发射了第一艘载人航天飞船，将宇航员尤里·加加林（Yuri Gagarin）送进了太空。就在那个星期，肯尼迪总统做出了回应，他要求NASA研究一个可以让美国赢回颜面的挑战。1961年5月25日，肯尼迪宣布了他的承诺，保证要将第一个宇航员送上月球。

从第二次世界大战开始，物理学逐步在美国兴起。但在“斯普特尼克”号发射成功后，人们对物理学的兴趣井喷式爆发。仅1958年，就有大约500人被授予物理学博士学位。到1965年，这个数字已经接近1000人，而到了1969年，则超过了1500人。这种快速增长从某种角度来说是源于人们的民族情节：成为一名火箭科学家是为国家服务的一条很不错的途径。但更重要的是，这还涉及一个财政拨款的问题。从1958

年一直到20世纪60年代中期，是NASA获得资金资助的鼎盛时期，它的年度预算几乎是初期的70倍之多。1966年，NASA得到了差不多60亿美元的资金资助以开展基础研究，这相当于美国联邦总预算的4.5%。其他的政府资助机构，诸如能源部以及国家科学基金，也同样源源不断地获得研究资金。当然没有一家研究机构获得的资金数目可以与NASA相媲美。这样的资助规模使得中等水平的博士项目中极为普通的毕业生也能稳稳当当地得到与科学研究相关的职位，比如大学教授或者政府部门的研究人员岗位。物理学家的需求量是十分巨大的。

1969年7月20日，尼尔·阿姆斯特朗（Neil Armstrong）和巴斯·艾德林（Buzz Aldrin）成为世界上最早将足迹印上月球表面的人。美国和它的盟国重新欢腾起来，美国终于在这场举世瞩目的太空竞赛中取得了一次胜利。然而几乎与此同时，物理学的春天也结束了。当美国与苏联的太空竞赛愈演愈烈之时，美国在越南战争中的军事活动也不断升级。阿波罗2号的顺利升空让尼克松总统找到了一个借口将NASA和其他研究机构的资助资金转移到发展军事力量上。到1971年，NASA获得的资助已经少于1966年的一半（以实际价格衡量）。此时，大学注册率也开始下降，在很大程度上是因为婴儿潮已经一去不复返了。当婴儿潮一代毕业离校后，很多高等院校都停止了对新教职人员的聘用。

伊曼纽尔·德曼（Emanuel Derman）是一位亲身经历过这次资助资金过山车式变化的南非物理学家。1966年，他进入了哥伦比亚大学研究生院，当时正值美国的科研资金最充沛的时期。他的研究方向是实验量子物理学，一个离NASA的核心关注点很远的领域。尽管如此，这门学科依旧是不断增加的政府资金支持的受益者。像绝大多数研究生一样，德曼过着极其艰苦的日子，仅仅靠微薄的奖学金来维持生活，并且没日没夜地工作。德曼刚进研究生院时认识的那些高年级学

生，后来都在美国的各大高校就职。但是1973年，当德曼毕业的时候，他已经找不到稳定的工作了。德曼和其他优秀的物理学家一样，只能勉勉强强、东拼西凑地找一些临时的工作。德曼在宾夕法尼亚大学工作了两年，之后到牛津大学工作了两年，再后来，又到纽约洛克菲勒大学工作了两年。到了他毕业第10年年底的时候，他终于忍不住了，想要放弃研究。他打算退出物理学界，转投医学院，但是最后，他还是决定去贝尔实验室做一名程序员。

当沉闷的20世纪70年代的车轮滚滚向前时，美国被授予物理学博士的人数下降到了大约每年1000人。尽管这个数字比1968年的巅峰期低了许多，但依旧是处于风雨飘摇中的就业市场无法负荷的。这也就意味着，当1983年布莱克去高盛工作时，成千上万、天资卓越、持有物理学研究生学位的男男女女正处于失业或者半失业状态。

布莱克转投高盛时正巧赶上了另外一场变革。1983年，期权业务的规模不断增长，因此，像布莱克这样训练有素的专业人士在华尔街备受青睐。但债券交易，尽管它早已是金融界的一个主流产品，却正处于重大变革的迷雾之中。从20世纪70年代末卡特总统执政开始，美国经济就进入了一轮高通胀、低增长的阶段，后来，这种情况被称为“滞胀”。为了解决这个问题，1979—1987年，在联邦储备银行担任行长的保罗·沃克尔（Paul Volcker）大幅度提高了利率，因此基准利率（衡量银行间借贷价格的利率）达到了史无前例的高点，即21.5%。沃克尔成功地减轻了通货膨胀的压力，并在1983年将它控制在合理的范围内。但是，从此之后，利率波动改变了之前如同休眠的活火山一般的债券行业。如果银行之间无法以低于20%的利率借到钱，那么，打算发行债券的公司以及政府部门必定要付出更高的利息。因为在通常情况下，债券比银行间贷款存在更高的风险。在所谓的20世纪70年代的“债券空洞”（bond bores）中，曾经选择在金融市场中最让人提不起精神的地方工作的交易员们，现在要对付的却是最具变化的市场。

托马斯·沃尔夫（Thomas Wolf）的小说《虚荣的篝火》（*Bonfire of the Vanities*）中一位头顶光环的反派人物希尔曼·麦考伊是20世纪80年代的一个债券交易员，因为债券市场在20世纪70年代末和80年代初发生的变化，他很把自己当回事儿，甚至私下里称自己“造物主”。这个称呼就这样被固定下来，现在被用来指华尔街各种各样的交易员。

布莱克-斯科尔斯模型以及其他20世纪70年代的金融衍生品模型所取得的成功给了经济学家们一些灵感去探索是否可以像为期权建立模型那样为债券建模。很快，布莱克和其他经济学家发现债券本身就可以看作是一种简单的、以利率为基础资产的金融衍生品。根据利率的变化遵循随机游走的理论假设，他们开始建立修正的布莱克-斯科尔斯模型来为债券定价。

布莱克初到华尔街的时候，金融衍生品以及金融衍生品模型正以一种出人意料的方式日益突显出它的重要性。布莱克的高盛量化策略小组和其他大银行中类似的团队，在为许多投资银行家和债券交易员提供一些他们甚至不知道该如何发问的问题的答案。与此同时，一大批正在努力寻找工作的物理学家时刻准备着追随布莱克的脚步，加入应用金融学的大部队。当一些物理学家以及初涉物理学的研究人员们走进华尔街，并且当布莱克将理论转化成实际应用的观点得到广泛接受时，华尔街的大门像泄洪般被打开，华尔街开始慷慨地迎接千千万万准备来此工作的物理学家们。

德曼在贝尔实验室工作了整整5年。然而，从1983年开始，他就陆陆续续接到投资银行派来的猎头们打来的电话。他在贝尔实验室待得非常不愉快，因此他十分谨慎地考虑了这些银行发来的工作邀请。但是，当他最终收到高盛的邀请时，他却采纳了一个曾经在那儿工作过的熟人的建议，一口拒绝了这份工作。然而，时代已经变了。在接下来的一年里，德曼发现贝尔实验室的日子实在到了令人忍无可忍的地

步。因此，当高盛在1985年再次向他抛出橄榄枝的时候，德曼欣然接受了。他已经做好了投奔高盛的各种准备，1985年12月，他跳槽到了高盛。他在金融服务小组工作，这个小组的任务是为债券交易员提供必要的支持。当德曼来到高盛的时候，布莱克已经成为业界的一个传奇。

隐藏的“波动率微笑”

无论是索普还是布莱克的期权模型都是建立在奥斯本的随机游走假说之上的，奥斯本假设收益率遵循正态分布。到现在为止，你可能要停下来想一想了。毕竟，在整个20世纪60年代，曼德博都在论证正态分布和对数正态分布都没有有效地将极端事件考虑进去，因为实际上，市场具有狂放的随机性。尽管曼德博认为收益率是遵循莱维稳定分布的，并且今天的大多数经济学家都认为事实确实如此，认为市场数据表现出肥尾特征的理论仍然是成立的。期权模型对股票的定价是根据一只股票可能会上涨或者下跌至某个临界值之外的概率来计算的，这个临界值也就是期权的执行价格。如果极端的市场变化比奥斯本模型预测的更容易发生，那么，无论是索普的模型还是布莱克-斯科尔斯模型都无法给出正确的期权价格。特别是，这两个模型可能会低估只有在市场情况发生剧烈变化时才会被执行的期权，也就是所谓的低价虚值期权（far-out-of-the money option）。一个和实际情况更加接近的模型应该将肥尾考虑进去。

曼德博在20世纪60年代末期离开了金融界，但在20世纪90年代初，他又重新回到了这个领域。他选择回归的一个重要原因是许多金融从业者开始意识到布莱克－斯科尔斯模型存在缺陷。触发这个变化的导火索是1987年股票市场崩盘的黑色星期一，一夜之间，全球金融市场的账面价值缩水超过20%。

崩盘发生后，矛头纷纷指向了一种名为“投资组合保险”（portfolio insurance）的新型投资产品，它是根据期权和布莱克-斯科尔斯模型开发出来的。投资组合保险的设计目的和推广卖点就在于它可以减少发生重大损失的风险。这种套期保值策略相当于在买进股票的同时卖出股指期货。这种策略蕴含的基本原理就是：如果股票开始下跌，那么市场上的期货价格也会下跌，因此你手中的空头头寸的价格将会上涨，从而抵消股票价格下跌带来的损失。这种策略是经过精心计算的，因此你不能卖空太多的期货，否则一旦股票的价格上涨，它会毫不客气地蚕食你的收益。相反，假如市场价格下降，你可以编写一个计算机程序来逐渐出空手中的股票，这样一来，你可以卖空足够多的市场期货来弥补价格下降造成的损失。

然而，当1987年股票市场暴跌的时候，每一个持有投资组合保险的投资者都打算在此时此刻卖掉手中的股票。这样一来，问题就出现了，因为在市场上根本就找不到买方，大家都在抛售！这意味着电脑执行的交易最后以远低于投资组合保险设计者所预期的价格被卖出，因此，这个经过仔细计算得出的期货市场空头头寸对投资者起到的保护作用几乎微乎其微。其实，持有投资组合保险的投资者的投资表现应该优于没有持有这种投资产品的投资者。但是，许多人认为和这些投资组合相关的卖单进一步加剧了抛售压力，因此，所有人都蒙受巨大损失，因为投资组合保险实在是太盛行了。作为投资组合保险计算依据的布莱克－斯科尔斯模型并没有预测到发生崩盘的可能性，因为随机游走模型表明，一个这样严重的单日下跌在100年也不会发生一次。

股市崩盘还引发了其他的几个事件。其中之一就是许多金融从业者开始对随机游走模型的统计结果提出质疑。这点很容易理解，如果你的模型预测某件事是不可能发生的，或者几乎是不可能发生的，然

而它却千真万确地发生了，你一定会对此产生各种疑问。但同时发生的还远不止这件事情。当崩盘初露端倪时，市场似乎就已经开始变化了。尽管在崩盘发生之前的数年中，布莱克-斯科尔斯模型在几乎所有的市场和情景中都能给出正确的期权价格，然而，在崩盘之后，真实价格与模型预测价格之间的差异就开始出现了。这种差异通常被称为波动率微笑（volatility smile），因为它在特定的图像中显现出与众不同的形状。20世纪90年代初期，当这种微笑曲线的普遍存在性被首次发现的时候，它以迅雷不及掩耳之势出现在金融工程师们的视野中，并且成为了一个重大谜题。值得一提的是，德曼发现了一种对布莱克－斯科尔斯模型进行修正的途径，他将波动率微笑包含了进去，尽管他始终没有找到为什么布莱克-斯科尔斯模型突然失效的理论性原因。

然而，曼德博的研究却为波动率微笑现象提供了一个有说服力的解释。波动率微笑存在的原因是，市场大幅度的价格变化发生的可能性远远超过布莱克－斯科尔斯模型的假设所设定的概率。这就是曼德博一直强调的：**描述市场收益率的概率曲线存在肥尾现象，这也就意味着极端事件发生的概率大于正态分布模型得出的预测结果**。换句话说，市场的力量已经让价格的行为更加符合曼德博的理论。从20世纪80年代后期开始，投资银行家们开始以更加严肃认真的眼光看待曼德博的研究成果。

在布莱克-斯科尔斯模型的兴衰史中，还有一个非常有趣的但很少被提及的小故事。第一个开发出金融衍生品量化交易策略的是一家十分神秘的芝加哥公司，叫作奥康纳联合公司（O’Conner and Associate）。奥康纳联合公司成立于1977年，创始人是艾德·奥康纳（Ed O’Conner）和比尔·奥康纳（Bill O’Conner）兄弟，以及迈克尔·格林鲍姆（Michael Greenbaum）。奥康纳兄弟是以做谷物生意起家的。格林鲍姆曾经在两兄弟开办的第一期权公司（First Options）担任风险经理一职。格林鲍姆在加入第一期权公司前，曾在

伦斯勒理工学院主修数学专业，因此他具备学习各类数学方程的背景。他是最早发现芝加哥的新式期权交易所隐藏着大赚一票的机会的人之一，想要抓住这些机会，你至少要在数学方面有纯熟的技能。格林鲍姆带着成立一家公司来专门从事期权交易的想法投奔了奥康纳兄弟。

考虑到他们选择成立公司的时机，很多人都会认为奥康纳联合公司仅仅是一家较早采用布莱克-斯科尔斯模型的公司，而事实并非如此。格林鲍姆从一开始就意识到布莱克-斯科尔斯模型的假设并不完美，它完全忽略了市场暴跌的可能性。因此，格林鲍姆组建了一个由风险管理经理和数学家组成的小组来研究如何进一步完善布莱克-斯科尔斯模型。年仅18岁的天才少年克莱·斯特鲁夫（Clay Struve）是奥康纳联合公司最早的雇员之一，他曾经在第一期权公司找了一份为格林鲍姆效力的夏季学期的兼职工作。他在麻省理工学院读本科的时候，还为布莱克干过活儿。1977—1978年期间，格林鲍姆和斯特鲁夫以及一个人数很少的早期宽客小组研究出了一个修正的布莱克-斯科尔斯模型，它将一些会导致肥尾现象发生的事件包含到模型中，例如价格的突发性大幅度上涨。

奥康纳联合公司取得了举世瞩目的成功，一开始体现在期权交易上，然后又体现在其他金融衍生品的交易中。这一部分可以归功于修正的布莱克-斯科尔斯模型，它比标准模型具有更好的表现。特别引人注目的是，根据斯特鲁夫等人的研究，奥康纳联合公司在很早以前就注意到了波动率微笑。也就是说，甚至在1987年股市崩盘之前，布莱克－斯科尔斯模型得出的价格就和市场价格之间存在细微的差别。后来，当1987年股市崩盘真的发生时，奥康纳联合公司逃过一劫。

还有另外一个事件，是对市场变革的深层次关注，它是由布莱克和他的追随者们发起的。1987年，许多人对此十分担忧，而这种关注在近期发生的危机前夕再一次销声匿迹。让我们回顾一下2008年的市场崩盘，在市场暴跌的时候，甚至是最精明的投资者，例如首先创造出担保债券的银行家们，也错误地估计了这些产品存在的风险。换句话说，这些产品设计者原本用来构建无风险金融产品的模型彻头彻尾地失败了。这些模型在其他的市场灾难中也同样遭遇失败，最发人深省的应该是长期资本管理公司（Long-term Capital Management, LTCM）的轰然倒塌。这是一家小型的私人投资公司，拥有一支包括斯科尔斯在内的策略小组。从1994年一直到1998年夏天的早些时候，长期资本管理公司所管理的资金一直都保持着辉煌的业绩，直到1998年8月，俄罗斯宣布国家债务违约。在接下来不到4个月的时间里，长期资本管理公司损失了46亿美元。到9月的时候，它的资产已经全部消失。这家公司曾重仓买入衍生品，它持有几乎全球所有大银行的债务，总价值高达一万亿美元。到9月22日收盘时，它的市场头寸价仅为5亿美元左右。这和它们在几个月前的价值相比，已经严重缩水，并且少到了无力偿还公司债务的地步。这可能就会带来高达几千亿美元的债务违约，并且迅速引发国际恐慌。在这种情况下，政府不得不出手相救，以化解这场危机。

确切地说，动态套期保值策略中所使用的数学模型是不完美的，同时，更宽泛地来讲，金融衍生品交易的数学模型也存在瑕疵。巴施里耶、奥斯本以及曼德博在他们的学术生涯中都花了相当长的一段时间试图搞清楚为什么会这样。他们的模型以及后来在他们的基础之上建立的模型，都是从极其现实的角度，用严谨的推理得出来的，似乎不应该出现错误。但是，即使是最好的数学模型，也可能被错误地运用，通常这种错误都很微小，并且不易觉察。为了使复杂的金融市场能够用模型来模拟，巴施里耶、奥斯本、索普、布莱克

以及曼德博都运用了理想化的方法，主观地假设市场是如何运行的。特别是如奥斯本所强调的那样，只有当假设成立的时候，这些模型才能得出令人满意的结果。而在现实中，有时候市场突然发生了变化，那些最棒的假设顷刻之间就会变得糟糕透顶。

正是由于这个原因，奥康纳联合公司的故事给我们留下了一个重要的启示。许多历史学家认为1987年的股票市场崩盘给金融市场一记重创，是因为它完全出乎意料之外。根据主流的市场模型，这是不可能被预测到的。波动率微笑的意外出现被当作证据来说明模型的有效性只能维持一段时间，然后，它就会一下子不管用了。进而，它损害了所有基于市场模型进行交易的公司的可靠形象。倘若今天还用得好好的模型，明天一觉醒来就可能毫无征兆地失效了，那么，从今以后大家还能相信华尔街的物理学家吗？但事实上并非如此。通过仔细检查最简单的模型，然后将它们复杂化到合适的程度，从根本上说，就是把肥尾现象考虑进去，奥康纳联合公司就预测到了布莱克-斯科尔斯模型失效时的情况，从而事先采取预防策略，在1987年市场崩盘的事件中逃过一劫。

故事讲到这里，从巴施里耶到布莱克，我用了很大的篇幅来讲述金融建模是一个不断演进的过程。在这个过程中，潮流不断更迭，数学家、统计学家、经济学家以及非常之多的物理学家都试图找出最好的模型存在的不足之处，从而找到改进的方法。从这个角度来说，金融建模和工程学与数学建模从更加广泛的层面上来讲是类似的。模型失效了，有时，当它们快要失效的时候，我们是可以预见到的，就像格林鲍姆和斯特鲁夫所做的那样；在其他的时候，只有当我们努力将拆散的拼图重新拼回去时，才能找出到底是哪里出错了。这个简单的事实应该给我们警醒，无论我们是在开发和利用新的建模技术，还是继续使用比较陈旧的建模技术，都应当谨小慎微。另外，如果说在过去的300年中，我们确实学到了一些东西，那么，应该说其中最重要的

就是关于科研过程的基本方法论原理。如果因为它们并非总是完美无缺而抛弃它们，这种做法是非常愚蠢的。

更重要的是，由于金融领域中的数学建模是一个不断改进的过程，我们应该有充分的信心，相信我们会逐步找到新的方法来解决今天我们所面临的问题。这个不断改进的过程中包括修正布莱克—斯科尔斯模型，也包括将曼德博观察到的极端事件考虑到实际金融市场中。但这仅仅是个开头。在这本书的最后一部分中，我将向读者呈现当物理学家们把更新颖、更成熟的观点引入金融和经济学中，发现现有模型中存在的问题，并寻找解决之道的时候，这些模型是如何在扩展主流金融学的外延上做出贡献的。布莱克在塑造面貌一新的华尔街的运动中具有指导性意义，但是，他的观点仅仅是一个金融新纪元时代的开端。

06
从精灵公司到预测公司

如何运用正确的统计测量方式来确定真实的预测模型，如何检测反映市场行为模式的数据，以及最终如何找到模型在什么时候无法发挥预测的功能，是法默和帕卡德思考的问题。法默和帕卡德对肥尾分布和狂放随机分布的统计特征感到得心应手，而这两种分布特征正好是物理学中的复杂系统和金融市场的复杂系统的重要特征。

当圣菲贸易通道于1822年开通时，它从美国最西岸的边境城市、密苏里州的独立城（Independence）通过北美印第安人的科曼奇族的领土，然后进入新墨西哥州的首府圣菲城（Sante Fe）。从那个地方开始，它穿过我们今天所熟知的东科罗拉多高原，然后从格洛列塔大通道（Glorieta Pass）穿过桑格雷德克里斯托山（Sangre de Cristo Mountains，它属于落基山脉最南端的一部分）。在圣菲城的西北部是贸易通道的起始点，也是圣菲城首领的宅邸所在地。首领的宅邸是里奥格兰德（Rio Grande）以北的墨西哥人的权力象征。在宅邸的前方，就是这个城市的市集广场，来自美国的交易商们就在这个地方展示他们所带来的商品。在美国开拓者们来到这个城市20年之后，美国军队也来到了这里。经过格洛列塔大通道战役，他们宣布圣菲城以及周边区域都成为新吞并的得克萨斯州的附属领地。

一个半世纪之后，两个30多岁的男人坐在圣菲贸易通道尽头的酒吧里，惬意地喝着龙舌兰酒。这条通道现如今已经被一条洲际公路所替换。这两个男人周围聚集着一些年轻人，热情地与他们俩交谈着。酒吧外面，在繁华的市集广场上，经过夏日雨水洗涤过的公园显得格外郁郁苍苍。穿过这

条公路，依然坐落着地方长官的宅邸，这是北美地区一直被沿用的、时代最久远的公共建筑。市集广场被一些低矮的建筑物所围绕，这些建筑物都是红褐色的，具有典型的普韦布洛风格。与1846年美国军队到达时的样子相比，它们基本上没有变化。酒吧里的这些人是新来的商人，他们都希望在圣菲城那具有历史意义的市场里挂上自己的标志。

从广场出发，沿着这条路往下走，在格里芬大街（Griffin Street）上一间只有一层楼的土坯房屋里，一台最先进的电脑嗡嗡作响，它正在按照酒吧里面那两个男人输入的指令运行。这两个人每次在输入这些指令之后，晚上就会去酒吧喝上几杯。这一年是1991年，这两个人所做的事情正是“预测”。

这两个男人分别是詹姆斯·多恩·法默（James Doyne Farmer）和诺曼·帕卡德（Norman Packard）。他们是非线性动力学和混沌学这个新领域的先驱，因为他们花了15年的时间帮助创建了这一新领域。不久以前，法默一直担任洛斯阿拉莫斯国家实验室复杂系统小组的负责人，洛斯阿拉莫斯国家实验室因为是第二次世界大战期间曼哈顿计划的总部而闻名于世。帕卡德则刚刚离开伊利诺伊大学物理系的副教授终身教职席位。酒吧里围绕在他们俩周围的其他人，要么是之前毕业的研究生，要么是最近入学的博士生，他们都希望能够追随法默和帕卡德的步伐，在他俩新开拓的研究领域继续前行。

为了在新开辟的领域里面获得更大的成就，法默和帕卡德决定成立一家新公司。很快，这家公司就被称为预测公司。尽管在那天晚上，他们在圣菲城的市集广场聊天的时候，公司并没有起名。他们的目标就是做那些看上去似乎不可能实现的事情：**预测金融市场的走势和行为**。如果谁能够做这样的事情，谁就属于这个集体。在他们中间，法默和帕卡德在非线性预测领域合起来已经有30多年的研究经历，这一领域属于物理学和应用数学（同样也包括新增加的其他领

域），其目标是为了在非常明显的随机现象中寻找确定的可预测的模式或特征。用帕卡德的话来讲，这包括在“混沌的边缘”寻找规律和秩序。在混沌过程中，从非常小的时间窗口里找到足够的信息，从而可以预测系统将会往哪个方向发展。他们所运用的研究工具，已经发展到可以用来预测如在狭小的管道中的湍流将会如何运行这样的事情。不过，法默和帕卡德以及跟随他们到圣菲城的6个助手都觉得，他们可以做得更好，预测到更多的东西。

探险部落

作为曼哈顿计划的负责人，毫无疑问，罗伯特·奥本海默（Robert Oppenheimer）是他们家族在洛斯阿拉莫斯国家实验室里最重要的人物。不过，他并不是唯一的人。他的弟弟弗兰克·奥本海默（Frank Oppenheimer）同样也是一位物理学家。在他年长的哥哥成为曼哈顿计划的负责人之后，他也投身到这项事业了。最开始的时候，弗兰克在加利福尼亚州的劳伦斯伯克利实验室，后来去了田纳西州东部的橡树岭实验室，最终加入了他哥哥在新墨西哥州的洛斯阿拉莫斯国家实验室。弗兰克比他那著名的哥哥小8岁，当他刚加入洛斯阿拉莫斯国家实验室的时候，就参与了“三一试爆”项目的研究。这是世界上首次核爆炸试验，于1945年7月16日在新墨西哥州的图拉罗萨盆地（Tularosa Basin）中心区域成功进行。第二次世界大战结束后，罗伯特·奥本海默登上了《时代周刊》和《生活》杂志的封面。他是美国冷战科学的公共发言人，时常呼吁在军事领域限制核技术的运用，而他恰恰对核技术的发展做出了巨大的贡献。弗兰克没有像他哥哥那样有名气，但即使这样，他在第二次世界大战期间参与的军

方科学研究活动也帮助他在明尼苏达大学的物理系找到了一份工作。

1947年，罗伯特·奥本海默被任命为两个重要机构的负责人。而他的弟弟，弗兰克却因为与美国当局政见不合遭受迫害，不得不依靠父亲留下的遗产艰难度日。在长达10年的时间里，弗兰克一直被排除在物理学领域之外。

直到1959年，弗兰克才在一所研究型大学找到了一份物理学的教职工作。即使是这样一份工作，也是在一群诺贝尔物理学奖和美国国家科学奖章获得者的推荐下才得到的。为了能够迫切地回到原来的工作领域，弗兰克接受了科罗拉多大学的邀请。然而，他的研究已经远远落后于物理学领域的最新进展，所以他限定自己只做一些跟物理学有着间接关联的工作主题，比如科学教育。

正是在科罗拉多大学，弗兰克遇到了一位年轻的研究生，他的名字叫汤姆·英格森（Tom Ingerson）。英格森在得克萨斯州长大，然后在加州大学伯克利分校主修物理学。他来到科罗拉多大学是研究广义相对论的，这是爱因斯坦以几何语言建立起来的引力理论，它综合了狭义相对论和牛顿的万有引力定律。广义相对论给他的发明者带来了声名和财富，不过它很快就被笼罩在量子理论的阴影下，因为量子理论吸引了更多的关注和资金。但这并没有影响到英格森，他意志力坚强，而且是一个非常独立的人，他只想对自己喜欢的东西付出努力。

1964年，英格森开始考虑在物理学研究领域找一份工作。但在20世纪60年代，学术界的那种“帮派味道”非常浓厚。顶级大学物理学系的工作岗位都是喜欢那些知名学府的著名物理学家推荐的人选，或者只向著名物理学家征徇意见，而在一般情况下，这些意见都是以直接和确定性的语气表达出来的。这些工作岗位都给了那些来自普林斯顿大学、哈佛大学和密歇根大学“最优秀的人”。那些无法享受学院

名声和威望的普通毕业生，通过个人联系和其他各种方法，通常也能够找到一份工作，特别是在军事—科学—实业紧密联系的全盛时代。科罗拉多大学并不是在最高层次的梯队中，但在那个时候，这所大学的水平也还算比较高。因此，毕业于科罗拉多大学的研究生还是能够找到一份不错的工作的。当然，除非他找到了错误的推荐人。

直到很多年以后，英格森才知道，他在当时犯下的最不可饶恕的错误就是他提到弗兰克将为他写推荐信。在那个时候，整个物理学界对他的申请都表现出惊人一致的态度，所有学校都对他毫无兴趣，对英格森来说，这就跟谜一样。所有他联系过的学校没有一个给他回信。直到那个学年快要结束的时候，他才收到一封来自古老的新墨西哥教育学院的回信，即新组建的西部新墨西哥大学。这位聪明而又独立思考的年轻物理学家就这样来到了新墨西哥州的白银市（Silver City），成为了当地大学物理学系唯一的一名教员。

坐落在北美洲大陆分水岭（落基山脉）旁边的白银市是美国西部的一个矿业小镇。这个地方是被一群白银淘金者发现并开始建城的，它所在的位置正好是传统的阿帕契属地（Apache territory）的中央。这个地方的贸易和交通不仅困难而且还很危险，因为当地的原始部落和土匪会经常过来骚扰与抢劫。1873年，当比利小子（Billy the Kid）还是一个孩子的时候，他的母亲带着他以及他哥哥在白银市安家了。两年之后，也就是1875年，他已经是一个少年了，在这一年，他第一次因为偷一些奶酪而被别人抓住。在那一年的晚些时候，他从白银市的监狱逃出去，开始成了一名亡命天涯的逃犯。当英格森来到白银市的时候，美国西部由牛仔和印第安人统治的时代已经结束，然而白银市依然是一个落后的小镇。因为很难理解他生活中遇到的各种标志，因此，英格森开始想办法融入当地土著人的生活中。

英格森首先以志愿者的身份加入了当地的一个童子军队伍，因为他觉得，他当过老师的经历可能会为他加入童子军带来一些便利。在搬到白银市的第一年，他第一次参加的童子军会议上，他碰到了一位只有12岁的矮矮胖胖的小男孩，这个小男孩就是法默。由于矿产资源丰富，因此白银市到处都是工程师，但科学家却很少见。法默并不知道物理学家到底是干什么的，但是，他发现英格森非常有魅力，让人难以抗拒。在那次会议上法默决定，不管物理学到底是什么，英格森做什么，他就做什么。他磨磨蹭蹭，然后跟着英格森回到了家。在回去的路上，法默告诉了英格森自己刚刚找到的职业目标。

这段友谊看上去似乎不大可能，但法默和英格森志趣相投，在科学殿堂里不断探索。尽管他们俩在一起相处得很愉快，但各自却有着不同的原因。对英格森来说，跟法默聊天是一个不错的消遣方式，因为法默是那种聪明的学生，可以跟他严肃地探讨各种各样的科学话题。对法默来说，英格森纯粹是他的精神支柱，英格森彻底改变了他的生活。

英格森很快又加入了另外一个团体，这个团体被他称为114探险部落（Explorer Post 114），而且他家就是俱乐部的据点。这个探险组织是美国童子军的一个分支机构，目的是让年龄稍微大一些的孩子们知道如何去做事。法默是英格森团体的最初成员，不过，很快就有其他人加入进来了。探险部落跟童子军的很多活动性质是相同的，他们都外出野营或者徒步穿越沙漠。但是，探险部落真正关注的还有修补和组装一些新事物，比如收发报机和轻型摩托车。

从官方要求来看，想要成为一名探险部落的成员，年龄必须在14周岁以上。但在1966年的某一天，一个小男孩被邀请来参加会议。他被邀请做一场关于新型无线电技术方面的讲座，很显然，他在这方面俨然是一名专家。他就是帕卡德，尽管他只有12岁，但探险部落的其他成员都已经将他当成了他们中的一分子。作为电子学领域的“大师

级人物”，帕卡德立即受到了探险部落成员们的热情欢迎。与法默不一样的是，帕卡德在很小的时候就决定他日后要成为一名物理学家。看起来，他一直都在为这个目标而努力，而且取得了不小的成就。毕竟，探险部落之所以邀请他参加，就是看中了他这方面的卓越表现。帕卡德和法默很快就成为了好朋友。

英格森在白银市生活了两年多，然后，他去了爱达荷大学，因为他在那里谋求到了一份新工作。不过，在仅仅4年的时间里，他成功地塑造了两个人的生活方式，而这两个人在未来将成为世界著名的物理学家。当英格森离开的时候，法默已经16岁了，是一名高二的学生。帕卡德比法默小两岁。因为对白银市的生活感到无聊，并且急迫地想追寻他的朋友，共同战胜很多未知领域的各种挑战，法默决定提前一年申请去爱达荷大学读书。他做到了，他不需要继续在白银市读高中，他搬到英格森在爱达荷州莫斯科市（Moscow）家里的阁楼上，开始了他作为物理学研究人员的职业生涯。不过，在爱达荷大学待了一年之后，法默准备去更好的地方发展。1970年，他转入斯坦福大学。他兑现了自己的诺言，选择了主修物理学。在这个领域，由于他的杰出贡献，给科学和金融带来了永远性的变革。

蝴蝶效应

法默和帕卡德研究的核心思想首先是被一位名叫爱德华·洛伦兹（Edward Lorenz）的研究人员加以发展和推广的。当他还是一个小男孩的时候，洛伦兹就想成为一名数学家。他在数学方面非常有天赋，因此，当他在达特茅斯学院准备选择专业的时候，他非常清楚自己应该选什么，没有丝毫的犹豫。洛伦茨毕业于1938年，然后去了哈佛大学，准备攻读博士学位。然而，第二次世界大战的爆发打乱了他原有的计划：1942年，他加入部队。他的工作是为盟军飞行员预报天气情况。之所以分配给他这项工作，是基于他的数学背景。不过，在那个

时候，数学在天气预报方面所起的作用是很小的，天气预报更多的还是依靠直觉、经验和一些运气。洛伦兹确信存在一种更好的方式可以用来做预测，即通过更复杂的数学计算方法。当他于1946年离开部队的时候，洛伦兹决定继续开展气象学方面的研究。他认为，在这个领域，他可以将他所学的知识投入实际的应用中。

他随后在麻省理工学院攻读气象学博士学位，并在麻省理工学院度过了他整个职业生涯：最开始的时候是一名研究生，然后成为一名教师，最后成为一名气象学教授。他研究了许多气象学家们研究过的主流问题，特别是在他早期的职业生涯中，对这些问题的研究格外用功。不过，他也有一些与众不同的地方。第一，由于从军的经历，他保持了对预测的浓厚兴趣。这在他的同事们看来，有些不切实际，因为当时的预测技术水平还比较差劲儿，所以预测被认为是徒劳无功的苦差事。第二，在洛伦兹看来，电脑在科学研究领域将会变得非常有用。在20世纪五六十年代，电脑仅仅是增强了部分功能的计算器而已。洛伦兹认为，在研究各种复杂的系统方面，如大气，电脑会格外有用。他认为只要有一台足够大的电脑和非常细心的计算，就有可能设计出一整套方程，通过这些方程就可以演算出像暴雨和大风这样的天气现象是如何形成及变化的。这样的话，你就可以用电脑来解决现实中的问题，在未来的实际天气情况发生变化之前，对这些变化做出精确的预测。

几乎没有同事被他说服，没有人相信他的观点。作为第一步，同时也是为了向那些气象学家同事们证明他不是一个疯子，洛伦兹就风的预测提出了一个比较简单的模型。这个模型刻画了现实世界中风的运行情况。不过，这个模型是高度理想化的：这个模型中一共有12条规则控制着风吹的方式，不考虑季节、傍晚或雨天的因素。洛伦兹用最初级的电脑编写了一个程序，这个程序可以帮助洛伦兹解决他的模型方程，并且计算出一堆数字，而这些数字反映的是风的等级

和方向，随着风的不断变化而变化。这并不是一个预测天气变化的模型，它更像是一个将大气现象考虑进来的“玩具”。不过，这足以向他的同事们证明，这些事情是值得研究的。一些研究生以及年轻的老师每天都来到洛伦兹的办公室，观察他具有想象力的发明，并且打赌在事先确定的某一天，风将会刮向哪一边，是刮北风还是刮南风，风力是增强了还是减弱了。

起初，洛伦兹的模型看上去还只是对他提出来的观点的一个简单佐证。模型有部分预测功能：某种模式似乎一次又一次地出现，规律如此明确，从而让很多从事实际工作的气象学家可以在实际的天气数据中寻找相似的模式。然而，真正的突破却源于一次意外事件。有一天，当洛伦茨重新审视他所收集的数据时，他决定进一步将天气情况展开来研究。他启动了程序，将他感兴趣的那段时间的风的数据加入模型。如果事情按照所预计的那样前进，那么，电脑将会做相应的计算工作，并且得出来的结果与他之前所见的结果相同。那天下午，他让电脑开始工作后，自己便离开了。

几个小时之后，他回来了，很显然，有些地方出现了失误，情况有些对不上。电脑屏幕上显示的数据与他第一次所做的模拟分析得出来的数据完全不相同。他认真检查了输入的数值，这些都没有错，是正确的，与打印出来的数值完全一样。在沉思了片刻之后，他推断是电脑出了问题。

很快，他就意识到到底出了什么问题。电脑内存一次可以储存六位数字。洛伦兹的数字都有六位数，而且是以十进制的方式存储的，诸如0.452 386。而他在设定程序的时候，只记录了三位数，目的是为了留出空间以便打印，这样可以使数据能够更容易被阅读。因此，电脑打印出来的就应该是0.452，而不是0.452 386。当他让电脑重新模拟的时候，他

用的是三位数，而不是六位数，然而，在第一次演算的时候，他用的却是六位数。

这种方式的凑整处理不应该带来什么问题。想象一下，你正试着推杆高尔夫球，你想推进去的球洞仅仅是比球本身大一点点儿而已。如果你的计算出现了一点点儿小偏差，你在击球的时候，可能用力过猛或者过轻，又或者你击球的时候往某个方向稍微偏了一点儿，这样的话，你击的球即使没有落入洞中，你也希望它距离洞口非常接近。当你投篮的时候，即使你的胳膊所用的力度和方向与你想象的不一样，或者手指只是轻轻地划过篮球，你还是希望你所投的球能够进入篮筐。真实的物理世界就是这样运行的：**最开始的时候，如果两个物体初始的状态相差不大，所做的运动仅有细小的不同，那么，它们最终落下来的位置也是很接近的**。世界都是有序的，至少在洛伦兹偶然发现世界其实是混沌的之前，人们都是这样认为。

一开始的时候，洛伦兹并没有使用“混沌”这个词。混沌这个词是后来才出现的，出自于两个物理学家的一篇名为《周期三意味着混沌》（*Period Three Implies Chaos*）的文章，这篇文章是由詹姆斯·约克（James Yorke）和李天岩（Tien-Yien Li）两人合写的。洛伦兹将他的发现称为“基于初始状态的敏感性”，虽然这个名字不够炫，但是，它却很准确地抓住了混沌行为的本质。尽管我们都知道，洛伦茨系统完全是确定性的，全部都是受洛伦茨天气情况所控制的，在设定的时间里，即使初始的状态差别是非常细微的，但最后的结果却差别很大。作为用来解决科学问题的第一代电脑所做的模拟分析的结果，这一观察，与传统的关于天气变化的预测是相矛盾的。洛伦兹很快用其他更简单的系统，诸如钟摆和水车，同样向我们演示了“基于初始状态的敏感性”是怎么回事，这些实验你完全可以在自己家的地下室完成。

混沌理论的基本思想可以通过洛伦兹另外一个偶然发现来加以概括：这就是我们所熟悉的蝴蝶效应。这个名称来自1972年洛伦兹向美国科学促进会举办的一次会议所提交的一篇论文。这篇论文的题目是《可预测性：巴西的一只蝴蝶扇动翅膀会给得克萨斯州带来一场龙卷风吗？》（*Predictability: Does the Flap of a Butterflys' Wing in Brazil Set Off a Tornado in Texas?*）。洛伦兹并不承认这个标题是他起的。他宣称，是会议的某个组织者想到这个标题的，因为他当时忘记提交论文的题目。

他在论文标题中提出的这个问题，洛伦兹从来没有正面回答过，但是，隐含的意思却非常明显：**初始条件的细微改变都有可能对最后的结果带来非常巨大的影响**。然而，真正的寓意是，**即使混沌系统是确定的，即从某种意义上来讲，在某一个设定的时刻，一个非常明确的界定将会推导出一个准确的预测，但要如此精准地把握真实世界的状态也基本上是不可能的事情。**你永远不可能在全球范围内搞清楚所有蝴蝶扇动翅膀的真实情况。即使是非常细微的失误，都有可能导致巨大的差异。因此，结果就是，即使天气变化是决定性的变量，但它看起来仍然是随机性的，因为我们不可能掌握所有蝴蝶扇动翅膀的情况。

善良的精灵

1973年，法默终于在斯坦福大学拿到了博士学位，尽管一路走来并不是十分顺利，总有一些磕磕碰碰。当他在斯坦福大学度过第一年时光后，由于表现差劲儿，他竟然被留校察看。在留校察看之后，他有可能被学校开除。如果那样的话，他就只能在旧金山开一个奶昔小店，或者干走私摩托车的非法生意了。然而，等到他大学毕业的时候，法默克服了重重困难，让自己成功地成为了一名攻读天体物理学的研究生。可是，沿着加州海岸的旅行让法默改变了主意，他决定去

加州大学在圣克鲁斯（Santa Cruz）的新校区读书。与此同时，帕卡德去了俄勒冈州波特兰市（Portland）的里德学院，那是一所以大学生的独立精神而闻名于世的学院。

1975年夏天，帕卡德已经在里德学院读完大三，而法默也过完了研究生二年级的生活，他们俩都决定在赌博上试试运气。他们是分别有了这个想法的，法默是因为读了A.H.莫尔黑德（A. H. Morehead）的《赢得扑克牌比赛的全面指导》（*Complete Guide to Winning Poker*），而帕卡德则是读了索普的《打败庄家》（*Beat the Dealer*）。由于对自己的分析头脑很自信，同时又比较蔑视赌场的庄家，因此，赌博对这两个人来说，充满着一定的诱惑力。他们可以不用做任何事情就能够赚到钱，至少在黑杰克游戏中是这样的，他们觉得自己应该比参赛的其他人更聪明。然而，这只是一个美好的、不切实际的想法，问题出在对想法的执行过程中。

帕卡德非常认真地研究了索普的著作，然后与来自里德的一位名叫杰克·拜尔斯（Jack Biles）的朋友一起去了拉斯维加斯。他们非常细心地记下了他们输赢的情况，发现他们赢的概率非常高。这样的状态维持了很多天，他们赢了不少钱。随着他们积累的本金越来越多，他们开始将目光投向风险更高的赌桌，这样的话，收益也会跟着飙升。然而，这个时候一些奇怪的事情发生了。不管他们做得有多么成功，他们开始不断地输钱，并将他们所赢的钱全部都输了回去。最后，他们几乎什么都没有剩下。到了暑期结束的时候，他们才发现，整个暑假的赌博，他们实际上是被骗了。从索普的算牌法第一次被引入的那一年开始，庄家就已经非常擅长识别并挫败算牌的伎俩，通常只需要运用不正当交易的简单方法就可以搞定。

与此同时，法默记住了莫尔黑德书中的技巧和方法。不过，在看这本书之前，他从来没有玩过扑克牌，因此，尽管他知道很多牌局应

该如何处理，但是他却并不知道如何洗牌或者分配筹码。他像一个幼儿园孩子那样处理一切。然而，这拙劣的表现反而让他占到了优势：因为他看上去很像一个容易受骗的傻瓜。化名为“来自新墨西哥的克莱恩”的法默和另外一位来自爱达荷州的朋友、准备跟他一起实施摩托车走私计划的丹·布朗（Dan Browne）在蒙大拿州的米苏拉市（Missoula）的棋牌室，完胜了米苏拉市的牛仔们。布朗是一位经验丰富的玩家，他在华盛顿州的斯波坎市（Spokane）用赌博赚来的钱完成了他的大学生活。他对法默取得的、看起来不可能实现的成功，感到非常的惊讶。

当暑假结束的时候，法默和帕卡德决定碰面交流一下他们在赌场上所获得的经验。法默有好消息要告诉帕卡德：如果按照莫尔黑德书中的方法来玩扑克，就可以大赚一笔。而帕卡德的经历却不是很成功。不过，不谈黑杰克游戏，他对另一个赌博游戏有更好的想法。他受索普在自己书结束部分的那段神秘话语的鼓舞，帕卡德确信自己在另外一个游戏中可以更有效地战胜庄家，比黑杰克游戏做得更好，因为庄家很难在那个游戏中运用诡计。正如索普在前面所做的那样，帕卡德对轮盘赌游戏有自己的想法。

法默对此表示怀疑，但是帕卡德依然坚持，并且最终说服了法默帮助他一起思考。没过多久，法默就非常投入了。法默、帕卡德和拜尔斯花了三天的时间认真思考这个问题，做了一些初步的计算工作，并对他们即将开始的新项目感到非常兴奋。到了法默必须回到圣克鲁斯的时间了，他们三个人决定继续攻克这个项目。为了在轮盘赌游戏中获得胜利，他们准备组装一台电脑。

1975年秋季，法默准备攻读研究生三年级的课程。这个学年，他本应该确定毕业论文选题，然后开始在天体物理学领域做相应的研究工作。可是，与此相反，他和布朗开始做起了轮盘赌博游戏的实验。这个轮盘设备是他们从里诺市的保罗赌博设备公司（Paul’s Gaming

Devices）购买的，这是一家专门为里诺市和拉斯维加斯生产轮盘赌博游戏设备的制造商。法默的论文指导老师乔治·布鲁门塔尔（George Blumenthal）本身对拉斯维加斯的卡牌计算器非常感兴趣，正在研究相关的项目。他觉得法默的项目很有意思，虽然法默的论文被拖延了，但他建议法默从其他方面加以考虑。在了解了法默的计算过程之后，他甚至建议法默研究轮盘赌博项目也可以作为物理学论文的选题。与此同时，帕卡德和拜尔斯回到了波特兰市，研究设计一个电子钟用来准确衡量珠球围绕轮盘转动的时间。随着轮盘研究项目的不断推进，帕卡德也完成了他的大学生活，并且准备申请读研究生。他首先考虑的是去加州大学圣克鲁斯分校。这个时候，尽管帕卡德知道索普曾经考虑过如何在轮盘赌游戏中取胜，但是他们没有人知道索普是如何计算的，或者索普和香农在拉斯维加斯测试用的电脑是如何工作的。他们准备自己重新做一套轮盘赌设备。

在这个学年结束的时候，也就是1976年的春季，这4个对赌博感兴趣的年轻人在圣克鲁斯会面了。他们准备联手，共同推进研究工作，并为整个暑期制订了一份完整的计划。他们第一个重要工作就是为这个小组起一个响亮的名字。法默最近在草草翻阅字典的时候，碰到了一个他不是很认识的新单词“善良的精灵”（eudaemonia），其含义是“因理性而积极生活所带来的幸福”。这是古希腊哲学家亚里士多德思想体系中的核心观点，幸福是理性的人幸福生活的理想状态。于是，轮盘小组就启用了精灵公司（Eudaemonic Enterprise）这个名字。小组的成员，也就是他们4个人，自认为是善良的精灵。暑假期间，他们租借了一间教授的办公室，搭建了一个小小的实验室，实验室装配各种电子产品，模拟轮盘赌游戏的真实运行情况。4个善良的精灵分别找到了索普和香农曾经运用过的策略的基本思想：两个人共同参与游戏，一个人负责计算轮盘旋转的时间，另外一个人负责在台面上押注。英格森的思想在法默和帕卡德这里得到了充分的验证：他们可以构建一切事物。善良的精灵所建立的组织仅仅是当年探险部落的

成人版。后来，当这个小组准备在拉斯维加斯具体实施他们的计划时，英格森也为他们提供了帮助。

四人小组很快就迎来了另外两位新成员，一位是物理学家约翰·博伊德（John Boyd），另外一位是法默大学时代的好朋友斯蒂夫·劳顿（Steve Lawton）。劳顿是一位人文学者，他是乌托邦文学方面的专家。他组织大家研究政治拟制（political fiction）。从一开始，小组就决定要具有革命性的思维模式。随着时间的不断流逝，在他们一如既往地研究轮盘赌游戏的过程中，越来越多的人物参与了进来，赌博者、物理学家、程序员和空想家。小组成员认为他们就是一群雅皮士。对精灵公司来说，他们轮盘计划的目的就是要找到一套战胜庄家的方法，并且将庄家的钱赢过来。这些赢来的钱，他们准备在华盛顿海岸建一个公社。

从轮盘赌到混沌理论

如果将被磨损的电线和所承担的压力考虑进来，索普和香农的轮盘赌游戏实验从来没有碰到过好运气。善良精灵们的表现就要好很多，他们用了5年的时间，解决了比较麻烦的难题。他们也没有碰到什么硬件方面的问题。与索普便携式耳机不同的是，精灵们发送信号的第一代技术是通过附在赌博者躯干上的振动磁铁实现的，这个磁铁藏在衣服里面。有一天晚上，安在法默身上的磁铁上的电线一直都没有接通，当信号到达的时候，已经让他的皮肤有灼烧感。每隔10分钟，他就不得不从桌子前跳起身来，大声叫唤着如“伙计，我今天获得信号了吗”这样的话走向洗手间去调试设备。不过，到1978年夏天，电脑已经能够很好地工作了。于是，小组成员将电脑带到拉斯维加斯。然后，他们开始赚钱了。

与此同时，精灵公司团队成员致力于培养出更优秀的赌博参与者。随着这方面工作的稳步推进，法默、帕卡德和其他的小组成员开

始将更多的精力用于考虑物理学方面的技术，这是整个项目的核心环节。他们已经推导出在预测轮盘旋转方面所需要的一系列方程，然而，对轮盘赌游戏的深入思索激发了他们对一个更为一般化的问题的兴趣。轮盘赌游戏是动态系统的一个案例，这类系统有很多非常有趣的特征。最重要的是，珠球所在的位置对初始条件非常敏感，这与洛伦兹所发现的天气系统特征非常类似。解决如何通过电脑计算出对预测轮盘赌游戏来说所必需的差分方程，在不知不觉中，已经将法默和帕卡德推到了混沌理论研究的最前沿。法默的导师是正确的，关于轮盘赌游戏的计算研究确实是一篇不错的论文选题。只不过，他并不知道，这篇研究论文将会是一种新思潮，而这种新思潮将会开辟一个全新的物理学时代。

1977年，精灵公司的一些物理学研究人员，如法默、帕卡德，一个名叫詹姆斯·克鲁奇费尔德（James Crutchfield）的本科生和一个年纪稍大一些的、名叫罗伯特·肖（Robert Shaw）的研究生开始成立了一个非正式的研究组织。他们为这个组织起了两个名字，分别是动力系统组织（Dynamical Systems Collective）和混沌阴谋集团（Chaos Cabal），他们交替使用这两个名字。罗伯特·肖抛弃了即将完稿的论文，开始全身心地研究混沌理论，法默也正式宣布从天体物理学转向混沌理论。到20世纪70年代晚期，混沌理论已经取得了巨大的研究成果。洛伦兹发明了很多基本的原理，而且还发现了混沌系统的一些简单案例，并详细描述了它们是如何变化的。洛伦茨是第一个意识到在混沌系统中也存在某种秩序的人：如果你画出很多遵循差分方程变化的物体的运动轨迹，你会发现，它们会展现出一些带有规律性的模式。这些模式被称为吸引子（attractor），因为它们能够引起其他物体的运动轨迹。

例如，在轮盘赌游戏中，吸引子跟轮盘的区域分布相关：不管珠球是以什么样的轨道运行的，从长期来看，它总是会落入某一区域范围内。不过，对其他的系统而言，吸引

子就会复杂得多。混沌理论研究的一个重要贡献就是，即使意识到系统是混沌的，这些吸引子却有着高度复杂的分形结构。

然而，尽管有这些理论基础，这个研究领域依然属于新兴学科。研究工作也是断断续续的，没有一个明确的研究中心。在通常情况下，物理学的研究生毕业论文的选题研究工作都是由一些研究生、一些博士后研究人员和一名教授组成团队，然后共同进行研究的。但是由于混沌理论是前沿科学，因此，该领域并不存在这样的研究团队，你根本不能去任何研究生院学习混沌理论。于是，动力系统组织试图建立这样的研究团队，他们希望自己独立研究，完成研究生学业。圣克鲁斯分校的一些研究人员对他们这种从传统学术课程中独立出来的做法表示怀疑，不过，物理系是新成立的，而且对新奇的思想持比较开放的态度。因此有很多教授支持他们的做法，同意最初的四个成员有资格自己指导自己在混沌理论领域攻读博士研究生。

正是从这个时候开始，可能是受到轮盘赌游戏经历的鼓舞，动力系统组织对预测变得非常感兴趣。这是一个考虑混沌系统的全新方式。绝大多数人都对预测非常感兴趣，因为很多事看起来似乎都是不可预测的。动力系统组织最重要的论文发表于1980年，这篇论文向我们展示了这样的思想：**你如何通过利用一系列的数据流，重构系统里的吸引子的状态。一旦你获得了吸引子，你就可能获得理解一段时间里某一混沌系统工作表现原理的核心内容，从而你就可以做出一些预测工作**。首要的前提是，吸引子被认为是一个理论工具，你只能通过解开某些方程才能获得这一变量。事实上，帕卡德、法默、罗伯特·肖和克鲁奇费尔德向我们展示了，我们完全可以通过考量系统是如何运行的来获得这一非常重要的实证变量。

动力系统组织存续了4年的时间，在这一段时间里，他们在混沌理论取得了重要的进步，并且试图将这么多年来关于轮盘赌游戏的思考

转变为受人尊敬的科学。然而，精灵们不可能一直待在研究生院。法默于1981年毕业，立即去了洛斯阿拉莫斯国家实验室。帕卡德在第二年也离开了，他在法国谋求到一份博士后研究职位。当他们俩离开的时候，他们的年龄大概是在30岁左右。精灵公司可以通过轮盘赌游戏赚钱，但这最终只是一个理想状态，而不是维持生活的方式。

考虑到20世纪80年代初期混沌理论的发展程度，不管是法默还是帕卡德能够找到学术性的工作简直是一个奇迹。因为在那个时候，很少有物理学家明白动力系统新理论到底是什么，更少有物理学家认为这是值得深入研究的新领域。洛斯阿拉莫斯国家实验室与圣克鲁斯分校很相似，他们的研究都远远地走在时代的前列，因此，法默很幸运，能够在这个新兴领域的研究中心工作。帕卡德同样也很幸运。在法国度过一年的博士后研究生活后，他在新泽西州普林斯顿大学的高等研究所和伊利诺伊大学的复杂系统研究中心都找到了工作岗位，这两个地方也都是开展复杂系统研究的理想场所。对法默来说，1984年，境况进一步好转，因为在这一年，实验室的一群高级科学家们发起成立了一家新的研究中心，致力于复杂系统的研究，其中就包括混沌理论。这个中心就是圣塔菲研究所（Santa Fe Institute）。物理学在圣塔菲研究所中发挥着最为核心的作用。不过，中心的成立是为了更好地开展跨学科之间的合作研究，复杂系统和混沌理论横跨物理学、气象学、生物学和计算机科学等多个学科领域。很快，圣塔菲研究所的学者们就意识到复杂系统和混沌理论还可以应用在经济学领域中。

国际金融其实是一个复杂系统

20世纪80年代早期，复杂系统和混沌理论研究中的一个主题是这样的一个思想：**简单的大规模结构可以从基础流程发展而来，而这些基础流程看上去并不具有这样的大规模结构**。我们以大气物理学为

例，对此加以解释说明。在大气中，最小规模的大气结构包含着一堆气体粒子，它们在空中随处游荡。然而，当我们回头看的时候，我们会发现这些毫无思想的微粒以某种方式组织起来，形成了强大的飓风。同样的现象也出现在生物学中。单个的蚂蚁看上去行为方式很简单，外出觅食，按照各种其他蚂蚁分泌物的轨迹行动，搭建巢穴。然而，将它们的个体行为与整体行为结合起来考虑，我们就会发现，它们形成了一个集群，这个集群的力量看上去要比它们简单的结合力量更加强大。作为一个整体，蚂蚁集群甚至有能力对自身的环境系统进行调整和改变，或者决定个体蚂蚁的生死状态。一旦这些思想在圣塔菲研究所得到传播，很自然就会有人想到，**一个国家的经济和市场的表现同样也可以理解为个人的集体行为活动。**

1986年，圣塔菲研究所主办了经济学领域的第一场研讨会，这场研讨会的主题是“国际金融其实是一个复杂的系统”。此时，法默已经是洛斯阿拉莫斯国家实验室复杂系统研究小组的负责人，他被邀请在此次研讨会上发言。被邀请发言的科学家并不多，而法默是其中之一。这是他第一次涉足经济学领域，其他的发言人大多数来自不同的银行以及商学院。这些银行家们向一群科学家们介绍了他们的模型，而科学家们则被银行家们所介绍的模型惊呆了，因为这些金融模型在科学家们的眼中，实在是太小儿科了。与此同时，银行家们的感受却不一样，他们似乎听到了来自未来的神秘呼唤，尽管他们现在还不能真正理解科学家们说的是什么。他们感到很兴奋，催促圣塔菲研究所再举办一次研讨会，邀请顶级大学的经济系大师们都来参加。

隐藏在第二次研讨会背后的逻辑思想是，**即使金融从业者们不能够追随物理学和计算机科学领域的最新发展，但毫无疑问，经济学家们能够赶上它们发展的步伐**。遗憾的是，事情的发展并不是像预想的那样。法默和帕卡德都做了主题发言，圣塔菲研究所的其他学者也都做了相应的发言。经济学家们也跟他们一样，做了演讲和展示。但两个群体之间的交流和沟通却很少。这两大群体来自完全不同的两个

领域，文化差异比较大，对许多事情的看法有很大的差别。物理学家们认为经济学家们将事情看得太简单了，而经济学家们则认为物理学家们所讲的事情没有任何意义。两个群体就关键性问题达成一致意见的情形并没有出现。

圣塔菲研究所并没有被这个困难所吓倒，他们于1991年举办了第三次研讨会。然而，这一次研讨会，经济学家们却并没有参加。相反，研究院向银行和投资公司的金融从业者们发出了会议邀请，因为他们才是让金融市场真正运转起来的人。这次会议的基调务实多了，会议重点关注的是如何构建模型、测试模型以及如何运用模型来制定具体的交易策略。与经济学家们相比，金融从业者要好相处多了，他们没有那么抵触和对抗。因此，当研讨会结束的时候，双方都对彼此所做的贡献感到非常满意。特别是法默和帕卡德，对实际的金融交易是如何进行的已经了解得非常清楚。同时，他们也很清楚地知道，他们可以做得更好。一个月之后，他们告诉各自的雇主他们将要辞职。因为在他们看来，是时候参与这场大变革了。

预测公司

创建一家公司与制造一台收音机、一个摩托车引擎或者一台用来战胜轮盘赌游戏的电脑相比，是完全不同的一件事情。然而，很多相同的技巧却被反复证明是有用的：**将很多细小的东西以一种全新的方式组合在一起的眼界；对有些东西加以胡乱摆弄直到你最终弄出一个成品的耐心；不屈不挠的毅力**。创造新产品是一个容易让人成瘾的事情，这或许就是为什么有那么多的企业家来自工程师和科学家的原因吧。

法默和帕卡德同样都受到了反现存社会体制潮流的影响，这将他们带回到创立精灵公司的那段时光。公司在最开始成立的时候，首先并不是想进入金融领域。新成立的公司精神与当初攻克轮盘赌游戏而

成立的小组精神一致：具有一点儿雅皮士的冒险精神，回归到纯粹的研究文化，而且不设定任何条条框框。1991年3月，在新公司的第一次正式会议上，法默穿着一件印着“吃掉有钱人”的T恤衫出席。

然而，此刻他们所面临的风险却比当初轮盘赌游戏项目所面临的风险要大许多。法默和帕卡德都希望项目能够运转起来，他们相信真实的商业智慧对他们可能会有比较大的帮助。于是，他们引进了第三个合伙人，由原来的物理学家转变为企业家的吉姆·麦吉尔（Jim McGill）。1978年，麦吉尔成立了数字语音公司（Digital Sound Corp.），这是一家专门从事微芯片生产的公司，这些微芯片能够将电子音乐设备和麦克风产生的数据储存起来，然后传递到语音信箱设备中。至少在名义上，麦吉尔是预测公司的CEO，代表着公司形象的他经常穿着拖鞋和蓝色牛仔裤。法默和帕卡德极其擅长设想如何打理一亿美元的资本，而麦吉尔的任务则是找到一个能够给他们出一亿美元的那个人。如果说预测公司与精灵公司之间有什么不同的话，这就是麦吉尔的出现。

事实很快证明，找到潜在的投资者并不像公司创立者想象的那么困难。在圣塔菲研究所举办经济学研讨会期间，法默和帕卡德已经为他们自己打下了名声。因此，当法默和帕卡德准备离开学术圈投向华尔街的传言满天飞的时候，一些有影响力的人物开始重视这个传闻了。为了更体面地出席如美国银行和所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）举办的会议，法默不得不给自己买一套合适的西服。在《时代周刊》发表了一篇名为《如何界定旧剑打造的新犁头》（*Defining the New Plowshares Those Old Swords Will Make*）的封面文章之后，情况进一步好转。这篇文章关注的是在第二次世界大战期间被军事工业招募的物理学家们随着冷战时代的结束开始偏离了原来的工作范围。考虑到法默曾经在洛斯阿拉莫斯国家实验室工作过，这篇文章将预测公司的成立作为头条，这倒是与法默的经历很契

合。在这篇文章刊登之后，从富有的石油商人到华尔街的银行家，数百名的投资者给预测公司打来电话。

融资并不是特别困难的事情，难的是这些潜在的投资者到底想得到什么。华尔街的有些公司开始对成立一家基于预测公司的对冲基金感到很兴奋。不过，如果想要成立一家对冲基金，法默和帕卡德就需要在全国游说以筹集资金，而他们不喜欢这么做。从理想的状态来看，他们希望获得种子资金的青睐，这样的话，他们就能够专心于公司科学技术的发展。也有其他的公司愿意出钱完全买下预测公司，但对创建公司的这帮人来说，这同样也没有什么吸引力，因为他们下定决心要打破常规，在竞争中脱颖而出，准备自己好好干一番事业。还有一些公司希望通过追加投资换取公司的部分股权，不过，他们更多关心的是他们的投资回报率。例如，早在1988年就成立了一家名为D.E.肖联合公司（D.E. Show & co.）的对冲基金的戴维·肖（David Shaw），希望前期风险资本的投入换取预测公司的知识产权。戴维·肖曾经是哥伦比亚大学计算机系的教授。

许多公司的出价非常具有诱惑力，法默和帕卡德却委婉地回绝了。这似乎有些不对劲儿，毕竟他们不可能永远用他们个人的支票账户来负责投资公司的运营。到1992年3月，随着公司成立一周年时间的临近，压力迫使他们必须找到一笔资金来支撑公司的运转。

不得不说，法默、帕卡德和预测公司的其他合作者运用混沌理论预测市场或者其他事情的发展趋势，这一思想还是很吸引人的。事实上，这也正是他们的公司跟其他公司的不同之处。然而，这种说法不是完全正确的。法默和帕卡德并没有运用混沌理论成为一名气象学家或者物理学家。他们在其他领域所做的事情，不像在金融领域所作的那么深入。**在金融领域，他们试图寻找市场背后存在的分形几何，发现控制金融系统运转的决定性规律**。

法默和帕卡德各自花了15年的时间所研究的混沌理论，在帮助他们理解复杂系统是如何工作方面，起到了史无前例的效果（从1991年的标准来判断）。而且，运用电脑和经济学领域（或者很多是在物理学领域）所受的数学教育来研究现实问题，在之前看来，似乎是不可能的事情。他们在混沌理论领域的工作经历帮助他们更好地理解了有规律的模式，这些模式通常具有较强的预测能力，但却很可能会被随机的表象给掩盖起来。这些经历同时向他们展示了应该如何运用正确的统计测量方式来确定真实的预测模式；如何检测反映市场行为模式的数据；以及最终如何找到模型在什么时候无法发挥预测的功能。他们对肥尾分布和狂放随机分布的统计特征非常熟悉，而这两种分布特征正好是物理学中的复杂系统和金融市场的复杂系统的重要特征。这意味着他们可以轻松地运用曼德博关于风险管理的部分思想，而且是用接受传统经济学教育的学者不能运用的方式进行的。

统计套利与黑盒子模型

就预测公司而言，市场可能是混沌的，当然，也可能不是混沌的。市场行为中的随机程度可能是各种各样的。控制市场运行的或许是一些简单的规律，或许是一些极其复杂的规律，或许是一些变化非常迅速以至于之前都没有记录过的规律。预测人员所作的事情，其实就是试图从大量杂乱的信息中提取少量有用的信息。这与大量的投资者想要找寻的规律其实是类似的：市场将会对如利率变化或就业数据等经济信息做出什么样的反应；一个市场上这些变量的变化将会引起其他市场发生什么样的变化；不同行业之间的发展又是如何交错影响的。

他们常用的一个策略就是被我们称为统计套利（Statistical arbitrage）的策略，这一策略的工作原理就是打赌股票的某些统计性特征将会再次出现，即使这些特征短暂性地消失了。最经典的例子就

是配对交易（Pairs trading）。配对交易主要是通过观察与公司股票价格密切相关的其他公司的股票来执行的。我们以百事可乐和可口可乐为例。实际上，任何非针对具体公司的新闻对百事可乐公司产品的影响与对可口可乐公司产品的影响都是一样的，这也就意味着两家公司的股票价格的变化通常来说都是类似的。但是，两家公司股票价格的变化却不是完全同步的，所以，有时，公司的股票价格与它的长期表现相比会变得不正常。如果百事可乐公司的股票价格有小幅上涨而可口可乐公司股票价格却没有任何变化，考虑到这两家公司之间的关系，你会卖出百事可乐公司的股票而买入可口可乐公司的股票，因为你有充足的理由相信，两家公司的股票价格将会发生相反的转变，从而回归到正常状态。法默和帕卡德并没有提出配对交易的概念。

> 配对交易是20世纪80年代摩根士丹利开发出来的前沿性金融产品，是由一位名叫努兹奥·塔尔塔利亚（Nunzio Tartaglia）的天体物理学家和一位名叫格里·班伯格（Gerry Bamberger）的计算机科学家共同研发出来的。不过，法默和帕卡德却将新层次的严谨性和复杂性带到了统计性关系的确定与测试中，而这些交易策略都是以他们的研究为基础的。

这里所说的复杂性其实就是某些工具的方程，而这些工具，法默和帕卡德完全有能力从他们所学的物理学知识中引进过来。例如，作为一名物理学家，帕卡德对电脑程序中某一种前沿研究非常熟悉，这就是我们所熟知的遗传算法（Genetic algorithm）。算法就是一系列指令的集合，可以用来解决某个特殊的问题。假设你准备确定某个实验所应该具备的理想条件是什么，传统的方法可能是需要你花很长时间去挨个排查，然后找到一个最佳的答案。这可能需要很多表格，但是看起来很直观。遗传算法则不一样，这个办法在解决这类问题的时候通常都是通过间接的方式实现的。你首先从所有可能的答案出发，也就是说，你会面对一系列可能的实验条件，然后对它们进行比较分

析，就像动物们对资源的争夺那样，运用的是排除法。最有效的那些解决方案首先会脱颖而出，然后进入下一轮的竞争。这样的流程一直进行下去，留下来的都是最合适的，而这个合适的程度就取决于最优化所设定的标准，比如，在设定的条件下，实验的结果将会表现如何。事实证明，在很多情况下，**遗传算法能够非常迅速地找到那些很难的物理问题的最优或近似最优的方案**。

总的来说，物理学家们，特别是法默和帕卡德，已经发明了多种的最优化演算法。这些演算法跟遗传算法一样，都具有相同的目标，通过认真地设计这些不同的演算法从而实现不同的目标任务。这些演算法都有相同的模式轨迹： **它们首先梳理相关的数据，在同一时间检测上百万的模型，然后找到那些具有预测功能的信息。**

然而，就这些演算法而言，在解决物理学方面的问题，并没有什么特殊之处。它们可以运用到任何领域中，包括金融领域。假设你在日元货币市场与大米期货市场之间发现了一些非常奇怪的统计特征，看上去，有足够的信息表明，如果日元升值，那么大米期货价格也会随之上涨。因此，当你注意到日元可能会往上走时，你应该买入大米期货合约。其他情况下也可以，比如，你可以对百事可乐公司和可口可乐公司的股票做相应的配对交易。

我们注意到，在这些案例中，基本的策略是非常清楚的。生活中有各种各样的可能性与这些基本策略相适应。为了更加科学地分析这一问题，你可能特别想搞清楚，日元与大米期货的价格之间的关系是如何紧密相连的，它们俩之间的相关性是不是会随着其他市场环境的变化而发生改变。你可能还特别想知道你应该买入多少大米期货合约，在什么时候购买，日元上涨的可能性会最大。然而，从这些相关的变量中找到一个最佳的方法可能是一项非常费时费力的工作，你可能永远没法保证你所做的就是完全正确的。与此同时，你还可能错过一些机会。不过，如果你运用了遗传算法，你就可以让建立在日元和

大米期货合约假定关系基础上的上千种数量的模型以及交易策略相互比拼。然后，你很快就会获得一个最优策略，或者近似于最优的策略。这就是预测的多样性，但是，它并不要求你完全掌握混沌理论对市场的描述。它比混沌理论更容易实现，并能够选择最优方案。

预测公司另外一个重要的思想是一次性运用大量不同的模型，而每一个模型都是建立在有关不同资产统计特征的不同简单假设基础上的。法默和帕卡德进一步发展了演算法，可以让不同的模型“选举”不同的交易。只有当他们的模型能够达成一致意见时，他们才会选择这一策略，而这个一致意见通常会带来成功。选举这件事情，听上去好像跟物理学没有任何关系，但它来源于法默和帕卡德日常关于复杂系统研究的基本思想。允许很多不同的模型通过选举确定哪一个交易策略是最强悍的，从某种意义上来说，他们就不需要去详细了解每一个模型的具体情况。寻找最强悍的模型与在复杂系统中寻找吸引子，这两者之间存在着紧密的关系，因为吸引子也是完全独立于初始条件的。

通过运用演算法从而确定最优策略，这种类型的模型，在金融行业，通常被称为黑盒子模型（Black Box Model）。黑盒子模型与布莱克-斯科尔斯模型以及之前的模型都有非常大的区别，以前的模型的内部工作原理不仅透明易懂，而且，它们通常对模型为什么会起作用还提供了非常有见地的观点。黑盒子模型与它们比较起来，就显得非常不透明。因此，它们通常看上去很唬人，特别是对那些并不知道这些模型是怎么来的、或者为什么这些模型值得信赖表示怀疑的人来说，它们显得格外可怕。在预测公司使用黑盒子模型之前，偶尔也有其他公司会运用这一模型，不过，预测公司是第一家在黑盒子模型基础之上构建一个完整商业模式的公司。在选择交易策略方面，这属于一个全新的方式。

神秘的高科技公司

在加盟公司将近一年时间之后，预测公司的高级合伙人并没有赚到什么钱。投资公司需要找到一些值得投资的项目。法默、帕卡德和麦吉尔在没有任何工资收入的情况下继续前进，哪怕情况变得更加糟糕，他们也要坚持下去。他们用自己的私人存款已经为他们的研究生团队和电脑工程师们支付了8个月的各种开支，从1991年7月开始，所有的人都在格里芬大街的办公室住了下来。但是，面临选择的时间终究还是来了。合伙人们都知道他们并不想将公司这么快就卖掉，不过，将公司变成其他人的对冲基金的想法，看上去开始有点吸引力了。至少，他们还有资本，而且他们或多或少是独立的。他们花了好几个月的时间跟可能的合伙人进行面谈，在这个时间点上，他们很难想到其他更好的解决办法。

1992年3月上旬，奇迹发生了。法默被邀请在一次电脑科学年会上做主题演讲。他非常高兴地答应了这次邀请，因为他知道很多硅谷的投资者将会参加这个年会，他们可能会提供一些无附加条件的融资帮助。法默发表了关于电脑在预测领域所起作用的演讲，这一演讲引发了不少关注。演讲之后，当法默正在整理讲义的时候，一个穿着正装的男子向他走过来。他自我介绍说他叫克雷格·海马克（Craig Heimark），是奥康纳联合公司的一名合伙人。奥康纳联合公司在格林鲍姆和斯特鲁夫的指导下，成功地修正了布莱克-斯科尔斯模型，考虑到肥尾分布的假设，从而赚到了公司的第一桶金。到1991年，奥康纳联合公司已经是芝加哥商品期货交易市场里最大的交易商之一，交易的品种主要集中在高科技金融衍生品上。公司的雇员有600人之多，管理的资金规模高达几十亿美元。奥康纳联合公司并不使用非线性的预测方法，而预测公司对金融衍生品也并不感兴趣。然而，奥康纳联合公司却是由一群注重预测分析的人建立起来的。事实上，奥康纳联合公司最近所雇用的一名员工，正是法默和帕卡德从事学术研究时代的一位朋友兼研究伙伴。

在法默和海马克碰面后不久，法默接到了另外一位奥康纳联合公司合伙人戴维·温伯格（David Weinberger）的电话。温伯格是最早的一批宽客之一，他之前在耶鲁大学教授与运筹学相关的课程，从本质上来看，运筹学属于应用数学的一个分支。1976年，他离开耶鲁大学，加盟高盛公司，他到高盛工作的时间甚至比布莱克还要早。1983年，他跳槽到了奥康纳联合公司，目的是帮助奥康纳联合公司更好地运用布莱克-斯科尔斯模型来构建新的交易策略，因为越来越多的公司都是这么干的。即使是在1991年，在金融行业，既能够游刃有余地进行大规模交易，又能够运用科学家的语言驾驭预测公司的运转，这样的人并不多，而温伯格就是其中的一员。温伯格是在一个星期五的下午从芝加哥打来电话，而到了星期六上午，他已经坐在法默位于格里芬大街的办公室里了。

后来的事实证明，奥康纳联合公司就是预测公司希望合作的那类公司。很大一部分原因就在于奥康纳联合公司的工作人员完全有能力理解法默和帕卡德所做的事情到底是什么，并且能够给予公正合理的评价。在他们最终达成的协议中，预测公司依然保持其独立性。奥康纳联合公司为预测公司提供投资资本，换来的是预测公司大部分的收益。同时，它还为预测公司提供资金支持，而这笔资金正是预测公司所需要的，因为他们可以用这笔钱来给员工发工资，同时还可以购买一些必要的设备。

从那个时候来看，预测公司与奥康纳联合公司的合作是那么的完美。而且，后面的发展表明，结果比预测公司的创业者们所希望的还要好。当奥康纳联合公司敲响与预测公司合作的大门时，它已经与瑞银公司（Swiss Bank Corporation, SBC）保持了相当长一段时间的合作伙伴关系，而瑞银公司是瑞士一家有着一个半世纪悠久历史的银行。1992年，当奥康纳联合公司与预测公司合作协议刚刚签下不久，瑞银公司就对外宣布它准备完全收购奥康纳联合公司。预测公司发现

他们与奥康纳联合公司在未来经营和发展方面志趣相投，而且还可以获得来自瑞银公司的更深层次的资金支持。温伯格在瑞银公司担任高级管理人员的职位，同时还继续担任负责与预测公司联络的主要联络官。这是一个非常完美的安排，预测公司取得了巨大的成功。

1998年，瑞银公司与规模更大的瑞士联合银行（Union Bank of Switzerland）合并，组成了今天的瑞银集团（UBS），它是今天世界上最大的金融集团之一。尽管公司规模不一样，然而，大多数瑞银集团的高级管理职位都是由瑞银公司的经理人员担任的，他们与预测公司依然维持原先的良好状态。

预测公司，遵循奥康纳联合公司作为一家秘密的高科技公司的传统，从来没有将它成功的经验向外透露过。无论是之前的高级管理人员，还是现在的董事会成员，没有一个人被授权可以与我分享任何秘密的信息。这看起来似乎非常神秘。毕竟，既然你已经取得了这么大的成功，为什么还要藏头藏尾，将它隐藏起来呢？这大概是因为，在华尔街，成功会引发大家争相模仿，当越来越多的公司都执行与你相同的策略时，每一家公司所获得的利润空间就大大减少了。也有其他的一些迹象表明预测公司确实取得了巨大的成功。正如我采访的某个董事会成员所指出的那样：即使过了十多年的时间，预测公司仍然是瑞银集团非常活跃的一个子公司。另外一个可靠的消息来源也表明：在公司前15年时间的发展历史中，其风险调整后的收益率几乎是同一时期美国标准普尔500指数收益率的100倍。

法默在预测公司待了大约10年的时间，对研究工作的热情重新将他拉回到学术界。1999年，他在圣塔菲研究所获得了一个全职的研究工作岗位。帕卡德在预测公司待的时间要更久一些，他以CEO的身份一直工作到2003年。随后，他离开预测公司，重新开了一家公司，即原生公司（Protolife）。当法默和帕卡德离开的时候，他们给公司留下了鲜明的特点：**对统计数据的深刻领悟，以及对物理学提供的工具加**

以创造性地合理再利用，可以战胜任何人。现在，我们该处理其他的一些新问题了。

最聪明的投资者

自2007—2008年金融危机爆发以来，黑盒子模型以及更常见的算法交易就受到了人们的疯狂反对。这些负面的评论并没有冤枉它们。黑盒子模型经常表现不错，不过，毫无疑问，想要准确地找到为什么它们有效，或者完全预测到它们什么时候会变得无效，这是不可能做到的事情。这就意味着，黑盒子模型的建立者并没有能力确定进入他们模型中的这些假设条件在什么时候将会变得失效。为了继续寻找这方面的理论支持，研究人员一直用统计方法的连续测试去验证它的可信度，并决定在多大程度上它们可以按照最开始计划的那样继续使用。而这将会让它们看上去风险更大，在某些情况下，如果判断不当，它们确实具有很大的风险。它们很容易被滥用，因为，如果某个模型在之前的使用过程中效果不错的话，人们就很容易相信，不管发生什么，这个模型还会继续发挥作用。

然而，最终数据会胜于理论。这就意味着，不管你的模型（非黑盒子模型）获得什么样的理论支撑，最后，你还是需要通过它的表现来对它做评价。即使是最透明的模型也需要通过同一类统计方法进行连续的测试，这一方法也要用于评估黑盒子模型。这方面最有说服力的例子是通过认真审视布莱克-斯科尔斯模型的失败获得的，其失败就在于没有考虑波动率微笑的影响，而那可以看成是1987年股市崩盘的余波。模型的支持理论是一把双刃剑：一方面，这可以帮助从业人员更好地理解模型的局限性；另一方面，它也可以让你形成一种错误的自信心，以为掌握了模型的理论支持依据，就相信模型肯定是正确的。遗憾的是，科学在这方面并不起作用。从最新的观点来看，黑盒子模型与其他模型相比较，依然具有一定的优势，因为我们是通过它

的实际成功率来评价它的有效性，而不是建立在“它应该成功”的信念上来评价它的有效性的。

对黑盒子模型还有另外一层担忧，这个层次的担忧超过了它的不透明性。到目前为止，所有我讨论过的物理学家们的工作，从巴施里耶到布莱克，都认为市场是不可预测、随机游走的。唯一争论的焦点是随机游走的特征，以及市场的表现是不是可以被看成是服从正态分布。巴施里耶和奥斯本第一次发现市场是不可预测的，自从那个时候开始，这一思想就在有效市场假说的支撑下，构成了主流金融理论的核心原则。

然而，预测公司以及许多随后成立的其他黑盒子交易集团都声称，**在短时间里，在特殊的环境下，可以预测市场将会如何表现与运行**。不过，预测公司从来没有预测过金融衍生品的变化。它的模型直接预测市场将会发生什么样的变化（以很多经济学家和大量的投资者认为不可能的方式）。不管怎么说，预测公司还是取得了成功。

对预测公司所取得的成功表示怀疑是有理由的。投资有时候取决于运气。市场是随机游走的，这一观点不仅仅是经济学界的传统观点，大量的统计数据也支持它。于是，人们会再次想到，市场是随机游走的，这一观点可能是源于市场是有效的，市场价格是对各种各样信息的快速反应，这些信息都是关于某一公司未来的预期表现。这一观点与预测公司所取得的成功并不是必然对立的，这听起来像是一个悖论。但是，好好想一想有效市场理论的基础。标准的理论逻辑关系都是这样的：假设参与市场的方式有很多种，也就是说，存在很多种可以在一段时间范围内预测价格将会如何变化的方法。于是，投资者将会快速对这些消息进行资本化处理。如果市场总是在5月的最后一个星期处于阶段性的高点位置，或者市场总是在巨人队赢得比赛后的那个星期一下跌，一旦这一模式被关注，那么，聪明的投资者就会在5月的月底卖出股票，并且在巨人队赢下比赛的时候买入股票。其结果就

是，股票将会在5月底下降，而在巨人队胜利后的那个星期一上涨，从而根本上改变了原来的模式。有一点很明确，**每一次，当某位经济学家看上去已经从市场行为中找到了某种模式，但当他想从下一次的研究中来证实这一发现时，结果总是需要他对之前发现的模式做修正。**

这足够公平。这样的推理可能会让你觉得，即使市场遭遇了外来力量的重击，还是有强大的内部程序让市场快速回到原来的状态中。那么，这些内部程序到底是什么呢？它们包含了所谓的聪明投资者所采取的行动，这些聪明的投资者能够很快地确认某些模式，并且根据这些模式来修正他们的交易策略。这些聪明的投资者正是让市场沿着随机游走的模式变化的原因所在，或者至少让市场是按照某些标准线变化。不过，他们却是通过正确地辨认预测模式来做相应的调整。这些模式可能很快就消失了。但是，如果你是第一个注意到某一模式的人，这种自我修正的市场观点可能并不适用。

这些说明了什么呢？它意味着，即使你非常认真地考虑了有效市场的标准线，**对聪明的投资者来说，依然有盈利空间。你需要做的事情，就是成为最聪明的投资者，与市场的变化合拍，运用各种工具找到能够将这种模式转变为盈利的方法。**想要完成这一任务，拥有几十年从混沌系统里提取信息的从业经验，外加一间摆满超级电脑的房间可能会给你带来巨大的帮助。换句话说，预测公司之所以能够成功，就是因为它尽最大的可能让自己变成了最聪明的投资者。

当然，并不是每一个人都接受“市场是有效的”这一观点。法默就是其中之一，他经常批评“市场是不可预测的”这一观点。他有非常充足的理由，因为他自己就是通过预测市场而获得了巨额财富。同样的，狂放随机也是潜在混沌的一个信号，它表明市场经常存在着足够的结构信息帮助人们做出有用的预测，而这看上去似乎与直觉相反。因此，不管你是如何看待市场的，预测总是有其生存的空间。所

以，有那么多投资者追随法默和帕卡德的开创性步伐，一点儿都不让人觉得奇怪。

自从第一台电脑搬进格里芬大街123号大门的那一天开始，在接下来的20年时间里，黑盒子模型完全掌控了华尔街。它们是宽客的对冲基金所运用的最主要的工具，从D.E.肖联合公司到城堡投资集团，都是如此。预测已经形成了一个产业。

07
不是黑天鹅，而是龙王

索内特并不认为所有的黑天鹅都是龙王伪装的，或者说，并不是所有的市场崩盘都是可以预测到的。不过，他认为，很多事情看上去像黑天鹅，但它们确实释放出了很多警告性信息。在很多情况下，这些警告信息以对数周期特征展示出来，我们可以从数据中发现这些特征。这些特征只有当系统处于很特殊的状态时才会出现，而这些状态就是巨大灾难降临的暗示。

迪迪尔·索内特（Didier Sornette）再次看了看数据，他摸了摸自己的前额头，陷入了沉思：这种模式是不可能会错的，一定是有什么事件将要发生了，而且还是大事件！他很确信这一点，尽管预测这样的事情将要发生是非常难的。他向后倾了倾身体，透过他那位于加州大学洛杉矶分校地球物理学院办公室的窗户向外望去。这样的大事件将会带来一系列后果，然而问题是，该如何处理这个大事件呢？他应该发出警告吗？人们会相信吗？即使有人相信，又能够做些什么呢？

那是1997年夏季的晚些时候，索内特已经追踪研究这一理论有多年了，尽管将这一思想运用到当前的环境下还属于比较新的潮流。不过，他还是有大量的时间通过历史数据来检验这一理论。每一次，在重大事件发生之前，他都能够从历史数据中发现这些相同的特征模式。它看上去像一条波浪线，但随着时间的变化，振动会变得越来越快，峰值之间的距离变得越来越短，似乎这些高点试图在向同一个位置集结。这是至关重要的一个点位。不管是从理论模型来看，还是从实证研究来看，索内特都发现这些模式如此清晰有力，足以做出相关

的预测，从而判断出这个至关重要的点位将会在什么时候出现。这个相同的模式总是会在各种各样的情形中出现：在地震发生前，在雪崩发生前，在某种物质爆炸发生前。然而，这一次，情况却不一样。这次，索内特事先发现了这种模式。意识到“预测是可能的”与实际的预测相比，两者之间还是有很大的区别，因为前者仅代表一种无风险的努力。然而，索内特这次很自信，他敢打赌，这一次他的预测是正确的。

他拿起电话，打给他的同事奥利维尔·列多特（Olivier Ledoit）。列多特是加州大学洛杉矶分校安德森管理学院的一位年轻教员。索内特在电话中告诉了这位朋友他的发现：数据表明，有一件非常重大的事件即将发生。可能是一件惊天动地的大事件，不过，不是发生在地质学领域，而是发生在金融领域。这个事件可能会给全世界的金融市场带来致命的打击，索内特甚至能够说出它会在什么时候发生。他的计算表明，到10月末的时候，也就是几个月之后，这个事件就会发生。

索内特按照这样的方法在金融学领域已经做了很多年的研究工作，不过，即便如此，他仍然是一位物理学家。列多特则熟悉金融行业，可能会帮助他搞清楚接下来会发生什么。两个人制订了一份工作计划。首先，他们将会把这些警示整理成文件在权威部门存档。索内特与他的博士后研究导师，加州大学洛杉矶分校的另外一名地球物理学家同时又是经济学家的安德斯·约翰森（Anders Johansen）共同完成了一份通告，并将它发给了法国专利局。当然，当时没有人会相信他们，任何一种分析市场的传统方法都被认为具有不稳定性。即使等到市场真的崩盘了，也仍然没有人会相信他们，只不过，那时的理由又是另外一个：他们的声音会被那些成百上千的、宣称自己早就预料到崩盘会发生的经济学家和投资者们的声音所淹没。提交给专利局的通告将会是他们的保险，因为这证明了在危机来到的一个月之前，他

们已经真正预测到了危机。通告是在1997年9月17日填写的，它预测在这一年10月的晚些时候，市场将会崩盘。

第二步该怎么办呢？赚钱！当市场上涨的时候，赚钱是比较容易的一件事情。然而在很多时候，**只要你预测到市场将会崩盘，那么，你同样可以通过很多方式利用市场崩盘赚到更多的钱，这也是获取暴利的好机会**。虽然赚取暴利的方法很多，但是，最简单的方法就是买入看跌期权（put option）。之前我们讨论的期权都是我们所熟悉的看涨期权。看涨期权意味着你买入了这样的一个权利：可以按照事先确定的某一价格，也就是我们所说的执行价格，在未来某一时间点买入约定数量的股票。如果股票的市场价值超过了执行价格，那么，你就会盈利。因为你有权利按照事先约定的价格买入股票，然后，再以更高的市场价格卖出，从而赚取股票差价。当然，即使股票价格没有上涨，那也没什么大不了的。你只是支付了购买期权的费用，并没有为本身价格水平比较高的股票支付任何成本。看跌期权的原理正好与看涨期权完全相反，你购买的是一种可以按照约定价格卖出股票的权利。在这种情况下，当股票的市场价格跌到执行价格以下时，你就可以盈利。因为，你可以在市场上以比较低的价格买入股票，然后按照比较高的执行价格卖出股票，赚取中间的差价。

让我们回顾一下之前讲过的深度虚值期权（Far-out-of-the-money option），这是一种只有当市场出现剧烈波动时才有价值的期权。由于剧烈的市场波动一般情况下都不会出现，因此，深度虚值期权的价值非常之低，因为卖出这类期权的销售者认为他们所承担的风险是非常小的。然而，当市场崩盘的时候，这些深度虚值期权就会变得非常有价值，基本上可以忽略其原始成本。因此，当你知道什么时候市场将会崩盘时，你可能就会在非常短的时间里，在承担相对较小风险的情况下，获得极大的盈利。这种投资方法肯定完胜“买入并持有”的投资方法。当然，所要解决的问题就是如何预测到那些不可能预测的事情。

爆炸，破裂与罢工！

想象一下给气球充气的过程。充气之前，气球就是一小块儿橡胶。在没有充气的状态下，气球富有弹性，而且很难被撕坏。你可以用任何你喜欢的方式去刺破或者捅破它，甚至可以用一把锋利的小刀，但是除非你事先将气球拉开，否则，你很难用刀刺破它，甚至针也没有办法对它造成任何实质的损伤。现在，我们开始给气球充气。在吹了几下之后，气球开始膨胀。充进去的空气开始让气球壁扩张开来，并且给表面足够的力量从而形成了一个球形。此时，气球还有一定的弹性，弹性的大小取决于你充进去了多少空气。当气球充进去的空气比较充足时，一把锋利的小刀可能很容易就会划开气球表面的橡胶。但是，这个时候，气球不会爆炸，即使你使劲地去刺它，也不会爆炸。刺破气球会让里面的空气泄露，但空气并不是瞬间就会泄露完的。

然而，当你将更多的空气充进气球的时候，它开始对不断增加的外部压力感到敏感。一个完全充满空气的气球，树枝轻轻一划，或者某个尖锐物体轻轻地触碰，都有可能让它爆炸。毫无疑问，用针刺它也会让其爆炸。事实上，如果你持续向气球里面充气，充到一定程度的时候，你只需要手指轻轻一碰，或者再多充进去一点点的空气，它同样也会爆炸。一旦气球爆炸了，不需要花多大力气就会产生戏剧性的效果：气球分裂成很多碎片的速度比气球爆炸声音传播的速度还要快。

什么让气球爆炸了呢？从某种意义上来说，这是由外部因素引起的：你手里拿着的一根树枝、一根针或者来自你手指间的压力。然而，在大多数的情况下，同样是这些因素，却对气球没有任何影响或者影响非常小。气球需要充气，甚至需要过度充气，这些外部的因素才会让它爆炸。更进一步说，这些特殊的外部因素其实并不重要。最

为重要的是，当气球被刺破的时候，它应该是处于高度膨胀的状态。事实上，外部因素其实并不是真正让气球发生爆炸的原因。气球内部的不稳定性，才是让其发生爆炸的真实原因。

气球爆炸只是众多我们所熟知的破裂现象（rupture）中的一种。当承受压力的时候，各种各样的物体都有可能会发生破裂。破裂的发生，经常会被我们认为是“压死骆驼的最后一根稻草”效应：给某一物体施加压力，引发物体内部压力上升的力量，如气球里面的空气、被摇晃的碳酸饮料瓶里面的气体或者累计压在骆驼背上的力量等，从而导致物体内部结构出现不稳定性，这个不稳定性反过来让物体最终发生了爆炸。这些爆炸，有时候也被称为突发事件，它们都是属于破裂现象的一种。就好像气球爆炸的时候一样，破裂的物体迅速地改变了它原有的状态，在这个过程中，释放出了巨大的能量。其他情况，如用一根针来刺一个只部分充气的气球，事情的效果显得比较微弱。这种效应倾向于叠加，不断累积会让效果变得越来越大。

除了索内特之外，没有其他人做过这方面的研究，来帮助我们提高对破裂的理解。索内特是让人感到惊讶的多面手和学术高产人士。在50多岁的时候，他就在30年的学术生涯里就发表了450篇以上的科学论文。他还写了4本书，有一本是物理学的，有两本是金融领域的，还有一本是研究齐夫定律的，这种不常见的分布第一次吸引了曼德博的注意。比学术作品数量更令人惊讶的是，索内特的研究范围非常广泛。大多数的物理学家，哪怕是最成功的物理学家，都只是在关系非常紧密的一些领域开展研究工作。在一个全新的领域再次成为专家是一件非常困难的事情。对绝大多数人来说，一辈子有过一次或者两次这方面的经历就已经足够了。

然而，索内特在十多个领域都取得了巨大的成就，这些领域范围从材料科学到地球物理学，从决策理论（经济学和心理学的一个分支）到金融市场，甚至还包括神经科学（他在癫痫症领域做了大量的

原创性和预测性的研究工作）。他觉得自己是一位最宽泛意义上的科学家，就好像在一个最广泛程度上精通科学知识的大师级人物。他在年轻的时候学习物理学并不是因为他想献身于物理学，而是他觉得物理学是基础科学。他喜欢引用哲学家笛卡尔的话，笛卡尔在代表作《方法论》中将科学比喻为一棵树：玄学是树根，物理学是树干，其他科学都是树枝。今天，索内特对自己所接受的教育变得更加谦虚了。他认为自己的物理学背景为研究其他领域的问题做了充分的准备，奠定了良好的基础。不过，他同时也承认，如经济学和生物学这样的学科充满挑战，所面临的困难要比物理学大很多。尽管索内特研究的领域分布很广泛，不过，他的很多工作都包括确定复杂系统结构中特有的模式，并运用这些模式来预测一些突发现象，比如破裂、地震和市场崩盘。

> 索内特早期的一个科学研究项目是研究凯夫拉尔纤维（Kevlar）的破裂。凯夫拉尔纤维是一种由杜邦公司在1965年研制出来的合成橡胶（继承了我们前面论述的尼龙项目的传统）。这是一种质地非常坚硬的物质，经常用于警察和士兵的防弹衣制造，甚至还作为钢材的替代品用作吊桥上的绳索。它在低温环境下的硬度要比室温环境下的硬度更高，即使在极端高温环境下，它也有很强的稳定性，至少短时间内是这样的。凯夫拉尔纤维是现代化学领域中的一个奇迹。

这些特征使得凯夫拉尔纤维成为各种各样高科技应用中非常具有吸引力的材料。正是因为在太空飞行领域的研究取得了不小的成果，索内特加入到凯夫拉尔纤维项目中。最初的时候，太空竞赛只是双方参与的事情，这双方就是美国和苏联。但是，到了20世纪60年代中期，很多西欧国家的领导人开始意识到欧洲不应该依靠这两个超级大国的施舍来谋求欧洲在太空领域的经济、军事和科学利益。一开始，欧洲国家进入太空竞赛的步伐比较缓慢，也比较分散。但到了1975年，经过前面十几年的发展成立起来的各种各样的新生机构开始合

并，组成了今天的欧洲航天局（European Space Agency）。而到了那个时候，太空竞赛的步伐却慢了下来，因为额外的支出让两个超级大国都认为这场竞赛的成本太高昂。这反而给了新成立的欧洲航天局快速赶上的机会，并宣称自己已经成为太空研究领域中的一支决定性力量。新成立的欧洲航天局所取得的最主要的成果之一就是发明了一系列最先进的火箭，即阿丽亚娜（Ariane）系列火箭，它是为发送卫星服务的。

1983年，欧洲航天局开始研制新一代阿丽亚娜火箭，也就是第4代阿丽亚娜火箭，用来发射商用卫星，特别是通信卫星。这取得了巨大的成功，曾经一度，全世界大约一半数量的商用卫星都是由这一类型火箭发射的。新火箭是由法国国家太空研究中心（CNES）研发的，但制造者却是一些私人承包商。在众多的私人承包商中，其中有一家就是法国宇航公司（Aérospatiale），正是这家公司联系了索内特。

包括阿丽亚娜系列在内的各种火箭，在制造过程中对材料的要求都很高。通常都需要这样几类材料，它们能够在非常大的压力下燃烧起来。储存这些化学材料的容器被称为压力箱（pressure tank），从根本上来看，压力箱都是由高科技的水球充当的，因为它们能够承担持续的高压而又不会在压力下发生破裂。与索内特联络的法国宇航公司的研究人员正在研究将用在第4代阿丽亚娜火箭上的压力箱。这些压力箱是由凯夫拉尔纤维做成的。在通常情况下，压力箱都是非常坚固的，即使是在很高的压力下，也表现出很强的特质，除非它们非常突然地发生爆炸。法国宇航公司的研究小组试图研究这些压力箱在什么情况下会发生爆炸。

我们都知道当气球充气到一定程度时，用一根细针轻轻地刺它，气球就很容易发生爆炸。然而，其他的一些材料处理起来可能会更加棘手。如凯夫拉尔纤维这样的材料最终在高压下也会发生破裂，但是，什么时候以及为什么会破裂则

是一个非常难回答的问题。像凯夫拉尔纤维这样的材料在巨大的压力下，非常细小的断裂就开始显现。有时候，这些断裂的部分连成一片，从而出现稍大一些的断裂。在有些情况下，这些稍大一些的断裂仍会继续扩张，形成更大范围的断裂，以此类推，直到你看到一个非常大的断裂。

这些断裂遵循我们曾经看到过的特征模式：它们就是各种各样的分形，非常细小的分形看上去就像比较大的分形。困难就在于这些非常细微的断裂并不会影响到压力箱的表现，但是，最大的断裂则会带来致命性的影响。可是，我们很难界定比较大的断裂与小断裂之间的区别到底是什么，至少从导致断裂的原因来看，无法区分。一个大的断裂正是一个小断裂不断发展而来的，非常巨大、具有破坏性的断裂，从某种意义上来讲，与那些非常小的不具破坏性的断裂其实没有任何区别。

大断裂与小断裂之间的这种关系给火箭科学家们带来了一个比较大的难题。这意味着，即使在正常的工作环境下，当凯夫拉尔纤维处于稳定状态时，那些正常的细小断裂都会不由自主地演变为比较大的断裂，从而最终会摧毁火箭。任何断裂，即使是最小的断裂，都有能力最终演变为导致火箭爆炸的断裂。当索内特加入他们的研究队伍时，其他的科学家正感到茫然无措。为了让这些压力箱能够得到很好的应用，他们需要搞清楚，如何才能让其安全地发挥作用。也就是说，他们有必要搞清楚在什么情况下会发生破裂。但是，这看上去好像是一个不可能完成的任务。破裂看上去很简单，它的出现都是随机的。

终于，索内特注意到一个特征模式！

在正常情况下，压力箱的各个部分或多或少地都处于独立的状态。就像在19世纪，集体谈判出现之前，工人们经常举行小规模罢工，但这些罢工基本上是独立的。例如，当你对着压力箱踢一脚时，

可能会带来一些震动，但是这些震动很快就会消失。即使你试图在压力箱的某个地方连续用力踢，最终踢出一个凹槽（基本上不大可能），你也不会对压力箱的其他部分造成任何损坏。同样地，在这样的情形下，如果出现了某个小小的断裂，它也不会带来压力箱的破裂。这与前面我们所说的刺破部分充气的气球道理有些相似：此时的针刺不会带来实质性的影响。

不过，有时候，各种各样材料的各部分之间会相互联结，它们会显示出一种羊群效应。出现这种情形的原因多种多样：加热、压力或其他的外部影响。当这些情况发生时，就好像这些材料的各个部分都联结在一起了。用脚踢箱子的某个地方会让箱子的其他地方产生震动，区域性的小幅度影响会导致显著性的大变化，就好像用针刺充足气的气球会让气球爆炸一样。这种类型的“共谋”，有时候被称为自组织（self-organization），因为只要处于压力下，不管多么随机和没有关系的材料都会开始联结，它们的活动开始协调一致。这就好像很多细小的材料在压力下开始移动，然后逐渐地融合在一起做共同的运动。

索内特并没有提出自组织这一概念，尽管跟其他人一样，他已经在这个理论方面做了很多研究工作。相反，他意识到有些事情似乎有点儿不对劲儿。最终，他理解了一场小规模的罢工与灾难性的罢工之间的区别到底是怎么回事。所有的罢工都是由相同类型的火花引起的：一次严重的伤害；一场不公正的裁决；削减工资。你可能会想，没有办法搞清楚这样的小事会导致全国范围内的罢工。从某种角度来看，一场规模比较大的罢工就好像是一场比较小的罢工连续发展、不会停止一样。因此，在有些情况下，很多微型的断裂，慢慢就会演变成导致物质分开的破裂。然而，最大规模的罢工有时候不仅仅需要火花，它们需要工人运动，需要组织、统一和合作。它们需要系统性的反馈和扩大机制，能够将有些比较小的事件转变为比较大的事件。换句话说，如果你想预测到一场大罢工，那么，不能只关注一些抱怨，

抱怨永远都有，而是要关注工会，**关注自组织的发展迹象模式。合作，而不是针刺，才是导致突发事件的真正原因。**索内特用他独到的眼光看到了问题的本质所在。

赢得圣杯

索内特出生在巴黎，在法国东南部的一个名为德拉吉尼昂（Draguignan）的小镇长大，这个小镇属于法国里维埃拉（Riviera）地区。德拉吉尼昂离美丽的地中海度假胜地圣特鲁佩斯（Saint-Tropez）大约只有一个小时的车程，圣特鲁佩斯以奢侈度假而闻名于世。在高中读书期间，索内特经常去圣特鲁佩斯航海和冲浪。等到他毕业的时候，他搬到了尼斯（Nice）海岸，在那里，他在一所预科学校注册登记，准备好好学习，应对“大学校”的入学考试。这所学校与几百公里外的北部城市里昂的一所学校类似。在那个学校，曼德博正在躲避第二次世界大战期间纳粹分子的迫害。索内特在考试中表现特别优异，最后被法国最著名的巴黎高等师范学院录取了。

1981年，索内特拿到了博士学位。彼时，他才24岁，并且立刻就从尼斯大学获得了一个教职岗位。他早期的研究工作集中于凝聚态物理学领域，这是专门研究极端条件下物质形态的学科。不过，在接下来的第二年，当他开始服兵役的时候，他开始偏离原来的研究范围了。他在一家名为汤姆逊-辛特拉（Thomson-Sintra）的政府军事项目承建商的公司做了很多年的研究工作。在此期间，他一直保留着原来的学术岗位。正是在这段时间里，在研究政府军事项目的过程中，索内特开始学习混沌理论和复杂系统理论，这些项目的研究经历为他随后开展的交叉学科研究奠定了坚实的基础。

1986年6月，索内特与一位年轻的地球物理学者结婚了，新娘的名字叫安妮·索隆（Anne Sauron）。在那个时候，索隆还是一名住在奥尔良市（Orléans）、对地球物理学非常感兴趣的博士研究生。在结婚

之后，索隆就搬到了尼斯，因为索内特已经在尼斯安家了。婚后不久，索内特邀请他的新婚妻子加入他的研究团队中，向她提供研究基金支持，并作为她的博士生研究导师帮助她顺利完成学业。他们研究的焦点是将索内特在破裂领域所作的研究与引发地震的原因之间找到相应的关联。

尽管在名义上索内特是索隆的导师，但实际上，他们的工作状态是不同领域中的两位专家的通力合作。当他们刚开始在一起工作的时候，索内特对地震几乎一无所知；与此同时，他妻子索隆也并不了解物质破裂是怎么回事。然而，索内特非常擅长学习。当他们俩在一起工作的时候，他们开始考虑将分形几何学运用到构造板块领域的研究，这一领域是研究地壳板块如何沿着地球缓慢移动的。构造板块学说最开始被提出来是为了解释地球上大陆曾经是连成一个整体的，例如，南美洲西部的大陆和澳大利亚东部的大陆都是一整块大陆被分割后的变异状况。然而，今天这一学说更多用来解释诸如地震（两个板块撞击或者相互快速移动的时候所发生的情形）、山脉形成（板块撞击后，在撞击的地方隆起而形成山脉的情形）、火山爆发（在两个板块交界的地方，岩浆从地壳下面迸发而出的情形）、海沟形成（与山脉形成过程正好相反）等活动。索内特的研究试图解释当前亚洲和印度之间的地质地貌是如何通过很多次的地震活动形成的，这片区域与横穿美国大陆的长度相当，将喜马拉雅山脉与众多的小山脉分割开来。

> 地球物理学研究的主题包括板块内部结构的一系列内容。然而，维持地球物理学家生计的，也是让研究基金提供者们感到最为兴奋的领域是对如地震和火山爆发等自然灾害的预测。无论是从科学的角度来看，还是从人道主义的角度来看，地震预测都是一件特别重要的事情。同时，预测地震何时发生又是一件非常困难的事情。然而，尽管预测很困难，但都没有阻止科学家努力的步伐，而在科学家的努力之

前，哲学家和占星家也一直试图对地震作出准确的预测。例如，古罗马历史学家埃里安（Aelian）就提出，在希腊海利斯城（Helice）发生大地震前，有很多蛇和臭鼬纷纷从海利斯城撤退，而这场大地震彻底摧毁了海利斯城。印度古代一位名叫瓦拉哈米希拉（Varahamihira）的占星家和数学家就认为，可以通过观察天上特殊云彩的变化来预测地震。

20世纪六七十年代，美国和苏联发起了在地震预测领域的竞赛活动，两个国家给各自的地球物理学家们以足够的资金支持他们开展研究工作。这些研究项目所取得的成果都宣称，从地震发生时产生的雷暴到不断增加的放射性，可以用来预测未来发生的灾难。然而，从预测的技术水平来看，特别是20世纪80年代中期的预测水平，并没有比公元前373年让希腊海利斯城招致毁灭时的预测水平高多少。事实上，直到今天，动物行为的反常表现和地震云仍然留在地震研究项目的列表上。准确预测地震发生的能力就好比科学上的一个圣杯。

索内特与法国宇航公司的合作始于1989年。在那一年，他和索隆联合发表了一篇论文。在论文中，他们将自组织与地震联系起来，而自组织正是索内特所研究的破裂理论背后的思想基础。它们之间的类推非常接近：地壳可以看成是能够破裂的某种物质，用来描述如凯夫拉尔纤维的物质破裂的理论，从某种意义上来讲，同样也可以用来描述如岩石这样的物质发生破裂的情形。最后一步很简单，就是将灾难性的地震看成是突发事件，地球构造板块之间发生相互挤压，带来破裂，从而导致地震发生。这并不是第一篇将自组织、临界状态和地震联系起来考虑的论文。不过，这篇论文具有非常强的原创性和开拓性。而且，它让索内特将自己两个平行研究的项目，压力箱和地震，更加紧密地结合起来了。

两年之后，也就是1991年，激动人心的时刻终于来到了。这一次，索内特和他的团队一起建立了一个具体的模型，用来描述破碎和

断裂是如何在某一物体内部渗透并扩散的。这一模型可以说明组织和协调可以将破裂放大到一定程度，从而阐述了如何将细微的原因转变为巨大的效应这一复杂的过程。正是在考虑这一模型的过程中，索内特意识到，如果所有的碎片正好处于突发事件的状态，也就是爆炸性的破裂状态，那么，碎片如何导致破裂状态的形成，这一过程肯定是受到某些因素的影响。这一思想的含义是，**破裂是一点点儿由小事件发展而来的，它所遵循的是一种很特殊且呈加速状态的模式。这一模式被称为对数周期模式，因为小事件之间的时间间隔以一种特殊的方式在逐渐降低，与时间呈对数关系**。由于这一模式只有在系统走向破裂的过程中才会发生，因此，它可以看成是突发事件将要发生的一个重要信号。而且，由于这一模式是随着时间的流逝而呈加速出现的状态，如果你发现一系列小事件连续出现，你就应该判断它们是不是对数周期行为（观察事件之间的时间间隔是否在不断缩小），从而你就可以推断什么时候高潮会出现，这样的话，你就可以预测到突发事件会在什么时候发生。

索内特首先用压力箱来检验他的这一理论。毫无疑问，在破裂发生之前，他和他的合作者们都观察到了压力箱的振动遵循对数周期模式，即压力箱声发射状态遵循对数周期模式。从基本上来说，随着裂缝的不断出现，压力箱会开始发出隆隆的声响。如果这个隆隆声是以对数周期模式出现的，那么，某个突发事件将会来到。法国宇航公司很快就用这种方法来预测火箭压力箱何时可能出现爆炸，直到今天，这一方法依然用在压力箱爆炸的预测和检验上。

然而，压力箱实验仅仅是一个开始。如果关于破裂物体与地震关系的相似性研究是正确的话，索内特的发现将会有着巨大的启示意义。小地震的发生有各种各样的原因，这与凯夫拉尔纤维在压力下出现的各种破裂是类似的。不过，如果灾难性的地震真的与破裂发生的情况类似，就如索内特所认为的那样，那么，我们就可以通过寻找地球物理数据的对数周期性特征，从而有能力预测到大地震会在什么时

候发生。很久以来，人们都相信小地震其实都预示着后面将会有更大的地震。索内特的研究让这个思想变得更加确切，也就是说，小地震具有预测性的特征和功能。索内特的方法并不是对任何事情的预测都有效，但是对突发性的地震这类事件是有效的，这些突发事件都是由潜在的合作演变而来的。不过，这些突发事件通常都是所有地震中最大规模的地震，这些地震不是让城市夷为平地就是将大陆分成板块。这是预测大灾难事故的一个好工具。实际上，它就是一个圣杯。

市场崩盘

1997年9月末10月初，索内特和列多特开始买入深度虚值看跌期权。其实两个人都没有余钱拿来投资，不过这种类型的期权价格非常便宜。他们高度紧张地关注着世界主要股票指数的走势，而一点儿都没有意识到危机其实已经非常疯狂。索内特非常自信地将自己的钱投到他最佳的科学理论告诉他应该投资的地方。不过，在现代历史上，金融危机只发生过几次。这一模式可能会是一个错误的警告。对索内特来说，不管是从金融的角度考虑，还是从智力的角度考虑，这一切都已经足够了。

10月中旬很快就到来了，然后很快又过去了。索内特的预测并不精确，他预测市场的波动将崩盘指向了10月底的某一天，但要说出具体是哪一天，这却是极其困难的一件事。每过一天，市场崩盘发生的可能性都在上升。然而，这可能只会持续很短的一段时间，崩盘从理论上来讲是有可能发生的，倘若不发生的话，关键的那一天也会顺利度过，市场也不会出现大幅波动。又一周过去了，到了10月24日这一周的周末，仍然没有发生市场崩盘的情况。这开始让人感到心烦，因为10月很快就要过去了，索内特却依然无法向大家证明什么。

就在这个时候，市场崩盘出现了！ 1997年10月27日，星期一，道琼斯工业指数遭遇了历史上排名第六的最大单日跌幅，跌了554点。纳

斯达克指数和标准普尔500指数也遭遇了相似的跌幅。历史上第一次出现了纽约股票交易所被迫提前关闭的事情，目的是为了避免更加严重的灾难性下跌。就在那一天，超过6500亿美元的市值从纽约金融市场上消失了。国际金融市场也纷纷加入下跌的阵营，伦敦、法兰克福和东京的股票市场均遭到重挫。第二天，香港恒生指数也下跌了14%。

然而，索内特和列多特却赚了400%的收益。那一年的11月，为了证明他们的判断是正确的，他们向外界公布了他们在美林证券公司的交易清单。市场崩盘果真来了，正如索内特所预测的那样。

今天的历史学家用混响效应（reverberation effect）来解释全世界范围的市场崩盘。那一年的早些时候，泰国政府宣布不再实行泰铢钉住美元的汇率政策，泰铢对美元的汇率价格迅速下跌。在汇率大幅贬值前，泰国政府大规模地向国外举债，而在这之后，从本质上来讲，泰国政府已经破产了。泰国所遭遇的危机迅速向周边国家蔓延，人们给这次危机起了一个“亚洲流感”（Asian Flu）的绰号，因为危机很快向东南亚的其他国家和地区发展，引发了该地区的货币大幅贬值，并重创该地区各经济体的股票市场。这一状况让世界经济的其他环节面临的不确定性大幅增加，从而导致各类证券的价格出现了不正常的大幅波动。当亚洲市场在前一天晚上，也就是10月26日，大幅下跌的时候，美国的投资者在第二天反应过度，从而放大了危机带来的效应。

在10月27日发生的危机中，最让人感到震撼的是纽约股票市场在第二天出现了强劲反弹，出现这一情况的原因我们今天称为“迷你崩盘”（Mini Crash）。到10月28日市场收盘的时候，道琼斯工业指数已经将前一天下跌的幅度收回了60%。与前一天因为市场暴跌而导致提前关门令人印象深刻一样，10月28日这一天因为纽约股票交易所的交易量首次突破10亿份也让人记住了这个特殊的日子。这种戏剧性的剧

烈波动告诉我们：由于市场崩盘和强势反弹带来的累积效果使股票价格的相对较大幅度的波动，有效市场假说下股票价格变动原因的标准模型看上去似乎不再适用了。这就是说，任何分析以上市公司真实价值为基础的股票价格波动的股票市场理论，都可以预测到市场崩盘与真实世界价值的一些急剧变化的密切关系。然而，这并没有出现。10月29日的股票价值与10月26日的股票价值相比，其实并没有多大的变化，这表明，大多数投资者并不认为上市公司的价值发生了很大的改变。相反，看起来，这次市场崩盘是由市场自身的某种内部不稳定性引发的。

在索内特和他的合作者们看来，这一特征在多次的市场崩盘中都出现过。正如他所指出来的那样，标准的经济模型推理表明如果真的有泡沫存在，那么，只有当那些能够真实改变上市公司价值的突发新闻公布时，泡沫才会破灭。不仅如此，很多经济学家都认为，如果你专门研究某一次市场崩盘，你很难确定到底是哪一条新闻才是引发市场崩盘的真正原因。毫无疑问，总是有很多坏消息与市场崩盘联系在一起。不过，人们经常会被对一些事件的极端指责所震惊，而这些事件都是一些无关紧要的外部原因，它们看上去都不会对上市公司的价值产生任何影响。但就这一点而言，至少，对那些习惯思考物理学领域出现的临界现象的人来说，还是具有很高的建设性的，因为，它意味着，即使是某一个消息立刻引发了市场崩盘，但实际上，市场的状况还是存在问题的，这些问题决定着市场崩盘是不是会真的来到，或者只是小幅下跌一下。这就好比破裂和地震，索内特认为，即使你无法准确地预测到这些事件什么时候会发生，但是，你可以试着明确在什么时候，市场已经处于一种需要警觉的状态。其实，这只需要关注对数周期模式就行了。

临界现象

临界现象经常被物理学家们认为是一种很普遍的特征。你可以从两个看上去差别相当大的物质出发，比如凯夫拉尔纤维和构造板块，最后你会发现，尽管这两种物质的微观结构差别非常大，然而，在某些特定的环境下，它们的大规模行为表现模式却惊人的相似。例如，在持续的压力下，两种物质最终都会发生破裂。如果你再仔细研究，看看破裂到底是如何发生的，你会发现，它们两者之间的微观结构差别不见了，两种本来差别很大的物质最终呈现出大致相同的模式。从统计学层面来看，这具有普遍意义上的规律。你可以将这些规律看成是控制物质构成部件之间的协作，而不需要考虑物质构成部件本身是什么。正是这样的普遍性让索内特和他的合作者们提出来的思想被广泛接受。不同的领域，具体的细节经常会有比较大的差别，但主要的原理差别不大。这些基本的原理存在于各种现象中，包括雪崩、火灾、政治革命甚至癫痫症。

索内特第一次触及经济学方面的研究是在1994年。他与法国另外一名物理学家让-菲利普·布沙尔（Jean-Philippe Bouchaud）共同发表了一篇论文。也就在同一年，索内特与布沙尔成立了一家名为科学与金融（Science & Finance）的公司，这家公司于2000年同另外一家巴黎的对冲基金管理公司合并，新公司就是我们所熟悉的资本基金管理公司（Capital Fund Management, CFM）。今天，布沙尔仍然是资本基金管理公司的董事会主席与首席科学家，公司也是法国最大的对冲基金管理公司。同时，布沙尔的官方身份仍然是巴黎综合理工学院的物理学教授，这所巴黎附近的高等院校就是曼德博曾经学习过的地方。索内特于1997年离开了科学与金融公司。两人联合发表的论文向我们展示了，即使股票并没有按照布莱克和斯科尔斯所假定的那样遵循随机游走的模式，期权的价格应该如何被确定。这有效地拓展了期权定价理论，使之成为更加复杂的价格变化模型，并将肥尾分布等情况都包括进来了。其实奥康纳联合公司已经沿着这一方向做了很多的研究工作，但是，却并不为人所知。

在那篇论文发表之后，索内特被经济学深深地迷住了。在接下来的几年时间里，他阅读了大量的有关传统经济学的书籍，这让他了解了很多问题，比如期权定价和风险管理。索内特感到非常自豪的一点就是，他开始学会了像经济学家那样去思考。索内特早期的研究工作都是与布沙尔合作完成的，而此时的布沙尔几乎将所有的时间都用在了金融领域的研究上。

1996年，索内特在地震领域所作的研究工作让他获得了加州大学洛杉矶分校地球和空间科学系和地球物理和行星物理学研究院的兼职住校教授职位。尽管这个时候，至少他的一半精力都用在了金融学领域的研究工作。在同一年时间，索内特、布沙尔和索内特的博士后导师约翰森意识到索内特关于地震预测和破裂的早期研究工作可以扩展到市场崩盘的预测中。他们共同合作，在另外一本物理学杂志上发表了一篇论文。让人感到惊奇的是，就在几个月之后，索内特发现了对数周期模式，正是他所发现的这一模式让他预感到一次市场崩盘即将来临。1997年10月的成功预测更加让他确信他所做的事情非常重要，于是，在经济学和金融学模型的构造上，他加倍努力工作。

考虑到他在物质破裂和地震领域的理论发现，索内特认为隐藏在市场崩盘背后的主要思想是集体行动，或者说羊群效应。就理论本身而言，它没有什么让人感到特别惊讶的地方，因为市场崩盘与从众心理存在一定关联的理论假说很早就出现过：1841年，查尔斯·麦基（Charles Mackay）写了一本书，这本书主要研究的是经济泡沫，他将这本书命名为《大癫狂：非同寻常的大众幻想与全民癫狂》（*Exatraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）。在书中，他提出，整个19世纪里所发生的几次历史性的泡沫事件，都是由某种形式的疯狂引发的，从而出现了投机性泡沫。在这种市场环境下，交易商品的价格与它的真实价值完全脱离了。

可能让人印象最为深刻的例子就是17世纪早期发生在荷兰的郁金香泡沫事件。这次投机泡沫的主要对象是郁金香球茎。郁金香原产地在土耳其，16世纪中期，经过奥地利传到了西欧各国。在欧洲贵族们的眼中，郁金香的花瓣非常美丽，他们把郁金香的价格推到了非常高的位置。但是，真正被推高的是郁金香球茎，这些球茎可以开花并培育新的郁金香球茎。郁金香开始代表着荷兰皇家权势。荷兰的商家们通过在荷兰东印度公司和西印度公司的交易赚取了大量的财富，他们通过美丽的花园以及郁金香在花园中的重要地位来传播和宣扬权势和地位。

郁金香球茎变成了非常具有价值的商品。那么，它的价值到底有多高呢？17世纪30年代，它的价格开始快速上涨。到1635年，一支球茎的价格最高达到2500荷兰盾（大约相当于2010年的30 000美元）。1500荷兰盾的交易价格已经很常见。而与此对比，一个熟练工人一年的预期收入仅有150荷兰盾。那个时候，大量的外国资本涌入荷兰市场，都企图通过投资郁金香获取暴利。整个荷兰都沸腾了，处于极度兴奋当中。看到如此多的外国资本涌入荷兰，他们认为整个欧洲都在追随郁金香的疯狂，因此，他们的投资很容易就会翻倍。普通人开始变卖他们的所有资产，将房屋抵押出去，然后倾其所有的储蓄投身到郁金香市场。

在通常情况下，郁金香球茎是在秋季播种，在第二年的晚春时节收获。然而，对投机者来说，冬季才是首要的时机，因为在冬季，潜在的投资者所能获得的第二年的供给消息是非常少的：老的球茎已经种植下去，新的球茎和鲜切花的数量却不知道。1636—1637年的冬季，郁金香泡沫（这也是今天我们的称呼）到达了最高点。在那个冬天，一支球茎的价格通常卖到5200荷兰盾（相当于价格超过了60 000美元！）。然而，在1637年2月的某一天，在哈勒姆（Haarlem）一次普通的郁金香拍卖会上，竞标活动很快就停止了。很显然，谁也不想

接郁金香泡沫的最后一棒。那一天，珍贵的郁金香所卖出的价格只占它之前出现的高价位的一小部分。恐慌迅速蔓延，几天时间，价格就跌到了不足原来最高峰时的1%。曾经积累起来的财富一夜之间就蒸发了。荷兰经济岌岌可危，最终，政府被迫对市场进行干预。

羊群效应和类似的现象（这种类型的行为都会导致泡沫的出现）看上去似乎是人类心理学领域始终存在的一个特征，即谁也不想被抛弃，于是，我们注定会模仿他人。尽管在正常情况下，我们并不像疯狂的小旅鼠所表现的那样。我们经常会看到一个又一个引导，但我们通常都不是盲目地追随。那么问题是，为什么在有些环境下，羊群效应看上去会控制一切呢？像郁金香泡沫这样的事情到底是怎样发生的呢？在什么情况下，一个思维正常的人会将自己所有的积蓄投到一支郁金香球茎上去呢？索内特并不知道这些问题的答案，尽管他已经构建了一些模型，这些模型能够预测在什么环境会让羊群效应变得更加强烈。索内特所能够作的就是确定什么时候羊群效应开始掌控了一切。这就相当于能够确定什么时候投机泡沫开始控制了某一特定的市场，并且预测在某一特定时间（临界点）之前，泡沫将会破灭的可能性有多大。

尽管索内特在金融领域做了大量的研究工作，非常高产，但他仍然坚持他只是将研究转向到了经济学领域。从2006年开始，他就任位于苏黎世的瑞士联邦理工学院创业风险管理委员会主席一职，这是他的第一份与金融相关的学术职位。但是，他仍然坚持保留加州大学洛杉矶分校地球物理学的兼职岗位，同时，他还以一名地球物理学家的身份在瑞士联邦理工学院的物理学拥有一份全职的岗位。他继续在这两个领域撰写学术论文和指导学生。从20世纪90年代中期以来，他的研究重心发生了改变。当你问他是什么促使他将工作重心转移，开始对一些新的研究主题感兴趣时。他会这样回答你，“他只是一直对这些事情感兴趣”。这让人感到有些困惑，不过，索内特确实对所有的事情都感兴趣。

索内特至今仍然认为，金融学和经济学有一些很特别的地方。很多人加入科学研究的队伍是因为他们很想知道世界到底是怎么运行的。然而，索内特觉得，物理世界仅仅是生活的一部分，他更感兴趣的是社会到底是怎样运行的。重力让行星按照轨道运行，金钱让这个世界前行，而金融市场决定着金钱是如何流动的。正如索内特指出的那样，“金融是皇后，而不是女仆”，它掌控着一切。在全球地缘政治中，不管你的政治地位在金融市场所发挥的作用如何，索内特都认为，金融市场以及让金融市场运行的人都拥有巨大的社会权力，而这一事实让我们有足够的理由去近距离观察金融市场是如何运行的。

连续精确的市场预测

自从第一次成功预测到1997年10月的市场崩盘，索内特在预测市场崩盘方面保持着一系列非凡的记录。例如，在2008年9月市场崩盘发生前，他又发现了对数周期模式，从而准确地预测到危机发生的时间。同样地，1998年俄罗斯卢布危机让长期资本管理公司破产这一事件也向我们事先释放了危机将会来临的信号。事实上，索内特早就宣称，即使没有意料之外的俄罗斯债务违约引发的那年夏天的市场混乱，市场崩盘还是向我们展示了羊群效应的对数周期特征。这意味着不管那个时候俄罗斯卢布是不是大幅贬值，市场崩盘都会发生。气球已经处于一种过分膨胀的状态，俄罗斯债务违约事件只是诱发危机发生的一个触点。

同时，索内特还成功地预测了其他几次市场崩盘，最著名的就是发生在2000年的互联网泡沫的破裂。在20世纪90年代的最后几年里，科技类的股票价格像火箭一样飙升。1998年和1999年，标准普尔500指数的科技类成分股涨了4倍，而同期的整个指数才上涨了50%。1998—2000年早期，以科技类股票为基础的纳斯达克指数涨了近3倍。分析师们开始讨论所谓的新经济，这个新经济包括很多电脑企业和公司，而

这些公司的商业战略完全取决于互联网。对于这些公司而言，旧的规律并不一定适用。一家公司不赚钱一点儿都没有关系，例如，某一家公司的盈利可能是负数，但公司依然被认为是非常有价值的，因为它在未来取得成功的可能性很大。我们从很多方面都会发现这样的特征，**“繁荣”都是建立在早期投机的基础上**。例如，在20世纪20年代，投资者同样宣称“新经济”来临了，那个时候的高科技公司代表只是美国电话电报公司与通用电气公司。

索内特发现纳斯达克数据开始从1999年晚些时候出现了对数周期特征。2000年3月10日这一天，纳斯达克指数到达历史最高点。索内特掌握了充分的数据，这些数据表明市场崩盘就在眼前，并且预示了崩盘什么时候将会发生。索内特预测市场崩盘的时间是在3月31日至5月2日之间。果然，从4月10日开始的那个星期，纳斯达克指数下挫了25%。高科技公司的股票开始复制郁金香球茎的走势。

索内特用来确定泡沫以及预测市场崩盘何时发生的方法同样可以用来确定被索内特称为反泡沫（Anti-bubble）的情况。在这些情况下，股票的价格都被人为地压得很低。例如，1999年1月25日，索内特提交了一篇论文。在这篇论文里，索内特宣称，基于他所观察到的股票市场数据的对数周期模式，日经指数处于反泡沫的中间位置。这篇论文最后还推导出了非常精确的预测：到那一年年底的时候，日经指数将会上涨50%。

> 这一预测非常有名，因为日本市场在1999年1月5日，创造了近14年时间的最低点。所有的指标都表明市场将会继续下跌，这是当时几乎所有的经济学家的观点。例如，诺贝尔经济学奖获得者，《时代周刊》专栏作家保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）在1月20日写道：“日本经济看起来就是一场悲剧，因为需求不足，经济很难恢复。”然而，事实证明

索内特是正确的。到那一年年底的时候，日经指数果然反弹了，而且反弹的幅度正好就是索内特预测的50%。

龙王不是黑天鹅

曼德博的研究成果让很多经济学家有理由相信市场的走势是狂放随机的，展现出来的行为是巴施里耶和奥斯本等人从来都没有想象过的。即使曼德博的推理在细节方面被证明是有误的，但是，他仍然向我们揭示了金融市场其实是服从肥尾分布的。**极端的金融事件并没有什么特殊之处，它们都不属于例外，它们都很正常**。甚至，更夸张一点地说，它们一直都存在，跟平凡的事件发生的原因一样。大幅度的市场下跌，从其本质来看，与小幅度的市场下跌没有任何区别，而这种小幅度的市场下跌从来就没有中断过。

大家可能会想，如果这是正确的，那就不存在可以预测大灾难的方法了。事实上，自组织理论，也是临界现象理论的一个重要组成部分，它通常都是与肥尾分布联系在一起的，而正是肥尾分布让预测极端事件变得特别困难。引入自组织理论的三位物理学家，高培焕（Per Bak）、唐超（Chao Tang）和库尔特·韦森菲尔德（Kurt Wiesenfeld），将他们的发现看成是极端事件与普通事件难以区别的证据。他们认为，从某种角度来看，预测这些极端事件基本上是毫无希望的。

这一结论触及了对冲基金经理塔勒布反对在金融领域建模的观点的核心。在《黑天鹅》一书中，塔勒布解释说有一些事件（他将这些事件称之为“黑天鹅”）与正常的、标准的正态分布预期差别太大，所以你不可能对这些事件发生的概率有比较准确的感觉。从本质上来说，它们是不可能被预测到的。因此，当这些事件发生的时候，所有的一切都改变了。塔勒布将这个看成是曼德博理论推导出来的结果。这一结果表明，这种类型的极端事件，也就是结果具有戏剧性变化的

事件，发生的频率比任何模型预测的都要高。信任一个在狂放随机系统中建立起来的数学模型，比如金融市场中的数学模型，是一件非常愚蠢的事情，因为这些模型将非常重要的现象灾难性的崩溃排除在外。

最近，索内特引入了一个新的术语来形容这些极端事件。与之前的“黑天鹅”称呼不同，索内特将这类事件称为“龙王”。他之所以用“王”这个字是因为，如果你准备按照帕累托最优规律对国家的相关事情做计划安排，你会发现这个国家有一位“帝王”，而帝王并不按照80-20法则行事。哪怕是与肥尾分布的标准来比较，帝王们所掌控的财富也远远超过他们本应该掌控的财富。他们是真正的超凡者。不仅超级多的财富在他们的名下，他们还是一个国家真正的主宰者。与此同时，“龙”这个字被认为是体现了这样的一个事实：这类现象在正常的事件中都不会出现。它们与任何其他的事件都不一样。不管怎么说，地震从来就没有停止过，而很多大地震只是其中的一小部分而已。运用索内特的模型很难预测到所有的地震。但是，“龙王”级别的地震，看上去要求更高。比如大断裂，只有当所有的东西往同一个方向运动时才会发生。最能体现龙王特征的例子就是巴黎这个城市。法国城市的分布非常完美地遵循齐夫定律。法国城市的分布是服从肥尾分布的，也就是说，最大的城市要比第二大的城市大很多。但是，如果你根据人口的规模来划分城市的等级，正如齐夫定律建议的那样，巴黎依然是一个特大城市，而这与模型的结果不一致。

塔勒布的结论建立在这样的一个事实上，那就是黑天鹅带来的影响是巨大的，龙王在影响方面跟它基本类似。当它们发生的时候，其结果都是非常“残暴”的。不过与黑天鹅不同的是，你可以事先预感到龙王的来临。索内特并不认为所有的黑天鹅都是龙王伪装的，或者说，并不是所有的市场崩盘都是可以预测到的。不过，他认为，很多事情看上去像黑天鹅，但它们确实释放出了很多警告性信息。在很多情况

下，这些警告信息是以对数周期特征展示出来的，我们可以从数据中发现这些特征。这些特征只有当系统处于很特殊的状态中才会出现，而这些状态就是巨大的灾难即将来临的信号。只有正确地将这些积极反馈信号与放大的过程结合起来分析，并沿着自组织理论前行，预测才可能成功。

一方面是预测公司，另一方面是索内特，他们提出了两个不同的方法，这两个方法都可以用来弥补今天标准的布莱克-斯科尔斯模型推理的不足。预测公司的方法可以被认为是本土的方法，从某种意义上来看，他们认为世界市场上的每一刻都具有一些模式，这些模式都有短暂的预测功能。这些模式让他们可以构建模型，可以通过模型在一个比较短的时间窗里进行盈利性交易，尽管这些模式经常转瞬即逝。通过运用这些方法，他们开发了很多工具，而这些工具对评估他们发现的模式的有效性非常必要，并且可以告知他们什么时候已经度过了最重要的时期。总之，预测公司的方法是温和和保守的。我们很容易就明白为什么这个方法行得通，因为它是让这个市场变得更加有效的因素之一。

与此相反的是，索内特采取的是更加全球化的方法。他考虑的是与所有大事件、最具毁灭性的大灾难相关的规律性，并试图将这种规律性用于预测中。他的研究起点是曼德博的观察，他认为曼德博的观察具有预测功能，因为曼德博发现极端事件发生的概率要比正常的随机游走事件发生的概率更高。索内特觉得，灾难性的崩溃发生的概率甚至比曼德博所认为的还要高。换句话说，即使你接受了肥尾分布，你仍然会经常看到极端事件发生。在见到这些明显的异常值之后，索内特的直觉告诉他，一定存在着某种机制，至少有些时候存在这样的机制，它们让最大规模的灾难性事件的威力进一步增强了。这是一个更具有冒险性的假说。不过，这一假说可以被检验，至少到目前为止，这一假说看上去通过了检验。

如果你认为曼德博的研究是对早期随机游走理论的修正，曼德博指出了为什么随机游走理论会失败以及是如何失败的，那么，索内特的理论则是对这一理论的再次修正。我们可以这样说，**即使市场遵循狂放随机模式，极端事件也一直都存在。至少有些极端事件是可以被预测到的，只要你知道如何去预测。**龙王事件的发生彻底颠覆了整个世界经济的发展，即使这样，我们仍旧可以对它们进行研究并搞清楚到底是怎么回事。龙王事件只是虚构出来的神话故事，但一点儿都不神秘。

08
新曼哈顿计划

斯莫林和温斯坦的计划很简单：可以将过去金融学与经济学之间不同方法的区别搁置一边。他们呼吁经济学家和物理学以及其他学科领域的研究人员，在更大规模上开展全新的合作。他们说，这可能是经济学领域的“曼哈顿计划”。

又是一场辩论！皮亚·马拉尼（Pia Malaney）将她的手臂放在桌子上，身子向前倾斜，为的是更好地听未婚夫埃里克·温斯坦（EricWeinstein）说话。温斯坦是麻省理工学院的一位博士后，他刚从哈佛大学获得了数学博士学位。他们坐在马萨诸塞州坎布里奇市的一间酒吧里，此时，温斯坦正滔滔不绝地解释如何将他论文中的思想运用到未婚妻的论文中。问题在于，他的论文是将抽象几何运用在数学物理中，而与此同时，马拉尼的研究领域则是经济学。这两个项目看上去差别很大。马拉尼叹了口气表示回应，口气中带有点儿讽刺的味道。

马拉尼是在1988年的时候遇见温斯坦的，那个时候，温斯坦还是一名研究生，而马拉尼则是韦尔斯利学院经济学的本科生，韦尔斯利学院是一个女子学校，坐落在波士顿城外。回到那个时候，温斯坦对经济学仅仅是有一些朦朦胧胧的认识，这些认识都来源于他的数学家同事们的观点。他认为经济学里面包含的一些简单的数学理论，不可能会对全面理解人类行为的复杂性有多大帮助。由于戏谑地称呼经济学所研究的领域是“鸡尾酒会式的谈话”，既不现实也不重要，温斯坦惹怒了他那些在经济学系的朋友们。他宁愿快乐地承认他并不是很了解经济学，因为，毕竟经济学也没有什么特别需要了解的东西。

马拉尼并不赞同未婚夫经常向她表露的这一观点。多年来，她坚定地支持她经济学的同行们，有力地回击温斯坦对经济学的攻击。

有一天，马拉尼发现她已经说服了温斯坦。突然之间，温斯坦跟以前所说的经济学是无用的论调完全不一样了，他宣告说他们俩应该合作。温斯坦所说的内容都是在讨论，如何将他在数学物理学领域所受的训练与她在经济学领域所受的训练结合起来，解决经济学家们在过去的岁月里所遇到的各种各样的难题。很长一段时间以来，他们俩讨论的焦点就是让温斯坦学习足够多的经济学知识，从而更好地理解经济学背后的各种问题。现在，尽管马拉尼发现她已经涉入数学物理学领域，然而，这并不是她“交易”的东西。

尽管如此，她却不能否认他们的合作确实是富有成果的。他们开始关注一些被称为指数问题（index number problem）的事情。指数问题关注的是如何将这个世界上各种各样的复杂信息，比如有关各种各样商品的成本和质量信息，转换成可以用来比较的单一数字，例如将一个国家在某一个时点的经济健康情况与另外一个时点的状态进行比较分析。与其类似的例子就是市场指数，比如道琼斯工业指数或者标准普尔500指数。这些数字都能够将美国股票市场上的所有复杂信息反映出来。另外一个我们经常听到的指数问题的例子就是消费者价格指数（Comsumer Price Index, CPI），这一价格指数能够反映出普通居民的日常生活成本，包括各类生活物资的价格信息，比如食品和住房。各类指数变化对经济政策的制定和修改来说非常重要，因为这些指数提供了对不同时期或不同地点的经济状况进行比较的标准。《经济学人》杂志曾经提出使用一个特别直观性的指数，这个指数就是我们所熟悉的“巨无霸指数”（Big Mac Index）。这一指数的基本思想是，**麦当劳一个巨无霸汉堡包的价值是一个值得信赖的常量，它可以用来比较不同国家和不同时期的货币价值变化情况。**

马拉尼和温斯坦联手，通过对来自数学物理学领域的一个工具做适当的修改，研究出了一个全新的方法，用来解决指数问题。他们俩所利用的工具就是我们今天所熟悉的规范理论（gauge theory）。现代规范理论的早期数学方面的进展（这也是温斯坦所写论文的主题）很大程度上都是建立在西蒙斯的工作基础之上的。**规范理论运用几何学对那些明显不能进行对比分析的物理量做比较分析**，这正是马拉尼和温斯坦所争论的问题，也是指数问题讨论中的关键所在。只不过，在指数问题上，他们想要比较的对象是不同的经济变量。

这是一种以不常见的、高度技术性的方式来考虑经济学问题。这让马拉尼稍微感到有点儿紧张，因为她不知道那些不习惯用这种高水平数学分析方法的经济学家们会如何反应。不过，当她将这一想法告诉她的导师、哈佛大学经济系的权威大师埃里克·马斯金（Eric Maskin）教授之后，她决定继续研究这一项目，并将它作为博士论文的研究选题。马斯金于2007年获得诺贝尔经济学奖，以表彰他在遇到马拉尼之前就已经完成的研究成果。马斯金告诉马拉尼，她的这一想法非常不错，他相信她将会在这一重要的领域取得不错的成果，而这一成果将会在政治和经济领域有着较为深远的影响和启示。1996年夏天，马拉尼完成了她的博士论文，并开始考虑向顶级的研究型大学申请教职。有这么好的论文以及博士生导师的鼎力支持，她完全有理由相信自己在申请这些非常诱人的教职岗位时具有比较强的竞争力。马拉尼怀揣一个美好的学术梦想。

钱的价值到底是多少？

钱的价值到底是多少呢？这看上去好像是一个很奇怪的问题。对于大多数人来说，钱并没有任何内在价值。**钱的价值在于，你可以用钱做什么**。可能，钱买不到你想要的爱情，不过，它肯定能够买到你想要的一杯橘子汁、一条裤子或者一辆新车。随着时间的推移，想要

买到跟原来一样的一杯橘子汁、一条裤子或者一辆新车所需要的钱的数量会发生变化。在通常情况下，随着时间的推移，商品的价格会变得越来越昂贵，至少你仅仅是看价格标签的话，会发现情况确实如此。爷爷奶奶们会告诉你，过去的一块巧克力或一张电影票是多么的便宜。5美分在1950年所能够买到的东西远比今天要多得多。**钱的购买力会随着时间的推移而不断降低，这就是我们通常所说的通货膨胀。**

但是，你该如何来衡量通货膨胀呢？从整体来看，并不是所有的价格上涨的幅度都一样。甚至有些时候，有些商品的价格变得更贵，而另外一些商品的价格却变得更加便宜了。

> 回想一下，当1977年第二代苹果电脑面世的时候，标价是2638美元，这是第一批大规模生产的个人电脑，当时配置很高的处理器速度达到1MHz，内存为48K。而今天，也就是在第二代苹果电脑面世35周年之后，你只需要花费原来电脑价格的一小部分，也就是几百美元，就可以买到这样的一部台式电脑：其处理器的速度是第二代苹果电脑的3000倍以上，而内存更是达10万倍以上。因此，如果说巧克力比以前更加昂贵的话，那么，电脑的价格跟20世纪70年代的水平相比，则显得极其便宜。

经济学家们处理这一问题的方法之一，就是将观察价格变化的商品的种类，扩展到一个比较大的范围。他们通过追踪“一篮子商品”（a standard market basket）价格的变化来实现这一目标。你可以想象一下，你的购物车里有各种各样的商品，包括汽油和食用油等家用商品与日杂用品，以及教育、医疗等各类服务。这就是计算CPI时所包含的商品，CPI能够有效地反映购物车里各种各样的商品和服务的平均价格变化情况。通过这种方式，考察许多不同种类商品价格的变化情况，你可以与过去某一时间进行比较，从而大概地估算出今天的美

元或其他货币大概贬值多少。汽油的价格可能在几个月的时间里飙升，而电脑的价格可能在几年时间里逐渐走低，但一篮子商品总体价格的变化，可能会维持在一个相对较为稳定的水平，它代表的是在一段时间里消费能力的变化情况。

考虑到CPI在计算诸如通货膨胀等领域里面的重要作用，因此，获得准确的CPI数据就变得非常重要。遗憾的是，这又是一件非常困难的事情。第一，哪些商品应该包括在这一篮子商品中呢？不同生活方式的人，消费习惯通常也有很大的差别：生活在纽约北部且有好几个孩子的家庭（可能需要购买冬天的大衣）与生活在南加州的单身男性（可能需要冲浪板）所买的东西就有很大的差别；生活在爱达荷州的农场主与生活在弗吉尼亚州的煤炭工人生活需求和爱好也存在很大的差异。因此，很难说，单一的一篮子商品就能够反映出这些不同生活方式的全部变化。正是因为这个方面的原因，负责计算美国CPI数据的美国劳工统计局，根据工作在不同行业的、生活在不同地区的人们的情况等类似的标准，构建出了许多不同的指数。

不过，这种类型的变量却暗示着一个更为麻烦的问题。如果一个人或者一个家庭所购买的东西会根据不同的家庭或者不同的地方有不同的选择，那么，这个选择也会随着时间的变化而变化。出现这种变化的情况，规模可能会很大，也可能会很小。

> 回顾一下1950年时一篮子商品的构成情况，在那个时候，还没有手机和个人电脑，也很少有人能够上大学，家庭外出度假时也不会乘坐飞机。如果你现在再看看当时的一篮子商品的价格，你会发现这并不是衡量今天生活成本的一个好指标。不过，即使你在一个相对比较短的期限内考察某个人在同类型商品上的消费情况，也会出现类似的结果：比如，当某个人刚从大学毕业时所需要的一篮子商品，几年之后，也就是工作稳定并结婚了，这个时候的一篮子商品跟之

前又不一样，或者，再隔几年时间，等有了孩子之后，一篮子商品跟之前又发生变化了。

文化、人口分布和科技领域的变化，都会影响通货膨胀或者影响生活成本，所以要准确地计算CPI看上去似乎不可能实现。这就是为什么指数问题会这么难解决的原因所在：**你需要找到一种正确的方法来比较不同时期、不同生活方式的居民消费变动情况。**

这样看来，CPI这个衡量工具就显得有些生硬和愚钝。实际上，学经济的人都认同这样的观点，那就是，有必要找一些方法让CPI不这么愚钝。当然，对政策制定者来说，CPI毫无疑问是非常重要的一个指标，因为它在衡量通货膨胀方面起着至关重要的作用，通货膨胀又会反过来影响各个方面的预算。例如，在美国，纳税等级的临界值与官方制定的通货膨胀率水平紧密相关。这样的话，政府雇员的工资水平也与之相关。社会保障支出同样也决定于通货膨胀的水平。每一年，这些变量都会以上一年的通货膨胀率水平为基础进行重新计算，目的是根据生活成本的变化做相应的调整。1995年6月，美国参议院批准成立了研究消费者价格指数顾问委员会（Advisory Commission to Study the Consumer Price Index），斯坦福大学经济学教授迈克尔·博斯金（Michael Boskin）成为这个委员会的主席之后，这个委员会通常被称为“博斯金委员会”。“很快就会被羞辱”说法的提出者，后来成为美国参议院金融委员会主席的参议员鲍勃·帕克伍德（Bob Packwood），要求博斯金委员会务必找到一个更好的方法来计算CPI，要将广义的通货膨胀考虑进来。

对马拉尼和温斯坦来说，博斯金委员会看起来就像是天赐之物。由参议院批准成立的委员会，其目标就是为了解决马拉尼和温斯坦准备研究的难题，这让他们俩立刻有动力开展相关的研究工作。对他们俩来说，这是能够做出贡献的一个非常不错的机会，不仅是对经济理论的发展有帮助，还有可能对公共政策的制定带来影响，因为帕克伍

德计划立即采用博斯金委员会的研究成果。还有一个更好的消息，那就是，来自哈佛大学经济系的戴尔·乔根森教授（Dale Jorgenson）也是委员会的经济学家之一。

路径独立与路径依赖

1913年，赫尔曼·韦尔（Hermann Weyl）被任命为瑞士联邦理工学院的数学系主任，彼时，他只有27岁。韦尔从德国的哥廷根大学来到苏黎世的。哥廷根大学在20世纪20年代早期，代表着国际数学领域里的最高水平。韦尔的导师是戴维·希尔伯特（David Hilbert），希尔伯特被认为是他那个年代最具国际影响力的数学家。作为希尔伯特在哥廷根大学的学生，韦尔一直都处在数学领域的中心位置。

> 但苏黎世的情况与哥廷根不一样。苏黎世的瑞士联邦理工学院声誉非常不错，不过，它还只是一个非常年轻的学校。它仅仅是在1911年重建的时候，才成为真正意义上的大学，开始招收研究生，而之前，它只是一所以工程为导向的学校。苏黎世还有其他的大学，比如，苏黎世大学，它是瑞士规模最大的大学。但是，它没有哥廷根大学有名。

事实上，韦尔并不是那个时候瑞士联邦理工学院唯一新近聘用的教员。在学院重建的过程中，物理系聘用了一大批工作人员，其中最有名的年轻物理学家就是爱因斯坦。爱因斯坦是瑞士联邦理工学院的本科生，随后去了苏黎世大学攻读物理学博士学位，并于1905年毕业。也就是在同一年，他发表了一篇用数学的方法来分析布朗运动的论文，并提出了光电效应理论（他正是凭这一贡献获得了1921年的诺贝尔物理学奖），并发明了相对论，其中还包括著名的质能方程（$E = mc^2$）。可是，很奇怪，这些都没有为爱因斯坦带来巨大的成功。在研究生毕业之后，他搬到了150公里之外的伯尔尼（Bern），在那里，他

唯一能够找到的工作竟然是专利审查员。很偶然的一个机会，他被允许在当地的一所大学教书。

不过，渐渐地，随着越来越多的物理学家们开始理解爱因斯坦于1905年发表的论文，他的名声也越来越大了。1911年，一所在布拉格（Prague）的德国大学为爱因斯坦提供了一个教授职位，第二年，他的母校为他提供了另外一个工作岗位。于是，爱因斯坦又回到了苏黎世，当他回去的时候，他已经是物理学领域一颗冉冉升起的新星。在随后的几年时间里，他声名鹊起，影响力迅速扩大。不过，他在苏黎世并没有待多久。1914年，他被任命为柏林凯瑟·威廉研究所（Kaiser Wilhelm Institute）的主任。就在爱因斯坦和韦尔共事的一年时间里，两个人一起对韦尔所研究的课题做了非常充分的交流和讨论。另外，尽管最初只是以一个数学家的角度来看的，但韦尔发现爱因斯坦的相对论非常具有吸引力。特别值得一提的是，当他们碰面交流后，爱因斯坦开始意识到高性能的现代几何学对相对论的重要意义。

广义相对论的基本思想是物质（普通的物体，比如汽车、人和星星）会影响空间和时间的几何属性。同时，几何学决定着物体如何运动。正是通过畸形空间和时间的巨大物体的运动，才会出现这样的物理现象，那就是让我们紧紧地依附在地球表面，并且让地球围绕着太阳做轨道运动，我们通常将这类运动看成是重力。广义相对论所描述的情形与过去的牛顿力学理论所描述的情形不一样。在牛顿力学理论中，空间和时间都是静态的。它们的属性与在空间分布的其他物质没有任何关系。物体相互之间的重力是通过无法解释的力量实现的，这种力量在有距离相当的时候就会立刻起作用。

在爱因斯坦的理论体系中，通过引入曲率（curvature）来说明物质会影响空间和时间。当物理学家和数学家说什么东西是“弯曲的”，他们所想要表达的意思就是我们通常所认为的那种意思。桌面

或者一张没有折叠的白纸是平的，篮球和一卷纸巾就是弯曲的。然而，从数学家的角度来看，将桌面与篮球区分开来的因素并不是篮球是圆的，而桌子不是圆的，或者站在桌子上很容易，而站在篮球上却很难。相反，在数学家看来，弯曲的特征在于当你拿着一支箭沿物体表面移动的时候，让它保持同一方向的难度有多大。如果物体是平的，那么，沿着同一方向移动就会特别容易。如果不是这样，那么，物体就是歪曲的。

必须承认，这听上去感觉很怪异，甚至有些不可思议。不过，要看看在现实中这到底是如何运行的，倒不是一件难事。首先，想象一下你现在正站在城市的人行道上，比如，站在曼哈顿中心市区的人行道上，这个地方的街道呈网格状分布。如果你在这个街区按顺时针走一圈，看看会发生什么。在这个过程中，你面对的方向始终保持一致，比如一直面向的是北方，也就是朝向布朗克斯（Bronx）。一开始的时候，你可能需要沿着住宅区往前走一阵子。当你到达下一个转角的时候，你将要向右转，向东穿过城市的街道。不过，这个时候，你不能在转角转动你的身体，因为你所面对的方向，必须始终保持一致，也就是始终都需要面向北方。这就意味着你必须保持横向行走的姿势穿过街道。当你再次到达下一个转角的时候，在这个地方，你必须向南转，于是，为了始终保持面向北方的姿势，你需要倒着走。如果你一直遵循这样的指令行走，顺时针走一圈都没有转动过身体，你会发现你回到起点的时候，你所面对的方向与你最开始行走时所保持的方向是完全一致的。

这似乎一点儿都不会让人感到惊讶。毕竟，你从未转动过你的身体。现在，让我们将行走的旅程放得更长些，我们不再是围绕街区顺时针行走一圈。想象一下，当你环游地球一圈的时候，你试图始终保持面向同一个方向，比如，还是面向北方，看看会是一个什么样的情

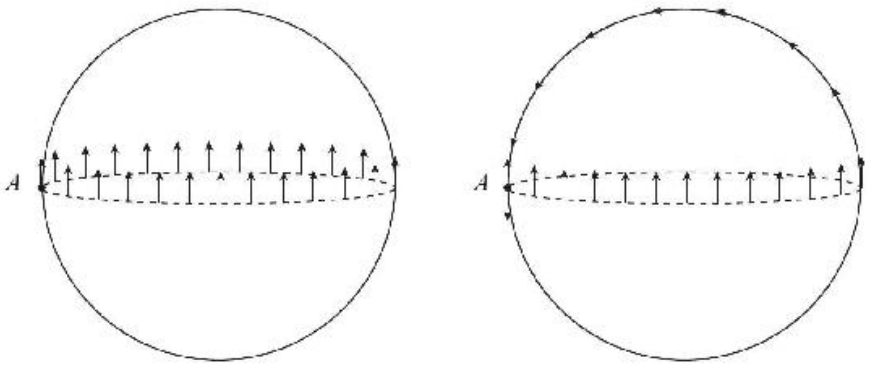
形。作为你环球旅行的第一站，假设你是从纽约出发，面朝东方，目标是欧洲。当你到达法国的时候，你将要以像螃蟹一样横着走的方式向亚洲出发，在这个过程中，你需要始终将脸朝向北极。在经过很长一段跋涉之后（可能会走得非常不舒服），你最终将会抵达太平洋，然后，跨过太平洋，前往加利福尼亚。当你最终再次回到纽约的时候，如果你在整个环游的过程中都没有转动过身体，那么，你到达纽约的时候，脸部依然朝向的是北方。

我们再来看一个例子，起点和终点都是同一个地方，但却是另外一种完全不同的旅行。你在开始的时候，仍然是往东走，跟前面讲过的例子是一样的。不过，当你到达哈萨克斯坦的时候，开始绕道而行。不是像之前那样，直接前往中国，而是往北走，前往俄罗斯。至少这个时候，你行走的方向是你脸部正对着的方向。你一直朝着北极圈前行，身体从未发生过任何转动。当你到达北极的时候，你会发现，纽约就在你的正前方，也就是离你比较远的南方。你继续前行，先到达加拿大的北部，然后沿着哈得孙河前行，最终你也会回到纽约。但是，这一次，当你重新回到起点的时候，你面对的方向跟上一次却是完全不一样的：你面向的是南方！这中间出了什么问题呢？在整个旅途当中，你并没有转动你的身体，可到终点的时候，你面对的方向与最开始出发的时候竟然完全相反，同时也与你第一次环球旅行回到终点时所面对的方向完全相反。

你第二次环游世界到达终点时，所面对的方向跟出发时完全相反的原因就在于地球的表面是弯曲的（见图8-1），而城市的街区则是平的。至少，坐落在地球表面上的城市街区看上去都是平的，但地球表面是弯曲的。只不过，你在比较短的距离范围内看不出弯曲的痕迹。如果你想象一下，在厨房的餐桌上，一只蚂蚁试图经历与你环球旅行类似的事情，你就会发现，不管蚂蚁选择什么样的路线爬行，最后结束的时候，它面对的方向都是相同的。这就是数学家们在探讨“平面或图形是平的”时所想要表达的意思：它向我们展示了“平行传输的

路径独立”（path independence of parallel transport）。之所以说是平行传输，是因为我们的目标是试图让你的身体与最后要达到的方向总是保持平行。与此同时，对于弯曲的表面来说，在终点处，箭头所指的方向则是“路径依赖”（path dependent）。在不同的弯曲表面，不同的路径会导致不同的结果。

路径依赖与弯曲之间的关系，对于非数学领域的专业人士来说，可能并不是很熟悉。但是，路径依赖的基本思想却不难理解。在日常生活中，我们很容易找到哪些事情是路径依赖的，哪些事情是路径独立的。如果你去商店买日用品，当你回家的时候，你所购买的牛奶的数量就属于路径独立。从商店回到家，牛奶的数量并不会因为你选择不同的路径而发生改变。不过，你油箱里面的油量就属于路径依赖。如果选择开车走直线回家，当你到家的时候，通常情况下，你油箱里面剩下来的油量比你选择走观光路线回家剩下来的油量要多。平行传输中的路径依赖正好就是常见事实中的一个特殊案例，所谓常见事实就是很多时候，事情的结果不仅取决于你从哪里开始和你在哪里结束，同时还取决于你走哪条路到达目的地。



如果你沿着弯曲的表面移动一支箭，务必要小心，确保箭头所指的方向在整个过程都是一样的，当完成所有的移动过程，最终到达目的地的时候，箭头所指的方向取决于你选择什么样的移动路径。数学家们将这一弯曲表面的特征称为“平行传输的路径独立”。在本图中，围绕球体一周有两种路径供选择。第一条路径是从A点出发，围绕赤道一周，然后重新回到A点。当移动过程结束时，箭头所指的方向与最开始所指的方向是相同的。第二条路径也是从A点出发，沿着赤道前行，

但只前进到一半。在球体的另一边，移动路径开始转向北极，然后再经过北极回到A点。当移动过程结束时候，箭头所指的方向与最开始所指的方向完全相反。韦尔观察到这有可能推导出新的物理学理论，不仅考虑到路径依赖的方向问题，同时还可以考虑到箭的长度。真实的物理世界并不是按照那种方式运行的，但是，在韦尔第一次提出他的这个理论（他将这个理论称为规范理论）之后的几年时间里很多物理学家和数学家开始对他发明的这一数学理论进行修正和调整，用来解决其他的问题，并取得了越来越多的成功。

图8-1　路径独立与路径依赖

从某种意义上来讲，“空间和时间是弯曲的”就源于平行传输的路径依赖，爱因斯坦的广义相对论就是对这一事实的完美运用。不过，韦尔认为爱因斯坦的分析还不够深入。在广义相对论中，如果你在一开始的时候用一支箭进行移动，当环绕一圈重新回到起点的时候，箭头所指的方向可能完全相反。但是，在这种情形下，路径长度都还是一样的。韦尔觉得这是一个比较随意的差别，可能并没有物理学上的意义。于是，他提出了一个修正理论，在这个修正理论中，韦尔认为长度也是路径依赖的。因此，如果你用一把尺子对这两条路径进行测量就会发现，当重新回到起点的时候，两条路径的长度是不一样的，长度取决于路径。

韦尔将他的这一新理论称为规范理论。他第一次提出这个概念，是基于这样一个思想，即并不存在一个普遍的、一劳永逸的方法，可以“规范”或者衡量尺子的长度。

假设你和你的邻居一大早都准备开车去单位上班。你们俩开的车是完全一样的，也在同一个地方工作。当你们到达目的地后，如果某人向你们俩问起，谁车油箱里面的油剩下来的更多些，你们俩该如何回答呢？你可能会瞅一眼你的油表，发现你的油箱是满的，然后你会问你的邻居，他的油箱里面还剩下多少油。不过，这对正确回答这个问题并没有提供足够的信息。答案取决于你和你的邻居上班所走的路是哪

一条：你可能选择走的是直线道路，而你的邻居可能行驶的是观光道路；你的邻居可能行驶高速，而你却依然选择走市区道路。不管是哪一种情况，当到达目的地后，你们俩车里所剩下的油量都取决于你们选择走哪一条道路去上班。比较一些路径依赖的数字变量并不会产生直接的答案。

这就是韦尔提出来的理论所描述的情形，没有一个万能的方法可以衡量一把尺子，因为并不存在路径独立的方法来比较不同地点的两把尺子。不过，韦尔意识到这并不是一个必然的问题：如果你想比较测量芝加哥的尺子与测量哥本哈根的尺子，或者是测量火星的尺子，你需要做的就是找到这样的一个方法，将所有的尺子放在同一个地方，这样的话，你就可以将它们连接起来使用。虽然这并不是路径独立，但是这却行得通，只要你能够找出长度的变化是如何依赖于你所选择的路径。换句话说，韦尔意识到对他的理论来说，真正重要的是确定数学标准，通过这个确定的数学标准就可以对不同的长度进行比较，即以一种讲究原则的方式将不同的点“连接”起来。这样的话，你就可以对不同的尺子进行比较，即使它们的长度是路径依赖的。从数学的角度来看，韦尔所做的事情就是向我们展示了如何对两个不能比较的变量进行对比分析，这个对比分析是通过将这些变量放在相同的位置来实现的，在这个相同的位置，可以直接对它们的特征加以比较。

韦尔的理论并不是很成功。爱因斯坦很快就指出这一理论与很多广为人知的实验结果并不一致，所以，很快它就被贬为科学理论中的垃圾。不过，韦尔有关规范理论的基本思想注定比理论本身带来的结果要重要许多。他的核心思想是，如果两个变量在物理理论中是完全一样的，你需要找到这样的一个比较标准，能够解释可能出现的路径依赖。20世纪50年代，规范理论在两个来自美国布鲁克海文国家实验室的年轻研究人员的努力下，重新流行起来了，这两个人就是杨振宁（C.N.Yang）和罗伯特·米尔斯（Robert Mills）。杨振宁和米尔斯

将规范理论进一步向前发展了。如果在长度符合路径依赖的情况下可以构建一个理论，那么，是不是可以在其他变量符合路径依赖的情况下也构建一个理论呢？他们认识到这个问题的答案是肯定的。于是，他们在韦尔规范理论基础上，提出了一个更为宽泛的分析框架，从而可以构建更为复杂的规范理论。

这些理论就是今天我们所熟悉的杨-米尔斯理论（Yang Mills theory），有时候它也被称为是规范理论革命。1961年，考虑到规范理论的影响，基础物理学重新改写了。10年之后，当杨振宁意识到杨-米尔斯理论与现代几何学存在着非常紧密的关系时，这个过程得以加速。随后，杨振宁还与西蒙斯的文艺复兴科技公司合作过。规范理论在物理学中处于一个非常重要的位置，因为它们证明了在一个自然的环境下追求“统一的理论”是可以实现的。所谓“统一的理论”指的是这样的一种状态，即不同的变量可以在这样的理论中进行比较。到1973年，粒子物理学中出现的三个基本的力量电磁力、弱力和强力都被统一进了一个单独的规范理论分析框架中。这个分析框架被称为粒子物理学的标准模型。今天，这一模型被认为是所有被发明的模型中表现最好的，它是现代物理学的核心。

破解指数难题

学术领域中的研究工作，特别是那种非常吸引人的终身教授职位，都有固定的招聘计划。到每个暑期快要结束的时候，那些快要完成自己博士论文的学生们就需要做出决定，是不是在这一年申请学术研究工作职位。如果申请人和导师觉得仅仅是博士论文还不够的话，申请人就要准备一份详细的履历，履历里面包括学院其他教授的推荐信，为博士论文所做的研究工作，以及一份描述研究兴趣和爱好的声明。然后，等到秋季学期的时候，准备招聘新教职员工的各个系会对外公开招聘的岗位，应聘的截止日期一般都是到11月末。如果你很幸

运，招聘教师的单位会面试你，如果面试进展顺利，对你感兴趣的学院还会邀请你去访问，给你机会宣讲自己的博士论文。在很多学科领域，包括经济学，这个过程被称为“市场化应聘”。这是一个很恰当的词语，从本质上将这种学术聘用关系描绘出来了。同时，这个过程也面临着巨大的压力。与其他的事情不一样的是，你学术成果得到市场认可的程度将会决定你未来职业生涯的轨迹。

一个研究生的研究工作经历以及他的毕业论文质量对他能否获得某一学术职位起着至关重要的作用。然而，比这两项更为重要的因素是学院教授为学生就业所写推荐信的力度。如果著名的、受人尊敬的教授为你写推荐信，并说你的研究非常好或者很重要，结果就会大不相同。每年，哈佛大学经济学都会召开全系大会，讨论并决定受到学校著名经济学家全力支持的学生名单。经济系将会认真审核每个学生的申请，学生们导师的推荐信将会帮助经济系更加重视该学生研究情况和未来发展前景。这是一个关门会议，只有经济系的教职员工才知道具体的过程。不过，一旦会议结束，学生们都会以飞快的速度奔向会议室门口，第一时间获知结果。当准备招聘新教师的各个系开始给学生们打电话时，这些进入名单的学生将会得到特别的支持，而另一些学生则没有那么幸运。

考虑到马拉尼研究工作的重要性以及她导师对她的大力推荐，马拉尼有理由相信她的求职过程应该会比较顺利。一切看上去都很有保障。10月的工作见面会很快来到了。考虑到系里的决定意见，马拉尼和马斯金讨论了她的工作问题。遗憾的是，事情看上去不再像之前那么顺利。

在开会的时候，马斯金认为她的论文非常棒。然而，系里面的其他同事，并非都表示认同。有一位同事还特别地提出了自己的保留意见，这个人就是戴尔·乔根森教授。乔根森是哈佛大学在博斯金委员会里的两位代表之一，同时也是指数问题方面的专家。马拉尼的研究

项目与博斯金委员会准备调查的事情完全一致。马拉尼已经构建了一个非常完美的数学分析框架，用来准确地分析博斯金委员会准备解决的难题。于是，当马拉尼获知了乔根森教授的预约时间后，她专门安排了一次与他面谈的机会。她非常兴奋地向乔根森教授描述她的工作情况，并向他演示了如何将规范理论运用到这个重要问题的分析当中。乔根森将她轰出办公室，并且告诉她：“你什么都不懂！”

马拉尼感到非常沮丧，但她不准备放弃。她第一次的努力不能让乔根森信服，那又会怎么样呢？马斯金非常欣赏这篇论文所要表达的思想，将会大力宣传她的这篇论文。从长远来看，作品本身会为自己代言。然而，在当时，考虑到马拉尼正在准备申请工作，关于未来作品表现的想法很快就被打消了。在工作会议期间，乔根森对马拉尼项目的反对立场非常坚定。几个月之后，当博斯金委员会对外公布其研究发现时，乔根森反对的理由才变得逐渐清晰起来。

马拉尼花了好几年的时间才让温斯坦真正重视经济学。她试过了所有的办法：介绍著名的经济学家；介绍最著名的经济学理论；阐述重要的经济学实证研究成果。然而，温斯坦对这些做法却很抵制。他总是认为经济学中的数学模型太简单，而要研究的主题却又太复杂。经济学不值得研究，是伪科学。最终，就在快要放弃的边缘，马拉尼做了最后一次尝试。她给温斯坦带来了一个挑战，让他解决一个难题，而这个难题的答案就是经济学领域中非常有名的科斯定理（Coase’s theorem）所推导出来的结论。

罗纳德·科斯（Ronald Coase）是一名英国经济学家，但他的大多数职业生涯却是在美国的芝加哥大学度过的。他对他称为“社会成本”（social cost）这个研究主题非常感兴趣。

想象一下，你是农业社会时期美国某一州的地方警察局局长。当地的两个选民找到你，让你帮助他们解决一项未决的争端。他们中的一个人是牛仔，养了一群牛。另外一个人

是这个牛仔的邻居，种植大豆的农夫。争端的起因就是牛仔养的牛经常跑到农夫的土地上，毁坏农夫所种的农作物。最近，矛盾开始变得尤为突出，因为农夫得知牛仔将会饲养更多的牛，所以他很担心牛仔的牛会给他的农作物带来更大的损失。如果你是局长，你该怎么协调呢？

当科斯试图为此类社会问题找到一个标准化的答案时，他得出了一个让人感到惊讶的结论。至少站在长期的角度来观察，不管局长怎么做，他所做的选择都应该满足三个条件：所带来的损失必须能够充分量化；有关财富的定义必须非常明确和严格；协商必须是零成本。为了搞清楚为什么会这样，我们就有必要考虑一下：如果局长告诉牛仔，他可以按照自己的想法随意增加牛群的数量，但是，他必须承担他所养的牛群给农夫带来的损失，那么，情况会出现什么样的变化呢？从本质上来说，牛仔将会为饲养新增加的牛群而支付额外的成本。这样的话，牛仔想增加牛群的数量就会考虑他支付给农夫的大豆赔偿，这个赔偿的金额取决于牛群对大豆造成的损失有多大，以及这个损失又应该折算成多少钱。如果牛仔赔偿给农夫的金额与受损大豆的价值相当，那么，农夫应该不会在意这个收入是来自卖出大豆的所得还是来自牛仔的赔偿。他甚至可能会将牛仔看成是自己的客户，牛仔所买的大豆正好就是牛仔的牛群所破坏的大豆。最终，牛仔和农夫将会达成一致意见：牛仔养多少头牛取决于在什么条件下，双方的利益能够实现最大化。但是，如果局长做出其他的选择呢？如果农夫为了阻止牛仔的牛群破坏他所种植的大豆，而不得不支付一定的补偿给牛仔，那么，同样的讨价还价也会发生。科斯理论表明，**最后的结果都是一样的：双方最终达成的协议一定是能够实现各自利益最大化的目标。**

当马拉尼向温斯坦提出这个问题的时候，温斯坦开始很认真地思考起来。与科斯一样，在做了一些简单的数学假设之后，温斯坦很快就找到了解决问题的方法。事实上，这个方法正是科斯所提出来的方

法。不过，温斯坦觉得这让人感到很惊讶。至少，从这个案例来看，数学是以一种正确的方式解决了问题。然而，这个结果看上去完全与直觉背道而驰，但它确实又发挥了作用。这个过程与物理学中数学工具的运用惊人的类似：首先需要做出一些简单的假设，然后运用数学对某一问题进行深入的探讨，可能这个问题从其他方面来分析的话，会感觉很棘手。更重要的是，如果某人在温斯坦自己找到答案之前就告诉他科斯的理论，他可能会认为科斯理论所给出的答案源自政治因素，为减少政府干预而蒙上一层薄薄的面纱。而从数学的角度出发，所得到的答案则是非常严格的。但是，现在温斯坦发现事情并不是那么简单。

温斯坦的兴趣被激发起来了，他开始寻找其他类似的经济学案例，看看这些案例中，数学是如何被运用的，并推导出与直觉相反的结论。他发现了几个有趣的例子。布莱克-斯科尔斯模型是其中的一个，这个模型运用了非常复杂的数学知识，解决了期权的产生和交易的核心问题。另外一个例子就是阿罗定理（Arrow’s theorem），这是社会选择理论中一个非常著名的理论，它从根本上证明了这样一个事实：如果你面对这样的一群人，他们在三个甚至更多个选项中进行排序选择，那么，并不存在这样的一个选择系统，能够将群体中的每个人对选项的不同偏好排序转变为一个群体的、相对公正的排序。

温斯坦意识到他之前对经济学的批评可能是错误的，他现在相信数学可以用来帮助更好地理解经济学问题。这是一个让人感到非常兴奋的认识，因为它意味着某个有数学天赋和物理学背景的天才，有机会在解决经济学中的难题上，做出一些重要的贡献。很快，温斯坦和马拉尼不再寻找那些已经用数学来加以创造性解决的经济学难题，而是转向寻找经济学中还没有运用数学知识解决的难题。这样一来，他们俩正好想到了指数问题。考虑到将某个数字分配到某件事上是非常之复杂，与将货币的价值分配到消费者身上的复杂程度相当，而与之

相对应的是，CPI背后所用到的数学知识其实简单得让人吃惊。这正好是一个值得研究的地方。

从概念上来讲，韦尔的创新体现在他发现了这样的一个数学理论，可以将那些无法进行比较的变量加以对比分析。在他的理论中，这些无法比较的变量就是不同地点的尺子的长度。他的对策就是找到一个方法，将这些尺子放在同一个地点，然后将它们连接起来，找到它们之间的内在关系。

现在，当考虑指数问题时，我们发现，这个问题的核心，就包含了如何对那些从表面上来看无法比较的变量加以对比分析的思想。你怎样才能确保货币的价值对两个不同的人来说意义是一样的呢？特别是当这两个人的生活方式完全不一样的时候？此外，你怎样才能让在1950年看上去比较合理的一篮子商品与1970年的一篮子商品，或2010年的一篮子商品，均具有比较的价值和意义呢？放眼一看，这些问题对温斯坦和马拉尼来说，似乎很难解决。不过，在韦尔以及后来人的持续努力下，将这些问题放在他们所构建的数学分析框架中，至少还是能够找到一个可行的解决办法。所有他们应该做的工作就是找到这样的一个方法，能够将两个不同的人，比如1950年的伐木工人和1995年的程序员，放在相同的环境下，这样的话，就可以对他们两个人的偏好和价值进行比较分析。这个事情看上去似乎比较怪异。毕竟，伐木工人和程序员之间的谈话可能会有点儿小尴尬。然而，从韦尔的数学模型来看，这应该是世界上最自然不过的事情了。为了解决指数问题，温斯坦和马拉尼都觉得他们需要利用经济学中的规范理论。

2005年晚些时候的某一天，李·斯莫林（Lee Smolin）收到了一封不同寻常的电子邮件。这封邮件有点儿出乎斯莫林的意外，因为它是在讨论经济问题，而斯莫林对经济学是一无所知的。斯莫林是一位物理学家。他过去研究的、未来还会继续研究的领域是物理学最前沿的量子引力学。这个领域是将20世纪早期物理学中两个革命性的、取

得巨大成功的重大理论创新结合起来加以分析，组合成一个有效的分析框架。这两大创新，一个是研究如电子这类非常细小物体的量子力学，另一个是研究如恒星系和银河系这类非常巨大物体的爱因斯坦引力理论。斯莫林的研究跟经济学没有任何关系，至少在他看来，是没有任何关系的。

早在几个月之前，斯莫林在《今日物理学》（*Physics Today*）上发表了一篇论文，这是一份半公开的杂志，目的主要是向那些非特定领域专家的物理学家们介绍物理学的最新发展情况。斯莫林的文章试图解释为什么量子引力学领域没有出现像爱因斯坦这样的研究人员，他们能够通过跳出原有思维框架，从而成功地给物理学带来了革命性的改变。这篇文章其实是对斯莫林刚刚完成的、名为《物理学的困惑》（*The Trouble with Physics*）的新书导读。在这篇文章和他的新书中，斯莫林都认为，物理学研究，特别是量子引力学研究都面临着社会学的问题。一群研究弦理论的物理学家们，发明了一种方法，用来解决如何将引力物理学与量子物理学相结合的问题，他们逐渐主导了这个领域的研究工作。当每年物理系准备招聘新的研究人员时或准备发放少量研究基金时，这些弦理论物理学家都倾向将资源分配给其他的弦理论研究人员而不是用其他方法研究量子引力学的研究人员。

正是发表在《今日物理学》上的这篇文章让斯莫林收到了这封意外的电子邮件。给他写信的正是温斯坦，现在他已经是曼哈顿的一名对冲基金经理和金融顾问。温斯坦非常认同斯莫林关于物理学界的评论，这也是他多年来在哈佛大学和麻省理工学院以数学物理学家的身份工作时所形成的认识。不过，他还有更深一层的认识，那就是社会学领域的学术研究，其扭曲程度可能更加夸张。正如温斯坦所说的那样，物理学领域的社会问题其实并不算什么。经济学领域的社会问题比物理学领域要严重10倍以上。

斯莫林希望能够听到更多的见解，于是，他邀请温斯坦来圆周理论物理研究所（Perimeter Institute）访问，这个研究所位于加拿大安大略省（Ontario）的滑铁卢市（Waterloo），是斯莫林工作的基地。圆周理论物理研究所是由迈克·拉扎里迪斯（Mike Lazaridis）于1999年创建，拉扎里迪斯也是加拿大RIM公司（Research in Motion, RIM）的创建者和负责人，这家公司是黑莓手机的供应商。圆周理论物理研究所致力于在基础物理学领域开展研究工作，这家研究所的声誉非常不错，其原因就在于它拥有针对基础问题运用不同方法开展对话和讨论的良好机制，而这个机制主要是源于斯莫林早期在研究所的强大影响。在某些方面，圆周理论物理研究所试图回答斯莫林在他的新书和文章中所提出来的社会学问题。对温斯坦来说，考虑到他所拥有的数学物理学背景，以及对运用新方法来理解经济理论表现出来的浓厚兴趣，这个地方是一个不错的选择。

2006年5月，温斯坦访问了圆周理论物理研究所。他做了一个演讲，讨论的是规范理论思想在新经济理论中的重要作用，并介绍了他和马拉尼在前几年所做的研究工作。然后，他离开了。斯莫林和研究所的其他人员都发现温斯坦的思想非常引人注目。不过，他们都为温斯坦感到很遗憾，因为他们并不是需要被说服的对象。

然而，温斯坦和斯莫林却一直保持着联系。斯莫林去纽约拜访过温斯坦，在那里，他见到了温斯坦的妻子马拉尼和他们的孩子。斯莫林开始研究经济学的一些基本知识，目的是更好地理解温斯坦所表达的思想。随着他和温斯坦待在一起的时间越长，他越觉得温斯坦的想法有意思。斯莫林将温斯坦形容成充满着智慧和创造力的思想家，他所了解的知识面非常之宽泛，跟他谈话，在通常情况下，所谈论的主题都是些无法比较的内容，比如进化生物学与自然选择、当代数学与19世纪的物理学。

2008年9月，温斯坦再次访问了圆周理论物理研究所，这次是为了参加一个有关21世纪科学的研讨会。这次研讨会的主题集中在科学研究领域将会随着外界条件的变化而可能发生的一些新变化，这些外界条件的变化包括研究基金来源的不同；传播研究思想的方式不同，如可以通过博客和在线会议进行传播；新思想可能在哪些领域出现；像圆周理论物理研究所和圣塔菲研究所这些地方将会成为传统大学之外的新的研究中心。

不过，在那次会议期间，温斯坦最前沿的思想并没有考虑科学的未来情况。在圆周理论物理研究所会议结束的一个星期里，美国第四大投资银行，雷曼兄弟在经过一个半世纪的经营之后，宣告破产。事实上，与此同时，当今世界上前二十大公司之一的美国国际集团，信用等级也被下调，从而引发了蔓延性危机。如果美国政府不出手干预，美国国际集团公司很有可能就会倒闭。2008年9月初，世界经济已经危在旦夕。作为一名对冲基金经理和金融顾问，温斯坦对金融领域，或者更广泛一点儿说是经济领域，所发生的事情感到非常惊讶和恐慌。就温斯坦所知，没有人预料到会出现这样的局面。索内特曾经预测过，但是，他并没有对他的预言进行广泛的宣传。

对温斯坦而言，美国银行系统发生的这种意料之外的巨大危机进一步证明了现代经济学有必要采取措施。我们有必要反思今天这些有毒证券到底哪里出了问题，同时，我们也应该意识到经济学需要一套全新的分析工具。正如上一代的物理学家们所做的那样，经济学家们也有必要拓宽他们的理论分析框架，更好地研究越来越复杂的经济现象。经济学需要一套全新的理论和模型，以适应今天越来越复杂的现实世界。温斯坦认为这次危机提供了这样的一次机会，可以将过去金融学与经济学之间不同方法的区别搁置一边。他呼吁经济学家和物理学以及其他学科领域的研究人员，在更大规模上开展全新的合作。他说，这可能是经济学领域的“曼哈顿计划”。

1935年，作为用来结束20世纪30年代大危机的罗斯福新政之一的社会保障计划（Social Security），即美国联邦养老、遗属和残疾保险计划（U. S. Federal Old-Age, Survivors and Disability Insurance Program），被罗斯福总统签署，目的是刺激消费和建立保障范围更加广泛的美国福利系统。这是美国联邦政府用来帮助维持老年人生活、帮助父母双亡的孩子维持到达工作年龄之前的生活、以及帮助残疾人和无工作能力的人维持基本生活的计划。这个计划被设计成可以自给自足的模式，就好比真正的保险产品一样，政府通过向工人们征收强制性的税收，将这些收取的税收纳入基金，用来支付项目的各种成本费用。

这个项目具有较大的争议性。最开始的时候，它受到了美国最高法院发起的好几次挑战（但都未成功）。在过了很长一段时间之后，随着后代人将他们工作期间的收入贡献到基金中，大多数美国人开始依赖该项目获得退休保障和伤残福利。到20世纪60年代，这个项目已经成为美国人生活的一部分，那些临近退休的工人们开始将这当成是一项津贴。到了20世纪70年代，经济发展处于低增长、高通胀时期，社会保障计划开始变成了一个政治上的难题。很明显，它已经处于困境中。考虑到项目未来的发展，政治家们和经济学家们意识到在未来的几十年时间里，大规模婴儿潮时期出生的民众将会退休（随后他们也需要领取这个津贴），那个时候，需要支付给他们的福利规模由于增长速度飞快，已经超过了基金项目本身能够筹集的资金规模。

然而，能够解决这一困境的办法却很少。对一个政治家来说，将民众的注意力引到社会保障问题上无疑是自寻烦恼。解决这一资金不足的难题有两个显而易见的办法，即减少福利和增加税收，但这两个办法都没有任何吸引力。社会保障问题是政治领域中“第22条军规”的典型代表(3)。直到20世纪90年代中期，参议院金融委员会的两位领导者，丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉（Daniel Patrick Moynihan）和

鲍勃·帕克伍德才想到了一个不错的办法。如果你想弥补一万亿美元的空缺而又不想被人注意到，你能够做的事情就是改变钱的价值。

下面，我们解释一下这一计划是如何运作的。关于未来社会保障费用支出的估算是建立在预期通货膨胀率基础上的，而预期的通货膨胀率又取决于CPI。莫伊尼汉和帕克伍德意识到如果官方公布的通货膨胀率可以被调低，来自社会保障税的收入就会上升，因此管理这一项目的成本就会下降。这样做的效果将是增加了税收，减少了津贴支出，从而相应地改变了货币的购买力，而不需要专门告诉民众你是如何做的。这么操作的难度在于，找一个什么样的理由来说明应该对通货膨胀率的计算做相应的调整。这个时候，就需要博斯金委员会参与进来。这是他们所熟悉的花招。回到前面我们提到的一万亿美元的数字规模，这是莫伊尼汉认为要确保社会保障体系能够维持下去的最低金额，于是，他和帕克伍德决定，通货膨胀率有必要下调1.1个百分点。

罗伯特·戈登（Robert Gordon）是美国西北大学的一名经济学家，同时也是博斯金委员会5名成员中的一位，按照他所写的说明，乔根森（就是将马拉尼撵出自己办公室的那位哈佛大学的经济学家）早些时候就向委员会报告过，如果他们的目标是在未来10年的时间里，让社会保障储蓄能够结余一万亿美元，那么，这就意味着必须对通货膨胀率作必要的下调。于是，委员会分成了两个小组，分别从不同的方式来研究如何通过改变偏好式改变质量从而影响CPI的计算。戈登和另一名委员会成员组成了一个团队，他们俩共同合作，得出了一个数字。另外一个团队由乔根森、博斯金和另外一名成员组成，他们得出了另外一个数字。于是，当两个团队将他们的结果进行合并处理时，“按照某种方式”（戈登的原话），委员会最终提出的建议的是，“正确的”通货膨胀率应该下调1.1%。

博斯金委员会的研究成果遭到了社会各界的批评。正如戈登后来在报告时所描述的那样，这个项目上马很仓促，而且不够严谨。在委员会向参议院上报研究最终报告几天之前，他和他的合作者才完成了他们应该做的工作。报告里面的计算被物理学家和经济学家们称为“信封的背面”，那些数字远不是什么正式的估算。在报告提交给参议院之前，报告从未送给专家评审过。委员会的其他成员也从未主动询问过戈登，他的团队是如何计算出这些数字的，或者其他人又是如何看待这些数字的。这些问题的答案会让人感到不舒服。最终，博斯金委员会的很多建议都被丢弃到一边。大约在5年之后，美国国家科学院和美国劳工统计局开始重新考虑如何计算CPI的问题，他们采用了更加严谨科学的研究方法，得出的结论也更加细致。

在博斯金委员会成立后不久，马拉尼带着她和温斯坦有关指数问题的想法拜访了乔根森。乔根森可能对马拉尼和温斯坦的研究提出了比较犀利的批评意见，这些批评意见可能都是不错的建议。不过，这很难让人不去猜想，博斯金委员会可能在进行他们本应该计算准确的数字方面，失去了一个可以利用新的、严谨的数学方法的好机会，从而带来了更多的问题。似乎，最简单的方法，就是将马拉尼和温斯坦的建议拒之门外。

曼哈顿计划的启示

将物理学中的规范理论或者其他思想运用到经济学中，仍旧不是那么容易做到的事情。温斯坦是正确的，2008年晚些时候爆发的金融危机对某些人来说是一个不错的机会，可以让经济学家们看待现实世界以及经济学问题的思路发生一些改变。不仅金融领域、经济学领域的很多人被吓到了，很多普通的民众也被吓到了。那些人们按照通常想法所理解的事情被发现正在发生改变和变得不再值得信赖了。与此同时，在其他领域工作的人们，如物理学和数学领域工作的人们，却

发现这是一个进军被困难包围的领域的好机会。有人认为现在是对现代经济学的一些基本理论和方法进行重新评估的好时机，而这一提法引发了很多人的共鸣，其中就包括斯莫林和其他一大批在圆周理论物理研究所工作的物理学家们。

斯莫林曾经在空余时间研究过经济学，现在他开始以更加严肃认真的态度来考虑这一问题。他将自己就各类主题写过的文章收集起来（其中包括他听从温斯坦和马拉尼的建议所写的文章），并将这些文章放在某一在线档案管理网站，在这个地方，经常会有物理学家将他们的最新研究放上来。这些文章就像一个翻译词典，向物理学家们解释一些基本的经济学概念，然后向大家演示，如何将物理学家们所熟悉的思想运用到其他科学领域的研究中。

与此同时，斯莫林和温斯坦计划在圆周理论物理研究所组织一场研讨会，研讨会召开的时间原定是2009年5月。研讨会计划邀请经济学领域的代表人物参加，目的是让不同研究领域的人在一起共同讨论“如何在经济危机后更好地推动经济学的发展”。斯莫林和温斯坦参与了这次研讨会，还有其他的一些物理学家也参加了这次研讨会，包括法默和德曼。主流的经济学家们同样也受邀参与这次会议，这其中就包括来自纽约大学的鲁里埃尔·鲁比尼（Nouriel Roubini），来自哈佛大学的理查德·弗里曼（Richard Freeman）以及塔勒布。理查德·亚历山大（Richard Alexander）是一位著名的进化论生物学家，他也同样受邀参加这次研讨会，并向大家讲解生物学和人类行为学会如何影响经济学的发展。计划其实很简单，将一大群聪明绝顶的人集中在一间屋里子，让他们发现经济学领域已经出现的非常明显的问题，通过他们集体的努力，共同提出新的理论框架。计划准备通过这次研讨会开启一个全新的曼哈顿计划。

研讨会本身取得了巨大的成功，由物理学家、生物学家、经济学家和金融界专业人士组成的、研究领域广泛的群体发现了很多值得讨

论的问题。但是，当研讨会结束的时候，研究人员们却分道扬镳了。正如斯莫林后来所解释的那样，即使在经济学界以外的这些研究人员中，也存在比较严重的刚愎自用的倾向，从而很难开展富有成效的合作。每个人都同意经济学理论面临着比较大的问题，但是，对这些问题到底是什么，却难以达成共识，更不用说如何去解决这些问题了。这次研讨会的很多参与者，与经济和金融领域的其他评论者一样，甚至都不认为集中力量提高经济学模型的严谨程度是必须要做的事情。实际上，这背后涉及资金分配的问题：如果这个项目得到基金支持，那么又该在参与者中如何分配这些资金呢？这使得参与这次研讨会的每个人，在涉及是不是支持开启更大的研究项目时，表现得非常谨慎和小心，大家都担心自己应得的那部分项目基金被克扣。将不同学科的研究人员集中起来，成立一个更大的研究团队，从一个全新的角度来解决经济学面临的问题。如果从这个角度来分析，那么，这次研讨会其实是失败的。几个月之后，斯莫林放弃了研究经济学，重新回到物理学研究中。现在，当他发现自己还有空余时间的时候，他就会研究气象学。他觉得，经济学是很棘手的，不仅是因为研究的主题很麻烦，同时还因为这个领域并不适合运用开放的思维方式去研究。温斯坦是对的：**与物理学相比，经济学要差劲儿几十倍。**

直到今天，温斯坦和马拉尼还在继续将数学模型扩展到经济学理论研究中。索内特继续研究他的预测工具。法默回到了圣塔菲研究所，继续探索复杂科学与经济学模型之间的关系。尽管有这些智囊团，世界经济还是支离破碎，依然处于2007—2008年发生的金融危机的余波震荡中。难道就不能做点儿什么事情吗？

结语
最大的风险不是来自物理学，而是我们的停滞不前

我是在2008年秋季开始考虑写这本书的，那时正是金融危机爆发的中期阶段，离我获得物理学博士学位也仅仅只有8个月时间。在几个星期的研究工作之后，我向我的博士论文导师提及我在研究工作中的发现。他的反应让我感到很惊讶。从我所提供的那些案例中，也就是那些物理学的思想如何更好地帮助我们理解金融市场的案例，他相信这两个领域之间确实存在着某种很强的关联性。我发现，大多数的物理学家都有这样相同的认识。不过，这并没有促使他们想做点儿什么。相反，我的导师这样回应：**“不管物理学家如何影响了金融学，但是，想对华尔街做科学研究几乎是不可能的。”**

这一思想可以有不同的解读方式。科学不只是知识的组合体。科学是认识和了解世界的一种方式，它是一个不断发现、验证和修正的过程。我的导师之所以认为华尔街不适合做科学研究，很大程度上是因为：投资银行和对冲基金通常非常隐秘，这就意味着这些公司的新思想很少会被公开传播和讨论，而在科学领域，类似的新思想则会被大力宣传与探讨。当一名物理学家或者一名生物学家发现了某些新的研究成果，他会向专业期刊投稿，这些专业期刊会将这些论文交给其他专业人士审稿，这个过程确保了这些论文在被发表之前，就已经得到了其他科学家们提出来的专业性建议。如果这篇论文通过了第一层考验，那么，它将会在更大范围内获得其他科学家们的审视。然而，很多新思想都未能通过这一层次的考验，它们要么永远都不会公开发表，要么就在默默无闻中衰败。即使它们通过了考验，被证明是非常

有用的，但它们也不会被认为是神圣不可侵犯的，这些新思想往往会成为新一代理论和模型的起点。

模型，近似性思考的基础工具

换句话说，像物理学家一样思考与仅仅运用数学模型或物理学理论解决问题是完全不一样的。你如何理解这些模型才是问题的关键。在2009年的早些时候，德曼与牛津大学数学金融项目创始人保罗·威尔莫特（Paul Wilmott）成立了合作研究团队，共同发表了《金融建模者宣言》（*Financial Modelers' Manifesto*）。宣言的核心内容之一就是捍卫数学模型作为思考金融学和经济学的基本工具这一主张，另一部分就是斥责那些忘记了没有一个模型能够描述金融市场规则的“金融学老师”。正如宣言所指出的那样：**“模型是近似性思考的基础工具。”**模型并不是最终的结果，它们依赖于一定的假设前提条件，而这些假设条件是不可能非常完美的，因此，有时候，模型会失败。正确地运用模型需要了解足够多的常识，并且对运用模型可能带来的不足有非常清醒的认识。只有这样，模型才可能发挥出作为工具的作用。这就好比在安装铁路的轨道时，你需要用大锤进行猛烈地捶打，不过，当你在钉相框的时候，你必须意识到，这么猛烈地捶打，可不是一个好方法。

我相信，我在本书中所回顾的这些历史能够支持这样的观点，即金融学领域的模型可以被看成是实现某些目标的工具，同时，这些工具只有在反复构建模型的过程中才会有意义，并且它们应该能够指明，在什么时候模型会失败，为什么会失败以及是如何失败的。这样的话，新一代模型才会在旧模型不能解决的问题上变得更加强大。

从这个角度来看，巴施里耶代表着第一代力量，他是第一个将统计物理学的新思想运用到完全不同的新领域解决问题的人。他为重新思考市场奠定了基础性的工作。不过，他的工作同时也存在很多问

题。从奥斯本和萨缪尔森的观点来看，其最明显的问题就在于巴施里耶所描述的股票价格标准正态分布的情形只存在于巴黎证券交易所的非正常条件下，因为那个时候巴黎证券交易所的股票价格波动非常小。为了纠正这一问题，奥斯本认为是股票的收益、而不是股票的价格，服从标准正态分布。曼德博意识到标准正态分布和对数正态分布都不能完全反映股票市场狂放随机的特征，因而，基于此假设的金融理论并不能反映金融危机事件，而其他人当时并不认同曼德博这一观点。曼德博第一次意识到奥斯本的随机游走假说可能会行不通。现在，大多数经济学家，包括对这一领域感兴趣的物理学家认为曼德博在这个理论螺旋式上升的过程中，也并不是完全正确的。

索普和布莱克向投资者们展示了如何在日常交易中运用巴施里耶、奥斯本和曼德博所开发的模型，这些模型都是从物理学中引申出来的复杂思想的体现。从某些意义上来讲，这两位科学家是本书中最重要的人物，不仅是因为他们将最先进的理论运用到实践中，使理论发挥了极其重要的作用，同时还因为他们在运用这些模型的过程中发现了新的模型。索普、布莱克和斯科尔斯发明的期权定价模型建立在奥斯本随机游走假说的基础上，而不是建立在曼德博的理论基础上。这就意味着，从一开始，这些期权定价模型在运用的过程中就存在一定范围的局限性。站在物理学家或者工程师的角度来看，从奥斯本的模型出发，可能更有意义。它比曼德博的模型更容易理解，因此，只需要对市场的真实收益情况做一个简单的近似调整，索普、布莱克和斯科尔斯就可以将一个极端复杂的难题转变成一个可以解决的问题。

这还是存在部分让人感到怀疑的地方，考虑到曼德博所做的工作，即使是从最开始的地方进行推导，这些早期的期权定价模型还是有可能失效：**它们在极端事件发生时，对价格的估算会出现错误**。跟其他人一样，布莱克似乎意识到他的模型存在这一缺陷。在1988年的一篇名为《布莱克-斯科尔斯模型的漏洞》（*The Holes in Black-Scholes*）的文章中，布莱克明确地罗列了一些不现实的假设条件，并

描述了这些假设条件可能会带来的错误，而这些假设条件正是推导期权定价模型的前提和基础。细心的投资者，如奥康纳联合公司的格林鲍姆和斯特鲁夫，有能力理解布莱克-斯科尔斯模型什么时候会失效，并通过他们自己的判断赚取利润，更为重要的是，他们还可以利用模型失效，成功地躲过1987年的市场崩盘，从而避免了亏损，保护了自己。

然而，这个前进的过程仍然在继续中。预测公司的科学家们和索内特向我们展示了如何运用物理学的最新发展来弥补布莱克-斯科尔斯模型背后的随机游走理论和有效市场假说的不足。预测公司通过运用黑盒子模型来确定地方性、短期的市场无效，并尽可能地对它们进行资本化，通过运用物理学的知识，从而成为市场上最聪明的投资者。与此同时，索内特利用曼德博观察到的结果，**在更加狂放的随机市场，市场崩盘这样的极端事件具有决定性的效果**，从而拷问自己，是不是有可能预测到这些灾难性的事件。他通过运用地震学领域的工具，并沿着这一方法继续前进，向我们证明了，如龙王这样的事件是完全可以预测的。

金融模型，螺旋式上升的代表

将这些零散的故事写成一本书是一项很诱人的工作。我想，我只是做一个讲述人的工作，如果延伸得太多，可能就会变成一个失误。预测公司和索内特的做法代表着两大类自然而又重要的思考方式，这两类方式推动了依然占统治地位的布莱克-斯科尔斯式的思考方式的发展。不过，尽管这两个模型都取得了成功，但它们仍然不是最终的结果。它们是金融市场发展过程中所取得的、特别有价值的思想，这些思想本身还会接受更加细致的检验和分析。现在很难界定未来的发展将会是什么样：可能是一种预测和理解极端事件的新方法；也有可能是一种同等重要的新奇检验方式，当预测模型在应对内在的市场不确

定时表现出非常“强劲”的特征，这种检验方式便会出现；或者，也有可能是当我们确定隐藏在市场数据中的潜在混沌模式时的一种新突破。我们所能确定的是，未来一定会有更大的发展。当我们能够搞清楚索内特的模型问题出在哪儿，或者知道预测公司开发出来的黑盒子模型在运用过程中为什么出现失误，那个时候，我们对市场的理解，一定会比现在更深刻、更清晰。

如果物理学家在帮助我们更好地理解金融市场方面取得了成功，那是因为他们找到了解决问题的新办法。他们运用方法论的视角解决了这些难题，而这些方法论在物理学和工程学领域非常普通，对研究真实的世界非常有帮助。本书所讲述的故事向我们展示了方法论是如何发挥作用的：**我们可以通过简化假设，让问题变得容易处理，从而最终解决问题**。因此，一旦你清楚了你的解决方案是怎样的，你就可以重新返回去质疑，当你的假设出现问题的时候，又会有什么样的结果出现。有时候，你会发现，你最初的解决方案并没有意义，因为它过于依赖那些在现实生活中不会出现的假设条件。另一些时候，你会发现更好的解决方案，只需要稍作改变就会得到进一步的提升。当然，也有些时候，你会意识到你的解决方案在某些条件下是非常不错的，但是，你需要考虑的是，当这些条件都不成立的时候，你又该怎么办呢？

很显然，物理学家并不是唯一按照这种方式思考的人。这种构建模型的方式，在经济学和其他学科领域中也非常普遍。毫无疑问，经济学领域的绝大多数成果都是由经济学家们完成的。但是，按照这种方式思考，物理学家们也表现不错，甚至可能还非常优秀。物理学家们通常都会接受这种方式的训练，这种训练能够帮助他们解决经济学领域中的很多难题，而无须在意政治上或思想上的包袱，而这些包袱通常会妨碍经济学家们思考。此外，在考虑这些难题的时候，物理学家通常还与经济学家有着不一样的知识结构和学科背景，这也就意味

着，在有些情况下，物理学家可以用一种全新的方式来解决这些难题。

然而，正如我所说的那样，**科学是一个螺旋式上升的过程，特别是金融模型更应该看成是螺旋式上升的代表**。我并不是说金融模型的构建者只是在科学进程的路上，而无情地忽视他们对金融“最终理论”的追求。目标并不是要找到能够在任何市场环境下都给出正确答案的最终理论，这显得非常保守。你需要试着去找到这样的方程，它们能够在有些时候给你正确的答案，并且明确，在什么样的情况下，它们是值得信赖的。

德曼和威尔莫特在他们的宣言中非常清楚地表达了这一观点。我们不应该将一个好的模型误认为是金融市场的“真相”。这其中最重要的原因是，市场本身是在不断发展的，它需要对不断变化的经济现实、新的规章制度做出反应。当然，还有更为重要的，即创新。例如，布莱克—斯科尔斯模型永远都是根据期权市场的运行而变化的。这意味着，模型所要描述的市场会随着模型的不断使用而发生革命性的变化。这一认识，直到1987年的市场崩盘发生后人们才完全明白。正如社会学家唐纳德·麦肯齐（Donald MacKenzie）所说，金融模型就像是隐藏在市场背后的引擎，它们能够像一部相机那样，很好地记录市场。这意味着，很多金融市场模型都是以不断变化的市场为目标的。

我们并不是贬低模型在理解市场中所发挥的重要作用，事实是，不断发展变化的市场构成了这个螺旋式上升的过程，而螺旋式上升的过程是我一直强调的。假定索内特关于市场崩盘的模型对当前的市场来说，是完美无缺的。即使那样，我们仍然有必要保持警惕。如果全世界的投资者都开始运用这个模型来预测市场崩盘，那又会出现什么样的情形呢？这个模型能够阻止市场崩盘的发生吗？还是只是让市场崩盘变得夸张，更加难以预测？我想没有人知道这个问题的答案是什

么，这表明，这恰恰是我们应该研究的事情。今天的模型是研究市场的最终答案，这种信念是数学建模者们面临的最大危险。

温斯坦和马拉尼的建议与本书所介绍的其他观点都不一样。本书每章内容所讨论的都是金融和金融模型。我所介绍的其他物理学家都在研究一大堆的统计数据，如股票价格、市场趋势、年收益率等，然后试图预测这些数字在未来会发生怎样的变化。市场到底是如何运行的，这些细节问题与此类预测密切相关。但是，正如奥斯本所观察的那样，搞清楚市场是如何运行其实并不难，任何一个像物理学家这样受过训练的人都能够很好地解读这些统计数据。然而，温斯坦和马拉尼提出了福利经济学的新理论，而这个理论借用的是物理学中的思想。这是一个非常有野心的项目，其难度远不止是让某个人感到头疼那么简单。

其实，如果某个人以正确的方式掌握了物理学和金融学之间的关系，那么，运用物理学的思想帮助经济在更宽的领域取得进步一点儿都不会让人感到奇怪。这并不是说金融市场与物理学有着什么特别的联系，或者说物理学和数学可以被运用到经济学的数字领域，比如金融学，而不能运用到其他学科领域。相反，物理学家已经成功地将他们看待世界的思维方式运用到经济学的其他领域，我们完全有理由期待，这些方法在其他的领域同样也会发挥非常重要的作用。事实上，它们已经在经济学的其他领域显示出作用，到目前为止，经济学家们已经用数学模型解决了与金融学没有任何关系的各种各样的问题。温斯坦和马拉尼的思想强调着这样一个事实，即数学工具可以被用到经济学的各个领域，包括政策制定，正如我们前面所谈到的博斯金委员会所做的那样。

从这个角度来看，温斯坦和马拉尼的建议恰恰是形成了这样的一个认知，那就是：有很多方式可以让模型发挥更大的作用，利用更强大的数学工具来避免对人和市场所做的一些硬性假设。这可能最终会

证明规范理论进入了一个死胡同，不过，我们没有理由在认真研究之前就将它排除在外。毕竟，当我们需要一代全新的理论时，规范理论在物理学中还是非常有用的，这一点变得越来越明确。我们可以看看，同样的事情是不是会在经济学领域发生。温斯坦、马拉尼和斯莫林已经向我们证实了，这完全是有可能的。

物理学领域的方法可能对经济学领域非常有帮助，这一论点非常重要。同样重要的是，温斯坦和马拉尼的思想从未获得经济学家或者政策制定者的公正对待。来自社会学和金融学领域的压力抑制了温斯坦和马拉尼的新发现，而他们的发现对我们理解重要的经济活动，比如通货膨胀，又是非常关键的。如果考虑这一点，那么，温斯坦的“曼哈顿计划”对投资者来说，不应该被认为是追寻新的投资工具。没有人会认为我们应该将公共资源用于追寻一个只能帮助一小部分公司盈利新的期权模型。相反，“曼哈顿计划”的目标是让主流经济学的发展与现代物理学和数学的发展同步，而无须顾及强大的政治和金融压力，因为这些压力会让原则扭曲。

1965年，美国最高法院关于言论自由的判决中，大法官威廉·布伦南（William Brennan）创造了“思想市场”这样的词语来描述这样的一种情形，即最重要的思想可能来自自由而又透明的公共话语。如果这是对的，那么，你就可以期待经济学中最好的思想可能会出现，即便最有权势的经济学家们反对。对于金融学领域来说，这显得尤为重要，因为金融学领域的一个非常好的思想就可以带来很高的收益。就这一点而言，本书最后三章中所提到的大多数物理学家，比如法默、帕卡德和温斯坦等，当他们的思想被经济学家们所拒绝时，他们都愿意将他们的思想直接运用到金融市场中。这让人觉得很有意思。这些思想能够带来一定的盈利应该是它们值得重视的一个信号，然而，很多经济学家却忽视它们，其中也包括政府的政策制定者。如果正如布伦南所提出的那样，真的存在思想市场，而这个市场又极度无效，那么，这对其他人来说是一种莫大的伤害。当斯莫林意识到主流

的经济学家们对他所说的东西并不感兴趣时，他就将研究的重心转移到了其他领域。即便是不知疲倦辛勤工作的索内特，当他以一种主流经济学家们能够理解和欣赏的方式向他们表达自己的观点时，他发现自己依然不能够被这个圈子所接受。他的听众里，大多数都是金融领域中的实际从业者。

我真的不知道该如何改变经济学的这种学术生态环境。不过，我觉得温斯坦那种跨领域研究合作的提议应该是一个完美的开始。这需要不同的研究机构或者政府部门在背后给予强有力的支持，确保不同的研究团体能够联合起来，并且一直保持合作的状态。毕竟，最初的曼哈顿计划只是一个军事项目，但它通过改变物理学家们的思考方式成功地实现了对物理学的变革。在利用经济学模型的过程中，也同样可以实现与曼哈顿计划类似的目标。更为重要的是，这会为我们提供一些必要的新思路。在经历了多年的经济衰退和增长乏力之后，是时候需要进行一些创新和变革了。

批评之声

当温斯坦首次建议再开启一个新的“曼哈顿计划”，以便更好地理解经济学时，他很快就被另外一种声音所淹没，这种声音就是对金融学领域的数学模型以及物理学家们在金融学中所起作用的严肃批评。事实上，从2008年市场崩盘开始，我们已经听到了太多关于物理学家在金融学和经济学领域所起作用的批评之声。诸如宽客、金融衍生品和模型这样的词语已经成为了某种让人讨厌的隐喻。现在，我已经将这些思想的发展过程都呈现出来了，这些老唱反调的人可能会对某些深邃的思想表示认可。在我看来，如果你以正确的方式来对待数学模型，这些批评其实都是刚愎自用。为什么理解这一点变得如此重要呢？因为这些批评声向我们揭示了我们为什么要重新审视温斯坦所提出来的建议。

反对数学模型在金融学领域的运用最著名的观点可能来自心理学和人类行为学。这一观点认为，来自物理学的各种思想注定会在金融学领域遭遇失败，其原因在于物理学将构成市场的基本要素看成是类似夸克或滑轮这样的物质。在计算珠球和斜面方面，甚至在太空旅行和核反应堆领域，物理学的研究都是非常有效的。但正如牛顿所说的那样，物理学无法预测人类的疯狂。这方面的批评引出了另一个非常重要的学科领域，即行为经济学，行为经济学试图从心理学和社会学的角度来理解经济学。从行为经济学的角度来看，市场充满着人类的各种弱点，而这些弱点无法体现在物理学和数学的各类公式中。

行为经济学本身没有任何错误，很明显，个人之间以及个人与市场之间是相互影响的。对这方面的理解越深刻，就越容易帮助我们更好地理解经济本身的运行情况。但是，如果对数学模型的批评是建立在行为经济学基础之上的，那么这种批评其实是一种误解。

利用物理学作为理解金融学新思想的工具并没有将人看成是夸克或者钟摆。回想一下本书所讨论的各类思想，这些都是将物理学的模型运用到金融学中的案例。一些物理学家，比如曼德博和奥斯本，他们只是用他们所熟悉的统计学知识来帮助我们以一种新的方式来考量市场和风险，这对我们更好地理解市场有非常大的帮助。另一些人，比如法默和帕卡德，只是运用他们的专业知识，从繁杂的信息中提取那些对交易有帮助的消息，从而确定小范围市场的模式。还有其他人，比如布莱克、德曼和索内特，他们将他们所观察到的市场的细节融合起来，在物理学理论框架的支持下，推导出了数学模型，这个模型可以帮助我们将观察到的市场特征（比如股票价格和波动）与更多不明显的市场特征（比如期权的价格和即将到来的市场崩盘）更好地联系起来。在所有的这些例子中，都没有将投资者假设为夸克或者将公司看成是爆炸的行星。

其实，这里有一个更深层次的问题。对人类行为的深入研究基本上与运用数学模型对市场和整个经济进行研究存在一致性。事实上，心理学中的韦伯-费希纳定律在股票价格数学模型中，一开始就发挥着非常重要的作用：奥斯本用它来解释为什么股票价格会呈现出对数正态分布而不是标准正态分布。同时，索内特解释了在运用数学技术预测金融危机时，羊群效应经常会发挥非常重要的作用。在这两个例子中，对心理学的理解在发展和进一步修正数学模型的过程中起着非常关键的作用。总的来说，我们应该期待对心理学和人类行为学的研究与经济学中的数学方法是相互促进的关系。

第二大类批评（本书也有谈到）在对纳西姆·塔勒布的追捧中取得了巨大的成功。塔勒布写了一本非常有影响力的《黑天鹅》，在这本书中，塔勒布认为市场太狂放，不可能被物理学家们驯服。众所周知，所谓黑天鹅指的是那些没有办法预料到的事情。塔勒布认为黑天鹅事件才是真正有影响力的事件，而且到目前为止，我们最好的数学模型都无法对这些事件进行预测。对金融模型来说，这是一个很特别的问题。在这本书中，以及在很多文章中，塔勒布认为物理学生活在他所说的“平均斯坦”（Mediocristan）世界里，而金融学则生活在“极端斯坦”（Extremistan）世界里。两者之间的差别在于，平均斯坦世界中的随机现象都是有规律的，而且可以通过正态分布加以描述。而在极端斯坦世界里，正态分布通常是错误的。正是因为这一原因，他觉得，将物理学的思想运用到金融学领域中其实是愚夫才干的事。

从某种意义上来说，塔勒布所说的毫无疑问是正确的，特别是对那些依赖数学模型在现实生活中做决定的人来说，尤其如此。我们永远都没有能力预测将要发生的所有事情。从这个角度来看，当我们试图成功运用模型时，我们应该非常谨慎并且运用常识。不过，承认我们不可能预测到所有将要发生的事情，承认我们的模型不能深度揭示可能会发生以及可能不会发生（其实是做到像物理学家一样思考），

这就意味着我们在模型构建的过程中可以有效地抵制骄傲自满带来的不利影响。而且，事实上，正是因为试图从奥斯本所提出来的随机游走模型出发，找到如何预测诸如黑天鹅这样的事件发生的方法，才让索内特开始思考龙王这样的事件。毫无疑问，并不是每只黑天鹅都是龙王伪装的。但是，这并不能阻止我们寻找如何预测和理解类似各种黑天鹅事件发生的脚步。

尽管塔勒布希望能够做进一步的分析，但他认为，各种各样的黑天鹅事件表明金融领域或者其他领域的数学模型，从根本上来讲是不值得信赖的。找到如何预测龙王的方法，或者运用肥尾分布来说明极端事件发生的概率比正态分布所表明的概率要大许多，仅仅做到这些还是不够的。在我看来，每个人都会认识到任何一个特殊的模型都存在瑕疵。尽管在通常情况下，一个负责任的模型构建者从一开始就会意识到问题的存在。但是，将问题推向下一个层次，认为所有模型应该从整体考虑，则又是另外一个层面的问题。

我所讲的模型构建和修正的过程是隐含在所有科学和工程学领域的基本方法论，这是我们理解世界最基本的工具。我们运用数学工具计算如何裁剪布匹、如何设计飞机的发动机、如何设计电网以及如何发射宇宙飞船。如果我们说，这些模型背后的方法论都是有缺陷的，这意味着什么呢？因为它不能够被用来预测未来可能发生的所有事情，我们就要将它丢弃到一边吗？如果塔勒布关于数学模型的分析是正确的话，那么，你可能永远都不会建造出乔治·华盛顿桥或者胡佛大坝。毕竟，在某个时刻，一场预料不到的地震可能发生，而这是大桥建设者的模型所不能预测的。而且，大桥也可能因为汽车的数量太多，压力太重，从而发生坍塌。你也不应该建摩天大楼，因为它可能会被流星击中。甚至你都不应该乘飞机出行，以免某只黑天鹅被卷进发动机而发生空难事故。

塔勒布应该明白，金融学与民用工程学或火箭科学是完全不同的，在这两个学科领域，极端事件更难预测，或者说极端事件带来的危险更大。不过，这很难说清楚为什么会这样。在通常情况下，灾难性的事件，当它们发生的时候是没有任何征兆的，各行各业，都是如此。然而，这并不意味着我们就不应该努力了解我们所面对的各类风险，不应该尽我们所能将这些未知的事件变成已知。区分不可能的事情与很难做到的事情，这是非常重要的。很少有人会质疑，掌控金融风险是一件极其困难的事情。正如索内特所说的那样，掌控金融风险比解决物理学中的难题还要困难。不过，我在本书中所描述的这个过程其实就是我们战胜这个最大的挑战所应该采取的最好方式。我们不能放弃。

关于金融模型的批评，还有第三种声音。这种批评会更深刻一些，因为有巴菲特的存在。巴菲特的影响力非常之大，他曾经警告说，“警惕那些看上去很美的数学模型”。这一观点认为，金融创新其实是一件非常危险的事情，因为它让金融市场的内在风险变得更大了。2000年，互联网泡沫过后的市场过度繁荣引发了最近的这次危机，危机的罪魁祸首是物理学家和数学家们以及利欲熏心的银行们。物理学家和数学家并不了解他们所做的事情对现实世界的影响，而银行家们让宽客变得更加野蛮和疯狂。

这一批评在很大程度上来讲是正确的。包括期权在内的金融衍生品是人为制造出来的金融产品，它们特别强大，而且盈利性很强。在过去的40年时间里，金融工程师变得更加富有创造力，他们创造出更加复杂的各类金融衍生品，从而在不同的环境条件下都能够获得利润。动态对冲策略（布莱克-斯科尔斯模型背后的思想基础）是新型银行活动中最基础的交易工具，因为它允许银行在卖出这些产品时不承担任何风险。正因为银行将重心越来越集中在这些新型金融产品上，隐藏在这些金融产品背后的数学模型在产品出现问题时，其影响就会被放大。实际上，部分创新型的金融产品正是2008年金融危机的核心

所在。因此，有一点是确定的，那就是物理学家和数学家让部分银行承担着某种异常的风险，而现在，我们正品尝着这种风险带来的苦果。

然而，市场崩盘或者投机性泡沫并不是一个新现象。毕竟，早在1929年，就发生过大面积的市场崩盘。那时金融衍生品还远没有如此重要。进一步讲，在过去的40年时间里，金融创新变得尤为重要，金融服务部门支撑了整个西方经济的发展。例如，在美国，金融服务行业的增长速度比整个经济的增长速度快6倍。与此同时，其他行业，比如制造业增长速度就要慢得多，有些甚至是处于负增长的阶段。像其他技术创新一样，金融创新在过去的30年时间里，对美国经济和整个西方经济的发展发挥着非常重要的作用。此外，经济学家之间还形成了广泛的共识，那就是，规模庞大、发展成熟的金融部门通常会促进整个经济其他部门的发展，至少会提高一点儿发展的速度。同时，还有一些证据表明，如果金融行业规模变得太大（正如实际情况所展现的那样，金融行业的体量可能真的很大），它就有可能对其他行业的发展产生负面影响，这在很大程度上是因为金融业对其他行业施加了太多的控制力。这可能是对的，它可以成为实施金融改革的重要理由。不过，在改革的过程中，我们应该特别谨慎，不能因噎废食：无论从任何方面来看，经济增长都是一件好事情。这种对美国或者欧洲的金融行业规模过大的担心几乎不可能动摇这样的基本观点，那就是金融衍生品是金融行业快速发展的第一要素，这也是布莱克和斯科尔斯观点的延伸。如果金融实际从业人员自1975年开始就停止了金融创新，那么，整个世界的经济发展远远达不到今天所呈现出来的水平。

这也就是说，金融创新的影响其实是多方面的。尽管有些金融衍生品促进了经济增长，但仍然有很多人批评金融衍生品的大范围使用，尤其是考虑到它们特别复杂，而理解它们又是特别困难。这些观点表明，至少有些金融衍生品一开始被设计出来的目的就是为了迷惑、甚至欺诈那些并不精明的投资者。例如，这方面的批评主要是针

对基于消费贷款的某些金融衍生品，比如债务抵押债券（collateralized debt obligations, CDO）。债务抵押债券在2008年的金融危机中就扮演了非常重要的角色。这些产品包括对抵押贷款和其他贷款再打包，转换成其他金融衍生品，它们的风险和收益都是经过特殊处理的。在某种程度上，这些特殊的证券受到如此众多的批评，其原因在于很多投资者，包括一些大的投资银行，在这些证券的价格大幅下跌的时候，都遭受了重大损失。也就是说，当这些证券变成“有毒资产”的时候，它们像瘟疫一样在美国和欧洲的银行间传播。对这些产品所承载的风险存在着大量的误解，很大程度上是因为个人投资者不具备正确评估这些产品风险的能力，而如穆迪（Moody’s）和标准普尔这样的评级公司给这些产品的信用评级表明它们是非常安全的，而实际情况却并非如此。更糟糕的是，美国证监会批准高盛公司成立一家海外对冲基金，即鲍尔森公司（Paulson & co.）设计更多的债务抵押债券，而这些产品的价值很有可能低于评级公司所给予的信用评级。于是，鲍尔森公司就可以对这些被误导的风险产品进行赌博。

毫无疑问，上一段内容向我们揭示了在某些金融衍生品的操作中，带有很多固有的深层次风险。但事实上，即将要讨论的主题其实与金融衍生品并没有多大关系。如果银行真的创造了很多金融产品，这些产品看上去似乎很不错，从而让一些大型的投资者对赌这些金融产品。就像监管部门和其他组织起诉这种行为一样，银行这么做其实是非常没有职业道德的，但骗子们就是这样长时间地欺骗投资者的，即便没有债务抵押债券这样的产品，他们也会欺骗。在我看来，金融衍生品，哪怕是债务抵押债券，最好被看成是可以利用的工具，就好像那些用来设计这些产品的金融模型一样，它们只是扮演了工具的角色。比如，农产品期货，就为农民们在播种期间融资提供了便利，并为他们控制风险提供了方法，这种做法延续了上千年之久；往近了说，货币期货就显著地降低了国际贸易中的汇率风险，有力地促进了

国际经济的增长。使用任何工具，我们能够达到的目标都不止一个，比如，锤子既可以用来锤钉子，又可以用来猛烈击打车窗玻璃。在警察手中，枪支在维护安全有序的社会环境方面就能够发挥重要作用，当然，如果在其他情况下，枪支就有可能变成非常危险的武器。明确应该如何监管和控制金融衍生品是一个非常重要的、持续性的政策难题，但这个难题与其他的监管难题从本质上讲并没有任何区别。

然而，即使你认可金融衍生品及相关的模型都只是被利用的工具，仍然存在着这样的担忧，那就是担心这些工具是不是可以被正确而又明智地使用。很显然，一定存在这样的工具，比如氢弹（如果大家认为这也算工具的话），它们是非常危险的东西，如果世界上没有这样的工具，世界也许会变得更好。用巴菲特的话来说，金融衍生品就是“金融领域里的大规模杀伤性武器”。这样的工具可以被很好地利用，当然也可能被错误地利用。一旦它们被错误地利用，不管什么样的经济增长都不足以弥补它们带来的损失。有人甚至这样以为，2008年的金融危机就是金融领域数学模型被误用后带来的灾难性后果。但我并不认同这一观点。为了说明其中的原委，我们需要认真审视2007—2008年发生的所有事情。

在电影《美好人生》中，主人公乔治·贝利（George Bailey）开设了一家储蓄和贷款银行。这是一家从事借贷基本业务的银行：客户将钱存入银行，目的是确保存款安全并获得相应的利息收入；银行将储蓄集中起来，并将这些存款再放贷出去，通常是抵押贷款或者商业贷款。只要储户们乐意将钱存在银行，那么，一切都会正常运转下去。然而，在贝利婚礼的那一天，当他和他的新婚妻子开车经过他的银行时，他们发现银行外面人们正排队等待取钱。因为银行陷入困境的谣言正在迅速传播，贝德福德（Bedford）镇上的人们都希望从银行取走他们的存款。

贝利立即跳出车外，他意识到谣言会彻底摧垮他的银行。在进入银行大厅后，他向人群解释，他们的钱并不在银行里，而是贷给了邻居们，让他们购买房子，以及贷给了社区的商店和企业。如果每个人都立刻提取现金，那么这个体系就会失灵，因为银行不可能将所有储户的钱都保留在银行的账面上。这一刻他感到很绝望，同时他那无私的品质也表露出来了，贝利意识到他手里还有一部分现金（用来度蜜月的钱），他用这笔钱支付给部分储户，但要求他们不要继续提现。他挺过来了，在那一天银行关门的时候，银行账面上还剩下一美元，银行没有破产，还能够继续经营。他们渡过了难关，但是，这是以贝利环游世界梦想的破灭为代价的。

在20世纪20年代的大危机时期，银行挤兑是非常普遍的现象，特别是在19世纪，银行挤兑更为普遍。它们的挤兑与金融恐慌总是紧密联系在一起，这个时候，经济看上去有太多的不确定性，没有人敢保证银行能够持续经营下去。那些认为某一特定银行正遭遇危险的小道消息完全有可能让这一银行陷入挤兑的境地。今天，银行挤兑在美国再也不会发生了，那都是过去的老黄历，因为在1934年，美国政府成立了联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC），为所有的普通储蓄存款提供保险。所以，现在没有理由去哪一家银行进行挤兑，即使你觉得这家银行可能会经营不下去：因为不管发生什么事情，你的存款都有美国联邦政府为你提供保障。

在本书的引言中，我是这样描述量化危机的：在2007年8月的某一个星期，当所有主要的量化基金都遭遇大幅下跌时，并没有一个明确的理由来解释这一切。这其实是世界范围内金融市场将会出现崩盘的第一个暗示。但引发量子危机的原因又是什么呢？事实上，在那个暑期，一场更大规模的银行恐慌正在蔓延，持续的时间超过了15个月，量化危机是这场恐慌带来的早期灾难。这次恐慌并不会影响到普通的储蓄存款，因为它们受到联邦存款保险公司的保障。相反，这场恐慌影响到美国的影子银行体系，而影子银行在美国过去30年的时间里发

展速度飞快。影子银行体系与我们所熟知的一般银行体系运作原理类似，但规模更大，而且没有任何监督或监管。它主要是指银行和大公司（也包括其他银行）之间的借贷活动。

当某家公司有很多现金储备，比如有好几百万的现金规模，它需要找一个地方将这些现金存起来，就好比普通的消费者需要找一个地方将自己多余的现金存起来一样。否则，现金不会带来任何利息收入，这是一笔不小的价值损失。因此，很多公司将它们的现金存在其他公司。从根本上来讲，这其实是从银行或者其他公司获得的一笔短期贷款。作为回报，存款人需要一些抵押担保品。充当抵押品的一个最佳选择就是政府债券，因为政府债券从本质上来讲是无风险的，而且还有少量的利息收入。但是，政府债券规模毕竟有限，而且很多投资者，当然还有其他国家的政府部门，都将美国政府债券当成是他们的长期投资。所以，随着公司需要存储的现金资产规模不断增长，银行强烈需要找到其他的资产来充当担保品的角色。

公司债券并不是一个非常好的选择，因为公司债券的价值总是与公司股票的价格联系在一起，尽管公司债券与政府债券类似，只是发行债券的主体不同而已。谁也不希望自己持有的担保品其价值波动很高，或者，更糟糕的是，担保品的价值竟然取决于其不断变化的股票价格，这似乎就是在“赌博”。因此，处于影子银行体系中的各类公司都希望能够开发出这样的一种类型的资产：其性质跟债券类似，但是其价值并不依赖于某种非常容易获得信息的东西。他们找到的解决方案就是消费贷款——抵押担保贷款、学生贷款和信用卡贷款。现在，消费贷款也不是一个最佳的选择，因为我们完全可以通过了解一个人特定的消费习惯从而对其是不是会发生违约做出预测。所以，银行不再直接将这类消费贷款作为抵押品，而是将消费贷款“证券化”。这就需要将大规模的消费贷款组成一个资产池，然后将这些资产分类打包，最后以债券的方式将它们出售。这些新资产（包括前面我们提到的债务抵押债券）被设计出来的目的就是充当政府债券的角

色（尽管它们的风险要高许多）。它们同样会有利息收入，所以，当公司将现金存入其他公司或银行的时候，这些钱的价值不会有任何损失。

量化危机是影子银行体系并不是那么完美的第一个信号。整个体系建立在这样的一个假设之上，那就是，美国的住房市场不会走低。2006年，美国的房地产市场开始下跌，影子银行体系开始崩溃，当2007年市场加速下跌的时候，金融恐慌就产生了。大量的违约出现，很多违约人是那些本来就被认为还贷压力比较大的房屋购买者，他们是所谓的次级抵押贷款的受益人。反过来，随着违约率的突然上升，建立在次级抵押贷款之上的证券就失去了价值，因为没有人能够确保原来承诺的利息是不是可以如期支付。当一部分对冲基金被告知，它们需要更多的担保品为它们的投资贷款提供担保时，这就意味着它们不得不快速卖出部分资产筹集资金，这就导致量化危机的发生。绝大多数量子基金所用的方法类似，这就意味着它们所构建的投资组合也是类似的。因此，当一家基金需要增加流动性时，它就会动用所有它持有的资产，包括那些原本作为担保品的资产。这个快速而又意料之外的损失迫使这些基金快速甩卖资产，从而进入了一个恶性循环，让每个参与进来的人都损失惨重。这就是索内特所说的羊群效应导致危机的典型案例。

量化危机以及2007年随后出现的反弹，都只是一个开始。接下来的灾难是在2008年3月发生的，拥有85年历史的老牌投资银行贝尔斯登出现问题了。贝尔斯登在影子银行体系中属于非常重要的一环，它发放了许多证券化的贷款，而这些贷款都充当着担保品的角色。当抵押贷款基础资产开始出现比较高的违约率时，贝尔斯登的储户开始变得不安了。在这个月的中旬，一些贝尔斯登的大客户开始要求公司还钱。第一个要求还钱的就是西蒙斯的文艺复兴科技公司，他们要求贝尔斯登偿还50亿美元。另外一家对冲基金，也就是D.E.肖联合公司，也要求贝尔斯登偿还50亿美元。当所有的客户都要求提现的时候，这

就是典型的银行挤兑。为了能够阻止事态进一步恶化，贝尔斯登公司被迫同意被另外一家投资银行摩根大通接管，这一接管得到了美国政府的支持。

危机从一开始就表现出加速发展的趋势。那一年的暑期期末，当另外一家老牌的投资银行雷曼兄弟公司宣布破产的时候，危机发展到了高潮阶段。这一次，政府并没有参与到紧急救援中，这进一步加剧了市场的恐慌。9月还没过几天，另外一家投资银行，美林证券公司被美国银行兼并了。而保险巨头美国国际集团也处于破产的边缘。没有哪家银行愿意发放贷款，至少不敢向其他银行发放贷款了，因为这些发放出去的贷款安全很难有保障。整个影子银行体系冻结了，金融市场在这样的压力下终于坍塌。到10月的时候，美国股票市场总市值的40%已经蒸发了。

很显然，数学模型的误用，在这场危机中起着很重要的作用。将这些次级抵押贷款进行证券化，并将它们转换成可以充当债券功能的新产品，这一切都是建立在一个模型的基础上，这个模型是由统计学家戴维·李（David X. Li）开发的。李的模型有一个基本的缺陷：从本质上来讲，它假定任何一笔抵押贷款的违约不会改变其他抵押贷款的违约风险。只要总体的违约率比较低，这看上去还算是一个不错的假设，一些独立的违约事件不会对整个房地产市场带来实际性的影响。但是，一旦违约率开始上升，比如在2006年的时候出现的那样，那么，模型就会失去意义。如果很多人在抵押贷款上出现了违约的情形，违约率较高的这些房子的价格必定会下跌，这样又会导致更多的违约事件发生。此外，违约率的上升也表明经济体系中存在着一些更深层次的问题。

不过，如果将造成2007—2008年金融危机的所有责任都推到李的模型上，或者推到证券化的消费贷款上，这其实是错误的。但是，更进一步讲，这确实是一些非常聪明的金融机构像物理学家一样思考所

导致的失败。在某些特定的环境下，模型本身没有任何问题，与任何数学模型一样，当假设条件不成立时，模型必然会失效。看起来，那些根据风险管理状况来做决定的人并没有考虑过，如果李的模型失效了，将要怎么办。每个人都赚钱了，于是，大家将警告抛到脑后去了。这样做太容易了。危机的发生同样也是政府政策和管理的失职，因为最终坍塌的影子银行体系，从本质上来讲并没有接受任何监管。监管者既不知道究竟发生了什么，也不理解风险有多高，或者他们轻信了金融行业的自我监管能力。危机的爆发源于各个方面的失败。

有必要再次强调一遍，就像奥康纳联合公司在1987年的市场大崩盘中存活下来一样，它只是在运用模型的时候比其他人更加聪明一点，而在2008年的金融危机中，西蒙斯的文艺复兴科技公司的收益率为80%，再一次显示出他比其他竞争者更聪明。文艺复兴科技公司与其他对冲基金的差别到底在哪里呢？其差别就在于文艺复兴科技公司找到了一种办法，来处理我的博士论文导师认为不可能做到的事情：对华尔街进行科学分析。文艺复兴科技公司从来没有公开宣传过这一思想。事实上，文艺复兴科技公司的行事风格非常隐秘。但是，它的员工并没有忘记要像物理学家一样思考，质疑他们所作出的假设，并且继续跟踪他们模型中的不足之处。这家公司的许多优势都来自在这家公司工作的员工，大家都说，他们要比大多数宽客更加聪明。不过，同样重要的是，他们公司独特的管理方式：这家公司有一大批甘于奉献的研究人员，他们每个星期都会自由地工作40个小时，在这个时间段里，公司鼓励他们完全按照自己的想法开展工作。这才是公司发展的根本所在，这比其他任何事情都重要，正是因为这样的管理方式，公司才会欣欣向荣，而其他公司则做不到这一点。文艺复兴科技公司的故事告诉我们，精于数学不是麻烦所在，而是解决问题的方法。

2012年年初，当我完成本书写作的时候，世界经济仍然没有从2008年的危机中恢复过来。如果说有什么不同的话，那就是，看上去为下一次危机的爆发做好了准备。没有人会期待在这么短的时间里事

情就有所好转。奥巴马政府预测到2012年年底，失业率将会在8%左右的水平徘徊，明显地高于GDP增长速度。美国的两大政党也只是简单地重复提出政策建议，而这样的政策他们都已经提了一次又一次，经历过整整一代人。而这不仅仅是美国的做法。大多数西欧国家也处于主权债务违约的边缘，尽管德国尽了最大的努力，但很难看到欧元有光明的前景。即便是中国和印度，也显示出增长放缓的迹象。整个世界经济看起来都不怎么妙。在所有的事情中，最引人注目的是，似乎没有一个人知道如何改善这一局面。

我突然想到，当前这个状态，用那句古老的拉丁谚语来形容，似乎很恰当：“乱世用重典。”特殊的时期需要采取特殊的手段。除了其他事情之外，现在我们所需要的东西，就是一个全新的经济学思想。这也就是为什么我们应该重新审视温斯坦关于大规模建立跨学科研究经济问题的提议。之前，我们曾经让美国和欧洲的科学家们共同开发研究，其结果就是让世界发生了永久性的改变。考虑到我们有过将物理学的思想应用到金融学领域的成功记录，我在本书中也对这一历史做了详细的描述，再加上温斯坦和马拉尼所做的工作给出的前进方向，现在是时候再次实现不同学科领域的合作了。尽管这一次，合作的目标并不是发明新武器，而是为更好地理解世界经济并提供一系列全新的研究工具。

回想一下，在过去的10年里，特别是在2007—2008年，美国政府，包括大多数监管部门，总是落后于聪明的银行和投资公司一步，他们还落后于真正的革新者三步。当危机一步步来临时，银行没有考虑到与证券化贷款相关的风险有多大，也没有人指出，影子银行体系是建立在住房基础之上的。只是在危机发生之后，美国国会才开始考虑新的银行监管法律。即使是在那个时候，修订过后的监管法律也只是为了应对曾经发生过的风险。

这一状况应该被彻底扭转过来。我们非常支持将大量的资源用于加强情报部门和反恐力量的建设，事实上，2008年发生的金融危机其实就是经济领域的“9·11”恐怖事件。我们同样也应该将大量的资源投入防止经济灾难发生的事业中，就像我们在其他领域投入大量资源防止危险事件发生一样。如美联储、美国证监会这样的机构，甚至包括世界银行，都应该是这场游戏中最聪明的玩家。如果连这些组织都不能够及时更新它们的目标，我们确实就需要一些新的研究机构，通过跨学科的经济研究，来更好地指导它们。掌控世界经济运行的这些人，应该像文艺复兴科技公司的员工那样出色。事实上，他们应该更加优秀才行！

金融危机总是会周期性出现，而每次发生危机的根源，从本质上来讲，其实都是相同的，即人类的贪婪，人类对利益的无休止的追逐。但每次金融危机，或者说经济危机，又有着各自的时代特征。离我们最近的这次金融危机是2008年由美国次贷危机引发的全球金融海啸。关于这次危机爆发的原因众说纷纭，但有一点是得到大家一致认可的，那就是，金融衍生品和各类数学、物理模型的滥用无疑对这次危机的扩散起着推波助澜的作用。华尔街越来越离不开物理学和数学，但物理学和数学真的就一定会带来金融危机吗？道琼斯通讯社专栏作家刘易斯就曾经撰文指出，真正破坏经济、引发危机的，并不是物理学和数学所发明的工具，而是使用这些工具的人。而现在要解决问题，其实同样需要物理学和数学的力量。然而，普通的投资者对华尔街高深莫测的物理学和数学模型则知之甚少，一方面是这些模型本身很复杂，另一方面也是因为市面上缺少通俗易懂的读物。《对冲之王》正好能够弥补这方面的空缺。

《对冲之王》一书的作者韦瑟罗尔虽然年轻，但在物理学、哲学、数学和创意写作等领域都取得了不小的成果。在本书里，他介绍了来自物理学和数学的理念是如何进入金融市场并让一切变得更理想的。当然，有时候是更糟糕。他指出，古代的苏美尔人就知道出售期

权合约，而这在本质上就是金融衍生品。至于计算各种可能性，以此进行投资的做法更是自古有之。

译者后记

他颇有说服力地指出，复杂的金融工具本身是客观的存在，成功或失败的关键在于使用者的聪明或者愚蠢。同样一把铁锤，在木匠手中是钉钉子的好帮手，而在小偷手中就是砸破车窗的作案工具。可是，小偷会作案当然不该成为我们不再生产铁锤的理由。所谓金融改革虽然在持续进行，但主要还是为了解决昨天遗留的问题，并没有着眼于未来。市场充满着人类的各种弱点，但这些是无法体现在物理学和数学的各类公式中的。

《对冲之王》虽然给我们介绍了物理学和数学模型是如何进入华尔街的，但是这仍然不能阻止金融危机的爆发，不能有效地降低金融风险。为了构建一个更加稳健的金融体系，我们需要从更高的层次和更新的角度来重新审视这次危机给我们留下的启示。

特别感谢湛庐文化的编辑们，在我们翻译过程中提供了非常多的帮助，并为编辑本书做出了大量细致、具体的工作。在翻译过程中，安然、韩瑾、寿彬彬、沈嘉诚、刘雪峰和浙江工商大学金融学院的王文浩帮忙做了大量的文字工作，应淡可、叶琳、朱柯杰、陈勇辰、程倩、余梦宜、莘飞扬和方宸帮忙搜集了相关资料。王建祥和诸宁瑜在本书翻译过程中提出了宝贵意见，在此一并表示感谢。全书最后由汪涛通读定稿。

因时间紧张，文中不足之处欢迎读者批评指正。

汪涛　郭宁　安然

2015年4月于浙江大学城市学院

(1) SIGSALY，也称为X系统、X项目、密码电话I或者绿色大黄蜂。它是为第二次世界大战期间盟军最高层设计的一个经过数字加密的无线电话系统。SIGSALY不是首字母缩略词，并没有什么含义。别名“绿色大黄蜂”则说出了这个语音通话系统的保密特征，即窃听者只能听到像大黄蜂一样嗡嗡作响的噪声。——译者注

(2)麦肯锡公司要求员工要在最短的时间内把结果表达清楚，凡事要直奔主题、直奔结果。麦肯锡认为，在一般情况下人们最多记得住一、二、三，记不住四、五、六，所以凡事要归纳在三条以内。这就是商界流传甚广的“30秒钟电梯理论”，也称“电梯演讲”。——译者注

(3)第22条军规指的是受骗者无法摆脱的圈套（或困境），难以逾越的障碍（或法规），自相矛盾的规定。出自美国作家约瑟夫·海勒（J. Heller）的小说《第二十二条军规》（*Catch-22*）。——译者注

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（无自各行各业的顶级人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊，孩子们都笑话我，他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考方和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种回在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案。你也不能用过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读APP：与最聪明的人共同进化

有人曾常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当做阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
“读书破万卷”不仅仅在“万”，更在于“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”APP。它将成为每“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷地到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现精读、通读、碎读十一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是你思考的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，共同连接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读APP玩转指南

湛庐阅读APP结构图：

三步玩转湛庐阅读APP：

APP获取方式：

使用APP扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

快速了解本书内容，
晨声千册图书一键购买！

大咖优质课、
献声朗读全本一键了解，
尤你读书、讲书、玩书！

你想知道的彩蛋
和本书更多知识、资讯，
尽在延伸阅读！

湛庐文化 Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

延伸阅读

《3G资本帝国》

◎ 一段精彩绝伦的逆袭故事，3位依靠梦想缔造3000亿美元奇迹的传奇人物，10条让所有人受益匪浅的黄金法则。

◎ 深度揭秘鲸吞百威、汉堡王、亨氏、卡夫、提姆霍顿的超级帝国。

◎ 3G资本“千亿美元并购大战”亲历者、百威英博亚太副总裁王仁荣亲笔翻译。

使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容

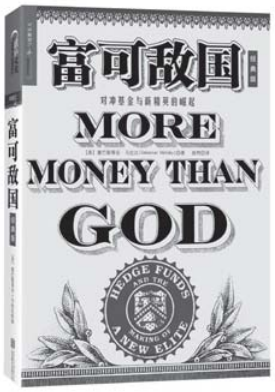
ISBN 978-7-5596-0379-1

《富可敌国：对冲基金与新精英的崛起》（经典版）

◎ 一部权威的对冲基金史：基于对冲基金行业领军人物300个小时的真实访谈和无数的业内第一手资料。

◎ 一副戏剧性的华尔街众生相：讲述了关于对冲基金鲜为人知的故事，充满了对美国金融界人物戏剧性沉浮引人入胜的描述。

◎ 一扇通向未来金融体系的窗口：对冲基金参透了市场的玄机，改变了金融世界，改写了资本主义的游戏规则。



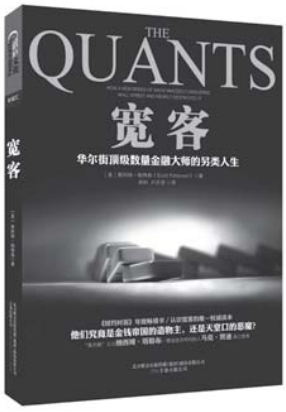
使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-5502-8560-6
9 787550 285606 >

《宽客》

◎ 《华尔街日报》资深记者、财经专栏撰稿人斯科特·帕特森代表作。

◎ 宽客神秘光环背后鲜为人知的秘密；金融大佬谈笑间跌宕起伏的故事。

◎ 畅销书《黑天鹅》作者纳西姆·塔勒布、畅销书《无价》作者威廉·庞德斯通联袂倾情推荐。



使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-5470-1587-2
787547 015872 >

《投资中最简单的事》

◎ 一部去繁就简，阐明“投资中最简单的事”的诚意之作。

◎ 60亿美元私募基金合伙人、跨国对冲基金创始人、2800亿元公募基金投资总监，著名资深投资人邱国鹭22年投资经验凝聚之首部作品。

◎ 高瓴资本集团创始人兼董事长张磊专文推荐，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松、全国社会保障基金理事会投资部主任詹余引等专业人士权威推荐。

使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-300-19623-7

湛庐文化
Cheers Publishing
Mindset 与思想有关
BUSINESS

THE PHYSICS OF WALL STREET

量化投资背后跌宕起伏的故事

究竟艰难成长鲜为人知的秘密

对冲基金入侵华尔街的历程

威廉·庞德斯通

《智商与无价》作者

书里罗尔所讲的这些与科学和金融相关的、快乐而又有趣的故事，其实跟我们每个人都息息相关。对于“数学模型是未来经济健康发展的根本基础”这一观点的论述，他所做的事情已经远远超过电影《科学怪人》中的那些陈词滥调。

汉斯·霍尔沃森

普林斯顿大学教授

书里罗尔引导着我们享受揭开自然奥秘的、纯粹精神上的快乐，无论这些秘密关于量子力学还是金融学！

迈克尔·布朗

搜狐公司前CFO，纳斯达克股票市场公司前主席

对于那些喜爱用科学的方法提高整个人类思维水平的人来说，这是一本非常不错的书，它为我们提供了一些非常有说服力的经济学模型案例。

比尔·穆勒

加州大学欧文分校货币、科技与金融研究所主任

这本书将会引导你重新反思你曾经认识的金融市场，并告诉我们，为什么经济学家应该认真地倾听物理学家的声音。

李·斯莫林

《物理学的困境》作者

书里罗尔在理解复杂的综合性知识方面有着非凡的天赋，他充分地利用这一天赋，向我们解释了物理学和数学在金融市场领域所发挥的作用。任何一位对金融创新不可预见的后果感兴趣的读者都会渴望能读到这本书。

斯蒂芬·斯蒂格勒

芝加哥大学统计学教授

这本书文字优美、表达清晰、通俗易懂、视角宽广，是这个领域不可多得的好书。即使是对物理学在金融领域发挥的重要作用并不了解的普通大众，也可以紧跟作者的步伐，从中学到有益的知识。

A Brief History of Predicting the Unpredictable

下载“湛庐阅读”APP，“扫一扫”本书封底条形码，获赠书单、课程、更多优质资源！

上架指导：金融／投资

ISBN 978-7-5596-0540-5

湛庐FM，本书伴读，每日一更，为您奉送精彩听。

定价：64.90元

CHEERS
湛庐

BENJAMIN GRAHAM, BUILDING A PROFESSION

格雷厄姆精解证券分析

[美] 杰森·茨威格（Jason Zweig）◎编
罗德尼·沙利文（Rodney N. Sullivan）
汪海鄂宁◎译

“华尔街教父”格雷厄姆经典论文新编
《聪明的投资者》修订版编者杰森·茨威格力作

CLASSIC WRITINGS OF THE FATHER OF SECURITY ANALYSIS

四川人民出版社

版权信息

本书纸版由四川人民出版社于2021年3月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有·侵权必究

书名：格雷厄姆精解证券分析

著者：杰森·茨威格　罗德尼·沙利文

电子书定价：80.99元

Jason Zweig, Rodney N. Sullivan

Benjamin Graham, Building a Profession: Classic Writings of the Father of Security Analysis

ISBN 978-0-07-163326-0

Copyright © 2010 by McGRAW-HILL EDUCATION

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is published by Sichuan People’s Publishing House in arrangement with McGraw-Hill Education.

This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Translation copyright © 2021 by McGraw-Hill Education and Sichuan People's Publishing House.

序言
证券分析，是科学还是艺术

在格雷厄姆去世30多年后，同时也是他提出金融分析应该既是一门科学又是一种职业的激进主张60多年后，他的形象依然光辉无比，这很好地印证了思想家爱默生（Ralph Waldo Emerson）的那句名言：“制度是一个伟人身影的延伸。”现在，已经有来自135个国家和地区的近9万人拥有特许金融分析师（CFA）资格，有20多万名学生正在努力成为该领域的正式从业者。而这些，都是格雷厄姆的思想力量和伟大身影的鲜活见证。

爱默生认为，伟大的制度是由孤独的改革者创造的——那些用灿烂的灯光来照亮一成不变的旧世界的人，他们设想着建立高大的城堡，并坚韧不拔地用一块块砖头砌成地基。

如果本杰明·格雷厄姆没有建立金融分析的职业规则，也许其他人也会做到，但我们无法确定。起初，作为美国顶尖证券分析师之一的卢西恩·胡珀（Lucien O. Hooper）曾反对格雷厄姆的主张，认为那是“不必要的形式主义”。因为对分析师来讲，想让其职业上更道德、思想上更坦诚，或者更能胜任工作，格雷厄姆的主张并没有多大的作用。[1]直到1963年，才第一次有人被授予特许金融分析师的头衔——而这已是格雷厄姆正式提出这一专业标准20多年之后的事情了。只要想想你是怎样一路看着自己的孩子从出生到大学毕业，你就会明白，格雷厄姆为了树立“金融分析作为一种职业需要形式化、标准化”这一理念，付出了多少心血。

在这几十年的时间里，格雷厄姆逐渐让他的同僚认识到，在引入科学方法之后，分析、评估证券会成为一种结构化的流程模式。同

时，格雷厄姆对道德原则有着坚定的立场，他认为金融分析必将永远服从道德伦理的最高标准。

1914年，格雷厄姆初到华尔街，他没有经验，没有钱，也没有传统意义上的资格，他甚至没有上过一节完整的经济学课程。然而，**他的确有自己的过人之处：永远充沛的精力、严谨的数学思维、经典哲学的教育背景、非凡的文学天赋、对商业公平和诚信的笃信，以及投资领域中最精细、最强大的头脑。**

格雷厄姆后来将他的思维方式描述为“探寻的、沉思的、批判的”。他的“直觉非常敏锐，能够准确地判断出问题的关键在哪里……这种能力可以避免在无关紧要的事情上浪费时间，从而更注重实效，致力于解决问题，找到相应的对策，特别是有利于找到解决问题的新方法和新手段”。[2]格雷厄姆最有名的学生沃伦·巴菲特（Warren E. Buffett）用5个字总结格雷厄姆的思维方式：“理性得可怕。”[3]

格雷厄姆20多岁的时候就开始在华尔街打拼。他读大学时，并不是所有时间都在学校里度过，不过，他仍然顺利地毕业了。格雷厄姆在16岁时进入哥伦比亚大学，用三年半的时间完成了所有课程的学习，从而留出了一个完整的学期，让他有时间在一家海运公司从事运作研究。格雷厄姆曾作为毕业生代表在毕业典礼上致词，而这之前的一个月，他获得了数学系、哲学系和英语系三个院系提供的教职。[4]

但格雷厄姆拒绝了这些工作，在大学系主任的敦促下进入纽伯格·亨德森-劳伯公司（Newburger Henderson & Leob），成为一名负责后勤的工作人员，收入为每周12美元。格雷厄姆很快记住了100多只知名债券的相关细节，不久后，他便开始钻研一些主要的铁路和工业公司的财务报表。很快，他晋升为一名统计员，那个时候，证券分析师被称为统计员。

1914年的华尔街不仅混乱，而且缺乏法律的规范，是一个没有成文法、道德标准松懈、从公司获取信息就像从狮子口中抢食一样艰难的“悲惨世界”。美联储成立时间也仅一年。1911年，堪萨斯州颁布了第一部“蓝天法”（*Blue-sky Laws*），旨在要求公司在公开发售证券之前披露基本风险信息。那时，美国还没有证券交易委员会，公司对外公布简单财务报表的时间很随意，并不固定。通常情况下，投资者只能去纽约证券交易所的图书馆查看公司公布的年报。为了防止外人窥探，一些家族企业会通过会计欺诈和故意忽视的方式来隐藏资产和收益。

在这种大环境下，统计员逐渐习惯于将他们的劳动成果看成艺术品，而非技术活。他们中的大部分人坚持做着债券统计分析的工作，因为债券长期走势的评估相比股票分析来说，显得更为重要；而那些勇于尝试股票统计分析的人则很少会把公司财务报表作为他们分析工作的基础。“并不是我们忽视了数据，”格雷厄姆回忆道，“而是我们对数据的研究确实比较肤浅，没有给予足够的重视。”相反，谁在买卖这些股票却成了最重要的研究对象。在内幕交易未被禁止的年代，如果交易者能够事先得到公司接管与合并的消息，就可以轻松赚大钱。芝加哥牧场中牲畜染病的消息，或是乌克兰麦田荒芜的消息，都有可能让纽约的投机者在面临不断飙升的股票或者期权价格时，果断地抛空。正如格雷厄姆所回忆的那样：“在老华尔街人看来，当价格变动的决定因素已经发生了根本性的改变时，过分关注枯燥无味的统计数据是非常愚蠢的行为。”[5]

正是因为这些原因，格雷厄姆那个时代的分析师都把自己看成“诊断专家”，通过所接触到的各类信息和自己的直觉形成对市场的“判断”。他们运用伟大的心理学家保罗·米尔（Paul Meehl）的“临床判断法”，来评估每一个处于活跃交易状态的证券，强调主观因素具有独特性，并根据市场趋势来预测证券的未来价格走势。[6]

分析师认为这类判断需要对市场保持高度的敏感性，勤奋且能力突出，他们为自己所做的这种判断感到骄傲。诚然，对证券价格走势的分析与判断确实需要满足这几个方面的要求。然而，分析师对自己判断水平的自信实际上是一种幻觉。格雷厄姆说：“大多数统计员的才智已经被经验侵蚀了。”[7]每当他们做出一次正确的判断，就会把这个判断看成对自己所用方法的佐证。而如果是其他的情形，他们就把责任推卸到不可抗力的因素上：变幻莫测的市场、动荡不安的全球政治格局，或者是摩根家族、洛克菲勒家族、范德比尔特家族等市场大佬的权势。

分析师做得不够的是，证明他们对“质”的判断是否具有“量”的支撑：随着时间的推移，对证券的主观分析能否可靠地将价低证券与价高证券区分开来？

最初，格雷厄姆感觉这个问题的答案应该是否定的。他认为金融分析应该有可靠的基础做支撑。格雷厄姆通过深挖资本、负债、利润以及股息之间的关系来预测证券价格走势，而不是参照市场情绪变化或听闻小道消息的方法来做预测。作为证券预测人士中运用科学分析方法的代表，他把佐证预测的重担放在了量化数据上。

格雷厄姆以一种更基本的方法打破了传统的证券分类方式。长期以来，华尔街对“投资”与“投机”的区分非常明确。[8]投资者主要关心的是获得稳定且固定的收入——这些收入只能通过债券实现，因为债券有着严格的契约和坚实的资产来保障投资本金的价值免受损失。投机者则对市场价格大幅度波动所带来的现金收益感兴趣——在利息稳定的时期，只有通过投资股票才能实现这一目标。对投资者来说，重要的是防止本金价值波动；对投机者来说，重要的是通过价格波动获取利润。

因此，债券是投资者的首选，而股市是投机者的栖息地，这已经成为华尔街的一个基本原则。当埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar

Lawrence Smith）1924年出版《用普通股进行长期投资》（*Common Stocks as Long-Term Investments*）时，他本打算给原来的理念“任何值得尊敬的人都不会相信，股票能成为投资对象”一记重重的耳光（因为这样的言论在当时很流行：“绅士们都倾向债券”，“债券为了收益，股票为了获利”）。然而股市大崩盘彻底击溃了史密斯的观点。在这之后，1931年，劳伦斯·张伯伦（Lawrence Chamberlayne）在他的畅销书《投资与投机》（*Investment and Speculation*）中写道：“只有债券才被当作投资，股票本质上是投机性的。”

格雷厄姆最开始的时候是一位债券分析师。慢慢地，他将注意力转移到股票上，他意识到这种主流观点的分类过于简化，而“债券只适合投资者、股票只适合投机者”的主张更是让格雷厄姆感到恼火。“一个没有盈利能力的企业的债券，与该企业的股票一样，没有任何价值”，他在1934年就发出过这样的呼声，“诚然，由于一直以来，债券都与较高的安全性紧密联系在一起，投资者都接受这样的观点，那就是债券的收益虽然比较低，但这正是避免损失的最好保障”。[9]

格雷厄姆深知，股票的内在价值不能仅仅因为它只是拥有对公司资产的初级求偿权而被忽视。同样，债券的市场价值也不能因为它保证了本金的安全而被看轻。

格雷厄姆认为，区分投资者与投机者，不仅应该关注他们购买的是什么，还要关注他们是如何选择这些购买对象的。当价格处于较高水平时，购买任何证券都可能是投机活动；而当价格处于较低水平时，它可能就变成了一项投资活动。甚至，在不同的人看来，即使是在相同的价格水平上持有相同的证券，也既可能是投资又可能是投机——这取决于他们如何理解手中的证券，取决于他们对自己的承受极限是如何公正评估的。对于深受1929年股市大崩盘打击的人来说，最令人震惊的是，格雷厄姆坚持认为，即使是并购套利的保证金交易也不一定是投机的。只要立场正确，再加以合理的分析，这就是一种投

资。[10]格雷厄姆提出，**金融分析师的任务是，不管被分析的证券以什么样的形式出现，都要像投资者那样思考。**[11]

格雷厄姆写道：**“投资是建立在全面分析的基础上，确保本金安全与合理收益的经济活动。不能满足这些要求的交易，都应该被视为投机。”**[12]每一份信托合约中，都应该印上这些不朽的文字。

格雷厄姆用严格、客观的逻辑关系来界定他为投资所加的每个条件。在他的定义里，没有“或者”这样的字眼。分析必须是全面的、彻底的，必须满足安全性，回报必须足够合理。全面分析是指“事实的研究是基于已建立的安全标准和价值准则”。安全性意味着“在所有正常的、合理的情况或者变化下，免受损失”。令人满意的回报则是指“即使这个水平比较低，投资者也愿意接受的回报额或者回报率，但前提是投资者的投资行为是完全理性的”。[13]

格雷厄姆用有力的一击，粉碎了“债券是投资、股票是投机”的错误分类方式。**债券同样具有投机性，而股票也可以作为投资。分析师的工作就是区分到底哪个证券应该属于投资，哪个证券应该属于投机。这种区分不仅要考虑证券的形式，更要考虑证券的质量和价格价值之间的关系。**

证券的质量评估需要量化。在严格遵守纪律的条件下，通过运用科学的方法，解决证券估值的问题，格雷厄姆无疑是最佳人选。23岁的时候，格雷厄姆曾在《美国数学月刊》（*American Mathematical Monthly*）上发表过有关微积分教学方面的文章，他非常喜欢欧几里得几何学和微积分。格雷厄姆发表的文章进一步完善了他对逻辑学和经典哲学的理解。[14]

当时也正好是一个恰当的时间。1927年，阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles）开始编制股票收益和市场预测的大规模数据库，后来这个数据库成为芝加哥大学证券价格研究中心的重要资源。同时，弗雷德里克·麦考利（Frederick Macaulay）正在埋头钻研债券久期

的数学原理。1934年的晚些时候，也就是格雷厄姆与多德的《证券分析》出版后的几个月，哲学家卡尔·波珀（Karl R. Popper）出版了第1版《科学发现的逻辑》（*The Logic of Scientific Discovery*），[15]这是一本颇有影响力的巨作。与此同时，著名哲学家、数学家阿尔弗雷德·诺思·怀特海（Alfred North Whitehead）和伯特兰·罗素（Bertrand Russell）像传播福音一样，大力宣扬将科学方法运用到生活的方方面面的功效。[16]

“在形成科学规律之前需要经过三个阶段，”罗素在1931年写道，“第一阶段是观察值得注意的现象；第二阶段是提出假设，该假设如果是正确的，将会解释那些现象；第三阶段是从假设结论中推导出规律，这些规律又能够被观察到的现象所验证。”罗素补充说：“科学技术最根本的特征就是它源于实验，而非惯例。”[17]

当然，在股票市场上，格雷厄姆能随时使用世界上最大、最有效的实验室。他自己也深知这一点。格雷厄姆在《证券分析》第一章的第二句中申明，决定股票和债券价值的过程“是科学方法的一部分”。

当格雷厄姆用科学方法作为分析工具，全面分析股票市场时，以往的惯例在撞击中立即瓦解了：那种认为证券分析是艺术而非科学的陈旧思想完败了。

简而言之，本杰明·格雷厄姆完全了解自己的使命感，他为所有那些追随他脚步的人树立了一面旗帜。

杰森·茨威格

扫码下载“湛庐阅读”APP，
了解在中国证券市场转型的过程中重温经典的价值。

目 录

序言　证券分析，是科学还是艺术
前言　大师的声音
第一部分　构建证券分析体系的基础
　第01章　证券分析师需要专业评级吗（写于1945年）
　第02章　确保证券分析的正确性（写于1946年）
　第03章　用希波克拉底法分析证券（写于1946年）
　第04章　美国证券交易委员会的证券分析方法（写于1946年）
第二部分　界定证券分析的专业性
　第05章　探寻证券分析的科学性（写于1952年）
　第06章　普通股估值的两种方法（写于1957年）
　第07章　普通股的新投机因素（写于1958年）
　第08章　特殊情况（写于1946年）
　第09章　通过投资股票积累财富的若干问题（写于1962年）
　第10章　通胀的国库券与“紧缩”的股东：公司是要榨干它的所有者吗（写于1932年）
　第11章　资本雄厚的公司是否应该将现金返还股东（写于1932年）
　第12章　资本雄厚却正在亏损的企业应该被清算吗（写于1932年）
第三部分　拓宽证券分析的适用领域
　第13章　关于股东与管理层关系的问卷（写于1947年）
　第14章　如何避免对公司盈利重复征税（写于1954年）
　第15章　控股股东与外部股东（写于1953年）
　第16章　战时经济与股票价值（写于1951年）
　第17章　影响充分就业的结构性关系（写于1955年）
　第18章　美国的国际收支：“沉默的阴谋”（写于1962年）
第四部分　倾听来自专业人士的声音

第19章　金融分析师的未来（写于1963年）
第20章　普通股投资的未来（写于1974年）
第21章　对话本杰明·格雷厄姆（写于1976年）
第22章　本杰明·格雷厄姆：有关证券分析的思考（写于1972年）
第23章　对金融分析师有着重要意义的10年（写于1974年）
第24章　与格雷厄姆共处的1小时（写于1977年）
注释
译者后记

前言
大师的声音

本书首次采用文集的形式，收录了格雷厄姆关于金融分析的短篇论文。此书亦可作为格雷厄姆与戴维·多德（David Dodd）合著、2019年出版的《证券分析：原书第6版（经典畅销版）》（*Security Analysis*）[(1)]的伴读作品。

循着格雷厄姆1932—1976年思想发展的足迹，我们见证了金融分析行业从手工作坊式的小打小闹，直至发展成为一个真正完全成熟的专业领域。格雷厄姆的声音是众多呼吁保障股东权利的声音中不容忽视的一个。他是一位很早之前就警告人们小心牛市风险并提出熊市也可以创造机遇的学者；也是一位不断寻求新的金融估价方法的实用主义思考者；更是一位对问题的思考非常深刻，坚持把证券分析建立在科学方法的坚实基础之上的人。在格雷厄姆的职业生涯里，他是诚实与正直的典范，永远把委托人的利益放在首位。

因此，这些文章不仅叙述了格雷厄姆构建专业证券分析的故事，还揭示了在格雷厄姆眼中，哪些内容属于证券分析的核心要素。

几乎每隔10年左右的时间，批评人士就会将矛头指向格雷厄姆，指责他不了解真实情况，他所提出的观点都已经过时了，并不适应当前社会的发展。然而，这些吹毛求疵者没有看到的是，时间的沉淀对格雷厄姆来讲，与莎士比亚、伽利略或者林肯等人有着同样的效果：时间的推移更加佐证了他的远见卓识。格雷厄姆的聪明才智、基础知识、文学修养、洞察力以及他为证券分析行业专业权威的树立所做出的贡献，可以称得上是前无古人后无来者。如今他所发挥的影响力比以往任何时候都要强。如果有更多的投资者将格雷厄姆的理念铭记于

心，就不会再有人怀疑：互联网泡沫和信用危机竟然具有毁灭性的打击！

在这个世界上，关于金融分析，我们能够确定的事情并不多。但可以肯定的是：从这一代开始，在接下来的几十年时间里，事实会证明，本杰明·格雷厄姆的地位将无人能取代。

阅读本书，你慢慢就会明白其中的缘由。

杰森·茨威格

BENJAMIN GRAHAM

BUILDING A PROFESSION

| 第一部分 |

构建证券分析体系的基础

倘若你玩迷宫游戏时从出口开始，用铅笔沿着路径绕过一个又一个弯向前走，最终到达入口——这样玩似乎很容易。然而，正如很多小孩子都知道的那样，如果从入口开始，想要一步不错地一直走到出口，就要难多了。

同样，我们很容易把现在的世界看成理所当然的样子。特许金融分析师资格是证券分析领域中对知识严谨性和职业道德设定的最高标准。因此，取得特许金融分析师资格并非易事，很少有人能成功。然而，比取得特许金融分析师资格更难的是建立这样一个标准。只有更进一步了解特许金融分析师的形成过程，我们才能理解这场革命到底有多难。

然而，了解特许金融分析师的发展史还有一个更重要的原因，就是要弄清楚它对当代证券分析师到底意味着什么，不过在这之前，我们首先应该了解它对本杰明·格雷厄姆的意义。

起初，在《证券分析师需要专业评级吗》这篇文章（本书第1章）中，格雷厄姆首次提出所谓的QSA（qualified security analyst，证券从业资格）概念，并且坚持认为，专业标准应是宽泛而又精细的。

传统观念认为，分析师（或统计员）应该依赖艺术而非科学，格雷厄姆对此表示强烈反对。他把传统观念总结为：“这个领域的技能大部分依赖判断力，而非专业知识或技术。”格雷厄姆认为这种观念很荒谬：“即使判断力在证券分析中的确扮演着重要的角色，但我们还需要切实可行的方法、专业知识与经验的辅助。”

格雷厄姆写道，合格的分析师应该：

- 拥有“优良的品质”；
- 遵守道德准则；

- 通过考试来证明自己的“专业知识”；
- 有必要的经验来展示“专业能力”；
- 致力于“提升个人职业水准”。

格雷厄姆对“优良的品质”的强调让人印象深刻。在1945年写的那篇文章的导论中，他把这一标准列在第一位，放在了“教育背景与经验”之前。这篇文章收录在本书第一部分，在文章的最后一句话中，他又提到了“优良的品质”，认为它比“扎实的功底”更重要。

格雷厄姆所谓的“优良的品质”究竟是指什么呢？在他的个人生涯中，格雷厄姆总是批判传统的道德标准。他很认同门肯（H. L. Mencken）在1919年提出的尖刻言论：伟大的成功者绝不可能在极端和压抑的环境中产生。[1]

在具体的业务操作过程中，格雷厄姆的行为标准远远高出了道德准则的要求。与其他同行不一样的是，格雷厄姆从来不利用也不寻找内部消息。在他近40年的管理他人钱财的职业生涯中，没有任何有关委托人抱怨格雷厄姆操作不公平的记录。

在22岁时，格雷厄姆就已经经营了一个套利账户。委托人愿意与格雷厄姆平分收益。一次，该账户获得了可观的盈利，格雷厄姆提取了他自己收益的一部分，把钱借给他兄弟去做小生意。不久后，他兄弟的生意失败了，而当时他经营的账户价值缩水，需要追加保证金。于是，在接下来的两年时间里，格雷厄姆像时钟的发条一样准时，每个月都会往该账户存入60美元，直到付清之前从该账户提取的所有钱。[2]

在1929年股市大崩盘之后，背负着沉重的荣誉感，格雷厄姆告知他的投资合伙公司的合伙人，他会遵守原先所签的管理合约，即在格雷厄姆与他的合伙人杰尔姆·纽曼（Jerome Newman）收取任何管理费

之前，必先全额弥补所有损失。唯一例外是在1933年，还是在委托人自己要求的情况下，格雷厄姆才同意接受报酬。当时，合伙关系还没有出现。[3]

格雷厄姆所强调的品质不仅仅是诚实与正直。对他来说，“品质”这个词关注的不仅仅是一个人的行为，更包括思想。虽然格雷厄姆没有直接把这两个词“配对”，但他把“品质”看作“理性”的同义词。1949年，格雷厄姆回答了到底怎样才算是“明智的”投资者这个问题：

> “明智”这个词，用来表示“赋予知识与理解的能力”。它并不表示“聪明”或者“精明”，也不表示超常的预测和洞察天赋。实际上，这里预设的“明智”是一种品质，而不是大脑的特性。[4]

此外，格雷厄姆在1976年这样总结投资：“最主要的一点就是要拥有正确的指导原则，并坚持原则。”[5]

总之，当格雷厄姆提到一个分析师应该具有“优良的品质”时，他指的是一系列特质——我们也可称之为精神的工具箱，对这些特质的赞赏贯穿着他的作品：

- 对客观证据的渴求。

  格雷厄姆提出：“利润的判断不应该基于乐观态度，而要基于计算。”[6]

- 独立思考并持怀疑态度，绝不流露任何个人信念。

  你的信念同样掌控着你的怀疑态度。

- 当市场无情地宣布你错了的时候，对自己确信的事物保持耐心和自主性。用格雷厄姆的话说：“勇敢对待自己的知识和经验。如果你是根据事实推导出结论，如果你认为自己的判断是正确的，不管别人是怀疑还是反对，按照自己的意思去做吧（即便多数人不同意你的看法，你也有可能是对的，当然也可能是错的。只要你的数据和推理是正确的，你就是对的）。”[7]
- 古希腊哲学家所说的静心或者平静沉着是指，当你身边所有的投资者都面临亏损时，你能沉着冷静，并保持头脑清醒。这一点显得尤为重要。

  格雷厄姆有一任妻子曾这样描述他：“讲人道，但不讲人性。”[8]虽然这使格雷厄姆远离了好丈夫的形象，但是他冷眼看世界的能力使他具备了成为超凡分析师的资格。

“优良的品质”包含了以上这些特质。训练、教育和经验也仅限于此。无论你的分析多么全面、彻底，你还必须养成自我控制和精神自律的习惯，否则你将无法在瞬息万变的市场中坚定自己的立场。

在本书第2章《确保证券分析的正确性》这篇文章中，格雷厄姆提出一个看似简单的问题：分析师（或者委托人）怎样判断他们的建议是行之有效的？

然而，两个因素的存在使这个问题远比它看起来要困难得多。

首先，学习的程度取决于反馈的质量。我们能从所做的事情中发现，学习多少经验知识，取决于我们怎样追踪这些线索。比如网球运动员、麻醉师、消防员等，都属于实际从业者，他们需要从反复操练和以往积累的经验中不断提升专业技能。他们的工作环境能提供及时、准确的反馈：他们不需要等待一段时间后，才能知道是否赢球、

病人是生还是死，或者大火是否被有效控制。而证券分析师却处在一个迟滞的、模棱两可的环境中。假设你推荐了一只价格为20元的股票。第二天，它涨到了21元，看上去你似乎是正确的。而一周后，它下跌到18元，这个时候，你看上去似乎又是错的。到了下个月，它又涨到了25元，此时看上去你的推荐又是正确的；而半年后它却跌到14元，你又一次错了。因此，你为了这些错误开始检查你的收益模型。一年后，这只股票价格为30元，这时看来，你貌似自始至终都是正确的了。由于市场价格一直频繁且大幅度地波动，你得到的反馈信息也在不断地变化，因此，想要对分析质量做一个准确的判断，其实是一件非常困难的事情。[9]

其次，与保持理性相比，人们更擅长提出合理辩驳。当现实搅乱我们的预期时，我们不会轻易承认是自己错了。相反，我们会说，我们对得太早、太快了；我们最终会被证实是对的；我们几乎是对的；我们比任何人都接近正确结果；或者我们还会说，那些无法预测的不可抗力因素阻碍了我们合理的假设变成现实。[10]

格雷厄姆明白，人们总是倾向于逃避预测失误的责任。在本书第2章，格雷厄姆告诫分析师，仅仅正确是不够的，还要有正确的理由做支撑：

> 如果这是个合理的推荐，它不仅必须要在市场上表现良好，还必须有合理的推理过程作为基础……证券分析的专业标准要求所有的推荐都必须清楚注明推荐的类型，并形成推荐结果的分析推理过程。

否则，你和委托人都不会清楚地知道，到底是因为你的工作做对了，还是因为你运气好。市场价格随后的变动将显示你的预测是否正确有效，但这要基于你已经清楚表明了推荐的理由。此外，你必须明确你的分析适用于哪个时间段。

格雷厄姆在《用希波克拉底法分析证券》这篇文章（本书第3章）中提醒道，那些推荐高收益证券、成长型股票或小股票的分析师，如果是基于“经验法则、模糊的印象甚至偏见”来判断推荐与否，而不是基于几十年积累的实证研究，这样不仅不能帮到客户，反而面临着损害客户利益的风险。

格雷厄姆提到了希波克拉底誓言要求医生“不能带来任何伤害”。但是他也明确比较了证券分析和医疗操作两者间的不同之处。[11]他说，医生能够利用很多已知的人体结构知识：几十年积累的有关症状、病因和治疗的科学证据。然而，分析师必须与各种具有不同特性的证券打交道，他们对这些证券的表现并没有“系统性的知识”作参考。

这个缺陷大部分已经被近年大规模出版的实证研究论文克服了，其中包括《金融分析师杂志》（*Financial Analyst Journal*）、《金融学杂志》（*Journal of Finance*）、《投资组合管理杂志》（*Journal of Portfolio Management*）等。实际上，很多投资者把格雷厄姆所提的问题看成是“一劳永逸”的问题：实证研究似乎已经证明了一些事实，比如小股票比大股票表现好，价值型股票比成长型股票表现好。[12]

不过，对那些按照这种方式思考的人，在本书第3章中，格雷厄姆提出了另外一个忠告：

> 当我们完成了繁重的归纳工作，当尝试性的结论在连续的市场周期中被一次次检验时，新的经济因素有可能又会随之产生——因此，我们辛苦总结出的技术可能在投入使用前就被遗弃了。

市场异常的出现是各种方法遭遇毁灭性打击的根基：一旦投资者意识到某个策略在过去表现得异常好时，他们便蜂拥而上，殊不知阻碍了其未来的发展空间。

因此，证券分析师必须经常反省：一方面，自己的预测是否建立在实证研究的基础上，这些实证研究是否涵盖了过去大量的样本数据；另一方面，当大家都熟悉了这些模型，它们的表现是否能够持续下去。获得样本数据的佐证是一回事，获得样本外数据的额外支持，则完全是另外一回事。

在《美国证券交易委员会的证券分析方法》这篇文章（本书第4章）中，格雷厄姆称赞了美国证券交易委员会（以下简称美国证监会）的做法，即遵循着三个有序步骤来评估公用事业公司：第一步，形成“价值标准”模型；第二步，收集“个案的相关数据”；第三步，“将数据代入模型，从而推导出明确的估价水平”。[13]

当政府官员逼迫自己像证券评估师那样思考，而卖方分析师却不情愿这样做的时候，你应该能够感受到格雷厄姆的那种挫败感。他直截了当地提出：“如果不考虑已经支付的价格，那就没有任何值得投资的对象。”然后，他解释道，研究部门不断发布看涨的分析报告，而这些报告要么是根据产业增长率做出的一般性推断，要么是根据历史盈利情况做出的简单推断。

格雷厄姆评价美国证监会的证券分析方法时说：“这个程序只有一个缺陷。”在没有严格评估标的公司的股票价值是高于还是低于其市场价格之前，这种分析“尚存缺陷。这不是真正的分析，而是伪分析”。

直至今日，这个写于1946年的论断，依然能残酷地切中要害。

第01章
证券分析师需要专业评级吗[(2)]
（写于1945年）

解释性说明

1942年，纽约证券分析师协会标准委员会向其成员提出一个建议，即为证券分析师评定等级或者冠以专业的头衔。这个评级被暂定为“证券从业资格”或者“QSA”。提议的机制包括：协会及合作机构（包括上市公司协会、保险公司、投资顾问事务所等）共同成立一个资格委员会。该资格委员会有权授予达到标准的申请者如下级别：

a——职业级别；

b——教育和经验级别；

c——通过考试级别。

与之相对应的资格考试由于一些原因而被取消了。申请评级秉承自愿原则，但对声望和实际从业优势的渴求激发了申请的动力。我们能预想到，QSA评级最终将会成为那些与市场有直接或间接关系的高级证券分析师的必经之路。

委员会虽然提出了很多远见卓识，但最终却没有采取任何实际行动。下文分析了支持与反对该提议的各种观点。[(3)]

此次评级提议中包括的事项相对比较简单，但同样还是可能会引发比较大的争议。大约50年前，受过专业培训的会计人员对类似的提

议也感到很困惑。当时，推广注册会计师职称存在很多困难和不足，毫无疑问，大多数会计从业人员并没有意识到这个事情有多么重要。如今，在会计职业领域，甚至在很多其他领域，专业评级已经是理所应当的事情。所以，一旦我们克服了证券分析师评级推广过程中的最初障碍，这个流程将会变得越来越顺畅，并不断地自我加强和完善。从公众利益的角度来说，它将发挥无法替代的作用。

为了进一步探讨，我们将证券分析师定义为：一个负责为他人提供关于购买和出售特定证券的建议的工作者。这个定义不包括以下人员：

- 只负责收集数据的初级统计员或分析师。
- 不从事特定证券价值分析的商业、金融分析师或者经济学家。
- 以理论研究作为研究对象的教师和学生。

严格来讲，该定义还不包括股票市场分析师，因为他们一般不会推荐特定的证券。然而，笔者相信，即使现在未定，但市场分析最终将会成为证券分析的一个特殊组成部分，并且每位有能力的市场分析师将会为证券分析提供坚实的基础。

任何情况下，本文中的证券分析师都是指，为来自于经纪公司、投资银行、银行以及信托公司的顾客（及合作人）就证券交易提供意见或建议的人士，还包括那些投资顾问行业的人士，以及在投资公司、保险公司、其他公司和一些公益组织中履行类似职责的人士。这个领域范围很大，因此，美国有几千名实际从业人员。

评级体系的优点

评级体系的优点可以归结为：那些通过证券从业资格认证的人都会明白，他们已经符合这个领域的最低知识要求，并且具备一定的专业能力。他们还要清楚，为了保持这个资格，他们必须遵守行业道德准则，因为随着时间的推移，这些准则会变得更加明确、严格。而评级体系的这些优点同时会使证券分析师的直接雇主以及这些雇主的委托人受益。

已经获得评级的分析师必将比其他人有明显的优势，比如更好的声誉、更强的求职能力以及更多的高薪机会。此外，他们会拥有更专业的工作态度，对维持和提升从业标准有更强烈的心理驱动力。

对可能出现的反对意见的回应

将各种反对评级提议的观点事先罗列出来，并加以简单回应，是非常明智的。这些反对的声音涉及很多方面，既有针对评级的理论基础的，又有针对评级的实际运用的。

反对意见1：将有资质分析师与无资质分析师区分开来，基本上是不可能实现的。因为该领域的技能大部分停留在依靠人的判断上，而非依靠特定知识或技术。良好的判断能力不可能通过常规考试来检测。

回应：虽然判断能力在证券分析中占据很重要的位置，但是它还需要健全的方法论基础和专业的知识、经验加以辅助。雇主、教师、新进入该领域的人员以及协会的大量工作都表明，越来越多的重点会被放在分析的技术上。

技术分析能力和充足的信息当然可以通过恰当的测试反映出来，这也适用于证券分析过程中那些更明显的判断因素。

反对意见2：QSA评级可能会误导公众，因为它仅仅是一种资格证明，并不能确保持证人一定是有能力的分析师。

回应：这个异议有一定的道理，但就像说一个医学博士也有可能是个不称职的医生一样。与其他类似领域一样，资格评级旨在保证持有人达到最低要求，但并不表明他拥有最高能力。而这种错觉在该领域又比在其他领域发生的可能性更小，因为在通常情况下，分析师都受雇于有着丰富实际经验的管理者，而不是普通公众。

反对意见3：QSA评级对某些人来讲，可能意味着特权，而对其他人来讲，则意味着越来越少的机会。它使行业受到限制，或者说容易成长为一种卡特尔组织。

回应：QSA评级不会以任何理由拒绝任何应该拥有它和想要拥有它的人。它可能会将一些不具备资质的从业人员排除在外，但这并不是不公平、不公正。每个人都有选择的权利，这些权利会受到协会更高层面的限制，而协会为每个领域制定合适的标准。

反对意见4：这个计划在管理方面会存在一定的困难。谁能够认定其他人有这方面的能力，又该如何确保这个认定是正确的呢？完成这份差事所需要的时间又该由谁来确定呢？

回应：这个评级与其他领域的评级相比，困难要相对小一些。我们肯定会找到合适的人选，并由他们行使确定资格者的权利。寻找人选的流程就好比律师协会资格委员会以及精神疾病检测机构委员会发现相应人选的流程一样。有公德心、享有盛誉的分析师将花费大量时间来完成这个任务，就像他们在花时间做公益事业一样。

这个项目刚开始时的确暴露出一些特定问题。对一些分析师来说，让具有类似经验和身份的同事鉴定其职业资格，似乎有些冒昧与不妥。不过，这一障碍完全可以克服，如果可行的话，在最开始的时候，就由那些从业时间超过10年或15年的分析师对其他人进行面试。随着时间的推移，接受测试的分析师的比例将会稳步增长。

达到评级标准的能力水平必须由已经取得资格的分析师组成的委员会来决定。倘若参照其他领域的先例，这个评级可能会从一个较低的水平起步，然后逐渐提高标准。笔者个人认为，该测试与大学生完成整个学年的证券分析课程学习后所要接受的考试，难度基本相当。品质和经验的要求标准可以分别设定，不过，学术成果的信誉与工作经验之间的一些灵活变通也是可取的。

本章小结

以上讨论并没有故意缩小评级方案面临的实际困难。然而，与其他领域相比，比如会计、法律、医药等行业，这些困难看起来也没有本质上的区别。如果将这些类比进一步推广，我们就可以在各个领域颁发执业执照或者资格证书，比如向房地产经纪人、保险销售员以及证券交易所的证券经纪人颁发类似的资格证书。把检验、注册客户经纪人的一套合理的程序运用到证券分析师行业是不可取的，这是为什么呢？要完全理解这个问题并非易事。这个问题的关键在于，社会要求实际从业者向公众展示其良好的职业素养，而证券分析作为一种职业，是否具有足够的专业特质来证明这一要求是可以实现的。《证券分析师杂志》（*The Analyst Journal*）的出版本身就是对证券分析师这一职业的支持与维护。可以预见的是，证券分析师将迎来准职业性评级，毫无疑问，努力让评级发展成为一个普遍认可的、高品质与高能力的代名词，正是我们应该做的事情。

第02章
确保证券分析的正确性[(4)]
（写于1946年）

高级分析师最有趣且最重要的工作就是，通过分析给出投资者应当购买某只或多只股票的投资建议。我们如何判断这样的投资建议是对还是错呢？这看起来似乎是一个很简单的问题，但要得到一个真正让人满意的答案，其实很难。当一位百货公司的顾客向大家推荐自己发现的宝贝时，实际上暗含着一个假设，即他所推荐的（几乎）所有商品都是价格适中的，是在标准成本加成的合理价格范围内的。在绝大多数情况下，随后发生的事实会检验这种推荐是否可靠。当一位股票市场分析师推荐以80美元的价格买入某只股票时，他的依据是该股票价格的技术走势预示着上涨即将来临。那么，这样的投资建议是否正确，检验起来并不太难。大部分人都认同，若想证明市场分析师的建议是正确的，这只股票在不超过60天的时间里的上涨幅度绝对不能小于4个百分点。

但是，如果一位证券分析师推荐以80美元的价格买入美国钢铁公司（U.S. Steel）的股票，并称这样的买入价很便宜，那么我们应当用哪一种标准来检验这一建议是否正确呢？显然，我们无法再使用“股票价格在60天内上涨幅度达到4%”这一标准来评判。那么，我们的评价标准是否可以是股票价格在未来1年内上涨10%？或者是其收益率要比股市平均收益率多出10%？抑或是不管股票市场如何波动，这只股票总是能在一定期限内（比如5年内）满足有关股息与投资收益的某些特定要求？

我们没有为证券分析师建立计分系统，因此无法记录他们的“击球命中率”。也许这也无妨。但是，如果我们整个职业生涯一直在向客户推荐具体的投资产品，却始终无法向客户或自己证明这些投资建议是正确的——哪怕有一次也好，那么这确实不合常理。毫无疑问，对于一位优秀的分析师来说，其价值肯定会在多年内他推荐的投资产品的总体收益状况中体现出来，即使我们缺乏评估总体收益状况的精确标准。但是，若是对个人或集体的投资建议的可靠性不进行明确且可行的检验，那么证券分析这个行当不可能达到专业的高度。因此，我们要试着建立这种考核标准。

我们再回到之前的假设，即一位证券分析师推荐以80美元的价格买入美国钢铁公司的股票。如果这一建议是可靠的，那么它不仅需要市场的证明，还必须基于可靠的推理过程。如果不具备完善的推理过程，即便这个建议真的符合市场的实际走势，它仍然不是真正的证券分析。不过，推理过程有很多种形式，而且随着隐藏在背后的推理过程的变化，投资建议的内在含义也会存在一定的差异。让我们通过下列4种情况解释一下：

1. 应当买入美国钢铁公司的股票，因为其未来的盈利能力可能会达到平均每股13美元。[1]
2. 应当买入美国钢铁公司的股票，因为从基本面来看，该股票现在80美元的价格要比道琼斯工业平均指数（目前为190点）更便宜。
3. 应当以80美元的价格买入美国钢铁公司的股票，因为来年该公司的盈利状况将会呈现大幅增长。
4. 应当以80美元的价格买入美国钢铁公司的股票，因为这一价格远远低于最近两次牛市中该股票曾达到的最高价格。

推理1意味着美国钢铁公司将成为一个令人满意的长线投资。这虽然不一定意味着在接下来的25年里，该公司每年的平均收益都能达到每股13美元，但是5年之内肯定能做到。如果事实证明上述分析是正确的，那么买入该股票的投资者无疑既能获得令人满意的投资收益与股息收入，同时又能获得以较高的价格将股票卖出的好机会。然而，这一分析以及相应投资建议的正确性只能等到5年或更久以后才能被证明。

假设在1937年1月，分析师基于相似的推理过程提出了上述投资建议，并且当时美国钢铁公司的股价也是80美元，那么情况会发生什么变化？事实会证明上述分析是正确的吗？答案是否定的，即使股价迅速上涨57%以至于达到每股126美元，该分析还是错误的。因为从1936年开始的任意一个5年观察期内，该公司的每股平均收益均未能达到7美元。而1937—1944年这5年间的平均收益是每股5美元。在60天之内股价涨到126美元并不能证明该分析是正确的，因为在接下来的12个月内，没有什么能比股价直线下跌至38美元更能证明这一投资建议的错误了。

推理2，即美国钢铁公司的股票价格低于道琼斯工业平均指数，这是一种有效的股票分析标准模式。它可能伴随着“美国钢铁公司本身就极具吸引力”的说法，当然也有可能不伴随这种说法。前者情况下，若再加上“美国钢铁公司的股票比其他一般股票更便宜”的论断，那么就与推理1毫无差异。但是，证券分析师也许只是在比较的基础上得出买入美国钢铁公司股票的建议，并没有从本质上看该股票目前的市场价格非常便宜。在这种情况下，如果美国钢铁公司股票的市场表现确实优于市场的平均水平，那么即使它本身的收益情况并不理想，也仍然能证明该分析师的建议是正确的。比如，假设从现在开始1年内，美国钢铁公司的股价下跌至每股70美元，而道琼斯工业平均指数下降至140点，那么基于比较而得出的投资建议就是正确的。其前提条件是：（a）从一开始分析师就指出是基于比较才得出上述投资建议

的；（b）该建议有合理的分析推理过程作为支撑。当我们对任意一个投资建议加以检验时，条件b都是不可或缺的，因为它能确保投资建议是正确的，而并非是因为运气好而已。

推理3，因为预测来年美国钢铁公司的收益将会大幅度增长而推荐买入该股票是华尔街最常见的做法。其优势是，可以用相对简单的测试来评判投资建议是否正确。只要a条件（收益增长）与b条件（股票价格在未来12个月内会上涨，比如至少上涨10%）同时成立，那么该推荐就是正确的。

但从实际从业者的角度来看，他们会反对这种类型的投资推荐。通常情况下，如果我们相信市场对下一年的收入增长趋势毫无反应，那这种想法也太幼稚了。如果市场会做出反应，那么利好因素往往也会大打折扣，因此，基于这种简单模式而做出的投资建议，最终的收益结果往往都不怎么样。

推理4认为，由于美国钢铁公司目前的股票市场价格很低，与之前两个牛市中的最高价格相比，80美元的价格很值得买入。这真的是证券分析过程中可使用的一种有依据的推理方式吗？对此，人们有很多不同的观点。然而，不管在什么样的场合下，我们都能很容易地分辨出基于这种推理模式的投资建议是否正确。那就是，在接下来的牛市中，这只股票的市场价格必须大幅度上涨，比如，至少上涨20%。

本章小结

上述分析能得出几点普遍性结论，这些结论以各种试验为基础，同时也引发了一些争议：

- 在大多数情况下，只要证券分析师说明了其推荐的类型以及背后的推理过程，那么之后的市场真实情况就会证明其推荐是否正确。

- 不同类型的推荐——即使这些建议要求投资者所采取的行动一模一样，比如以80美元的价格买入美国钢铁公司的股票，也需要用不同的方法来证明其正确性。
- 倘若投资建议涉及的是一个资产组合，那么只需要对整个组合的投资结果进行检验。单只股票的走势有可能与资产组合的走势相反。
- 证券分析的行业标准要求，所有的投资建议都应当同时注明推荐的类型以及背后的分析推理过程。

证券分析师可以推荐债券、优先股以及普通股，但每个建议背后都应暗含这样的规则：证券的品质至少要与收益相匹配。我们可以通过两种方法来检验这种投资建议：评价证券分析过程是否正确；检查被推荐证券随后的市场走势是否优于某种合适的市场指数。上述两种方法在检验过程中一般不会出现严重问题，除非要求获得非常精准的结果。

假设我们能对某位证券分析师的单个投资建议是否正确进行检验，那么只需要计算一下其正确的推荐数占推荐总数的百分比，就能大致算出这位分析师的推荐成功率。那么，一位优秀的分析师应该达到多高的成功率呢？为了让测试更加精确，有必要区分“非常正确”“非常错误”“还算正确”与“几乎错误”吗？

这些问题还是留给其他人回答吧。

第03章
用希波克拉底法分析证券[(5)]
（写于1946年）

“务实的深思熟虑者”是对反省思维的完美概括，它让人想起帕累托派生物学家亨德森（L.J. Henderson）对希波克拉底誓言[(6)]所作的一个有趣解释：

> 该誓言的第一要素是医生需要努力地、持久地、聪明地、负责任地、不间断地在病房工作，而不是仅仅坐在图书馆里。同时，要求医生必须完全适应这项任务，而这种适应远不止对脑力或智力方面的要求那么简单。该誓言的第二要素指的是准确地观察事物或事件；在不断熟练与经验积累中所形成的判断力的指引下，对显著的周期性现象进行筛选、分类并进行系统性的应用。该誓言的第三要素是审慎地建立理论。这并非哲学理论，也不是伟大的想象力杰作，更不是宗教教条，而是一个与路上的每个行人密切相关的事件，或者更确切地说，是能帮助行人在路上顺利行走的有用拐杖。

亨德森继续强调，这一在医学领域非常成功的方法也能运用到“日常生活的其他方面”的研究当中，但却没有对适用的范围做出明确界定。然而，在证券分析与医学之间架起一道桥梁的诱惑，让人无法抵挡。[1]医学和证券分析都具有一定的艺术气息与科学性，未知以及无法预知的因素都能对这两者的结果造成严重影响。此外，用亨德森的话说，对于这两个领域，我们可能会发现一个共同点，“显摆一点知识就能有意无意地掩盖自己的无知”。

如果我们充分发挥想象力，就能在医生的工作与证券分析师的工作之间找到某种系统性的类比关系。客户就好像那些有着特殊体质与疾病的病人，他们拥有现金资源，手上持有或好或坏的证券。这意味着那些只管治病的医生只履行了他一部分职责；而只有在投资出现问题时，被咨询的证券分析师也是只履行了他一部分职责。医生或证券分析师的全部职责应该是：帮助病人或客户最有效地利用他自身所拥有的全部资源。

另一种类比是，把单个病人与单只证券相比，这也许有点牵强，但用处却更大。假设保险公司要求医生评估向投保人提供疾病或死亡保险时应收取多高的保费水平，这就要求医生对每位投保人的健康状况进行量化评估，也许会表示为某个“标准值”的百分比形式。从本质上说，这不正是证券分析师在分析某只股票或债券时所做的或应该做的事吗？他们必须判断某只证券在目前的价位上风险是否比较小，或者是反过来，评估一下当证券的价位达到多少时风险相对较低。无论是医生还是证券分析师，在得到最终分析结论之前都需要考虑多种因素。他们还必须对一些无法事先预知的突发事件作出预期；还需要依赖可靠的方法、经验以及一般规律来证明自己的工作是正确的。

为了能从证券分析师那里得到更多对希波克拉底法的反馈，我们前面列举的类比关系并不是非常谨慎。应该承认，有责任感的证券分析师应该谨遵本章开始时列出的第一要素——“不间断地在病房工作”。可喜的是，证券分析师确实在努力不懈地工作；他们也确实获得了有关证券的第一手资料——只不过是在会议室里，而不是在病房里。

真正应该让我们做自我批评的是第二要素与第三要素。而“对显著的周期性现象进行筛选、分类并进行系统性的应用”要求我们做到什么程度呢？对这个问题，我们刚刚开始进行初步研究。我们对各种类型的证券以及证券价格波动模式的实证检验尚未达到系统性的归纳

研究的程度，在这方面付出的努力还太少。我们在判断过程中所积累的经验，在很大程度上是一种经验法则或模糊的印象，甚至是一种偏见，而不是在研究了诸多历史记录以及仔细分析了各种案例后所得到的结论。

关于下面这些问题，我们有什么根据认为：高收益率的债券或股票的综合投资收益一定会优于低收益率的债券或股票呢？根据统计数据，盈利上涨的趋势是不是要求投资者支付较高费用的充足理由？在正常的市场环境下，更偏向于低价股票的统计概率是否足以证明投资者应优先考虑持有此类股票？企业的短期盈利前景是否可以被当作选中某只普通股的主要依据？类似问题还有很多。

华尔街竟然没有对那些拥有明显特征的证券的历史价格波动情况进行系统性的归纳总结并从中吸取经验。这一点让我们感到非常惊讶。当然，我们确实拥有各种各样的图表，这些图表展示了股票组合与个股的长期价格波动情况。但是，除了按照商业类型分类以外，并没有对其进行细致的分类（低价股的信心指数是个例外）。那么，过去的证券分析师要通过什么方式才能将不断增长的知识与技术传授给现在乃至未来的分析师呢？当我们对比医学与金融的发展史时，不难发现，我们记录与吸取的经验总结竟如此之少。这简直是一种耻辱。

也有很多人反驳上述观点。证券分析是一门新兴学科，我们要多给它（以及《分析师杂志》）一点时间才能展翅高飞。而且，很多人相信——也许我们自己都没有意识到，证券价格的波动模式并不具有持久性，因此无法证明费尽千辛万苦积累的案例库到底有没有价值。如果内科医生和研究人员不断地研究癌症，最终有可能了解癌症的发病原因并有能力控制其发展，那是因为在研究期间，癌症的性质并不会在短时间内随着时间的推移而改变。但是对于某些特定类型的证券而言，其价值与价格波动轨迹的影响因素确实会随着时间而发生变化。我们完成了繁重的归纳工作，试验性的结论在连续的市场周期中

被一次次检验时，新的经济影响因素有可能会浮出水面，此时，我们辛苦总结出来的技术还没来得及投入使用就要被废弃了。

也许这就是我们的想法。但是事实果真如此吗？或者，这种想法与事实的相符程度有多高？没有哪一种成熟的经验能告诉我们这样的经验是否有价值。在未来的岁月里，我们这些证券分析师必须要到学校去学习那些历史悠久、研究较为完善的学科。我们必须学习他们积累的详细检验事实的方法，并从中摸索总结出适合证券分析研究领域的学习方法。

希波克拉底法的最后一个要素是“审慎地建立理论”。在本章开头引用的那段话里，亨德森就强调了建立在治疗观察基础上的医学理论的本质，“只是能帮助行人在路上顺利行走的有用拐杖”。

因此，在证券分析中也一样，我们需要的理论必须来源于经验和密切观察，而这些理论的应用范围有限，主张也并不夸张。我们必须采取中庸之道，一方面避免过分乐观的教条主义，另一方面避免优柔寡断的乐观主义。只有将理论与实际操作完美结合，证券分析师才能真正取得成功。同样的道理也适用于医生。

证券分析过程中使用的“理论”，其含义几乎等同于“标准”。它意味着用一些特定的量化技术来评估或筛选证券。假设我们声称铁路固定费用的偿付率应该超过平均水平的两倍，以此作为确保债券安全性的必要附加条件，这就意味着我们正在提出以下理论：作为一种普通债券（铁路债券），拥有较低偿付率的铁路将无法让投资者获得满意的收益率。它大致上等同于这样的医学理论：体重超标达到一定值的人，有可能比其他人死得更快。

道氏理论（Dow Theory）为证券分析师如何提出、检验、出版以及广泛讨论各种分析理论提供了一个绝佳的模板。撇开道氏理论的可靠性不谈，也不管它其实并不适用于证券分析领域，但它确实树立了

一个好典型。道氏理论是通过长期观察得出的，拥有明确的量化公式，所以其价值能经得住时间的考验。

那些致力于促进证券分析领域不断发展的人们都意识到，目前证券分析师还是一个混乱而无纪律的职业。希波克拉底法及其三大组成要素中也许存在着最佳的准则，可以帮助我们获得所需的秩序。

第04章
美国证券交易委员会的证券分析方法[(7)]
（写于1946年）

本书第3章讨论了希波克拉底法，它似乎与华尔街没有太大关系。因此，现在我们要回到“自家的后院”，继续聊一聊证券分析这个话题。毫无疑问，最近几年间，在证券分析领域里，美国证监会所做的工作是最认真、最完整的。其内容包括（至少是部分包括）三个阶段的全面分析，分别是：（a）形成估值标准；（b）收集个股相关数据；（c）将估值标准应用于个股数据，算出具体的估值结果。

在完成上述工作时，美国证监会的出发点并不是想寻找全新的证券分析方法，也不是想提高证券分析行业的标准并要求分析师遵守，而是不得不这么做。法律要求美国证监会履行特定的职能，只有推动实现全方位、多角度的证券分析，委员会才能充分履行法律所赋予的职能。其职能包括：首先，要对公共事业控股公司的资本重组与证券交易进行初步审核；其次，在必要时，对依据美国《破产法》第10章进行的公司重组计划提供咨询报告；最后（不如前两点重要），对投资公司与所谓的关联人士之间的证券交易进行审核。

为了能准确判断某个计划或某项交易是否公平合理，美国证监会发现，有必要对相关的证券进行更为准确的估值。于是，这就要用到证券分析的各种方法和标准。美国证监会必须要意识到，这种估值职能仅限于委员会工作范畴内的有限领域，这一点很重要；一般来说，美国证监会不需要履行为新发行的证券进行估值的职责，也不用评估证券交易所内各种证券的成交价格是否合理。不过，现在这些特殊任务都落到了美国证监会的头上，因此到目前为止，美国证监会已经制

定了大量证券分析标准以及估值标准，其中有些内容值得赞扬，但有些必须要接受批评。

本文不打算用批判的口吻评价美国证监会制定证券估值标准的演变历史。我们只谈一谈近来一件有趣的事——美国公用事业公司（American States Utilities Corp.）的重组事件。该公司提交了一份重组计划，按照这份计划，对新发行的普通股，优先股股东将认购其中的77%，而普通股股东则认购剩余的23%。这一计划遭到了优先股股东的反对，他们希望能拥有更高的新普通股认购比例。我们尚不清楚普通股股东是否也提出了提高认购比例的要求。不过，美国证监会认为，普通股股东享有的新普通股认购比例过低，于是它将优先股股东的认购比例调低至65%，同时将普通股股东的认购比例调高至35%。按照这一调整后的认购比例，重组交易最终得以完成。

这一回，美国证监会一改往日支持优先股股东的立场，转而提高普通股股东的新普通股认购比例，这是怎么回事呢？[1]答案便是证券分析。在研究了相关资料后，美国证监会得出的结论是，新发行普通股的公允价值要比原先发行的优先股的价值高出50%；因此，优先股股东只有资格认购新发行普通股的65%。美国证监会认为，他们使用的分析方法非常清晰明了。首先，委员会检查了公司1933—1944年期间的盈利情况；然后，委员会聘请了4位分析师分别对公司未来的业绩情况进行了预测，预测结果在28.2万～35万美元之间。接下来，美国证监会又分析了影响公司未来利润水平的几个重要因素，具体包括电力供给、应缴纳的所得税以及公司的投入资本额，结论是，基于资本重组的目的，应当将该公司未来盈利的预期值确定为33.5万美元。于是，以这一预期盈利额为基础，委员会对该公司资本结构的组成比例提出了各种建议，坚持称如果优先股股东享有77%的认购比例，则换算出来的资本化率大概为8.25%，明显过高；并很肯定地认为资本化率应该在6.90%左右，也就是说，市盈率倍数为14.5。[2]

于是我们发现，在处理类似事件时，美国证监会的决策基础并不是公司或股东的选择，而是它自身应履行的法定职责：使用某种评估股票的公允价值。前面提到的大多是公用事业企业，不过类似的价值评估方法也可以适用于工业企业的股票——这一点在麦克森&罗宾斯公司（McKesson & Robbins）的重组案中体现得尤为明显。这就是所有证券分析师应该努力的方向吗？他们是否会或者是否应当坐下来，认真分析摆在自己面前的每一只证券，评估其公允价值，然后再将自己的估值结果与该证券当前的市场价格进行比较，看看两者是较为接近还是相差甚远？如果美国证监会的这种做法适用于公司重组等多个领域——当然，具体适用于哪些领域要取决于法律如何界定，那么为什么华尔街的证券分析师不能用这种方法来分析任何一种证券呢？

对那些经验丰富、从业时间较长的证券分析师来说，这种评估方法不可能有太大的吸引力。在某只股票的估值结果下方写上自己的名字，而且估值结果可能还与证券当前的市场价格相差甚远，这样的做法实在太过冒险。分析师对引出估值结果的影响因素越是笃定，就越有可能被随后发生的事实证明自己是错误的。虽然一般来说，证券分析师对犯错并不是特别在意，但是他们并不喜欢在某些特定情况下犯错。

而且，这个最终得到的综合估值结果（有时候我们也把它称为“内在价值”或者“合理的卖出价格”）其实根本没有什么事实依据。它既不是当前的市场价格，也不代表未来证券的真实价值——因为到了明天，证券真实价值的评估基础又会发生变化。而传统的分析方式不需要引入这些复杂而又麻烦的概念，它更加简单，只需要将当前相关的事实一一列举出来，然后得出结论：“从当前的价格水平来看，这只股票会吸引投机者的注意”，或者“作为较为安全的投资对象，这只股票具有一定的吸引力”。[3]

对于上面提到的这种传统分析方法，我们只有一个反对的理由：它还不够好。它其实并不是真正的分析，只是虚假的分析。这种分析方法根本不考虑投资者支付了多高价格，就直接得出“某只证券是安全可靠的投资产品”这样的结论，这是完全不可能的。如果确实存在无须考虑市场价格的诱人的投机机会，那么这样的推荐建议应当出自股票市场分析师而非证券分析师之口。

让我们来看一个具体的案例。某家股票经纪公司发布的研究报告推荐在22美元的价位买入美国散热器公司（American Radiator）的股票，原因是建筑行业的发展前景看好。这份“分析报告”甚至提供了该公司的资本化数据以及10年时间里的盈利与营运资本数据。为什么要提供这些数据呢？如果只是因为发展前景良好就得出“该公司是个不错的投机对象”的结论，而且不管该公司股票的当前市场价格是多少，这个结论都是成立的，那么这些统计数据就完全是多余的。不过，如果这些数据是为了帮助投资者更好地了解公司的经营状况，那么分析评估这些数据难道不是证券分析师应该做的事情吗？在向投资者推荐美国散热器公司的股票是值得投资的产品之前，基于目前该公司的良好前景展望，难道分析师没有通过自己的分析得出美国散热器公司的公平市场价值约为2.25亿美元甚至更高的结论吗（2.25亿美元是当前该公司的实际市值）？说到底，这意味着，分析师应该对自己推荐的每一只股票都评估一个公允价值区间，而且还要确保目前股票的市场价格没有高于该区间的上限。

我可以大胆地预测，美国证监会顽固的证券分析人员与同样顽固的华尔街证券分析师在估值时依赖的是相同的逻辑事实。目前，公用事业行业已出现了这种迹象，我们的高级分析师正在为某些即将上市的公用事业企业的股票评定特定的估值区间。

计算得到的估值结果通常都有一个最大值和最小值——这是一种谨慎而又常见的做法，因为估值区间总是要比单一的估值结果更好一

些。所以，在条件许可的情况下，美国证监会也更喜欢用估值区间；而如果形势所迫必须使用单一估值数据的话，那么美国证监会可能更倾向于使用估值区间上下限的平均值。

本章小结

美国证监会的证券分析方法当然不是无可指摘的，但毫无疑问，这种分析方法仍在不断发展。其最终的形式，如果能形成最终成果的话，可能会与当前所采用的模式存在极其显著的差别。不过，我们还是应该感谢他们，因为他们一直在努力克服、解决自己所面临的问题——这不仅仅是他们要面对的问题，同时也是我们所有人都要面对的难题。

BENJAMIN GRAHAM

BUILDING A PROFESSION

| 第二部分 |

界定证券分析的专业性

这一部分的几篇文章向我们展现了本杰明·格雷厄姆的另一面，而且很少有读者会注意到这一面：对公平正义的热爱，对公司治理不力的愤怒。他相信，某些公司的管理松懈并不仅仅是内部原因，外部因素也会导致公司治理效果不佳，从而使得股东不能行使自己的合法权利。

1932年夏天，格雷厄姆为《福布斯》杂志撰写了三篇非常经典的系列文章。在文中，他强烈反对公司内部人士的特权行为，因为他们根本不考虑社会公众股东的利益。[1]在1929年大崩盘刚刚爆发的时候，公司管理层都主张持有大量的现金，一方面是将来一旦遇到危险可以提供缓冲空间，另一方面也是为了保护他们自己，避免自己为错误判断所导致的严重后果承担责任。而股东们，除了被巨额亏损吓得目瞪口呆以及对公司管理层的想法或做法听之任之以外，其他什么都做不了。

格雷厄姆用直白而朴实的语言阐述了这个问题，逻辑关系十分清晰，同时还带有一点圣经式预言的激情。在大萧条期间，当美国民众深受经济危机折磨蹂躏的时候，一些公司依然紧紧守着现金毫无作为，格雷厄姆对此感到很愤怒。“这些日子里，企业的财务主管每晚依然能睡得很安稳，”他写道，“可是股东们却夙夜难寐，沉浸在担心绝望的情绪里。”

格雷厄姆明确指出，公司的现金政策是公司治理的关键所在。公司的现金属于所有股东，但是管理权却掌握在公司的管理层手中。如果股东完全了解自己的权利和义务，他们就应该意识到，不能想当然地相信企业的管理者总是会正确地制定并执行现金政策。

尽管格雷厄姆对管理层的做法非常不屑，但与此同时，他也毫无掩饰地表露出对大多数投资者的厌恶之情，因为这些投资者拒绝履行自己应尽的义务。

在《通胀的国库券与“紧缩”的股东：公司是要榨干它的所有者吗》这篇文章（本书第10章）中，格雷厄姆指出：

> 公司的股东好像忘记了他们是公司的所有者，而不仅仅是股票行情自动收录器上某个报价证券的所有者。现在，成千上万的美国股东到了将他们的注意力从关注已久的每日股票市场报告转向企业本身的时候了。股东是这些企业的所有者，企业的存在是为了给股东创造收益，而这些收益应由股东来自由处置。[2]

格雷厄姆强调的这种态度，有时被我们称为“爸爸最懂行”，甚至连最强大的机构投资者，长期以来对企业的管理者都存在着这种顺从心态，他们以为内部人士比外部人士更清楚该如何经营管理公司。正如格雷厄姆所说的那样，“爸爸”或许最了解情况——但是，这并不意味着他总是会相应地采取正确的行动。

格雷厄姆的警告总结起来就是一句话：**要想成为一个聪明的投资者，你就必须先成为一个聪明的所有者。**当投资者买入某只股票时，证券分析师应履行的职责——了解并分析有关该企业的所有信息并未结束；相反，我们可以证明，这时恰恰应当是证券分析师开始认真履行职责的时候。既然已经评估了目标企业的内在价值，那么接下来，证券分析师应当继续监督公司管理者管理活动的质量，以及资本分配决策是否明智合理。

对企业管理者损害股东利益的行为提出谴责，这种做法当然很有吸引力；不过，证券分析师应该牢牢记住，当你用一根手指指向别人的时候，至少还剩下三根手指是向后指向自己的。以2006年与2007年为例，美国非金融公司的借款总额就达到了1.3万亿美元左右，这其中大部分钱都用来回购股票，然而就在当时，股票的市场价格正在接近历史的最高点。[3]很少有分析师要求公司管理层提供充分的理由证明当

前的股票价格足够低，值得采取回购措施，或者是让公司解释大量借款的决定为什么是明智的。大规模的回购行为让很多行业的龙头企业负债过重，或者资本严重不足。面对这种局面，我们应当责怪借款人呢，还是责怪那些同意甚至鼓励借款人去借款的人？

还有一些公司手里掌握着大量的现金资产，这些现金来源于日常经营活动以及借款。截至2009年11月，美国公司持有的现金和可交易证券的总价值不少于8 400亿美元，这是一个空前的记录。[4]在绝大多数分析师之间似乎形成了这样的一个共识：企业手中的大量现金就像拦截洪水的沙袋一样，可以为公司和股东提供强有力的保护。但是，只要看一看格雷厄姆撰写的分析大萧条深远影响的文章，我们就会发现，在谨慎处理公司资产与剥夺投资者本应享有的、在自身认为适当时进行资本重置的权利之间是有一个清晰界限的。而这个界限到底应该划在哪里，不应只由企业管理者单方面完成；在证券分析师的指引下，外部投资者也应当享有一定的话语权。

总之，分析师的工作不仅仅是要判断某家公司的证券是否估值合理，同时还应该评判一下公司的股东是否受到了公平待遇。正如格雷厄姆在1949年所写的那样：

> 有两个最基本的问题值得股东注意：
>
> - 公司的管理是否有效？
> - 普通外部股东的正当权利是否得到了真正的承认？[5]

那些对格雷厄姆所做的工作一无所知的人经常把格雷厄姆看作空谈理论的思想家，认为他相信使用僵硬死板的估值方法便能机械地筛选出具有投资价值的证券。然而，这种观点与真正的事实相差甚远。相反，正如这部分中其他文章所揭示的那样，格雷厄姆总是对事物充满好奇心，始终保持灵活性，一直在努力寻找新的领悟与更好的分析

方法。与那些优秀的科学家一样，格雷厄姆总是在不断修正自己的想法，只要事实证明这样做是正确的。在格雷厄姆引导证券分析行业慢慢成熟的过程中，他总是敦促同事们认真研究相关职业领域当前最流行的行业标准都有哪些，例如医学、会计和法律行业。当然，他自己也是这样做的。

格雷厄姆提醒读者，不要把分析个股当作个案；另外，在分析每一只证券并采取行动时，必须使用统一的标准。他坚持认为，这才是证券分析这个新兴的职业向市场展示自己的专业严肃性并赢得尊重的唯一途径。更为重要的是，如果证券分析想要朝着“科学学科”的方向发展，那么系统化的分析程序是必不可少的。

《探寻证券分析的科学性》一文（本书第5章）对本书第一部分囊括的多篇文章做了进一步展开论述。在这篇文章里，格雷厄姆认为前提条件是：证券分析师应该在科学方法的指导下开展工作，总的来说，他们应该先认真观察、发现事实，然后以观察到的事实为基础构建相关的理论（或者“公式”），再通过预测未来来检验这些理论或公式是否正确。

格雷厄姆列举了4种投资产品类别，每一种投资产品都可以按照科学方法加以分析，这4种投资产品是：

- 债券；
- 价值型股票；
- 成长型股票；
- “短线投资机会”（通过短线交易能为投资者快速创造收益的证券）。

格雷厄姆一直很排斥技术分析这种方式（在文中，他将技术分析称为“股票市场分析”）。不过，至于技术分析是否能成为基本面分析的有效补充这一问题，他并没有回答。

格雷厄姆反复强调搜集以及保存大量样本资料的重要性。如果没有这些观察数据，那么建立理论以及检验科学方法的正确性都将变成不可能的事。[7]在《探寻证券分析的科学性》一文中，他这样写道：

> 一直以来，我始终认为我们这个行当最大的不足之处就在于，我们未能真正全面地记录下自己在各种原则与方法的指导下所做的各项投资的结果。我们从其他人那里获得了大量的统计数据，但我们做出的投资决策实际获得了多高的收益，这方面统计数据的收集与整理工作进展较为缓慢。

格雷厄姆提出了一个具有深远意义的观点：大多数投资专家在分析自己所在公司的经营状况时，并不像分析自己所要投资的公司时那样严格认真。事实上，这样做是不对的，他们应当同样严格认真。在同一篇文章中，格雷厄姆继续写道，只有连续不断地、系统地自我检查才能够“发现哪些方式或方法是合理而又有效的，哪些方法经受不住事实的检验”。

我们可以简单地举几个例子：你觉得自己的卖出原则是有效的，那么你是怎么知道这一点的呢？证券公司有没有在你卖出这些股票后，持续跟踪这些股票的价格走势，以此确定你的卖出行为真的为公司创造了价值？如果你相信与公司管理者举行的会议能提高选股的准确性，那么你又是怎么知道这一点的呢？你是否系统地记录了多年的数据，来证明这一观点是对还是错？如果你觉得只选择那些肯对研发工作拨备巨额投资的公司肯定能给投资者带来相应的回报，那么同理，你怎么知道这个结论是正确的？公开发表的实证研究成果是否已经证明增加研发投资与权益报酬率的提高之间存在正相关关系？

同时，格雷厄姆还用一段非常醒目的文字警告说，建立在广泛的样本数据基础上的结论可能会导致非常危险的决定。他对今天我们称之为“股票风险溢价”的变量进行了评价。这个变量的含义是，投资者持有股票要比持有债券或现金面对的风险更大，因此为了补偿额外的风险，股票的投资收益率高于债券或现金收益率的部分就叫作“股票风险溢价”。格雷厄姆指出，过去这种风险溢价一直过高，这一结论“从科学的角度来看是有事实根据的，但是从心理的角度来看，其实是很危险的”。如果每个人都认为投资股票就应该获得这么高的收益，那么股价就会被炒得过高，而这种高股价明显不具备可持续性，最终必将导致未来的投资收益率下降。对历史数据的检验从未证明“不管股票的卖出价格有多高”，它们都具有很强的吸引力。[8]

在《普通股估值的两种方法》这篇文章（本书第6章）中，格雷厄姆指出股票的现值主要取决于其未来的盈利以及股息分配情况，而没人现在就能确定股票未来的盈利以及股息支付额到底是多少。对这两个未知量，格雷厄姆提出了两种预测方法。第一种方法是历史分析法，要使用5个变量——每股盈利的增长率、“稳定性”（或者说困难时期留存收益的最小波动率）、支付的股息额、资本回报率以及每股净资产，赋予每个变量20%的权重，然后求得一个综合得分。这个模型看上去似乎很呆板，也不太适用，然而实践告诉我们，在现实世界里，简单的模型往往要比那些理论上更正确、更加复杂的模型好用得多。这是因为，人们能更容易坚持使用简单模型，而不需要总是调整模型的变量及其权重。有些投资公司对格雷厄姆提出的这种“简单优先”模型嘲笑不已。不过，它们应当先亲自用一用这个模型，检测一下，或许结果会让它们感到非常惊讶。[9]

格雷厄姆意识到，证券估值时最关键的变量是公司未来的预期业绩表现，因为未来的经营业绩可能与过去的经营业绩相差甚远。他承认，“价值的真正决定因素”是“未来的收益和股息”。于是，格雷厄姆提出的第二种预测方法是将市场价格本身作为企业未来增长的最

佳预测变量。在分析时，他设计了一个公式，将过去的盈利增长指标与市场预期的未来增长指标联系起来。他建议，分析师在评估市场价格是过于乐观还是过于悲观时，都可以用这个公式作为分析的“起始点”。

1958年5月，格雷厄姆在全美金融分析师联盟（美国特许金融分析师协会的前身）的年会上发表了名为《普通股的新投机因素》（本书第7章）的演讲，他再次提到了“投资”和“投机”的区别。而早在20世纪30年代，格雷厄姆就曾定义过两者之间的区别。最开始时，格雷厄姆对“投机”的定义是负面的：任何不满足格雷厄姆为投资设定的严格标准的活动都属于投机。[10]然而到了现在，投机不仅指不满足投资产品标准的证券，还是分析师试图将使用更高级的数学工具计算出来的确定性结果来替代变数较大的未来预期。格雷厄姆警告说，用非常精确的数学工具来预测并不确定的变量，其效果未必会好于使用简单的数学工具预测。事实上，效果反而可能会更差，因为过于精确的公式更容易让信赖它的人过于自信，在某些存在高度不确定性的领域，这会让使用者产生一种自己能找到“确定性”答案的幻觉。然而事实上，这样的领域根本不存在“确定性”这种东西。

格雷厄姆在《普通股的新投机因素》一文中提出的警告在2008—2009年金融危机的爆发与蔓延过程中得到了印证。这场金融危机的导火索就是复杂的金融衍生产品，这场危机对美国经济造成了极大的破坏：

> 精确的公式与模糊的假设结合在一起，可以被用于评估证券的价值。而且不管分析师想给出多高的估值，这种方式都可被用来证明估值结果是合理的……一般来说，大家都认为数学的计算结果很精确，值得信赖；然而在股票市场上，我们使用的数学工具越复杂、越深奥，推导出来的结论可能就越不确定，带有更强的投机性。在华尔街摸爬滚打的44年

> 时间里，我从未见过哪一个使用高级的数学工具得到的有关普通股估值或投资决策的计算结果是值得信赖的，而这些数学工具远比简单算术或最基础的代数更复杂。一旦在估值时用到了微积分或高等代数，你就可以将此看成一个危险的警告信号，它表明使用者试图用高深的理论来代替实际的经验，这种做法常常会为投机披上投资的伪装。

今天，投资者喜欢使用高斯方程以及其他一些复杂的公式来证明与抵押贷款捆绑的金融衍生产品是值得购买的。然而早在50年前，格雷厄姆就意识到了其中蕴含的危险。即使假设前提只有一点点瑕疵，测量方式也只有一点点误差，这也会导致公式结果彻底错误。

在《特殊情况》这篇文章（本书第8章）中，格雷厄姆描述了各种各样的套利机会以及如何对其加以分析。他将“特殊情况”定义为：“尽管整个市场表现一般，但是某些个股由于某些特殊情况能够创造出令人满意的投资收益。”破产重组、未付股息累积额较高的优先股、兼并收购、重大的诉讼事件、监管机构对控股公司的拆分、可转换债券的套利等，这些都属于特殊情况。一方面，格雷厄姆坚持认为，特殊情况要求“特定的变化情况正在进行”。另一方面，虽然比较有把握，但是他还是提醒读者，有必要估算一下成功的概率有多大以及“一旦失败”可能造成多大的损失。

格雷厄姆很早就开始关注特殊情况，并一直对它们很感兴趣。在他只有21岁的时候，古根海姆勘探公司（Guggenheim Exploration Company）宣布公司即将解散。这家公司是4家公开上市交易的铜矿企业的大股东，因此一旦古根海姆勘探公司宣布解散，就会把自己手中持有的4家铜矿企业的股份分发给公司所有股东。格雷厄姆算了一下，古根海姆勘探公司持有的这4家企业的股权价值总额要比古根海姆勘探公司的自身价值高出11%左右。于是，他买下了这家公司，同时把公司持有的4家铜矿企业的股份全部卖掉了。[11]大约40年后，也就是1954

年，格雷厄姆让一位新加入公司的分析师去调查洛克伍德公司（Rockwood Company）的套利机会，这位年轻的分析师名叫沃伦·巴菲特。这家位于纽约布鲁克林地区的巧克力公司提出了一个非同寻常的交易规则：80克的可可豆可以换一股普通股。格雷厄姆很喜欢这样的交易，他派巴菲特用可可豆换回了该公司若干股普通股。[12]

在1962年发表的《通过投资股票积累财富的若干问题》这篇文章（本书第9章）中，格雷厄姆对一种观点进行了评价，这种观点声称这是一个“全新的股票投资时代”，因此“目前股价与市盈率倍数都涨到了前所未有的价位”其实是很合理的。考虑到经济增长势头强劲又稳定，财政政策和货币政策比较合理，民众已经认识到股票是经久耐用的抗通胀产品，再加上共同基金与养老金计划正在向市场源源不断地提供大量资金，因此很多投资者认为“股票市场的特征与未来前景已经发生了根本性的改变”。

格雷厄姆耐心而又客观地谈到牛市可能来临了。他承认，当前很多股票确实值得拥有比过去更高的估值，至少这种观点是具有一定正确性的。不过，在文章的最后，他还是总结说：“股票市场的根本性因素并没有发生改变，因为人性不会改变。”

格雷厄姆指出，从本质上看，最近这些牛市言论其实与20世纪20年代末期“投资新时代”的说法没有什么区别。当然，这些言论还与1999—2000年期间的互联网泡沫有着惊人一致的表现形式。对那些不听从格雷厄姆警告的投资者来说，如果不吸取教训，历史必将重演。

最后，格雷厄姆又分析了在市场已被高估的情况下，定期定额投资策略（dollar－cost averaging）是否依然有效。这种投资方法指的是，在相同的时间间隔购买相同金额的股票。他得到的结论是：“只要在每个周期内都能一丝不苟地坚定执行定期定额投资策略，那么不管从什么时候开始使用该策略，最终必将给投资者带来不错的回报。”正如他所指出的那样，这要求投资者非常严格地控制自己的情

绪。若能一直坚持到最后，使用定期定额投资策略的投资者肯定“与其他的普通投资者完全不同……他的情绪不会在欣喜若狂与悲伤忧郁之间反复变化”。格雷厄姆清楚，如果投资者没有在自己的内心建立起一定的内在投资原则，那么任何外在的投资技术或工具都无法帮助他建立起完善的外部投资原则。

第05章
探寻证券分析的科学性(8)
（写于1952年）

科学的方法

正如沃尔夫（H.D. Wolfe）在上一期《分析师杂志》上发表的文章《科学是值得信赖的工具》（*Science as a Trustworthy Tool*）一文里所指出的那样，[1]科学的方法包括广泛的观察并记录事件，构建理性而可行的理论或公式，并以值得信赖的预测值为媒介验证这些理论或公式的有效性。科学学科或准科学学科五花八门，以这些学科为基础所形成的预测值，其特征也千差万别。

我们先列举一个比较极端的例子——麦克风。对于一个认真装配过麦克风的电子工程师来说，他很清楚，对着麦克风说话，声音会被放大很多倍。这个预测是非常准确的，验证速度快且无可挑剔。我们再举另一个极端例子——精神分析学，这个学科有时候与证券分析也比较类似。精神分析学的预测与验证过程的准确程度就没有那么高。

出钱让某个家人接受精神分析治疗的门外汉可能对这个领域一无所知，例如这种疾病的性质、治疗的方法和周期、治愈的程度等。他唯一能确定的就是每小时的治疗需要花多少钱。精算学刚好处于这两个极端案例之间。而在我看来，证券分析若想成为一门学科，精算学这门学科所起的作用要比其他学科更大一些。人寿保险公司的精算师要预测死亡率、投资收益率以及其他影响支出和盈利的因素，而这些预测都是建立在分析历史数据的基础之上，同时还要考虑到趋势的发展以及新涌现的影响因素的作用。根据这些预测结果，在数学工具的

帮助下，精算师便可以为各种各样的保险产品确定合适的保费价格。对我们来说，精算师的工作及其得出的结论之中最重要的部分是他们不分析个案，而是研究大量相似个案的总体概率分布情况。精算学的精髓就是多样化。

因此，在谈论“科学的证券分析”这个话题时，我们想到的第一个实际问题就是：证券分析的性质是否与精算学足够相似，并以多样化作为其最根本要素。一个貌似合理的回答是，对某些类型或设定了某些目标的证券分析来说，多样化是必不可少的特征，但并非所有的证券分析都是如此。我们可以按照证券分析要实现的目标将其分类，然后看一看多样化是否适合其中每一种类型的证券分析。与此同时，我们还可以就每种类型的证券分析所使用的科学方法以及预测情况提出其他一些问题。

我认为，我们可以按照目标将证券分析划分为4种类型，具体是：

- 挑选安全的证券或债券；
- 挑选被低估的证券；
- 挑选成长型股票，即市场预期收益增长速度显著高于平均速度的普通股；
- 挑选“短期投资机会”，即在接下来的12个月里，价格上涨前景好于市场平均水平的普通股。

上面的分类没有包含股票市场分析以及以此为基础所形成的预测结果。让我对此做一个简单的评述。如果证券分析成为一门学科，那么它应当有自己的一套理论，不需要依赖任何市场技术工具。这一点很容易被彻底推翻。比如假设市场分析是有效的，那就根本不需要证券分析；如果市场分析的效果不太好，那么证券分析也不会需要它。不过，这种观点显得过于傲慢，尤其是对那些将一腔热血投入证券分

析领域的知名证券分析师更是如此。将股票市场分析与证券分析结合起来的效果可能要比单独的证券分析更好——我们能想象得到有人会提出这样的建议，而且似乎很有道理。但是这样一来，压力就落在了研究人员的身上，他们必须建立起完整的理论体系，以毫不含糊、令人信服的方式向其他人证明这种做法是可行的。当然，迄今为止公开发表的数据太少，难以确保两种分析方式相结合的做法是科学的。

4大类资产

重新回到我们前面提到的4大类资产，选择安全的债券和优先股虽然不是这个行业中最让人感到兴奋的事情，但毫无疑问是最值得推崇的做法。它们的重要性不仅体现在本身的特点上，同时还为我们分析其他类别的资产提供了非常有用的参照与洞察力。债券分析的重点在于评价其历史收益情况，对未来的波动与风险持相对保守的看法。债券分析最关键的是评估其安全边际的大小，债务额与企业实际价值的比率相对越低，就意味着安全边际越大。投资债券要求尽可能地实现多样化分散投资，以确保投资者能获得市场的平均收益率。从金融机构的实际操作来看，上述这些观点已经让债券投资形成了一个非常科学的投资程序。事实上在今天，债券投资看上去就像是精算学的一个分支。下面这两种截然不同的投资决策有着令人惊讶的相似之处（当然也有一定的差别）：购买保额为1 000美元的人寿保险产品，每年要支付34美元的保费；投资1 000美元购买长期债券，每年获得的利息收益为35美元。按照精算结果，35周岁男性的死亡率大概为每年0.4%，也就是说每年1 000个人当中可能会有4个人死亡。类似于“死亡率”的指标可以被财务状况、运营状况均十分健康的企业用于估计高等级债券投资的风险水平。得到的估计结果，比如0.5%，能够比较准确地衡量出最高等级的公司债券与美国政府债券在风险水平上的差异以及两者的收益率之差。

债券投资：科学的程序

美国国家经济研究局（NBER）和其他研究机构已经围绕着公司债券做了大量的研究，他们积累的庞大统计数据以及数量众多的研究成果可以供证券分析师所用，这让债券投资变得更像严谨的科学程序。一直以来，我始终认为，我们这个行业最大的不足之处就在于，我们未能真正全面地记录下自己在各种原则与方法的指导下所做的各项投资的结果数据。我们从其他人那里获得了大量的统计数据，但我们做出的投资决策实际获得了多高的收益，这方面统计数据的收集与整理工作进展得较为缓慢。后面我会就这个问题提供一些建议。

挑选被低估的证券

接下来我要分析的是如何挑选被低估的证券，因为从逻辑关系来看，这是与安全的债券或优先股最相似的投资选择。不管要投资债券、优先股还是被低估的证券，安全边际都是一个占据着主导地位的重要概念。一般说来，如果分析师能够合理地证明某一家企业的总体价值远远高于其股票的市场价值，那么我们就可以说这家公司的普通股被低估了。这与挑选债券有类似之处，因为选择债券时也要求企业的价值要高于其所有负债的价值。当然，若是能找到价值被低估的普通股，这给投资者带来的巨大回报是债券投资无法比拟的。因为一般情况下，安全边际的全部或大部分最终都会变成买入被低估股票的投资者的利润。

考虑到两者之间的关系，我准备提出一个大胆又有挑战性的观点：从科学的角度来看，作为一个整体，普通股本质上可以被看作价值被低估的一种证券。这一观点脱胎于个体的风险与总体或群体的风险之间存在着根本性的差别。人们坚持认为，投资普通股带来的股息回报与收益应该远远高于债券投资的收益，因为投资个股所承担的损

失风险要比投资单一债券所承担的损失风险高出许多。但是，从充分分散化投资的普通股组合的历史收益情况来看，事实并非如此，这是因为作为一个整体，普通股具有明显的向上偏误，或者说它们的长期趋势是看涨的。而导致这种现象的原因便是一国经济的稳步增长，公司将未分配利润用于稳定的再投资，以及20世纪以来通货膨胀率的不断走高。

火灾以及意外事故概率

火灾与意外保险产品的费率确定方式与证券分析有着相似之处。通常情况下，人们购买火灾保险支付的费用是精算师算出的风险敞口规模的两倍，原因在于人们很难单独承担这些风险所带来的巨大损失。基于相似的原因，普通股的总体收益率应当是实际风险水平应得的报酬率的两倍。自1899年以来，道琼斯工业平均指数的K线图走势也正好揭示了这种有趣的关系。在每个10年的周期里，收益率区间的上限与下限均以33%的速度在上涨。你会发现这与美国E系列储蓄债券2.90%的复利收益率相当。这意味着，一直坚持购买道琼斯工业平均指数成分股的投资者所获得的本金价值增幅与投资储蓄国债所获得的本金价值增幅是相同的——政府储蓄债券用本金增值代替利息收益。此外，购买道琼斯工业平均指数成分股的投资者还可以获得每年的股利分红，这使得股票投资者的收益率高于政府债券的利息收益率。

我认为，按照科学的标准判断，上面这种推理是站得住脚的，不过在心理上具有较大的危险性。这种观点是否正确，要取决于债券收益率与股票的市盈率之间存在的严重偏差会持续多长时间。如果像20世纪20年代那样，这种观点被扭曲成一句口号大肆宣扬，说什么“股票投资是最诱人的投资，不管股票的价格有多高都值得购买”，那么不久我们就会发现，虽然开始时我们的态度像科学家一样严谨冷静，然而到了最后，还是会变成粗心大意且运气不佳的赌徒。我们可以客

观地总结一下，在大多数“正常”牛市的高潮阶段，都会出现这样一种趋势，那就是，认为股票的风险水平跟债券的风险水平基本相当。从纯理论的角度来看，这么高的估值也许有其合理的一面。不过，作为密切关注市场变化的分析师，我们更需要记住的一点是，若是按照与高估值相等的价钱买入普通股，那么随后你会发现自己的处境很危险，因为你支付的价格可能太高了。

价值被低估的个股

现在，我们将研究的重点转向价值被低估的个股，分析过程会存在更多相似的地方。在分析这种投资产品时，我们同样要遵循科学程序，搜集大量的观察数据，并根据事态发展的真实情况来验证我们的预测或假设是否正确。既然谈到个股的价值被低估，那么当然要先对低估的原因做一个合理的解释。然而事实上，各种说法差别较大，总结成一句话，即都属于“市场价格的异常状态”。这种异常状态出现的原因多种多样，有些原因非常明显，例如股息过低或者盈利暂时性下降；有些原因则比较特殊，例如资本结构中普通股所占的比重比较大，或者是公司把太多的现金存在了银行里。此外，还有其他一些原因，例如重大的诉讼事件，两个不同行业的企业要合并，或者是现在控股公司的名誉扫地。

价值被低估的缘由

现在，这些股票价格被低估的原因是很容易理解的，而且毫无疑问，科学的分析研究已经阐明了导致这种现象发生的缘由。到目前为止，我们不知道的是，如何纠正这种个股价值被低估的情形。已纠正的被低估个股占总数多大的比例？市场是如何纠正股价的？为什么被低估的股价会被市场纠正？它需要多长时间？这些问题提醒我们多加

关注本文开篇谈到的心理分析。不过我们都知道有一点很重要，采用分散化策略大量买入多只被低估的股票能够持续地创造丰厚的投资回报。这是一个值得深入研究的领域，我们需要进行更多的科学探索。过去几年间一直进行的智能化、系统化的归纳性研究工作，必将让我们获得丰厚的回报。

挑选成长型股票

证券分析的第三个目标就是挑选成长型股票。现在，挑选的流程是否已经实现了科学化，将来我们还能通过哪些方式进一步提高其科学程度，这是一个难以准确回答的问题。绝大多数成长型公司本身都与科技进步紧密相联，若想选择这样的股票，证券分析师必须要对科学的发展状况有比较清楚的了解。假如这一周你计划要对40家甚至更多的企业进行实地调查，那么毫无疑问，你关注的焦点肯定是新产品与新工艺的开发情况，而你对各家公司长期发展前景的判断必将受到这个因素的强烈影响。不过，在很多情况下，这都只是“定性”分析。

除非你的分析是建立在可信赖的测量数据基础之上，也就是说，先估算出企业未来盈利的具体值或最小预测值，然后再使用一定大小的资本化率或市盈率倍数将这一预期盈利进行资本化——而且，根据历史经验来评价的话，资本化率或市盈率倍数的大小必须是较为保守的选择，否则，你在这一领域的工作是否能称得上是真正“科学的”？或者，你能否按照企业未来的预期增长率估计出一个具体的价位，一旦企业的股价低于这个价位，就说明其股票值得买入；若高于这个价位，则意味着股票被高估了；或者不管低于还是高于这个价位，都说明存在投资机会？如果预期的增长没有实现，那会带来什么风险？如果市场对企业发展前景的乐观预期出现了重大的不利调整，

那么这又会带来什么风险？在对上面这些问题做出值得信赖的回答之前，在这一领域，大量的系统性研究是必不可少的。

未实现科学化的股票投资

与此同时，我不得不承认，成长型股票的投资模式目前尚未实现科学化。与安全的债券投资或被低估的证券投资相比，成长型股票的投资显得更有魅力，但在准确性方面有所不足。在成长型股票投资领域，安全边际的概念并不是很清晰，也不是最重要的；而对于另外两种资产投资，情况则刚好相反。诚然，只要公司未来会不断地发展，投资就是安全的。有些人说得更极端一些，声称除了不断成长以外，并不存在真正的安全。不过，这些言论对我来说更像是宣传口号，而不是经过科学推导与实践检验而得出的结论。而且，在成长型股票投资领域，选股是否成功占据了至关重要的第一位，而多样化投资要被排在第二位，也许有人会质疑这样的排位顺序。你可以将所有成长型股票都放入一个投资组合中或少数几个投资组合。因此在分析此类投资产品时，精算也许派不上用场，市场环境才会对真正科学的分析程序以及分析结果造成不利的影响。

反向关系

毫无疑问，成长型公司股票这个概念与被低估的证券投资理论两者之间存在着不可分割的关系——只不过是反向关系。成长型公司的吸引力与潮涌的动力作用很相似，因为如果一个地方在涨潮（类比成长型企业），那么必然有另外一个地方是在退潮（类比非成长型企业）。从某种意义上来讲，我们可以使用非成长型企业的最小商业价值作为标准，科学地衡量这种影响作用的扭曲效应有多大。为了举例说明，让我们用上面这种方法分析一下加利福尼亚州三家企业的情

况。鲁斯兄弟公司（Roos Brothers）是当地的一家零售企业，由于其自身的某些特性，其股票的市场价格总是低于分析师给出的合理估值；基于同样的原因，另外两家企业，超级石油公司（Superior Oil）与克恩土地公司（Kern County Land）的股票价格却一直被高估。

现在，我要谈谈证券经纪公司的分析师以及咨询顾问向客户提供的标准服务，即根据自己对近期市场走势的判断，挑选最符合市场走势的个股。常用的假设条件是，如果公司的盈利增长或股息增加，那么股票的市场价格就会上涨。因此，从本质上讲，证券分析的过程就是要找到短期内盈利或股息能够有所增加的公司，并且向投资者推荐这样的公司。你应该知道，在进行证券分析时，经常会遇到三种常见的风险：预期的增长并没有变成现实；当前的市场价格已经充分反映了上述利好消息；由于其他一些原因或者不明原因，股票价格并没有向预期的方向变化。

尽管存在着这些风险，但是平均来看，合理的短期分析与预测有可能会获得有价值的结果。但是我们谁敢说这就是对的呢？鉴于证券分析工作的重要性，在综合考虑时间、精力与金钱等成本的条件下，进行彻底而又全面的评估未必是一个坏主意。

自我检查

这是我的结论，同时也是一个非常具体的建议。证券分析现在已经发展到了一个新的阶段。在这个阶段，你可以使用各种已有的统计工具持续不断地进行自我检查。我们应该收集众多分析师的研究成果与推荐建议，并按照他们的投资目标（可能就是本文前面提到的4类投资资产）加以分类。然后，再竭尽全力地评估他们的推荐是否正确，是否取得了成功。之所以要保留这样的记录，目的并不是要证明谁是

优秀的证券分析师、谁是糟糕的证券分析师，而是要证明哪些分析方法是有效的、富有成果的，哪些分析方法是经不住实践检验的。

6年前，我用“深思熟虑的人”这个笔名，在《证券分析师杂志》上刊登了一篇文章，文中第一次提到这个建议。当时我是这样写的：“如果无法对个人以及整个群体提出的投资建议的准确性进行明确而有效的检验，那么证券分析行业不可能会发展为一门很专业的职业。”[2]纽约证券分析师协会已经开始着手，准备给予那些满足特定条件的证券分析师准专业性的评级或相应的头衔。

有一点可以确定，那就是在我们的积极呼吁下，成熟的专业评级体系最终肯定会被建立起来。到那个时候，证券分析师联盟及其下辖的各个协会便可以开始系统地收集各类个案，从而不断累积有价值的、持续发展的知识与技术，由经验丰富的分析师一代代地传给未来年轻的分析师。

当这项工作开始有条不紊地进行时，证券分析也许会开始朝着科学学科的方向前进。虽然还处于起步阶段，但它的前景充满希望。

第06章
普通股估值的两种方法(9)
（写于1957年）

在各种普通股估值方法中，最被大家认可和接受的方法就是预测公司未来一段时间内的盈利与股息支付额，然后再使用适当的贴现率对其进行资本化，从而求出普通股的估值结果。从形式上看，整个估值过程很清楚，然而在实际使用时，分析师要用到各种各样的分析技术以及假设条件，甚至还包括适度的猜测。分析师首先要确定准备分析的时间周期到底有多长，然后预测该周期内公司的盈利与股息支付额，最后再根据自己的判断或偏好选择合适的贴现率。这里，我们会发现一个比较有趣的现象，由于时间周期的确定并没有什么特殊的原则性规定，因此一旦遇到牛市，投资者和分析师都会将时间周期设定得比较长，对未来充满希望；不过在其他时候，他们并不愿意花心思去“仔细分辨来自远方的鼓声”。因此，这进一步提高了成长型股票估值内在的不稳定性。这种情况出现的次数多了，就会让人形成这样的合理判断：公司的动态变化幅度越大，其股价的变化就越带有投机性与剧烈波动的特征。[1]

当谈论如何预测公司的未来盈利时，很少有分析师愿意像寻找新大陆的哥伦布一样，勇敢地面对这片未知的领域。他们都倾向于从已知的变量入手，例如当期或过去的盈利数据，通过这些变量了解公司盈利的模式，然后形成对未来盈利的预测。这样做的结果便是，在证券分析领域，理论上已经被抛弃的历史变量，在实践中又被人重新捡了回来。如果证券分析师勤奋努力地搜集到了企业过去的所有详细数据，然后又对这些数据进行了仔细的分析，最后却被事实证明，它与

公司股票价值的真正决定因素——公司未来的盈利和股息，没有任何关系，估计这将是我们这个行业最令人心酸的笑话。

毫无疑问，这样的情形确实发生过，也许还并不少见。不过，在大多数情况下，企业过去的业绩与未来业绩之间的关系还是很重要的，这足以证明分析师预先充分掌握统计数据的做法是非常有道理的。事实上，证券分析师每日工作的主要内容之一便是通过研究企业的历史业绩，对企业的未来经营业绩进行合理的预测。但同时，越是优秀的分析师，他对公开发布的数据关注得越少；相反，他会投入更多的精力研究目标公司的管理情况、公司政策以及公司未来发展的各种可能性。

不管是在学校学习还是在家学习，学习证券分析的学生都倾向于大量搜集整理企业的历史经营数据，而不是对企业的未来形成自己独立的判断。我们可以教会他如何分析企业的历史数据，但他们缺乏合适的工具预测未来。通常情况下，他们要做的是找到一种有说服力的方法，用这种方法分析公司的盈利数据（包括平均值、发展趋势或增长率、稳定性等数据），并对企业当前的资产负债表进行检查，然后在这些工作的基础上，预测企业未来的盈利金额与股息支付额，接下来再根据预测值计算公司的股票估值。

只要对这个理想化的分析流程做进一步的探究，我们马上就会发现，不需要分开计算公司的未来盈利与股息支付额，同样可以估算出公司的股票价值。下面我会以最简单的方式向大家演示：

- 过去的盈利乘以X就等于未来的盈利。
- 未来的盈利乘以Y就等于企业股票的现值。

上面这种分析方法可以简化为：

- 过去的盈利乘以XY的乘积就等于企业股票的现值。

我的学生们最喜欢学习、最愿意计算的变量正是XY因子，或者可以称其为历史盈利的乘数。当我告诉他们，该乘数的众多计算方法全都不值得信赖时，他们会露出难以置信的表情，或者是继续追问：“那么证券分析到底有什么用呢？”他们以为，只要对历史数据的所有相关变量赋予正确的权重，就能至少算出一个普通股的合理估值，而这个估值既考虑了企业未来的盈利情况，也可以帮助我们判断当前企业股票的市场价格是被高估了，还是被低估了。

在这篇文章里，我要介绍两种普通股的估值方法，这两种方法在一次普通股估值研讨会上得到了进一步的完善。我相信，第一种估值方法能向大家很好地说明如何推导并使用估值公式。我们要做的就是计算1957年道琼斯工业平均指数30只成分股的相对价值，基准值分别被设定为400和500（400代表道琼斯工业平均指数的“中心值”，我们基于历史数据关系推导出了一系列公式，然后再用这些公式独立算出了这个“中心值”；500代表的是过去12个月内股票市场的平均价格水平）。

正如你将要看到的那样，在估计每一个组成要素的值时都要考虑企业的盈利性、成长性、稳定性与股息分配这4大“品质因子”。然后将这些因子的估计值当作乘数，与企业1947—1956年间的平均盈利值相乘。此外，作为一个完全独立的变量，净资产价值也被赋予了20%的权重。

从本质上看，第二种方法与前面讲到的第一种方法刚好完全相反。第一种方法尝试独立地评估股票价值，然后再与股票的市场价格相比较。而在分析1957—1966年间的案例时，第二种方法从一开始就要用到股票的市场价格，然后再根据市场价格计算市场的企业未来增长率。随后，我们可以很容易地计算出企业未来的盈利值，以及股票当前的市场价格所隐含的、适用于未来盈利值的乘数。

我们先详细演示一下上述两种估值方法的推导以及计算过程，然后再给出针对每种方法的详细评价。不过，我觉得有必要先把结论的主要观点简单陈述一下，那就是：

- 我们自己发明的适用于个股的“公式估值法”，也许还要包括其他基本形式相同的估值方法，几乎都没有太大用处。那种断言A股票的价值只有其市场价格的一半或者B股票的价值是其市场价格的两倍的说法都是非常愚蠢的。
- 从其自身来看，由于是对历史记录的综合反映，因此这些估值方法还是有一定的建设性意义和作用的。如果我们假设未来只是过去表现的一种延续，那么甚至可以说，使用这些方法得到的估值结果就能代表股票的未来价值。
- 如果公式算出的“估值”结果与实际市场价格之间存在着巨大差距，那么分析师有必要运用专业的知识与辨别力来解释其中的原因。接下来我们将要讨论两者之差事实上到底有多大，以及人们对它的看法。

同样，这种方法从股票的市场价格出发，推导出隐含的“增长因子”以及隐含的市盈率倍数，因此有助于分析师将注意力只集中于市场对每只股票的未来预期。而个股未来的表现有可能近似于历史表现，也有可能与历史表现截然不同。此时，分析师要再次使用专业知识与辨别力来判断应该接受还是拒绝市场的假设条件。

第一种估值方法

这是一种只建立在历史数据基础上的公式估值法，将道琼斯工业平均指数的所有成分股看作一个整体。

第一种估值法的假设前提主要包含以下几点：

- 通过与指数全部成分股的平均基准价值相比（把这些成分股看作一个整体），我们可以计算出道琼斯工业平均指数每一只成分股的估值。具体做法是直接比较统计数据。
- 需要重点考察的数据包括：
  - 盈利能力——根据投资资本的收益率来衡量盈利能力（为了方便计算，我们只考虑1956年的情况）。
  - 每股盈利的增长率——有两种测量方式：1947—1956年的盈利情况与1947年的盈利情况相对比，而1956年的盈利情况会与1947—1956年的盈利情况相对比（在比较时，用1954—1956年的平均盈利值来代替1956年当年的盈利值会更有说服力，这样做对最终得到的估值结果几乎没什么影响）。
  - 稳定性——用1937—1938年、1947—1956年期间公司盈利数值的最大波动幅度来衡量（我们需要计算的是在波动幅度最大的周期内，企业盈利额的变化百分比）。
  - 股息的支付情况——用1956年支付的股息与盈利额的比值作为衡量标准。对于少数几只成分股，其1956年的盈利额低于1947—1956年的平均盈利额，于是我们便用平均盈利额代替了1956年的盈利额，从而得到一个更贴近当前股息支付额的数字。

上述这些估值标准能够说明公司的盈利（包括股息政策）到底好不好，因此会对适用于公司盈利的市盈率倍数造成影响。每个分项下的数字除以道琼斯工业平均指数所有成分股（把它们看作一个整体）对应指标的值，就可以看出这家公司的相对业绩情况好不好。4个品质因子均被赋予相同的权重，然后再汇总起来求出最终的“品质指数”，以反映该公司相对于整体（指的是道琼斯工业平均指数的所有成分股）的质量水平。

投资资本的收益率可能是评价一家企业的品质以及成功与否的最合理指标。它能告诉我们投资于该企业的每一元钱带来的收益是多少。在研究1953年相对“正常”的市场时，我发现，在对股利支付率做出较大的调整，同时对净资产价值做出适度调整之后，公司的盈利比率与市盈率之间存在着让人惊讶的高度相关性。

我们没有必要向股票市场的投资者强调成长因素的重要性。他们可能会问，为什么我们不让这个指标成为企业品质以及市盈率倍数的主要决定因素。毫无疑问，事实上对未来的增长预期已经对当前的股票市盈率造成了重要影响，第二种估值法已经充分考虑到了这一事实，它认为企业的成长预期已经反映在其市场价格中了。不过，市场的市盈率倍数与企业的历史增长率之间并不具有密切的相关性。

拉尔夫·宾（Ralph A. Bing）提供的一些有趣的数据清楚地证明了这一点。[2] 1956年8月，陶氏化学公司（Dow Chemical）的市盈率为47.3倍（相对于1955年的盈利值），而每股盈利的增长率为31%（1955年与1948年相比）。伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel）同时期的每股盈利增长率为93%，但市盈率仅为9.1倍。这样看来，两家公司这两个指标之间的比例达到14:1。拉尔夫·宾制作的表格还提供了其他比率指标的值，均能说明企业的历史增长率与当前的市盈率之间存在着严重偏离的关系。

此时，稳定性因素的重要性便显露出来了。1948—1955年间，市盈率较高的公司，其增长率并不太高；不过，在过去的20年时间里，它们中的大多数盈利的稳定性指标要好于市场的平均水平。

上面谈到的这些事实促使我们在使用简单的数学工具计算每家公司的品质指数时，历史增长率、历史稳定性指标以及当前的盈利指标都拥有相同的权重。股息支付率并不是严格地衡量企业盈利能力的指标，一般情况下，投资者可能会以为它是个重要的盈利测量指标。在大多数情况下，这个指标的重要性是不可否认的，因此股息支付率指标也应与前面提到的三个指标拥有相同的权重与地位，这样做既方便又合理。

最后，与华尔街的习惯做法不一样，在最终的股票估值公式中，我们赋予每股净资产这个因子20%的权重。一般情况下，资产价值并不对当前的股票价格产生什么实质性的影响，这一点是确定的。不过从长期来看，它对未来的股票价格还是有一定影响力的，因此在对单个公司股票进行估值时，我们有必要把这个因素考虑进来。众所周知，很多场合都需要对普通股进行法定估价，比如税务处理、并购诉讼等，此时资产价值总是要起到一定的作用，有时甚至是非常重要的作用。之所以在估值时要考虑资产的价值，最根本的理由是即使它对当前的股票价格没什么影响，将来也有可能会对股价起到一定的影响作用，比如竞争态势有所改变、企业的管理或政策发生了变化、并购或销售情况不尽如人意等，此时资产价值对股价的影响作用便会显现出来。

上面的分析就是为了向大家解释为什么在计算公司的品质指数时要考虑这4个因素，以及为什么最终把公司的资产价值作为第5个因素加进来，并赋予每个因子20%的相等权重。当然，也许这个解释并不让人感到非常满意。

现在，我们可以具体分析一下道琼斯工业平均指数成分股群体中的第一家公司——联合化学染料公司（Allied Chemical & Dye，后文简称ACD公司），用这家公司的数据向大家展示如何使用第一种估值方法。表6-1中的数据可被用于计算ACD公司的相对“价值”，参照物是道琼斯工业平均指数的400、500估值的基准值。

表6-1　ACD公司相对“价值”计算

	道琼斯工业平均指数	ACD 公司	品质因子：ACD 公司与道琼斯工业平均指数的比（%）
1956 年每股盈利（美元）	36.00	4.74	
1947—1956 年每股盈利（美元）	27.50	4.50	
1947—1949 年每股盈利（美元）	21.80	3.73	
1938 年（未调整）（美元）	6.01	5.92	
1937 年（未调整）（美元）	11.49	11.19	
1956 年的股息额（美元）	23.15	3.00	
1956 年的每股净资产（美元）	275.00	40.00	
盈利能力：			
1956 年的盈利额 /1956 年的净资产	13.0%	11.85%	91
增长 –A：1947—1956 年 VS. 1947—1949 年	26.0%	21.00%	
增长 –B：1956 年 VS. 1947—1956 年	30.0%	5.00%	
A+B	56.0%	26.00%	46
稳定性：			
1938 年的盈利额 /1937 年的盈利额	52.3%	53.00%	101
股息支付率：			
1956 年的股息额 /1956 年的盈利额	64.3%	64.00%	100
4 个品质因子的平均值			84

道琼斯工业平均指数的 400 中心值的计算：

中心值 =1/5 × 净资产 +12.5 × 1947—1956 年的盈利

≈55+12.5 × 27.50

≈400

ACD 公司的相对价值（考虑了 84% 的品质因子）的计算：

价值 =1/5 × 40+0.84 × 12.5 × 4.50

≈55

道琼斯工业平均指数的 500 基准值的计算：

基准值 =1/5 × 净资产 +16.2 × 1947—1956 年的盈利

≈500

ACD 公司的相对价值（考虑了 84% 的品质因子）的计算：

价值 =1/5 × 40+0.84 × 16.2 × 4.50

≈69

如表6-2所示，我们使用第一种估值方法算出了道琼斯工业平均指数30只成分股的价值。在这张表格中，我们使用了各种各样的品质因子，例如平均盈利额与资产价值，并以此为基础求出了最终的估值结果。

表6-2　第一种估值方法

道琼斯工业平均指数成分股的公式估值结果										
公司	品质因子（%）					1947—1956年每股的盈利（美元）	账面价值（美元）	基准值（美元）		1957-08-05的股价（美元）
	盈利	增长	稳定性	股息支付率	平均值			道琼斯400	道琼斯500	
Allied Ch.	91	46	94	100	84	4.50	40	55	69	89
Am. Can	81	70	137	107	99	2.61	28	39	48	44
Am. S. & Ref.	101	39	100	81	80	5.43	51	65	85	54
Am. T. & T.	54	40	163	130	97	9.90	150	151	185	173
Am. Tob.	98	27	111	104	85	6.58	59	82	102	72
Beth. St.	95	138	0	97	83	2.88	31	36	45	49
Chrysler	91[a]	0	38	51	45	8.15	74	66	80	77
Corn. Prod.	100	65	114	98	94	1.96	40	31	37	31
Du Pont	154	198	100	109	140	5.60	41	107	136	199
East. Kod.	136	100	148	85	117	3.49	28	57	63	104
Gen. Elec.	139	129	84	127	120	1.87	14	31	39	68
Gen. Foods	138	99	141	79	114	2.42	20	39	49	49
Gen. Motors	160	119	95	104	120	2.48	20	42	53	45
Goodyear T.	108	207	129	83	132	4.18	43	78	98	76
Int. Harv.	58[a]	0	91	98	62	3.70	49	39	47	35
Int. Nickel	164	263	119	90	159	3.86	31	83	105	92
Int. Paper	100	46	0	101	62	6.40	55	61	76	101
Johns Man.	93	96	44	100	83	3.07	29	38	47	45
Nat. Dist.	73[a]	0	62	118	63	2.47	26	25	31	26
Nat. Steel	95	96	101	88	95	5.71	68	79	99	75
Proc. & Gam.	110	46	105	103	91	2.61	21	34	42	49
Sears Roe.	112	56	144	84	99	1.82	15	26	32	28
S.O. Cal.	124	113	134	65	109	3.09	24	47	59	58
S.O. N.J.	130	166	97	80	118	2.85	24	47	59	67
Texas Corp.	126	171	81	66	111	3.48	34	56	70	74
Un. C. & C.	138	92	108	100	110	3.73	27	53	67	117
Un. Airer.	158	361	181	66	192	3.65	35	96	121	62
U.S. Steel	99	239	0	67	101	3.51	47	54	67	69
Westinghouse	65[a]	0	0	83	37	3.79	43	27	32	64
Woolworth	69[a]	0	116	109	74	3.58	40	41	51	42
D.J. Ind. Av.	（13.0）	（56）	（52.3）	（64.3）	100	27.50	275	400	500	500

注：a．用1947—1956年的平均盈利额除以1956年的账面价值，再加上调整值。

大约有一半公司的估值结果与最后一列1957年8月5日的股票市场价格相差比较大，而这一天道琼斯工业平均指数对应的基准值大约为500。有7家公司的股票市场价格比用公式估算出来的价值至少高出20%甚至更多；同样也有7家公司的股票市场价格比用公式估算出来的价值至少低20%甚至更多。极端的例子就是西屋电气公司（Westinghouse）与美国联合航空公司（United Aircraft），前者的股票市场价格比估值高出100%，而后者的股票市场价格比估值低50%。自然，如此大的差异说明从技术层面上来看，我们的估值方法并不完善，如果这个估值法所使用的因子以及因子的权重有更好的选择，那么我们应当能获得更合理的估值结果，比如与市场价格更加趋同的估值结果。

我们做了很多测试，想看一看是否能在技术层面上做些调整，让估值结果变得更合理一些。详细说明测试的内容与过程会让这篇文章变得冗长无聊，因此简单地说，这些尝试都是徒劳无功的。如果我们去掉资产价值这个因子，一部分股票的估值结果会有极其轻微的变化——与公式估值结果相比，这一类股票的实际市场价格高出估值结果的幅度是最大的。另一方面，如果将历史增长率这个因子的权重提高，那么一些明显被低估的股票，其估值结果就会有显著地提高，因为表6-2告诉我们，被低估股票的盈利增长速度要高于其他股票，例如美国联合航空公司、国际镍业公司（International Nickel）和固特异公司（Goodyear）。

从表6-2来看非常明显的一点是，股票市场对某个个股的价值评估与其过去的历史业绩没什么关系，它看重的是个股未来的预期业绩，而未来的预期业绩与过去的历史业绩可能会相差较大。当然，市场本身完全有理由对公司的未来价值做出独立的判断，因此任何不接受市场判断的行为都是非常愚蠢的。不过，我们也经常发现，股票市场做出的独立判断并不是绝对可靠或一贯正确的；有时，市场的判断改变起来也特别快。事实上，从总体来看，与未来的实际结果相对照，市

场的判断也不会比我们使用历史数据与公式算出来的估值结果更值得信赖，尽管我们的估值方法本身存在很多明显的缺陷。

第二种估值方法

现在我们来介绍一下第二种估值方法。这种方法对企业未来的增长情况或未来的盈利情况给予了更多的关注，因为显然市场价格本身就会对企业的未来增长以及未来盈利状况做出预测。首先，我们选取道琼斯工业平均指数的某个成分股公司作为研究的对象，认为其股票价格反映了企业未来一段时期内的预期收益，然后用未来预期收益乘以一个乘数，这个乘数取决于企业的未来增长率。于是，未来增长率超过平均水平的个股，其市场价格将会显现出“双重效应”，或者称之为“平方效应”：第一重作用体现在公司未来盈利的预测值会变得更高；第二重作用体现为随着盈利预期值的增加，适用于未来盈利的乘数也将变大。

我们用1957—1966年的预期盈利比1947—1956年的真实盈利来计算公司的盈利增长率。根据我们使用的基本公式（可能有点武断），当市场预期增长率为0时，当前的股票市场价格正好相当于1947—1956年真实盈利的8倍，同时也相当于1957—1966年预期盈利的8倍。如果市场预期增长率为G（G等于1957—1966年的预期盈利值与1947—1956年的真实盈利值的比值），那么能反映未来10年时间里盈利增长情况的股票价格就等于未来的预期盈利乘以8与G的乘积。

根据上述假设，我们可以推导出如下所示的估值公式：

$$\text{股票价格}=(E\times G)\times(8\times G)$$

$$=8G^2E$$

式中，E代表1947—1956年间的每股盈利。

为了算出G的值，我们只能用当前的股票价格除以8，再除以1947—1956年间的每股盈利E，然后再求平方根。

当我们将道琼斯工业平均指数的所有成分股当成一个整体来考虑时，根据1957年8月5日的市场价格，当天所有成分股的总体价格为500美元，则能求出G等于1.5——这说明市场估计，1957—1966年的预期盈利要在1947—1956年的真实盈利基础上增长50%。这意味着与前10年的平均每股盈利27.50美元以及1956年的平均每股36.00美元相比，未来10年内的平均每股盈利为41.00美元。对分析师来说，由于基准值等于500，因此这个估值结果还是比较合理可信的。事实上，分析师是先从估值结果入手，向后倒推计算，求出预期增长率为0的个股适用的基本乘数等于8。道琼斯工业平均指数成分股的价值基准值为500，这意味着乘数等于8×1.5，也就是12，因此也能求出未来10年的预期每股盈利为41.00美元。（顺便说一下，基于上述假设条件，当道琼斯工业平均指数成分股的价值基准值约为400美元时，意味着下一个10年相对于前一个10年的预期增长率为35%，即1957—1966年的预期平均每股盈利为37.10美元，当前适用于未来预期盈利的乘数值为10.8。）

我们使用第二种估值方法对道琼斯工业平均指数的30只成分股进行了计算，结果见表6-3（美国电话电报公司［AT&T］的数据可以忽略，因为公用事业公司的估值应当使用不同的估值公式）。其中最有意思的部分就在于市场价格内含的预期盈利增长率与过去10年实际盈利增长率之间的差异。其中10家公司（包括AT&T公司）的股价暗示着其1957—1966年与1956年相比的预期盈利增长率，至少相当于道琼斯工业平均指数成分股公司平均盈利增长率的两倍。然而事实上，这10家公司中只有两家公司，即杜邦公司与通用电气公司，10年间的实际盈利增长率显著高于道琼斯工业平均指数成分股公司的平均盈利增长率。此外，余下8家公司的实际盈利增长率甚至不足平均预期增长率的一半，其中还有5家公司的实际盈利相比于1956年的盈利水平反而有所

下降。而在这8家公司中，不少于5家公司过去10年间的盈利增长率远远高于道指的平均增长率。

表6-3　第二种估值方法

以 1957-08-05 的股票价格为基准，30 家道指成分股的预期盈利增长率的公式估值结果								
公司	1957-08-05 的股价（美元）	1947—1956 年间的平均每股盈利（美元）	1957—1966 年与 1947—1956 年相比的预期盈利增长率（%）	1957—1966 年的预期盈利值（美元）	隐含乘数值[a]	1956 年的盈利（美元）	1957—1966 年与 1956 年相比的预期盈利增长率（%）	1956 年与 1947—1956 年相比的实际盈利增长率（%）
Allied Ch.	89	4.50	58	7.22	12.6	4.74	52	6
Am. Can	44	2.61	46	3.83	11.6	2.92	33	12
Am. S. &R.	54	5.43	12	6.10	9.0	6.67	（-8）	23
Am.T.&T.[b]	173	9.90	47	14.70	11.8	10.74	36	14
Am. Tob.	72	6.58	18	7.80	9.4	7.51	4	14
Beth. St.	49	2.88	44	4.15	11.5	3.83	8	33
Chrysler	77	8.95	4	9.28	8.30	2.29	（巨幅下滑）	（-76）
Corn Prod.	31	1.96	41	2.76	11.4	2.36	18	12
Du Pont	199	5.60	112	11.85	17.0	8.20	45	47
East. Kod.	104	3.49	93	6.62	15.4	4.89	36	37
Gen. Elec.	68	1.87	113	4.00	17.0	2.45	62	31
Gen. Foods	49	2.42	59	3.86	12.7	3.56	9	45
Gen. Motors	45	2.48	51	3.74	12.1	3.02	24	22
Goodyear T.	76	4.18	42	5.96	11.4	6.03	（-1）	47
Int. Harv.	35	3.70	8	4.02	8.6	3.14	29	（-15）
Int. Nickel	92	3.86	62	6.30	13.0	6.50	（-3）	68
Int. Paper	101	6.40	40	9.03	11.2	7.05	28	11
Johns Man.	45	3.07	36	4.21	10.9	3.50	20	14
Nat. Dist.	26	2.47	15	2.86	9.2	2.11	36	（-15）
Nat. Steel	75	5.71	28	7.32	10.2	7.09	3	25
Proc. & Gam.	49	2.61	53	3.99	12.2	3.05	30	20
Sears Roebuck	28	1.82	38	2.53	11.0	2.20	16	18
S. O. Cal.	58	3.09	55	4.78	12.4	4.24	12	39
S. O. N.J.	67	2.85	72	4.99	13.8	4.11	21	44
Texas Corp.	74	3.48	62	5.66	13.0	5.51	3	59
Un. C.&C.	117	3.73	99	7.43	15.9	4.86	53	32
Un. Air.	62	3.65	45	5.31	11.6	7.66	（-32）	93
U. S. Steel	69	3.51	57	5.55	12.6	6.01	（-8）	73
Westinghouse	64	3.79	45	5.53	11.6	.10	（巨幅下滑）	（-97）
Woolworth	42	3.58	22	4.39	9.8	3.57	23	0
D.J. Ind. Av.	500	27.50	50	41.25	12.0	35.80	15	30

注：a. 1956年12月的股票价格/1957—1966年的预期盈利值。

b. 相比于其他工业企业，基本公式不太适合AT&T公司。

将表6-2与表6-3放在一起来研究可以让我们看得更清楚，从而最终得出结论。前面提到的未来预期盈利增长率非常高的10家公司中，有7家公司在表6-2中也表现出市场价格明显高于使用公式得到的估值。此外，在预期盈利增长率低于平均水平的8家公司中，同样有6家公司的股票价格明显低于使用公式求出的估值。

我们可以推导出这样的结论，之所以估值公式的计算结果与市场价格存在差异，其主要原因在于增长因子不同，并不是估值公式低估了增长因子的重要性，而是因为市场关于未来盈利的增长情况经常是变化的，而我们很难根据公司的历史业绩来预测未来的盈利增长会发生怎样的变化。为什么市场未来的发展趋势往往与过去不同，其原因是非常明显的。例如，投资者不相信美国联合航空公司能够继续复制1947—1956年的辉煌业绩，因为他们觉得一家以美国国防部作为主要客户的公司业绩很容易发生波动。而对西屋电气公司，他们则持有完全相反的观点，认为这家公司这几年相对平庸的表现只是暂时的，电器制造行业的未来还是有保障的，像西屋电气公司这样的行业领导者前景非常光明。

这些情况我们都容易理解，但是这些表格揭示的其他差异则不容易被理解或接受。理解与接受，这两个动词之间还是有一些差别的。市场对公司未来发展情况的总体预测也许是正确的，但是从另外一个角度来看，市场基于未来预测而为股票设定的价格可能又显得非常不合理。

因此，很多分析师都会遇到这个问题。仅仅发现市场是如何做的和想的，他们可能并不会感到兴奋，向投资者解释市场为什么会这样，并让投资者感到满意才是关键。他们更倾向于做出独立的判断——不被市场价格的每日波动所左右，而是随时准备与市场一较高下。正因为如此，一种或多种估值流程——估值的基本形式与前面我们讲解的方式相同，也许能起到一定的作用。它们完美细致地分析了

公司的历史经营业绩，证券分析师可以从这一点出发，在投资估值领域自行探索并发现。

第07章
普通股的新投机因素(10)
（写于1958年）

我曾经要求哈特利·史密斯先生（Hartley Smith）向大家介绍我时把重心放在我的高龄上，因为接下来我要讲到的内容能从某个角度折射出我在华尔街度过的漫长岁月，以及随之而来的各种各样的经验总结。在这段漫长的岁月里，虽然一些新的市场条件或新的市场环境常常周期性地出现，给这些经验的价值带来一些挑战与冲击，但有一点是确定的，经济、金融和证券分析与其他实践性学科不同，对前者而言，用过去的历史经验对现在与未来进行指导的做法不一定合理或正确。不过，我们没有权利拒绝过去留给我们的经验教训，至少我们要先做到好好地研究并弄清楚这些教训。我今天要讲的重点是，在某个有限的领域内要认真研究，彻底弄清楚过去的教训——尤其是，我们对普通股投资与投机的态度在过去与现在发生了一些潜在的变化，因此要努力找出其中存在的某种鲜明的对比关系。

请允许我先对自己的文章做一个简单的总结。在过去，普通股的投机性因素基本上都存在于上市公司本身。这些投机性因素主要源于各种不确定性、一些波动性因素、行业总体下行的风险或上市公司的某个特殊计划。当然，现在这些投机性因素依然存在。但是，鉴于我接下来要谈到的各种长期发展与进步，也许我们可以这样说：这些投机性因素已经大大减少了。不过，与之相伴的麻烦是来自于公司外部的因素开始成为普通股投资领域全新的、最主要的投机因素。这种因素来源于购买普通股的公众投资者以及为其提供投资建议的顾问（主

要指的是我们这些证券分析师）所持的态度与观点。他们的态度可以用这样一句话来形容：关注的主要焦点在于未来的预期。

“普通股的估值和定价主要取决于公司未来的预期表现”没有任何观点比这一观点更有逻辑性、更容易让听众接受了。然而，即使是看上去这么简单的观点，也存在着很多自相矛盾的地方和缺陷。

首先，这一观点抹杀了投资与投机两者之间长期以来一直存在的明显区别。字典上说“投机”（speculate）一词来自拉丁语中的“specula”，意为瞭望台或瞭望塔。这样的话，投机者就应该是那些赶在别人之前站在自己高高的瞭望台上观察远处情况如何发生变化的人。不过在今天，如果投资者很精明或者是获得了不错的投资建议，那么他同样必须要借助自己的“瞭望台”来提前了解事态的未来发展趋势，抑或是亲自爬上某个公用的“瞭望台”来查看情况。而他在观察的过程中，旁边就紧挨着投机者。

其次，我们发现，在大多数情况下，具备最佳投资特征的公司，即拥有最高信用等级的公司，其普通股往往最能吸引投机者的兴趣，因为每个人都认为这样的公司具有非常光明的前景。

最后，未来的光明前景，尤其是未来持续增长的概念，要求使用较为高深的数学公式来计算未来有利事件的现值。然而，非常模糊的假设条件与高度精确的计算公式结合在一起，评估某个尚未结束的投资项目的价值，这样的估值结果完全取决于计算者的心情——想要多高都可以。不过，自相矛盾的是，对于任意一个给定的成长型公司，我们密切观察所看到的事实意味着任何一种单个估值或较为狭窄的估值区间都是靠不住的，无法自圆其说。因此，我们可以想象得到，有时候市场对成长型因素的估值明显过低。

再回到前面那个话题——普通股投机的旧因素与新因素之间的差别。我们会用两个非常奇怪但又非常贴切的词语来形容这两种因素的特征，那就是：内生的与外生的。让我简单地解释一下过去的普通股

投机与普通股投资之间的显著差别，所用的数据来源于1911—1913年间的美国罐头公司（American Can）与宾夕法尼亚铁路公司（Pennsylvania Railroad）（这些数据都可以从1940年版的《证券分析》一书中找到，在第2～3页上）。

在那3年时间里，宾夕法尼亚铁路公司的股票价格一直在53～65美元之间窄幅波动，或者说在那段时间里，其股票价格与平均盈利的倍数一直在12.2～15倍之间波动。这家公司向我们展示了其稳定的盈利状况，并向股东支付了每股相对稳定的3美元股息，投资者都认为高达50美元的每股有形资产足以支撑这么高的股价。与之相反，同一时期内，美国罐头公司的股价在9～47美元之间波动，每股盈利在7美分～8.86美元之间变化，因此股价与平均盈利的倍数在1.9～10倍之间变动，而且该公司从未向股东支付过股息。精明的投资者很清楚，虽然该公司的每股净资产号称有100美元，然而事实上却一文不值。只不过事实真相没有被揭发而已，因为该公司已发行优先股的价值已经超过了公司有形资产的总价值。因此，美国罐头公司的普通股就是颇具代表性的投机型股票，因为那时美国罐头公司本身就是一家行业前景不明朗且波动性较大，同时投机性资本大量涌入的企业。但事实上，从长远来看，美国罐头公司的前景要比宾夕法尼亚铁路公司光明得多。但是，那个年代的投资者或投机者根本没有怀疑这一点，而且即使他们有所怀疑，在当时1911—1913年的市场环境下，投资者也根本不会考虑这一点，认为这是与投资策略或投资计划毫不相干的因素。

现在，为了向大家说明长期发展前景对投资是多么的重要，我还是喜欢用国际商业机器公司（International Business Machines，以下简称IBM）为例来说明。这家公司1957年刚刚跨入年销售额超过10亿美元的企业阵营，而这一阵营里的企业数量并不是很多。首先我要先介绍一两次自己的亲身经历，这样的话，可以让这些冰冷的数字听起来更有人情味。1912年的时候，我离开学校一个学期，在美国运通公司（U.S. Express Co.）负责一个研究项目。我们的目标是分析运用

电脑计算快递费用的具有革命性意义的全新系统会给公司的收入造成怎样的影响。为了完成这一目标，我们使用的是所谓的霍尔瑞斯（Hollerith）机器，是从CTR公司[(11)]租赁的。这些机器由打卡机、卡片分类机和制表机构成，而在那时候，商界人士对这些机器可以说是一无所知，它们主要在统计局里使用。1914年我进入华尔街工作，第二年，CTR公司的债券和普通股就在纽约股票交易所挂牌交易。我对这家公司很感兴趣，再加上从某种角度来看，我也算得上是了解该公司产品的技术专家——曾亲眼见过并使用过其产品的为数不多的金融界人士之一。因此，在1916年初，我找到我所在企业的大老板，也就是著名的A.N.先生，告诉他CTR公司的股价现在只有40多美分（大概有10.5万股），而它在1915年的每股盈利却高达6.50美元，其每股账面价值——如果再算上那些无法割裂的无形资产，高达130美元；且这家公司已经发放了每股3美元的股息，我认为其产品肯定有非常光明的发展前景。A.N.先生用同情的眼光看了我一眼，说道：“本，不要再向我提起这个公司，就算是用一根3米长的杆子，我也不愿碰到它（这是他最喜欢说的话）。它发行的息票率为6%的债券成交价刚刚超过80美分，而且这些债券都不怎么样。难道它的股票会好到哪里去吗？每个人都很清楚，这家公司并没有什么价值。”（事后的话：在当时，这都是不看好的理由。这意味着公司资产负债表上的资产账户在弄虚作假。很多工业企业，比如著名的美国钢铁公司，尽管账面价值高达每股100美元，但其实这什么也代表不了，只是注水而已，通过提高账面价值的方式来隐藏真实的资产情况。因为除了盈利能力和未来前景，没有其他任何东西能够支撑它们的股价，任何有自知之明的投资者都不会对这样的公司多看一眼。）

我回到了自己小小的办公室里，像一个受了惩罚的年轻人。A.N.先生不仅经验丰富、成绩斐然，而且精明过人，有自己独到的眼光。我被他所说的关于CTR公司的这一通理由完全震住了，所以一辈子都没

有买过这家公司的股票，即使在1926年它的名字改为IBM之后，我也没有买过。

现在让我们看看1926年这家公司改名之后的情况，这一年股票市场的整体表现非常优异。当年，IBM公司第一次在资产负债表中公布“商誉资产”这一项，其金额高达1 360万美元。A.N.先生说得对。实际上，在1915年的时候，IBM公司的普通股确实一文不值。然而，在那之后，在沃森先生（T.L. Watson）的带领下，IBM公司取得了惊人的业绩。它的净资产从69.1万美元上升到了370万美元——上涨幅度达到了惊人的5倍，这一速度比随后任意一个11年周期内公司所取得的增长速度都要快许多。其普通股对应的有形资产部分迅速增值，之后公司实施了股票拆分，每股拆分成3.6股。拆分后的每股股息为3美元，而同期的每股盈利是6.39美元。你可能会猜想等到1926年的时候，股票市场会特别青睐这种高增长且交易量巨大的公司。让我们来看一看。在1926年，IBM公司当年的股票价格最低为31美元，最高为59美元。按照45美元的平均股价来计算，则股价与每股盈利的倍数仍然为7倍，股息收益率仍然为6.7%，与1915年基本相同。当其股价最低下降到31美元时，仅仅比每股账面有形资产高出一点点，从这个角度来看，其股价比11年前显得要保守许多。

正如我们每个人所看到的那样，这些数据表明旧的投资观念在20世纪20年代还是非常流行的。从那以后发生的事情可以从IBM多个10年期的发展历史中看出端倪。1936年，IBM的每股净资产比1926年增加了两倍，平均市盈率倍数从7倍上升到17.5倍；1936—1946年，每股盈利增加了2.5倍，但平均市盈率倍数在1946年依然保持为17.5倍。从那个时候起，市盈率的上涨速度开始加快了；1956年的每股净资产为1946年的4倍，但平均市盈率倍数上升到了32.5倍；到了1957年，虽然每股净资产在进一步增加，但是平均市盈率倍数上升到了42倍，而且这一数值并没有把IBM海外子公司未合并申报的权益资本计算在内。

当我们认真分析这些财务数据时，我们会发现，与40年前相比，这些数据有些类似的地方，但也有很多不同的地方。对财务报表进行一次性注水的做法在工业企业的资产负债表上很常见，不过水分终将会被挤干：首先是公开揭露相关事项，随后便是进行会计注销。但是，在股票市场评估企业的价值时，企业的估值结果却会被注入另一种水分——这次是投资者和投机者主动注水。当IBM的股价是其账面净资产价值的7倍而非每股盈利的7倍时，在实际交易过程中，效果没什么区别，就好像IBM根本就没有账面价值一样。如果在股价的构成比例中，账面价值所占的比重非常小，那么股价余下的部分代表的是其他所有权，就像以前那些投机者买下沃尔沃斯公司（Woolworth）和美国钢铁公司的普通股时所相信的承诺一样——他们相信公司的盈利能力与远大前景。

随着时间的推移，有必要强调的是，在过去的30年里，我们见证了IBM公司由7倍市盈率转变为40倍市盈率，很大一部分原因就是我所说的这些大型工业企业内生性的投机因素开始趋向于消失，或者至少是大大减少了。它们的财务状况很稳定，资本结构也比较保守，交由精明的专家来管理，甚至比以前更加诚实。此外，已开始实施的彻底公开财务信息的相关规定也让多年前最重要的投机性因素消失了——这种投机性因素来源于无知和神秘。

这里我还要讲另外一段个人经历。早年间我在华尔街工作的时候，有一家名为纽约联合燃气公司（Consolidated Gas of New York）的股票非常神秘。当然，现在这家公司改名为爱迪生联合电气公司（Consolidated Edison）。它旗下拥有一家盈利能力较强的子公司，名为纽约爱迪生公司。不过，它在财务报表中只提到了从这家子公司获得了一定的股息收益，并没有完全披露子公司为母公司创造的全部利润。其神秘之处和“隐藏的价值”就在于纽约爱迪生公司那些未报告的盈利部分。让我感到非常惊讶的是，我发现这些极为机密的数字实际上每年都会在地方政府公共服务委员会的文件中公布。查询

这些记录并且将纽约联合燃气公司的真实盈利数据公布在杂志文章上其实是一件非常简单的事情。不过让人感到意外的是，这些额外的盈利并不是那么壮观。那时，我的一位年长的朋友这样跟我说：“本，找到这些被故意遗漏的数字可能让你觉得自己很了不起。不过，华尔街可不会为此感谢你什么。戴着神秘面纱的联合燃气公司要比摘掉面纱后更有吸引力，同时也更有价值。像你这样总是对任何事情刨根问底的年轻人会毁了华尔街的。”

有一点是对的，那就是助长投机行为的“3M”因素现在都已经消失了。这3个M分别代表的是：神秘（mystery）、操纵（manipulation）和利润（margins）。然而，我们这些证券分析师却在创建新的价值评估方法，而这些方法刚好取代了旧的投机性因素，摇身一变成为新的投机性因素。我们现在难道没有新的“3M”因素吗——明尼苏达矿务及制造业公司（Minnesota Mining and Manufacturing Co.，以下简称3M公司）不正是这样吗？3M公司普通股波荡起伏的走势不正好完美地说明了新的投机因素与旧的投机因素的区别吗？让我们认真地研究几个数字。去年，当3M公司的普通股股价高达101美元的时候，市场给出的这一估值相当于1956年该公司每股盈利水平的44倍，而3M公司的盈利水平自1957年以来毫无增长。按照当时的股票价格，企业自身的估值高达17亿美元，然而其中企业的净资产只占了2亿美元，剩下的15亿美元代表的是市场对企业“商誉资产”的估值。我们并不知道商誉资产的估值流程是怎样进行的；我们所知道的是，市场在几个月之后修正了这一估值水平，3M公司的市场估值下跌了4.5亿美元，跌了30%左右。很明显，对类似于3M公司这样受人追捧的明星企业，精确计算其无形资产的价值是不可能的事。无形资产的估值要遵循这样的计算原则：企业的商誉或未来的盈利能力越是重要，则企业的真实价值所具有的不确定性就越高，因此企业普通股的投机性就越强。

若我们把早些年间的做法与如今的做法相比较，就会发现，无形资产的估值方法确实发生了至关重要的变化。30年前甚至更久以前，不管是评估普通股的价值，还是正规的或法律估值，都要遵循一条标准法则，那就是：无形资产的估值要比有形资产的估值更加保守。投资者可能会要求一家工业企业的有形资产收益率达到6%～8%，通常情况下企业发行的债券或优先股的收益率水平也是这么高（你会发现，1911年完成IPO的沃尔沃斯公司发行的优先股和普通股的收益率就是这个水平，还有很多其他股票的收益率也都相差不多）。但是，企业的超额收益率应该更高一些，比如要达到15%左右，而超额收益是企业积累无形资产的源泉。然而，自20世纪20年代以来，情况发生了哪些变化呢？正如我们现在所看到的那样，有形资产和无形资产之间的关系发生了根本性的转变。现在企业在发行普通股时，收益率一般必须达到10%才能确保在市场上卖出股票时成交价等于账面的净资产值。不过，与确保普通股能按照账面净资产值卖出的基准收益率相比，超额收益率，即资本收益率超过10%以上的部分，在估值时自由度相对更大一些，或者说可以使用更高的市盈率倍数。因此，权益资本收益率为15%的公司，其市盈率可达到13.5倍，即股价相当于净资产的两倍。这就意味着，权益资本收益率的第一个10%在估值时只能使用10倍的市盈率倍数，但剩下的5%——我们通常称之为超额收益率，在估值时可以使用20倍的市盈率倍数。

估值方式为什么发生了这样的反转，一个比较合理的解释是市场对未来增长的预期更加重视。拥有较高资本收益率的公司之所以能获得更高的估值，不仅仅是因为其盈利能力较好、盈利状况相对比较稳定，更可能是因为，与较高的资本收益率相伴随的往往是较高的企业增长率以及光明的前景。因此，市场对此类高收益率企业的高估值并不是在为基于过去的良好业绩与业界声望而形成的商誉资产买单，而是期望企业将来的盈利水平能进一步超常增长。

普通股估值的这种新方法让我不由得想到了一两个计算方面的问题，我只简单地向大家说明一下。正如很多测试所显示的那样，如果市盈率倍数会随着盈利比率的增长而增加，比如随着账面价值收益率的上涨而增加，那么这种做法将会导致企业估值的增长直接等于企业盈利的平方，但却与账面价值成反比例变化的关系。这样，在某种程度上，有形资产将成为企业市场平均估值的阻力而非源泉，这就是现实情况。举一个极端的例子来说明。如果每股账面价值为20美元的A公司股票每股盈利是4美元，每股账面价值为100美元的B公司股票每股盈利是4美元，A公司股票的盈利倍数比B公司更高，那么A公司的股价也会比B公司高，比如，A公司的股价为60美元，而B公司的股价为35美元。那么对B公司来说，与A公司相比，账面净资产值多出了80美元反而导致其股票的市场价格比A公司低了25美元的说法并非是不准确的，因为我们假设这两家公司的每股盈利都是一样的。

然而，比前面所提到的内容更为重要的是新的股票估值方法与数学之间的关系。给定下列三个基本条件：

- 第一，对收益增长率最乐观的假设；
- 第二，未来这种高收益增长率持续的时间足够长；
- 第三，复利的神奇效应。

有了“复利”这个新技术，对于任何“好股票”，分析师想给出多高的估值都可以。我最近在《证券分析师杂志》上发表了一篇文章，评价了在牛市里运用高深的数学知识指导投资的潮流。戴维·杜兰德（David Durand）发现，成长型股票的价值计算方法与著名的圣彼得堡悖论之间存在着惊人的相似之处（圣彼得堡悖论让科学家困惑了200多年的时间）。而我在这篇文章里引用了他的类比说法。在这里，我想强调的重点是数学知识与普通股投资之间存在着特殊的矛盾

关系，这种关系就是：数学需要的是精确而且值得信赖的结果；但在股票市场上，数学知识运用得越精准、越深奥，我们推导出来的结果反而会越不确定，具有越强的投机性。在华尔街学习和工作的44年时间里，我从来没有见过哪一只普通股或投资项目的估值计算结果是值得信赖的，这已经远不是简单的算术或者最基本的代数知识能够解决的问题。一旦要用到微积分或高等代数，你就可以认为这是一个危险信号，因为引入这些知识的投资者试图用理论来代替经验，通常这样会给投机行为披上投资的伪装。

与今天复杂高深的证券分析相比，过去的普通股投资理念则显得十分天真幼稚。以前，投资评估的重心都放在公司或证券的防御性要素上面——主要是为了确保当股票市场疲软时，公司发放的股息金额不会因此而减少。因此，强大的铁路公司在50年前曾被视为是普通股投资标准的行业，然而近些年来却被投资者当成是公用事业股票来对待。如果过去的业绩表现较为稳定，那么就满足了投资者主要的投资要求；不需要花太多精力去预测未来这些行业的基本特征是否会发生不利的变化。与此相反的是，精明的投资者认为可以花大力气去寻找那些未来发展前景美好的企业，但是不值得为这样的企业支付高价钱。

实际上，这意味着投资者没有必要为长期的优异表现支付任何额外的费用。他理所应当获得这些长期收益，因为他选中了最棒的公司（而非仅仅“还不错”的公司）来投资，所以这是对其聪明才智以及精准判断力的回报，根本不需要支付任何额外的成本。对于那些资金实力、历史盈利记录以及股息的稳定性都基本相当的普通股来说，它们的股价应该能反映出相同的股息收益率。

其实持这一观点的人目光短浅了。但是在过去的岁月里，在普通股投资领域内其优势却非常明显，不仅简单易懂，而且基本合理，并能够带来较高的收益。请允许我最后再讲一下个人见解。大概是在

1920年的时候，我们公司散发了一系列名为“给投资者的经验教训”的宣传册。当然，这个宣传册是以一个像我一样只有20多岁的年轻分析师的口吻写的，语气显得特别傲慢和自以为是。不过，在某一页上，我曾经看到这样一句话：“如果某只普通股值得投资，那么它同样值得投机。”我对这一观念还是比较认同的。确实，如果某一只普通股看上去损失的风险很小，那么这样的股票未来获得较高收益的机会估计还是很大的。现在，这已经是非常正确并且很有价值的发现，而它之所以正确是因为没有任何人注意它。很多年以后，当公众意识到普通股作为长期投资的价值之后，这种价值很快就消失了，因为公众的投资热情让普通股的价格水平一下子就上涨了，远离了股票的投资安全边际，从而让股票交易脱离了投资的级别。当然，事情很快就转向了另一个极端，政府机构1931年宣布：没有哪一只普通股能称得上是投资。

当我们从另外一个角度来审视这段时间跨度不短的经历时，我们发现投资者对资本利得收益和经常性收益的态度发生了改变，而这又是另外一个悖论。我们说，过去的普通股投资者对资本利得收益并不是很感兴趣，这话听上去像是老生常谈。投资者购买普通股完全是从安全和收益的角度出发的，只有投机者才会考虑价格上涨所带来的资本利得收益。而到了今天，我们可以说，越来越多的经验丰富的精明投资者对上市公司的股息收益越来越不在乎，其重心更多的集中于长期的资本利得收益。当然，可能会有人坚持认为，尽管过去的投资者并不是很关心未来能获得多少资本利得收益，但是实际上，他们都确信自己能够获得这些收益，至少工业公司的股票从来没有让他们在这方面吃过亏。相反，今天的投资者如此重视股票未来价格上涨的预期，实际上他们已经为此付出了相应的成本与代价。因此，他们为此付出大量精力研究和关注的事情可能真的发生了，但却依然没有给他们带来任何收益。如果未来的发展并没有达到他们原来所设想的程

度，那么这些投资者会面临严重的短期亏损，甚至也许是无法弥补的永久性亏损。

鉴于过去的投资观念与如今的投资观念之间存在着这样的关系，那么什么样的“经验教训”——再次借用20世纪20年代的宣传册上狂妄的标题，是1958年的证券分析师应该学习的呢？人们可能会说这样做没有什么价值。若我们只需为当下负责，不去奢求未来，我们可以带着一种怀旧的心境回望过去的美好时光——这就是“锦上添花”的完美结合。我们会伤心地摇摇头，自言自语地咕哝几句：“那些日子一去不复返了。”投资者和分析师难道都没有吃过辨识善恶树的果实吗？如果吃了，难道他们没有被逐出伊甸园？因为在这座伊甸园里，所有价格合理的股票都会被扔到灌木丛里无人问津。难道我们并非命中注定要为质量较高且拥有美好前景的股票支付不合理的过高价格？或者是，虽然支付的价格相对较为合理，但是实际上得到的却是质量较差、前景黯淡的股票？

当然，情况看上去也确实如此。即使是在最悲观的境地里，也没有人能够保证什么。最近，我对一家大型企业的长期发展历史做了一些研究，它就是通用电气公司。这是因为该公司刚刚公布的1957年的财务报表详细刊载了公司59年以来的盈利与股息发放情况图表，这激发了我的研究欲望。对那些见多识广的分析师来说，这些数字让他们感到惊奇。从这些数字中，我们发现了这样一个事实，那就是在1947年之前，通用电气公司的增长情况很温和，而且没有规律可循。1946年调整后每股盈利为52美分，与1902年的40美分相比，仅增长了30%；而且在此期间，没有任何一年的盈利能达到1902年盈利的两倍。然而，市盈率水平从1910年和1916年的9倍增加到1936年和1946年的29倍。当然，人们可能会说，1946年的市盈率水平至少表明精明的投资者具有先见之明，我们的分析师真的有能力准确预测在接下来的10年里公司会经历非常辉煌的发展阶段。也许事实真是如此。但是，你们当中有些人应该记住，在接下来的那一年里，也就是在1947年，通用

电气公司每股盈利的快速增长让人印象非常深刻，这导致市盈率有了显著下降。当通用电气公司的股价处于相对较低的32美元时（在3股合并为1股之前），按照当时的每股收益水平计算出来的市盈率只有9倍，若是用当年的平均股价来计算，则市盈率也只有10倍。在这短短的12个月里，我们的水晶球肯定是什么也没看清。

就在11年前，让人感到震惊的反转发生了。我对分析师普遍认可的理念是否完全可靠存在着一丝疑惑——他们坚信，声誉卓著、前景辉煌的企业的股票总是能以很高的市盈率成交。对投资者来说，这个理念就是生活的基本事实，也许他们已经接受了这一事实，并且也不反感。我并不是武断地反对这一理念。我所能说的只不过是：这一理念没有在我的脑海中扎根，你们每个人都应该有自己的判断与选择。

不过，在演讲的总结部分，我可以就不同类型普通股的市场结构来谈谈自己的看法，从这些股票的投资或投机特征出发。以前，普通股的投资特征或多或少与企业本身的特征是相同的，或者是与企业本身的特征成同比例变化的关系。而企业自身的品质可以用信用评级来衡量。公司发行的债券或优先股的收益率越低，则其发行的普通股就越有可能满足优质投资的所有标准，而且在投资者制定买入决策时，投机性因素所占的比重就越小。普通股的投机等级与公司的投资等级之间的关系可以用一条由左到右向下倾斜的直线来描述。不过，现在我更倾向于用U形图来描述它们之间的关系。在图的左边，当公司本身投机性较强、信用等级比较低时，公司的普通股当然也具有比较高的投机性，这符合过去股票市场的实际走势。然而，在图的右边，当公司因为以前辉煌的业绩与未来光明的前景而拥有最高信用等级时，我们发现，股票市场同样会或多或少地将一些高投机性因素注入公司的普通股交易之中。其方式很简单，即普通股的股价太高，因此必然要承载一定的风险。

说到这里，我忍不住要引用一下最近读到的《莎士比亚十四行诗》中的几句诗，如果说得更夸张一点，这首短诗的主题与我所讲的内容是高度相关的。它是这样写的：

难道我没见过拘守仪表的人

付出高昂的代价

却丧失一切？

重新回到我虚构的场景中，将普通股买卖过程中的投机性因素降到最低程度可能是我们所追求的理想状态。在这一理想状态下，我们会发现许多这样的公司，它们基础雄厚、表现优异，伴随着国家整体经济形势的蒸蒸日上，过去它们也曾取得了辉煌的业绩，而且因为同样的原因还拥有光明的发展前景。除了牛市已达到顶峰以外，在其他绝大多数时间里，这样的公司值得按照与其内在价值相当的价格被投资者买入。事实上，由于投资者和投机者都倾向于将目光投注在表现优异的股票身上，我必须冒险提出这样的观点：这些中等质量的股票总体上的出售价格将会明显低于其独立评估的价值。于是，同样的市场偏好与偏见为它们提供了较好的安全边际，而正是这些偏好与偏见毁掉了那些更有前途的股票的安全边际。此外，面对各种各样的公司，我们可做的事情还有很多，比如认真分析其过去的历史数据，根据其未来发展前景做出差异化的选择，然后通过分散化投资提高投资的安全系数。

当法厄同（Phaethon）坚持要驾驶父亲太阳神阿波罗的神车时，驾驶经验丰富的父亲给法厄同这个初学者提了一些建议。可惜，法厄同并没有听从这些建议，从天上掉下而死——这样的成本太过沉重！罗马诗人欧维德（Ovid）用三个词总结了太阳神阿波罗的建议：

Medius tutissimus ibis

走在中间最安全

我想，对投资者和向投资者提供建议的证券分析师来说，这条原则都是非常有用的。

第08章
特殊情况[(12)]
（写于1946年）

对处于特殊情况下的经营者和被低估的证券来说，1939—1942年是一个全盛时期。这几年，市场的走势对持有普通证券的投资者十分不利，证券经纪公司也是惨淡经营。与之形成强烈对比的是，很多价格较低的工业股票却迎来了较大的涨幅——主要是因为第二次世界大战的爆发让行业内的二流企业获得了更大的发展机遇，成长的速度比行业龙头企业还要快。此外，大量的铁路与公用事业公司正在完成重组，那些在早些年不景气时以低价购进这些公司股票的投资者也抓住这个机会大赚了一笔。

到1942年的时候，华尔街开始相信，特殊情况能给他们带来可靠的实在收益。然而和很多事情一样，这种普遍化的结论常常被事实证明是错误的。在接下来的4年里，几乎每一个行业都能给投资者带来可观的收益，然而只有本质上是投机的交易才能获得惊人的高收益率，而投机与所谓的“特殊情况”相差甚远。但是，也许人们依然对“特殊情况”下的投资活动充满兴趣，因此我才写了这样一篇文章。

特殊情况的含义

首先，“特殊情况”到底指的是什么？已有的解释都不能给出一个简洁的最终定义。从广义上来讲，特殊情况指的是在这种情况或局面下，人们期待某个特定的事件能让证券创造出令人满意的收益，即

使整体的投资市场并不尽如人意。而狭义解释是，除非某个特定的事件正在进行当中，否则这并不算是真正的“特殊情况”。

如果以各行各业的破产公司以及拖欠了大量股息的优先股作为参照物，那么这两种定义之间的差别是很明显的。对破产企业来说，“特定事件”指的是企业重组；而对于后者，指的是免掉拖欠的股息，一般会通过资本结构的改变达到这一目的。很多证券分析师会说，被托管的公司只有在提交了重组计划以后，“特殊情况”才会真的变成现实。同样，对于第二种情形，企业必须要制订一个明确的计划来解决拖欠的股息问题。所以，美国毛织品公司（American Woolen）的优先股遇到这种“特殊情况”的可能性很大，而且持续多年，因为该公司的优先股拖欠了大量的累积股息。但是，直到持股人知道公司已经制订了一个明确的股息偿付计划，或者是公司即将对外宣布该计划时，这种可能性才真正演变成现实中的“特殊情况”。

我们可以用一个重要而合理的理由说明，为什么我们更倾向于特殊情况的狭义解释。透过这个狭义定义，我们可以预测出投资的预期年收益率。正如接下来大家要看到的那样，每个案例的计算过程要用到多个估计值，因此最终的计算结果与教科书里的债券收益率几乎一点也不相像。不过，这种方法对处于特殊情况的交易者能起到一定的指导作用，让他用一种“另类”的态度看待自己持有的证券——一种与交易者、投机者或普通投资者完全不同的态度。

不过，从某种意义上来说，这种计算方法已经超出了收益率手册所介绍的知识范围。如果我们愿意做一些基本假设，任何特殊情况的吸引力都可以被表示为已充分考虑风险因素的年收益率（百分比形式）。常见的公式形式如下所示：

假设：

G代表一旦事情成功所能获得的预期收益；

*L*代表一旦事情失败可能遭受的预期损失；

*C*代表事情的预期成功率，用百分比表示；

*Y*代表预期的持有时间，以年为单位；

*P*代表证券的预期市价。

于是：

$$\text{隐含的预期年收益率}=\frac{GC-L(100-C)}{YP}$$

我们可以用西部都市铁路公司（Metropolitan West Side Elevated）的5s股作为例子加以说明。目前该公司的债券市场价格为23美元，它有意将一部分资产出售给芝加哥市政府，预计这笔交易能让公司债券的市场价格上涨至35美元。为方便解释，我们在此做出以下几点假设：第一，如果该计划失败，则债券的市场价格仅为16美元；第二，成功的概率是2/3，即67%；第三，持有期平均为1年。

然后根据以上公式计算：

隐含的预期年收益率=（12×67－7×33）/（1×23）≈24.7%

注意，这个公式充分考虑了潜在损失的发生概率及其金额。如果只考虑潜在收益，则隐含的预期年收益率约等于34.5%。

特殊情况的分类

接下来，让我们对各种特殊情况进行简要的描述与讨论。特殊情况可分为两大主要类型：证券交易或分配和现金支付。只有在极少数情况下，更高端的市场才会出现不伴随现金支付或证券分配的“特殊情况”。然而，这种传统分类可能更方便我们进行解释。

A类：以企业改组、资本结构调整以及并购计划为基础的标准套利

在企业进行破产重组时，尤其是铁路企业，其手段主要是购入旧股，然后卖掉“虚售”的证券。在过去5年间，铁路企业的套利交易结果确实有些古怪。一半以上的套利计划非常成功，预期收益得以实现，只不过收益的实现总是要比原先预期的时间点滞后许久。而余下的那些套利计划则被变更或舍弃，虚售证券的发行也被取消；或者是因为受《惠勒-里亚法案》（*Wheeler-Lea Act*）的影响，市场已经提前预料到了证券发行计划会被取消。不过，即使是不成功的套利计划，套利者也赚取了大笔收益。这是因为虽然套利计划失败了，但旧证券的价格飞快上涨，远远超过了先前他们支付的价格。因此，原先被认为不合时宜的套利交易，此时却变成了成功的债券投机操作。

这样的事实向我们展示了“特殊情况”令人高兴的一面，那就是：如果你的计划进展顺利，你将毫无悬念地赚取利润；即使计划失败了，你还是能够获得收益。随着市场发展水平的提升，套利的风险也在逐渐放大，因为一旦计划失败，发生损失的概率也会相应增加。从这个重要的角度来看，各种特殊情况都与市场的整体环境密切相关。但是下面这种说法还是成立的，即对于普通案例或具有代表性的案例，套利的结果主要取决于公司的特殊情况，而非市场价格的变化。

工业企业的套利通常出现在并购或资本结构调整的时候，而且与现有证券的发行有关，与虚售证券无关。比如雷神公司（Raytheon）与潜艇信号公司（Submarine Signal）的合并案，投资者可以在公司宣布并购消息时买入潜艇信号公司的证券，同时卖出雷神公司的证券，潜在的收益率约为18%左右。这笔套利交易在60天内圆满完成。类似的，当通用电缆公司（General Cable）的资本结构调整计划刚刚发布时，投资者可以按照52美元的价格买入1股A股，同时按照59美元的

价格卖出4股普通股，利差大约为13%，45天内就能获得套利利润。然而，这种套利操作需要一定的前提条件——在套利期间内“借”到股票的能力。在目前无法进行保证金交易的情形下，交易者很难借到股票，因此大部分（尽管并非全部）这类套利交易是无法进行的。

在公用事业领域，当控股公司提出优先股交易计划时，也存在类似的套利机会。比如最近联合公司（United Corporation）与美国超能公司（American Superpower）就是这方面的例子。

当然，所有类型的套利交易都存在着风险，比如可能遭到股东的拒绝，少数股东可能会提起诉讼，美国证监会可能会否决计划，等等。有经验的交易者不会忽视这些风险的存在，但是他们会尝试针对不同的情况对其做更加深入的评估。

值得注意的是，工业企业、公用事业企业以及铁路企业的套利交易可以按照时间因素划分为三种截然不同的类型。有人认为，第一类套利交易通常只需要花几周的时间，第二类套利交易要花几个月，而最后一类套利交易要花上几年的时间。

不过有一个案例没有遵循上述规律，那就是联合照明与电力公司（United Light & Power）的套利交易。有人在买入1股旧优先股的同时，卖出了5股虚售发行的新普通股，初始净利差为10%左右。但是，由于这个案子的诉状已经被提交给最高法院，因此这家公用事业公司的资本重组案从提出到完成竟花了整整两年时间。虽然从收益角度来说，这笔套利交易最终实现了预期利润，但是时间因素让它看起来很不明智。

B类：资本重组或并购案中的现金支付

最近一个属于此类别的套利案例便是中部与西南部公用事业公司发行的第二等级优先股。1946年2月5日，一份资本重组与合并的计划

被呈递到美国证监会。按照这份计划，公司准备将已发行的优先股从持股人手中赎回，持股人可以自由选择接受现金，或者是按照辛迪加组织的发行价，用手中的优先股替换新发行的普通股。赎回价格为每股220美元，而当前的市场价格为每股185美元。所以这笔交易的预期收益率就等于19%，还要加上套利期间大约3%的利息收益。要克服的障碍包括：第一，美国证监会是否会同意这个计划；第二，法院是否同意；第三，公司是否有能力按照特定的最低价格将新普通股全部发行出去；第四，各种原因导致的时间延误，最常见的是法律诉讼所导致的时间延误。如果计划失败了，买入优先股的投资者就会面临股票贬值的风险；但是反过来，一般优先股或债券向投资者发放股息或利息时，投资者获得的收益绝对不可能高于本计划的赎回价值。我们必须要清楚，这种类型的套利交易存在与生俱来的缺陷。

有经验的分析人员知道，可以采取一些手段降低最终遭受损失的概率。具体做法便是同时成比例地持有大量普通股，为优先股提供缓冲。比如，城市服务公司（Cities Service）第一等级优先股的市场价格为132美元，而求偿价格为181美元（也就是按照193美元的赎回价格成交）；同时，联合照明与电力公司持有面值为6美元的优先股，其市场价格为117美元，求偿价格为145美元（也就是按照160美元的赎回价格成交）。于是，交易者会发现这两桩交易存在明显的区别。对城市服务公司的第一等级优先股来说，预期的最高收益率为46%；而美国电力与照明公司的交易的最高收益率为37%。然而，后者拥有两个优势：第一，目前公司会支付4.5美元的股利；第二，公司已经提交了一份赎回所有优先股的明确计划。但是从另一方面看，按照10月5日的市场价格计算，投资者买入城市服务公司优先股的每1美元，都能得到1.2美元普通股市值的担保；然而，投资者买入联合照明与电力公司优先股的每1美元，只能得到20美分的普通股市值的担保。如果股市持续疲软，这必将导致联合照明与电力公司的计划被推迟，那么买入城市服务公司优先股的交易者无疑会成为最终赢家。

C类：公司清盘或出售时的现金支付

在绝大多数情况下，当一家公司把自己卖给其他公司，或者是逐项清算资产时，持有该公司证券的投资者最终得到的赔偿额（赎回价）往往会高于公司提出清盘或出售计划时证券的市场价格（这种情况根源于证券市场定价因素的自身性质；由于篇幅有限，这里我们不详细讨论原因）。在以持续经营为原则出售企业换取现金的情况下，通常大部分利润主要是被那些在谈判开始或完成之前就已买入证券的人拿走了。但是，即使是在公司已公开宣布具体出售计划以后，如果最终出售计划得以圆满完成，那么后进入的交易者依然可以获得可观的利差收益。

近期纺织行业发生了多宗此类出售案。这段时间里，最近一个案例就是路德制造公司（Luther Mfg. Co.）的股票要以每股365美元的要约收购价被售出，前提条件是至少要得到95%的股份持有者的同意。就在收购价格被公布的前一个星期，该股票的市场报价仅为每股150美元。虽然交易是否成功还要取决于大量股份持有者是否同意，但是大多数此类要约收购交易最终都成功了。而那些失败的之所以会失败，是因为有人提出了更高的要约收购价。

公司打算将所有资产出售以实现清盘的目的，要求股东对此事项投票表决，这样的情况比较少见。不过很多公用事业控股公司迫于法律压力，往往要以这种方式实现清盘。在这种情况下，资产减去负债与支出费用以后所得的现金额要事先估算，而且往往会出现误差。当由公司的管理层负责评估时，他们通常都会比较保守。事实证明，在大多数情况下，当股东为清算方案投票时，公司的股价会明显低于清盘实际收回的价值。奥格登公司（Ogden Corp.）的清盘案就是这样一场旷日持久的拉锯战，早些时候就已买入该公司证券的交易者赚得盆满钵满。布鲁斯特公司（Brewster Corp.）是工业领域的案例之一。在撰写本文时，布鲁斯特公司应缴纳的税负金额尚未最终确定。目

前，相比于5美元的账面价值以及4.25美元的市场价格，有专家估计最终的清盘价值会在5.5～6美元之间。

D类：诉讼案的重要影响

在很多情况下，证券的价值在很大程度上取决于诉讼的结果。这可能涉及损害赔偿诉讼或附属诉讼（比如国际水电公司［International Hydro Electric］以及内陆天然气公司［Inland Gas Co.］）；存在争议的所得税税负（例如黄金股票电报公司［Gold and Stock Telegraph］以及匹兹堡Incline Plane公司）；因企业重组计划取消了股票发行事项而提起的诉讼（例如圣路易斯西南公司［St. Louis Southwestern Ry.］以及新天堂公司［New Havevn R.R.］）。总的来说，当诉讼事项是企业的一项资产时，市场则倾向于低估其价值；当它是企业的一项负债时，市场则倾向于高估其价值。因此，了解情况的交易者经常有机会以低于其实际价值的价格买入公司的证券，等到诉讼案了结时，通常能获得非常诱人的套利利润。

E类：公用事业公司的解体

这是近几年来特殊情况非常重要的一个类别。从本质上来看，这只是暂时现象，一旦整个行业按照《公用事业控股公司法案》（*Public Utility Holding Company Act*）的第十一款完成了整改，这样的现象便会退出历史舞台。

这些案例的独特之处在于套利利润要取决于这样一条原则，即控股公司“死去”的价值要高于其继续“存活”的价值。也就是说，公司被拆分解体后，资产单独出售的净价值高于控股母公司的证券市值。这引发了进退两难的窘境：公司正在努力地与解体计划作斗争

——很明显这是为了公司的持有者，而股东也很郁闷，这场斗争让股票价格大幅下挫，可是当抗争以失败告终的时候，股价却上涨了。

从技术角度上看，一个独有特征让上述这些特殊情况区别于其他特殊情况，那就是，它们通常都要取决于证券市场价值的估计或预测，而这些证券即将被发行，目前尚未在市场上交易。某些情况下，已发行的少数股票存在一个相对窄小的市场，然而一旦大量股票进入市场，那么这个窄小市场或许就显得不那么重要了。费城公司就是一个例子，在评估标准天然气与电力公司（Standard Gas and Electric Preferred）的优先股价值时，它是一个核心要素。由于只有3.2%的少数股份在场外市场上进行交易，因此场外市场的成交价格也许能、也许不能代表整个证券发行的价值。

因为公用事业领域很少出现意料之外的变化，因此分析该行业企业的能力的提升可以帮助我们比较公正地估算出，在现有市场条件下正常经营的公司可能会以多高的价格出售股票。然而，利用公司解体的机会进行套利交易要面临的风险主要来源于时间因素的不确定性，因为在交易者最终拿到钱之前，市场环境有可能会向不利的方向变化。

F类：其他特殊情况

这一类包含了所有未分类的特殊情况。这里没必要尝试对这个类别进行全面综合的描述，这没什么实质意义，因为它很大程度上取决于我们个人对“特殊情况”这个概念的定义。我们只通过举例说明的方式介绍另外两种特殊情况。其中一种特殊情况主要发生在套期保值交易领域，最有代表性的操作方法就是在持有可转换债券或者优先股的情况下卖出普通股（套期保值交易的特点是尽可能避免损失，而非创造利润）。另外一个更受限制的类型就是购买担保证券，寄希望于以后可以按照优惠条件将其转换成债券，以此帮助公司节省一大笔应

缴的所得税（这种事情就发生在DH公司以及D.L.&W.公司这些股票身上）。

本章小结

在本文的一开始，我们就对特殊情况以及价值被低估的证券进行了分类。读者可能会注意到，我们并没有把两者看作同义词，尽管“特殊情况是被低估证券的一个主要组成部分”的论点有可能是成立的。特殊情况的本质在于以历史业绩为借鉴，公司（而不是市场）未来某一段时间的发展状况是可以预见的。因此，与金融行业其他领域一样，见多识广是持续获得成功的关键因素；此外分析师还必须认真研究每一种特殊情况，并具有可靠的专业判断能力，才能不断地走向成功。

正如我们给出的定义，特殊情况对某一类人具有强烈的吸引力，原因就在于其他人对这样的事情根本不关心。这些“特殊情况”缺乏行业光环、投机诱导，或者适度的增长前景。但是，它们却为分析师提供了分析证券价值的机会，就像商人处理存货那样，预先判断其平均盈利水平和平均持有时间。从这个意义上来说，它们正处在一个颇有意思的中间位置，一边是属于普通的投机或投资交易的证券买入行为，另一边是买入辛迪加组织或代理商承销的证券，但最终目的都是买入后将其转售。

第09章
通过投资股票积累财富的若干问题[(13)]
（写于1962年）

I

这篇文章主要谈论的是通过普通股投资来实现储蓄或者财富积累的系统性计划。这种计划可能包括：

- 主要投资于股票的养老金计划，例如为大学教授准备的教师退休基金会（CREF）；
- 原理相似的新型年金产品——可变年金；
- 系统地买入共同基金或封闭式基金；
- 个人定额投资计划，例如每月买入一定金额的纽交所上市股票。

金融协会主席希望我从更长远的角度来分析此类计划所包含的投资安排，并且让我阐述对以下问题的看法：和近期的历史数据相比（从1949年起），从长期来看，这些投资安排能获得什么样的收益？和更久远一些的历史数据相比呢，比如和上一个世纪甚至更久以前相比？未来，作为抵御通货膨胀的工具，普通股能有多好的表现？定额投资计划肯定值得信赖吗？它一定就能够产生令人满意的效果吗？更确切地说，在未来的15年内，普通股还会像以前一样再次获得远远好于债券的高收益率吗？

在以下的讨论中，我们不考虑核战争发生的概率及其产生的影响，只谈论一些忽略冷战持续性影响的观察与研究结果。未来的股票市场会与过去两个阶段中的哪一个更相似，是1949—1961年还是1871—1961年？

后者涵盖了整整90年，而我们拥有这90年间的收入、股息以及股价的指数数据，这些数据首先由考尔斯委员会（Cowles Commission）负责整理，随后标准普尔公司接过了这项任务。在基于未来指数的变化趋势来讨论股价的走势时，我们假设，讨论范围内的各种股票追加投资计划，其收益情况从总体上看比较接近于标准普尔综合指数或标准普尔500指数。想要获得与指数所代表的平均收益率相等看起来很容易，只要在分散投资时“全面”选择所有行业或领域的股票，不需要自己挑选个股——如今，个人选股已经成为时髦的口号了。但是，有一点是自相矛盾的，如果很容易就能获得市场的平均收益率，那么投资水平一般的投资者几乎不可能获得高于平均水平的收益率。

我们手里掌握了投资基金的运作与业绩的所有相关信息。在1949—1960年这段时间里，和早些年一样，投资基金整个行业的平均收益率并没有跑赢标准普尔500指数和综合指数。也许这种由专业人士负责管理的基金正好是市场的主要投资主体，因此整个基金行业的总体收益率很难超过市场的平均收益率。正如我猜测的那样，也许正是因为基金行业选股的基本原则存在着某些缺陷，因此抵消了专业投资管理人员所具有的优势——卓越的培训、丰富的情报以及他们为这项工作所付出的努力。不过，我们这里讨论的重点是分析股票市场的整体状况会对常见的股票追加投资计划造成怎样的影响。

我们尝试着简单总结一下这两个市场时期的主要特征，希望从中能找到一些有助于预测未来的线索，也许我们要在两个市场时期之间做出选择。表9-1列出了一些数据，这些数据涵盖了收益、股息以及价格波动行为这三大主要因素。我们将1949—1961年分成两个长度为6年

的周期。我们可以采用多种方式来处理稍长一点的周期，并决定，针对1871—1961年这个长达90年的研究周期，可以计算一下平均值。

表9-1[a] 股票市场的表现情况（1871—1960年与1947—1961年）

周期	平均价格（美元）	平均盈利（美元）	平均市盈率（倍）	平均股息（美元）	平均收益率（%）	平均股息支付率（%）	年增长率[b]	
							盈利（%）	股息（%）
1871—1880	3.58	0.32	11.3	0.21	6.0	67	……	……
1881—1890	5.00	0.32	15.6	0.24	4.7	75	–0.64	–0.66
1891—1900	4.65	0.30	15.5	0.19	4.0	64	–1.04	–2.23
1901—1910	8.32	0.63	13.1	0.35	4.2	58	6.91	5.33
1911—1920	8.62	0.86	10.0	0.50	5.8	58	-3.85	+3.94
1921—1930	13.89	1.05	13.3	0.71	5.1	68	–2.84	+2.29
1931—1940	11.55	0.68	17.0	0.78	5.1	85	–2.15	–0.23
1941—1950	13.90	1.46	9.5	0.87	6.3	60	10.60	3.25
1951—1960	39.20	3.00	13.1	1.63	4.2	54	-6.74	+5.90
1951	22.34	2.45	9.1	1.41	6.3	58	……	……
1961（H）	72.20	3.10	23.2	1.97	2.7	64	2.5	3.5
1947—1949	15.71	2.18	7.1	0.97	6.4	45	……	……
1953—1955	31.64	3.02	10.1	1.51	4.8	50	–5.7	+7.8
1959—1961	59.70	3.24	18.3	1.91	3.2	58	–3.5	+5.9

注：a．表中数据主要来源于莫洛多夫斯基（Molodovsky）1960年5月发表在《金融分析师杂志》上的文章《股票价值与股票价格》“Stock Values and Stock Prices”。而莫洛多夫斯基使用的数据，1926年之前的来源于考尔斯委员会出版的《普通股指数》，1926年及以后的则是来源于标准普尔500综合指数数据。

b．年增长率数据是由莫洛多夫斯基整理的计算结果，涵盖了多个连续的21年周期，每个周期的终止年份依次为1890年、1900年……以此类推。较低的增长率数据涵盖的是截止于1961年的10年周期，分别截止于1953年、1954年、1955年以及1956年的6年周期，截止于1959年、1960年以及1961年的12年周期。1961年的价格选取的是年内截止到12月7日的最高价格。

粗略地研究一下表9-1，我们发现这两个阶段存在一些显著的差异。莫洛多夫斯基的研究证明，在1871—1959年的88年里，投资者获得的总收益中，股息收益率平均达到了每年5%，因证券价格上涨而获得的收益率达到了每年2.5%。在计算这两种收益率指标时，均是与每年的市场价格进行了对比。市场价格每年的涨幅为2.5%，以复利的方式计算，几乎与企业的年增长率以及每年的股息收益率持平。[1]

但是在1947—1949年与1959—1961年这两个阶段内，各个因子的增长率存在着较大差别，而且在每个周期内，前半段与后半段的增长率差距非常明显。因此，如果我们考虑的是收益而不是市场价格，考察的时间范围是过去的6年而不是过去的12年，那么我们将会得到截然不同的市场反馈。

根据我们掌握的数据，在过去12年间，不管是在哪一个等长的研究周期，股票市场的表现都存在着较大的差别。我们经历了看似单一的牛市，综合指数从13.55一直涨到现在的72。这一上涨趋势曾经三次被经济衰退所干扰，每次的倒退幅度接近20%。用常见的术语来说，这些都可以被称为牛市过程中的修正或者回踩。

众所周知，股票市场的长期发展历史与前面的分析结论差异更大。如表9-2所示，我们列出了多个完整的牛市与熊市相互转化的周期数据。1899—1949年，共有10个界限清晰的周期，因此平均每5年为一个周期（根据两个价位最高点之间的距离判断，最长的周期为10年，为1919—1929年；最短的周期为两年，为1899—1901年以及1937—1939年）。工业平均指数的下降幅度在40%～50%之间；早些年间，综合平均指数的下跌幅度更小一些。最令人震惊的市场下跌当然要数综合指数从1929年的31.92点下降到1932年的4.40点，下跌幅度为86%。同时期，道琼斯工业平均指数的下跌幅度也与之基本相同。

表9-2　1871—1949年主要市场的波动情况

年份	标准普尔500指数			道琼斯工业平均指数		
	最高点	最低点	下降幅度（%）	最高点	最低点	下降幅度（%）
1871	—	4.74	—	—	—	—
1881	6.58	—	—	—	—	—
1885	—	4.24	28	—	—	—
1887	5.90	—	—	—	—	—
1893	—	4.08	31	—	—	—
1897	—	—	—	—	38.85	—
1899	—	—	—	77.6	—	—
1900	—	—	—	—	53.5	31
1901	8.50	—	—	78.3	—	—
1903	—	6.26	26	—	43.2	45
1906	10.03	—	—	103	—	—
1907	—	6.25	38	—	53	48
1909	10.30	—	—	100.5	—	—
1914	—	7.35	29	—	53.2	47
1916	10.21	—	—	110.2	—	—
1917/1918	—	6.80	33	—	73.4	33
1919	9.51	—	—	119.6	—	—
1921	—	6.45	32	—	63.9	47
1929	31.92	—	—	381	—	—
1932	—	4.40	86	—	41.2	89
1937	18.68	—	—	197.4	—	—
1938	—	8.50	55	—	99	50
1939	13.23	—	—	158	—	—
1942	—	7.47	44	—	92.9	41
1946	19.25	—	—	212.5	—	—
1949	—	13.55	30	—	161.2	24

还有一点应该指出，从历史数据来看，人们本以为股票市场的螺旋式运行轨迹应当发生在明确界定的、稳固的上升趋势线附近，每年的变化比率为2.5%，可是这种想法也许是错误的。价格数据与收益数据都证明，规律的趋势线并不存在。我们对1871—1950年期间连续多

个10年周期的平均数据的检验结果，与表9-2莫洛多夫斯基提供的增长率计算结果都能证明这一点。

市盈率同样也表现出了股市震荡的特征。由于受到经济周期周而复始的影响，收益比价格更不稳定，因此出现了这一个明显的趋势——当经济萧条时期，市盈率倍数倾向于最高。几十年的平均数据抚平了这种变化趋势。不过，数据并没有显示出市盈率的增长趋势，原本我们以为伴随着企业潜在能力与收益数据可靠性的提升，市盈率也会随之变高。实际上，在1949—1950年期间，市盈率为6.2倍——当时正处在目前这个牛市周期的初期，在90多年的股票价格与收益数据里，这是所有两年期数据里的最低值。经济现象钟摆理论的支持者或许会把目前再创新高的市盈率倍数解释为，它是市场对1949—1950年期间企业盈利金额减少的回应。

II

现在，两幅迥异的股票市场画卷摆在我们面前。有种观点认为，1949—1961年这个周期基本上就是1871—1949年周期的延续；还有一种观点认为，1949—1961年这个周期完全不同于之前，是一个新的开始，将决定未来市场的特征。那么我们现在要问一问，这两种观点各自有哪些论据。对学生而言，将目前市场的变化模式套用到过去期限更长的研究周期中，并不是什么太难的事。确实，眼下这场牛市持续的时间长度以及涨幅早已超越历史上的其他所有牛市。[2]然而，一个沿用数十年的模式应该会不断地创造不同类型的新纪录，这种期望只能心里想一想罢了。新纪录不会创造一种新的市场模式或新特性。

有没有可能我们现在生活的年代与20世纪20年代并没有什么本质上的区别，只是一个改良版本而已？不言而喻，两者之间肯定存在着令人印象深刻的差异；否则从一开始两者的相似之处就会让我们大吃一惊，而我们的反应不可能会让现在这个时代成为20世纪20年代的翻

版。更有可能的是，用抽象一点的语言来描述的话，一开始就存在的差异让我们相信这个时代与1929年大萧条那段痛苦的经历毫不相关，但是后来我们慢慢发现了两者之间的相似之处；而且不知不觉间，我们在心理上再也无法察觉到这些相似之处。让我们试着列举一下当前的股票市场与20世纪20年代的股票市场有哪些较为明显的差异以及相似之处。

两个时期的主要内部差异均与各种金融操纵以及过度的投机借贷相关。人们疯狂地用极少量的保证金买入了大量的股票，这股浪潮导致1929年的牛市出现了几个高点。然而现如今，监管部门不允许过少的保证金金额。经纪人发放的贷款金额从1926年的276.9万美元增加到1929年的854.9万美元，当时这些贷款占到了所有会员银行贷款总额的一半左右。与之相反，到目前为止，经纪人贷款的增长幅度要比20世纪20年代小得多（以少量的保证金为担保，从其他地方获得贷款无疑会是股票交易者获取资金的主要来源，不过这无法改变市场的整体趋势）。从金融交易的角度来看，在20世纪20年代，主要的滥用行为包括投机势力对股票价格的随意操纵，以及通过各种类型的控股公司层次构建金字塔型的公司结构。而目前，股票市场操纵与公司结构操纵均已被美国证监会以立法的形式严格限制，同时股票交易所更严格的监管也对其有约束作用。在我看来，没有被察觉的操纵案例应当是相当少的。虽然目前正在进行中的各种调查也披露了一些惊人的内幕，但是不管现在存在着怎样的滥用行为，都不会像30年前那样渗透到整个金融体系之中。

上述结论有一个例外，那就是新股发行。我认为，至少已经形成了一种半操纵性质的操作手法，专门用来对付所谓的热门股。过去两年来，这种热门股数量在稳定增长，但它们的质量却在以同样的速度倒退。在这个投机领域，我发现，目前的市场环境与20世纪20年代末期（特别是1919年）的市场状况最为接近。品质可疑的新证券会不会

在市场的融资总量中占比过大，以至于最终会导致整个市场的规模变小呢？我不敢妄加猜测。但这并非是不可能的。

有一个传播已久的说法——我们身处一个全新的股市年代，其本质特征与过去牛市—熊市循环交替的特征有本质上的区别，过去的市场与现在的市场有很多明显的差别。这已经远远超越了股票交易与企业理财领域的改革范畴。

人们用这个说法来证明现在的股票价格水平与市盈率达到史无前例的高度是完全合理的；但是反过来，从本质上看，我们也可以用这种说法证明股票市场的特征以及未来总是处在不断的变化当中。如今，人们认为普通股投资的安全性与潜在的吸引力具有非常坚实的基础，这个基础便是多种有利因素构成的复杂环境。所谓的有利因素包括：

- 人口和国民生产总值的确定性增长；
- 比以前更快的经济扩张速度，这源于技术进步以及与俄罗斯的竞争；
- 大萧条的防范治理措施，美国联邦政府应履行的新职责便是防止或迅速终结类似的大萧条危机；
- 公众已经认识到，普通股投资是应对持续通货膨胀的必不可少的措施；
- 共同基金、养老金信托以及其他机构投资者的涌现，成为普通股的主要需求来源以及持续不断的有力支撑。

那些研究过20世纪20年代的学者会发现，曾经有人在那个年代也用类似的理由试图证明市场价格的上涨是完全合理的。“普通股是最好的长期投资”，这种说法出现在1924年，成为市场哲学的基础，并

催生了市场过剩。人们对国家未来的经济增长以及高速增长环境下的普通股收益都抱有很强的信心和乐观态度（1922—1929年期间的资本回报率要高于1950—1961年的回报率）。旧的价值标准，尤其是以前债券利息与普通股投资效益之间的正常关系，被彻底抛弃了，理由是它们与新经济形势没有什么关系。人们对未来商业的稳定性以及不会再发生大萧条的判断有很强的信心。而这所有的一切都建立在这样的想法之上：科学的管理、认真控制存货数量、保持较低的通货膨胀率，以及其他一些能帮助企业领导者不再犯以前的错误的因素。

在我看来，20世纪20年代的经济与现在相比，存在三个主要的差别。第一个与通货膨胀因素有关，第二个与冷战有关，第三个与政府在商业市场上扮演什么角色有关。20世纪20年代的牛市没有得到商品价格不断上涨所带来的助力；从1949年开始的市场上涨，是一种虽无规律但确实能一直持续下去的上涨，这首先反映在批发领域以及消费者价格指数的变化。很难说，投资者目前十分关注未来的通胀预期是否应当被看作投资者本人对客观事实的一种理性反应，还是一种过于强烈的主观反应，毕竟通货膨胀并不是金融领域的什么新鲜事。与1950—1960年这10年相比，在1900—1910年期间，批发价格的上涨幅度更大；同样，与1940—1960年这20年相比，在1900—1920年期间，批发价格的上涨幅度也更大一些（相当于36美元涨到100美元与51美元涨到120美元的对比）。很多人相信，不管是政府、工党领袖还是商业领袖，通货膨胀都是阻力最小的经济发展途径，因此这一政策将会被延续下去。过去的记录无法帮助我们确定未来几十年里通货膨胀率到底会有多高，不管通货膨胀的发展过程是有规律的，还是中间时不时地伴随通货紧缩（就像1921年与1932年那样）；也不管未来投资者是否还会像今天这样对通货膨胀持关注与保守的态度。人们对通货膨胀的态度，就像人们对其他每一种投资产品或投机交易的态度一样，似乎更关注股票市场的波动会带来的后果，对原因却不太关心。

至于冷战对普通股价值的影响，我说的只是我的个人观点，当然并非人人都认同。首先，我认为这有助于商业扩张，同时有利于过去10年的相对稳定。但相反的是，我看不到我们现在正经历的冷战可以为我们的生活和下一代做出什么贡献。在现在这个10年里，我们必须要找到一个方法结束冷战，否则它会转变成大规模的核战争。如果自1949年以来的经济繁荣主要依靠的是巨额的国防支出，那么我们很快就会发现，未来代替冷战的要么是和平，要么是核战争。到了那时，与1929年一片祥和的国际局势相比，今天的国际情形不可能有利于普通股的升值。

政府承诺尽量防止大规模的失业以及严重的大萧条，这不仅是一个新的影响因素，而且有着非常重要的影响作用。预期未来股市的运行周期不同于过去，这种说法的最合理理由与商业周期有些相似。1949年以来的数据强有力地支持了这个结论。每个月更新的“经济周期的发展”数据说明，自1948年以来，一共有4个时期出现了商业萎缩的现象，分别是1948—1949年，1953—1954年，1957—1958年以及1960年。相比于1937—1938年的迅速衰退以及1919年后、1929年后的大萧条来说，上面列出的这4个时期，业务萎缩的幅度还没那么大。自1950年以来，股票市场曾经出现过三次平均指数下跌20%的危机，这恰恰对应了工业产量指数的三次下跌，每次下跌的幅度约为10%左右。如果现在我们已经进入了一个没有萧条的新时代，那么似乎可以合理地推导出这个结论：我们也已经进入了一个不再有熊市的新时代。

III

我的分析还有我的直觉警告我，在这个貌似真实和可靠的平行时期，仍有一些信息可以捕捉。如果现在的情况是，股市与国民产值增长的比例是同步的，那么观察者得出的结论是——也许他多少有点惊讶，不止经济，人性也变得焕然一新了。不过，这样的结论一半是事

实，另一半则是假设。首先，股市的发展水平并不主要由商业的发展水平所决定，而是取决于新的投资理论、投资态度、投机兴趣的增长以及投机交易的增加。一些老套的金融滥用手段虽然曾经在以前的牛市上非常常见，然而现在已经消失不见了。不过，现在有些重新冒头的迹象，而且一些新的滥用手段已经出现，并且飞快地散布开来。企业的财务报表、融资安排、企业公开发行的证券质量以及新发行证券的上市交易，在上述这些领域，我们都能看到新手段的身影。

在我看来，同样重要和危险的是，证券分析师轻易地接受了现在的市场价位以及将市盈率倍数看作证券估值衡量标准的观点。成长型股票的估值，“现金流”，对企业免税股息的期望会导致企业利润显示为“赤字”——这些新的分析观念看上去很合理，但是缺乏自我约束，最终必将导致投资者与投机者误入歧途。总的来说，新的投资理论和技术使我想起了1928—1929年期间二流企业曾大量发行普通股的现象，层次更低的企业也使我想起了1919年的情形。如果商业环境以及企业盈利的相对稳定能创造出市场对普通股的无限热情与无限需求，那么最终这必将会导致股价不再稳定。我们已经在成长型股票身上看到了这一矛盾关系。成功且前途远大的公司，例如美国德州仪器公司（Texas Instruments），之所以会被投机者炒到如此高的价位，就是因为投机者过分强调了公司的未来发展预期，随后市场的反应让德州仪器公司的股价下跌了一半，然而在整个过程中，公司的基本面根本没有发生任何变化。现在这样的例子太多了。成长型股票的价格波动轨迹能让我们提前预测整个市场的最终反应——市场各方面的总体反应，看一看本质上普通股投资是不是已经与普通股投机划等号了。在这种情形下，股票市场会有自己的生命周期，并且独立于经济周期。事实会再次证明，市场周期就是人性周期；它的经济背景会改变，但是它的根本特征或这些特征所导致的结果是不会发生变化的。

这些否认股市出现新特征的论据并不能证明目前股票市场的价位过高——尽管按照旧标准来判断的话，现在的价位确实很高。令人信

服并极其可能的情形是，促进经济发展的新因素将会使得公司盈利的中心值向上移动，并且股票收益率与债券收益率之间的关系比以前更有利。如果整个商业社会可以永远不再爆发经济危机，就像自1941年以来的经济发展一样，那么前面这种猜测当然是对的。我们关心的不是股票市场未来的中心值，而是未来围绕着这个中心值，市场的波动幅度以及后果。

为了减轻人们对新估值标准的偏见，请让我用下面这段话来证明——基于一些可信的计算推导，目前的股票价格水平也许是合理的。我们假设投资者想获得7.5%的年总收益率，其中包括股息收益与市场升值带来的平均收益（7.5%这个目标是根据股息收益率以及证券升值收益率的长期数据制定的；用它作为对未来的预期是很合理的）。然后再假设在无限的未来，公司的盈利与股息每年增长4.2%，这正是这个10年的计划目标。投资者应该对3%的股息收益率感到满意。目前，标准普尔综合指数的点位为65点，仅比近期的最高点低10%左右，这看上去也挺合理。只要做小幅调整就有可能让指数再创新高。

假设永远保持4.5%的增长率并不是不可能的事，那么我们必须要让GNP的增速变得更快，否则在与俄罗斯的竞争中就会输给对方。常见的反对意见是说这只不过是一个假设，过去的经验认为将增长率设定为2.5%是比较合理且符合现实的，4.5%和2.5%之间的差距就相当于标准普尔综合指数65点与39点之间的差距。我的经验告诉我，在应将未来增长率设定为多高的问题上，投资者的选择会受到市场形势的制约，而不是相反。

现在我已经把所有支持或反对“股票市场已经进入了新时代并具有了新特征”的观点及其理由全部介绍了。如果1949年以后的市场走势预示着未来，那么投资股票所带来的累积收益将会难以置信的高。投资者要做的事便是投入大量资金，买入具有代表性的各类普通股，然后再有一点耐心，能耐得住市场平淡时期的“寂寞”。标准普尔500

指数成分股的总体年化复利率大约是13%——让人奇怪的是，这与特别选定的一组成长型股票的平均收益率基本持平。[3]在没有严重干扰的情况下，即使年收益率比这个值低得多，也能为投资者带来满意的回报。

Ⅳ

但是，我认为更可能的情形是，股市的基本特征肯定是像人的本性一样没有发生变化，那么从现在开始不断加大股票投资的交易者就要面对另一种截然不同的局面。新产品可变年金的出现类似于20世纪20年代。在那个牛市期间，美国的投资信托业经历了第一个重要的发展时期。绝大多数支持这个行业的论调也同样适用于共同基金的份额销售以及股票投资。1929年的大股灾让信托基金行业遭遇了严峻的挑战，甚至是倒退。一般来说，这是导致人们对普通股投资信心大幅下降的原因之一。当然，很多人，尽管不足总数的一半，还是熬过了这场劫难，重新为自己赢得了比以往更多的敬意。而且，定期定额投资法这种最常见的股票追加投资方式，在经历了20年由不满意到普普通通的发展历程以后，终于证明了自己。[4]

根据定期定额投资法的理论所进行的计算推导让我们敢于更大胆地预测，这种策略最终必将取得成功——不管投资者从何时开始执行这一策略，也不管市场形势如何风云变幻，只要他们都能坚持不懈地始终执行这一策略。这可不是一个可有可无的附带条件，而是必须遵守的条件。假设定期定额投资策略是个与众不同的人，那么不管股票市场的气氛是愉悦欢快还是阴郁愁苦，他都不会受到影响。不过，我很怀疑这一点，因为使用这种投资策略的大多数人都是普通人，他们之所以会参加股票定投项目，只不过是被共同基金销售人员的巧舌如簧给说服了（现如今，共同基金行业的销售技巧非常高超）。

让我们再回顾一下我对股票市场特征以及股票累积投资这两个问题的评论。首先，我对过去12年以及过去90年间的股票市场走势进行了统计数据的比较分析。但是，我们知道，人们对股市市场行为的分析远不止90年，实际上应该从1711年南海公司（South Sea Company）算起，距今已经整整两个半世纪了。在1934年出版的第1版《证券分析》中，我们认为20世纪20年代股市的疯狂只不过是“南海泡沫事件”的重复而已。通过比较，我们发现，现在市场的行为反应更合理、更稳重，同时也更让人放心。今天，没有任何人，甚至连那些根深蒂固的保守主义者（比如我），会希望类似于1929—1932年经济大萧条那样的惨剧在股票市场或经济领域再次上演。但是我仍然感觉金融行业对未来的前景过于自信，以为普通股市再也不会爆发危机，市场累积的财富再也不会大幅缩水。

一个伟大的公司可以经得起巨大的时代变迁，一个好的制度也应该这样，而普通股投资以及股票定投策略也很重要。但是，牛市从来都不会演变为一种金融制度，并且鉴于人性存在诸多的弱点，我很怀疑这种诱人的发展前景最终是否真的能够实现。

本章小结

我对目前股票市场的评价是：市场机制刚刚摒弃旧标准，但是尚未找到值得信赖的新标准（从这个角度来看，当代的投资活动与当代油画艺术所处的境地是一样的）。市场也许会重新使用旧的估值标准，但是更有可能的是，最终会建立起更新、更自由的股票估值标准。如果是前一种情形，对很多采用定期定额投资策略的交易者来说，普通股的收益肯定会让他们失望。如果市场想确立基础稳固、更新且更高的估值标准，那么我猜测也许这是一个不断试错的过程，我们无法预料需要多长时间，也不知道会出现多少次高低起伏或左右摇摆，波动的幅度也难以预测。我不知道在未来15年时间

里，债券的收益率是否会优于股票。但是，我所知道的是，美国教师退休基金会的管理人员非常明智，会一直坚持将受益人至少一半的资金投资于债券，其余的投资于股票。

第10章
通胀的国库券与“紧缩”的股东：公司是要榨干它的所有者吗(14)
（写于1932年）

五折出售美国

在公开市场上，有超过1/3的工业公司股票，其交易价格低于公司速动资产的账面净值。许多普通股的售价都低于其公司财务报表上的现金价值。

那些商业贷款风险低的公司并不需要借钱。在这样一个新时代里，股东会为它们提供大量的闲置现金。公司的财务主管高枕无忧，但是股东每天却坐立不安。

银行不再直接给大企业放贷，而是将钱借给股东，使得他们以虚高的价格购买公司的股票，从而为公司提供了充足的融资金额。

公司、董事和股东的责任分别是什么？如何划分职责才是最佳的解决办法？股东到底是公司的部分共有者，还是冤大头？

早在1929年的时候，公司所采用的方法就是赋予股东能够退股的权利，减少资本化，平衡公司与股东之间的负担。现在，难道公司要彻底转变这种方法吗？如果因为未来可能出现的长期持续亏损，使得市场行情走低，从而大量的现金储备出现折价，那么，股东是不是可以在他的钱消耗殆尽之前，就要求进行清算呢？

公司这样运作，对股东公平吗？

假设你是一家大型制造企业的所有者。像其他许多人一样，你在1931年赔了钱；近期前景也并不乐观，你对未来感到悲观，并且愿意以较低的价格出售企业。潜在的买主向你要财务报表。事实上，你可以给他一张业绩非常优异的资产负债表：

现金和美国政府债券	8 500 000 美元
应收账款及商品	15 000 000 美元
工厂、不动产等	14 000 000 美元
	37 500 000 美元
扣除流动负债	1 300 000 美元
净值	36 200 000 美元

买主随意翻看了一下，然后出价500万美元要买你的企业——包括现金、自由债券以及其他的一切。你会卖吗？这个问题看上去就像是一个笑话。只要是一个正常人，就不可能用500万美元换850万美元的现金资产，更不要说2 800万美元的其他资产。这种交易听起来很荒谬，但怀特汽车公司（White Motors）的不少股东确实这么做了，或者说他们所做的事情跟这种情况类似，以7～8美元的价格，将所有的股票卖光了。

上述数据向我们揭示了怀特汽车公司在1931年12月31日的状况。每股7.37美元的价格已经算比较低了，然而在这个较低的价格水平上，该公司的65万股份以480万美元的价格被售出，而公司的现金及现金等价物的60%就有480万美元之多，这也仅占公司速动资产净值的20%。普通股并无其他的出资义务，而唯一的负债就只有上面显示的当前应付账款。

一家历史悠久的大公司，在市场上所卖出的价格，竟然只占其速动资产的一小部分，毫无疑问，这让人感到很惊讶。

但令人印象更为深刻的是，我们发现很多其他企业也在以低于其银行现金存款的市价主动抛售自己。更有甚者，相当一部分企业的售价都低于他们的速动资产价值，更别提还有工厂和所有其他的固定资产了。这意味着，大量美国企业在市场上的报价远远低于其清算价值，从华尔街的最优判断来看，这些企业破产比延续更有价值。

大多数工业企业应该进行有序清算，清算的价值至少不能低于其速动资产的规模。虽然说工厂、房地产等不能按照其账面价值出售，但它们还是足够弥补应收账款和商品价值的缩水的。如果这个假设不合理，那么，我们的大企业所采用的会计方法就存在根本性的错误。

在笔者的指导下，哥伦比亚大学商学院进行的一项研究显示，包括在纽交所上市的约600家工业企业中，有超过200家或接近1/3的公司，已经以低于速动资产净值的价格出售了。其中，超过50家的售价还不到它们现金和有价证券的价值。在表10-1给出的部分清单中，就包括属于后一类且更具代表性的公司。

表10-1　一些售价低于其现金资产的股票

单位：美元

公司	1932年的市场最低价	最低价时公司的市场价值	现金和可交易证券金额	流动资产减去所有负债	每股现金资产	每股净速动资产
Am. Car & Fdry[a]	20¼	9 225	14 950	32 341	50	108
Am. Locomotive[a]	30¼	14 709	14 829	22 630	41	63
Am. Steel Foun.[a]	60	8 021	8 046	11 720	128	186
Am. Woolen[a]	15¼	8 354	14 603	40 769	30½	85
Congoleum	7	10 078	10 802	16 288	7	12
Howe Sound	6	2 886	4 910	5 254	10	11
Hudson Motors	4⅛	6 377	8 462	10 712	5½	7
Hupp Motors	2	2 664	7 236	10 000	5½	7½
Lima Locomotive	8½	1 581	3 620	6 772	19	36
Magma Copper	4½	1 836	3 771	4 825	9	12
Marlin Rockwell	7½	2 520	3 834	4 310	11½	13
Motor Products	13	2 457	2 950	3 615	15½	19
Munsingwear	10⅞	1 805	2 888	5 769	17	34
Nash Motors	10	27 000	36 560	37 076	13½	14
N.Y. Air Brake	4½	1 170	1 474	2 367	5	9
Opp'hm Collins	5	1 050	2 016	3 150	9½	15
Reo Motors	1½	2 716	5 321	10 332	3	5½
S. O. of Kansas	7	2 240	2 760	4 477	8½	14
Stewart Warner	2⅜	3 023	4 648	8 303	3½	7
White Motors	7¾	4 938	8 620	22 167	13	34

注：a．优先股。

这种情况意味着什么呢？经验丰富的金融从业者肯定会回答说，这意味着股票总是在繁荣过后以过低的价格出售。正如纽交所主席所证实的那样：“在这样的时代，受惊吓的人们让美国经济现出了原形。”

换句话说，这种情况之所以会发生，是因为这些有企业但没有钱或者有钱但没有企业的人，都希望在价低时买进股票。在以前的熊市里，我们不也遇到过这样的情形吗，比如，1921年的时候？

然而，真实的情况则完全相反。在第一次世界大战后的大萧条时期，股票虽然以较低的价格出售，但在证券交易所，却很少有人可以用低于速动资产价值的价格买到，也不可能用低于该公司可用现金的价格买到这些股票。

我们对两个不同的时期进行了比较，比较的对象涵盖了具有代表性的企业，得出来的结果可以说令人震惊。比较结果表明，1931年的企业经营业绩其实并不比1921年差。在1931年的时候，这些公司正在以各自流动资产一半的价格出售；而10年前的1921年，企业流动资产的规模只有底价的一半。考虑到现金资产，当前的价格相比于1921年的价格，低了6倍。

因此，我们必须认识到，现在的情况还不是典型的熊市。从广义上讲，它是全新的、前所未有的。这是继1928—1929年之后新时代里又一个奇怪、讽刺、疯狂的现象。它反映了金融人士的态度和国家金融体系中深刻却又不为常人所知的变革。

两个貌似可信、看似无辜的想法被扭曲和利用成了疯狂的金融福音，这两个想法是：第一，好股票都是好的投资；第二，价值取决于盈利能力。结果，把我们所有的投资者都变成了投机者，企业是有钱了，可股东却一贫如洗。商业贷款和华尔街融资的相对重要性被倒置了，只靠出台一些颠三倒四的会计政策和完全非理性的价值标准——在很大程度上看，这些就是引发自相矛盾的经济萧条的原因所在，而我们自己也被经济萧条所迷惑。

许多股票售价远远低于其营运资金，这样一个简单的事实背后，其实存在着一系列复杂的原因、结果和影响。本文接下来将详细阐述形成目前这种特殊情况的原因，而其他方面存在的分歧，将会在以后发表的文章中加以论述。

当前市场价格和流动性资产的差别，在很大程度上是由于最近几年股东行使认购权，使得大量的现金如洪水般涌进他们的公司。这种

现象，是1928—1929年大牛市中的一个显著特点，但却出现了两种截然相反的后果。一方面，额外的资金极大地改善了公司的现金流及营运资金状况；另一方面，发行额外股份也大大增加了股票的供应，弱化他们的市场地位，强化市场走低的趋势。因此，同样的状况，既可以提高股票的内在价值，也可以压低股票的市场价格。

然而，令人生疑的是，如果在过去10年时间里，投资者仍保持着研读资产负债表的习惯，下跌的走势不至于到目前这种程度。在过去一年里，大部分股票抛售是出于恐惧而不是出于理性。如果这些胆小的持有人都能清楚地看到他们所抛售的股票只是各自流动资产的一小部分，他们中的许多人可能会做出其他的选择。

但是，由于价值与盈利能力相挂钩，股东不再关心企业拥有什么，甚至连企业存在银行里的钱都不在乎了。

毫无疑问，过去的投资者过于强调账面价值，而对资产所能带来的收益关注较少。忽略那些企业账目上的各类数字不失为一个良策，除非这些数字有着与其相称的盈利能力。和华尔街大多数的理念一样，这一观点被过度利用。结果就是，引起大家对报告盈余过分重视，而企业盈余可能只是暂时的，甚至还带有一定的欺骗性。这一观点还完全忽视了构成证券价值的一个非常重要的因素，即公司营运资本的头寸状况。

华尔街对很多公众企业进行估值，采用的却是一个完全不同于私营企业的价值标准。在行情好的时候，由普通的商业标准评定的资产在证券交易所的价格高得惊人；而现在有了补偿法则，同样是这些公司，其资产估价却又低得惊人。

造成股票现在的价格低于其速动资产价值的另外一个原因，是投资者害怕未来经营出现亏损。许多读者认为，这是导致目前市场水平较低的潜在原因。这些报价不仅反映了盈利能力的缺失，同时也表明

存在“不断削减的权力”，这带来了当前股票背后所代表的营运资本的浪费。

1/3的美国企业注定要继续亏损，除非股东抛光他们所有的股份，这会是真的吗？这就是股市在确定性环境下的必然结果？这显然是错误的，我们总是在对未来的主要判断上出错。众所周知，华尔街的逻辑是不可靠的，经常会自相矛盾。例如，对铁路市场的绝望是来源于卡车将会抢占它们大部分的市场份额，与此同时，卡车行业也不被市场看好，所以，尽管卡车企业股票的价值很高，但投资者却放弃股票来换得一小部分的流动资金。

然而，即使在繁荣时期，许多企业做出了许多承诺，但最终也是半途而废，可以肯定的是，这种运气不佳的企业的数量，比以前增加了不少。处于弱势地位的企业将会发现，想要生存下去是很困难的，也许压根不可能。因此，在一些极端情况下，市场会灭绝的预言会得到证实。尽管如此，但用只占清算价值一小部分的价格大规模抛售股票，一定存在一个根本性错误。

如果一个企业注定要亏钱，为什么还要继续经营呢？如果它的未来是如此的无望，它继续经营下去的价值还远远比不上把它卖了值钱，那为什么不清算它呢？

当然，企业的所有者有着比给现金更好的选择，他们只是担心这些选择最终都会消失。让我们回到本文一开始提到的，怀特汽车公司股东和私人工厂老板之间签订的合同上。

问题背后的逻辑关系其实很简单。怀特汽车公司继续经营下去的价值，要么比其在银行的现金多，要么比银行的现金少。如果比银行里的现金多，那么股东以远低于其现金价值的价格抛售股票的做法，简直是愚蠢至极，除非他有不得已的苦衷。如果比银行里的现金少，企业就应该被清算，每个股东就能获得现金以及其他资产所能带来的价值。

显然，股东们已经忘记了应该多看看资产负债表。他们也都忘记了，他们是企业的所有者，而不仅仅是股票代码和价格的主人。是时候做一些改变了，我们应该让成千上万的美国股东，把眼光从每天长时间地盯着股市行情，转到关注企业自身上来。毕竟他们才是企业的主人，企业之所以会存在，是基于他们的利益所在，并且会为他们带来快乐。

当然，对这些企业的监督，必须委托董事，并让拿着薪水的管理层来执行。但是，所有者的钱是否可以因为经营亏损而出现浪费，以及当他们自身都急需资金时，是否还应该为企业贡献大量的非生产性现金，这些都是每个股东必须思考，并且对自己的决定负责的问题。

这些都不是管理上的问题，这些都是产权问题。在这些问题上，管理层的意见也许举足轻重，但是还没有到决定性的程度。

今天的股东，不仅仅需要有关注资产负债表的意识，更重要的是，要有所有权的意识。如果他们意识到自己作为企业所有者应该享受相应的权利，这种因现金和资产负重不堪而争相抛售所持股票的疯狂景象，就不会出现在我们眼前。或许就是公司本身在回购市场上那些他们所抛售的股票，极具讽刺意味的是，我们看到，股东自己的现金还少得可怜，根本不够支付。

传说中的诙谐的理发师打着广告说：

你知道吗——

我们不仅免费给您刮脸，还送您一杯饮料！

即便没有说完整，这句广告语也可能被今天的股东们当作箴言。他们把手中的库存和应收账款的份额亏本抛出，然后便转而投身于房地产、建筑业、机械行业。

这种幽默可以被进一步解读，但需要的不是俏皮话，而是在直面股东、管理人员和银行家的时候，对至关重要的问题做出直截了当的表述。这些将会在随后的文章中谈到。

第11章
资本雄厚的公司是否应该将现金返还股东(15)

（写于1932年）

在前面的文章中，我们提到了这样一个问题：企业持有的现金资产与其股价存在严重的不匹配。这个现象，一般而言，我们都认为是企业大量增发新股所导致的。增发新股将钱从股东的口袋里转到了企业的账户上。根据纽交所的数据，1926—1930年间，仅挂牌交易的企业，就通过这种方式获得了至少50亿美元的资金。

这期间，企业通过发行证券，公开募集资金总额超过290亿美元。这290亿美元中，只有很小一部分可能重新回到了个人投资者手里，大部分资金还是投入了企业的再生产过程中——要么扩大生产规模，要么补充营运资本。

必须明确一点，还有一大笔资金被以未分配利润的形式积累起来。在如此巨大的现金流入后，即便这些资金被消费或被亏损，抑或被当作股息支付给股东，但毫无疑问，企业的资产规模还是增加了不少。

然而，提供这些资金的投资者和股东又得到什么了呢？他们的财富没有任何增长，有的甚至背上了沉重的债务负担。但企业在获得投资者的“慷慨解囊”后，既解决了发展过程中的资金“瓶颈”，实现了财富的快速积累，同时又解决了偿债资金的来源问题。

这就带来了一个很诡异的后果：股东夜不能寐，承受着巨大的财务压力；而企业高管却高枕无忧，甚至还因股票增发变得富有起来。

诚然，公众持股份额越多，意味着其所拥有的企业现金资产的权限也就越大。但事实上，对股东而言，这并没有多大意义。如果股东遇到流动性问题，银行不会提供以股票为抵押的贷款，或者提供保证金贷款。如果股东想卖出股票，就必须承担股票价格波动带来的风险。如果股东要求企业管理层分出一些原本属于他们的现金资产，管理层可能会用一个微笑来打发股东。或者可能出现这样的情况，即管理层表现“仁慈”，以市价回购股东手中的股票。当然，回购的价格仅为股票公允价值的一小部分。

与此同时，企业在新时期里通过增发新股募集大量资金的行为，不仅给股东带来财务上的困境，还沉重打击了银行体系。一直以来，商业贷款都是信用体系中的核心业务与天然屏障。虽然证券贷款的业务规模逐渐上升到第二名的位置，但它们的信用等级却要差许多。

但近年来企业与公众之间出现了一些什么样的变化呢？企业更多地采用了证券贷款，商业贷款的需求在减少。银行不是直接将钱贷给大企业，而是被迫接受股东以所持有的企业股票作为抵押，发放贷款，或者用银行自己的账户直接买入这些证券。

银行贷款构成比例的变动情况，可以从美国联邦储备系统所提供的数据中得到佐证（见表11-1）。

表11-1　1920—1930年银行贷款构成变动情况

单位：百万美元

	商业贷款	证券贷款	总额
1920年10月	9 741	7 451	17 192
1932年5月	6 779	12 498	19 277

这数年间发生的变化，使得股东的处境更为糟糕，也让银行陷入了一种进退两难的尴尬之中。最优等级的贷款类别已经被最差等级的

贷款类别所取代。之前，贷款的安全性以及企业的偿债能力都是取决于大企业的财务状况，而如今，却被股票市场的波动性所取代。

成千上万的股东，虽然他们是公司的所有者，但现在却发现自己处于一个很荒谬的境地。例如，他们所持有的股票市场价值大约只有1000万美元，最高可抵押换来800万美元。而只有1 500万美元资产的企业，却可以借到远远超过其速动资产规模的贷款。如果这家企业的所有者能够实际掌控企业，他不仅可以从企业中抽离大约1 500万美元的现金及现金等价物，而且还能从银行获得500万美元的贷款。即便这样，他仍然可以让企业正常运作，并持有大量的股份。

如果股东以每股10美元的价格将所持有的股票作抵押去申请银行贷款，银行可能会犹豫；但同一家银行却乐意将钱贷给企业，而这些贷款足以支持企业以每股15美元的价格从股东手中回购股份。

一方面，企业掌控着大量的现金和丰富的信贷资源；另一方面，这些企业的股东将大量的资金注入企业，却不能够将自己所拥有的企业资产变现，或者从企业借出现金，哪怕这只占他们所拥有企业权益的很小一部分。于是就造成了这样的局面：股东昔日慷慨解囊为企业贡献资金来源，而当股东今日面临流动性问题时，企业却“一毛不拔”。

银行看似是罪魁祸首之一，但事实上，他们也是这一状况的受害者。信贷结构的变化扭曲了原先的信贷体系，加剧了信用风险，违约等情况时有发生。银行在这个过程中也接受教训，决定重拾商业贷款，将它们放在优先考虑的位置。

但现在谁是商业贷款的借款主体呢？历史信用记录良好的大企业会有季节性贷款的需求吗？还真不一定。这些大企业并不需要银行的支持，当融资很容易的时候，它们直接可以从股东那里获得企业发展所需要的资金。

商业贷款的借款人主要有三类：第一类，小型或私人企业——可能是不错的企业，也可能不是；第二类，在上一次经济繁荣时期信用状况较差的大型工业集团；第三类，需要临时现金补充的铁路、市政公司，并通过永久性的融资加以偿还——就所有能够考虑到的情况来说，这是问题的根源之一。

必须意识到，以股票为抵押品的贷款正侵害着银行体系以及绝大多数股东的利益。有没有补救措施呢？肯定有，而最简单的方法就是：让企业将维持日常运转以外的闲置资金返还给股东。

这一举措最直接的好处就是，首先，它改善了股东的财务状况，为他们提供了资金，可以满足他们必要的需求，或者将钱用在他们想要的地方。其次，这有利于提升公众信心，提高公司股价，因为公众很在意美国企业背后所蕴含的现金价值。最后，它还有利于改善银行的信贷结构，提高商业贷款的比重（特别是在企业扩张的时候），并允许企业偿还一定数量的证券贷款。

如何将现金返还给股东呢？最好的选择是财务上直接返还，这种方法已经引发了当前股东面临的困境。企业不仅要为股东提供买入股票的权利，还应该为股东提供按照特定价格卖出一定比例股票的权利。约定股票的卖出价格应该高于当前的市价，但在大多数情况下，约定的价格低于每股净速动资产的价值，从而大大低于每股账面价值。从企业的角度来看，这种回购行为将会带来剩余股份的盈余与净流动资产的同时上升。

有一些企业就是按照上述流程操作的，最早采取这一措施的是西蒙斯石油公司（Simms Petroleum）。近期，汉密尔顿羊毛制品公司（Hamilton Woolen）回购了1/6的流通股份，回购价格大约为每股65美元，这相当于其净速动资产的价值，但比它的市场价格要高许多。此举相当于向股东返还了1929年间通过增发新股募集的大部分资金。

其他的企业，如无敌汽车公司（Peerless Motors），通过不注销股票的特别发放形式，将盈余资金返还给股东。尤里卡吸尘器公司（Eureka Vacuum Cleaner）为缓解危机带来的影响，宣布以特别发放的方式支持其他企业的发展。还有部分企业，如著名的标准石油公司（Standard Oil）以及一些新英格兰的工厂通过降低股票面值的形式，将盈余资金返还给了股东。

上述这些方法最终的目标都是相同的，其差异主要在于技术层面。我们所建议的股份回购方法，在绝大多数情形下，都比直接降低股票面值更具操作性。而且与直接派发股息相比，股份回购在记账方面更具优势。此外，与优先认股权相比较，股份回购在逻辑上更具吸引力。

相当数量的企业，开始在公开市场上运用盈余资金回购股票。这也意味着，部分企业资金开始流向股东。毫无疑问，这对稳定市场价格非常有利，从而有助于限制抛盘，以合理的价格回购股份对现有股东来说也是一种福利。很显然，以这种方式处理盈余资金的企业，与那些拼命将钱留在银行的企业相比较，显得要大方许多。

然而，这一模式受到了各种各样的反对。如果回购的价格过高，董事们就要面临反对者的批评，而回购的受益者却不再对董事会或者企业感兴趣了。如果要避免这一状况，董事会就必须在股价非常低的时候回购股份，可这样做，对股东来说又是非常不公平的事情。此外，这些并不公开透明的市场操作，可能还会给公司董事和内部人士提供谋求不当利益的机会。

班迪克斯航空公司（Bendix Aviation）近期派发了股息，同时宣布在公开市场上大规模回购股份的计划。其他一些现金盈余充足的企业也效仿这种股息政策，尽管有的企业并未将回购股份的计划对外披露。对股东而言，这样的操作可能有失公允。当企业拥有累积盈余且现金充足，董事会首先应该用这些闲置资金满足发放股息的需要。

企业累积盈余，最主要的作用就是平抑经济波动对企业的影响，使企业有充足的现金维持股息的发放。因此，没有盈利并不应该成为企业中断股息发放的理由。将本应该作为股息发放给股东的钱留存下来，在股票价格处于非常低的位置时，用这部分钱回购股东手中的股票，这种行为涉嫌欺诈交易。

正是因为上述原因，所以我们并不认为在公开市场上回购股票是将公司现金返还给股东的最佳方式。按比例注销部分股票，对于卖出股票和持有股票的股东而言，不存在利益冲突；从管理层的角度来看，这种做法也杜绝了任何不公平交易的机会。

那些以低于净流动资产价值的价格出售股份的企业（参见表10-1），从其披露的信息来看，均拥有较多的闲置资金。如果股东对管理层施压，他们能追回一笔可观的盈余现金，这将会改善中小股东的财务状况，提升市场交易活跃度，减少银行的坏账。

为了实现这一理想目标，股东首先必须意识到盈余资金的存在，并对企业的资产负债表保持密切关注。最近几年，财经专栏作家一致认为，与盈利能力相比较，资产价值并不重要。然而，似乎没有人意识到，不管是忽视资产的价值，还是过分强调资产的价值，都可能（或者已经）矫枉过正，结果都不会好到哪儿去。

在整个新时期里，对众多蓝筹股的狂热追捧来源于对盈利趋势的过分关注。每股净利润从4美元增长到5美元，仅仅是这1美元的增长，就可以将乘数从10上调至15，股票的价值也就从40美元上涨至75美元。遵循着这样的理念，估值变得盲目且主观，其结果就是，打着“投资”的旗号，每个人都成为了肆无忌惮的赌徒。

正是在这种利益的诱惑下，投资者的投资行为演变成了猖狂的投机活动，虽然它延长了1928—1929年的经济繁荣，但也引发了随之而来的经济危机。随着股票市场的崩盘，很多企业破产了，正如我们所看到的那样。

新的会计操作规范为操纵盈利大开了方便之门。为了削减折旧费用，从而虚增利润，固定资产可以作价为1美元。这么做的理论基础是，通过降低资产价值，我们可以提高盈利能力，进而提升市场价值。既然没有人关心资产价值，又何必在乎账面上的价值是多少？这是财务领域又一个被利用的童话故事。

与上一次股票掺水受到严重批评相比，这一次的会计操作，面对的却是完全不同的结果。股票掺水就是抬高固定资产的价格，从而虚增账面价值，这样就可以在市场上卖一个好价格。这一次，虚增的不是资产的价值，而是盈利能力。虽然操作流程完全相反，但是，目的和背后的骗术却并无二致。

由于投资者和投机者均对企业利润表盲目迷信，于是，仅会计方法的改变就会引起股票市价的宽幅震荡。市场上这种造假机会还是有很多的，相关人士不可能会对这些机会视而不见。

一家在纽交所上市的企业，近期仅仅通过补足商誉，并将差额计入当期损益中，就让经营性损失变成了经营性利润，而根本不会有人提到这中间的细节。很显然，管理层认为股东不可能会认真审视企业的资产负债表，从而不会发现他们的造假行为。这并不是没有道理。

同时，对资产价值的忽视，也给企业重组和并购带来了一些新的麻烦。对债权人来说，企业不再对债务直接用现金进行偿付；对股东来说，在合并过程中，原来投入的资金被迫转换成优先购股权。例如，菲斯克橡胶公司（Fisk Rubber Co.）每1 000美元的逾期未偿债务中，企业有400美元的现金以及900美元左右的速动资产可供偿债，当然，这些还不包括企业厂房等固定资产。然而，企业重组计划并没有将现金偿还给债权人，而是以新成立企业的股票作为偿债方式。

与此类似，草原管道公司（Prairie Pipe Line）的股东所持有的股票，每股现金价值为12美元，他们对此感到满意。在并购之后，他

们突然发现，他们所持有的新公司股票，没有现金价值，而且，这些股票的市值还不到他们原来所持股票现金价值的一半。

在我们看来，所有这些奇怪的现象均源于股东并未意识到自己享有与私营企业合伙人相同的财产地位与法定权利。华尔街的各种策略与方法也都忽视了这一简单的事实。如果这个观点能够在全美数百万的投资者中得以修正，那么，这对卓有成效的公司治理模式与理智的股票估值方式的完善，都会产生深远影响。

第12章
资本雄厚却正在亏损的企业应该被清算吗[(16)]

（写于1932年）

目前，我们面临的是前所未有的新情况：超过1/3的工业企业售价低于净流动资产，还有大量企业的市场价格低于他们可支配的现金。针对这种情况，我们已经在之前的文章中指出了三个可能的原因：

- 第一，忽略了基本的事实；
- 第二，强制出售和无力购买；
- 第三，由于担心现有流动资产会流失而不愿意购买。

在前面的文章中，我们讨论了前两个原因以及由它们引发的诸多启示。然而，不管是因为忽视现状，还是害怕公众施加的财务压力，都无法对当前低迷的市场价格水平做出完整的解读。

如果不附加任何的条件，金币（gold dollar）的实际价格为50美分，由于需求强劲、购买力旺盛，金币的价格可能会迅速抬升。在50美分甚至更低的价格水平上，公司金币的数量充足，但是它们通常带有附加条件。虽然它们属于股东，但是股东不能掌控这些金币。股东可能不得不坐下来，看着它们越变越少，直至消失，就好比经营性亏损带来的影响。正因为这个原因，公众无法接受公司金币，即使公司的现金持有量与其市价相当。

事实上，精明的读者可能会不耐烦地问：“当公司不准备清算时，为什么一直都在讨论清算价值？对于股东而言，他们在公司现金账户上的利息，理论上等同于工厂固定设备账户上应该产生的利息。如果企业被清算，那么，股东就应该获得这部分现金；如果企业能够继续盈利，那么，公司的价值就是其账面价值。如果我们手头上有些现金……”

这种批评很有道理，但是，回应这种批评也很容易。股东没有能力让自己的企业盈利，但他们却有权对其进行清算。说到底，这根本不是一个理论问题，而是一个非常现实而又紧迫的难题。同时，它还是一个非常有争议的问题。这个问题包括公司管理层与股票市场之间的一个不容置疑的判断矛盾，以及公司管理层与股东之间的一个可能的利益冲突。

用最简单的术语来描述上述问题，就是：到底是管理层出错了，还是市场出错了？难道如此低的价格，只是非理性恐惧的产物，或者它们是在传递一个严重的警告，是清算还是等等再说？

现在，就像回答公司其他难题一样，股东将这个问题抛给了管理层。然而，当管理层的判断与市场的判断出现严重分歧时，让管理层决定谁对谁错，这种做法看上去非常幼稚。当问题牵扯到管理层与股东之间的矛盾冲突时，就显得尤为荒唐。因为管理层的薪水是由公司发放的，而股东才是公司的真正所有者。就像如果你是一家经营不善的杂货店的老板，你不会让一个拿酬劳的经理来帮你决定是继续经营还是关闭店铺。

在这个关键的问题上，公司管理领域的两个错误的信条让公众固有的无力感变得更为凝重。第一个信条是，对于公司股票的市场价格，董事会没有责任或者说不感兴趣；第二个信条是，公司外部股东不清楚公司业务，因此，他们的观点不值得考虑，除非这些观点是由管理层提出的。

借助第一个信条，董事们成功地规避了一系列难题，这些难题都是基于股票市场价格而产生的。第二个信条作用也很大，当外部股东认为管理层的做法不明智，或者不是以股东利益最大化为出发点时，借助这一信条，管理层可以将这些声音迅速打压下去。这两个信条结合起来，就成了管理层的一把完美的保护伞。当现实表明，清算最有利于股东利益时，管理层就会借助这把保护伞，让公司能够继续经营下去。

董事并不关心股票的市场价格，这一公认的观念本身就是虚伪荒谬的。当然，管理者对市场波动是不需要负责任的，但是，他们应该意识到，过高或者过低的股票价格水平都是不合理的。董事有责任保护股东免受市场价值贬值的风险，只要在他们权力的合法范围内，他们就有责任保护股东避免遭受收入或资产的损失。

如果这份责任被管理层认可并且坚持下来了，那么，当前市场价格与清算价值之间的荒诞关系就不可能会出现。董事会和股东都意识到，股票的真实价格水平在任何情况下都不应该低于企业的变现价值，反过来，企业的变现价值通常也不会低于企业净速动资产价值。

他们将进一步认识到，如果企业的真实价值低于其可变现价值，那么，企业就应该被清算。最终，董事会将会承认，他们有责任保护企业可变现价值免受损失，并在合理的范围内确保股票价格水平不会长时间、大幅度地低于企业的可变现价值。

因此，董事会不会对股票价格跌到非常低的水平熟视无睹，相反，他们会采取一些建设性行动，来应对股票价格下降带来的挑战。首先，董事会将会尽一切努力维持股息的发放，确保股息处于一个与最低股票真实价值相称的水平。出于这个目的，他们会巧妙地处理累积盈余，确保公司的财务状况处于盈余状态。其次，他们肯定会转移股东的注意力，让股东意识到最低清算价值超过股票市场价格，并让股东相信，这个清算价值是完全可以实现的。再次，在可能的情况

下，他们将在一个公平的价格水平上，通过销股或者按一定比例回购股份，将公司现金盈余返还给股东，帮助股东改善财务状况。在前面的文章中，我们提出过类似的建议。

最后，董事会将会仔细研究公司的现状和前景，以确保公司可变现价值不会出现大幅度下降。如果他们发现存在导致未来发生严重损失的危险，他们会认真地考虑股东的利益，以确定股东的利益在公司被出售或清算时是否得到最大的满足。

然而，尽管市场明确表示公司应该被清算，但没有迹象表明管理层给予这个问题认真的思考。事实上，股权多元化的公司很少自愿解体，这可能是一个值得研究的课题，或是一个让人困惑的问题。在私营企业里，从企业撤资是每天都会发生的事情；但在股权分散的企业里，这种现象却很少出现。

当然，破产后的清算经常会出现，但在司法介入前就关门，在华尔街的潜规则看来，这是令人反感的做法。有一点倒是可以为我们的管理层开脱——他们不是轻易放弃的人。幽默大师乔西·比林斯（Josh Billings）出于爱国热情，宁愿与妻子撇清所有关系，与他类似，管理层为了让企业继续运转下去，宁愿花光股东所有的钱，一分不剩。

高薪管理层必须遵循代表股东利益的董事会所做的决定——如果有必要，这些决定甚至会违背管理层的利益，真的是这样吗？在理论上，这个说法成立，但在实践中，行不通。

对任意一个有代表性的董事会进行研究都会找到原因。我们会发现：

- 高薪管理层首先关心的是自己的工作，第二才是股东的权益；

- 投资银行家最感兴趣的是承销利润；
- 商业银行家最关注的是放贷和确保贷款安全；
- 处理各种公司业务的个体；
- 只有很少一部分董事会关注股东的福利。

即便是董事会成员，通常也受制于与经理层的友好关系（董事会提名经理层），从而使得整个董事会的会议气氛朝着不利于股东利益的方向发展，转而满足经理层的要求。这并不是说董事不诚实，而是他们也是普通人。在本人当选为几个董事会的成员后，这方面的感悟更为深刻。

结论显而易见，对于股东而言，清算是一个很特别的问题。它不仅取决于股东独立的判断和偏好，而且在大多数情况下，影响清算的积极性和压力必须来自股东而不是董事会。考虑到这方面的关系，我们相信，充分认识下面的原则，对我们理解清算有着非常大的帮助：

公司股票持续以低于清算价值的价格出售，自然就会产生这样一个问题：清算是否明智。

请注意，我们并不认为低价可以证明清算是必要的。它只是证明任何股东都可以提出这个问题，并且有权得到重视和尊重。

这意味着股东应该以开放的心态来考虑问题，并以事实为依据，做出最好的个人判断，决定是否进行清算。毫无疑问，在许多情况下，也许可以说是大多数情况下，客观公平的研究将表明清算是不合理的。在正常情况下，与清算能实现的总价值相比，持续经营带来的价值可能会更高一些。因此，我们应该确保企业安然度过经济萧条的冲击，尽管从目前来看，企业还面临着经营亏损的现实问题。

然而，可以想象的是，在目前经济困难的境况下，许多企业主可能会认为，缩减规模而不是继续经营，效果可能会更好。这一想法对整个经济形势走向又会带来什么样的影响呢？这是不是意味着经济紧缩、失业和购买力下降的恶性循环呢？股东会损害自己的利益吗？从表面上看，似乎如此，但有力的论据会证明，结果可能正好相反。

继续经营状况不佳的企业，可以说对整个美国的经济状况有百害而无一利。我们不仅遭受着产能过剩的困扰，还面临着许多没有生存机会的公司带来的破坏性竞争。这些企业依然存续着，对股东以及它们所处的行业来说，都是一种损失。

这些企业自己没有能力赚取任何利润，却破坏了其他企业盈利的机会。它们破产，可能会带来行业供求关系的改善，从而让活下来的企业获得更大的市场份额，进一步降低生产成本。棉纺织品行业正在积极行动，努力实现这一目标。

从就业的角度来看，让无利可图的企业破产清算，并不会降低产品的需求。因此，产品的生产转移到其他地方，总的就业人数并不会减少。相关的个体可能会面临巨大的困难，这个无法否认，也不应该淡化。可是，在任何情况下，在经济基础并不稳固的企业里工作，本身就是一件风险很大的事情。必须承认，我们应该给员工以关怀和同情，但是要知道，经济规律并不支持我们为了解决就业问题就可以牺牲股东的资本和利益。

面对当前产能过剩的困境，我们还没有找到任何方法来阻止经济衰退。但毫无疑问，肯定存在这样的方法，可以缓解股东的困境——虽然他们名义上的资产很多，但能实现的却很少。对于士气低落的美国股东来说，这一新颖的观点可能会帮助他们解决难题。

BENJAMIN GRAHAM

BUILDING A PROFESSION

| 第三部分 |

拓宽证券分析的适用领域

本杰明·格雷厄姆一直认为作为分析师不仅应该认真学习证券专业知识，还应该学习和了解这个世界是如何运行的。对他而言，“只见树木不见森林”是没有意义的。

在这一部分，本杰明·格雷厄姆考虑的问题主要有：跟公司管理部门保持什么样的关系才是合适的呢？如何改善公司的税负状况？像政治民主那样，在公司内部实行类似的“公司民主”可行吗，或者说，这么做明智吗？战争时期的通货膨胀对股票价格可能会有怎样的影响？立法机构和政府官员应该如何解决失业、贸易赤字以及美元贬值等问题？

当格雷厄姆对自己专业领域以外的世界进行探索时，他总是显得很有兴趣，一点也不懒散。他写过两本有关国际经济学的著作，分别是《储备与稳定》（*Storage and Stability*）、《世界商品与世界货币》（*World Commodities and World Currency*）。其内容主要是讨论将本币币值盯住充分多样化的一篮子商品能有助于政府有效地管理通货膨胀，将汇率波动带来的风险降至最低。[1]连伟大的经济学家凯恩斯（John Maynard Keynes）也支持格雷厄姆的观点，他还花时间亲自写了一封私函寄给格雷厄姆，信中写道：“你和我都是在同一个领域奋斗的热情的改革者。”[2] 1943年，弗里德里希·哈耶克（Friedrich Hayek）称赞格雷厄姆的计划“非常重要……很简单，并且具有很强的可行性”。[3]10年后，于1969年与他人共同获得第一届诺贝尔经济学奖的简·丁伯根（Jan Tinbergen）再次对格雷厄姆的建议大加赞赏。[4]格雷厄姆接受过的经济学正规教育仅限于在大学二年级的时候听过4个星期的经济学入门课程，然而他在经济学领域所做的工作却能得到这么多知名的经济学家的交口称赞，实在是让人感到惊奇。[5]

在《关于股东与管理层关系的问卷》这篇文章（本书第13章）中，格雷厄姆介绍了1947年他向纽约证券分析师协会的573位会员进行问卷调查所得到的结果。格雷厄姆非常细致地设计了问卷，目的就是

想了解分析师如何定义管理层的能力，以及当管理层能力不足时，他们认为应该采取哪些合理的措施加以弥补。实际上，这篇文章就是一份行动宣言，它是资本家的战斗号角：通过观察分析师的反应，有一点是很清楚的，那就是，分析师都相信公司确实存在管理不善的情形，就不应该让那些表现不好的经理人员继续经营管理公司。分析师应积极地承担起责任，适时出手干预，换掉那些不称职的管理人员。

然而，正如多年来格雷厄姆一直指出的那样——他的情绪也随之变得越来越愤怒：投资者喜欢抱怨公司治理太糟糕，但却讨厌做出任何改变。数百位分析师和投资者都赞同应该做出改变，可惜他们只是嘴巴上说说而已；只要是让他们当中的任何一个人采取一丁点儿实质性的行动，马上所有人都闭紧了嘴巴。

在1949年出版的《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）一书中，格雷厄姆特意描写了这样的情形，语言直白而犀利：

> 在我们看来，在金融领域，没有什么事能比普通股投资者以及华尔街的投资顾问看待公司管理问题的老观点更昏庸、更有危害性。他们的态度可以用这样一句话来概括："如果你不喜欢这家公司的管理，那么就卖掉这些股票吧。"……作为一个整体，投资者从来没有做过任何能够纠正公司管理问题的事情……股东是彻头彻尾的失败者，他们既没有展现出任何聪明才智，也没有表现出应有的小心谨慎；他们像小绵羊那样温顺地接受了管理层的所有建议，也不在乎管理层的表现是多么糟糕……这么多年的经验告诉我们，若想让美国普通的持股投资者立即采取独立而又明智的行动，唯一的方式就是在他们每个人的脚边点燃爆竹。[6]

1947年格雷厄姆针对证券分析师开展的问卷调查所得出的结论，可能与今天类似的调查所得出的结论差别不大。下面列出的调查结果尤其值得我们关注：

- 97%的参与者认为评判公司管理层的能力是分析师工作职责的一部分。
- 50%的参与者认为有一半公司的管理情况不尽人意。
- 61%的参与者主张采用累积投票制的方式选举董事。
- 72%的参与者认为董事会中至少应该有大部分董事会小股东是独立的，有51%的分析师主张董事会大股东都应该是独立的。
- 94%的参与者认为“股东有权要求”调查不良的盈利记录。
- 57%的参与者认为董事会应该设定能够反映股票内在价值的股息水平。
- 83%的参与者一致同意，公司管理层有义务告知股东“以高于当前市场价格的价位大规模买入公司股票的任何要约”。

这里有必要对一个术语做一些解释说明。“累积投票制”指的是在选举董事时，股东可以自行处置自己的投票权。比如某位股东持有10 000股股票，他可以将这10 000份投票权投给（或者反对）某一位董事，或者按照自己的意愿将这10 000份投票权分散地投给不同的董事。在格雷厄姆那个时代，累积投票制在美国已经很普遍，然而最近几十年来，各州的立法机构却破坏了这项制度的基础。绿票讹诈者和其他一些通过控制大额股份确保自己私利的人也会滥用累积投票制，

这导致了董事会在很多问题上的意见不一致。但是，聪明的投资者同样可以利用这一捷径，合法行使自己的权利，进而影响到公司的最终决策。格雷厄姆强烈地支持这一制度，特别是主张通过这种方式将外部力量引入董事会，从而达到监督公司管理层的管理能力和公平性的特殊目的。直到今日，格雷厄姆可能依然会感到奇怪，为什么那么多投资者从来没有考虑过努力推动这件事，至少可以让累积投票制在各州的层面上立法？[7]

在《控股股东与外部股东》这篇文章（本书第15章）中，格雷厄姆表达了自己的困惑：为什么在一个政治民主的国家，公司内部却没有民主？格雷厄姆认为，想要让“大量的”投资者能够像在选举投票站投票那样“选举公司领导者，并通过一些重要的公司决策”，就必须先满足下面这些条件：

- 没有哪个人或者某个有组织的群体持有公司的大多数股票。
- 管理层的支持者并不具备实际的控制权（或其持有的股票份额不超过20%）。
- “外部股东有能力而且有意愿对特定的公司治理问题形成独立的判断。”

从理论上讲，这些就足够了，不需要其他任何条件。然而，格雷厄姆却警告说：“将理论能力转换为实际有效的民主行动还需要股东拥有更高层次的教育背景。”帮助投资者意识到股息政策是控股股东与外部股东之间争斗的核心，是分析师义不容辞的责任，他们应该在这个过程中发挥领导性的作用。控股股东总是希望将股息支付额压至最低水平，目的就是避免当期缴纳高额的所得税——因为他们的持股比例大，自然获得的股息收入额也高。此外，为了将赠与税和财产税

的金额降至最低，他们也特别乐意让股票的市场价值保持在较低的水平。而较低的股价能帮助他们继续增持公司的股份，或者是以非常低廉的成本将公司变为自己的私人财产。因此，控股股东和外部股东两者之间的利益关系是直接对立的。格雷厄姆向我们展示了一个令人惊讶的案例：两家公司的账面资产价值相近，但是股票的市场价格却相差悬殊；尽管这两家公司其他方面的条件都相当，但投资者却清楚地表达了对能支付股息的公司的喜爱之情。[8]

现金就是权力，支付股息就意味着现金脱离了控股股东的控制范围，被分配给外部股东。因此，股息是调整两者之间关系的一种有效方式。格雷厄姆提出了一个引人注目的观点，即对信托责任的界定应当被进一步扩展为防止少数股东的利益“由于刚愎自用或自私自利的股息政策而遭受严重损失”。与此同时，公司也应该让其股息政策变得更加公开透明——事先解释清楚，在正常的条件下，公司准备将多少比重的盈利所得以股息的方式发放给投资者。

只要你买入了某只股票，就需要时刻保持警觉；只有当股票被卖出后，你才能放下警惕之心。正如格雷厄姆在1951年写的那样：

> 合理的普通股投资要求股东采取正确的态度和行动……如果股东将自己看成是公司的部分所有者，对公司持有的部分所有权取决于自己投资金额的多少，那么他有必要时刻提醒自己要像一个真正的所有者那样关心公司，慎重地决定与公司所有权相关的各种决策。如果他希望自己的利益能够得到完好保护，那么他就必须主动采取行动来保护自己的利益不受侵犯。[9]

格雷厄姆从来没有怀疑过这样的观点，那就是：聪明的投资者同时也必须是聪明的所有者。然而可悲的是，格雷厄姆却不相信他能够成功地劝说投资者把自己当成公司的所有者来行使权利。随着时间的

流逝，格雷厄姆放弃了努力，他不再劝说分析师和投资者监督公司的政策、举措以及管理者的薪酬水平。

1949年，在第1版《聪明的投资者》中，全书以超过1/8的篇幅讨论股东的权利和责任。但是在1972年，格雷厄姆有生之年完成的这本书最后一版修订版中，大幅削减了这方面的讨论内容，仅用了8页的篇幅解释了一下股息政策。几十年来，格雷厄姆一直在呼吁投资者应当积极地行使自己的合法权利，结果他的呐喊却没人听得进去。最终，格雷厄姆只好无奈地宣布放弃。

我们只能盼望新一代的分析师和投资者能够尽快提高认识，听从格雷厄姆的建议——不管是哪一家公司，在管理时都应当遵循简单而一致的绩效标准以及薪酬标准。同时我们还希望，不论何时，当公司管理层出现失误时，股东能够用头脑思考，而不是简单地选择“用脚投票”。

在《如何避免对公司盈利重复征税》这篇文章（本书第14章）中，格雷厄姆谈到了直到50年以后还一直困扰我们的问题：如何消除公司盈利的双重税负负担。在他写这篇文章的时候，公司所得税的税率和个人所得税的税率比现在都高。然而这么多年过去了，情况并没有什么变化。格雷厄姆一直很担心公司会用债券代替股票，进而改变资本结构。正如投资银行家常说的那样，这是因为对发行人来说，债券利息费用的避税作用使得“债券比股票更便宜”。他期望公司能够更多地运用“收益债券”（这是一种长期债券，利息支付额会根据发行人的净利润额而变动）作为实现税负最小化的工具。收益债券从来没有像格雷厄姆期待的那样兴盛过。[10]然而，股票和债券的税收不平等待遇持续地扭曲了发行者与投资者之间的关系。比如，它促使公司发行更多的债券筹资，将所得资金用于回购公司的已发行股份，而不是向股东支付股息。格雷厄姆提出了几个解决方案，但都没有得到彻底地执行。只要有财政压力，税率就有可能会被推高。不过，在这种

情形下，资金也倾向于流入税率最低、税法最不严格的市场。因此，分析师可能会发现，不同国家或地区如何对利息与股息收入征税是一个特别值得研究的课题。

在《战时经济与股票价值》这篇文章（本书第16章）中，格雷厄姆猛烈地抨击了每个时代都会出现的“末日预言者”，也包括我们这个时代。于是，就像今天我们看到的那样，世界依然处在混乱与恐怖的阴影之中。在遥远的朝鲜半岛上发生的朝鲜战争，至少曾经是美国所担心的焦点；美国和苏联之间的冷战一度有可能消灭整个全人类。正如格雷厄姆所指出的那样：“美国正面临着令人恐惧的新危险——大量的建筑物被毁以及难以计数的平民伤亡。”同年，他还这样写道：

> 在所有人的心里，第三次世界大战发生的概率正变得越来越大……这样的战争给我们自身以及我们的制度带来的影响是无法计算的。然而，在证券分析领域，我们只需要考虑战争的阴影会对投资者的选择造成什么影响：在不同的证券之间做出选择，或者是在证券与货币（纸币）之间做出选择……由于战争与通货膨胀总是紧密联系在一起、不可分割，因此纸币以及支付一定金额的纸币即可买入的证券看上去似乎无法向投资者提供什么保障，它们的抗风险作用还不如精心挑选的普通股。因为，普通股代表的是对有形生产资产的所有权。[11]

于是，格雷厄姆得出这样的结论，朝鲜战争爆发以来，市场的上涨是理性的。朝鲜战争刚刚爆发时，投资者并没有惊慌失措——以前其他战争刚爆发时，他们经常表现得很慌张；相反，投资者进行了冷静的思考，在评估股票价值时充分考虑了未来通货膨胀率将会升高的预期。（格雷厄姆在其他文章里提到说，不管是第一次世界大战还是

第二次世界大战，都“对股票价格产生了非比寻常的影响”。[12]）与此同时，格雷厄姆还观察到，从长期来看，不断上涨的物价水平与不断贬值的美元看上去都与不断走高的股票价格有一定的关系，尽管股票并不能完美地对冲掉通货膨胀的风险。于是，他得出的结论是，当我们面临战争时，投资者选择股票是正确的决定。后来，事实证明他是对的，20世纪50年代的市场走势已经证明，那段时间是股票市场发展史上股价上涨幅度最大的大牛市阶段。

在《影响充分就业的结构性关系》《美国的国际收支：“沉默的阴谋”》这两篇文章（本书第17章和第18章）中，格雷厄姆站在证券分析师的角度来研究如何处理这两个宏观经济政策问题。

在第一篇文章中，格雷厄姆发现，从长期来看，生产增长的速度要快于消费增长的速度。因此，他得出这样的结论：问题并不在于美国经济不能提供充分的就业岗位，而在于很多美国人工作太积极，甚至远远超过他们必须工作的时间。至于解决方案，他是这样建议的，将工作周期缩短，为工人释放更多的时间去放松。[13]但每周工作35个小时的做法在法国已经试行了好几年，并没有有效地降低法国的失业率。不过，格雷厄姆的分析特别适合于那些将生产能力发挥到极致的高速增长经济体。在经济快速扩张发展的国家，他的这一建议对降低失业率仍然有一定的效果。

在第二篇文章中，格雷厄姆认为，政客和评论家对美国国际收支平衡恶化的原因存在误解，这种恶化进一步导致了美元的币值下跌。他认为，国际收支平衡的恶化并不是由于基本贸易失衡或者美国的对外支出过多，而是因为美国的公司和居民对外投资增长的速度太快。换句话说，美国并没有过度消费或者从国外过多地进口商品，而是因为对外投资过多。格雷厄姆指出，海外投资应该被确认为资产，而非负债。他同时还警告说，提高美国国内的利率水平可能并不能将“长期资本”从海外吸引回国内；同样，美元的进一步贬值可能也无法解

决国际收支平衡表上的赤字问题。大约50年之后，随着财政赤字问题越来越严峻以及美元再一次处于被动地位，格雷厄姆之前提出的建议值得我们再好好地研究一下。

第13章
关于股东与管理层关系的问卷[(17)]
（写于1947年）

1947年6月，格雷厄姆向纽约证券分析师协会的会员们发放了一份调查问卷，共包含7个问题，均与股东—管理层之间的关系有关。有效回收573份问卷。我们的目的是将此次问卷调查的结果记入综合性的教科书《证券分析》，且该书的合作作者也参与了此次问卷调查。纽约证券分析师协会的会员们可能会对围绕着下列各个问题的讨论以及受访人的回答比较感兴趣。

问题1：你认为投资者在选择证券时，企业管理者的能力是否是一个实际的考虑因素？

回答：是----------558份

否----------14份

没有回答--------1份

讨论：这个问题的关键词就是“实际”。每个人都认同管理层的能力对股票投资的成功起着极其重要的作用。但是，证券分析师对管理层能力的评价能否高明到值得在选股时加以考虑呢？当然，证券分析师自己对这个问题的回答毫无疑问是肯定的。很明显，在实际进行证券分析工作时，证券分析师总是试图对管理层的能力水平形成自己的判断。

问题2：在100家随机选择的上市公司中，你认为公司的管理让人完全满意的能占到多大的比例？

这个问题的回答范围分布比较广，我们将回答总结如下：

回答：“完全满意”所占比重	问卷份数
0～25%	142 份
26%～50%	143 份
51%～75%	140 份
76%～100%	61 份
合计	486 份
没有估算	87 份

因此，我们估计完全满意的中位数是在50%以下。

讨论：大多数分析师都愿意就管理层的好或坏明确表达自己的想法与观点。我们所使用的“完全满意”这个词不会产生任何歧义，也不需要任何解释。在我们看来，如果对管理层没有任何具体的批评性建议，我们就认为是“完全满意”的。那些认为管理层未能达到完全满意的想法值得保留，可能管理层在某些方面还有待进一步改进。不管我们如何组织语言，但低于50%的完全满意度还是表明，在证券分析师看来，公司的管理方法或者人事政策方面还是存在很大的提升空间，有些可能还需要做一些比较大的改变。

如果在这一点上分析师的判断是正确的，那么作为公司所有者的股东，应当对管理层的能力问题保持警惕，积极参与进来。公司哪些地方看上去还有缺陷，他们就应该想办法采取合理的改进措施，改善

当前不合理的状态。在作者看来，在投资领域，即使对公司管理层的不满意比例低至10%，也意味着这个问题很严重。

问题3：你是否赞成用累积投票制选举公司董事？

回答：是----------349份

否----------169份

没有回答--------55份

讨论：累积投票制这种制度可以让大量的小股东在选举董事会成员时拥有更多的权利，从而保证小股东可以履行公司的部分管理职能。在美国，有将近一半的州强制实行累积投票制；[1]其他大部分州则是要求将累积投票制写入了公司章程或其附则。如果大多数的分析师认同这一制度，那么就应当强烈建议股东向其持股的公司引入累积投票制。股东可以在公司年会上以投票的方式通过引入累积投票制的决定。

现任的公司管理人员可能会反对这一方案，因为这会威胁到他们的地位，所以他们也许会说这个问题将会影响到股东对管理者品质与能力的整体信心。一般情况下，股东们也会从这个角度出发，自动地支持现任管理层。于是，累积投票制或任何类似的公司改革措施的提出者，都要与传统势力作激烈的斗争。不过，经过持续的教育与启发，这些困难最终必将被克服。而教育的重担肯定要由证券分析师以及其他金融监管机构一力承担。

问题4：你认为普通企业的董事会大股东（或大部分董事会小股东）是否应当与公司的运营管理层保持相对独立，尤其是他们应不应该从公司领取任何形式的薪水，或者是其他金额的可观的收入？

回答：董事会大股东----------291份

大部分董事会小股东---------120份

两者都不----------80份

没有回答----------82份

讨论：对公司组织结构有意见的批评人士经常提到，尽管从理论上来说，公司的董事要负责挑选公司的管理者并对其工作业绩做出评价，然而实际上，董事们在做出判断时不可能保持真正独立的状态。很明显，当公司的高管人员占据了董事会内的多数席位时，或者董事会的大部分成员来自于公司的管理层，同时其他董事又与前者有着密切的关系，比如，是朋友或在业务上有往来，那么情况确实如此。

我们提出的这个问题，本身就已经给出了解决方案，那就是让董事会的大部分成员独立于公司管理层。由于三种答案都有可能，所以受访人对这一问题的回答要比其他问题更加分散。超过50%的受访者支持董事会内的大部分董事应当为独立董事，超过80%的受访者赞同要么确保大部分董事成为独立董事，要么让董事会内的少数董事(18)成为独立董事。

在作者看来，前面提到的这些观点都是完全合理的。对于股东来说，有必要做出一些改变，确保董事会的大部分成员或少数董事为独立的股东兼董事。我们的意思并不是说当公司高管控制董事会时，对股东来说，结果总是让人不满意的。相反，我们看到的是很多非常成功的公司就是这样安排的。不过，当然，这些公司的经营管理并没有因为几个代表外部股东利益的董事加入董事会而受到不利的影响。很多经营管理不太成功的公司，可能就是因为董事会加入了一些善于独立思考的新董事，经营管理状况才得到了非常明显的改善。

就这一问题，我们想引用某位协会会员来信中的一段话，目前这位会员是某家大型银行的大股东，他在回答调查问卷时写下了下面这段话：

在我看来，作为公司董事的首要工作就是评价一下公司的管理者是否合格。如果董事会的大多数成员都是公司高管，那么他们肯定会采取措施一直保住自己的管理职位，从而导致股东无法将业绩糟糕的管理者换掉。我认为，董事会的大部分成员必须独立于企业高管，这是极其重要的一件事。不过，这些独立董事有资格拿到一定金额的薪水，这样才有可能吸引合适的人选加入董事会，同时也能充分补偿他们作为董事所承担的风险。公司每天支付给董事的薪水高达5000美元，有些情况下甚至高达10 000美元，现在这样的现象已经变得越来越普遍了。

几位会员在回信中也都建议应当向独立董事支付金额合理的薪资。一般来说，独立董事的薪水还没有达到与公司高管的薪酬水平持平的地步。

问题5：如果公司的平均盈利未能给股东投入的权益资本带来合理的回报，或者说如果公司的盈利水平大幅低于行业平均水平，你认为这会导致股东向管理层提出质询吗？

回答：是----------539份

否----------18份

没有回答--------8份

讨论：这一问题将重点从管理层人员的构成转移到管理层绩效的衡量上。如果想让企业的经营管理得到改善，那么首先要做的事就是确定企业的经营管理真的存在缺陷。这个问题要求受访人根据第一印象回答企业的管理是否需要改进。我们并不建议企业一看到测试结果不太好，就打算换掉经理人——棒球比赛时经常出现这样的情况，但是我们建议公司的所有者应该认真分析这个问题。

问卷调查显示，大家一致同意股东应提出质询，这样的回答看上去有些令人惊讶，因为我们发现在现实生活中，从来没听说过哪家公司的股东提出过类似的质询。在我们看来，这个问题是问卷调查所有题目中最有意义的一道题目，因为它清楚地向我们展示了在管理股东—管理层的关系时，应当做的事与实际做的事之间竟然存在着这么深的割裂。

由股东提出质询的机制是完全可行的。正如我们在讨论累积投票制时分析的那样，股东所要做的便是在每年的股东大会上通过投票提出合适的解决方案。方案应该对解决方法加以认真的研究，并由该领域的专家对管理层的绩效加以评估。这些专家应该直接向股东组成的独立委员会汇报，同时解决方案还应明确任命独立委员会的成员。

当然，在证明了该解决方案比较合理之后，如何实施方案才是问题的关键所在，因为这肯定会招致管理层的反对。如果在实践过程中，证券分析师能真正支持股东在这方面所做的努力——就如同他们在理论上表示支持一样，那么花不了多长时间，这种做法就会得到广泛的认同，成为改进所有者权益保护状况的工具之一。

问题6：向股东支付合理的股息——股息的支付率不超过公司的平均盈利水平，并与股票的内在价值相对应，你认为这是公司董事们的责任吗？

回答：是----------329份

否----------162份

没有回答--------74份

讨论：股东抱怨的一个重要原因就是分配的股息不够多。公司管理层总是想证明将盈利留在企业内部能同时给公司和股东带来好处，因此他们在分配股息时总是显得有些小气。这个问题暗示着，合理的分配股息应遵循这样一个简单原则，那就是：当公司的盈利足够多的

时候，股东应该获得与权益投资额相对等的股息收益。在当前的条件下，合理的股息收益率不应该低于公司每股内在价值的4%。由于股票的内在价值如何评定存在较多的争议，所以我们的问题隐含着这样的假设条件，那就是：公司董事对公司股票的内在价值有着自己的判断，然后按照这个标准，尽可能地实行合理的股息分配政策。

受访人的大量回信都表达了这样的观点：股息分配政策不仅需要考虑公司的平均盈利情况，还必须考虑公司的财务状况与资金需求。毫无疑问，这种观点是完全正确的。显然，当公司的财务状况较差时，需要采取比较保守的股息分配政策。不过，当公司管理层想要扩张规模时，一个现实的矛盾摆在眼前。股东可能更愿意选择通过增发新股的方式来实现资本的扩张，而不是把应发放的股息截留下来，因为第二种方式会让他们的股息收入变少，同时也会导致股价降低。到底采用哪种方式来满足公司扩张的需求，这应该根据具体情况判断。不过，如果董事都秉承这样的理念，即除非受到特殊情况的制约而没有更好的选择，否则公司应该根据股票的合理价值支付相对合理的股息。这种方式对股东比较有利。[2]

问题7：你觉得管理层有义务向股东提出按照大幅高于当前市价的价位赎回公司大量股份的要约吗？

回答：是----------477份

否----------67份

没有回答--------21份

讨论：若想改进企业管理不尽如人意的现状，方法之一就是通过并购引入新的利益相关者，使其成为公司的控股人。有时候，他们愿意以高于市场价格的价位获得公司的控制权，特别是当公司由于经营管理不善而导致自身的市场价值非常低的时候。协会会员都认为，每一个股东都有权利决定自己是否接受这样的收购要约。然而，公司管

理层总是有办法找到拒绝收购要约的合法理由。正如本次问卷调查的其他问题所揭示的那样，证券分析师的观点与实际发生的情况之间明显的差别清楚地说明，股东真的应该觉醒了。

第14章
如何避免对公司盈利重复征税[(19)]
（写于1954年）

税收改革法案正在进行中，人们对这次改革普遍寄予厚望，希望能够缓解股息收入的双重税负压力。显然，没人支持重复征税，它存在的唯一理由就是为了增加政府的税收收入。彻底取消重复征税至少会给财政收入带来35亿美元的损失。鉴于当前美国政府巨大的财政赤字，这样的损失不容忽视，但又无法通过其他的税收收入得以弥补。因此，投资者必须降低自己的期望值，可能减免的税负只相当于原来总额的20%。大多数人估计，纳税人获得的股息收入中大概5%～10%能享受免税的待遇。加拿大已经实行了这种形式的优惠政策。还有一些人预期政府会对一些小额的股息收入直接免税，比如10%或200美元的股息收入，当然要取两者之间的较小值。

很多人付出了极大的努力来谴责重复征税是不公平的、极具破坏力的，但却没有考虑哪些减税措施最可行或最令人满意。在一开始的时候，我们就应该牢牢记住一点：两种完全不同的方法都可以解决这个问题。第一种方法是只向公司征税；第二种方法是只向股东征税，而对公司已分配的盈利不征税。在税法的发展过程中，这两种方法都是有一定背景的，而且我们可以在目前的税法法典里找到与之类似的做法。每种方法都有其独特的优势，尤其有助于矫正税率过重所导致的谬误观点或操作行为。

在这篇文章中，我们将要探讨目前重复征税的做法有哪些潜在的影响，并与商业环境以及投资政策结合起来分析。我们不讨论沉重的双重税负会给企业普遍造成哪些负面的影响，因为人们经常抱怨这一

点。相反，有一点我们必须要指出，那就是到目前为止，不管是哪一次商业活动的大规模紧缩或衰退，我们都不能把原因归咎于高税率。也许，美国企业（尤其是大型企业）发展过程中的非货币性、非计算性因素要为此承担一定的责任，而对此经济学家与社会学家还没有彻底研究清楚。也许更为重要的因素是迟钝或滞后反应。企业家和投资者的行为并不太符合税法的逻辑，因为一些外部因素，比如说税率，要花好长一段时间才能改变企业与人们的生活态度与习惯。

一些企业家与投资者执行了特定的经营策略，比如公司的组织结构、资本结构、对股息政策的态度以及分配程序等方面的改革政策，它们的目的都是尽可能地降低高税率带来的不利影响。然而结果却失败了，这让很多人感到惊讶，其实前面讲到的便是导致失败的原因之一。不过，我们敢于很有把握地预测，除非未来税负能有所减轻，否则企业适应与调整的速度将会越来越快。如果我们的经济真的受制于税收因素，如果我们的税收法律和规定所带来的影响都会充分反映在公司的行为与投资活动当中，那么美国人将会发现自己如今真的处境困难。

对公司所得税的回应

从逻辑上看，公司的盈利被重复征税应该会招致两种回应或者倾向。第一种应对措施是更改企业的组织形式，只要行得通，都可以改为合伙制，尤其是有限合伙制。第二种应对措施是在资本结构中尽最大可能引入要支付利息的证券，尤其是可以优先引入收入型债券。这么做的原因是，利息费用可以预先从应税利润里扣除，从而能达到避税的效果。

为了达到避免公司利润被重复征税的目的，这两种方法在使用时都会面临许多限制条件。当然，一些大公司将组织形式转变为合伙制几乎是不可能的。不过，考虑到目前美国有50多万家企业，且规模大

小不一，而且几乎涵盖了各种各样的所有制形式，因此通过变更组织形式达到避税的目的还是有一定可行性的。最近政府征收的超额利润税进一步拉开了公司所得税税率与合伙制企业所得税税率之间的差距。而这已经是我们这一代人见证过的第4次强行征收，前3次都是仅针对公司征税。

很多年以前，股份有限公司的组织形式之所以会被广泛使用，目的就是为了降低私营企业的税收负担。企业将盈利所得进行再投资，可以避免缴纳股息所得税，而且公司税率一直保持在15%甚至更低的水平上。因此，简单计算一下便知，公司的税收负担明显要比合伙制企业更轻一些。现在，我们假设公司从未支付任何股息，所有的盈利最终都是通过资本利得的形式实现的，而公司的所有者通常要面临高达63%的所得税。在大多数情况下，实际税负甚至更高。

公司制与非公司制企业面对的税率水平完全不同，从根本上来讲，这样的安排是完全不合理的。随后，我们还会对这一点加以评论和分析。

公司的利息费用可以起到避税的作用，优先股和普通股的股息收入却不能享有这样的好处。因此，如果现在以公司债券利息的形式发放股息，那么重复征税的情况就会消失。按照我们的假设，即所有的利息费用都可以用来避税，则所有的留存收益都不需要交纳个人所得税。我们可以通过两种方式来达到这样的效果。第一种方式就是改变现有的法律，让股息与利息费用享有相同的税率；第二种方式就是改变公司的资本结构，将当前公司所有的名义资本额全部转换为负债——可以考虑转换为长期的收益债券。

传统的或“制度性的”思维一直在阻止政府按照新的经济环境迅速调整政策。一些公司想充分利用收益债券来达到节税的目的，但最终宣告失败，就已证明了这一点（收益债券的坏名声正是这种避税方式失败的关键因素，不过，有一些信誉很好的公司凭借自己的超强能

力可以突破这一不利因素带来的羁绊）。美国财政部和法院也不会允许公司使用收益债券去突破某些底线，虽然政策并没有明确界定底线到底在哪里。但是，从历史的决策记录来看，这一底线要远远高于企业愿意接受的标准。

我们预测，重复征税所带来的强大压力最终还是会战胜人们对收益债券或其他的发行人可以享有“例外条款”的债券的传统偏见。这样的话，一旦新的流程被建立，它将会以越来越快的速度传播开来。于是，资本完全由债务构成的企业与债务仅占资本总额一部分的企业相比，两者之间的税负差别将会越来越大。大家不会乐意看到这样的局面。因为如果这样的话，则企业的盈利能力与投资价值将只取决于资本结构的选择。此外，不同公司的税负变化幅度太大，会引发不公平感。

上面的分析表明，解决重复征税问题的最好办法之一，就是在应税收入中尽可能地提高股息支付额享受税收减免的额度标准。如果就像我们最开始所假设的那样，美国财政部的税收损失大概为50亿美元，那么最开始的减免额度或抵扣额度可以不超过这一金额的10%。但是，我们还应该考虑其他形式的减免，当美国国会判断可以实行更多的改革措施时，减免的额度还会进一步提高。

这一政策实施后，最终的效果便是公司与其他形式的企业都面临相同的税率（或者基本相等）。因为如果公司所有的股息支付额都可以抵税的话，且如果正常的公司税率近似等于个人的股息收入复合税率，那么不管如何分配，总的税收金额应该是相等的。而且，不管是对合伙制企业还是私人企业来说，税率水平都将会趋于一致。了解历史的读者应该能够回想起来，这就是1936年管理部门制定税法草案时所公开宣称的目标，结果后来这一法案却规定了如何对未分配利润进行征税，遭致了公众大量的指责和攻击。为什么政府原本打算减税，结果最后反而增税了呢？因为原有的公司税依然被保留，同时还增加

了新的税种。如果这一次税收减免条款在刚开始实施时步子不迈得那么大，也许就不会被扭曲，而最终导致企业税负增加的效果。

公司如何利用股息支付额进行税负抵扣，当前和近期的税法主要提供了两种类型的先例。第一种类型是根据《1942年税法》（*Revenue Act of 1942*），公用事业公司的优先股股息支付额可以享受一定的抵扣幅度（这通常限制在所谓的正常税率水平）。第二种类型就是依据《税收法典》（*Revenue Code*）第362款，与被监管的投资公司（诸如共同基金之类）相关。满足这些特殊条款的公司支付给股东的股息就不需要交纳任何税金。

当前的税收体制忽视了一个非常重要的问题，即政府获得了公司50%的净利润，但并不享有公司50%的净资产所有权。假设某家公司的税前收益率为10%，刚好够支持其资本的可实现价值。如果要按照50%的税率纳税，那么公司的盈利就只剩下一半了，当公司被出售或停止营业清盘时，公司的价值就会明显地被低估，只相当于原本价值的一半。税率越高，根据资产计算的公司价值高于根据盈利计算的公司价值的比例就越大。在交税之前，投资资本应该获得的股息可以适度地抵税，这种做法有助于减轻目前经济运行过程中重复征税这个不利因素的影响作用。

对股东的减免

现在我们分析股东的税负情况。降低股东税负最明显的方式就是将股东的股息收入免征个人所得税。由于所得税的历史比较久（1913—1935年），所以这样的减免实际上是正常税的减免而不是额外税的减免。理论上讲，公司所得税与个人所得税是对应的正常税税种，因此个人应享受两种正常税带来的减免额度。这个简单的道理却并不适用于我们当前复杂的税收体制，因为按照当前的税收制度，公司所得税同时包含正常税和额外税，公司所得税的税率要比部分股东的个人

所得税税率高出许多，但同时又比其他一些税种的税率低许多。因此，哪怕只是将股息收入从个人所得税的最低等级里（目前该等级的税率为20%）划掉，这样的减税措施也是受欢迎的，而且也比较可行。

当前的股息税收政策还造成了一种特殊的经济扭曲现象。那就是，高收益的投资者总是倾向于谋求较高的资本利得收益，这部分收益要高于正常的股息收益。由于目前长期资本利得收益的最高税率水平是25%，对于高收入群体来说，这个优势还是非常巨大的。税率的不一致会带来很多负面的影响，它可能会让投资与投机变得没什么差别，让公司在制定股息支付政策时左右为难，还让投资者的利益与小股东的利益存在直接冲突。如果想从根本上减轻重复征税所带来的负担，那么缩小资本利得收益与股息收益之间存在的税收差别待遇，就显得非常有必要，而这么做一定能带来一些特别的好处。

让这一切变得合理公平的方法应该就是同等看待国内公司分配的股息收益与长期资本利得收益。目前的税法体系确实有这样的先例，就是在我们前面提过的第362款专门谈到的“资本利得型股息”。它指的是投资管理公司将自身投资获得的资本利得收益以股息的形式分配给股东，而拿到这些收益的股东则按照资本利得税税率来交税。如果这种做法被彻底普及，那么可能会导致目前的股息收入纳税额下降2/3，而这意味着政府让步的幅度太大了，不太可能实现。但是，只要将一部分股息收入看成是资本利得收入，实现一定幅度的减免，剩余部分继续按照现在的税率征收，这还是比较容易实现的。与此同时，如果想对中小投资者实施一些特殊的税负减免措施，我们也可以这么做，即将投资者获得的头400美元股息收入当作资本利得收入来征税。

两类方法的比较

如果我们计划改变这种重复征税的状况，降低公司的税负与降低个人的税负相比较，哪种选择更好一些？考虑到股权投资以及更广泛

的经济政策，让公司的税负与非公司行业的税负相等也许是比较好的选择——那些享受税收减免待遇的企业除外，因为它们也会为此付出相应的代价。可能最好的办法应该是给予公司一定的免税额度，让其使用这个额度向股东支付股息，具体的做法可以与目前债务利息费用的免税安排相类似，也可以与超额利润的免税安排相类似。

从普通股估值的角度来看，与让获得股息收入的个人享受免税待遇相比，直接让公司盈利享受免税待遇所带来的积极效果会更明显。其原因就在于，我们可以根据更高的每股盈利直接推算出前者的影响效果。然而对不同的股东来说，股息收入的所得税税率降低具有不同的影响作用。不过，任何联合起来的税收减免形式都会让普通股变得更有吸引力，从而更有价值。

在逻辑上看，股东的税负减免与公司的税负减免并不是一回事。不过，它带有更多个人的或者选举人的诉求。这或许能够解释为什么人们总是有这样的预期。进一步降低企业或个人的税收负担，让股息收入适用的税率与资本利得收益适用的税率相等，而并不只是给予一定额度的股息免税额，这是整个社会的强烈呼声。

第15章
控股股东与外部股东[(20)]
（写于1953年）

公司民主管理的实际操作情况与公司的控制问题是紧密联系在一起的。如果某家公司的普通股东或者外部股东对董事会成员的选举没有任何实际的影响力，那么民主的基本概念或者“人民的权利”在这里基本上也不适用。大多数股东都会要求公司信息公开，他们可能会在公司年会上主张自己拥有讨论或批评的权利，然而他们却无法管理或掌控一项具体的公司决策——除非在某些情况下，公司的某项决策需要得到2/3或者3/4的股东同意才能通过，只不过这样行使权利带有消极的意味。

金融分析师将公司控制分为三种类型：第一种，“绝对控制”，意味着个人或者紧密结合在一起的组织控制着公司的大部分所有权；第二种，“工作控制”，虽然只掌控公司20%的股份，但是可以实际地“管理公司”；第三种，“公开市场”，指的是“内部人”控制的股份比较少，因此外部股东可以通过稳步收购股份来获取公司的控制权。有趣的是，最后一种类型的控制并不意味着外部股东或者公众股东能够在不受管理层干扰的前提下，全体一致地行使控制权。这种类型的控制只是表明理论上有这种可能性，到目前为止，确实也曾出现过类似情况。然而，这种绝对的公司民主管理形式实际发生的概率非常之低。在绝大多数情况下，对于这种控制类型，外部股东的核心还是希望掌控更多的股份而不是专注于管理，外部股东与控股股东之间的争斗事实上是为了获得更多的公众支持。

因此，与我们的政治民主相比较，从某种意义上讲，我们距离真正的公司民主管理还有很长的路要走。在政治民主制度下，普通大众充分享有选举领导人和审核各种重要政策的全部权利。如果公司民主想要与政治民主采用类似的方法管理公司事务，必须满足两个条件：第一，控股股东手上并未掌握绝对的控制权或者强大的经营控制权；第二，外部股东有能力而且愿意就特殊的公司问题形成自己独立的判断。将理论上的权利转换为实际有效的民主行动，这要求股东的素质必须有幅度较大的提升。此外，笔者相信，该领域的发展动力与前进方向将会来自各种各样的机构组织，这些机构拥有特定的资质，可以对公司管理问题提出专业、公正的建议。这样的机构包括投资基金管理公司、投资顾问、证券交易所以及证券分析师群体。

当前，人们对公司民主管理现状的悲观评价带有某种自相矛盾的意味。外部股东有两种选择，一种方式是将多数股权应享有的权利委托给少数股东代为行使；另一种方式是外部股东自己联合起来，从而形成一个拥有控制权的多数股东利益集团。前者向外部股东提供的积极保护作用有可能会大于后者。多数股东的信托义务属于一种法理原则，要受制于司法解释。如果少数股东受到了不公正待遇——不公正待遇的现象经常出现，我们需要重新界定其定义，那么一位股东便可以为所有少数股东申请司法救济。但是，如果公众持股人联合组成一个数量占优的多数股东集团，那么法院可能会要求通过股东投票和更换管理层的方式来纠正公司管理权力被滥用的情形。即使问题一清二楚，解决起来依然非常困难——这确实会让人生气。

事实上，公司管理前沿的两个重要领域确实存在着矛盾，这两个领域分别是：基于破产法案第10章的公司重组破产清算，以及根据《1935年公用事业控股公司法案》进行的资本结构调整和破产清算。在这里，公司民主的理想状态被一种现实观念所限制，这种观念就是：如果没有美国证券交易委员会以及法院的指导与上层控制，公众投资者为自己的利益着想做出选择的做法将得不到信任。不管赞同某

一计划或交易的股东比例有多大，只要监管部门判定这个计划或交易不公平或者不合理，那么最终肯定会被否决掉。于是，手握决定权的个别大股东就可以压倒性地战胜数量众多的小股东。反过来，这种可能性就会让大量的小股东更加坚定地选择跟随少数控股股东所做的决策。

不过，在一般的公司管理事务中，感到失望的单个股东或者少数小股东没有可以表达抱怨的合法渠道，除非他们抱怨的事情与控股股东“把手伸得太远”有关。即便是外行，也很清楚，下列情况是可以得到纠正的：

- 公司与内部控制人之间的不公平交易，包括支付明显过多的薪酬；
- “公司的机会”由公司转移给内部控制人；
- 按照相应的法定条款（例如，《1934年证券交易法》[*the Securities Exchange Act of 1934*]第二部分，第16b款），买卖公司证券所获得的短期利润。

对于前面两种情况，显然应给予股东一定的赔偿。不过第三种情况存在一定的争议，因为一些交易表面看上去似乎有问题，但其实却没什么问题。

不过，我们认为，控股股东与外部股东的利益冲突这个问题要重要得多。到目前为止，该领域很多问题还存在法律上的漏洞，因为公司内部权势更大的群体（指的是控股股东）“把手伸得太远”，严重侵犯了少数股东的权益。存在上述问题的领域大多与管理能力、资产控制以及股息政策等相关。其中最明显的就是公司的股息支付政策，下面我将主要分析这个问题。

当公司的财务状况允许其按照适度的比例支付股息时，如果实际的股息支付比例不足，那么这就对外部股东的利益造成了实际损害。这不仅让外部股东的收入遭受了损失，还让他持有的股票资产的市场价值缩水。因为这是他能够通过投资获得实实在在收益的最重要的两种方式，所以不合理的低股息政策给他带来的损失是多方面的。当然，随后实施的更加自由的股息政策可能会给他提供一些补偿，但是由于较低的股息政策总是不可避免地促使大量的股票持有人以非常不公平的低价卖出股票，所以很多已经造成的损失其实是无法弥补的。

从股息的角度来看，控股股东的立场则完全不同。在考虑这个问题时，他完全有权利将公司假想为是自己的私人企业。通常情况下，他不会依赖公司发放的股息来满足日常生活需求，而较高的股息收入则会带来税率等级升高的问题。因此，他们通常都强烈支持“保守的”股息政策，这意味着任何能够减少股息发放的理由都是受欢迎的。通常，他们能很容易地找到各种各样的理由。事实上，只需要在恰当的时候抛出“扩大企业生产规模”这样的简单决策就可以了，因为这需要企业持有更多的留存收益。

控股股东可能不会像外部股东那样关心不恰当的股息政策会导致股票市场价格下跌这个问题。在大多数情况下，控股股东的投资都是永久性的，而且没有任何抵押品。较低的股票市场价格意味着赠与税与财产税也会比较低，而且他们还可以抓住股票市场价格较低的机会，买入更多的企业股份。如果某些控股股东想获得一些“现金收入”，他们一般会安排合并交易或在某个价位卖出股票，实际的卖出价与公司的盈利能力以及资产规模紧密相关，因此这个价位会远远高于过去一段时间内市场上的平均价格水平。如果为了卖出股票或者其他目的必须要调整股息支付政策，那么股息的支付额肯定会被提高到某个相对合适的水平。

到目前为止，为了维护自己的利益，控股股东故意调低股息的发放水平，以至于严重损害了外部股东或者其他公众投资者的利益，这样的情形到底到了何种地步？看上去，这种事发生的概率与公司的规模成反比关系。绝大多数真正意义上的大公司总是努力地按照比较公正的比例向股东支付股息，他们很在意保护全部股东的利益，这是他们的责任。尽管有时候股息的支付额还是非常低——这种情况从1946年之后就经常出现，但是其背后的理由是站得住脚的，即使并不总能让人信服。

股息政策被滥用的大多数事例都发生在规模比较小的公司，特别是那些控股权高度集中的家族企业。最典型的例子就是在纽交所挂牌交易的D公司。1946年，该公司的股票第一次上市交易，股票价格是每股23美元，账面价值是每股22.5美元，之前一年（修正后）的每股盈利是2.41美元，当时宣布发放的股息额为每股1美元。到了1948年，每股盈利超过了3美元（未扣除存货预备金之前，而这个存货预备金也从未使用过），那一年的每股账面价值增加到了29.67美元。但是，在那一年的年初，这家公司宣布不发放股息，于是股票的市场价格迅速跌到了每股11美元。当时，该公司既没有任何负债，也没有发行过优先股，仅仅是净流动资产这一项的价值就超过了每股19美元。

诺文·格林（Norvin Greene）于1952年11月份发表在《金融分析师杂志》上的一篇文章提到了另一个例子。这篇文章将X公司和Y公司放在一起进行比较研究：这两家公司处在同一行业，规模基本相当，公司的经营状况与财务状况也基本类似。不过X公司的每股价格是24.75美元（相对应的每股账面价值为16.60美元），而Y公司的每股价格是15.75美元（相对应的每股账面价值为18.60美元）。显然，它们之间之所以差别如此明显，原因在于“投资者关系”的不同，当然其中最显眼的就是股息支付政策。1951年，X公司支付的每股股息为2.15美元，而Y公司仅支付了1.40美元的股息。其他方面的差别，例如上市

地点、提交财务报告的频率以及报告中的数据，同样也都对X公司更有利。

一些规模比较小的公司向股东出售股份时，价格定得比较高；然而，随后公司制定股息支付政策时，与外部股东当初买入股票投入的资金额相比，实际支付的股息额明显过低，而且这种低股息政策还会导致公司股票价格的下跌，让外部股东的投资价值大幅缩水。毫无疑问，这样的案例确实不少。其中有些是因为公司的发展出现问题，因此无法按照承诺支付股息，这是可以理解的；但是大多数情况是，公司的盈利足以支撑企业发放足额的股息，然而企业为了满足更大规模的资本扩张需求，故意压低了股息的支付额。对于后面这种情况，我们是否有充足的理由指责这些公司为了满足控股股东的利益需求，而故意损害外部股东的利益？要知道，这些外部股东原本也是怀着美好的信念，才向企业提供股权投资的。

也许未来有一天，控股股东的信托责任可能会由少数股东来履行，于是少数股东可以更好地维护自身利益，防止武断而自私的股息政策给自己造成严重损失。或许良心大发的承销机构终于意识到各种不利的传闻会让新股的发行定价受到严重影响，因此要求公司管理层在适当的时机必须坚持按照合理的比例发放股息，除非是公司经营状况不够理想，无法足额发放股息。这样的建议可能会让控股股东们三思而后行，不轻易做出为了扩张企业规模或其他计划而压低股息支付额的决定。同时，如果股息支付政策伤害了少数股东的利益，同时反而给公司内部股东带来了好处，那么这些少数股东有权申请法律救济。

股息问题的异常现象之一就是股息政策的失败很大程度上在于整个财务部门的决策失败。财务管理人员不明白，面对当前的高税率以及不断高涨的再投资需求——显然这是因为通货膨胀以及企业的扩张需求，股息政策在整个投资政策当中扮演的是什么角色。大多数内部

控股股东和外部股东在股息政策方面存在的潜在冲突，只要在制定股息政策时认真协商，并预先清楚说明企业的当期收益会有多大的比例以留存收益的形式保留在企业内部，那么问题就能得到解决。不过，对于华尔街来说，能够解决潜在问题的思路总是来得很慢。

除了股息支付政策以外，对资产的控制也能让内部控股股东受益，而让外部股东的利益受损。对公司资产享有持有和管理的权利是控股股东的正常权利，它能带来很多好处，比如能确保自己的地位很牢固等。这样的好处不容否认，只要公司正常、管理有序，内部控股股东享有这些好处都是正常合理的。不过，有太多的例子表明，目前一些公司的组织结构只让控股股东获得了相应的好处，而外部股东的利益受到了侵犯。控股公司就属于这种情况。我认为密西西比公司（Mission Corporation）就是最典型的例子：一开始成立时，该公司的某些制度就对少数股东非常不公平，因此当控股股东提议一笔极其不正常的并购交易时，公司总裁不仅表示反对，而且还提到了公司初创时少数股东的不公平待遇。我没有把这个案例的结局写出来，不过它值得关心公司控制问题的学生进行具体分析。

也许最自相矛盾的一种观点是，如果内部控股股东的管理十分不利，那么外部股东有权获得赔偿。人们通常认为，不管是好是坏，少数股东对大股东的管理状况只能接受，只有在极少数由于疏忽大意造成了资产的明显浪费等情况下，少数股东才可以寻求法律保护。（R-K-O影像公司的接管人接下来可能采取的行动就是符合这种情况的案例之一。）然而我们可以想象得到，在适当的时候，作为一个整体，少数股东可以在法庭上主张自己要求企业获得良好管理的权利。前提条件是在大股东操控下的公司管理不善证明大股东总是将自己的私利置于公众股东的利益之上，这是对信托责任的滥用。法律层面上的改革即使可以进行，也会进展得比较慢。因为这要求各方取得共识，即大家都承认许多简单可信的事例都已证明企业现有的管理是不合格的，必须加以改进。

本章小结

我们讨论的问题可能超出了公司民主的范围，因为这些问题更多地在强调保护少数股东的利益。不过，正如其他领域里面所发生的事情一样，在这一领域，一个警告和一个积极有效的建议也许能向很多毫无意识且行动缓慢的人提示未来的前进方向。少数股东希望能唤醒控股股东履行信托责任，在此基础上建立起来的公平待遇标准应当成为被普遍接受的原则，指引着公众股东采取明智的行动，团结在一起形成真正的“多数派”，并通过投票行使“多数派”对企业的控制权。

第16章
战时经济与股票价值[(21)]
（写于1951年）

1950年6月朝鲜战争爆发时，华尔街的分析师就准确地预测到准战时经济或者战时经济将会来临，随着物价控制政策的执行，政府至少会实行配给制，同时征收比较重的超额利润税。尽管他们都认为整个经济总量已经很大了，但是依然相信战争将会使公司的净盈利严重减少。这样的预期，再加上身处战争环境，导致整个市场普遍预期股票价格将要下跌。

上涨的股票市场

与大多数专家预测的走势并不一样，在过去6个月的时间里，股票市场非但没有下跌，反而上涨了。到目前为止，这一现象向我们展示了与证券交易毫无关联的两大特征。第一个特征是，即使面对着最不稳定的国际因素，股票市场的反应也并没有我们想象的那样恐慌或者悲观。我们无法忽视这样的一个事实：美国正面临着令人恐惧的新危险——大量的建筑物被毁以及难以计数的平民伤亡。过去的历史已经证实，一旦这种危险真的变成现实，不管是投机者还是投资者，都会长时间处于神经敏感紧张的状态。第二个特征是，市场的变化似乎要由原来的中期趋势转变为真正的长期趋势。近期股票价格上升已经从本质上反映了公众的预期，即战时经济就是通胀经济。而且，从长期来看，通货膨胀就意味着股票价格将会全面上涨，我们认为这种假设是比较客观合理的。

需要考虑的两个问题

对最近市场表现的解读向我们提出了两个问题：从长期牛市的视角来评判股票价值的做法是正确的吗？即使第一个问题的答案是肯定的，而且短期的市场走势不会受到悲观或恐慌情绪的影响，那么股票市场会对这样的看法做出怎样的反应？在这篇文章中，我会尽自己最大可能去找到这两个问题的答案。

从历史经验来看，战争发展的模式都是一样的：先通货膨胀，然后紧跟着就是通货紧缩，我们这一代人对此都已非常熟悉了。在战争时期，通货膨胀会被严格控制在一定范围内，就像第二次世界大战所经历的那样，目前也是如此。不过，在战争末期，控制力度会有所放松。于是，财政赤字带来的压力会迅速地推高物价水平。战争使得美元的地位下降，币值贬值，特别是当美元只是作为纸币的时候。

因为美元在贬值，就以为股票市场的整体价格水平或早或晚肯定要上涨，这样的预期难道不合理吗？从1900年到今天，股票市场的发展历史证明，从总体上看，股票价格的上涨与一般物价水平的上涨之间确实存在着相互趋同的关系，尽管在很长的一段时间里，两者之间也曾出现过非常明显的分歧。在成本不断上涨、工资水平也明显提高、所得税也急剧增加的情况下，经济本身有能力进行自我调节。但是，考虑到正常税税率的快速上升以及超额利润税的税率也被调高，这很容易导致公司的利润额明显低于近几年的平均水平。因此，我们不仅能想象得到税率的上调将会导致公司的净利润无法跟上通货膨胀的脚步，而且也清楚不管公司的资产价值表面上增长了多少，实际的盈利能力却在下降。由于公司的盈利能力要比资产价值对股票价格的影响作用更大，因此如果事态照此发展下去，股票市场的长期走势将会进入熊市的观点显然是有根据的。

可能性的大小

战争环境可能会给股票价值带来毁灭性的影响，这样的观点虽然很难被证伪，但也只不过是存在这种可能，说明不了什么。而我们感兴趣的是这种可能性到底有多大。为了更好地分析这一问题，我们应当从过去的历史经验着手。在有生之年，我们很不幸地经历了两次世界大战。有了这样的经历，我们至少可以说扩展了自己的见识，也许还让我们拥有了一些智慧。有一种观点很盛行——认为第三次世界大战对经济造成的影响与前两次是截然不同的。这是一个需要被事实证明的观点。在第三次世界大战没有到来之前，我们最好还是根据已经发生了的事寻找一些线索。

盈利能力降低

在第二次世界大战期间，由于受到价格管制、重新谈判和超额利润税等因素的影响，业内处于领先地位的大公司的盈利能力均有所下降。然而，道指成分公司的平均利润率却比战前高出了20%。在主板市场上，二流公司或者规模更小的公司其盈利有了大幅度的提升。所有公司的战后利润额都出乎意料地增加了不少，而且还保持了相当长的一段时间。一些保守的分析师原本以为，相比于1946—1950年期间的平均盈利水平，战后企业的长期盈利水平必然会大幅下跌。然而，后来他们不得不承认，当前企业的盈利增长已进入一个稳定期，或者说企业的平均盈利能力至少要比1936—1940年高出50%以上。因此，对道指的成分公司来说，人们普遍预期和平时期的平均每股盈利大约为15美元，而战前的平均每股盈利只有9美元。

1936—1940年期间，道指成分股的平均水平为135。然而到了1946—1950年，成分股的平均水平上升到了180。我自己计算了一下中间值（选取的是1947年），计算结果约为215。

如果对战时经济来说，这一总体发展模式是成立的，那么我们就可以做出如下几个方面的预测：

- 战争动员或者敌对时期会带来严格但是又实际的盈利增长；
- 与战前的“正常”水平相比，战后企业的盈利能力会显著上升；
- 在接下来的几年时间里，股票价格会出现非理性或者至少是难以预测的波动；
- 没有合理的理由能够证实战争会导致股票价值缩水；
- 我们有足够的理由相信，最终股票价值的中间值将会远远高于近期的计算值。

一些真实的数据

跟道指成分股有关的一些真实数据可以支持我们的结论。在1946—1949年期间，道指成分股的税前平均每股盈利为30美元，每股税后利润为18美元。到了1950年年末，这两个指标都有了很大的提升，其中税前平均每股盈利涨到了60美元，每股税后净利润超过了30美元。当前，企业的整体税率水平约为62%左右，而在第二次世界大战期间，企业的整体税率水平为72%。

如果我们假设道指成分公司战前每股税前盈利为50美元，有效的总体税率是70%，则每股净利润就等于15美元，这个计算结果与1945年以后和平时期的平均盈利水平相当。如果将“正常的市盈率倍数”与每股盈利值相乘——正常的市盈率倍数要取决于当时的利率水平以及道指成分公司的质量，计算结果与1951年年初的价格水平相近。真实的数据可能比这一预测值还要更好些。尽管整体税率会涨到70%以上，道指成分公司的税前每股盈利也会超过50美元。

铁路公司的合理避税方法

随着交通运输量的成倍上升，铁路公司的净盈利也有了惊人的增长，于是铁路公司现在面临着超额利润的合理避税问题。这样的情形不可能永远持续下去，但是似乎税收优惠政策还将一直延续下去，就像石油公司和矿业公司一样，它们也享受了很长时间的税收优惠待遇，经历过多次税率调整。公用事业公司未必总是战争的受益者，不过它们确实享有合理避税的权利，而且其盈利的稳定性似乎并没有受到严重的威胁。

上述分析反映的是战时的经济活动情况，与战争所导致的通货膨胀无关。过去的历史经验也证明，大多数通货膨胀都是在战后恢复生产时才出现的。没人能准确地预测未来的经济形势会怎么发展，不过我仍然有充足的理由相信，股票的价值要比美元钞票的价值更坚挺。

价格价值、资产价值和盈利能力

悲观的想法能很容易地描绘出这样的画面：高工资与让人难以承受的高税负将公司的盈利水平压制到“低于任何可分配的程度”，完全无视物价水平的飞快上涨。我们必须指出，美国的现行体制不会允许出现这样的情形——尽管存在不断加强的政府控制以及其他的不利因素，但从本质上看，美国的经济体制依然维护自由的投资选择权。这一体制的核心或基石是除了生产资料以外，每年的自由投资金额高得惊人。只有当现有的资本投资显示出稳定的盈利能力，后续才会有大量的资本源源不断地流进来。反过来，企业获得的盈利必须要与现有工厂的重置价值相对应。换句话说，由于物价水平持续上涨，资本商品的重置成本必然也随之上涨，因此重置成本的增长必须对应着历史投资所创造的利润额的增加。

资产价值与盈利之间的关系

资产价值与盈利之间的关系既不精确也不唯一。事实上，由于投资资本的收益状况变化幅度非常大，因此这意味着两者之间的任何关系可能都是不靠谱的。然而，当我们从更广泛的角度来审视经济活动时，会发现，往往先是事实证明传统的或综合性的历史投资能够创造丰厚的利润，大规模的新投资才会接踵而至。其实，随着新投资的规模不断上升，我们可以假设存在这样一个规则：历史投资资本的盈利与新投资资本的盈利之间的关系越来越紧密，而且逻辑联系也越来越强。

鼓励新投资

政府在维持充分就业方面的重点政策就是鼓励新投资，将鼓励投资作为一项基本国策。反过来，这样的做法给政府干预企业的税后“合理利润率”设置了一些操作上的障碍。我们可以尝试着解释一下这个矛盾：尽管最近几年，美国企业界一直在抱怨华盛顿政府对商界的政策不友好，但是若按照最初的成本来计算，投资资本所获得的收益率已经创造了历史新纪录。

本章小结

我们的结论就是，对于战时经济，公众将自己的关注焦点放在通货膨胀以及随之而来不断上涨的股票价格，这是一种本能的正确做法。而股票价格之所以会不断上涨，战争所导致的恐慌情绪就是一个诱因。这一次面临战争的威胁，投资者与投机者的反应非常理性；可是以前他们在面临类似的情况时，占据主导地位的情绪很明显都是恐惧。为什么这一次不同呢？让我们尝试着提出这样的想法，我们正好见证了人们通货膨胀意识的不断发展成熟，这与政府首批发行的E系列储蓄债券的到期期限几乎是同步的，这样的同步虽然有些怪异，但还不至于让人太惊讶。恐慌情绪促使人们大量买入

股票，就如同恐慌情绪驱使他们大量抛售股票一样。从去年6月开始，股票市场越来越像是“恐慌性买入”，但围绕我们身边的各种不安因素都是在担心美元的币值是否稳定，以及与美元相关的投资价值是否稳定，这说明一种全新的导向力量正在慢慢渗入普通投资者的心中。

20世纪20年代波澜壮阔但结局惨淡的股市新时代发端于1924年。当时的情形与今天的情况在有些方面很类似：期限相同的股票与长期债券相比较，前者的收益率要远远高于后者的收益率。不过，大家也能想象得到，其他方面则与今天的情形完全不同。或许，这时我们不得不重复一句为华尔街量身定做的法国谚语：“万变不离其宗。”

第17章
影响充分就业的结构性关系[(22)]
（写于1955年）

1946年的时候，我们对充分就业的承诺还在持怀疑态度，然而到了今天，充分就业承诺已经逐渐成为政治领域和经济领域一个普遍接受的前提条件。不管是民主党还是共和党，都认为政府有责任控制失业率的不断攀升。

早些时候，我们主要关注的是如何履行这一责任，不过到了今天，这一点已经不那么重要了。过去13年间如此优异的就业率，特别是我们的实体经济甚至连1954年这么恶劣的环境也能扛过去，已经给美国经济注入了一针强心剂，从而可以继续向前发展，不再像以往那样总是“开倒车”。

这一乐观的论调被一些人以不同的方式加以重新阐释。不过，他们要表达的核心思想都是相同的，那就是：为了维持充分就业，要么是企业必须以更快的速度无限扩张下去，要么是政府部门（不管是哪个政党上台）将会尽一切可能干预经济活动，以免让普通群众陷入恐慌。换句话说，这一观点意味着，积极的商业活动和近乎充分就业的状态是有保障的，唯一的问题是为了达到这一目标，我们到底该不该接受更严重的通货膨胀呢？1953—1955年的牛市也许已经反映出了未来这一革命性的新观念对投资者思想的渗透。在金融分析师或者学习经济学的学生准备接受或者拒绝这一关键性假设之前，他可能对一些长期的经济关系有过比较深入地思考，而这些长期的经济关系均与过去是否实现了充分就业有一定的关联。现在我们已经获得了理论上值得信赖的一些总体数据，这些数据包含4个方面的基本要素，这些要素

综合起来最终能够决定失业人数会有多大的变化。这4个要素是：（1）劳动生产率；（2）人均产出（或者消费）；（3）劳动时间；（4）劳动力。这4个基本要素的数学关系体现在如下的方程中：

失业人数＝劳动力－GNP（或消费）－[每人每小时的GNP产出（即劳动生产率）×每个工人年平均工作小时数]

在这篇文章中，我准备讨论一些比较重要的定量关系——上面列举的4个变量彼此之间早就存在这种关系，然后将记录与最近当局对1965年的规划方案加以比较。规划方案以及我们大部分的统计资料都是来自（国会）联合委员会（Joint Committee）的研究人员新近发布的一份经济报告，这份报告的标题是《下一个10年美国经济的潜在增长情况》（1954年10月）。

为了更好地实现我们的目标，有必要将1900—1953年的这段时间分成跨度大约相等的4个时期，以便更好地考查这4个因素的百分比变化情况，也就是：1913年与1900年相比较，1927年与1913年相比较，1940—1941年的平均数与1927年相比较，1953年与1940—1941年的平均数相比较。按照克利夫兰信托公司（Cleveland Trust Company）的总体经济活动指数来衡量，我们选取的这些年份均不属于衰退期。不过，1953年应该被划入经济的繁荣阶段，而其他年份的经济数据与基准年份相比或高或低，具体如下：

1900年---------+3%

1913年---------+4.5%

1927年---------+3%

1940—1941年----－1.5%

1953年---------15.5%

根据我们前面提到的公式，要维持充分就业的状态主要取决于3个基本的定量关系之间的相互作用情况：

- 劳动生产率和产出比率。这一比率一方面衡量的是生产率（每人每小时的GNP产出）的增长情况，另外一方面衡量的是消费能力或者生活水平（人均GNP）的增长情况。它会推导出中间计算结果Ⅰ，也就是单位人口必需的劳动时间的变动情况。
- 劳动时间的变动情况。这是一个综合系数，用总的劳动时间除以被雇用的工人数量。与第1步的中间计算结果Ⅰ相比较，进一步推导出中间计算结果Ⅱ，它衡量的是单位人口必需的工人数量（被雇用）的变动情况。
- 劳动力人口数的变动情况。这里最重要的数字就是与总体人口数量相关的劳动力人口数。根据中间计算结果Ⅱ，我们可以推导出最终结果Ⅲ，也就是单位人口失业率的变动情况。

表17-1向我们提供了研究所需要的基本数据以及一些重要的结论性数据。在表17-2中，前面我们讨论过的这些定量关系以百分比的形式向我们展示了4个时间段的变化情况。在表17-3中，我们计算了大概的平均百分比，然后再将这些百分比计算值与前面提到的研究人员对1953—1965年的估计值加以比较。

表17-1　基本的经济数据

项目	1900	1913	1927	1940—1941（平均值）	1953	1965（规划）
人口（百万）	76.1	97.2	119.0	132.8	159.6	190.0
调整后人口（百万）[b]	63.8	82.7	102.1	117.5	138.1	163.5
根据1953年的物价水平测算GNP（10亿美元）	75.6	113.1	160.5	220.1	364.9	535.0
平均每周工作时间（小时）	58.0	51.4	48.1	42.9	40.6	37.1
劳动力人数（百万）	29.1	38.7	46.9	56.9	67.0	79.0
就业人数（百万）	27.7	37.6	45.0	50.0	65.5	76.0
失业人数（百万）	1.4	1.1	1.9	6.9	1.5	3.0
总工时（10亿小时）	83.5	100.4	112.6	111.5	138.2	146.6
劳动生产率（每人每工时的GNP，按照1953年的物价水平计算）	0.905	1.126	1.461	1.974	2.640	3.649
调整后的人均值						
GNP（按照1953年的物价水平核算）	1 185	1 367	1 570	1 873	2 643	3 272
劳动时间	1 308	1 214	1 103	949	1 001	897
劳动力人数	0.456	0.468	0.460	0.484	0.485	0.483
就业人数	0.434	0.454	0.442	0.426	0.474	0.465
失业人数	0.021	0.14	0.18	0.058	0.011	0.018

注：a．联合委员会1954年10月报告。

b．年龄不满14周岁的儿童被计为0.5。

表17-2　不同时期的百分比变化情况[a]

	1913年VS.1900年	1927年VS.1913年	1940—1941年（平均值）VS.1927年	1953年VS.1940—1941年（平均值）
劳动生产率（每工时的GNP）	+19.6%	+22.9%	+26.0%	+25.0%
产量或消费量（调整后的人均GNP）	+13.4	+12.9	+16.2	+29.1
劳动工时[b]	–7.2	–9.3	–14.0	+5.2
工作周	–11.5	–6.3	–10.8	–5.4
就业人数[b]	+4.6	–2.9	–3.6	+10.1
劳动力人数[b]	+2.8	–1.7	+4.9	+0.2
失业人数[b]	–38	+28	–69	–81

注：a．根据较高的值计算百分比增长率，详见正文。

b．调整后的人均值。

表17-3　1953—1965年的预期变化情况与历史平均变化情况的比较分析

	1900—1953年每个阶段的平均变化比例[a]	预期变化（1965年VS.1953年）
劳动生产率	+22%	+27.5%
产量或消费量[b]	+16½	+17.9
劳动工时[b]	–6	–10.4
工作周	–8	–8.6
就业人数[b]	+2	–1.9
劳动力人数[b]	+1½	–0.5
失业人数[b]		+3.0

注：a．调整为12年。

b．调整后的人均值。

我们必须要提醒读者，表17-1至表17-3的计算结果有两个不同寻常的特征，我们认为这两个特征会让这些计算结果变得更有意义。第一，我们的人均数据是基于“调整后的人口总数”来计算的，这意味着年龄低于14岁的孩子只算半个成人。这么处理的目的是考虑到这个

年龄段的儿童数量占总人口数的比例出现了显著性下降，从1900年占总人口数的32.3%下降到1940年占总人口数的23.1%。

第二，我们的百分比变化都是以“较高”的数据作为比较基础的。举例来说，当数值从100上升到200，我们认为增长了50%，如果从200跌到100，我们认为下降了50%，这两者都是以200作为比较基础。这一改进的计算方法有很多优势，特别是在连续的比较计算中，优势更为明显。

当我们认真研究不同时期的百分比变化时，一些有趣的结构性关系让我们印象非常深刻。具体说来，这些关系包括以下几个方面：

- 在过去的53年时间里，生产力以加速度的比率在前进。由于生产力本身发展的速度很快，如果没有其他因素中和的话，这会导致市场减少对工人数量的需求，于是就业率将难以提升。
- 人均GNP或消费，同样在每个时间段都保持在一个比较合理的稳定增长率水平。尽管1940—1953年这段时间内的升幅最大，让人感到很振奋，但是从变化幅度来看，这属于例外情况。很大一部分原因在于企业的飞速发展——1940—1941年还稍低于平均值，而到了1953年，就创下了最高纪录。
- 对于就业来说，最重要的数据并不是单独考虑劳动生产力的变化情况或者消费的变化情况，而是考虑其相对增长率的变化情况，也就是我所说的劳动生产力和产出比率。在我们考察的4个时间段里，有3个时间段的劳动生产率增长速度都大于产出（或消费）的增长速度，于是导致“劳动生产力过剩”。在1947年发表的一篇相关文章中——这篇文章包含更多类型的考察周期长度，我发

现“劳动生产力过剩”的现象在所有经济活动类似的时间段里都存在。[1]

只要存在劳动生产力过剩，其必然的结果就是减少单位人口的人均工作时间。在1900—1953年期间，调整后的人均工作时间从1 308个小时下降到1 001个小时。如果每周的劳动时间没有缩短，那么人均就业率将会下降23%，因此1953年才会有1 600多万的劳动力人口失业。

- 当然，劳动时间的缩短正好可以抵消劳动生产力过剩的问题。在每个时间段内，每周工作小时数都有所下降，但是却是以一种不规律的比例下降。没有证据表明每周工作小时数会按照维持充分就业状态所需的劳动时间进行同步调整。但实际的结果显示，与这一目标相差并不大。

  这里有一个重要的问题：劳动生产力过剩是否就是美国经济的一个结构性特征。如果劳动生产率的增长速度高于消费的增长速度是一个必然的趋势——50年来的数据已经证明了这个结论，每周劳动时间的逐步降低（或者，更好一点，每年劳动时间）将会成为阻止失业率攀升的一个必然手段。

- 劳动力数量相对总人口数量的比例关系与其他几个因素彼此之间是相对独立的，因此它对失业率的影响作用也是独立的。在过去53年的时间里，劳动力数量增长的速度稍快于总人口增长的速度。如果按照不调整的人口计算，每1 000人劳动力数量从407人增加到420人，如果按照调整后的人口计算，每1 000人劳动力数量从456人增加到485人。如果不考虑其他因素的对冲作用，单单是这一差别，就会让1953年的失业人数增加几百万。

上面这个关于劳动力数量的推论有些违反常理。其中一个就是，生活水平的大幅提升应当对应着劳动力数量占总人口数量的比例下降。（事实上，女性参加工作所产生的抵消作用大于儿童劳动力的减少以及退休提前这两个因素的合力。）劳动力数量的变化让政府感到困扰，原因在于这种变化基本上完全集中在1927—1940年这个时间段。因此在这段时间，它进一步加重了由劳动生产力过剩所导致的失业状况。

- 最后，我们必须意识到，失业率——这是最后一个也是最关键的数据，最终反映了4个决定性因素之间的边际关系。这4个决定性因素分别是：
  - 不断增长的劳动生产率；
  - 不断增长的消费支出；
  - 不断减少的劳动小时数；
  - 劳动力数量的变化。

  如果只是劳动生产率有所增长，那么只需要两年时间，它就会导致严重的失业问题；常见的劳动生产力过剩可能在6年时间里导致失业率攀升；而劳动力数量的反常变化对失业数据造成影响则可能需要12年的时间才会显现。

至少，从理论的角度来看，这是实现充分就业目标最重要的障碍。我们相信，当决定就业人数与失业人数的这几个重要变量之间出现轻微的不平衡时，强势的政府干预是必不可少的。

1952—1954年之间的发展情况也佐证了这一事实（具体的数据并没有列在表17-1至17-3里）。在这两年里，人均实际产出并没有发生

任何变化，但平均失业人数却几乎翻了一番，从167.3万人增加到320万人。作为控制变量的劳动生产率增长了4.4%，部分抵消了劳动时间和相对劳动力数量1%的下降所带来的影响。

对未来的预示

联合委员会的研究人员在经济报告中提出了对1965年的预测，这一预测也是建立在前面分析的基础上——虽然这个分析还不够全面。他们的研究结论表明，在10年左右的时间里，经济可能会达到让人满意的均衡状态，国民生产总值将会达到5 350亿美元，较1953年增长47%，但价格水平却不会发生任何变化。

按照他们在研究报告里提供的模型，为了实现这一平衡关系，必须满足三个结构性的关系要求。首先，用于储蓄的可支配收入必须从当前的8%调低到6%，目的是将这些钱用于消费。其次，各个政府部门的非军事支出增长速度要远远快于GNP的增长速度。最后，每周的劳动时间必须大大地缩减。尽管没有很清楚地说明，但是报告的讨论内容暗示着，只有缩减劳动时间，才能将失业率维持在可接受范围内。

总之，与1953年的水平相比，经济环境要求人们减少工作时间，降低储蓄额，并且政府也应该增加国内支出。这听起来好像有些颠倒是非，但这确实是20世纪美国经济过剩的真实反映，而经济过剩的原因正是不断提高的劳动生产率水平。

按照研究人员的预测，考虑到控制失业率水平的核心变量关系，我们已经计算出了1953—1965年间的失业率的百分比变化情况。具体的数据都列在表17-3中。

有必要强调的一点是，我们估算的劳动生产率增长速度要稍快于1940—1941年到1953年的增长速度。不过，预计的消费支出（人均GNP）将会比1940—1941年到1953年的水平稍微低一些。事实上，这一

水平比1900—1953年整个期间的年平均水平还要高出10%。其结果就是引发大量的劳动生产力过剩（10.4%），人均所需的劳动工时数出现了相应的下降。

我们预计（或者说要确保），每周劳动时间下降的幅度与50年以来的平均水平基本相当。这三个因素的综合影响效应便是人均就业人数会下降2%，其中0.5%的影响效应会被相对劳动力人口数的小幅下降所抵消。最后的计算结果表明，以调整后的人口为基础，每1 000人里的失业人数由11人上升到18人。

当然，这是一个令人振奋的预测值。（不过，研究人员警告我们说这个预测值是建立在经济能够实现高速增长的基础之上，而真实的增长速度可能要比预计的要慢。）这当然不是乌托邦，因为与前面我们已分析的4个时间段相比，这一预测值与美国经济增长的真实水平是非常接近的。

即使我们觉得这个预测很合理，但是若想用这些数据来指导投资与商业决策，我们脑海中还是要牢牢记住两点忠告。第一个忠告就是在未来12年间，经济快速增长的过程中也许会伴随着相当长时间的持续衰退，而且这两种情况会交替出现。在1900—1941年的三个考察周期里，尽管从整个考察时间范围来看，经济表现出了比较好的持续增长态势，但是中间依然经历过经济衰退。

避免经济周期性地出现衰退，从而避免出现较高的失业率，这是两个不同的问题，两者是相互独立的。国民经济能够像1953—1954年那样有效地抵抗消极因素的不利影响吗？不管是我们前面的分析，还是联合委员会提交的研究报告，是否能针对这个重要的问题给出一个肯定的答案，对此我持怀疑态度。

第二个忠告与总失业率的边际特征有关。前三个决定因素的反向小幅度变动可以让最终的失业率数据从令人相当满意变为让人头疼。例如，如果劳动时间减少的是2个小时，而不是之前的3.5个小时，那

么失业人口的计算结果将会翻倍，例如可能达到600万之多。第4个重要的变量——劳动力，它的威力也不输给前面三个因素，也能给失业率数据带来大麻烦。

最近几年，美国经济的表现实在令人满意。但是，如果我们据此判断说美国经济已经可以抵御衰退与失业，那还有点为时过早。而且，经济衰退与失业的特征也是不同的。

1913年及以后年份的数据均来源于联合委员会的报告。劳动工时数按照政府统计的就业人数进行了调整，与报告里面的数据不一样。1900年的数据来自于不同的渠道，不过我们在选择数据时尽可能地与联合委员会提供的报告数据保持一致。

“按照较高值计算百分比”方法的运用

在本文中，凡是需要计算百分比增长的地方，我们都是用较高的那个值或最终的值作为比较的基准。一直以来，我都认为这一传统方法更适合经济学家和证券分析师的研究工作，且优于用最初的数据作为比较基准的做法。我之所以在此处敢大胆地使用这一方法，是因为联合国经济和社会事务部公布的名为《欠发达国家出口市场的不稳定性》（*Instability in the Export Markets of Underdeveloped Countries, 1952*）的研究报告就使用了该方法。正如这个研究报告的附录B所指出的那样，与普通的百分比计算方法相比，“按照较高值计算百分比”的方法具有以下几个优势：

- 在评价100、80、100这个序列数据的变化情况时，如果使用“按照较高值计算百分比”方法，计算结果是先下跌20%。然后再增加20%。可是，若是使用传统的计算方法（这方法还有些麻烦），计算结果则是先下跌20%，然后增加了25%。

- 在使用这一方法时，单次最大涨幅永远低于100%；同理，单次最大跌幅也永远低于100%（只使用正数）。
- 对于下列两组数据，10、5、8、10和5、10、8、5，当我们使用“按照较高值计算百分比”方法时，它们的平均绝对波动幅度是相同的；而当我们使用普通的百分比计算方法时，它们的平均绝对波动幅度差别很大。

要注意，“按照较高值计算百分比”的方法只适用于比较连续的数值的变化情况。在计算盈利、死亡率或者类似变量的百分比变化时，这个方法是不适用的。

第18章
美国的国际收支：“沉默的阴谋”[(23)]
（写于1962年）

美国的国际收支平衡问题是一个自相矛盾的难题。一方面，美元的国际地位确实面临着实实在在的威胁；另一方面，导致这些威胁出现的原因绝不是基本经济要素的变化，而且也与导致汇率波动的常见原因完全不同。

在这篇文章中，我将会更多地关注最近的发展情况，进一步深入分析我认为最有趣的一个问题：为什么从美国总统肯尼迪到美国钢铁大王罗伯特·泰森（Robert Tyson），都没有弄清楚（或者只是非常含糊地提到）“美元危机”背后的真实原因到底是什么？事实上，他们一致忽视了一个最重要的事实，那就是我们文章标题所提到的“沉默的阴谋”。

我将会以一种绝不妥协的姿态写完这篇文章，而且还会对其他人的观点给出非常尖锐的批评。毫无疑问，这会伤害到某些人的感情，甚至会显得有些傲慢和自负。我的理由（为什么值得这么做）是，美元的力量代表着美国的基本利益，面对存在诸多误解的当前局势，我们有必要正确地理解这个问题。为了达到这一目的，直率的表达方式可能是最基本的。

美元危机的出现与“消失”

美国的国际收支平衡问题始于1958年。1951—1957年间，美国国际收支的年均逆差值为10亿美元。这被认为是维护国际货币体系稳定

的重要保障，因为其他国家可以抓住这个机会获取黄金与美元，为本国积累急需的外汇储备。但是在随后的3年时间里，情况发生了变化，美国每年的平均逆差额达到了37亿美元，随后1961年的逆差额达到了25亿美元。在这4年间，美国为提供国际“流动性”而遭受的损失额高达135亿美元，这使得美国由原来的贷方余额为67亿美元，转变为借方余额为67亿美元（具体数字见表18-1）。很明显，我们不可能按照这个速度一边持续地提供国际流动性，另一边维持美元的国际价值。因此，“美元危机”以及美元很快会贬值（相对于黄金）的说法广为流传。

表18-1　1949—1961年美国的流动性头寸与权益头寸

单位：10亿美元

项目	1949.12	1957.12	1961.12[a]
黄金储备量	24.6	22.8	16.9
减去：对外国人的短期债务	7.0	16.1	23.8
第一流动性	17.6	6.7	亏损 6.9
加上： 美国私人投资			
短期（总额）	1.3	3.2	6.0
长期（净额）	8.4	20.8	30.2
美国（私人）股本	27.3	30.7	29.3
加上： 美国政府预支款	11.0	17.3	17.0
权益头寸总额	38.3	48.2	17.0

注：a．部分根据国际收支平衡表的数据估计。

美国政府坚决否认会导致这样的后果。政府部门声称，他们估计通过实施各项措施，截至1963年年底，美国的国际收支账户将会重新

实现平衡。今年第二季度的数据表明情况确实在改变——年度逆差额回落到10亿美元以下，预期1962年的逆差规模大概会在15亿美元的水平。

9月，在华盛顿举行的世界银行和国际货币基金组织例会上，来自不同国家的中央银行家都在“欢呼美元危机已经接近尾声”“不会贬值了”，它再也构不成任何威胁了。事实上，他们开始表达了另外一种担心：当美国的对外贸易赤字削减之后，他们本国的国际收支与国际流动性将会发生怎样的变化。（美国的国际收支平衡是否完全在政府的掌握之中是另外一个问题，后面我们还会谈到这一点。）

观察家可能会怀疑，如果只凭单个季度的数据变化和其他一些官方统计报表就可以断定美元危机已经解除了，那么美元危机根本就构不成问题了。这正是我们这篇文章的观点：从1957年开始，美国流动性的减少可以直接追溯到美国对外净投资额的年增长率，而这是减少了的流动性唯一的去向。这样的变化不是影响一国外汇头寸规模的基本因素；过去它从未导致美元的贬值，当然未来除非政府故意这样做，否则也不会让这一因素成为美元贬值的“罪魁祸首”。

最近，一位参加世界银行会议的代表讽刺了目前的实际情况：“美国的国际收支并没有达到入不敷出的地步，但是美国对外投资的发展速度确实在‘寅吃卯粮’——远高于本应该保持的水平。”

接下来我们将用比较的数据证明上述说法的正确性。我们先谈一谈某些观点，这些观点认为美国过高的对外投资率并不是导致美元危机的根本原因。随后，我们要问一问，为什么这些事实几乎被完全忽视了。最后，我们会讨论这些困难的根源，并给出解决问题的最佳方案。

从长期视角审视美国的国际收支情况

如表18-2和表18-3所示，为了突出这些数据的重要性，更好地体现最近几年的对外投资与之前所有阶段相比呈现出的特殊变化，我们用调整过的表格形式汇总了1929—1961年这段较长时期内的对外账户收支状况。表中提到的账户可以被划分为下列三种基本类型：

表18-2　长期视角下的对外收支平衡表

单位：百万美元

	A组 所有私人交易 （剔除其私人资本账户）	B组 所有政府交易 （包括资本账户）	A+B 经常项目余额 （权益变动）	C组 私人投资净额 （净额）[a]	A+B+C 最终余额 （流动性变动）
期间	cr（代表贷方）	dr（代表借方）			
1929—1941	650	100	cr 550	cr 570	cr 1 120
1942—1945	–	–	dr 1 530	dr 170	dr 1 700
1946—1949	7 942	5 928	cr 2 020	dr 100	cr 1 920
1950—1957	4 537	4 877	dr 340	dr 940	dr 1 200
1958—1961	5 016	5 326	dr 310	dr 3 130	dr 3 440

注：a．此处不包括国外短期投资。

表18-3　两个时期的总额对比

单位：百万美元

	1929—1949 （21年）	1950—1961 （12年）
经常项目余额（权益变动）	cr 9 100	dr 4 000[b]
对外投资（净额）	cr 6 300[a]	dr 20 000
最终余额（流动性变动）	cr 15 400	dr 24 000

注：a．负投资。例如，国外投资流入额超过我们的对外投资额。

b．权益连续不断产生的收益可能会超过负债总额。

A组：所有私人部门的交易、净值，私人资本账户除外。

B组：所有政府部门的交易、净值，包含资本账户在内。

C组：私人资本账户、净值（不包括对外短期资本流动），加上“未记录交易（错误和遗漏）”。

A组包括进口和出口、各种服务、对外投资所得的转移性收入以及美国私人部门的对外汇款。这一组不包括政府服务和“军事交易”，按照官方的分类标准，这两项原本被计入“商品与服务的进出口”项目下。而我们则是将政府服务和“军事交易”计入B组的政府其他收入和支出项目下——这些项目从1940年之后变得尤为重要。

“未记录交易”与资本账户一起被计入C组。因为我们通常认为，大多数此类项目都代表的是资本流入或流出某一国，而这些流入或流出都是通过“正常的记录系统所没有考虑到的渠道”进行的。C组不包括对外短期资本流动，因为这个项目被视为平衡项目，与黄金流动项目相类似。（美国的私人部门和政府部门的海外短期投资并未与外国短期债务相冲抵，这主要是因为美国政府无法随心所欲地动用它们来满足他国对美国黄金的需求。）

将1929年后的对外收支账户分为5个时期加以分析是非常有指导意义的。这5个时期分别是：（1）第二次世界大战爆发前，1929—1941年；（2）第二次世界大战期间，1941—1945年；（3）第二次世界大战结束后，1946—1949年；（4）朝鲜战争期间，1950—1957年；（5）美元危机爆发期间，1958—1961年。只需要将A组和B组加总起来，就可以算出上述每个时期真实的“对外贸易余额”，当然要把美国私人投资交易的净值剔除掉。这一对外贸易余额可以被视为美国与世界其他国家交易所获得的“净利润或亏损”或者“经常账户余额”，抑或是“对外国权益投资的净变化额”。

我们发现，1929—1949年的情况与最近这12年的情况不太一样——过去这12年里，贸易余额呈逆差状态，逆差额较为适中。事实上，如果我们将对外投资所获得的未汇回国内的收益也计算在内，逆差就消失了。因此，不管是从1949年开始计算，还是从1957年开始计

算，如果不考虑美国政府的预支款项，那么从某种意义上说，美国的海外“权益”是增加的。不过，现在政府的预支款项也被计入了国际收支差额。

值得注意的一点是，美元危机期间与1950—1957年“令人满意的时期”相比，“经常性亏损”项目的值要略低一些。不仅如此，1961年，也就是美元恐慌情绪达到顶点的那一年，即使扣除了高达50多亿美元的政府海外净支出额，这一年（1946—1947年除外）美国经常账户的余额依然是历史上顺差额最高的年份之一。

对于表18-2，我们首先要关注的数字是我们的国外净投资额（C组）。事实上，1929—1949年间，美国基本上处于“负投资”的状态，因为在这段期间内，国外买入美国资产的金额超过了美国的对外投资额，两者的差值高达70亿美元。1950—1957年间，美国的年均私人净投资额基本上都在10亿美元以下。

从那个时候开始，美国的流动性就处于非常宽松的状态，拥有世界上规模最大的黄金储备，我们完全有理由将过多的流动性（没有任何收益）转换为具有良好收益的长期投资。不过，随后的事实证明，我们的行为很像牛市来临时投资者和投机者的行为。

随着流动性的减少——这里流动性指的是在不引起货币供给紧张的前提下对外投资的能力，美国对外投资的年增长速度变得越来越快。剔除掉其他投资者投资行为的抵消作用，美国的资本转移额从1949年的6亿美元增加到1955年的13亿美元，1961年进一步增加到46亿美元（这46亿美元里包含了6亿美元的未记录交易）。实际上，美国的对外投资额已经超过了本应该维持的投资水平。

面临的挑战

我认为，正是由于对外投资的比例上升速度太快，才会导致美元危机爆发。其他人从各个角度对这一观点提出了质疑或挑战，不过认真考虑这些反对意见可以帮助我们更好地认清状况。第一种观点认为，单独把投资项目拎出来作为承担危机责任的“替罪羊”，这样做根本没有合理的理由，因为美国的贸易不平衡是多个因素共同作用的结果。例如，从借方角度来看，对外国的巨额援助费用以及海外军事费用就是其中一个影响因素。美国商务部国际收支部门的负责人沃尔特·莱德尔（Walter Lederer）就是这种观点的坚持拥护者。他说：“不管怎样，只要资本流动与其他交易项目之间始终存在相互抵消的关系，那么在评估国际收支状况时，就应该同时考虑这两者，我们不能认为其中的某一方比其他的交易具有更‘基本’的作用。”

这番话听上去似乎意味着，每年的对外投资额可能会对相关的贷方项目产生较大比例的抵消作用。如果事实如此，那么在分析当前美国所面临的困境时，认为对外投资项目便是美元危机的根本原因的分析结论显然是不合适的。

但是，具体的事实和数字又是如何呢？让我们先看一看表18-4。表18-4将1949年和1961年的数据放在一起进行了比较。在1949年的时候，美国的经常账户有少量逆差，但美国的对外投资要稍微低于外国人投资美国的数量（将未记录交易视为投资）。因此到1949年年末的时候，美国的流动性依然有小幅增加。1961年，美国的经常账户有将近15亿美元的顺差，然而对外净投资额却变成了40亿美元的逆差，因此最终导致美国的国际收支逆差超过了25亿美元。

表18-4　1949—1961年美国国际收支余额发生变化的原因

单位：百万美元

	（商品贸易余额）	A组 所有私人交易 （剔除掉私人资本账户）	B组 所有政府交易	A+B 经常项目余额	C组 私人投资净额	A+B+C 最终余额
1949	（5 424）	cr 6 140	dr 6 270	dr 130	cr 341	cr 211
1961	（5 340）	cr 6 815	dr 5 327	cr 1 488	dr 3 949	dr 2 461
变化	（dr 84）	cr 675	cr 943	cr 1 618	cr 4 290	dr 2 677

注：cr代表增加；dr代表减少。

如此明显的变化，贸易账户、政府支出与对外投资这三大项目都是导致问题出现的原因吗？无法确定哪个才是最主要的原因？美国获得的巨大贸易顺差主要得益于第二次世界大战结束后欧洲重建的巨大需求——1961年的商品贸易顺差额（53亿美元）与1949年基本相当。在这样的背景下，我们怎么能把贸易逆差归咎于出口的落后，像某些人一样，把“出口商品定价太高以至于销路不好”作为借口？

此外，美国商品与服务的合并贷方余额（不包括政府部门）比1949年高出6.75亿美元。确实，从某种意义上来讲，美国政府的对外援助项目与军事开支就是导致国际收支赤字的罪魁祸首。不知道这些专家是否注意到，1961年美国政府在这些方面的支出要比1949年少9.4亿美元？那么，既然这个项目已经有所改善了，那为什么还要把美国国际收支逆差的后果归因于这个项目呢？这样做符合逻辑吗？由于对外投资是唯一发生显著逆向变化的组别，而且变化的幅度确实比较大，因此当人们看到这些数据时，容易把它当作导致美国国际收支失衡的罪魁祸首。

反对理由

不过，反对者再次谈到，这些海外投资同时产生了较为强烈的抵消作用，因此它对美国的整体流动性并没有造成太大的损害。我们首

先要考虑的是美国从中获得的收入。1961年，美国海外投资获得的收益合计为36.45亿美元，与美国39.51亿美元的对外投资规模相差无几（此处没有包括未记录交易）。每年的对外投资规模与对外投资的收益在金额上如此接近，这从很大程度上说明对于美国近期的国际收支逆差，对外投资项目并不应当承担太大的责任。

这一论点听上去好像很合理，但实际上却是谬论。它没有考虑到，即使不把1960年和1961年的所有新增投资都计算在内，只按照1959年末美国450亿美元的对外投资规模来计算，1960年与1961年依然能够获得这么多的投资收益。

表18-5就是考虑到了这一点，因此计算出来的结果更加合理可靠。如表18-5所示，在最近4年时间里，美国合计140亿美元的私人对外投资共创造了12亿美元的收入，仅相当于资本流出额的10%不到。如果我们能够将资本流出总额从每年45亿美元左右减少至10亿美元的话（这种程度的资本流出规模减少之后，会让当期的投资收入略微减少一点），那么就有可能把1960年和1961年的整个国际收支“赤字”全部抹平（这两年正是美元危机最严重的时期）。

表18-5　1958—1961年对外投资额对美国海外投资收入的影响

单位：百万美元

截至1957年12月的投资收入	2 900
不考虑新增投资的前提下，1958—1961年美国海外投资收入（相当于截至1957年12月投资收入值的4倍）	11 600
1958—1961年的实际投资收入	12 815
1958—1961年新增投资所创造的投资收入	1 215
1958—1961年的资本流出额（估值）[a]	14 700
流动性的净损失额 1958—1961年的资本流出额减去新增投资的投资收入	13 500

注：a．包含净值约为12亿美元的未记录交易。

考虑到这一背景，那些巨额资本流出说的支持者进一步辩解说，巨额资本的流出还以资本品出口的方式创造出了其他重要的贷方项目，如果对外投资额没有增长的话，这些额外的贷方项目本不应当出现。因此，很难找到一个正确的方法来评判资本流出对美国国际收支平衡的总体影响到底有多大。

从某种狭义的角度来看，这当然是完全正确的。不过，我们也找到了一些数据，来说明所谓的“抵消额”大概是多少（这些数据源自美国商务部于1960年出版的《美国海外商业投资》[*U.S. Business Investments in Foreign Countries*]研究报告）。数据表明，1957年美国对外投资花在工厂设备上的费用共49亿美元，而从美国本土购买的资本品大约为10亿美元。1957年美国对外投资的总规模是32亿美元，其中有20亿美元用于“直接投资企业”。

从这些数据中我们可以得出这样的一个结论：每年美国的对外投资有30%左右的比例会被抵消。另一方面，1957年，设立在海外的直接投资企业向美国出口的商品总价值为37亿美元，明显大幅高于海外国家从美国进口的商品价值（据上述研究报告的“不完全统计”，后者的规模大约为26亿美元）。美国商务部的这份研究报告重点强调了直接投资企业所在地的外国通过这种方式可以储备更多的美元。其隐含的意思也非常清楚，那就是除了带来投资收益以外（前面已经讨论过），这样的直接投资对美国国际收支状况的净效应是弊大于利。

沉默的阴谋

表18-1至表18-4的数据应当已经清楚地证明了，美国对外投资增长速度的大幅上升应该对近期的美元危机承担主要责任。不知道我的读者中有没有人已经从当局发布的各种信息或数据中看到问题的这一面？至少，在去年9月之前，我还没有发现这一点。现在我要好好研究一下之前人用了哪种方法分析该问题以及使用这种方法的理由。

目前，人们还没有意识到贸易逆差所导致的流动性损失与对外投资造成的流动性损失两者之间到底有哪些根本性的差异。1962年1月，经济顾问委员会经过讨论，决定将这两种类型的交易合并到一起，取名为“基本账户”。

难道企业对外投资建厂，其经营所得的盈利或亏损具有相同的意义，都是“基本的”吗？与此相反，加拿大的分析人员就很认真地将两者分别称为“经常账户余额”和“资本流动净额”。从1955年开始，加拿大政府就面临着经常账户极端不平衡的状况，而同一时期内，美国的经常账户则保持着基本平衡的格局。将这两个国家的情况综合分析，我们应该形成这样的认识，即加拿大正在经历真正的外汇危机，而美国的美元危机可能只是表面上的危机或虚假的危机。

1961年2月，肯尼迪总统做了关于美国国际收支平衡问题的特别咨文，他是这样阐述的：“我们的出口额大大高于进口额，但是这还不足以弥补海外军事基地建设、美国私人企业的海外投资、美国政府对外经济援助以及贷款项目的所有支出。”

请注意，对外投资刚好被夹在对外军事支出和政府援助这两项之间，就好像它们的本质特征是相同的。这种将对外投资放在所有支出项目之中的处理方式，用同样的方式对待它们，具有很强的误导性。

1962年5月，在给美国商会发表演讲时，肯尼迪总统进一步提到：“每年我们花费在海外驻军、防事工程建设以及履行海外安全防卫承诺等方面的支出高达30亿美元。如果贸易余额不足以承担这笔支出，我们还有两个备选方案：第一，输出黄金，我们现在就是这么做的；第二，取消安全防卫承诺。”此处并没有提到对外投资。事实上，如果不考虑投资的话，美国的贸易余额足以负担起政府的所有海外支出。

肯尼迪总统故意忽视不断增大的投资支出，可能是为了达到两个重要的目的：首先是阻止工资和价格水平的上涨；其次是为了游说美

国庞大的军事力量承担更多的海外安全防卫义务。对第一个目标而言，宣称美国的出口额应该大幅增加能起到一定的作用；对第二个目标而言，肯尼迪总统是在暗示美元的地位正面临危险，需要得到军方的支持。

1961年3月，美国钢铁公司的财务主席罗伯特·泰森也阐述了他对这个问题的看法，不过他的用词更激进一些。但是在我看来，他的说法问题更大。他说：“解决国际收支失衡的唯一办法就是想办法提高或者修复我们在国际市场上的竞争力。”接下来的这句话清楚地反映了罗伯特·泰森说这番话的真实用意，“因此我想，这意味着美国必须用强硬手段终结温和的工资通胀时代”。

我们大多数人都同意工资通胀的局面应该被终结。但是，我们中有一些人并不认为工资通胀会伤害美国在国际市场上的竞争力。贸易数据也证明，1960年和1961年是和平时期贸易顺差额最高的两个年份，远远超过了1950—1957年的平均水平。

沉默还在继续

《华尔街日报》总是喜欢追踪报道自己讨厌的人和事。去年7月，《华尔街日报》用一篇社论做出了如下总结：“尽管人们对我国的国际收支逆差有很多困惑，不过，最根本的事实其实很简单。美国企业很喜欢不断扩大出口盈余，因此，肯定是政府的国内政策以及国外政策导致了逆差的出现。”《商业周刊》的报道虽然语气更为审慎，但是往往不尊重事实。它用自己的方式在同一时间表达了相同的观点：“如果大家不反对的话，简单来说，就是美国政府承担的海外军事防务以及国际经济援助的费用太高了，以至于现有的国际贸易顺差负担不起了。”没有任何出版物提到我们所说的不断增加的海外投资，如果不是这些不断增长的海外投资，我们也不可能会面临美元危机。据测算，美国每年对外投资的规模大概是80亿美元而非40亿美元，因此

实际的逆差规模应当为70亿美元。无论如何，美国政府推行的各项政策以及海外防务项目依然要为如此高的国际收支逆差承担责任。

这些不准确的报道已经影响到了其他期刊，甚至出现了更加夸张的评论。也许最有代表性的言论就来自我自己的报社，同时也是美国国内发行量最大的报纸之一：“如果国际收支失衡这个谜题始终解不开的话，那么在理论上，美国政府将要面临国际破产的灾难……美国欠世界上其他国家的债务超过了其他国家欠美国的债务。美国的负债大于美国的资产……美国的债务包括进口、海外军事支出、对海外企业的投资以及对外国的援助。”

请注意，这里将对外投资列在了美国的“负债”之列，相应的结论就是，美国正处于国际破产的边缘。毫无疑问，有人预测美国的黄金价值将会下降，一些人开始将巨额黄金转移到瑞士和其他地方。

去年9月，英国财政大臣终于从正确的视角公开对这个问题进行了分析，他这样说道：“这一次的贸易赤字非常特别，美国经常账户的顺差规模巨大，之所以会出现赤字，原因就在于海外援助、防务以及对外投资支出太多。应当说这并不是真正的国际收支失衡，而是对外过于慷慨而导致的失衡。”这段话的隐含意思是巨额的对外投资是美国对外“慷慨”的一个组成部分，这么说并不准确，不过它确实与慷慨的捐助有些类似，因为这种投资绝对是自愿的。

我主要想搞清楚为什么主流经济学家没有认清眼前的现实，没有充分注意到对外投资在美元危机过程中发挥的关键性作用。相关的观点太多了，无法一一列举出来。简单来说，去年出版的权威书刊共刊登了主流经济学家研究美元危机问题的13篇论文，但是这些文章几乎没有做出什么真正的贡献，根本没有意识到对外投资对整个局势所起的关键作用。

专业人士为何会犯这样的错，我很难解释。一种说法是，我自己的分析完全是错误的，无疑很多读者会觉得这很有可能。出于自我维

护的角度，我唯一能说的就是，希望他们可以重新回顾一下前面我提供的数据和证据，在判断谁对谁错之前，先认真地分析一下它们。

未来的危险与可能的补救措施

即使问题的根源在于“过于慷慨”，同时再加上海外投资规模过大，对美元的国际地位来说，这也确实是一个真实的威胁。1962年上半年采取的改进措施并不能保证美元从此脱离了危险境地（必须指出，判断美元脱离危险的标准是每年的流动性损失不应该超过10亿美元）。

长久以来一直让人感到满意的贸易余额也许即将迎来恶化的拐点，而海外军事支出可能还要大幅度上涨。在本文写作时（1962年10月28日），面对国际危机真有可能会爆发的危险环境，这些因素显然会进一步增加危机发生的外部可能性。

假设在接下来几个月时间里，美国政府不能有效遏制流动性的损失，同时假设美国的对外投资依然保持着较高的增长速度，那么美国政府又应当采取哪些措施来应对呢？很明显，我们不可能指望通过实施减税刺激政策来促进工厂的现代化程度，从而使得短时间内美国商品的出口量大幅度增加。想依赖这种方法来快速解决问题的提议完全是荒诞不经的，但是一些高级官员却屡屡提及。

政府部门大幅削减海外支出当然值得考虑，但是这要求美国的政策做出根本性调整，而当前的国际局势根本不允许美国这样做。目前，政府已经提高了利率水平，希望能够吸引或者留住来自国外的短期资本，不过这并不能改变美国的总体流动性状况，只不过是阻止了美国的短期负债被转换为黄金流出美国。

在高利率的诱惑下，是否会有大量的长期资本流入美国，这还是未知的；在任何情况下，为了实现这个目标或其他目标而从根本上彻

底改变国内利率结构的做法都会招致人们的强烈反对。接下来我们讨论一下另外三种可能采取的措施。

第一种措施是美元贬值。无论这是否能真的解决问题，都会引发论战。如果美国继续坚持庞大的海外投资规模，同时将美元贬值，那么又如何证明这样的“破产行为”是合理的？有没有哪个国家、公司或者个人曾经因为这么一个完全不合理的理由破产过吗？

第二种措施是节衣缩食，这看上去很符合逻辑。换句话说，就是削减每年新增的海外净投资，使其规模正好与其他交易所获得的盈余相当。这与个人的投资行为有关——个人投资者会将扣除了生活费用、税负以及捐款以后余下的收入用于投资。

在那些外国债券与股票的市场价格波动较为剧烈的国家，实施这样的政策最有吸引力。美国对这些地区的投资规模一直都很大，而且1962年的投资规模比以前还大，达到了10亿美元左右。

迪伦秘书长已经表示，如果有必要，政府将会采取一些措施限制美元外流。另一方面，强制性地降低私人部门的海外投资额又与美国金融自由的目标相违背。我们所有人都不愿意看到这些措施被执行——尽管从英国的财政历史来看，英国政府曾经多次实施过类似的政策。

在我看来，反对意见较少的最佳解决方案是由美国公司和／或美国政府出面向国外借入长期资本。从本质上来讲，美国目前面临的困难就在于它借入的是国外短期资本，而这些资金却被用于对外国进行长期投资。显然，解决这一问题的方法就是用海外的长期借款为海外的长期投资提供资金，使两者的规模相互匹配。这实际上并没有减少美国当期或总体的流动性余额，只是降低了短期负债的规模。

与在美国国内的浮动利率借款相比，这样的做法将会导致美国对外的利息支付额显著增加。但是，如果美国的新增投资项目能有足够

多的盈利，那么就完全负担得起新增的利息支出。如果负担不起相应的利息费用，那美国政府就不应该采用这个方案。

也有人认为这样的借款是“不可能的”，因为外国的资本市场组织结构不够完善。然而，欧洲各国的投资者正在把大笔的钱借给这些国家的企业；美国的一些企业已经开始在海外市场上融资；证券到期时，海外投资者可以自行选择还款货币为本国货币还是美元，这还是很有吸引力的。

这里真正的问题并不是“我们能否从国外借到长期资金”，而是“我们的借款成本到底是多少”。考虑到美元作为国际主要货币要支付的额外成本，有必要认真考虑一下借款的规模。从国外借入10亿美元要支付1.5%的额外成本，也就是说要额外支付1 500万美元的利息。加上这笔利息支出，国际收支平衡表的借贷双方余额都将超过300亿美元，而美国的国民生产净值约为5 500亿美元。如果将来每年多支出的这1 500万美元能彻底消除美元危机的威胁，那么这一点代价又显得不值一提了。

BENJAMIN GRAHAM

BUILDING A PROFESSION

| 第四部分 |

倾听来自专业人士的声音

1956年，在连续几十年取得优异的投资业绩之后，本杰明·格雷厄姆从活跃的资产管理人的岗位上退了下来。不过，他并没有真正的退休，仍然在不辞辛劳地思考证券分析这个行业的未来发展前景，并同时坚持写作和演讲。他对目前金融分析师行业已取得的成就感到自豪，同时也感觉到了这个行业对继续发展的急切需求——他特别担心华尔街会走上歪路。和往常一样，他总是在赞扬之后提出一些必要的警告。

这部分的文章主要关注的是格雷厄姆在演讲或采访中说过的一些重要的话。这些文字没有被修饰或调整过，因而是最自然的状态：流畅、优美、充满激情，为投资者遭受到的不公正待遇感到愤愤不平，并且总是表现出毫无保留的诚恳。在《本杰明·格雷厄姆：有关证券分析的思考》这篇文章（本书第22章）中，当他在电话中回答密苏里州立东北大学的学生提出的有关商业课程的问题时，我们会看到一个完全放松的格雷厄姆。

他同时还向我们展示了他的睿智。在金融界我们很难找到比格雷厄姆下面这段即兴发言更加俏皮搞笑的说法了：“过去他们常说波旁家族把一切都忘光了，而且什么也没学到。而我想说的是，在华尔街工作的人什么新东西也没学会，同时还把旧知识都忘掉了。”[1]

尽管格雷厄姆相信个人投资者能够也应该通过训练做得更好，但他不相信人的天性会改变。我们每个人都会学习并记住所学的内容。但是从本质上来看，市场作为一个整体，注定是学不到任何东西的，甚至还会把历史都全部忘掉。因此，当市场逼迫着分析师走向极端情绪的时候，他们必须时刻保持清醒的状态。

在格雷厄姆人生的最后几年时间里，他考虑最多的问题是分析师如何为市场增加新的价值，而这个市场是由受过各类培训的专业人士所构成的。他敏锐地注意到这样一个悖论，那就是，一方面他为成千

上万的人成为特许金融分析师感到欣慰，另一方面他也感觉到这样的市场比以前任何时候都难以战胜。“我不再主张通过复杂而又精密的证券分析技巧谋求额外的价值投资机会。”在《对话本杰明·格雷厄姆》这篇文章（本书第21章）中，他这样对查利·埃利斯（Charley Ellis）说。在他去世前的6个月，在《与格雷厄姆共处的一小时》这篇文章（本书第24章）中，他告诉哈特曼·巴特勒（Hartman Butler）说：“分析师使用这些方法挑选证券到底好不好（也就是说，试图挑选出那些表现优异的特定证券），我持怀疑态度。”

如果证券分析技术的广泛传播让挑选证券变得比以往更为困难，那么我们还能指望分析师们提供其他哪些类型的职能或服务呢？

在《金融分析师的未来》这篇文章（本书第19章）中，格雷厄姆将自己一直以来用于称呼投资专业人士的术语从“证券分析师”改为“金融分析师”。他希望我们能够意识到分析师同样有“责任”研究投资和投资者——不仅要分析证券表现如何，还要分析持有各类证券的投资者的行为是如何变化的。新执行的特许金融分析师第三等级考试要求分析师们在管理客户投资组合和为客户提供投资建议时，具备相关的专业知识，格雷厄姆对此表示赞赏。回到几十年前，格雷厄姆首次提出我们可以像医学行业给医生颁发行医执照那样，给取得特许金融分析师资格的分析师发放相应的从业执照，他要求分析师们要像医生给病人认真检查身体那样为每一位客户提供全面的“财务健康”检查和建议。[2]

他很早就预见到，将来所有的投资建议都需要由具备特许金融分析师资格的分析师们签字认可，就像目前按照美国《萨班斯-奥克斯利法案》（*Sarbanes-Oxley Act*）的要求，上市公司公布的财务报表必须要有高管人员的签字一样。格雷厄姆的先见之明虽然并未全部实现，但是能得到“好管家”的认可，好处也很多。

格雷厄姆认为，接受过科班训练的证券分析师们所做的工作能够实现“理论上相对比较保守的价格”，从而让整个市场变得更加有效，并且减少“在绝大多数情况下，大多数股票”出现极端高估或低估的可能性。不过，格雷厄姆同时也指出，若想让这些聪明过人且受过严格训练的分析师们取得超过市场水平的业绩表现，是一件非常困难的事情。“不管是金融分析师还是基金经理，作为一个群体，他们都不可能‘打败市场’，”他警告说，“因为从某种意义上来说，他们（或者你们）本身就是市场。”（到1963年的时候，美国金融分析师的人数至少有8 000名。）

格雷厄姆认为，由于存在非常激烈的竞争压力，分析师们只有通过判断和辨别哪些股票能够实现最大化的投资价值来贡献自己的微薄之力。此外，分析师们还应该积极探寻投资和投机两者之间的明确界限到底在哪里。只有经过全面的分析和研究，精心构建起本金的安全防护网并能够获得足够高的利润，分析师们才敢明确地说某只证券是完全值得放心的投资产品。此处，格雷厄姆特别提到了他写给《华尔街日报》编辑的一封信，信中他这样写道：

> 一小部分人在股票市场上做些零股的卖空交易，如果这样的人都能被称为“投资者”，那么到底该如何界定“投资”？
>
> 如果这些人被认为是投资者，那么，我们又该如何界定“投机”和“投机者”呢？
>
> 难道就没有这样一种可能性——不能准确区分投资和投机不仅会对单个投资者造成伤害，还将给整个金融行业带来严重的伤害，就像20世纪20年代末爆发的危机那样？[3]

格雷厄姆主张，分析师在分析某只证券的时候，应该将其价格分为两个重要的构成部分。一部分考察的是之前的因素，另一部分考察的是未来的因素。前一部分被格雷厄姆称为“最小的真实价值”，这部分价值是建立在这家公司历史的收益和资产基础之上的；后一部分格雷厄姆将其称为“当前的价值”，这部分价值是对公司未来发展的预期，并且将投机风险因素也考虑了进来。格雷厄姆认为，只要分析师们对这两部分价值赋予合理的权重，就能准确地对证券进行估值。他还指出，在区分这两部分价值组成部分时，分析师可以并且也应该将其赋予不同的权重。

如果按照格雷厄姆的想法，每一份研究报告都会将某只证券的市场价格分为两个重要的组成部分，来分别反映分析师对证券基础价值和市场价格投机因素两个方面的预期（当然，投机因素有可能是正数，也有可能是负数，它取决于分析师对市场走势的判断）。总之，格雷厄姆希望分析师们能够明确地告诉客户每一个投资建议的风险有多大。

格雷厄姆指出，将证券价格分为真实价值和投机溢价两部分可以帮助投资者构建有效的投资组合，因为“电脑能够帮助我们完成这些不可思议的工作”。尽管他脑海中关于风险的定义与1952年哈里·马科维茨（Harry Markowitz）提出的风险定义有所不同，但格雷厄姆看起来想把投资组合的积极管理、基本面分析与消极管理结合起来。

格雷厄姆常年坚持不懈地向分析师重复自己的要求，希望他们在研究各自长期跟踪的公司时，在改善“不尽人意的结果”方面发挥更加积极的作用。然后，他提供了一个令人惊讶的思想实验：他要求我们想象一下，有权向公司征税的美国政府是公司的隐性股东，告诉公司要“赚更多的钱或者其他东西”。格雷厄姆经常将这些嘲讽为“头脑风暴或者噩梦”。但在今天，随着世界各国政府开始考虑如何处理他们持有的金融公司与汽车制造企业的股权时，这些想法又重新浮出

水面。尽管政府官员们为公司设定盈利目标是很难想象的事情，但同样让人难以想象的事情是，太多的个人投资者依然忽视对自己进行了权益投资的公司进行监督管理，而这本应该是他们所要承担的义务。

在《普通股投资的未来》这篇文章（本书第20章）中，格雷厄姆首先回顾了1914年他刚到华尔街时的情形，那个时候，J.P.摩根在投资者心目中还很新鲜。1912年晚些时候，在约翰·皮尔庞特·摩根（John Pierpont Morgon）去世前的几个月，这位伟大的金融家在普若委员会（Pujo Committee）(24)作证时发表了著名的演讲。当被问到股票市场将会如何发展时，摩根先生意味深长地回答说：“它会波动。”[4]现在格雷厄姆进一步阐释了摩根先生的格言。他指出，市场不仅会波动，而且还会波动得更加厉害，进而引发市场高潮时的疯狂和市场低迷时的悲观情绪。

就像单只股票或债券所表现的那样，作为一个整体，股票市场价格有时会特别便宜，有时又特别昂贵，这取决于当时的价格水平和投资者的情绪。就像格雷厄姆所指出的那样，当股票价格都很便宜的时候，类似于埃德加·劳伦斯·史密斯《用普通股进行长期投资》的书籍就会在市场上出现。投资者会发现，这本书的结论如此具有鼓动性，最终让股票的买入报价涨到了天价水平。当股票价格涨到极高的位置时，书中的所有假设都变得没有任何意义了，因为股票价格不可能再向上涨，只能下跌。而一旦市场开始崩盘，股票价格一泻千里，就没人再相信这本书了——即使书中的观点再次被证明是正确的。

同时，格雷厄姆还引用了1948年由美联储主持的针对投资者的调查结果。调查发现，只有4%的投资者认为普通股能够带来“让人满意的”回报，而26%的投资者认为普通股投资“并不安全”或者是像“赌博”。美联储解释说，普通股的潜在高收益“被认为是微不足道的优势，而普通股的劣势，例如公众不熟悉以及缺乏安全感，显得更严重一些”。[5]

“将金融领域里公众的态度，”格雷厄姆总结说，“作为投资政策的指导是完全不值得信赖的。”谈到“公众”，不知道格雷厄姆是特指个人投资者还是业余投资者，抑或是同样也包括专业投资者？

1974年6月，当道指在850点左右的时候，格雷厄姆发表了一次重要的演讲——经过一年半熊市的洗礼，道指可能会在当年12月份跌破600点。在那个时候，专家学者们被反复质问：从长期来看股票投资还有意义吗？特别是考虑到当时不断飞涨的通货膨胀率和利率、能源危机、“生态污染事件”、“不断减少的消费和经济零增长趋势”，以及让投资者感到愤怒的华尔街“各种丑闻事件”。[6]难道经典的“买入并持有的策略”彻底失效了？

格雷厄姆是这样回应的：当然不是！正如讨论买入策略是否值得时必须先考虑买入价的高低没有任何意义一样，“不管股票价格将会跌到多低，普通股投资都是不值得信赖的投资……这样的结论也是极其荒谬的”。随后他警告说：“眼下，股票的价格可能让人感到心力交瘁，但是我依然相信真正的投资者一定会感到高兴，而不是失望，因为在这个时候用储蓄买入让人满意的股票，未来的前景一定是光明的。”

依照格雷厄姆的想法，机构投资者只会让股票价格与价值之间的距离进一步拉大而不是缩小。他们通过大量交易以及对趋势的盲目追求降低了市场有效性。实际上，尽管金融分析已经让市场价格变得更加合理，但是巨额资本聚集在一起给受托理财的代理人带来了沉重的压力，因而在总体上降低了市场效率。[7]

格雷厄姆暗示存在“两个层次的市场”。其中一个层次指的是备受追捧的大盘股——包括迪士尼、MGIC投资公司和宝丽来，这些股票的交易价格相当于过去利润的50～90倍；而另外一个层次的市场则是价格低廉的股票。[8]格雷厄姆生气地问道：“针对这种非理性的投机行

为，我们的机构投资者又做了些什么呢？”他的回答是：什么都没有做！事实上，追求趋势操作的机构投资者让金融分析变得毫无意义。

25年过去了，同样的现象又再次出现。机构投资者对趋势的追逐让互联网和通信类股票的市盈率倍数达到了3位数。

格雷厄姆认为，在那种情况下，那些希望保持清醒的负责任的金融分析师只有一个选择：“做一些几乎不可能做到的事情——转过身去，背对着他们，任由他们发展。”他随后又补充道，而这需要“非常坚定的意志品质”。

早在1955年的时候，格雷厄姆就主张指数化投资，甚至在更早的时候就表达过对这种投资方式的偏爱。[9]他建议机构投资者可以将他们的投资组合进行简单地指数化，充分发挥金融分析的作用，而不是简单地把指数当成一个参照基准。“只需要用有说服力的方式证明那些被选中的股票与被剔除的股票相比，内在价值比价格更高”，格雷厄姆补充说，这样的投资策略“可以很好地提升实际的业绩表现”。

格雷厄姆并不相信复杂的问题可以简单地回答。因为市场总是从狂热到悲观，然后再从悲观到狂热，而分析师每天所做的工作就是探寻如何准确地估算股票价值，因此我们应当把格雷厄姆的建议时刻记在心中。买入股票并不意味着投资者的任务已经完成了。分析师的作用并不只局限于分析财务报表以及未来走势。如格雷厄姆所说的那样，分析师和投资者应该永远追寻突破新的界限，将分析技术运用到极致，质问传统的经验是否依然有效，坚定地抵御任何可能会让分析师工作的价值与完整性打折扣的影响因素。

第19章
金融分析师的未来(25)
（写于1963年）

从过去25年的记录来看，职业金融分析师对于未来不应该感到恐惧。回顾历史，25年前纽约金融协会只有82位职业金融分析师，然而到了今天，这个数字已经增长到2 945，而且其中一部分人在北美、欧洲、远东等国家和地区从事相关的工作。

不仅如此，目前共有29个分析师行业协会，其中包括金融分析师联合会。如果计算一下这些协会每年会费的增长速度，分析师行业也许能称得上是美国国内最具有发展潜力的行业之一了。

金融分析师人数的壮大伴随着的是金融行业日益增长的影响力。今天，大多数金融交易——从对一个破产家庭的切线分析到一家证券公司投资组合的大方向，都是基于金融分析师的分析成果，这样说是不是有些夸张？

随着从业人数和行业影响力的增长，从业人员相应的责任感也应该得到加强。但是直到目前为止，我们很少看到有朝这方面发展的迹象。1959年特许金融分析师协会的成立和特许金融分析师资格认证机制的建立，被认为是金融行业专业化、规范化道路上的一个里程碑，真正强化了这个行业对公众的职业责任感。

这些进展已经无法满足华尔街商业模式快速变化的需求。美国证监会最近在“洛克维尔中心事件”中所做的决定，预示着金融分析师将为金融欺诈甚至更多相关方面承担新的责任。披上先知的袈裟，我仿佛可以预见：在将来的某个时候，金融分析师需要在提交给美国证

监会或向大众公布的分析与推荐报告上签名，并履行职业金融分析师的职责。

我认为把我们的职业宽泛地叫作“金融分析师”要比“证券分析师”更加合适，因为，如今大多数资深分析师已经不再是单纯地从事客观的证券分析，而是要充分考虑客户的个性化需求。特许金融分析师三级考试中的“投资管理”科目包括为各种类型的投资者（或投机者）创建适当的投资组合的内容。由此看来，金融分析师承担着对证券和对人的双重责任。作为资产组合顾问，金融分析师需要对他的“金融患者”对症下药，正如医生治疗病人的精神疾病与肉体疾病一样。

我的基本理论是，无论是过去还是将来，一个有才华且训练有素的金融分析师可以担任各种类型投资者的投资顾问，并以此来实现他的价值。另外，我断言，分析师可以利用非常简单且可靠的投资原理来实现这个目标，例如在债券和股票投资之间保持平衡、合理的多样化投资，代表性样本的选择，以及劝说客户不要选择与自己的财务状况和个性不相符的投机性操作。因此分析师不再需要像巫师那样，从股票列表中挑选出赢家或预测市场趋势了。

但是，撇开我这种少数派的观点，金融分析师毋庸置疑地依旧会把挑选出那些“最有成功潜力的股票”作为他们的首要任务。即便当下对各种平均指数的误导性和无效性的责难非常普遍，但是分析师还是会眼睛眨也不眨地告诉你他们的意见，这些股票会涨还是会跌。我们还能指望将来金融分析师会在这两个关键领域有所改进吗？

50年来，我提出的有关股票市场预测的观点一直不太受待见。这也许能让我在“坚持不懈”这点上拿个高分，但我还没有真正成为这门学科坚贞不渝的门徒。在这里我来下一个保守的论断：今后监管部门对华尔街交易行为的调查很有可能会包括对主流的市场预测方法的

业绩进行全面综合性的研究（我想起去年刊登在《财富》杂志上的一些文章提到过这方面的内容，不过它们涉及的范围更广一些）。

如果美国证监会开始沿着其中一种思路对这个令人着迷的问题进行研究，那么结果将会非常有趣。一种论点可能是：第一，市场分析是证券分析的一个重要组成部分；第二，金融分析师要对他们的工作全权负责；由此得出第三点，所有公开发布的市场预测都需要署名，并要求特许金融分析师履行相应的职责。另外一种可能性则是，所有这些预测只不过是神话故事，然后用大写字体注明“仅供娱乐，不要当真”。

现在让我们讨论一下把金融分析师的职责等同于最有潜力的普通股的挑选者这样的观点。我认为对普通分析师或所有分析师来说，在追求卓越的道路上要克服两大障碍。第一个障碍源于竞争形势的变化，第二个障碍则与投机有关——全新的投资理念已经被注入优质普通股的投资活动之中。

分析师的困境：竞争

让我们先看一看竞争导致的第一个问题。这个问题不是来自于外界环境，而是来自于快速增长的从业人数以及越来越密集的业务培训。我对这个问题的基本观点是：无论全体金融分析师还是所有投资基金，都不可能“击败市场”，因为在某种意义上，他们（或者说是你本人）就是这个市场。有一点需要明确的是，如果所有市场操作都严格地按照金融分析师的建议来进行，那么普通分析师将无法比业外人士获得更高的收益，因为这样一来就没有所谓的业外人士了。所以，如果想要打败市场，金融分析师必须先打败自己——这当然是不可能的。因此，金融分析师对投资和投机决策的影响力越大，他们的总体业绩优于市场水平的概率就越小。

我认为这个被忽视的事实可以用来解释一个引起了不必要争论的现象。我指的是一种很容易被攻击的说法：在过去10年里，共同基金的投资业绩并没有超越标准普尔500指数。从共同基金比市场组合更加保守或者风险更小的角度来看，这个结论是毋庸置疑的，因为在1956年和1962年，共同基金的跌幅与标准普尔500指数的下跌幅度（百分比）几乎相同。但同时这又是一个非常合理的结果，也证明了对没有能力或无法获得市场平均收益率的投资者而言，基金提供了很有价值的服务。对我个人而言，毫无疑问，在过去的许多年中，这些基金已经充分地证明了它的价值，今后也是一样。

分析师的困境：投机因素

现在我们来讨论在金融分析师成功挑选股票的道路上的第二块绊脚石，即投机因子不断融入优质股票的估值。早在1958年的金融分析师联谊会上，我曾对这个问题发表过一个详尽的演讲，标题叫作《普通股的新投机》（*The New Speculation in Common Stocks*）。那时我的观点是，企业的特别关注点和企业的内在缺陷以及风险使得大多数股票都带有投机性；但是如今，那些强势企业的普通股变得越来越带有投机性，因为这些股票的市场价格给予未来成长的溢价简直是越来越随心所欲。这种趋势在1958年到1962年5月越来越明显。

我们可以用1961年的一个股票发行例子很好地说明这种新的投机风险。这只新股的发行价达到了所有工业股中最疯狂的高价——发行总收入约为170亿美元。毫无疑问，不管是从财力还是未来潜力的角度来说，它都当之无愧雄踞榜首。这家公司就是IBM，标准普尔连续多年给予了它最高级别的评级。然而这家了不起的公司，其股价从1961年的每股607美元跌到了1962年的每股300美元，在短短的不到6个月的时间里，价格下跌幅度超过了50%，市值缩水了80多亿美元，跌幅超过了同期标准普尔500指数从历史最高点跌到1962年最低点的跌幅。

通过对比，我们很快发现了普通股投资领域出现了一种新趋势——高质量与高风险并存。无论大家喜欢与否，我个人认为这是一个悲剧性的进步，并且它已经成为股票市场的固有特征。在这里，我想引用一下法国作家马塞尔·普鲁斯特（Marcel Proust）的那句名言，虽然可能并不准确——“爱和恨总是纠缠不清”，大众对普通股就是如此地爱恨纠缠。在我看来，普通股的价格包含的投机成分越大，无论这种投机成分来自股票的内在缺陷还是市盈率倍数的变化，分析师选股结果的可靠性就越低。

还要多加一个词儿，那就是“技术”。大多数发行市盈率较高的股票都是科技股，比如计算机、照片冲印或电子企业。但技术变革是估值过程中最具投机性的因素。一家公司掌握了更先进的技术，就会取代（至少是部分取代）另一家公司的技术领先优势，而失去优势的这家企业可能正是去年最受欢迎的明星技术企业。较高的市盈率是否合理，只能由长期增长率的预期以及公司的持续盈利来证明。但是，技术本身所具有的快速变革的特征意味着，不管是产品还是工艺，其长期预期都是不可靠的，甚至对科技因素占据主导的大型企业来说也是一样的。

我们再从另外一个角度来考虑一下选股问题。大家应该都知道，道指的30只成分股的相对价格变动在任何一个周期内都存在着严重偏离的现象，其他具有代表性的指数也是如此。

很多人会说，这种情况清楚地说明了，获得超额收益的机会就摆在那些专业的分析师面前，只要他们能识别出最有潜力的股票。而反面含义是，作为一个群体，分析师无法合理地准确评估单只股票的发展前景；因为如果他们能做到这一点，那么市场价格将会更加接近随后几年的企业真实的发展水平。

对上面这种矛盾的关联性，由威森伯格公司出版的投资手册里一些对图表的评论十分有趣。手册的作者们认为这些图表表明：第一，

现代市场中分散化投资的智慧，虽然这不是必需的；第二，任何市场平均值所打造的“形象”是多么地脱离实际；第三，现代市场已经变得多么具有“选择性”。以我鸡蛋里挑骨头的眼光看来，这几年似乎就是这些评论把我们推进了困惑不堪的深渊。首先，投资者越聪明，分散化投资的必要性越强，则实际的投资结果接近于市场平均值的可能性就越大，越符合现实。

事实上，尽管道指30只成分股与标准普尔500指数的成分股大相径庭，但这两个指数的逐年变化趋势却非常相似，而且几乎等价于整个共同基金行业的平均收益情况。反过来，现代市场具有选择性本质的观点似乎支持了华尔街钟爱的说法：优秀的分析师有能力选择最好的股票，即使是在市场普遍下跌的时候，他们选中的股票也会有不错的表现。当然，从本质上来说，选择性的概念和充分分散化的投资是相互冲突的。如果所有的金融分析师都是优秀的选股家，那么基金所遵循的分散化策略将毫无逻辑可言。

与证券分析行业在选股时的矫揉造作相比，毫无疑问，我说的这些话是非常坦率直白的。情况真如我所说的那么糟糕吗？的确，我们能找出至少两个可以好好安慰自己一番的理由，尽管如此，这其中还是包含一个悖论。首先，分析师的研究和股评的确为服务大众做出了贡献。但是这种服务的价值并非体现在分析师个人漂亮的选股成绩单上，而是体现在大多数股票的定价能够公平合理地反映其相对价值，并且与市场已知的事实以及对未来的合理预期相一致。与企业的后续发展情况相比，这样的比较估值也许不是很可靠，但这已经是所有估值方法所能得出的最佳估值结果了，因此在买卖股票时很实用。

为了让大家搞清楚这一点，我们暂时假想一下：政府颁布法令把金融分析师赶出了华尔街，就像柏拉图把所有诗人从他的理想国里驱逐出去一样。那么接下来会发生什么呢？普通股的市场价格将会变得更加离谱，有些人可能很难想象这样的场景。金融分析师仍然在秘密

地进行非法交易，只不过是在潮湿阴暗的地窖里而不是豪华的办公室里交换着彼此的发现；黑市就这么迅速诞生了，而金融分析师将会得到更加优厚的报酬，因为他们的工作不再是我们熟悉的犯错，而是蕴含着更大风险的非法勾当。

正因为金融分析师的工作亦正亦邪，因此结果便是：价格具有一定的防御性。这对他们的声誉很有好处，但是并没有得到公众认可或公平的评价。这就是悖论所在。相反，分析师在过去常常因为能在几年的时间里为客户获得良好的投资业绩而沾沾自喜，但私下里却不得不承认，与其说这样的业绩来自于他们过人的能力，不如说应该归功于1949年开始的大牛市。更进一步讲，这些令人满意的投资结果也许应该归功于过去8年里的一种潜在趋势，普通股的总回报率（股息加上升值）达到了7.5%。如果分析师的工作仅仅是确保客户不做蠢事，那么在这段时期内，大多数客户均已获得了不错的投资收益。如果我们能够确定未来普通股的市场价格会继续沿着呈上升趋势的价格曲线波动，那么在这方面也就没什么理由为企业的长期前景担心了。

投机氛围的缺失

一直以来，我很担心普通股价格里的投机因素影响力越来越大，这促使我从另一个完全不同的角度来审视这个问题。在过去的10年里，华尔街的伟大战役已经创造出了“一个全民投资的国家”。但是为了实现这个目标，华尔街往往越来越强调普通股的投资特性以及一种令人身心放松的新概念，即任何进入股票市场的人都可以进行投资交易。投机是绝不会被美国证监会颁布的法令禁止的，但是从最近华尔街的口风来看，不少机构普遍认为投机是违法的。你们当中一些人可能还记得，去年6月我在写给《华尔街日报》的一封信里提出了几个发人深省的问题，它们的头版头条叫作“许多小投资者打赌股票将继

续下跌，加快了卖空交易的节奏”。这篇文章充分说明了“投资者”的确切含义已经被扭曲到了何种地步。

依我看来，金融界遵循着于人于己都没有好处的错误政策，想方设法将“投机”这个概念从我们的语言和思想里抹去。如果说，无论过去、现在还是将来，普通股和投机都是同时存在的，那么很重要的一点是，分析师和相关人士必须充分意识到这一点，同时也要向大众说清楚。过去，纽交所曾明确主张投机本身没什么错，只要投机者清楚自己的所作所为，能够承担其中蕴含的风险。此外，他们还进一步指出，投机和赌博在本质上是截然不同的，因为投资风险是事先存在的，而且肯定要由某个人来承担，譬如说普通股蕴含的风险；但是常见的赌博风险则是当赌徒押注轮盘赌或某位赛马选手时才会产生。

我丝毫不怀疑，在经纪人那里开立了保证金账户的人十有八九是正儿八经的投机者。我唯一怀疑的是，这些人是在受人鼓动的情况下才把自己看作投资者，事实当然并非如此。华尔街不会担心“投机”这个词，因为这个词很有可能会吸引一批人，正如它也吓跑了一群人一样。金融界担心的是，遭受了难以承受的巨大损失的一小部分客户会提出带有政治意味的投诉，而这些投诉会以正义之名把罪名加诸那些告诉他们正在“投资美国”的客户经理身上。而金融分析师也难逃责难，因为他们几乎把每一笔买入交易都叫作投资。

放眼未来

前面我阐述的观点并没有跑题，而是与主题有着紧密的联系，即未来金融分析师要扮演什么角色，要完成哪些工作。我们的教科书一直坚持这样的观点：金融分析师无法成功地应对投机，因此他们需要尽可能地约束自己的行为，以确保这些行为完全满足投资标准的要求。最近，市场对这个问题的反馈促使我进一步修正了自己的观点。

金融分析师通常无法对普通股普遍存在的投机因素置之不理。只有在偶尔的熊市里才能找到这种典型的投机型股票，投资者不需要为其所具有的投机因素支付太大的成本，买入这样的股票才能被称为纯粹的投资，而非投机。在其他市场条件下，例如现在，只有个别的普通股才具备这种具有吸引力的条件。

想想看，8 000多位金融分析师一窝蜂地选择安全的债券，挑选各行各业的龙头股以组建多少有些机械化的投资组合，甚至努力搜寻“物美价廉”的证券——而显然这样的证券非常少，这根本是不现实的。实际上，今后金融分析师必须继续对大量的企业进行深入研究，努力评估管理人员的竞争力、技术的可行性与风险以及企业的整体发展前景。然后，他要提供个人建议，做出决策，并接受自己最终的投资业绩——但愿人们能以最大的宽容来评价他们吧。

然而，我由衷地建议分析师做出一些改变，充分重视自己交易的普通股所带有的投机因素。这种重视表现为认真分析每一只股票的投资价值——类似于“最小真实价值”，然后再考虑投机因素带来的额外价值。这里，我不准备讨论如何分解这些价值因素：各位分析师会以各自不同的方法来解决这个问题（这是再合适不过的做法了），对于保守程度不同的分析师来说，具体使用哪一种方法存在较大的差异。但是，每种方式的拥护者都应当做好准备，好以明智地说明使用该方法的理由。

考虑到这一点，我建议分析师在对所研究的普通股进行估值时，采用单一数值估值方法。估值研究应该建立在过去业绩表现的基础上，当然，这些数据中肯定包含历史增长率水平。“由历史表现决定的价值”可以看成研究普通股“当前价值”的起点，因为普通股的“当前价值”还应该考虑到一些新近发生的相关因素。当前价值应该尽可能地对其含有的投资价值与投机价值做一个明确的界定。（顺便说一句，我所讲的“由历史表现决定的价值”可以用来衡量股票的真

实价值，前提是影响股票价值的各种历史表现因素未来不会发生任何变化）。

1957年11月，我在《金融分析师杂志》上发表了一篇论文，题目为《普通股估值的两种方法》（本书第6章）。文中，我提出了一种评估普通股“历史价值”的具体分析方法，并将其成功地应用于道琼斯工业平均指数的30只成分股。然而，这种努力却没有得到任何回应，令人非常沮丧。所幸特许金融分析师协会在近期发行的一本书里重新引用了这篇论文，书名为《金融分析与投资管理文集》（*Readings in Financial Analysis and Investment Management*，《金融分析师杂志》刊登了对这本书的书评）。由此，我内心的希望之火再次熊熊燃起，相信其他金融分析师会继续推进这项研究，也许能开发出一个或者更多个能被广泛使用的“简单数据”模型。

现在，我想谈一谈我对IBM与国际收割机公司（International Harvester）的比较分析（后者在纽交所的上市公司列表上就排在IBM公司之后）。1961年底，IBM公司的股价为每股579美元，而国际收割机公司的股价为每股50美元。虽然这两家公司都是信誉卓著的大公司，但是IBM显然更胜一筹。就因为如此，所以IBM看起来潜力更大且更安全、更值得买入吗？这就是金融分析师经常要面对的一个问题。如果分析师用我建议的方法来给IBM估值，那么得到的结果应该是：IBM的总市值将近60亿美元，而其合理的股价仅为200美元。

分析师使用自己的方法评估投机因素的价值，这能反映出分析师的个性以及他是否对未来的各种可能性进行了详细研究。分析师得到的估值结果与市场价格之间的差额可能大于也可能小于380美元；重点在于他本应当向自己以及客户明确说明股票的市场价格或企业的总市值里包含了相当大比例的投机成分，机遇与风险是并存的。相反，分析师可能发现，国际收割机公司的一个投资因素能得到每股40美元的估值，这样的投资因素可能源于企业的平均每股收益、股息分配情

况、资产价值（大约55美元），当然还包括他相信这家公司的盈利能力未来不会恶化。这样一来，投机成分的价值就只剩下10美元了，换言之相当于市场价格的20%，那么分析师就不一定能得出该股票的定价很有吸引力的结论了。

从事后来看，在1961年底的时候买入国际收割机公司股票的风险要比买入IBM股票的风险低很多。因为在那个时候，国际收割机公司的投机因素比较少。我并不是做事后诸葛，而是想规劝各位，股票具有的风险成分所对应的是真实的风险，其所占比例要小得多，因此在分析时值得将其分离出来仔细研究。

换个角度讲，我的信念可以表述为：具有竞争力的金融分析师可以在界定投资价值与投机价值的领域表现得更加专业以及有价值，而不是草率地下结论说买入A公司的股票要好于买入B公司的股票。

这实际上是在保守地估计金融分析师能比较可靠地完成哪些任务，由此我建议分析师可以采用一种程序，通过这种程序，资深金融分析师能够在工作中将投资组合创建者与遵循惯例的监督者这两个角色结合起来。同时，分析师可以用以下方法操作：首先，分析师要先组建一个有代表性的股票组合——与道指30只成分股比较类似，然后通过计算勾画出这个组合的未来走势，具体的做法与各种指数的编制方法十分相似。在拟定这份名单时要慎重，同样，在否定它时也要慎重，否则它可能不值得花费那么多精力与时间。事实上，分析师应当将自己的“私人”选择与这份基础名单相比较，以确保与组合名单内的每种证券相比，自己的每一个“私人”选择（证券）都有足够强的吸引力成为投资组合的新加入者或替代者（比如说其估值比市场价值高20%）。

这种方法甚至还适用于只深度研究少数几家公司的行业分析师。同样，行业分析师要么为自己得出的结论直接承担责任，比如他推荐

的这只股票有20%的“价值边界”（我这么称呼它），要么详细地提供分析过程，让他的上级得出类似的结论。

现在让我们回过头来继续讨论金融分析行业的未来发展问题，我还要再讲三点。前两点也许应当叫作我的两次“圣战”，我为此付诸了多年的努力，却依然没有成功，但是我并没有准备彻底放弃。也许春天已经不远了吧。我的第一个要求是，金融分析师要完备、客观地保管交易记录，这些记录能让他们自己以及其他人根据多年来经手的多个项目实际取得了多高的投资效益，从而判断各种投资方法的有效性。

在我看来，历史交易数据的整理归纳能让我们这些会员更好地认清自己，形成更专业的观念。投资基金是收集与详细评估相关资料的最理想工具，因为它们有标准的格式、程序以及记录。这些对各种分析方法的评估也可以在合适的时间刊登在《金融分析师杂志》或其他刊物上，为专业人士和市场大众服务。

我的第二次“圣战”是，敦促分析师使用他们的判断力和影响力对公司的经营管理产生影响。这种判断力和影响力不仅能够避免买入管理不善的公司（华尔街买入了太多类似企业的股票）的股票，而且还能对外部股东改进公司管理水平的努力表示更积极的支持。目前，完成这个目标的办法是允许股票价格跌到一个较为荒谬的水平，在这个价位买入股票的投资者通常会获得控股权，然后会做出一些必要的改变。对现有的股票持有者来说，这确实不是一种能保护自身投资利益的好办法。虽然说不好这种方式能不能给未来带来任何的改进，但是我希望如此。

实际上，最近我就这个问题展开了一次头脑风暴或者说经历了一次噩梦，也许你会觉得这个很有趣。毕竟，美国政府几乎是每个美国企业最大的股东，目前它几乎享有所有公司52%的收益。假设我们年轻的总统能把旺盛的精力多投注于企业管理不善这个问题，并强调为了

确保财政部的利益，要求企业必须多赚一些钱，等等。这个匪夷所思的主意也许能让你会心一笑。

我想讲的最后一点是计算机在金融分析行业各个领域投入使用的可能性。《金融分析师杂志》1月/ 2月刊刊登了劳埃德·考特里（Lloyd S. Coughtry）的一篇文章，该文章展示了如何使用计算机预测公用事业企业的未来经营绩效。与其他预测方法相比，计算机特别适合这种比较琐碎的细节计算。更具有争议性的话题是：计算机是否能在构建投资组合和个股买卖的决策过程中成为主要的辅助工具。

虽然我们对这样的前景持怀疑态度，但是因此而彻底放弃又是不明智的。我认为马科维茨最初的“有效组合”概念具有理论价值。这个理论可以通过计算机程序寻找在给定可接受的风险水平下能提供最大预期收益的投资组合，或者是反过来，寻找在给定收益条件下或预期收益条件下投资风险最小的投资组合。这种方法让分析师能够自主地估算从大样本中挑选出来用以构建投资组合的每一只股票的风险水平及其预期收益。也许个股投机成分的识别技术能有所进步，从而为协助分析师使用计算机施展“魔法”提供相当可靠的素材。

本章小结

讨论了这么多，有一点我可以确定：将来，金融分析师会和过去一样，为投资者指出通向成功的各条道路。许多分析师需要深刻地理解一个或多个产业，这样才能达到目的；有的分析师掌握了专业化的技术，有的分析师拥有评估管理因素的过人能力，有的拥有掌控大众心理的天赋，甚至是善于幻想，还有人非常精于讨价还价或应对各种各样的突发情况——他们最终都能实现目标。对于那些在某个或多个领域拥有真本事的人士，金融分析（或者说证券分析）行业将继续给予他们非常满意的回报。

第20章
普通股投资的未来[(26)]
（写于1974年）

早在我踏足华尔街之前，就已经有人对股市的未来发展做过预测，可谓是一针见血，那就是J.P.摩根的至理名言：股市会波动（It will fluctuate.）。这个论断与我对未来的预言大体相似：普通股的市场价格涨跌互现，有时甚至偏离了正常的价格区间。这也使得当时市场上的投资者（看起来像投机者）以及金融机构因为价格的波动或喜或悲。

为了佐证我的观点，我将引用个人投资生涯中两个经典的案例。

让我们回到1924年。埃德加·劳伦斯·史密斯出版了一本书，名为《用普通股进行长期投资》。书中史密斯认为，50年以来，从整体上看，股票的收益优于债券。这一研究结果为1920年大牛市的到来提供了理论基础与心理支撑。道琼斯工业平均指数在1924年年中仅为90点，1929年9月竟然站上了381点的高位。随后迅速崩盘，并在1932年跌至令人难忘的41点。

这也是30年来股市的新低。无论是通用电气公司还是道指，在随后的25年间，都未能收复失地。

市场环境已经发生了变化，但是一些适用于过去环境的经验或做法却依然被沿用，最终导致了巨额亏损。这样的例子并不少见。当道指只有90点时，股票市场无疑是非常有吸引力的；当道指达到200点时，这个市场是否有投资价值就要打个问号了；当道指上涨到300点时，显然这个市场已经彻底失去了吸引力。

第二个例子发生在1929—1932年间。1948年，美联储发布了一项关于公众对普通股投资态度的调查报告。当年，道指只有165点，市盈率仅为7倍，当时AAA级债券的回报率仅为2.82%。无论如何，超过90%的受访者表示不愿购进股票，同时，半数人认为股票的风险较大，另一半人则表示他们对股票不熟悉。当然，这项调查完成于“牛熊”交替之际，“熊市”来临的前夕。此后，道指从165点上涨至上一年的1050点。在金融行业，公众的看法对投资决策是没有任何参考价值的。我们怎样证明这个由来已久的真理呢？就像1974年发生的事情可以证明1948年的观点是正确的一样。

在我看来，在可预见的未来，普通股不会发生质的变化，所以只要在合适的时机介入，便可获得可观的回报。有人会质疑我的结论过于草率，比如说未考虑宏观经济的新因素与突发事件，诸如20世纪70年代的“滞胀”问题、环境污染、能源危机等。也许这份长长的列表还应当加上整个社会对华尔街的普遍不信任感，因为近些年来华尔街频频爆出丑闻，比如职业道德问题、各种各样的金融交易操作问题以及贫瘠的商业头脑。

当然这些因素可能与普通股的未来价值毫无关联，但在投资决策时也应当被考虑进去。不过这不是决定性因素，也不能就此得出结论说因为有很多负面因素，就对股票投资望而生畏。对于投资者而言，真正的问题在于：什么时候，以什么价位买进股票？我们可以尝试着把这个问题分解成如下两个小问题：

- 相对于道琼斯工业平均指数或标准普尔500指数而言，股票是否处于合适的购入时机？
- 即使各个指数显示目前值得买入，那对于投资者而言，此次交易是否能为他带来可观的回报？

目前“双层次市场”形成的原因正是由于机构投资者更偏好高速增长的大型企业。而这种现象又间接地导致了不同类型股票的市盈率倍数相差很大，甚至出现了我职业生涯里从未见过的10:1，也许只有1929年对蓝筹股的疯狂追捧能与之抗衡。

我自己对这两个问题的回答如下：在当前的市场环境下——道指为850点，标准普尔500指数正处在93点，影响股票价格与价值的最直接因素莫过于眼下各种期限的债券与国债全部以高利率发行。机构投资者的观点带有明显的缺陷，正如1973年早些时候所表现的那样——当时他们正大力支持股指创造新纪录，他们并没有将AAA级债券的收益率考虑进来，当时AAA级债券的收益率为7.3%，而且就在不久前则高达8.5%（后来事实证明，AAA级债券的收益率注定要在1974年超过8.5%）。而1964年，AAA级债券的平均利率为4.4%。股票的市盈率倍数似乎与债券利率存在着一定的相关关系。如果这一观点的最简单形式能为人所接受的话，那么我们必然会得出这样的结论：假设当债券的回报率为4.4%时，投资道指的成分股每获得1美元的投资收益，则投资的成本（即股票的买入价格）应当为17美元；然而当AAA级债券的利率上涨至8.5%时，17美元的买入成本只剩下52%，即8.80美元。这意味着按照道指成分股目前的盈利状况，合理的市盈率倍数应当为9倍。如果按1973年每股平均盈利86美元来推算，那么道指的估值大约仅为775点。你可能会用不同的理由来反驳这一结果，认为债券预期收益率应呈下降趋势。但是预期往往与现实有一定的差距，当前的债券利率水平确实为8.5%。如果债券的回报率明显下降，那么债券的市场价格，尤其是息票利率较低的高折价债券，也将和股票一样进一步上涨。

换个角度来分析这个问题，我认为道指或标准普尔指数成分股的收益率至少应相当于AAA级债券收益率的4/3倍，这样与债券相比，才有一定的吸引力。这意味着回报率大约在11%左右时才会让道指重新达到775点。用1974年上半年道指的走势与10年前的情况进行对比就能得出这个结论。

我估计，近25年来道指的年均增长率仅为4.5%。如果这个增长率能继续保持的话，那么预期增长率再加上股息支付率，总收益率大约为5%。由此看来，道指明显被高估了。同样，采用相同的方法对标准普尔500指数进行估值，会得出比道指更糟糕的结果。在过去的25年间，标准普尔425指数与标准普尔500指数保持大约5%的年增长速度。然而，与道琼斯工业平均指数相比，标准普尔指数成分股的平均市盈率更高，因此年均增速较高的优势被抵消掉了。

个股选择

当我们评估个股的价值时，我认为应把它们分成三类，正如我在纽交所的上市公司列表上查找它们时看到的那样。第一类为增长型企业的股票，其市盈率大多高于20倍；第二类为“质优价廉”的冷门股票，其市盈率平均为7倍，即盈利回报率为15%左右；第三类为市盈率在7～20倍之间的股票。

在我所统计的纽交所交易的1 530只股票中，有63只股票（占总数的4%）在市盈率超过20倍时被投资者抛售，另外24只股票在市盈率倍数超过30倍时被抛售。相比之下，有500多只股票（比例超过总数的1/3）在市盈率低于7倍时被抛售，这其中大概有150只股票（大约占总数的10%）在过去12个月内的市盈率仅为5倍。

如果企业的未来盈利水平比较稳定，即没有特定的增长率要求，那么建立在这个基础之上的市盈率倍数才比较可靠，在纽交所上市的很多股票才能与息票利率为8.5%的债券一样有吸引力。对养老基金而言，普通股投资是一个不错的选择，不过有些股票确实被低估了。比起短期投机交易，这些股票更适合长期投资。在市盈率不足7倍的企业中，大企业如火石公司（Firestone）（销售额达30亿美元），中型企业如埃姆哈特公司（Emhart）。埃姆哈特公司曾在72年的时间里连续向股东支付股息，最近它的股价低于其每股流动资产净值。

账面价值法

经济与企业的快速发展使得很多在纽交所上市的股票市盈率显得特别低，于是导致了这样一个现象——重新计算账面价值或净资产价值，然后据此挑选值得投资的普通股。对目前市场上的大多数股票来说，我们可以运用虽然很古老但是依然有效的股票投资评价标准，即不考虑股票市场的成交价格是高还是低，只分析公司作为私营企业对个人投资者的价值。如果企业运营良好，营业收入稳定，且未来发展策略明晰可行，那么股价应该和公司的净资产价值大抵相等；因此，如果有机会以低于资产净值较大幅度的价格买入股票，这是非常具有吸引力的。

上个月，在纽交所交易的股票，大约有一半的企业以低于账面价值的价格成交，近400种（约25%）股票以低于其净资产2/3的价格成交。同样有意思的是，大约1/3的普通股实际上都是以与上一年度的净资产值相等的价格成交的。超过半数的股票的成交价则是在近5年的净资产价值范围内波动。一般而言，交易价格低于账面价值的股票也属于低市盈率股票。

我大胆地向所有投资者提出建议：当股票价格低于其账面价值，或低于账面价值2/3的价位时买入并持有，等到价格涨到接近净资产值的价位时再出售。这样的投资方法简单易行，不管是对小型投资者还是对大型养老基金经理来说，都是适用的。这就是选择普通股的基本理念——能在相当于其账面价值2/3或者更低的价位买入，将它们持有到其价格回到净资产价值时再卖出，这样就可以获得高达50%的收益率，而且还不带有任何投机意味。尽管无法获得暴利，但也能取得50%的收益。虽然我无法保证这个投资策略总是有效，但从我的研究发现来看，这个策略在1961—1974年间取得了不俗的表现。

前面我曾提到过将纽交所交易的股票分为三大类，接下来，我将谈谈第一类和第三类股票。对个人投资者而言，这些市盈率倍数适中的股票是较好的投资机会，但对我而言，这两类股票都没有太大的吸引力。如果是以账面价值或两倍于账面价值的价格购买的，那很明显是一次合算的买卖。而问题是，绝大多数股票都是以5倍于账面价值的价格出售，有的甚至达到10倍，去年这一比率更高。如果在那么高的价位买入，那就肯定带有投机的性质了，而且这完全取决于买入的价位，而与企业的经营状况无关（这一观点我早在1958年的一次演讲中就提到过，比金融分析师协会更早。这篇演讲以附录形式收录于重印版的《聪明的投资者》一书中）。投机风险常与高成长型股票相伴，过去的18个月里，高成长型股票的价格暴跌，最终回归理性区间（此处我就不必举例了）。

然而，我想在此处引用一个例子，来讨论一下关于股票市场的学术理论是否具有现实的可操作性。这就是“有效市场”理论。在极端情况下，它可以推导出两个结论：（1）股价已充分反映了企业经营状况的所有信息，因此已经没有任何方法能帮助投资者获取超额收益了，即使基金和内幕消息者也一样。（2）由于市场已获取了所有信息，因此股价能“合理”“恰当”“正确”反映企业价值。这意味着证券分析师无法通过寻找价格与价值偏离的股票来获得超额收益。

对于第一个结论，我不想特别提出反对意见，不过可以明确的是，有时候投资者的确能够发现某些尚未被公众所知但已体现在股票价格里面的信息。但是，我拒绝接受下面这种说法：由于市场已获取了足够的信息来形成合理的价格，因此这个价格肯定就是正确的定价。我们可以选一家不错的公司，例如雅芳公司，作为案例加以研究。如何解释1973年每股140美元和1974年每股32美元的价格都是“正确的”呢？什么事情让雅芳公司的市值蒸发了77%（将近60亿美元）呢？这与股票市场心理因素无关。市场可能已经获得了关于雅芳公司的所有信息，而真正欠缺的是估值时的正确判断。

早在3个世纪前，法国哲学家笛卡尔（Descartes）就在他的哲学论著《方法论》（*Discours de la Metbode*）对这种现象进行了总结：光有聪明的头脑是远远不够的，充足的信息也是成功的关键。

我可以向读者保证，在纽交所交易的500多只市盈率低于7倍的股票当中，我们肯定能够找到被低估的股票。这些股票一定是“价廉质优”的，把这样的股票加入投资组合，这对证券分析师而言值得一试。任何一位有资格拿那么高薪水的证券分析师，都应该有能力从中选出一个非常有吸引力的投资组合。

通货膨胀与投资策略

现在让我们思考一下通货膨胀环境下应采取什么样的投资策略。不管是在当前的市价水平，还是任何一个可以想象的价格水平，持续性的通货膨胀会使股票投资失去吸引力吗？这个问题让人感到有点奇怪，因为它让我想起了另外一个问题，好像就在昨天，每个人都认为，哪怕股价正处于高位，股票仍然是人们谈论的对象，并且是优于债券的投资首选。为什么？这源于股票自身的抗通胀属性。

但必须承认的是，不仅仅是近几年，可能数十年前，股票投资便已无法起到抵御通货膨胀的作用了。我指的是一种一般性的逻辑关系：资产价格越高，价值也越高，创造财富的能力也就越强；相应的，购买资产的成本也就越高。遗憾的是，这个正相关关系并未在统计学中得到证明。股权投资回报率往往会被低估，而且常在10%～12%之间波动。如果有什么变化的话，那就是在1948—1952年间，道琼斯工业平均指数的平均市盈率仅为7倍。

当然，道琼斯工业平均指数和标准普尔425指数的盈利在1947—1951年和1963—1973年间大约增长了两倍。而在同一时期，两大指数成分公司的账面价值大约增长了三倍。可以这样说，在第二次世界大

战后，企业经营收入的增长可以简单地归因于未分配利润的再投资使企业的净资产价值得以快速增长。在这28年间，没有一家企业的股价翻了一番。换句话说，通货膨胀并没有让普通股的股价迅速上涨。

这是一个很好的理由——当然还有其他理由，说服投资者不管市场价格如何，都不要太热衷于股票投资。谨小慎微是我信奉的长期投资理念之一。但现实情况如何呢？在通货膨胀的预期下，是否应当说服投资者放弃那些表现强势的企业（收益率大约为15%的企业）呢？我的答案是“不”。

机构投资者或个人投资者真正的选择是什么？在通货膨胀的预期下，哪怕是市盈率倍数较低的股票也难逃悲惨的命运。投资者可以将自己持有的资金投资于短期现金管理工具，这样也能取得不错的回报率，然后寄希望于将来通货膨胀最终必将使所有股票的股价全线下跌，包括那些市盈率倍数较低的股票。当投资者坚信目前股票的市场价格高于其真实价值时，这样的选择是很合理的。但这只不过是对未来市场走势的一种猜测。投资者还可以将资金投资于实物资产，例如不动产、黄金、大宗商品、名画等。请允许我在这里罗列三种值得关注的情形。

首先，把大额资金，比如几十亿美元，投资于除不动产以外的其他实物资产，并不会导致这些实物资产的市场价格大幅上涨，而闭合的投机循环最终的结局必然是市场崩溃。其次，投资于不动产本身就具有较大的风险。因为这背后存在着众多的风险源，如新业务的拓展、融资风险以及市场的系统性风险。

我想要说的第三点与通货膨胀的积极作用有关。所有的投资者都必须意识到，未来的预期通货膨胀率确实有可能达到11%，甚至更高，因此在设计总体投资理财方案时，必须要引入所谓的“具体对象因素”（concrete-object factor）。我的意思是，投资者不应当只满足于将大部分资金以现金或现金等价物的形式持有，例如银行存单、

债券以及各种类型的应收账款等。经过一段或长或短的时间，但到底多久谁也说不清，事实将会证明，通过持有普通股投资组合而间接地投资于土地、房屋、厂房、存货等资产是更明智的决策。而普通股的投资策略执行起来相对较为简单。我的观点是，在分析个人的财富资源时，值得把这个理念当作一个特殊的可测量标准来试一试。对养老基金以及其他投资组合来说，这种方法也是适用的。

显然，在介绍分析未来股票投资策略的一般性方法时，我并没有将那些公共事件，诸如能源危机、环境压力、汇率波动等，看成金融决策的主要影响因素。在分析股票的价格与价值时，这些因素会与其他不利因素一样被计入公式。这些不利因素包括：较低的盈利能力倾向；杠杆率的提高也会使应付利息的金额随之增加。这些因素对企业的未来能起到多少影响作用，更多地依赖于经济学家和证券分析师的评判——也许和过去一样，评判的精确性并不会高到哪里去。

机构优势、有效市场和证券预测

基金经理是不是更偏向于投资股票？毫无疑问，在过去的近10年里，基金经理一直存在这样的偏向，这成为抬高股价的重要力量，从而使得股票的收益率逐渐超过了债券的收益率。面对高收益率的诱惑，债券市场数十亿美元的资金“叛逃”到了股票市场，并在股票的市盈率倍数相对较高时，从原持股人手中接盘。随后，便相继传来了被深度“套牢”、对股票投资失望的传闻。现如今，机构投资者已经看清了股票投资的真相，因此最近几年来，不仅这种偏向已经迅速消失了，甚至还有些矫枉过正的嫌疑，以至于像我这样的“老前辈”不得不提醒大家不要“歧视”低价股票，因为这样做也是不合理的。

2 000亿美元的机构资金投向股票市场，再加上11 000名专业的证券分析师一直在努力“打败平均值”，这些会带来什么样的影响呢？

请允许我引用海因里希·海涅（Heinrich Heine）的诗句，它描述了150年前德国政府指定45名教授加入某个质询委员会时的情形：

45位教授——

祖国啊，他们会毁了你！

如果45名教授就能有如此威力，那么11 000名分析师聚集在一起该有多厉害呢？

机构投资者进入证券市场有利于证券市场平稳运行，并能运用数学工具对企业进行合理的估值。至少从理论上来说，这能抑制股价不合理的波动。然而，我必须承认，我没发现机构投资者给整个市场带来了什么好处。股价的波动幅度较之机构投资者进入前更大。原因是什么呢？我只能说，机构与金融分析师并未表现出比普通民众更谨慎、更有洞察力的职业态度。他们似乎也屈从于同一个目标，简单地说就是狂热地追求“业绩”。他们在很大程度上没有注意到投资与投机的明显区别。因此我怀疑将来很快就会爆发出一些法律诉讼案件，均与1968—1973年期间银行机构的信托投资责任有关，因为金融机构没有严格遵守谨慎准则的相关司法要求。

下面我要用几个具体的实例证明机构投资者对理性、稳定的股价形成毫无帮助。标准普尔出版的《每月选股指南》显示，大约2 000家保险公司以及投资基金买入了美国航空公司的股票，但是其中没有看到银行及其信托部门的身影。到了1970年，受访机构共持有430万股美国航空公司的股票，持股比例大约占到总股本的22%。1970年，美国航空公司的财务报表显示，每股亏损1.3美元，随后公司公布的1971年与1972年年报又显示每股有13美分与20美分的盈利。于是在1972年，所谓的有效市场仅凭13美分的盈利，就把美国航空公司的股价推高至49.875美元。这可是每股盈利的250倍啊！那么，我们的金融机构有没

有阻止这种愚蠢的股票投机行为呢？在股票价格疯狂上涨的过程中，他们有没有减持股票套利呢？恰恰相反。《每月选股指南》显示，就在同一时期内，143家机构又增持至670万股，占美国航空公司总股本的50%。1974年的最新数据显示，大约117家基金仍然持有570万股，占总股本的20%。与此同时，1973年，美国航空公司报亏4 800万美元，股价从1972年的50美元的高点跌至1974年的7.5美元。

这个故事没能显示出机构投资者对合理股价、有效市场做出任何实质性的贡献。相反，他们似乎是一群“搅局者”。

越来越多的机构意识到，他们不能仅凭自己的投资组合获得市场的平均收益，除非能雇用到高人一等的金融分析师与证券分析师。从逻辑上看，这就使一些机构投资者将标准普尔500指数作为预期业绩的评估标准。于是，这会促使他们在构建投资组合时直接复制标准普尔500指数或标准普尔425指数的成分股组合。如果真的这样做，那么客户就会质疑基金公司凭什么收取那么高的管理费。（附带一句，如果未来机构投资者在构建投资组合时真的直接复制标准普尔500指数的成分股组合，这个半玩笑、半当真的预言真的变成现实的话，这将是一个颇具讽刺意味的市场回归，又重新回到了50年前的股票投资模式。第一批投资基金是真正的“信托”，而且是“固定信托”。一开始时就确定投资组合，而且一旦确定就不会更改；只有在一定必要条件下，才可以调整变动投资组合。）

修正后的“固定基金”会给证券分析师留有更多的余地。构建股票投资组合时可以先参考标准普尔指数的成分股组合，然后在此基础上再做修改。更简单的做法是直接复制道琼斯工业平均指数的成分股组合。投资经理或决策者需要获得调整投资组合的权限，而且还要给出理由证明换入的股票能带来更多的收益，以及被替代的股票有可能发生损失。在调整投资组合时应引入责任制，这样也许有助于提升业绩。

事实上，尽管道琼斯工业平均指数和标准普尔指数存在着一定的价格泡沫，但这并不妨碍我们在其中寻找“质优价廉”的股票。如果这个逻辑没有问题的话，那么任何有能力的分析师都有一个通过推荐某些公司的优质替代股票来赚钱的绝好机会。

请大家牢记，既然已经开始投资股票了，我不建议大家都采取将所有的自有资金只投资于一只股票的策略。相反，我认为每个人都应构建一个投资组合，例如，债券占25%、股票占25%，剩下的50%资金，随着价格波动在股票与债券之间不断调整。若个人的投资策略趋于保守，那么债券的投资比例可达50%以上，反之亦然。

股票之所以会在人们的投资组合中成为重要的组成部分，是因为大家认为其他投资工具都缺乏流动性吗？对于这一问题，人们有不同回答。首先，如果将资金投资于短期或长期债务工具，无论期限长短，都不会影响流动性问题。其次，我个人认为，在制定投资决策时，流动性应是次要的考虑因素，因为过多的追求高变现能力会造成更多的价值损失。最后，作为普通股的替代性投资选择，对名画、商品等无经常性收入的投资资产，应当在多大程度上考虑其流动性，这个不好判断。我的直觉是，比起债券每年能获得8.5%的息票利息收益，没有经常性收入要比流动性因素更为重要。

指数化经济与政府干预

“指数化经济”的具体内涵是什么呢？上文我们已经讨论了通货膨胀对股票的影响。根据米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的观点，我认为指数化经济不具有操作性，而且已经超出了本文的讨论范围。实际应用常见于工会合同里对生活成本进行指数化调整，包括一些养老金计划的调整。曾经也出现过指数化债券，是由雷明顿·兰德公司（Remington-Rand Corporation）在欧文·费雪（Irving Fisher）（当时费雪是该公司的董事）的坚持下发行的。然后根据生

活费用指数的变化，对每期息票的金额进行指数化调整。可以想象，虽然存在不确定性，但是这种想法也许会重新流行起来。不过，现在越来越多债券的息票利率随当前的债券收益率以及银行借款利率的变化而变化。随着花旗集团发行了6.5亿美元1989年到期的浮动利率债券，看来浮动利率融资工具将会变得越来越流行。

始于40年前的罗斯福新政让我们对国家干预经济的事情都很熟悉。政府干预经济对普通股的价值具有双刃剑的作用。1935年前的10年间，经济大萧条肆虐，在“钱荒”的背景下，政府出面“兜底”的利好能对股市起到一定的提振作用。但是，与此同时，政府的政策对企业的经营运作设置了很多限制，增加了额外的负担。迄今为止，政府干预经济的净影响效果似乎都是有利的，至少对股价如此。只要对比一下1949年前后道指与标准普尔500指数的走势图，就能发现这一点。通过比较我们发现，股价在1969—1970年间以及1973—1974年间的下跌，似乎只是股价总体上行过程中的小幅回调而已。

经验证明，最后一个问题暗示的对股票的各种不利因素，与普通股过去面对过并已经战胜的各种障碍并没有太多的不同。我的预测是，这些问题终将解决。

但是，我又不能在文章中对那些可能损害股票价值的因素只字不提。那就是，由于对近年来金融界的表现不满，公众正慢慢对其丧失信心。我坚信，更大的危机已经植根于现行的股票价格之中，未来会最先从华尔街发端并扩散开来。英国作家爱德华·吉本（Edward Gibbon）和奥利弗·戈德史密斯（Oliver Goldsmith）都写道：“历史不过是对人类的罪行、蠢行与不幸的记录。”这句话很好地诠释了1968—1973年间的华尔街。我没有篇幅来一一列举那些既不谨慎也缺乏效率的商业案例。这些商业案例往往是金融机构与个人职业道德缺失所致。而这都无法用贫穷与无知来为自己脱罪。有没有人听说过整个产业是由于承接了自己无力应对的过多业务而导致濒临破产的？然

而，这样的事情就发生在1969年我们引以为豪的纽交所，交易所的后台工作一塌糊涂，甚至还爆出了证券丢失的丑闻。同一时期内，许多公司不适当的金融交易行为也让人感到一片阴郁。

在重拾公众信心的问题上，华尔街花费了数年时间，美国政府也相应地出台了多部法律。但是，股价表现得并不尽如人意。可我认为，对于真正的投资者来说，这是值得庆幸的好消息。对于养老金基金经理来说，这也是一个利好消息。5年之前，他们能想象得到现如今竟然能买到收益率高达8%～9%的AAA级债券，或者是收益率为15%甚至更高的好股票吗？目前，投资机会随处可见，不过也有一些荒唐的想法：将股票在机构之间以不断上涨的价格来回转让，从而让股票的市场价格上涨25%。如果真打算这样做的话，那就好像在尝试用鞋带将自己提起来一样无用。

最后，请让我用自己最喜欢的诗句作为本文的结束语。华盛顿农业部大楼宏伟的楼梯前方悬挂着一幅巨大的画作，画的下方就雕刻着这句诗：

O fortunati nimium…（etc.）Agricolae!

这句话是古罗马诗人维吉尔（Virgil）对他那个时代的罗马农夫说的，我愿将它送给现在和未来的普通股投资者：

> “啊，渴望获得财富的投资者啊，只要你们意识到自己拥有的优势，你们便可获得上帝赋予你们的一切！”

第21章
对话本杰明·格雷厄姆[(27)]
（写于1976年）

CE（查尔斯·埃利斯［Charles D. Ellis］）：根据您在华尔街打拼60年的经验，您对普通股的总体看法如何？

格雷厄姆：普通股同时具有重要的投资特征和投机特征。随着企业将未分配利润用于再投资，偶尔的通货膨胀也会导致股价起起伏伏，总的来说股票的净价值在逐渐累积，因此在几十年间，普通股的投资价值与平均市场价格倾向于持续上涨，只不过变化过程不太规律。但是，在大多数时间里，普通股的股价波动呈现出非理性的双向过度调整，这是由大多数人根深蒂固的投机性或者赌博的倾向所造成的，例如对希望、恐惧和贪婪的屈服。

CE：若把华尔街看作一个金融机构，您对它的看法是怎样的？

格雷厄姆：一个非常不受待见甚至有些玩世不恭的机构。股票交易所给我的整体印象就像是英国作家约翰·班扬（John Bunyan）的“名利场”，或者是经常会让人笑到疯狂的福斯塔夫式笑话——“充满了喧哗与骚动，却找不到一点意义”。股票市场像一个巨大的洗衣房，金融机构在里面存放着“大堆的个人衣物”——目前每天有3 000万股股票在股票交易所内交易，却没有发出正常的洗衣机滚动的声音，或者说有些股票根本没有在这里进行交易的理由。但从技术层面上看，它确实是一个拥有完善组织架构的机构。

CE：您对整个金融界的看法是怎样的？

格雷厄姆：大多数股票经纪人、金融分析师、投资顾问等在智商、商业诚信和态度真诚等方面都处于平均水平之上。但是他们缺乏在各类证券市场上拼杀的经验，而且对整个普通股市场认识不足，缺乏一种被我称为“野兽的本性”的气质。他们把自己和市场太当回事了，以至于会花费大量的时间，有勇无谋、徒劳无功地拼命做那些他们根本无法做好的事情。

CE：能举些例子来说明吗？

格雷厄姆：预测长期和短期的经济变化以及普通股价格水平的变化，选择未来短期中最有潜力的行业和个股。

CE：就一般情况来看，机构投资者是否有能力在这些年获得比道琼斯工业平均指数以及标准普尔指数更好的投资业绩？

格雷厄姆：不能。事实上，这就意味着股票市场上所有的专家都可以打败他们自己，这在逻辑上是矛盾的（就好比一个人可以举起他自己一样）。

CE：那么，您是否认为普通的机构客户应该对与道琼斯工业平均指数或其他类似指数相近的投资收益率感到满意？

格雷厄姆：是的。不仅如此，我还认为他们应该要求在随意的5年周期内都能获得类似的投资收益，并以此作为向投资顾问等投资管理人员支付管理费用的条件。

CE：一些反对者认为指数基金无法满足不同的投资者的差异化需求，您怎么看待这种反对指数基金的观点？

格雷厄姆：实际上，投资公司对过去平庸的投资业绩做出的解释只是一些陈词滥调和惯用的借口。所有投资者都想要获得不错的投资收益，并且理所当然地认为这种目标确实能够实现。他们凭什么会对那些比指数基金差得多的投资业绩感到满意呢？凭什么还要为投资公司那么糟糕的表现支付管理费呢？我真的想不出任何理由。

CE：现在让我们来谈谈个人投资者。您是否认为他们和机构投资者相比处于不利地位，因为后者拥有海量的资源和先进的设备等优势来获取信息？

格雷厄姆：相反，与大型机构投资者相比，典型的个人投资者拥有更大的优越性。

CE：为什么呢？

格雷厄姆：主要是因为机构投资者的选择余地非常小，可能只有300～400只大型公司的股票，而且他们的研究和决策或多或少地被限制在这些已经被过度研究的群体上。相反，大多数个人投资者可以在任何时候从标准普尔的《每月选股指南》中提供的大约3 000只股票里做出选择。根据各自不同的方法和偏好，个人投资者可以随时从整个名单中选出至少1%，即30只或者更多买入机会极其诱人的股票。

CE：您会给个人投资者的投资策略列出哪些一般性的规则？

格雷厄姆：我建议有三个规则必须遵守：第一，个人投资者应该坚定不移地做一个投资者而不是投机者。总体而言，这意味着他应该能够对每次的买入和所付的价格提供让自己满意的客观依据或理由，并客观地论证在这个购买决策中他得到的回报将比他支付的成本高。换言之，他有一个用价值衡量的安全边际来保护持有的股票头寸。第二，这个投资者需要对自己持有的股票头寸明确设定一个与买入规则相匹配的卖出规则。通常，他需要给买入的每一只股票设定一个合理的盈利目标，比如50%～100%，另外还需要设置一个实现目标的最长持有期限，比如2～3年。在持有期结束时还没有实现盈利目标的股票就应该在市场上抛售掉。第三，这个投资者应当确保，在整个投资组合中股票投资与债券投资的比例高于事先设定的最小比例。我建议每种类型的投资要占总投资的比例至少为25%。一个很好的做法就是始终保持50:50的比例，然后根据市场变化进行调整。这意味着，投资者要在

股市大幅上涨时将一些股票投资转换为债券投资，当股市下跌时则反向操作。通常，我建议债券平均持有期为7～8年。

CE：在选择普通股投资组合时，您是否建议应对个股进行仔细地研究和选择？

格雷厄姆：总的来说我不建议这样做。现在我已经不再是证券分析技术的支持者了，而证券分析的目的就是找到绝佳的投资机会。40年前，当《证券分析》这本书第一次出版时，这应该算是一项非常有意义的工作。但从那时开始，情况已经发生了很大的变化。过去，训练有素的证券分析师能够以职业化的手段通过仔细研究，挑选出价值被低估的股票。然而根据目前正在进行的大量研究，我怀疑在大多数情况下，这样的分析研究是否能挖掘出表现优异的股票，使其收益足以弥补研究成本。在某种程度上，我并不支持如今被大学教授普遍认可的“有效市场”的假说。

CE：您建议使用哪种方法来构建投资组合？

格雷厄姆：从本质上来说，有一种极其简单的方法，即对价格使用单一的或双重的判断标准，以保证能体现股票的全部价值。而且，使用这种方法构建的投资组合的业绩比较可靠，因为它依赖于整个投资组合的总体投资绩效，而不是只依赖于对个股的预期。

CE：您能具体谈谈个人投资者应该如何建立并维护普通股投资组合吗？

格雷厄姆：对于这个问题，我可以列举两种方法。第一种方法看起来有较大的局限性，但30年来，当我们使用这种方法来管理中等规模的投资基金时，几乎是始终如一地获得了不错的投资业绩。第二种方法代表了近年来我的新思考和新研究。它的应用范围比第一种方法要广泛得多，同时它还具备3个优点，即逻辑充分、应用简单和优秀的

表现记录（假设在过去1925—1975年的55年中我们使用了这种方法，虽然实际上我们并没有使用）。

CE：您能详细谈谈您所建议的两种方法吗？

格雷厄姆：第一种方法局限性较大，主要体现在它要求普通股的买入价要小于营运资本的价值或资产净现值的价值，不考虑厂房和其他固定资产的价值，并直接从流动资产中扣除所有负债。这种方法已被我们广泛应用于投资基金的运作，并且在30年间为我们创造了大约20%的年均收益率。然而，在20世纪50年代后期，由于牛市盛行，这种特定的买入机会变得非常罕见。但是在1973—1974年股市下跌之后，机会再次出现。1976年11月，我们对标准普尔股票推荐手册上300多只股票进行了统计，这个样本数量大约占公司总数的10%。我认为这是一种万无一失的、系统的投资方法，当然我要再次说明，这种方法不是建立在个股预期的基础上，而是建立在对整体结果的预期的基础上。

CE：最后一个问题，您还有哪些其他的投资方法？

格雷厄姆：这个问题的答案与前面提到的第一种投资方法背后隐含的道理是一样的。同样的，我们仍然按照一种或多种简单的选择标准，以低于现值或者内在价值的价格买入股票。我认为判断标准是过去12个月的市盈率的7倍。你也可以使用其他的标准，比如当期的股息回报率超过7%，或者账面价值超过市场价格的120%等。

我们刚刚完成了一项研究——将这些投资方法应用于过去50年（1925—1975），然后检验其有效性。结果显示，这种投资方法在这段时期里获得了不低于15%的投资回报，换句话说，相当于道琼斯工业平均指数的两倍。我对这种投资方法的三大优点都非常有信心，即：逻辑充分、应用简单、优秀的表现记录。实际上，真正的投资者可以用这种方法对目前市场上由投机者的过分乐观或极度恐惧所造成的机会加以挖掘利用。

第22章
本杰明·格雷厄姆：有关证券分析的思考[(28)]

（写于1972年）

老师（帕特·埃勒布莱赫特［Pat Ellebracht］）：欢迎您来到我们的电视讲座系列栏目，特别感激您能够抽出时间与我们进行谈话交流。

格雷厄姆：对我来讲，这是一个全新的经历，我希望它能够给我们所有人带来不一样的感受。

老师：作为普通的个人投资者，如果他想在长期投资过程中获得成功，成为一名成功的投资者，他应该具备哪些个人品质呢？

格雷厄姆：最有效率的投资就是最明智的投资。我想说，当投资能够有条不紊地进行时，就是我们最容易获得成功的时候。对这个问题来说，最简单的答案是，成为一名优秀的商人所需要的品质就是长期投资取得成功所必备的品质。知道自己在做什么，对敏感性事件能够做出充分正确的判断，而不是糊里糊涂。除了这些，我认为不需要具备其他品质。当然，那些拥有特别天赋或直觉的人要比没有这方面特殊才能的人更有优势。但即使这样，在华尔街看来，也同样值得怀疑，因为没有一个人能够一直保有足够的自信、天赋和直觉，并将这些一直延续到最后，从不失败。因此，我还是坚持我的观点，那就是，若想成为一个成功的投资者，就应该按照一名优秀的商人的标准来要求自己。

学生：对于个人投资者来说，哪些品质是他们在长期投资中想要取得成功所缺乏的？

格雷厄姆：个人投资者失败的一个主要原因就是他们对股票市场当下的走势过分关注。他们觉得市场当前的走势毫无疑问将会继续，或者会持续到他们获得足够利润为止。他们总是期待能够赚更多的钱，而这远远超出他们本来应该获得的，正是因为这样，所以他们经常遭遇投资失败。他们的期望与其知识水平和能力并不相匹配。

老师：在您的著作中，您引用了很多经典文献。我们想请教您，这些经典著作是如何影响您对人性的分析和您的投资哲学的？

格雷厄姆：其实这些并没有对我的职业生涯产生很重要的影响。我引用了这些经典著作而非其他无意义的东西，只是表明我真的理解了它们的内在价值。它们帮助我站在永恒的角度来看问题，而不是站在当下的角度来分析，正如哲学家斯宾诺莎（Spinoza）所指出的那样。我想这个可能是它们最大的价值所在。

学生：您是如何定义投资的？投资和投机的区别又有哪些呢？

格雷厄姆：关于投资的定义，在我早期的《证券分析》那本书中有非常清晰的描述，而且那个定义也很流行。它是这样说的：“投资行为通过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率。”而其他的行为则是投机。

老师：您是否认为投资者的总体投资理念过多地受某只具体的股票的影响，而不是受整个市场走势的影响？

格雷厄姆：我想说，对市场的一般性判断比对个股判断更有效。在接受《福布斯》杂志采访的时候，我说过那些以非常低的价格买了IBM公司股票的人们可能被胜利冲昏了头脑，因为IBM在那个时候是表现最好的股票。他们可能会想，再次找到一个类似于IBM这样的股票应该非常容易。于是，他们可能会浪费大量的时间用于寻找第二个IBM。

从某种意义上来讲，一个人的观点可能会受他自己为数不多的经历所影响。

学生：您在《聪明的投资者》那本书中写了这段话：“如果在设计自己的投资计划时，你只不过是比别人多懂一点点，或者是多施展了一点小聪明，那么实际的投资效果可能会比之前更糟糕。”您能就这番话做一番解释吗？

格雷厄姆：在一般人看来，只要你比大家稍微多懂一点证券，就会比其他人做得更好。现在，我们假定某个人在没有被误导的情况下，在证券市场上投资能获得平均收益。如果你想谋求比平均收益更高的回报率，那么也许就会特别依赖你以为能帮你获得成功的额外知识。然而实际上，你未必真的拥有足够多的额外知识来让你获得超过市场平均水平的收益率。很多情况下，你可能还会表现得更差劲。你希望变得聪明些，但实际上你还不够聪明。这就是在证券市场上从事证券投资的大多数人所遇到的情况，他们的很多时间都在华尔街度过，在各类经济公司或其他公司，他们总觉得自己比其他人聪明，能够比其他人做得更好或者比平均水平更高。一个人只有特别聪明才能够战胜由各类专业人士构成的股票市场，也就是说，他的聪明必须能够真正地帮助他打败普通大众。

学生：回顾一下20世纪70年代的市场，如果要求您必须在高等级的普通股和高等级的债券之间做出选择，您会如何选择呢？

格雷厄姆：这是一个假设性的问题，对我而言，我的投资哲学不会让我在它们之间只选其一。如果你问我更偏向选择谁，从当前的表现情况来看，我会非常肯定地选择高等级债券，因为它们的收益率是高等级股票的两倍，甚至更多。

学生：如果您投资的主要目标是为了对抗通货膨胀，那您会怎么做呢？

格雷厄姆：我会根据当前的通货膨胀率做出最佳的判断和预测，然后再依据自己的预期选择最优的投资决策。我对接下来的10年里通货膨胀率的预期是相对温和的3%。我并不想依照眼下的经历对未来做出判断。这是金融领域里常见的错误，它会让很多人判断错误。世界大型企业联合会对1972年物价上涨率的预期为3%，我对未来7年通货膨胀率的预测也是这一数字。

老师：您在《福布斯》杂志上发表的那篇文章中提到，未来几年里股票市场很有可能会出现宽幅震荡。这是不是政府试图控制经济周期的理由？又或者是公众认为股市会像20世纪60年代后期那样强势，可以从中获得丰厚的收益？

格雷厄姆：我并不认为政府试图控制经济周期必然会或应该会导致市场出现宽幅震荡。股票市场长期发展的经验表明，公众总是认为他们能够在单边市场趋势下获得快速增值。这反映了正是人性的贪婪导致了股票价格的快速波动。市场往某一个方向的快速变化，随后会导致其很快向相反的方向移动。我觉得，在很大程度上，我们在未来所要面临的正是我们过去所经历的，正如你在过去两年中所见到的那样，道琼斯工业平均指数从995点跌到了630点，然后又从630点涨回到940点。市场一直处于波动中。

学生：您是否认为1969—1970年的熊市已经结束了？

格雷厄姆：从技术层面来看，我认为是这样的。道指从低位的680点涨到高位的900点证明市场已经得到了充分的恢复。我们现在正经历的上涨并不是简单的小幅上涨或临时性的反弹上涨。如果你对牛市和熊市之间的变化感到困惑，那么，你可以这样设想一下，那就是1970年5月份开始了一轮新的牛市。

学生：您能够非常鲜明地区分盈利能力和当前的盈利情况吗？您又是如何衡量盈利质量的呢？

格雷厄姆：盈利质量跟盈利能力与当前盈利情况之间的关联度并不是那么强。从历史的经验来看，盈利质量主要依据盈利的稳定性以及没有非常明显的下降趋势这两点来判断，另外需要考虑的问题是，在接下来的几年时间里是否会出现比较明显的、持续性的上涨趋势。稳定性越好，上涨趋势越明显，盈利质量就越高。

学生：请您解释一下安全边际对普通股来说意味着什么吗？

格雷厄姆：有关这方面的内容，我在《聪明的投资者》一书里有过详细的解释。安全边际指的是购买普通股所获得的收益率与债券利率之间的利差，安全边际是能够承担各种不利的意外情况的利差。在1965年创作《聪明的投资者》时，普通股的市盈率一般都在11倍，因此对应的收益率为9%，而当时的债券利率是4%。在那种情况下，你的安全边际就是100%。而现在，股票收益率与债券利率之间没有差别，所以我说当下不存在安全边际。与1965年的有效安全边际不一样，当前的安全边际是负值，这也是影响我在当前（1972年）价格水平上考虑是否买入股票的一个非常重要的负面因素。

学生：在《聪明的投资者》一书中，您提到投资者和投机者自身给股票市场带来了不同类型的“水”。您能谈谈这些不同类型的“水”吗？

格雷厄姆：过去，我们所说的“水”代表的是某家公司资产价值的秘密构成，主要是固定资产高于其实际成本和重置价值之上的价值。例如从资产负债表上来看，某只股票的账面价值为100美元，但实际上其背后的内在价值仅有20美元。现在，这些带有半欺诈性质的信息披露方式已经被纠正过来了。现如今，股票市场也在用虚高的价格欺骗投资者。我们会用100美元购买固定资产或者重置成本只有20美元的股票，股票市场的估值与真实账面价值之间的差就是所谓的“注水”现象。今天人们还是以同样的方式为价值仅为20美元的股票支付

100美元的价格，这与过去股票的真实价值只有20美元，然而在资产负债表上账面价值却高达100美元的情况如出一辙。

学生：最新版的《聪明的投资者》与之前的版本有哪些不同呢？

格雷厄姆：有关投资过程的基本建议和结论并没有什么实质性变化，而是结合过去4年美国经历的通货膨胀状况，进一步强化了投资基本原理的相关内容，这些内容也是在1949年第1版《聪明的投资者》中我所强调的那些基本原则。虽然1939—1968年连续上涨的牛市似乎让人们不再青睐这些基本原则。然而，从1968年开始的市场走势让我有理由更加坚信早期版本里提出的这些投资基本原则。在最新的版本中，我自然对通货膨胀问题的关注要比之前的版本更深入，因为通货膨胀问题在最近越加明显。不过，正如你们所知道的那样，我并不觉得高通货膨胀率在未来会一直伴随着我们。我认为5%～6%的高通货膨胀率不可能长时间持续。同时，我还非常关注利率水平的改变，它的变化也是非常显著的。我觉得站在股票购买者的角度来看，正是因为利率的反向变化，所以当下的道琼斯工业平均指数的值不可能高于五六年前的水平。任何其他能够证明价值增值的理由都被利率上涨这个因素给抵消了。

学生：如果我们成功地控制了经济周期，您是否会改变您的投资理念，从低买高卖变为无限期持有股票呢？

格雷厄姆：这又是一个带有部分假设性的问题。我确信自第二次世界大战以来，美国政府对经济周期的控制做得越来越好，而这本身又会有助于股票价格波动幅度的缓解。不过公众可能会有一些疯狂的想法，从而抵消掉一部分调控效果，那就是一旦经济周期能够被很好地控制，对于普通股而言将不会再有价格过高的问题，正是因为大家对普通股的价格波动趋势有着或多或少的预期判断，因此控制了其波动的幅度。我想股票市场未来还是会存在波动，不过，想准确地在低点买入，在高点卖出，这可能并不是一件容易做到的事。然而，我所

提出的这个投资方案——投资组合的25%用于购买股票、25%用于购买债券，剩余的50%随市场的波动情况适时调整，未来的表现肯定不错，且不需要关心经济周期是否能被很好地调控。如果个人投资者对这个方案给以足够多的时间与重视，那么这将会是一个切实可行的不错选择。

学生：在《福布斯》杂志上发表的那篇文章里，您说您会购买公用事业股票，因为它们的卖出价格都与账面价格相近。那么您在这方面投资的收益是不是也会受到监管环境和高利率水平的限制呢？

格雷厄姆：这是一个非常好的问题，我很高兴你能提出这样的问题。收益确实会受到监管规则的限制，但是这里有两件事情需要特别说明一下。第一就是亏损会受到非常严格的限制；第二，如果你选择按照账面价值买入这些股票而非其他传统工业股票，那么最终获得的收益将会更有保障。公用事业企业具有很多优势，而在当前的股票市场上，人们大多没有意识到这一点。它们的收益有法律保障，监管部门必须让这些企业获得足够多的盈利，这样才能支撑它们的投资，确保它们的价值，特别是鼓励它们进行新的投资。于是，新的利率结构出现了，这使得公用事业企业的股票价格比一般股票价格的账面价值高出50%。你会发现，除非公众有理由相信自己买入的股票的价值至少要高于购买时支付的价格，否则企业不太可能通过向公众销售普通股的方式来筹集大量的资金。在这些条件下，监管的整个发展历史和理念都严格保障了公用事业企业普通股的股票价格相对其账面价值有一定的溢价，而跌破账面价值的风险非常之低，这两者实现了非常完美地结合。我想，这样的投资机会可以快速获得50%的收益率，而且几乎没有亏损的风险，投资者一定会非常满意。

学生：您为什么选择公共事业股，而不选择价格接近账面价值的自然资源股？比如铜业、石油或土地资源类股票。

格雷厄姆：首先，你不可能找到那么多市场价格接近于账面价值的自然资源股，除非它们在界定收益方面存在一些困难，而公用事业股不会遇到这样的情形。对公用事业公司来说，不利的情况是它们每年的盈利可能比上一年少了几美分，而不是比上一年增长2%或3%。但是，对自然资源类股票而言，收益受各种条件和情况的影响。假设你现在买的是安纳康达公司（Anaconda）的股票，因为公司的部分资产被充公，导致其股票价格和盈利在过去的两年时间里下跌了3/4。或者你也可以研究下海湾土地与实业公司（Gulf States Land and Industrial Company）的情况。你会发现它们并没有实际性收入，股票价格在30～2美元之间波动。这与公用事业公司的股票完全不一样，这样的股票并不具备我们前面谈到的盈利质量。

学生：您能谈谈某个自然资源类股票的内在价值是如何决定的吗？

格雷厄姆：这是一件非常难做到的事情。当我们衡量公司价值时，对石油资源公司来说，我们有一些具体的价值标准，比如提炼后的石油每桶价值1美元，半成品每桶40美分，未提炼的原油每桶10～20美分。我们可以这么做，但是结果可能未必有用。如果有人问我如何对自然资源公司进行估值，我想我可能做不好这个工作，因此我宁愿不做。

学生：您是否认为公司应该用股票股息来代替现金股息，以便能更容易地为长期发展获得资金支持？

格雷厄姆：是的，当然可以。现金股息政策在我看来是非常不明智的选择，特别是对那些将盈利的2/3以现金股息的方式发放，然后又每次通过发行高于股息成本的新股来融资的公用事业公司来说更是如此。它们可能已经意识到，以现金方式给股东发放股息，股东们收到的股息收入将会被征收所得税。公司可以增发股票，这样就不会像现金股息那样被征税，于公司而言，权益资本额也会有所增加。如果美

国AT&T公司选择执行股票股息政策而非大量发放现金股息，并确保两者的金额差不多相等，那么它就可以为股东节省数十亿美元的税负。

老师：格雷厄姆先生，在您演讲的过程中，我突然想到了一个问题。我们经常在教科书上看到一种说法，概括起来就是股票能对冲通货膨胀风险，而1969—1970年的市场表现并不支持这种说法。您对此有何高见呢？

格雷厄姆：作为对冲风险的工具，股票确实比债券表现得更好，但它们也并不是那么完美。你不能假定股票的盈利能力增长率能够完全反映出通货膨胀率的大小。你可能会说，从历史发展的角度来看，尽管在通货膨胀的情况下，股票仍然为投资者带来了收益。而通货膨胀却让债券的本金价值遭受了比较大的损失，因此在过去的10～20年时间里，股票的价值仍然相对坚挺，而债券的价值却下降了许多，因此说股票的表现要好于债券。问题的关键在于，一家公司的真实盈利能力是通过权益资本的报酬率来衡量的。如果公司的权益资本翻倍，那么盈利也会翻倍。

过去这么多年的实际情况是，普通股的权益资本在大幅度地增加，而盈利尽管有所增长，但是其增长的速度却没有股票权益增长的速度快。因此，事实上股票的盈利能力是在下降的，例如，道指成分公司的盈利能力从20年前的12%下降到今天的9.5%。过去20年的情况就是这样，尽管通货膨胀确实对股价有影响，但是你不能说通货膨胀对普通股投资是有帮助的。事实上企业支付给投资者的分红或股息低于企业赚取的利润，因此企业的权益资本增长十分迅速。而另外一方面，市场价格的走势却是另外一种情况。市场价格大幅度上涨，可是这只不过是因为市盈率倍数有所提升。1949年，普通股的市盈率为7倍，而到了今天（1972年），市盈率却高达17倍。1949—1972年间，市盈率倍数的上涨很大一部分原因是，投资者愿意为单位美元的盈利

所支付的成本更高了，因此导致股票价格大幅度上涨，而这样的变化并没有太大的价值。

老师：您能告诉我们一些您自己的有趣的亲身经历吗，或者让您印象最深刻的一些公司？

格雷厄姆：早在1928年的时候，我与伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）成为了合伙人。我们一起买下了一家看起来还比较便宜的公司。我想当时我们买入的价格为每股9美元，而公司的每股盈利大概是1.5美元。我成了公司的财务副总，他们付给我3 000美元的年薪。公司的现金流状况很不错，而且鞭炮生意做得也挺好。不过，就从那个时候开始，事情开始朝不好的方向发展了，包括1929年的股灾与大萧条危机。能渡过那个难关真的很幸运，我们一直持有股票到1936—1937年，而且并没有亏多少钱。不断有新的合伙人加入，并接管了公司，前段时间该公司的股价为3.75美元。新人接手后，公司开始做一些看起来不可能实现的事情，比如在欧洲发行债券，股票价格也随之上涨到63美元。然后其股票价格下跌到原来3/8的水平，后来又涨回到68美元……然后又回到了3.75美元的水平，现在它的价格水平大概是每股14美元。我一直都关注着这家公司，因为我对这家公司有比较深的个人情感。很长一段时间内，我都没有投资这个公司，但是在我心里，在过去30年间，它的经历较为典型地反映了一家公司的起起伏伏。

我建议您和您的学生从标准普尔的股票指导手册中按照你们喜欢的方式选取20家公司，然后对它们过去30年里的兴衰变迁做一个跟踪研究，看看它们都经历了什么样的变化。对于想变得更加知识渊博的投资者来说，这么做一定能收获很多。我觉得了解单个公司的起伏变化很重要，但更重要的是要了解各种类型的投资产品的总体变化波动情况，这有助于投资者更准确地预测未来的变化趋势。如果你认为过去跟未来并没有什么关联，正如某些人所认为的那样，他们可能忘记

了，如果过去与未来没有什么关联，那么什么东西跟未来有关联呢？我们又知道些什么呢？如果你不能根据过去的经历构建你的投资策略，那么我认为你的投资策略是没有任何基础的。

学生：您认为信息披露是否充分？

格雷厄姆：这是一个非常重要的问题。从某一个角度来看，信息披露已经足够了。如果你拿出一份按照美国证监会规则要求发布的上市说明书，这样的一份发行通告多达100页，里面塞满了各种重要的和极其不重要的信息。但这种说明书的作用让我感到非常困惑，因为人们还没看完前10页股票可能都已卖光了。没有人会完整地阅读招股说明书，很多重要的信息都被埋没了，需要专业人士把这些信息找出来。现在专家能够做到这一点，其实这也应该是证券分析师的工作之一。证券分析师由于忙于其他的事情，以至于没有时间披露季报和年报中重要的信息。我认为美国证监会在要求披露季报、年报和10K报告的信息方面做得不错，而主要的困难似乎是分析师没有跟上，或者说他们并没有花很多时间来研究这些报告。

总的来说，问题不在于信息披露制度。问题在于公众是否能很好地保护自己不被那些二流或三流的股票所蒙骗，它们现在的价格水平高得离谱，而它们的内在价值根本不足以支撑这么荒诞的价格。我不知道这是否有解决的办法。我不知道这些赌徒是否能不被贪婪和愚昧所蒙骗，他们往往自称为投资者，但实际上他们才是真正的投机者。这是我最喜欢说的一个词组，“贪婪和愚昧”。证监会正准备召开听证会，看看新股的发行机制是否需要做一些调整或变动。我猜测他们会用着重号标明：**这只股票不值这个价钱！**我不知道这会不会带来一些改变。他们总是有能力卖出这些股票，正如有些人说的那样：“情况真糟糕，不过总是会上涨的。”

老师：格雷厄姆先生，非常感谢您与我们交谈，让我们这个项目更显独一无二。

格雷厄姆：这个项目确实让我印象深刻，这也是我为什么愿意参加进来的原因。祝参加本项目的同学们好运！

第23章
对金融分析师有着重要意义的10年(29)
（写于1974年）

本次研讨会的主题是——“价值的复兴”（The Renaissance of Value），这意味着“价值”这个概念曾经一度被华尔街束之高阁。价值分析的衰落伴随的是投资与投机之间原本泾渭分明的界限已变得日趋模糊。在过去的10年间，人人都成为投资者，他们当中有人买入了股票期权，也有专门的卖空者。在我看来，价值概念以及安全边际始终是投资领域的核心理念，而对投机来说，价格预期才是最重要的。

下面，请允许我举例说明一些与价值分析方法相关的问题。以1965—1974年的情况为例，这些问题至今仍然困扰着金融分析师：

- 在下列情况下，价值投资方法是否依然有效：
  - 单独运用价值分析方法能够得到怎样的结果？
  - 与其他分析方法相比，价值分析法得到的结果是否更加有效可靠？
- 估值方法（例如1962年格雷厄姆、多德［Dodd］和科特尔［Cottle］提出的估值方法）需要在多大程度上随近期市场的变化做适时地调整，并进行一些理论性的思考？
- 机构操纵下的证券市场对证券分析师的股票估值和投资决策有什么样的影响？

- 在多大程度上，分析师的绝对数量（金融分析师联合会有14 000余名会员，包括3 800名注册金融分析师，还有2 000多名即将成为注册金融分析师的活跃分子）会阻碍普通投资者获得令人满意的收益？这是一个值得深入思考的问题。

接下来，我将尽我所能，把上述4个问题作为一个整体来回答。

价值投资方法是建立在下面的这个假设之上：在大部分情况下，通过技术分析的办法，很多股票都能算出一个大概的价格区间，如果这个区间与股票当前的价值存在明显的差异，投资者可以抓住机会利用价格与价值的差别获利。这意味着，在投资人耐心允许的范围内，比如3年或者更短的时间里，市场会促使股票价格回归到价值分析方法算出的估值区间。

从理论上来说，我们可以将企业的未来预期收益与适当的市盈率倍数相乘，以此求出估值区间的平均值。目前，我认为这不是一个估算股票价格的好方法。我们应该只用当前的正常收益而不是未来的预期收益来估算股票的价格。而影响企业未来收益的各种利好或利空因素、微观或宏观因素，都应该在市盈率倍数的选择里得以体现。这个估值方法与以往先算出未来的预期价值，然后再贴现求其现值的方法有所不同。

这种估值方法与约翰·伯尔·威廉姆斯博士（John Burr Williams）1938年在他的《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一书中推崇的估值方法有很大差别。威廉姆斯博士提出的估值法需要先对未来相当长的时间里的股息现金流进行估计，之后再用适当的折现率求出每一笔未来股息收益的现值，然后再加总。在那以后，很多可用于成长型股票估值的数学模型都相当于是威廉姆斯估值法与我建议的估值法的折中。如果使用威廉姆斯博士提

出的估值方法，人们通常要估计未来的股息现金流直至期末，比如到第十个年头，用保守的方式估计股票的期末价值。然后，用统一的贴现率求出未来股息现金流以及期末价值的现值，从而求出股票的当前价值。

读过《证券分析》一书的读者一定能回忆起我们简化过的股票估值方法。我们用变量*G*来代表未来7～10年间的预期增长率：

价值＝当期正常收益×（8.5+2*G*）

就像许多简化公式一样，这个公式也存在着很大的缺陷，即并未考虑基准利率水平的变化。但是在过去的10年里，对股票估值以及股票市场价格产生重大影响的是利率的显著提升。在本文公开发表前3年，AAA级债券的平均收益率是4.4%，这与10年前的数据相同。但是在1971—1973年间，AAA级债券的平均收益率是7.5%，而目前的平均收益率则是9.5%。

我认为，普通股的估价应该与当前的市场利率水平呈负相关，而利率水平又取决于分析师使用的当期收益数据。我们对上述公式进行调整，使其能反映利率的变化情况。假设以1972年AAA级债券的平均收益率4.4%为例，公式变为：

价值＝收益×（37.5+8.8*G*）/AAA级债券的利率

由于分析师使用的数据存在缺陷，因此使用上述公式评估股票的价值也许会得到两个或三个计算结果。我们将*G*的历史数据（4.5%）和3年期AAA债券的平均收益率（7.5%）代入公式，得到市盈率倍数为10.2倍。再乘以1971—1973年间道琼斯工业平均指数的平均每股收益，我们可以得到相应的估值结果为750。如果没有使用上述3年期的平均收益率，而是直接将当前的债券收益率9.5%以及受通胀影响有所上涨的年盈利额93美元直接代入公式，估值区间的中间值仍然是750（因为较高的每股盈利被较高的利率所抵消。）

上述计算结果显示，当前道琼斯工业平均指数的点位（627）存在着15%的低估。这预示着当前的熊市即将终结抑或是仍将继续，我把这个问题留给聪明的读者。但是，将上述估值方法应用于个股时，我们会看到，在当前的市场环境下，很多股票的价值都被严重低估了。例如火石公司，在过去的10年中，1971—1973年的收益与1961—1963年的收益相比，增长了116%。而与此同时，道琼斯工业平均指数只增长了66%。如果我们假设火石公司与道指适用的*G*值是相同的，均为4.5%，那么算出的市盈率倍数也是相等的，即10.2。用这个市盈率值乘以1971—1973年间的收益，则火石公司的股票估值结果为24，与该公司1974年的低点相比高了将近90%。非常巧合的是，这个估值结果恰好是火石公司当前的股票账面价值——以前，这只是一个微不足道的小细节，然而面对当前的新情况，我认为这一点特别重要。火石公司的例子正是当前道琼斯工业平均指数（包含好几个规模很大且机构特别喜欢的大公司）与不按规模进行等级分类的指数之间存在巨大差异的一个缩影。

如果市盈率倍数只考虑公司的预期增长与利率水平，那就意味着，在估值时没有考虑公司的资产结构以及债务余额等信息。这种方法只适用于那些前途光明且不必担心遇到财务困难的公司。如果我们想将这个公式进一步普遍化，来分析保持平均增长速度的公司，那么这种方法就不太合适了。在过去10年里，保持平均增长速度的公司经常面临因通货膨胀的压力以及过多的公司债务而导致的财务困境。根据1974年6月《当代商业纵览》（*Survey of Current Business*）提供的数据，1968年以来，公司的债务余额整体上升了74%。如果考察期截至1974年年底，那么增长幅度将会更大。

我还没有找到一种令人满意的方法，可以在充分考虑债务头寸低于面值的条件下降低市盈率倍数。我建议各位分析师尽量避免对这样的公司进行价值评估，而是把有限的精力用于评估具有投资价值的企业。就像大家熟知的一样，对于那些投机的公司，分析师是无法得到

令人信服的估值结果的。在我看来，火石公司的财务状况优于一般标准，而如今在纽交所上市的大约一半左右的公司都达不到合格的投资标准。不过，对分析师和投资人来说，剩下的另一半公司足够他们挑选了。显然，我认为这种估值方法对投资决策具有一定的指导作用，但是该方法只适用于财务状况良好的公司。同时，基于该方法的买入策略也需要满足一定的投资安全边际。按照经验，我认为买入价格不应超过平均估值的2/3。

这样的投资策略在过去的10年里能获得多高的投资收益呢？火石公司的市场价格多次低于使用估值公式得到的估值结果，但是低估的幅度从未达到过安全边际的1/3（按照该投资策略，火石公司股票1970年的建议买入价格是16美元，而当年该股票的最低价格是17.5美元。一年后，该公司股票的最高价格达到28.5美元）。结合其他相关的研究成果，我相信使用计算机运行估值公式能很容易找到一大批财务状况良好并且股价低于公式估值结果的2/3的公司。买入这样的股票，并在获利50%之后将其出售，我们可以在过去的10年里取得丰厚的回报。我认为，在可预见的未来，类似的投资策略也可以获得如此令人满意的收益（但我并不能保证每次都能获得如此高的收益）。

当然，还有很多其他的估值方法。有别于我所用的两个变量，不同的分析师对于估值公式和参数也有着不同的偏好。我对下面这种做法比较感兴趣：在所有可得到数据的股票当中，选出那些价格不高于前期最高价格一半的股票，条件是这些股票都符合价值独立于价格的标准。根据我的研究结论，直到目前为止——其中包括1970年以后的市场恢复期，这种投资策略都能带来不错的回报。在当前的市场环境下，只需要增加一条价格下跌标准，用于确定不同估值法的买入点。尤其是对那些与火石公司类似的企业来说，当买入价格等于分析师估值结果的2/3时，该买入价一般也低于前期市场最高价的1/2。

下面我们要分析一个估值变量，我认为在当前的市场情况下，该变量显得非常重要。这个变量就是公司的账面价值。账面价值被认为是精确估值方法的参照值，或一种较为实用的普通股价值测量指标。除了金融公司和少数企业以外，多年以来，我们很少分析公司的账面价值。但是在当前的市场条件下，大多数在纽交所上市的公司的市场价格就围绕账面价值上下浮动。甚至连宝丽来公司的股票都可以以低于账面价值的价格买到。这些事实让我们了解到，公司净值（内在价值）与股票的内在价值或分析师的估值结果之间存在着一种现实关系，也许我们可以说这正是“账面价值的复兴”。

当然，我并不是说雅芳公司的股票就只值账面价值那点钱——每股7.7美元，或者芝加哥米沃奇公司（Chicago Milwaukee）的普通股只值资产负债表的账面价值——每股149美元。对相当一部分上市公司来说，企业的账面价值和它的投资价值没有显著的关系。但是目前来看，分析师可以从1 000多家公司当中挑选出资产价值与分析师的估值区间相吻合的上市公司。在很多情况下，分析师可以将公司的净价值确定为优选的个人估值结果，然后用这个使用方便的指标来确定相应的买入点或卖出点。

上面这种上市公司的投资决策方法也可以适用于非上市私营企业的投资。如果一家非上市的私营企业作为一个普通企业来说具有吸引力，那就意味着如果把它看作上市公司，它会更有吸引力，因为上市公司还拥有多样化投资以及股票易于交易的优势。

但是，从我的经验来看，股票易于交易可以同时带来截然相反的双重影响，它向投资者提供的帮助和它起到的误导作用一样强大。它使得投资人过分关注市场，以至于忽视了公司的价值。严格来说，我认为真正的投资者是那些除了两种情况以外，从不关心股票市场如何的人。第一种情况是，市场允许投资人买入一大批成交价低于报价的股票；第二种情况是，市场允许投资人按照不高于前期最高价50%的价

格卖出一大批股票。诚然，投资人有时候也会出现亏损。但这不是因为市场价格有所下跌，而是因为公司的运营出现问题，以至于股票的内在价值逐步下跌至低于投资者的买入价。当然，投资者也可以利用股票市场把他们所拥有的股票替换为其他能带给他们更多收益的资产。

（你可能听过一些对于价值投资方法的评价：“过时的投资理念。”你可能一下子转变不过来，但是这对你的投资没有任何坏处。）

接下来，我们简单介绍一下我们在管理格雷厄姆－纽曼基金时用过的一种投资方法，即按照低于企业每股营运资本的价格买入股票。在过去的14年间，这种投资策略为我们创造了非常好的收益，以至于最终我们放弃了其他所有基于传统估值法的股票筛选方法，把投资的范围集中于“次级资产”类股票。今天我们讨论的“价值的复兴”，意味着市场上再次出现了这种类型的投资机遇。上个月，《价值线》（*Value Line*）杂志提供了100家属于这种类型的非金融企业。《价值线》杂志提供的列表说明，我们至少可以从《标准普尔每月选股指南》（*Stundard Poor's Uonthly Stock Guide*）里找到200只市场价格低于每股营运资本额的股票。不过，我不建议人们花25美元订购所谓的“市价低于营运资本的1 000只股票”列表。因为通常情况下，这些出版物的编辑者在计算公司的每股营运资本额时，往往没有把负债以及优先股从营运资本里扣除。

如果投资人可以依照先前所说的标准——即股票的买入价格低于公司的每股营运资本，构建出一个包含30只此类股票的投资组合，而且这些股票同时还满足其他标准，比如分析师相信这些企业的长期发展前景良好，那么为什么我们不直接放弃前面已讨论过的其他更标准的估值方法与投资策略而选择这样的股票呢？我认为这个问题的确值得思考，但是它也引发了很多实际操作问题。例如：如此大幅折价的

股票会在多长时间内以如此低的价格出售？如果大多数市场投资者都发现了这种大幅折价的股票并大量买入，那么继续投资这类股票的话，收益将会有什么变化？当这类投资机会消失时，分析师该怎么做？

事实上，这些问题与估值方法具有广泛的联系。如果大多数投资人和他们的投资顾问都信奉这种投资理念，那么这种高回报的投资机会是否还能继续存在？后面我将会重新讨论这个问题。

收购要约常常让人们对股票的内在价值与市场价格争论不休，现在这已成为金融行业里常见的现象。最近几周内，最令人瞩目的一个例子是为了争夺ESB公司的控制权，两家大公司在市场竞相购入该公司的股票，竟然使得其股价从17.5美元上升并超过41美元。我们总是说对于私营企业主来说，公司的价值对股票的估值起到重要的作用。眼下就有一个类似的情况需要证券分析师好好思考一下：市场上某家公司的股票价格可能会受到该公司收购者的影响，因此并不能体现股票的真实内在价值。ESB公司以及随后的马库尔公司（Marcor）就是这方面比较典型的例子，从而促使更多人相信，绝大多数普通股的真实价值都要远远高于当前的市场价格。

在这里，我还要阐述一下收购对股票价格的另一种影响作用。这涉及股东与管理者之间长期的斗争。从个人情感上来讲，我希望股东能够在这个斗争中扭转不利的局面。大家应该还记得，INCO公司的第一次要约报价曾被ESB公司的管理层认为是恶意收购，并宣告将对这种恶意收购做出反击。近来，一部分ESB公司的高管要求股东对修改公司章程进行投票表决，从而使得修改后的公司章程不利于收购方INCO公司。这意味着当ESB公司在被收购后，INCO公司不能轻易地更换掉原高管人员，不过这同时也意味着ESB公司的股东无法获得一个更高的收购价格。在与管理者的抗争中，ESB公司的股东无法获得主导地位，只好被高管们牵着鼻子走，对其修改公司章程的提议表示赞同。如果公司

章程的修改范围较大、波及面广，这将会给投资人的利益造成伤害。我希望分析师可以深入地了解并购交易背后收购方、目标公司股东及高管之间各自的利害关系，以便帮助股东在交易过程中保护自身利益不受侵害。金融分析师协会应当好好讨论一下这个问题，并做出官方的表态。

从表面上看，收购交易中提出的要约价格与大盘蓝筹股的价格，比如50家最受欢迎的股票，具有一定的相似性。大型金融机构通过大量收购其他企业，不断构建自己的商业帝国，并将众多企业紧密地联系在一起。1972年，雅芳公司的平均市盈率为55倍，等到其股价涨到每股140元时，市盈率高达65倍。不管使用前面谈到的哪一种保守估值公式，这么高的市盈率倍数都是不合理的。这并不是在牛市失控的情况下由投机者炒高的，而是几家金融机构（它们是雅芳公司的大股东）或积极或被动的支持才将股价推至如此高的地步。

在我看来，正是因为受到了下列三种因素的影响，金融机构才会在市盈率倍数如此高的情况下购买类似雅芳公司的股票。第一个因素是，金融机构负责管理的大部分资金被限定于只能投资证券市场。第二个因素是，金融机构往往在一个相对较小的范围内选择投资的目标公司。一部分原因是只有那些股本规模较大的公司（已发行股份数至少达到了上百万股）才能满足机构投资者大宗交易的需求；另一部分原因是机构投资者对增长率较高的公司情有独钟。第三个因素是，机构投资者，尤其是养老金，特别推崇用市场表现来决定投资对象的方法。回报率的算法看似很简单，其实带有欺骗性。如果公司的收益今年增长了15%，同时市盈率保持不变，那么立即投资该公司将会获得15%的回报以及少量的股息收益。如果像雅芳公司那样，每年公司的市盈率倍数也同时上升，那么投资回报率将会更高。实际回报率与当初的买入价毫无关系。当然，抱着对企业未来前景的美好幻想，机构投资者正试图“抓着自己的鞋带把自己提起来”——这对华尔街的金融机构来说并不困难，但是股票价格虚高的泡沫最终必然会破裂。

上面谈到的金融机构的投资策略有两点需要引起金融分析师的重视。第一，面对狂热的股票市场，一个对高增长、高市盈率公司推崇备至的时代，保守的分析师应该做些什么呢？令人遗憾的是，分析师对此无能为力，无法改变市场对股票价值的判断。这些金融机构的投资策略逐渐使得一些适合投资的股票变成了投机性的股票。我再重复一遍，普通分析师不可能指望利用投机性的股票在长期内获得令人满意的投资回报，不管是公司的环境具有投机风险，还是股票的出售价格过高从而导致较大的投机风险。

我得到的第二个结论对广大投资者以及那些服务于非金融机构客户的分析师来说是正面的、积极的。我们经常听到这样的抱怨，说金融机构占据了股票市场的主导地位，损害了小投资者的利益，因为小投资者没有那么多资源（资金）与信托公司竞争。然而事实却恰好相反。我并不否认，金融机构或许是比个人投资者拥有更多的经验、更好的技术与能力，可以在市场上做投机。但是我相信，从长期来看，一旦个人投资者有了较为合理的投资理念，得到了合理的投资建议，照样可以取得比金融机构投资者更高的回报率。信托公司可能不得不将自己的投资范围限定在300家公司以内，然而个人投资者在调查和选股时，可以把范围划定为3 000只股票。真实情况是，在进行大宗股票交易时，机构投资者难以买到真正“质优价廉”的股票，因此在搜寻廉价股票时，机构投资者并不具有竞争优势。

假设这一切都是真的，那么我们必须回到在本章一开始时提出的问题。有多少金融分析师可以通过找到低估值股票并将其推荐给个人投资者来维持生计？老实说，我不确定14 000多名分析师中有多少人能做到这一点。但是，我可以确定的是，过去进入这个行业的从业人员的数量还不足以使获利机会因为过度竞争而减少（信奉价值投资理念的分析师更有可能要忍受孤独）。当然，在牛市环境下，想要一直买到低估值股票很难，这并不是因为所有的分析师都变得重视价值了，而是因为所有上市公司的股票价格都在上涨。也许分析师可以通

过统计有多少公司的股票以低于其营运资本的价位出售，来判断市场到底是过热还是过冷。根据以往的经验，当买入低估股票的机会几乎消失时，投资者应该离开股票市场，转向债券市场。

到目前为止，我已经罗列并阐释了价值分析方法的优点，但没有提及其他“新发现”，例如“随机漫步”“有效市场”“有效投资组合”“β系数”。下面我先来说一下β系数，这是衡量股票价格历史波动情况的一个有用指标。让我感到困惑的是，现在投资界的权威机构把β系数普遍看作股票风险水平的代表。在我看来，β系数可以解释股票价格的变动，却不能描述股票的风险状况。一定时期内股票价格相对于市场综合指数下跌的比例，并不能衡量真正的投资风险，我们应该做的是评价经济环境变化或管理不善导致公司盈利能力与投资质量的下降危险，这才是风险。在《聪明的投资者》一书中，我以A&P公司的股票在1936—1939年的表现为例，阐述了股票价格波动与公司质量变化之间的不同步情况。在过去10年间，A&P公司的股票价格从43美元下跌至8美元，这充分反映了公司盈利能力以及内在价值的下降。我认为，用股票价格的变动来衡量投资风险是自相矛盾的，因为这种做法把市场对公司的判断（股票价格）与公司实际发生的情况（内在价值）混淆在一起了。

下面我们讨论一下“有效市场”这个概念。因为该理论对证券分析行业具有较大的负面影响，因此我对它一直很关注。我在刊登于《金融分析师杂志》的一篇文章里简单阐述了自己对有效市场理论的看法。鉴于有效市场理论的重要性，在这里我也将提出自己的观点对其进行反驳。

让我们先简单看一下“有效市场”的定义，它出现在洛里（Lorie）和汉密尔顿（Hamilton）所著《股票市场》（*The Stock Market*）一书的第97页：“有效市场是指，大量买方与卖方的交易行为促使股票的市场价格能充分反映所有有关公司未来前景的已知信

息。”我认为这个定义的关键词是“充分反映”。我们先假设这个“充分反映”意味着如果市场已经拥有并使用了每家公司未来前景的已知信息，因此分析师再去试图获得额外的公司信息就已经没有意义了。有人提出，“重大信息”的存在，尤其是证券分析师从公司高管处获得的“重大信息”的存在，使得当前的争论毫无意义，我对这个观点不太认同。如果市场已经在价格里充分反映了所有可知的信息，那么就不应当存在所谓的“重大信息”。

这并不是我反驳“有效市场”理论的主要论据。依据洛里与汉密尔顿的书中所述，因为市场充分反映了所有可知的信息，从而能确立正确或者说合理的普通股价格。因此，只有极个别非常出色的证券分析师才能成功判断出哪些股票应被买入，哪些股票应被卖出。用两位作者的话来说，这些非常出色的分析师“能对身处经济大环境下企业的变化或企业内部的变化产生的经济影响做出更迅捷的反应和更深刻的理解”。他们有着“常人罕有的、宝贵的天赋”。我完全不同意这种观点。为了发现股票的合理价格，市场必须要有充足的信息。市场无法仅凭部分信息就做出准确的价格定位。面对相同的数据，市场可以给出多个不同的估值结果。这取决于当时市场环境是积极看涨、投机气氛浓重，还是悲观看跌。已知信息仅仅是发现股票真实价值的一个要素。

而另一要素是合理的判断，它与信息同等重要。以雅芳公司为例，去年早些时候，该公司的股价达到了每股140美元，公司市值达到8亿美元；然而就在上个月，其股价却只有每股20美元，市值也仅剩1.2亿美元。在上述两个时间点，市场对于雅芳公司股价的反映是有效的吗？或者说两个截然不同的价格都能完全并合理地（“合理地”是我对洛里和汉密尔顿书中“有效市场”概念的补充）反映公司的真实信息吗？在那么短的时间里，经济环境或者公司前景发生了如此巨大的改变，以至于使这个高盈利、管理有效、财务状况良好的公司损失了85%的市值，是这样吗？

下面我们来讨论另一个例子：大批股票以低于其营运资本的价格出售。对于这些折价出售的股票，市场是否“有效”呢？可以肯定的是，市场并不缺乏此类公司的基本信息，缺乏的是判断、勇气和耐心。这类折价股票给了金融分析师绝佳的机会来证明自己的能力。

与普通股相比，用价值投资法来投资优先股会更加可靠。在分析债券时，价值分析法可以帮助分析师判断公司是否有足够多的资金可用于支付将来到期的债务，因而享有充足的财务安全边际。在判断公司的偿债能力时，价值投资法与标准的利益保障倍数计算公式可以得到相同的结论。因此，即使离开了股票市场，债券、优先股以及可转债市场还有很多专业性的工作需要分析师来完成。目前，债券已经成为全面投资组合的重要组成部分，因此价值投资法在这些相关领域会变得越来越重要。

任何一个称职的分析师都应该有能力判断优先证券能否为投资者提供充足的担保。在过去10年里，这项工作往往被人忽视，宾州中央运输公司（Penn-Central）的债务结构分析就是一个典型案例。这是金融分析师行业永远无法抹去的一个污点。1968年，宾州中央运输公司的债券出售价格与质量不错的公用事业公司的债券价格相同。让我们回过头来看看这家公司的各项公开信息：该公司事实上并没有缴纳所得税，还利用种种财务造假手段掩盖了公司的真实状况，使得公司被迫提前赎回已发行的债券，更不用说受到连累的股价远远低于其最高时的86美元。我们处在这样一个投资环境中：当前所有的债券都以较高的折价率销售，同时很多公司仍在继续扩大债券的发行规模。其中很多公司在债券发行合同中都没有设置债权人保护条款，而这样的条款可以阻止公司用发行新债券所获得的资金维持虚高的股价。眼下一个令人震惊的例子便是凯撒国际公司（Caesar’s World）的债券换股票交易。在我看来，目前很多公司利用债券玩的这些花招严重损害了债权人的利益。债权人应该采取措施，必要时采用法律手段来保护自己的利益不受侵害。

因此，证券分析师可以建议投资者在债券领域做一下有价值的转换。即使在一向以低风险、低收益著称的国债市场上，投资者也能利用各种类型的政府债券（其中包括一些免税债券）来达到提高投资收益的目的。同样，我们也注意到，很多可转债以接近于普通股的价格被出售；一般来说，优先证券的收益率要高于级别较低的证券。因此，在这种情况下，从普通股市场转而投资优先级证券是非常合理的决定。例如，斯图贝克-沃辛顿公司（Studebaker-Worthington）和恩格尔哈德矿业公司（Engelhard Mineral）的优先股与普通股。

下面，让我这个经历过多次“牛熊转换”，有着丰富经验的80岁老人给读者一些谏言吧：只做那些称职的金融分析师应该做并且能做得好的事情。如果你真的能用图表、占星术或者你所拥有的“神器圣物”击败市场的话，那么请无视之前我讲过的分析方法，继续按照自己之前用过的方法延续辉煌吧。如果你真的擅长找到那些在未来12个月内能获得良好回报的股票，那么继续在这方面好好努力吧。如果你能提前预测经济发展、技术的进步或消费者偏好的下一个变化节点，并能估计出这些变化对各种股票市场价格的影响作用，那么你肯定可以在分析师行业乃至投资领域获得成功。但是，你必须诚恳地进行自我检查，不断地用投资业绩来证明自己的方式确实可以获得良好的投资收益，而不是自欺欺人。

如果你也和我一样，相信价值投资方法有着内在的合理性和可操作性，有朝一日，你会获得巨大收益。今后，希望你在投资时使用价值投资的方法，不要盲目地追随华尔街的投资方式，也不要被华尔街追逐快速致富的投资理念所误导。让我再强调一下，成为一名成功的价值投资分析师并不需要多高的天赋，它所需要的首先是一定的智慧，其次是合理的投资理论，最后是果断坚定的性格，这也是最重要的一点。

本章小结

作为金融分析师，无论你想选择哪条路，都请遵守职业道德，保持较高的技术水平。在过去10年间，华尔街奉行的经营方式已经背离了曾被众人称赞的道德准则，这给他们所服务的社会以及他们自己身处的金融行业造成了巨大伤害。大约70年前，当我在这个城市读小学的时候，按照老师的要求，我们必须在习字簿里抄写很多格言，其中第一句格言便是：诚实是最好的信条。就像上个月新任总统提醒大家的那样，诚实依然是为人处事最好的信条。

第24章
与格雷厄姆共处的1小时[(30)]
（写于1977年）

HB（小哈特曼·巴特勒［Hartman L. Butler, Jr.］）：格雷厄姆先生，非常荣幸能够在这样的一个午后拜访您。当鲍勃·米尔恩（Bob Milne）获知我们要来拉荷亚（La Jolla）时，他建议我不仅要拜访您，还应该随身带着录音机来。我们有太多的问题想要请教您。首先，我们可以谈一谈当下的热点问题——政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，以下简称GEICO），因为这个问题现在占据着各大新闻媒体的头条。

格雷厄姆：是的，当时的情况是，GEICO公司的管理团队来到我们的办公室，经过一系列协商之后，我们以72万美元的价格买下了这家公司一半的股份。事实证明我们这么做是完全正确的——整个公司的市值已经超过了10亿美元，这是一件让人感到非常惊喜的事情。不过，美国证监会要求我们将股票分发给我们的股东，因为从法律的层面来看，一家投资基金持有一家保险公司的股份不能超过其总股本的10%。杰里·纽曼（Jerry Newman）和我对GEICO收购案表现得很积极，尽管我们在很多年前都已经退休了。我很高兴自己现在跟公司没有什么关系了，因为公司目前的亏损实在是太严重了。

HB：您觉得GEICO还能够维系下去吗？

格雷厄姆：是的，我想它还能够继续存活下去，尚没有任何理由表明它已经无法存续了。不过自然而然地我会问自己，是不是因为公司扩张的速度太快了，因此没有充分考虑过巨额亏损出现的可能性。一想到它们在1年之内就亏损了这么多钱，我还是感到很震惊。不可思

议！让人感到惊讶的是，在过去的几年时间里，到底有多少家大公司因为管理不善而导致一年时间里就亏掉了5 000万到1亿美元？在过去，这是前所未闻的事情。能亏掉那么多钱，这不是一般人能做到的！

HB：回顾您自己的投资生涯，哪些事情或者说哪些发展过程是非常关键的呢，您愿意跟我们谈谈吗？您是1914年来到华尔街的吧？

格雷厄姆：第一件事很具有代表性。也许是对我的偏爱，从一开始，我每周的薪水就是12美元而非10美元。第二件事是第一次世界大战爆发两个月后，股票交易所关闭了，我的薪水又重新回到了每周10美元——对于任何一个刚开始步入社会的年轻人来说，这都是一件或多或少具有代表性的事情。接下来的事情，对我来说真的很重要：在经历了持续15年的成功后，1929年大股灾爆发了。

HB：您是否预见了这次股灾？您会感到恐惧吗？

格雷厄姆：没有感到恐惧过。我知道股票价格实在是太高了，我远离了投机者的队伍。我觉得我的投资还算不错。但是那个时候我借钱投资，这是一个错误的做法，在1929—1932年间我为此感到很焦虑。从那之后，我再也没这么做过。

HB：当时有没有人预见1929年的大股灾？

格雷厄姆：巴布森预见到了，不过，他在5年前就开始抛售手中的股票了。

HB：那到了1932年，您又开始回到市场了？

格雷厄姆：那段时间我们也感到很焦虑。到1937年的时候，我们持有的股票头寸慢慢回到了1929年的水平。从那个时候开始，我们的路就越走越平坦。

HB：1937—1938年的市场下跌，你们都做了哪些充分的准备？

格雷厄姆：那次下跌让我们对投资程序做了一些调整，这个调整的方案也是我们的一个董事提出来的，我们觉得很有道理，就听从了他的建议。我们放弃了一些我们原本准备做的事情，将精力集中起来做其他万无一失的一些事情。我们进展很顺利。在1948年，我们投资了GEICO公司，从那个时候开始，我们仿佛成了明星人物。

HB：1940—1941年的熊市期间又发生了哪些事情？

格雷厄姆：噢，那是唯一一次市场回调时期，我们在那些年仍然是赚钱的。

HB：在第二次世界大战爆发后，你们依然是赚钱的吗？

格雷厄姆：是的，我们仍然在赚钱，公司的运行没有任何问题。这也是我为什么会失去兴趣的原因所在。在1950年之后，我们就再也没有遇到过任何挑战。大约在1956年，我决定退出，并搬到了加利福尼亚生活。

我觉得我已经建立了一套完整的投资模式，它不存在任何还没有解决的基本问题。我们所做的就是按照我所设计的基本方案运行，公司遇到的也都是一些老生常谈的问题，我没有发现有什么新的问题需要去解决。

大概6年后，我们决定将格雷厄姆-纽曼公司清盘。之所以要结束这家公司，主要是因为后继的管理部门不能充分地胜任管理职能。我们也觉得没有什么特别的事情能够再让我们感兴趣了。我们完全可以按照我们的意愿构建一家巨无霸公司，但是我们还是将资本控制在1500万美元以内，这些钱在今天根本不算什么。问题是我们每年能否最大限度地赚到让我们满意的收益率。我们所关心的并不是每年能赚到多少利润，而是我们有能力获得多高的年收益率。

HB：您是什么时候决定开始写您那本经典著作《证券分析》的？

格雷厄姆：这一切都发生在1925年。当我在华尔街工作了11年之后，我觉得我已经充分了解了华尔街，应该写一本书将这些记录下来。幸运的是，在写这本书之前，我对此就有了深刻的感悟而不需要通过学习来掌握相应的知识，因此，我觉得如果有可能我应该先从教学活动开始。于是，我成为了哥伦比亚大学商学院进修课程的一名讲师。在1928年，我们开设了一门证券分析和财务方面的课程，我觉得这门课应该被称为“投资学”——那个时候，选这门课的学生有150多人。当时正值华尔街最繁荣的时期。

结果直到1934年我和戴维·多德才真正开始着手写这本书。在第一年，他还是我的一名学生。不过戴维当时已经是哥伦比亚大学的助理教授，他热切地希望学到更多知识。自然而然地，他成为我写作这本书不可或缺的帮手。1934年，第1版《证券分析》出版了。事实上，它出版的同时，我的一部作品正在百老汇上演，这部作品的演出只持续了一周时间。

HB：您的一部作品曾经在百老汇登台演出？

格雷厄姆：是的。《宝贝庞帕度》（*Baby Pompadour*）或者叫作《忠于马里尼斯》（*True to the Marines*）。这部作品以不同的名字被制作了两次，但都不是很成功。幸运的是，《证券分析》要比它成功得多。

HB：那就是人们经常提到的那本书，是吧？

格雷厄姆：人们通常称它为“格雷厄姆和多德的圣经”。现在我已经对证券分析的细节问题失去了兴趣，虽然很多年以来我辛辛苦苦、全神贯注地在从事这方面的研究。我觉得这些细节问题相对来说并不重要，甚至从某种意义上来讲，它使我对整个行业在细节方面的发展持反对的态度。我认为我们只需要运用一些技巧和简单的原则就可以做得很成功。最关键的一点是，要有正确的大原则并能够坚定不移地贯彻下去。

HB：我自己的经验是，你必须对不同的行业都有所研究，才能清楚地意识到管理方面存在的巨大差异。我认为这是分析师所能解决的问题之一。

格雷厄姆：我并不否认你的观点。不过，对于分析师在运用这些选股方法时，能在多大程度上取得成功，我还是持有很大的疑问。在过去几年里，我特别强调的是组别分析法。尽可能地试着去购买那些价值被低估的一类股票——不要在乎它们属于什么行业，也不必过多关注个别上市公司。我最近还写了一篇有关选择普通股的三种简单方法的论文，发表在了你们的研讨会论文集中。

我刚刚完成了一项长达50年的研究——运用这些简单的方法从穆迪工业股板块中的所有股票中选出一组股票。我发现过去50年这种方法的业绩非常不错，涨幅大约是道指的两倍。所以我的热情从选择个股转移到了组别研究方面。我所想要的是在大多数年份能够取得相当于债券利率两倍的股票投资收益率。它也可以作为发放股息的标准或者资产价值标准，结果都还不错。我的研究表明，最好的结果一般都来源于一些简单的盈利标准。

HB：我个人总是认为，一直使用市盈率倍数，而不使用盈利收益这个指标真是太差劲了。明白一只股票的盈利收益是2.5%要比明白它的市盈率是40倍容易得多。

格雷厄姆：是的。盈利收益的概念更科学，也更合乎逻辑。

HB：也就是说，如果将50%的利润以股息形式分发给股东，就可以用盈利收益的一半来推测可持续的股息收益。

格雷厄姆：是的。基本上，我希望盈利回报能够达到利率的两倍。但是，在大多数年份里，利率低于AAA级债券5%的收益率。因此，我设定了两个限值。当利率水平低于5%时，最高倍数为10倍；当利率水平高于7%时，就像它们现在的水平，最高市盈率设定为7倍。因此，

一般来讲，我设定的买点就是当前AAA级债券利率水平的两倍，同时最高市盈率倍数在7～10之间。我的研究也是基于这一点形成的。

去年我在芝加哥荣获了莫洛多夫斯基奖（Molodovsky Award）。

HB：我知道您的这项研究已经基本完成了。

格雷厄姆：想象一下——真的存在一种极其简单的傻瓜式选股方式，只需要花一点点工夫，就能取得良好的投资业绩。这似乎好得简直不像是真的。但是我能告诉你的是，根据我60年的从业经验，它经得起我能想到的任何测试。我也希望有人能提出批评意见。

HB：由于某些偶然因素，正如您偶然间成为了一名不太活跃的作家一样，很多教授开始研究随机漫步理论。您对此持什么看法呢？

格雷厄姆：我相信他们对待工作都是非常努力并且严肃认真的。对我来讲，很难发现他们的理论与实际投资业绩之间有什么必然的联系。事实上，从某种意义上来说，他们认为市场是有效率的，是因为人们在此时此刻不可能获得比已有消息更多的额外信息。这或许是对的，但是如果说仅仅因为信息传播得如此广泛，就判断市场的定价是合乎逻辑的——这就大错特错了。凭什么你说华尔街确定的交易价格就是正确的价格呢？而正确价格的定义到底又应该是什么呢？我不明白！

HB：从事具体研究的分析师不能为学术界的辉煌理论提供更多的补充和贡献，这真不是一件好事。

格雷厄姆：当我们谈论股票购买时，以我本人为例，我会很实际地精确分析股票的买卖价格以及利润和损失，主要是考虑利润。我想说的是，如果每股有50美元流动资金的股票售价是32美元，那么这个股票就是一只值得关注的股票。如果你购买了30只类似的股票，你肯定能赚钱。这样做你是不会亏的。这一方法存在两个问题。第一个问题是，如果你的买入价相当于公司营运资本价值的2/3，那么你所购买

的股票是否就是价值被低估的那类股票呢？我们自己的投资经历证实了这一点。第二个问题是，有没有其他的方法实现同样的投资目标呢？

HB：那是否存在其他的方法呢？

格雷厄姆：我今天下午一直谈论的事情就是运用简单的标准来衡量证券的价值。不过，其他人总是试图寻找新的“施乐公司”或“3M公司”，因为它们的未来发展前景较好；或者判断明年半导体行业是否会有较好的表现。这些看起来都是不值得信赖的方法，肯定有优于这些方法的其他方法。

HB：您是否在30年前也说过类似的话？

格雷厄姆：没有。我在30年前对此并没有表现出这样的否定态度。不过我所持的积极态度是，你肯定能够找到很多公司价值被低估的案例，这样的情形很常见。

HB：从某种意义上来讲，主张有效市场理论的人们把水搅浑了，是吗？

格雷厄姆：他们声称如果他们关于有效市场理论的基本论点是正确的，那么人们就应当研究股票价格的走势发展，并通过解读这些价格走势获得利润。对我来说，这并不是个鼓舞人心的结论，因为我在华尔街60年间所见到的现实情况是：人们并不能成功地预测股票市场未来的变化走势。

HB：那是肯定的。

格雷厄姆：你所要做的事是认真看看《华尔街周刊》的观点。你会发现发表在这上面的文章没有一篇是关于股票市场未来将会发生什么变化的权威声明或观点。这些文章的作者和那些经济学家都有自己的观点，如果你问他们，他们很乐意阐述他们的看法。尽管如此，我还是觉得他们不会坚持说自己的观点是正确的。

HB：您对指数型基金有些什么样的看法？

格雷厄姆：关于指数型基金，我的观点很鲜明。我觉得，机构基金，至少它们中的相当一部分基金，在开始的时候应该按照指数的概念加以管理——相当于指数结果，例如从标准普尔500种成分股中选取100或150只个股进行投资。然后赋予基金经理人灵活处理的特权，只要他们愿意为他们所进行的改变承担个人责任。我认为，付给他们的报酬基本上应以指数的方式加以衡量，比如标准普尔指数的表现，或者以经理人业绩提升的程度衡量。不过在目前对此事进行的讨论中，大部分基金经理人不愿意接受这种观点，虽然他们觉得这种观点也有道理，但对他们来说并不合适，因为不同的投资者有不同的要求。对他们所说的不同的投资者有不同要求的这种说法，我并不相信。所有的投资都要求有让人满意的回报，而我认为让人满意的回报对每个人来说几乎都是相同的。因此，根据过去20年的经验，我觉得投资者完全可以实现与标准普尔指数相同的业绩水平，这比花费大量时间、精力和讨论所取得的成绩更好。

HB：格雷厄姆先生，您对一个有志于成为证券分析师和特许金融分析师的年轻人有什么建议吗？

格雷厄姆：我想建议他们去研究一下股票市场的历史记录，了解他们自己的能力，来确定他们是否能够找出一条投资的途径以达到他们的目标。如果他们已经这样做了，不管别人怎么做、怎么想或怎么说，都要坚持自己的方法。我们以前就是这么做的。我们从来不随波逐流，我认为这对于年轻分析师的成长是有帮助的。如果他们读过《聪明的投资者》这本书，我觉得这本书比《证券分析》更有用，从他们认为可能会获利的方法中进行选择，然后坚持他们所选择的方法。我有个侄子，数年前进入华尔街时来向我咨询。我对他说：“迪克，我给你一些切实可行的建议：你以15%的平均折扣价买入封闭型投资公司的股份。然后让你的朋友们每月以一定的折扣价格投资于这些

公司，这样你就会始终走在前面，事情就会越来越顺利。”他确实按照我说的去做了——在此基础上，他在事业起步阶段就没有遭遇什么大的困难，一切都进行得很顺利。后来，牛市来临，他转向了其他领域，做了很多投机生意。不过我觉得，至少他在开始的时候就建立了稳固的基础。有了稳固的基础，你就成功了一半。

HB：您是否认为华尔街、分析师或基金经理人从激进型基金、成长性崇拜、一人独断的公司股票、双层市场等教训中吸取了经验？

格雷厄姆：没有。他们过去常说他们什么都没忘记，也什么都没学到，但我会说那些华尔街上的人，总体而言，他们确实什么都没学到，却把所有的东西都忘记了。我对他们未来的行为表现也没有多少信心。我觉得这个充满贪欲的行业有着过多的希望和恐惧的情绪，只要有人，这些情绪就会时时刻刻伴随着我们。英国经济学家白芝浩（Walter Bagehot）说过一段名言，描述了恐慌是如何产生的。一般说来，只要人们有钱，就有可能会输钱，他们会投机并把钱输掉，从而最终产生了恐惧。我对华尔街的未来持怀疑态度。

HB：不过华尔街也有一些独立思考的人，一个世纪以来，他们表现都不错，对吧？

格雷厄姆：确实有。想要在华尔街获得成功就必须具备两个条件。首先，你必须正确地进行思考；其次，你必须独立地进行思考。

HB：是啊，必须正确而又独立地思考。太阳将要在拉荷亚升起来了，您觉得华尔街将会有怎样的阳光呢？

格雷厄姆：自1974年中期以来，当股票市场探底后，那儿一直都是阳光灿烂。我猜想华尔街从未真正改变过。现在的乐观情绪有点过了，随后的悲观情绪也将会是一种过度反应。情况将会周而复始，这就是所谓的“法利士巨轮”（Ferris Wheel，即摩天轮）——随便你怎么称呼它，或者跷跷板、转椅。而眼下我的观点是，股票市场就总

体而言还没有出现估值过高的情况。不过似乎也没有人担心1970年和1973—1974年的走势会在未来5年内重演。很明显，还没有人考虑这个问题。不过，大概在接下来的5年时间里，历史将会重演，你可以用道指做个赌注。

HB：这是一次令人非常愉快、颇有收获的采访。我们热切期盼着在夏洛茨维尔市收到您的回忆录手稿。非常感谢您，格雷厄姆先生！

注释

序言　证券分析，是科学还是艺术

1. Lucien O. Hooper, “Should Security Analysts Have a Professional Rating? The Negative Case,” *The Analysts Journal*(January 1945), p.41.

2. Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 1996), pp. 141–142.

3. 2009年10月8日杰森·茨威格对巴菲特的采访。

4. 格雷厄姆15岁第一次申请入学，本应在19岁毕业于哥伦比亚大学，但是学校把他的申请放错了地方，导致他的入学考试推迟了一年。

5. Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, p.142.

6. Paul E. Meehl, *Clinical versus Statistical Prediction: A Theoretical Analysis and a Review of the Evidence* (Minneapolis: University of Minnesota Press, 1954).

7. Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, p.143.

8. Dennis Butler, “Benjamin Graham in Perspective,” *Financial History*, no.86 (Summer 2006), pp.24–28.

9. Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1934), p.58.

10. Ibid., p.56.

11. 20世纪30年代，格雷厄姆对于投资与投机区别的警告非常及时。作为大崩盘的结果，大多数个人投资者都离开了股票市场。根据

华尔街的传统定义，留下来的大部分人也不再进行投资。凯恩斯在《就业、利息和货币通论》一书的第12章提出：“罕见美国人投资，他们不像英国人那样‘为了收入’照常投资。一个美国人自己不会轻易购买投资产品，除非看到资产升值的希望。”

12. Graham and Dodd, *Security Analysis*, p. 54.

13. Ibid., pp. 55–56.

14. Benjamin Graham, “Some Calculus Suggestion by a Student,” *American Mathematical Monthly*, vol. 24, no. 6 (June 1917), pp. 265–271.

15. 这本书在维也纳首次出版时原名为*Logik der Forschung*，1959年首次被翻译成英文。但在这之前很早它就被科学家和哲学家广泛阅读过。得益于商人兼学者纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）对波珀“黑天鹅”比喻（黑天鹅理论认为，只需要一个例外就能反驳“所有天鹅都是白色的”的观点）的改进，波珀近年来再次火了起来。然而，人们对波珀证伪主义思想还存在争议。

16. 早在1928年，德怀特·罗斯（Dwight Rose）就出版了《投资管理的科学方法》（*A Scientific Approach to Investment Management*）一书，New York and London: Harper and Brothers。

17. Bertrand Russell, *The Scientific Outlook* (Abingdon, UK: Routledge Classics, 2009; first published London: George Allen & Unwin, 1932), pp. 37, 105.

第一部分　导读

1. 格雷厄姆对他的三任妻子都不忠诚。H.L. Mencken, “Art and Sex,” in *A Mencken Chrestomathy* (New York: Alfred A. Knopf, 1949), p.61.

2. Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 1996)pp. 150－154. 注意，60美元在1916年是一笔数目不小的钱，如果考虑通货膨胀因素，它相当于今天的1 200美元。(see www.measuringworth.com/ppowerus/).

3. Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, pp.267－268.

4. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper & Brothers, 1949), p.4.

5. Hartman Butler, Jr., “An Hour with Mr. Graham,” in *Benjamin Graham, The Father of Financial Analysis*, by Irving Kahn and Robert D. Milne (Charlottesville, VA: The Financial Analysts Research Foundation, 1977), pp.33－41.

6. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: HarperBusiness Essentials, 2003), p.523.

7. Ibid., p.524.

8. Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, p.311.

9. 一个启发性的讨论：反馈对改善决策的重要性。参见：Robin M. Hogarth, *Educating Intuition* (Chicago: University of Chicago Press, 2001).

10. 严格受训过的专家特别擅长于，即使当预期结果没有发生时，他们仍能在事后解释出为什么他们的预测是正确的。见：Philip E. Tetlock, “Close-call Counterfactuals and Belief System

Defenses: I Was Not Almost Wrong but I was Almost Right," *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.75(1998), pp.639－652.

11. 格雷厄姆在《用希波克拉底法分析证券》一文中所展露的观点，非常典型地显示了其先进性，甚至适用于其他领域。对医学界几十年的健康运动的预期中，格雷厄姆告诫道，医师不能仅仅治愈病痛，而应该致力于保持健康："一个只在病人生病时给予治疗的医生，实际上只履行了其职责的一部分，就像一个证券分析师只有当委托人投资出现问题时才被咨询一样。"

12. 大部分研究者认同市场资本化和市场估价都是风险因素的观点。小股票或者价值下降的股票具有较高风险，因而一般来说在长期表现更好。但是在短期，任何事情都有可能发生，因此在错误的时间持有这些股票存在着潜在风险。想要在短期股票和价值股中获得收益，是件难以确定的事情，它可不是免费的午餐。

13. 1935年的《公用事业控股公司法案》（*Public Utility Holding Company Act*）直到1946年还在施行。在其法律解释下，美国证监会例行公事地决定着一家公用事业公司资本重组对其股东公平与否。1940—1952年，美国证监会打破了公用事业行业的原有结构，使其从持股公司的寡头转变为由更多独立企业组成的行业。格雷厄姆提到"费城的良田"，是因为在1942年，费城被认为"对战争没有做多大贡献"，代理委员会从华盛顿迁移到了费城，但1948年又搬回到了华盛顿。

第02章　确保证券分析的正确性

1. C.J. Collins, "Estimating Earnings of an Active Post-War Year," *The Analyst Journal* (July 1945), p.23.

第03章　用希波克拉底法分析证券

1. 见编者于上一版曾做过的“呼吸疾病的传播与证券赌博的泛滥”之间的类比。这让我们回想起20世纪30年代早期一个有趣的故事：投机者A问投机者B为什么他看起来很伤心。B说：“我可真不幸。我40岁就患上了糖尿病。”A回答他说：“这没什么啊。我以187.5美元的价格买入了联合糖浆公司（Consolidated Treacle）的股票(31)。”

第04章　美国证券交易委员会的证券分析方法

1. 同样的，在审核美国天然气电力公司（American Gas & Power）的资本重组计划时，美国证监会也调高了普通股股东的认购比例，调整后的比例高于该公司原来计划的比例。

2. 美国证监会避开了是否应当按照平价或赎回价赎回优先股股东持有的要求权等次要问题，因此它得到的估值结果不具备100%的确定性。

3. 我们并不是在暗示这就是华尔街证券分析人员的典型做法。充分、全面地考虑市场价格因素所带来的影响，才是更周全的做法。不过，采用这种方法所做的估值研究都带有半私人的性质，比如由投资信托公司的证券分析人员提供的研究报告。因此，在证券经纪公司发布的一大堆研究报告中，我们很少能看到此类报告的身影。

第二部分　导读

1. 格雷厄姆1934年出版的《证券分析》一书的第43章和第44章对很多问题展开了逻辑性更强、分析更加透彻的阐述。而这一部分收录的几篇文章便是这些内容的初稿，还带有一点点愤怒的个人情绪。

2. 原文是斜体字。

3. www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r－2.pdf, Table D2.

4. Personal communication, Howard Silverblatt, senior index analyst, Standard & Poor’s, Nov. 16, 2009.

5. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*,New York: Harper & Row, 1949:218.

6. 格雷厄姆在《证券分析》这本书中对技术分析的评价是很不留情面的，他认为，“图表分析永远不可能成为一门科学”，“过去，这种方法并没有证明自己是能帮助投资者在股票市场上获得盈利的可信赖工具”，“它的理论基础本身就有逻辑错误或者只是一些简单的假设”。（参见：Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, New York: McGraw-Hill, p. 609.）

7. 《全球投资知识大全》是由特许金融分析师协会编制和更新的一份综合性信息杂志，这与格雷厄姆提出的“持续不断地关注知识与技术的新发展”观点相类似。

8. 有关近来各位学者围绕这些话题的讨论内容，请参考美国特许金融分析师协会股票风险溢价论坛的会议记录，网址是www.cfapubs.org/toc/cp.1/2002/2002/7, 以及 Rajnish Mehra(ed.), *Handbook of the Equity Risk Premium* (Amsterdam and Oxford: Elsevier, 2008).

9. 例如，可参考：Robyn M. Dawes, “The Robust Beauty of Improper Linear Models in Decision Making,” *American Psychologist*, vol. 34, no. 7, 1979: 571－582。这篇文章被心理学期刊的引用次数高达1 600多次，不过，我们很少看到应用金融学的研究文献引用这篇文章。

10. Graham and Dodd, *Security Analysis*, p. 54.

11. Irving Kahn and Robert D. Milne, Benjamin Graham, *The Father of Financial Analysis* (Charlottesville, VA: Financial Analysts Research Foundation, 1977), p.4; Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, New York: McGraw-Hill, 1966:145.

12. 伯克希尔·哈撒韦公司1998年与2007年寄给股东的年度信函。

第05章　探寻证券分析的科学性

1. H.D. Wolfe, “Science as a Trustworthy Tool,” *The Analysts Journal*, 1952: 45－49.

2. Cogitator, “On Being Right in Security Analysis,” *The Analysts Journal*, First Quarter, 1946: 18－21.

第06章　普通股估值的两种方法

1. 关于这一点，哲学上的隐含意思指的是戴维·杜兰德（David Durand）于1957年9月发表在《金融学杂志》上的文章《成长型股票与圣彼得堡悖论》（“Growth Stocks and the Petersburg Paradox”）。他的结论是“成长型股票的问题不可能得到让人满意的解决方案”。

2. R. A. Bing, “Can We Improve Methods of Appraising Growth Stocks?” *Commercial and Financial Chronicle*, Sep.13, 1956:24.

第09章　通过投资股票积累财富的若干问题

1. N. Molodovsky，“Stock Values and Stock Prices，” *Financial Analysts Journal*, March, 1960.

2. 这些表格指的是标准普尔综合指数。1921—1929年期间，工业指数的上涨百分比高于1949年至今的涨幅，原因是1921年起始的水平比较低。

3. J.F. Bohmfalk, Jr., “The Growth Stock Philosophy,” *Financial Analysts Journal*, November, 1960, Table A.

4. 若想了解1929—1952年期间，每个10年周期内定期定额投资策略的投资收益的计算结果，参见：Lucile Tomlinson, *Practical Formulas for Successful Investing* (New York: Wilfred Funk, 1953), Table 3, p. 62.

第三部分　导读

1. Benjamin Graham, *Storage and Stability: A Modern Ever-Normal Granary* (New York: McGraw-Hill, 1937); Benjamin Graham, *World Commodities and World Currencies* (New York: McGraw-Hill, 1944).

2. Janet Lowe, *Benjamin Graham on Value Investing*, New York: Penguin, 1996: 116.

3. F. A. Hayek, “A Commodity Reserve Currency,” *The Economic Journal*, vol. 53, no. 210/211 (June-Sep. 1943), pp. 176－184; quote from p. 179.

4. Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (New York: McGraw-Hill, 1966), p. 335.

5. Ibid., pp. 104－105, 293. 若想了解学者们围绕着格雷厄姆对商品和货币的看法这个主题更详细的讨论内容，请参考：Perry Mehrling, “The Monetary Economics of Benjamin Graham: A

Bridge between Goods and Money?" *Journal of the History of Economics Thought* (2010, forthcoming).

6. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, New York: Harper & Row, 1949: pp. 19–20, 217, 240. Italics in original.

7. 特别感谢波斯顿大学法学院的塔马·弗兰克尔（Tamar Frankel）教授提供的相关资料。同时，请参见：Jeffery N. Gordon, "Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting," *Columbia Law Review*, vol. 94, no. 1 (Jan. 1994): 124–192, and Benjamin Graham and David L. Dodd, *Security Analysis*, New York: McGraw-Hill, 1951: 619.

8. Norvin R. Greene, "How Much Responsibility Does Management Have for the Price Level of Its Company's Stock?" *Financial Analysts Journal*, vol. 8, no. 5 (Nov. 1952): 42–43.

9. Benjamin Graham and David L. Dodd, *Security Analysis*. 1951: 620.

10. 一些高收益的公司债券和抵押资产支持证券能够提供现金流，这部分现金流会随着抵押资产现金流的变化而出现波动，但是发行者发行这些证券的主要目的并不是为了避税。

11. Benjamin Graham and David L. Dodd, *Security Analysis*. 1951: viii.

12. Ibid., p.12.

13. 此外，格雷厄姆还主张采用所谓的"弹性工作年"制度，这一计划旨在减少每位工人每年平均工作的小时数。他花了将近20年的

时间来不断总结提炼这些想法，最终的总结内容具体可以参考：*Benjamin Graham on the Flexible Work-Year: An Answer to Unemployment* (Santa Barbara, Calif.: Center for the Study of Democratic Institutions, 1964).

第13章　关于股东与管理层关系的问卷

1. 1941年，美国这些州都要求强制实行累积投票制：亚利桑那州、阿肯色州、加利福尼亚州、爱达荷州、伊利诺伊州、堪萨斯州、肯塔基州、密歇根州、密西西比州、密苏里州、蒙大拿州、内布拉斯加州、北达科他州、宾夕法尼亚州、南卡罗来纳州、南达科他州、华盛顿州、西弗吉尼亚州、怀俄明州、明尼苏达州、俄亥俄州和北卡罗来纳州。

2. 在讨论股东关系时，大家还可以对照看一下1947年8月7日《华尔街日报》上的相关文章，文章的主题是：公司高管私底下告诉交易所的代表，最好的股东关系就是以“令人满意的”比率向股东支付稳定的股息。

第17章　影响充分就业的结构性关系

1. Benjamin Graham, “National Productivity: Its Relationship to Unemployment in Prosperity,” American Economic Review, Vol. 37. May 1947: 384－396.

第四部分　导读

1. 波旁王朝是法国的一个家族王朝，国王路易十五和路易十六统治期间，道德败坏、花天酒地，最后在法国大革命期间被推翻。

2. 在格雷厄姆引用的洛克维尔中心的例子中，罗纳德·宾德（Ronald Binday）是一家名为Heft，Kahn & Infante的经纪公司的研究分

析师。公司的投资银行家宣称罗纳德一直在跟踪分析的某家公司有大量的未完成订单。他们要求他不要反复核查公司的相关信息，罗纳德同意了，并在研究报告的注释里提醒客户，这些未完成的订单至少会给公司带来每股2美元的盈利。美国证监会的官员认为罗纳德的表现“完全没有能力理解或者解读应该呈现给投资者的消息”。因此，撤回了该公司的牌照。具体的内容可以参考： www.sec.gov/litigation/aljdec/1961/id19610518is.pdf; www.sec.gov/news/digest/1963/dig021263.pdf; www.sec.gov/about/annual_report/1963.pdf, p.61.

3. Benjamin Graham, “Rhetorical Questions,” Letter to the editor, *The Wall Street Journal*. July 12, 1962: 14.

4. Jean Strouse, *Morgan: American Financier*, New York: Random House, 1999: 11.

5. 参见美联储发布的1948年美国消费者金融调查，具体的调查报告可参见：http://fraser.stlouisfed.org/publications/frb/issue/3834/download/56290/frb_071948.pdf, p.777.

6. 1974年，通货膨胀率超过了12%，在格雷厄姆谈话后几个星期，美联储联邦基准利率上调至13.5%。1973—1975年间，OPEC组织的石油禁运让油价翻了一倍。污染如此严重，1969年克利夫兰州的凯霍加河竟然燃起了大火。1972年，罗马俱乐部（the Club of Rome）发布了一系列著名的报告——《增长的极限》（*The Limits of Growth*），警告说人口的过度膨胀和过度消费将会导致全球经济陷入衰退的境地。

7. 最近的研究表明格雷厄姆的观点依然是成立的。参见：Jonathan Lewellen, “Institutional Investors and the Limits of Arbitrage”

(http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/jon.lewellen/publications/Institutions.pdf); Dimitri Vayanos and Paul Woolley, "An Institutional Theory of Momentum and Reversal" (www.lse.ac.uk/collections/paulWoolleyCentre/pdf/momentumshort.pdf).

8. Carol. J. Loomis, "How the Two-Tier Market Came to Wall Street," *Fortune.* July, 1973: 82－88, 186－190; Charles D. Ellis and James R. Vertin, *Classics II: Another Investor's Anthology*. Homewood, III.: Dow Jones Irwin, 1991: 156－164.

9. "Interview with Benjamin Graham, Expert on Investments: How to Handle Your Money," *U.S. News & World Report*, June 3, 1955: 47.

译者后记

一直以来，本杰明·格雷厄姆都被认为是“价值投资之父”，他所倡导的价值投资，不管是在欧美等发达成熟的资本市场，还是在中国等新兴的资本市场，都有大批的追随者。但价值投资的本质到底是什么呢？作为普通投资者的我们真的领悟了格雷厄姆所说的价值投资了吗？以中国A股市场为例，2013年是题材股、创业板的大牛市，而另一边，代表传统价值投资意义的主板持续低迷，导致很多人说价值投资在中国没有价值。这其中的原因又是什么呢？改革的预期让我们对价值的标准有了新认识。而2014年市场则呈现出先抑后扬的走势，在经过连续的筑底震荡后，市场在高铁、基建、金融等蓝筹股的带动下，不断走高。传统行业在改革深化的过程中也不断焕发出新的市场活力。如此看来，价值投资是动态变化的。在中国，价值投资依然是有效的，但需要投资者对它有完整的理解，而不是以偏概全地盲目模仿。很多人认为，低市盈率、低市净率就是低估值，就拥有安全边际，这是相当片面的，很多时候会因此掉进价值陷阱。

如何更好地理解格雷厄姆所说的价值投资呢？这不仅需要我们关注具体公司的发展，而且还需要我们将更多的注意力放在行业的发展前景及整个经济结构的升级换代上。过去是值得投资的价值股随着经济结构的变化和行业的起伏，慢慢会偏离价值投资的标准，从而其股价走低是有原因的，确实有悲观因素存在。比如新的技术对旧产业形成冲击，或整个行业产能严重过剩，不能以财务指标来判断它有多大的安全边际。此外，企业不可能一直保持优秀。因为驱动这类企业发展的核心因素已经向坏的方向变化了，若投资者都视而不见，那被套牢是再正常不过的事情了。所以，并不是价值投资不好，只是遵从价值投资的人对价值投资理解还不够透彻。

中国肯定适合做价值投资，但需要完整理解价值投资，并认真对待中国国情和整个资本市场的特点，更灵活和实事求是地把价值投资用好，才能有好的收益。而这本书为我们更好地理解格雷厄姆所倡导的价值投资提供了更深刻、更为独到的研究材料。

我们特别感谢湛庐文化编辑团队为本书所做的大量细致、具体的工作所给予的大力支持。在翻译过程中，韩瑾、安然、许穗成和浙江工商大学金融学院的王文浩帮忙做了部分文字工作，张雅雯、金莎、张昕葭、唐维良和赖曙昕帮忙搜集了相关资料，陆如意和张巍两位同志在本书翻译过程中提出了宝贵意见，在此一并表示感谢。全书最后由汪涛通读定稿。

因时间紧张，文中不足之处欢迎读者批评指正。

汪涛　郭宁

于浙江大学城市学院

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构，极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种留在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读App：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
"读书破万卷"不仅仅在"万"，更重要的是在"破"！

现在，我们构建了全新的"湛庐阅读"App。它将成为你"破万卷"的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到智慧，从理解到创造，湛庐希望建立一个"与最聪明的人共同进化"的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，与你共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读App玩转指南

湛庐阅读App结构图：

三步玩转湛庐阅读App：

App获取方式：
安卓用户可在各大应用市场，苹果用户可在App Store
直接下载“湛庐阅读”App，与最优秀的人共享进化！

使用App扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

湛庐CHEERS

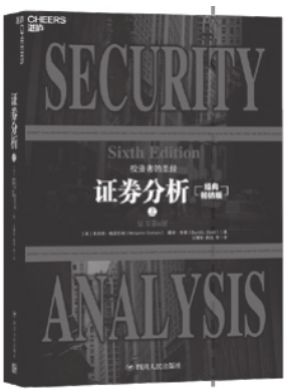
延伸阅读

《证券分析》

◎ 由本杰明·格雷厄姆和戴维·多德共同写著而成，本杰明·格雷厄姆被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人。

◎ 价值投资流派的开山之作，被誉为“投资者的圣经”，让价值投资和基本面分析真正走入人们的视野。

◎ 耶鲁首席投资官大卫·斯文森，摩根大通主席兼首席执行官杰米·戴蒙，捐献基金领袖杰克·迈耶，高瓴资本创始人兼首席执行官张磊，高毅资产管理合伙企业董事长邱国鹭，第一财经前首席执行官周健工等联袂推荐。



使用"湛庐阅读"APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-300-17342-9
9 787300 173429 >

《投资中最简单的事（更新版）》

◎ 高毅资产董事长邱国鹭22年投资经验凝聚之首部作品，书中剖析了“便宜才是硬道理”“定价权是核心竞争力”“人弃我取，逆

向投资”等简单易行的投资原则，分享了易于普通投资者学习、操作的投资方法。

◎ 高瓴资本创始人张磊作序推荐，中国银行业协会首席经济学家巴曙松，易方达基金董事长詹余引，重阳投资董事长裘国根，赤子之心总经理赵丹阳联袂推荐。

使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-5136-6038-9
9 787513 660389 >

《投资中不简单的事》

◎ 中国价值投资实践的启示录，聚焦实战的“另类投资札记”。

◎ 高毅资产“全明星团队”，亲授价值投资的实践与坚守。展示了优质公司的成长路径和行业的内在发展规律，给出在中国坚守价值投资的实操性建议。

◎ 著名金融学家巴曙松，高瓴资本创始人兼首席执行官张磊，《新乔布斯、禅与投资》作者李国飞诚意推荐。

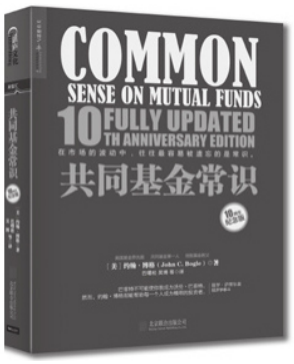
使用“湛庐阅读”APP，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容

ISBN 978-7-220-10664-4
9 787220 106644 >

《共同基金常识（10周年纪念版）》

◎ 约翰·博格是基金业的先驱，世界第二大基金管理公司领航集团创始人。这本书用翔实的数据和事实诠释了简单的常识必然会胜过代价高昂且复杂的投资方法。

◎ 著名金融学家巴曙松先生领衔翻译。



使用"湛庐阅读"APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-5596-0531-3
9 787559 605313

---

(1)《证券分析》是价值投资流派的开山之作，给出了历经时间检验的价值投资思想和常识，其原书第6版的简体中文版已由湛庐文化引进，由四川人民出版社于2019年出版。——编者注

(2)本文选自：《分析师杂志》Vol. 1，No.1（1945）：37－41.

(3)在这篇文章的第二部分，卢西恩·胡珀还举了否定案例，以反对职业资格认定。

(4)本文选自：《分析师杂志》，vol. 2，No.1（1946）：18－21.

(5)本文选自：《分析师杂志》，vol. 2，No.2（1946）：47－50.

(6)警戒人类的古希腊职业道德的圣典，是希波克拉底向医学界发出的行业道德倡议书。——编者注

(7)本文选自：《分析师杂志》，vol. 2，No.3（1946）：32－35.

(8)本文选自：《分析师杂志》，vol. 8，No.4（1952年8月）：96－98.

(9)本文选自：《分析师杂志》，vol. 13，No.5（1957年11月）：11－15.

(10)本文选自：《分析师杂志》，vol. 14，No.3（1958年6月）：17－21.

(11)Computing-Tabulation-Recording Co.,这家公司就是IBM的前身，由三家生产统计机械、时间记录器的公司组成，这三家公司分别创建于1889年、1890年、1891年。——译者注

(12)本文选自：《分析师杂志》，vol. 2，No.4（1946）：31－38.

(13)本文选自：《金融学杂志》，vol. 17，No.2（1962年5月）：203－214.

(14)本文节选自：《福布斯》杂志，1932年6月1日“Is American Business Worth More Dead Than Alive?”第一部分。

(15)本文节选自：《福布斯》杂志，1932年6月15日“Is American Business Worth More Dead Than Alive?”第二部分。

(16)本文节选自：《福布斯》杂志，1932年7月1日“Is American Business Worth More Dead Than Alive?”第三部分。

(17)本文选自：《分析师杂志》，vol. 3，No.4（1947）：57－62.

(18)这里的“少数”指的是虽然数量未过董事会席位的一半，但所占的比例依然不小，下同。——译者注

(19)本文选自：《分析师杂志》，vol. 10，No.1（1954年2月）：15－17.

(20)本文选自：《弗吉尼亚法律周刊》（*Virginia Law Weekly*），vol. Ⅴ，No.21（1953）：1，3－4.

(21)本文选自：《分析师杂志》，vol. 7，No.1（1951）：34－35.

(22)本文选自：《分析师杂志》，vol. 11，No.2（1955）：13－16.

(23)本文选自：《分析师杂志》，vol. 18，No.6（1962年11－12月）：9－14.

(24)1912年，美国众议院银行和货币委员会成立普若委员会，调查由J.P.摩根和其他大银行引发的货币和信贷集中的问题，后来发展为美国国会调查“金融托拉斯”行为的专门委员会。——译者注

(25)本文选自：《金融分析师杂志》，vol. 19，No.3（1963年5月16日）：65－70.

(26)本文选自：《金融分析师杂志》，vol. 30，No.5（1974年9月/10月）：20－30.

(27)本文选自：《金融分析师杂志》，vol. 32，No.5（1976年9月/10月）：20－23.

(28)本文选自：《金融历史》（*Financial History*）杂志，No.42（1991年3月）：8－10，28－29。1972年3月，格雷厄姆在密苏里东北州立大学与埃勒布莱赫特教授及其学生进行了一场访问谈话。

(29)本文选自：《价值的复兴：经济、利率、投资组合管理、证券与普遍股投资研讨会合集》（*The Renaissance of Value: The Proceedings of a Seminar on the Economy, Interest Rates, Portfolio Manangemene, and Bonds vs. Common Stocks*），夏洛茨维尔市：金融分析师研究基金会，1974：1－12。

(30)本文选自：欧文·卡恩（Irving Kahn），罗伯特·米尔内（Robert D. Milne），《本杰明·格雷厄姆：金融分析之父》（*Benjamin Graham: The Father of Financial Analysis*），夏洛茨维尔市：金融分析师研究基金会，1977：33－41。

(31)估计该公司股票之后大跌，给A带来了巨额损失。——译者注

BUSINESS+投资理财

COMMON SENSE ON MUTUAL FUNDS

10TH ANNIVERSARY EDITION FULLY UPDATED

在市场的波动中，往往最容易被遗忘的是常识。

共同基金常识

10周年纪念版

美国基金界先驱　共同基金第一人　指数基金教父

[美] 约翰·博格（John C. Bogle）◎著

巴曙松 吴博 等◎译

巴菲特不可能使你我成为沃伦·巴菲特，然而，约翰·博格却能帮助每一个人成为精明的投资者。

保罗·萨缪尔森
经济学家斗

北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co.,Ltd.

版权信息

本书纸版由北京联合出版公司于2017年8月出版

约翰•威立父子公司授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行

版权所有•侵权必究

书名：共同基金常识（10周年纪念版）

作者：［美］约翰•博格（John C. Bogle）

译者：巴曙松，吴博　等译

字数：571千

电子书定价：98.99

Common Sense on Mutual Funds by John C. Bogle. —Fully Updated 10th Anniversary ed.

Copyright © 2010 by John C. Bogle.

献给沃尔特·摩根（Walter L. Morgan）

1898—1998年

惠灵顿基金创始人、共同基金业的权威人士

普林斯顿大学校友、导师、朋友

他给了我第一份工作

他无时无刻不是忠诚的

他给予我勇气，支持我继续前行

各方赞誉

尽管经历了多次金融危机的冲击，美国基金市场依然是全球最富有活力的市场，而约翰·博格则是美国基金业发展的标志性人物之一，他不仅是领航集团的创始人，也是第一只指数型基金的建立者。他思考基金业的经典著作《共同基金常识》风行十多年，对全球基金业产生了深远的影响。该书根据新的市场状况更新的十周年纪念版，必然会促进我们对中国基金业发展方向的思考。

金旭　招商基金管理有限公司总经理

中国的基金业在经历了起步阶段的快速发展之后，开始进入一个新的以质量提升和创新发展为重点的探索时期。本书对危机冲击下的美国基金行业改革和发展的反思，不仅对中国的基金投资者有重要的参考价值，对基金行业的发展同样具有启发意义。

高良玉　前南方基金管理有限公司副董事长

约翰·博格的《共同基金常识》之所以风靡金融市场十余年，而且在10年后还被全面更新再度出版。我认为，它不仅仅是一部关于基金行业发展深入浅出的奠基之作，还是一部学习资本市场投资理念返璞归真的入门之作，以及管理一家良好资产管理公司现身说法的反思之作。

万放　平安资产管理有限责任公司董事长

这本书令人信服、坦诚直率且切中要害，是每一位投资者的必读书目。博格通过推行自己的改革，为美国的投资者做出了实际的贡

献。本书精彩绝伦，特别是第四部分“基金管理”。我衷心希望一些新闻工作者和证券交易委员会的相关人士能在阅读此书后有所启发。

沃伦·巴菲特

约翰·博格为公众奉献了两份大礼：领航集团和《共同基金常识》。这是一本关于如何管理个人投资组合的入门书籍，简单易懂。好好利用博格的礼物，并请将它传送给你所爱的人。

大卫·斯文森，耶鲁大学首席投资官

虽然我不知道是谁最先发明的轮子，但是，我敢说第一只广泛分散化且对投资者友好的指数基金，正是由约翰·博格独创的。倘若你只想读一本关于个人如何精明投资的书籍，请不要选择巴菲特关于价值发现的出版物。巴菲特不可能使你或我成为沃伦·巴菲特。然而，约翰·博格却能通过最小化换手率和无用的销售费用，帮助我们中的任何一位成为一名精明的投资者。唯一比博格的原版《共同基金常识》优秀的是它的修订版。好好享用吧！

保罗·萨缪尔森

诺贝尔经济学奖获得者，麻省理工学院名誉教授

如果只允许我给亲朋好友推荐一本投资读物的话，那么一定是更新版的《共同基金常识》。没有其他任何一本书，可以让你如此轻松地获取专业技能和洞察力，以及驾驭金融市场的巨大力量。这是一本投资界不愿你读到的书籍，它甚至比10年前的原版更加优秀。好好阅读它，你的子孙后代会感谢你的。

威廉·伯恩斯坦，华尔街著名金融家，

《投资者宣言》《财富的诞生》作者

在这本最近更新的经典著作中，博格为我们提供了新研究、新视角的主要脉络，并将其与一系列丰富的智慧相结合，包括伟大的彼得·伯恩斯坦，中世纪学者威廉·奥卡姆，远古时期希伯来人的犹太法典等，以此在当前的市场环境中，为个人投资者应该如何构建自己的投资组合，开出了一剂实际有效的良方。

马丁·莱博维茨（Martin Leibowitz），摩根士丹利常务董事

大半个世纪以来，约翰·博格所提供的投资见解和开创性的产品，对大型以及小型的投资者都有所帮助。若要记载现代投资管理业的行业发展史，约翰·博格必定是其中最杰出的人物之一。

拜伦·韦恩（Byron R. Wien），黑石集团副董事长

如何才能趋于完美呢？随着《共同基金常识》（10周年纪念版）的问世，这一最优秀的共同基金初级读本已经更加完善了。很显然，约翰·博格的著作经得起时间的考验。博格的反省和补充更加突出了他穿越时空的洞察力。本书仍然是对基金感兴趣的人们的必读书目。

唐·菲利普斯（Don Phillips），晨星基金常务董事

在这本《共同基金常识》中，约翰·博格对他曾经的最佳著作进行了修订。新版讲述了后危机时代的投资之道，帮助你在当今金融产品的大观园里游览穿行。博格是少数一直维护普通投资者利益的人之一。他的口号“简单”和“低成本”，将会是你所能发现的最精密复杂的投资方法。

简·布莱恩特·奎恩（Jane Bryant Quinn），金融专栏作家

推荐序1

时间是最好的朋友

张　磊
高瓴资本创始人兼首席执行官

长久以来，凡大智慧者并非上知天文，下知地理，中晓人和之能人异士，而是洞悉本质，化繁为简，大巧无工之通人达士，在基金管理行业更是如此。全球基金业的快速发展，为广大基金管理人提供了施展才华的绝佳时机，然而，奇门阵法只能昙花一现，唯有回归投资常识，才能踏上赢得非凡业绩的大道通途。我庆幸能在投资生涯早期就读到约翰·博格先生所著的《共同基金常识》，书中用大量篇幅论述基金投资的常识性智慧，这无疑成为我在投资管理中始终恪守的投资哲学。

在我看来，《共同基金常识》所强调的有三个方面：第一，对于卓越理性的追求；第二，对于伟大格局观的探索；第三，对于非凡投资品格的坚守。

第一，基金管理人应当具有卓越的理性智慧。约翰·博格先生从投资策略、投资选择、投资业绩三个角度，反复论述“常识和简单化”是财务回报的关键。对于基金管理人来说，市场择时和高换手率无法永远战胜市场，试图通过短期波动获益无异于一场赌博。无论何时，投资中最值得信任的常识永远是：**投资回报应来源于企业的盈利和成长**。因此，从理性出发，投资者应当选择最好的企业，并坚持长期持有。因为，最好的企业往往是由最好的企业家掌舵，而卓越的企业家注定会创造非凡的价值，当然这些都需要时间来满足。在坚持长

期投资的基础上，约翰·博格先生强调，回报、风险、成本、时间共同构成了投资的基本要素，缺一不可。大多数人往往重视回报，少数人管理风险，却极少有人关注成本，极少有人真正理解时间的价值。**简单来说，回报会随着时间日益增多，成本会随着时间变本加厉，而风险会随着时间相对缓和。**人们能够理解复利的力量，但成本会随着资产规模的扩大和交易频次的增多而愈加显著，成为高回报的阻碍因素。因此，一家低成本的投资基金就等于给予持有人更高的回报。同时，风险的短期波动性会随着时间的推移逐步被市场理解和消化，因此，长期持有会降低投资的不确定性。约翰·博格先生所讲述的，正是投资的本质：追求风险和成本调整之后的长期、可持续的投资回报，克服恐惧和贪婪，相信简单的常识。

第二，基金管理人应当塑造伟大的格局观。对于投资来说，基金管理人的格局观并不仅仅意味着宽广的国际视野、大胆的投资谋略和精准的市场判断，格局观的本质是你信守的投资哲学。约翰·博格先生在投资选择中，并不推崇单纯的股票型基金、债券型基金或者是全球化的资产配置。在他看来，所有把投资变复杂的情形，都会让人们面临新的不确定性。与此对应的是，他十分推崇指数化投资，理由有四：第一，广泛的分散化，以降低风险；第二，最小的投资组合换手率，避免短期交易冲动；第三，极低的成本，包括运营和交易成本以及税金；第四，长期投资。从某种程度上来说，指数化投资就是紧紧锚定于企业的盈利和成长，而不是投机性的短期波动。因此，回归基本面，在熟悉的环境中按照合理的逻辑去思考关键性问题，才是基金管理人应当塑造的格局观。

第三，基金管理人应当坚守非凡的投资品格。归根到底，投资策略充分体现了基金管理人的专业操守和投资品格。我们看到，伴随着信息技术、交易技术的快速发展，众多投资机构不再笃信传统的商业感知和专业判断，而是希望快速寻找“风口”，通过频繁交易或者投资技术来取得投资业绩。但是，他们忽视的却是巨大风险。或许，他

们的忽视来源于两个原因：其一，专业能力的不足，让他们只能另辟蹊径；其二，信托责任的迷失，让他们不顾风险管理的底线。坦率地来说，对于“潮流”的热衷会使基金管理人无法实现资产的有效管理，难以保持资产的长期收益。基金管理行业日趋复杂，但投资的常识仍和过去相同：寻找最有安全边际的价值投资，并长期持有。在此基础上，尊重企业家精神，始终将基金持有人利益放在首位，塑造基金管理人非凡的投资品格，从而赢得未来。

最后，我想无论是个人投资者，还是基金管理人，都应向约翰·博格先生致敬。《共同基金常识》自初版以来，始终是投资领域的必读书目。约翰·博格先生欣赏真正专注于资产管理，始终为基金持有人服务的投资机构，因此，我们有充分理由感到自豪：高瓴资本自创立以来，始终践行价值投资，并牢记受托人责任，在充分理解市场收益驱动因素和内生风险的基础上，回归投资常识。我们相信，价值投资在中国会获得更多的期待和回报，因为对于我们来说，时间是最好的朋友。

推荐序2

以开放的视野拓展中国基金业发展新途径

缪建民
中国人民保险集团副董事长、总裁、副书记

从全球基金业的发展轨迹来看，不同基金市场的发展初期，往往会经历一段从无到有、从小到大的规模快速扩张期。而在规模达到一定程度后，将面临市场发展的动力如何从规模扩张到质量提升主导的转变。这一转变的进程，直接关系到行业的可持续发展。2008年金融危机以来，在经历了此前的快速扩张之后，中国基金业一直十分强调的规模外延式增长模式似乎遇到了瓶颈，一个典型的实例是，整个基金行业的份额近年来实际上处于停滞不前的状况，这也表明，其正处于从追求规模的外向扩张向更注重质量的内在提升而转变的重要关口。

从1998年第一只封闭式基金的成立算起，中国基金业的规范发展已有13年的历史。在此期间，基金业资产管理规模实现了每年47%的复合增长率，截至2010年年底，中国共有基金管理公司62家，基金产品超过700只，基金资产净值接近2.5万亿元，持股市值占A股总流通市值的比重超过10%。无论是管理资产的绝对数值，还是占股票市场的相对比例，中国基金业均已具备了相当的规模，证券投资基金已经成为关系着中国资本市场整体稳定和发展的重要力量。

在中国基金业快速发展的同时，我们也看到部分基金公司出现了重规模、轻质量的现象，基金行业整体规模从2007年年底3.2万亿的高点缩水之后，近三年以来，一直未能延续之前的高速增长。这些都迫

使我们去思考基金业的现状和未来发展模式。本轮金融危机的不期而至，客观上为中国基金业放缓扩张脚步、审视发展质量提供了良好时机。当前，我们需要正视中国基金业存在的不足，借鉴美国等发达国家的市场发展经验与教训，促使中国基金业迈向更高的发展台阶。

首先，基金投资理念应从注重短期业绩向长期价值投资回归。当前，基金之间的竞争，主要集中在年度甚至更短期的投资业绩相对排名上。在这样的短期激励约束下，基金经理倾向于根据短期市场热点和趋势频繁操作，不利于形成中长期稳定收益的投资组合。这还会引发机构投资者追逐短期市场热点的“羊群效应”，加剧资本市场波动。基金作为中国资本市场上主要的机构投资者，需要秉持着眼于长远的价值投资理念进行投资，在为投资者获取长期稳定收益的同时，也成为中国资本市场长期稳定发展的基石。

其次，基金业需要树立以投资者为中心的服务理念。基金业的本质是受人之托、代人理财。为投资者提供专业高效的投资管理服务，保护投资者的利益是基金管理公司的最高宗旨。要通过合理的制度设计，逐步降低在完全固定管理费收取的模式下，基金管理公司因“旱涝保收”而出现重规模轻管理、重营销轻投资的倾向。另一方面，为了避免频繁交易带来过高的交易成本对投资收益的侵蚀，基金管理公司需要在适当交易以追求收益的同时，也重视指数基金等消极投资管理方式，以控制管理和交易成本。

再次，要继续加强基金产品和投资方式等方面的创新。在资产规模增速放缓的前提下，基金管理公司要在激烈竞争中生存和发展，更需要注重创新，以差异化的产品和精细化的经营取胜。其中最主要的是，要进行产品类型的创新，如根据投资者风险偏好水平的不同对基金产品进行分级，根据细分行业和投资主题设计专门的主题基金，为追求大盘长期收益的投资者提供各类指数基金，为高端客户提供“一对多”的基金专户理财业务等。此外，还要进行投资方式的创新。

2010年三四月份，中国分别推出了融资融券、股指期货等金融工具，这给基金进行多样化的产品创新、满足投资者的多样化需求提供了可能。2010年7月，中国证监会允许基金专户理财参与股指期货的投资，从而使基金开始可以采用对冲交易等灵活的投资方式。

当前，中国基金界正在讨论修订《基金法》，其中有不少修订建议认为，要逐步降低基金管理公司股东的准入条件，明确基金持有人大会的权利，探索设立公司型基金，逐步改善基金管理公司的内部治理结构，逐步形成股权结构分散化、基金持有人有适当的发言权、建起内部激励机制合理有效的公司治理结构，从而稳定并完善基金管理公司经营，更好地保护投资者利益，从而促进整个基金行业的健康持续发展。

最后，要完善行业自律和外部监管以促进基金业的平稳规范发展。对于当前的中国基金业来说，加强监管、放松管制可以说是应当并行的两个政策主线。一方面，采取严格监管措施规范市场秩序，强调“老鼠仓”、非公平交易、利益输送等底线绝对不可触及，将日益壮大但透明度不够的私募基金纳入监管体系；另一方面，放松对合理市场行为的过多管制，进一步释放市场自身的活力和创造力，如在2010年实行的多通道审批制度，分别通过不同通道对偏股型、固定收益型、QDII、创新型和专户一对多5种产品进行审批，加快了产品发行节奏，有力地促进了基金业的创新活动。

由于中国基金业发展历史相对发达市场还比较短，在进一步提升发展质量的过程中，可以从发达国家的市场中吸取有益的经验和教训。从1868年英国政府的“海外及殖民地政府信托”发行算起，全球基金业已经有140余年的历史，美国基金业在80多年的发展过程中也经历了历史的重重检验，在本轮全球金融危机中受到了较大的冲击。因而美国基金业的发展经验和教训，为我们应对危机、持续发展提供了重要的借鉴参考。

《共同基金常识》10周年纪念版是美国基金界最为经典的专业著作，这部著作的一大特点，就是既能深入历史，从历史数据中总结出规律性的结论；又能直面现实，更新了截至2009年的发展动态，不仅评述了本轮金融危机中美国基金业的现状和问题，还预见性地剖析了未来进一步发展完善的可能趋势。**本书总结的投资理念和倡导的管理方法，对当今中国基金投资者和基金业尤其富有启发意义和参考价值。作者所推崇的指数化投资，有助于避免代价高昂的短期获利冲动；而消极的投资管理可以降低交易成本和管理成本，相应地保护和提高投资者所获得的投资收益率水平；基金公司由基金持有人实际拥有和控制的“共同治理结构”，为中国未来设立公司型基金提供了实践参照。**

巴曙松教授一直跟踪研究基金行业的发展，对中国基金业有着深入的理论研究和丰富的实践经验。我很高兴地看到巴曙松研究员带领他的研究团队，及时将《共同基金常识》这么一部颇具分量的美国基金业名著的最新版本翻译完成。镜鉴过往方能烛照未来，他山之石亦可攻玉。读罢译稿，我深感本书对美国基金业发展的种种灼见，恰似一面镜子照出了中国基金业所面临的相同或相似的问题，为中国基金业在提升发展质量的道路上树立了引人深思的路标。在此我也乐于将这本书推荐给广大的中国投资者，以及正在迈向发展新阶段的中国基金业。

是为序。

译者序

回归常识

巴曙松
中国银行业协会首席经济学家
香港交易所首席中国经济学家

经常应邀参与一些为资本市场上的分析师进行打分排名的活动，我一直较为提倡的一个做法是：**找出这位分析师两年前或者一年前的报告再看看，重点是看这位分析师的分析报告是否有一贯的逻辑，与市场的走向相比出现了多大的偏差，其中的原因是什么。**

这种稍稍往回看的对比，就可以使当下看起来似乎难以区分高下的几位分析师，很快就有了明显的差异。

在波动不定的资本市场上，时间是投资者的朋友，也是鉴别有价值的研究报告者的朋友。

本书的作者约翰·博格是知名的领航集团[(1)]创始人，也是第一只指数型共同基金的建立者，美国基金业的先驱者。他关于共同基金的经典著作，在经历了10年的波动之后重新出版，既显示了这本书的经典地位，也显示了作者的自信。

姑且不说10年的时间之长，且看看这是一个怎样的10年。在这10年间，美国经济和全球经济经历了多次程度不同的危机冲击，特别是2008年以来席卷全球的金融危机，到现在还在影响着全球的金融市场，同时也在深刻地改变着整个金融业的生态。在经历了这样的10年

之后，这本共同基金的经典著作还在稍作补充修订之后重新出版，本身就是一件有价值的事情。

什么是常识（common sense）？韦伯斯特词典的解释是，“依靠简单的知觉和事实进行的正确而明智的判断”。提到“常识”一词，在美国的语境下，自然容易想到作者在本书中引用的、对整个美国发展产生深远影响的小册子《常识》。当年潘恩的小册子《常识》在发表后迅速轰动，三个月内售出10多万册；在当时人口仅有250万的北美洲，可能总共售出了50万册，其影响力可见一斑。作者用“常识”作为标题，并且引用潘恩在《常识》中的看法，也可以窥见作者希望自己的著作在基金领域能发挥类似潘恩当年《常识》的影响力。

如果继续对比潘恩与博格的《常识》，就会发现他们都对许多大家习以为常的错误看法进行了纠正和梳理，或者说他们的革命性是一个突出特征。约翰·亚当斯评价潘恩，“善于推翻而不善于建设”，博格则从自身的阅历经验出发，分析了共同基金管理中的基本常识，许多看法到现在来看，还具有其颠覆性。

如果说到当下的中国，也曾经有一本冠名为《常识》的书，一度让读者趋之若鹜。大家都纷纷读《常识》，是不是说明我们确实有许多常识是不具备的呢？

至少，在当前的中国资本市场上，许多常识的缺乏，确实是一个现实。

因此，选择翻译这本在基金界具有深远影响，并且经历了时间和金融危机检验的经典著作《共同基金常识》，是为了**在中国的资本市场上推介一些常识，或者是让大家可以回到常识的思考方法。这正是我们的目的所在**。

在《共同基金常识》中，多次将资本市场的起起落落、宏观经济周期的波动，比拟为花园里的四季轮回：

在花园里，草木生长顺应季节，有春、夏，也有秋、冬，然后又是春、夏，只要它们的根基未受损伤，草木的一切都将会恢复正常。

在进行公司的评估时，博格提出了十分简单的所谓“奥卡姆剃刀原则”，认为决定股市长期回报率的无非是三个变量：初始投资时刻的股息率、随后的盈利增长率以及在投资期内市盈率的变化。他用这样简单的分析框架来分析一只股票以及一种股票产品的价值。

是的，这些都是常识，但是，**在市场的波动中，最容易遗忘的往往也是常识**。

《共同基金常识》出版10年以来，既是全球共同基金快速发展的时期，也是基金行业经历危机洗礼的时期。**一方面，全球基金资产规模不断扩大，基金产品不断创新；而另一方面，基金行业受到本轮全球金融危机的冲击，暴露了许多体制上的不足与缺陷，经历了大幅度的资产缩水和赎回浪潮**。在危机最为严重的时期，全球基金业资产从2007年年底的26.13万亿美元缩水至2009年第一季度的约18万亿美元；不同类型基金的组成结构也发生了显著的变化，被动管理、低成本的指数型基金越来越受到市场认可，目前美国约有1/3的基金投资者至少拥有一只指数基金。

一个投资者希望追求的理想境界，往往是不受市场涨跌冲击、客观冷静的市场旁观者的境界。投资者希望能够洞悉经济周期的起伏、行业发展的规律、价格波动的方向，从而做出精彩的投资决策。然而，现实却是每个投资者都是市场的组成部分。投资者的情绪和行为，难以避免地会随着牛市和熊市相互更替的“钟摆”在乐观和悲观之间摆动。那么对于投资者而言，如何尽可能降低“黑天鹅事件”发生造成的损失呢？在现代投资市场中，什么样的投资工具和投资方法才是持久稳定且值得信赖的呢？经历了本轮金融危机的洗礼之后，基金业的投资理念和治理结构应该如何加以完善？对这些问题，约翰·

博格在本书中给出了经历时间考验的思考。**在这个日益崇尚复杂的市场中，博格却强调重视“常识和合理的推理”。他基于历史事实和数据的研究，给投资者的建议大都是看似极其简单的“常识性法则”。**

在这本书中，博格反复证明，对于投资业绩来说，“均值回复”是必然的，即无论什么类型的基金，其最终的回报必将回归到长期的平均水平。因而，试图通过不同的投资风格、市值规模、股票价格、发行市场的选择以期获得超额回报，这在长期来看是徒劳的。作者尤其强调提醒投资者要注重成本对业绩的影响。无论交易成本还是税收成本，都会使投资业绩受到明显削弱，保守估计主动管理型基金的各种成本将使投资回报率每年降低2%以上。

基于不同的市场环境和市场发展阶段，不少读者可能会对博格的“均值回复”不以为然，但我想强调的是，这本书在分析均值回复过程中所运用的一系列评估分析框架，本身对于读者把握资本市场就是很有参考价值的。

在诸多对本书的褒奖中，诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森教授的评语一语中的地指出了本书的价值所在，他说：**“巴菲特不可能使你或我成为沃伦·巴菲特。然而，约翰·博格却能帮助我们中的任何一位成为一名精明的投资者。”**因而，从这种意义上来讲，约翰·博格的《共同基金常识》所传达的投资哲学，对机构和个人投资者同样具有启发价值。

作为一名投身基金投资领域长达半个世纪之久的理论和实践先驱者之一，博格对目前基金业面临的诸多由来已久的不合理问题，也有着深刻的批判性认识。无论是美国还是全球市场，博格批评说，当前基金公司越来越倾向以积极的基金营销取代有效的投资管理，并以此作为经营的首要任务；基金经理过分追求频繁买卖带来的短期绩效而不顾成本剧增的现实；通过募集超大的基金规模以获取管理费，而对

边际业绩递减的事实熟视无睹；名目繁多的金融创新，有些只是基金公司聚敛资金和牟取佣金的工具，而基金份额持有人缺乏对基金公司经营管理的发言权等；甚至在投资者的资产出现了损失严重的同时，基金经理依然攫取着丰厚管理费的不公平现象。这些问题归结为一点，就是基金公司更多地为了基金经理和基金公司的利益而经营，而在一定程度上背离了代投资者理财和为投资者服务的行业初衷。因而，当美国基金行业在金融危机中暴露出诸多问题之际，如何唤起投资者对自身应有利益的关注，如何促使基金业以一种更加透明、更负责任和以最大化投资者实际投资回报为目标的方式进行经营，是基金业未来发展不可回避的问题。**本书作者所推崇的消极指数化投资管理、降低管理费用、保持适度的管理规模等变革措施，及其实践多年的强调关注投资者利益的“共同”基金治理结构，为美国乃至全球的基金业革故鼎新、更好地服务于投资者指出了一个清晰的方向，虽然事实证明这样的变革注定是痛苦和艰难的。**

本书的作者约翰·博格先生首先是一个勇于实践和创新的金融家，其次是一个关注市场的研究者。我个人在金融领域十分偏好这种理论与实践紧密结合的研究者和金融家。博格于1975年创办了全球首个指数基金：领航500指数基金；截至2010年6月，领航集团旗下共有160只基金，其中规模最大的4只基金都是指数基金；领航集团管理的净资产规模达1.4万亿美元，居美国各基金管理公司之首。多年来，博格所倡导的投资理念影响了许多个人投资者的投资布局，同时，他对整个基金行业的使命感和责任感推动了美国基金业整体的反思和变革。

作为原书的10周年纪念版，本书保留了原版的完整内容，同时对1999—2009年以来的美国基金业的最新进展进行了全面的更新。作者用这10年的数据和事实，对原版书中提出的观点进行了坦率的验证，这些后验的历史事实愈加凸显了原版书中绝大多数观点的参考价值。

2008年以来，全球基金业在金融危机的强烈冲击下进入了深度调整的过程。我国基金业在经历了2007年的快速发展之后，也承受了2008年以来在全球金融危机冲击下的再平衡和再调整，如今已经开始进入一个新的发展阶段。几年来，基金份额基本没有什么增长，这必然促使中国的基金行业寻求新的发展路径。应该说，**当前全球基金业在后金融危机的同一背景下，面临着类似的发展命题，在此时翻译和介绍这样一部美国基金业的经典著作，对我们站在后金融危机的时点上，总结和展望中国基金业的发展，具有重要的借鉴作用。**

本书由我牵头组织翻译，我和吴博博士共同负责翻译的整体协调和具体组织。翻译小组的成员包括：巴曙松、吴博、赵勇、韩明睿、廖慧、段端和韩丽，小组成员在我的组织下共同进行了原稿的初译和交叉校对工作。初译的分工如下，巴曙松、赵勇第一部分，段端和韩丽第二部分，巴曙松、吴博第三部分，韩明睿第四部分，第五部分及文前内容和附录由巴曙松、廖慧完成。巴曙松、吴博主要负责对译稿全文的统稿和校对工作。中国证监会基金部张旗女士、长盛基金管理有限公司副总经理杨思乐先生、金融工程研究员王超先生等对译稿提出了不少专业的修订建议，湛庐文化的编辑们为本书的编辑出版做了大量细致的支持工作，在此一并致谢。

经过我们从2010年初夏到现在的持续努力，这本全球基金业的经典名著最新版终于呈现于中国读者面前了。这样一部经历了时间检验的基础性著作，兼有学术研究的严谨和通俗读物的流畅，我们在翻译时力求体现作者语言和观点的特色原貌，但由于水平所限，谬误之处在所难免，还请各位读者不吝指正。我们也深切地知道，翻译工作是一项十分艰苦的基础性工作，及时把优秀的经典著作翻译介绍到国内，对于客观把握海外市场的动向，无疑具有积极的作用。

理解共同基金，你必须知道的常识

1．根据奥卡姆剃刀原则，博格认为有3个变量决定着股市的长期回报率，下列选项中（　　）不包括在这3个变量之中

A．初始投资时刻的股息率

B．随后的盈利增长率

C．在投资期内市盈率的变化

D．长期国债的利率

2．投资者如果采取固定比例的策略，其优势是（　　）

A．能够保持风险和收益之间初始平衡的相对稳定

B．能够抓住市场热点，最大化自己的收益

3．博格认为最好的投资应该遵循的原则为（　　）

A．越简单越好，简单能够保证你能够理智

B．越复杂越好，复杂才能让你超过别人

4．均值回归是金融市场的引力定律，它意味着（　　）

A．基金业绩突出者向下滑，业绩落后者往上升

B．每个人都向自己平均业绩回归，业绩突出者一直好，业绩差的一直差

5．（多选）博格认为，短线交易相对于长线投资的缺陷，主要表现在两个方面，它们是（　　）

A．市场择时

B．换手率

C．依赖过分复杂的指标

D．顺势而为

6．博格认为投资是一种四维活动，这四维是（　　）

A．回报，风险，成本，时间

B．回报，市场，趋势，时机

7．（多选）衡量债券型基金的风险的三个要素是（　　）

A．久期

B．波动率

C．评级

D．管理层过往业绩

8．指数型基金的核心理念是（　　）

A．全部投资者作为一个整体不可能超越整个股市总体回报率

B．指数型只能在高效率市场中发挥作用而不能在其他效率较低的市场中发挥作用

想了解更多关于共同基金的知识吗？
扫描下载“湛庐教育”APP，“扫一扫”本书封底二维码，
获取测试题答案及其他丰富的内容。

目 录

推荐序1　时间是最好的朋友
推荐序2　以开放的视野拓展中国基金业发展新途径
译者序　回归常识
10周年纪念版序　见证全球基金业十年蜕变
原版序　为何本书如此与众不同
10周年纪念版前言
原版前言
第一部分　投资策略
　第1章　长期投资：强斯和花园
　第2章　回报的本质：奥卡姆剃刀原则
　第3章　资产配置：业绩归因之谜
　第4章　简单化：如何到达应去之地
第二部分　投资选择
　第5章　指数化：经验对希望的胜利
　第6章　股票投资风格：井字游戏
　第7章　债券投资：逐渐被遗忘
　第8章　全球投资：钻石之邦
　第9章　选择优质基金：寻找圣杯
第三部分　投资业绩
　第10章　均值回复：牛顿对华尔街的报复
　第11章　投资相对主义：幸福还是不幸
　第12章　基金资产规模：胜利是最大的失败
　第13章　税收的影响：视差的启示
　第14章　时间的作用：第四维度，魔法还是专制
第四部分　基金管理
　第15章　投资原则：重要的原则不可动摇
　第16章　基金营销：信息即媒介

第17章　现代科技：又有何益
第18章　基金董事：一仆事二主
第19章　基金治理结构：策略规则
第五部分　基金精神
第20章　企业家精神：创造的喜悦
第21章　领导力：目标意识
第22章　人性化：客户和员工
后记
附录一　2010年年初对股票市场的一些思考
附录二　1999年年初对股票市场的一些思考
10周年纪念版致谢
原版致谢

10周年纪念版序

见证全球基金业十年蜕变

大卫·斯文森　耶鲁大学首席投资官

约翰·博格，理应得到美国大众诚挚的谢意。**首先，他为了带领投资者在缺乏信任的金融服务市场顺利前行，投入了大量的时间和精力。其次，他创立了领航集团，这是一个将投资者利益放在首要和核心位置的杰出金融机构。**没有约翰·博格的努力与付出，美国大众将缺乏一种富有吸引力的投资选项。

博格的建议极其简单：购买那些低成本、低换手率、严格遵守投资组合策略的指数基金。不幸的是，很少有人听从他的合理建议。大多数投资者都热衷于积极管理的投资游戏，但他们皆因两个原因而失败。第一，他们选择的主动管理型共同基金，几乎从未兑现其战胜市场的承诺。亏损来自疯狂的、但最终适得其反的伴随着市场冲击和交易佣金的过度交易和不合理的管理费用，这种费用远远超过基金经理带来的价值增值，如果有的话。正如博格所指出的，几乎所有的共同基金经理都认为税收无关紧要，从而增添了不必要的高昂税负。当投资大众在4月15日与美国国内税务署（Internal Revenue Service，IRS）打交道时，这些税负经常让他们猝不及防。

第二，投资者紧盯基金以往的业绩来进行交易。通过抛售已淡退的昔日热门基金，并追逐今日的当红基金，共同基金投资者进行系统性的低买高卖。这是一种很糟糕的生财之道。此外，疯狂地转换共同基金通常会引发更重的税负。如果投资者听从博格的建议购买指数基金，他们将能借助于低成本的优势击败绝大多数的基金经理。听从博

格的建议通过稳健地配置资产来避免错误的择时操作，他们将会获取几乎所有的市场收益。

当然，作为一名金融专家，我有自己的见解，对于博格的成功投资诀窍，我有两点小小的修正。**首先，我着重强调国际化分散投资的价值，特别是投资新兴市场。其次，由于美国政府的信用问题，我将限量持有债券。**如同投资者在1998年和1987年的市场紊乱期间所经历的，在最近的金融危机中，投资者的经历显然说明了为什么信用风险和期权性风险暴露并削弱了从一开始就持有债券的理由。即便如此，约翰·博格书中的本质内容都是对的。请听从他的建议。

博格的明智建议理应得到更多的关注。个人投资者必须训练自己执行成功投资计划的能力。无论投资者追寻什么样的投资方法，阅读都能够为教育投资者提供关键基础。约翰·博格是少数有思想见地的实践型作家之一，这些作家包括伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）和查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）等人，也许我也可以算其中的一个，他们清楚地阐述了一些合理的、有独到见解的投资方法。读罢《共同基金常识》，再看看马尔基尔的《漫步华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*），埃利斯的《赢得输家的游戏》（*Winning the Loser's Game*），和我的《不落俗套的成功》（*Unconventional Success*）。与共同基金业天花乱坠的营销广告、经纪界的胡诌哄骗以及电视脱口秀的衰弱杂音相较，这些书的投资理念有如浊世清音。即使在“每日秀”节目中被琼·斯图尔特（Jon Stewart）狠狠教训了一番，吉姆·克拉默（Jim Cramer）仍厚颜无耻地给《金钱万能》节目[(2)]的观众们兜售着糟糕透顶的建议。几乎在投资领域的每个方面，他都站在约翰·博格的对立面。请忽略吉姆·克拉默，关注约翰·博格！

约翰·博格的成就远非仅限于教育投资大众。在共同基金业让投资者投资失利时，他的领航集团提供了一种新的投资选择。作为仅有

的两只不以盈利为目的的基金集团之一（另外一只是TIAA-CREF，我在其董事会中任职），领航集团对所有的投资者一视同仁。除了领航集团和TIAA-CREF，几乎所有的共同基金管理公司都在追逐盈利，还对外标榜为投资者服务。不幸的是，当盈利动机与信托责任相冲突时，贪婪占了上风，盈利动机获胜。为投资者服务的理念消失殆尽，投资者也蒙受损失。**约翰·博格如此令人信服地告诉我们，当今盈利驱动的基金公司密切关注市场营销，确保收取高额的费用，且只进行很少的实际投资管理。明智的投资者应规避主动管理的陷阱，接受指数化的确定性，并选择以投资者为中心的基金经理。**

尽管约翰·博格提到了有关共同基金业结构、运营和业绩失败的负面言论，但他对投资世界仍抱有乐观的看法。我自认为是一个积极向上的人，但仍担忧作为个人投资者缺少成功的投资机会。近年来，养老金的供应负担已经严重地从雇主转移到了雇员。政策变换引发了一系列问题。首先，个人储蓄不足。其次，储蓄的也大多是高收入人群，这也不足为奇。来自美联储的消费信贷调查的惊人统计数据显示：在养老金定期缴纳计划中，前1/4的高收入人群有88%的平均财富超过260 000美元；在后1/4的低收入人群中，不到11%的平均财富低于2 000美元。难道退休计划仅仅是为富人准备的吗？再次，无论富人还是穷人，在以盈利为目的的共同基金的支配下，投资者面临的投资选择并不达标。最后，投资者购买这些不达标的投资工具，并都由此做出错误的择时决策。正如约翰·博格所指出的，其最终结果是，投资者没能从投资全球证券市场中获得公平的回报。

约翰·博格为投资大众奉献了两份大礼：领航集团和《共同基金常识》。领航集团是一个为投资者最佳利益服务的杰出投资管理公司，而《共同基金常识》是一本关于如何管理个人投资组合的简单易懂的入门书籍。好好享用博格的礼物，并将它传送给你所爱的人。

原版序

为何本书如此与众不同

彼得·伯恩斯坦　美国著名金融史学家

约翰·博格所著的这本关于投资的书，是我迄今为止见过的最与众不同的书，因为他讨论了其他作者所忽略的一些敏感问题。我不大愿意去思索为何这些主题不被别人重视，我猜测，要么是其他学者的眼界不如博格开阔，要么是他们对于读者的切身利益不够关注。

人们经常忘记博格超越投资专家的一面，他非常关注个人投资者如何管理他们辛辛苦苦挣得的财富。首先，也是最重要的，他是一个非常成功的商人，凭借自己的技能和决策建立起了自己的基金之国，这是一个伟大的基金帝国。他一直朝着自己梦想的方向前进，经营着自己的共同基金帝国。许多年前他开始创业时，也正是这种梦想激励着他。本书的读者将会欣赏到对共同基金业本质的一次独特而质朴的描述，也将领略到共同基金是如何影响个人手中的财富的。

尽管我们会听到一些来自公司发言人的高谈阔论，但卖方和买方的利益冲突是内生于经济系统的。**博格的目标就是通过最小化利益冲突，建立起一个主要致力于消费者利益的行业，但同时要经营得成功，以便能够继续增长和自我维持。**然而，博格所致力于的这项艰巨而复杂的工作，使他能够以一种独特的视角来看待竞争。本书清楚地表达了博格的不满。

投资管理是一个行业，而不仅仅是个专业，我们必须将其看成是在经济系统框架内的一个整体商业活动。**投资管理行业是个暴利的商**

业活动。正因如此，其本身遵从着资本运营的铁律：资本会流向预期回报率最高的领域。在过去的10年中，共同基金的数量从2 710只增加到6 870只；与此同时，基金经理的数量从1 260人爆增到5 810人。

另一方面，投资管理行业违背了另一个资本运营的铁律：高额回报率不可避免地吸引着新的资本进入，由于新竞争者努力从原有的参与者手中抢占市场份额，资本的回报率随之降低。约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）的一句名言将这个过程称为“创造性毁灭”。这也是为什么经济系统运转如此成功，尽管瑕疵多多但仍被广泛接受的本质所在。

投资管理公司却对上述事情置若罔闻。基金经理人数的增长速度远远超过了他们所服务的客户人数的增速。不管愿意与否，越来越多的人进入到这个领域，但并未降低已成立基金的盈利能力。偶尔会有一个新创公司没能发展成功，或者一个稳固的公司在糟糕的环境中因经营失败而消失，但大部分基金经理都照常凭借其自有资本赚取着令其他行业只能眼羡的回报。

博格关于如何投资、如何理解资本市场这种非比寻常的智慧，是阅读此书再充分不过的理由。但本书中最大的启示是，个人投资者财富的变化离不开财富管理行业的结构。博格关于行业结构对于个人财富影响的独特见解，是本书最有价值的地方。本书不仅仅是一本趣味读物，读后你必将获益良多。

10周年纪念版前言

10年时间的变化如此之大！在新千年的头10年，也即继1999年原版《共同基金常识》出版后的这10年间，差异是令人惊奇的。在之前的20年间，美国的股票市场的平均年回报率达17%，是其200年历史中的最高水平。在过去的10年间，伴随着2000—2002年和2007—2009年两个主要的熊市，股票市场的回报率整体转为负值，年回报率仅为-1.5%。这是在股市的200年历史中，记载的回报率最低的两个10年之一。

类似地，我们的经济已经从一个繁荣强大的长盛时期，过渡到了一个以2008—2009年的经济大衰退为起点、未知长短的新时期。现在看来，这种衰退已经见底，并伴随着适度的经济恢复，其中经过通货膨胀调整的经济体实际增长率的“新的正常”水平更可能是年增长2%，而非20世纪特有的3%的增长水平。

这些仅仅是当今世界已发生变化的几个例子。全球化如今是理所当然的趋势。战争与和平形影相随。政权更替司空见惯，正如我们联邦政府中的民主党已经接替共和党执政。负债已经猛增至史无前例的、不可持续的水平。当我们的国民在努力减少负债水平时，美联储的负债实际上却在爆炸式地上升，而且近期几乎没有减少的迹象。

在某种程度上，最近发生的所有变化都已经对共同基金业形成了冲击。尽管股票型基金的回报率必然会落后，但平均而言，与股票市场的回报率持平。20世纪90年代积累的股票市场动量在21世纪生效了，这10年间，共同基金的资产规模已从1万亿美元增长至5万亿美元，在2007年秋天一度超过了12万亿美元，而随后在股市崩盘的余波中骤降至10万亿美元。即便如此，共同基金仍然继续吸引着基金持有

人，10年前的5 000万的基金投资者大军如今已经有9 200万人的庞大规模。

时代确实已经不同了。在国家金融财政、退休计划和经济系统中，共同基金业逐渐变成了更重要的因素。共同基金的经营也显得更加重要，借用一句1940年的《投资公司法案》里的原话：“这关系到了全国公众和投资者的利益。”

10年以后的2009年似乎是一个值得纪念的时刻。全面更新的《共同基金常识》不仅得以出版，它的启示也得以重新评估。为了达到此目的，我没有更改原版中的任何字眼，而是增加了自1999年以来的大量数据和对重大历史事件回顾性的评论。评论分散在每一章中，为了便于解释清楚，用灰色背景突出显示。不管历史事件是否证实了我10年前的观点，我都尽量不偏不倚地描述它们。就本质而言，对就是对，错就是错。

我很开心地在此报告，我的首要目标“通过共同基金建立一个健全的投资计划，以帮助读者成为更成功的投资者”已经实现。我在1999年版中所陈述的原则仍然成立，而且还远不止于此。**是的，在股票和债券之间平衡恰当的投资组合是成功的关键。是的，简单化原则仍然关键。是的，股票市场最终反映的是盈利增长、分红收益、公司经营等实体经济的业绩表现。是的，投资成本仍尤为重要，税收也是如此。**而且，消极管理的股票型和债券型指数基金的业绩将会继续优于主动管理型基金。

当然，在各种投资板块中获得的回报率，包括美国市场和国际市场，仍然回复于市场的均值水平或以下。是的，正如昨日业绩表现优异的基金有可能成为明日的落后者，单只基金的回报率也在继续向市场的均值水平回复。这些简单的原则仍然适用，我后来将它描述为“简单算术的铁则”。确实如此，毕竟“基本原则亘古不变”。

可惜，我的第二个目标“为共同基金业的变革制定方向”没能实现。尽管我热衷于这种变革，而且现实也强烈要求变革，但基金业的状况还是越来越糟糕。技术进步有好的一面，如速度、效率和信息量等，但同时也是坏的一面的推手。比如说，技术创造了极其复杂、充满风险的金融工具，怂恿投资者像频繁交易股票一样去交易基金。市场营销的地位仍然优于基金管理，销售的作用也胜过于管理。基金经理们仍然忽略了他们是为基金投资者工作，是扮演着基金受托人的角色。基金业的管理结构仍然是不利于基金投资者而有利于基金经理的。因此，我虚心地承认，我关于“时间和推理”（借用托马斯·潘恩的表述）将一起推进基金业改革的期望仍未实现。

总而言之，尽管我的投资法则的确广受欢迎，至少是获得了精明的投资者、有责任心的投资顾问和学识渊博的学者等的支持，但显然，我的基金业改革运动还并未成功。但是，请相信我，“时间和推理”将继续支持我。尤其是在当前的后危机时代，投资逻辑在未来的数10年中将不可避免地进行重构。

正如我已故挚友彼得·伯恩斯坦在本书1999年版的序中写道的：“个人投资者财富的变化离不开财富管理行业的结构。”行业结构确实有巨大的缺陷，它已经削弱了大量信任共同基金的投资者的财富。尽管重建共同基金业非常重要，但广泛的行业既得利益者将对改革的成功形成巨大阻力。因此，我借用托马斯·潘恩的话来安慰我自己，在上一版的前言结尾部分也曾引用过：“斗争越是艰难，成功就越辉煌。”

约翰·博格

原版前言

在写作本书时，我想达成两个目标：首先，我想帮助读者成为更成功的投资者；其次，我想为共同基金业的变革制定方向。第一个目标是我熟悉的领域。在1993年出版的《博格谈共同基金》（*Bogle on Mutual Funds*）一书中，我就通过共同基金，提出以一种常识性的方法来构造一个健全的投资计划。相似地，**本书也只是专注于共同基金，因为我认为，对于长期投资而言，包含股票、债券的一个广泛分散的投资组合是非常重要的。对于几乎所有的投资者而言，共同基金就是最合理有效的分散投资方式。**尽管《共同基金常识》包含了我前本书中的一些相同的观点，但它主要论述了已经发生在投资领域的一些重大变化。

我的第二个目标是想开辟一个新的研究领域。在过去10年中，发达的金融市场使共同基金成为成千上万的基金持有人的投资工具，这个行业已经出现的一些做法，可能降低长期投资的成功概率。在共同基金业令人不知所措的促销声中，《共同基金常识》辨别出这些做法，并介绍了一些执行一个稳健的投资计划所需的简单法则。这些投资法则也构成了我所呼吁的行业改革的基础。只要共同基金仍然是美国家庭的投资选择，改革就相当紧迫。

是投资者研讨这些问题的时候了。共同基金持有人现在有5 000万人之多，并且这一规模还在快速增长。整个行业的资产规模超过5万亿美元，而在20世纪90年代初，仅有1万亿美元。在我们的经济生活中，共同基金已经呈现出日益重要的作用；对于大多数投资者而言，他们都怀有美好希望，希望能够达到如安稳的退休生活等重要目标。这些问题决定了基金持有人和基金业在下个世纪能否成功，考虑这些问题迫在眉睫。

本书的观点鲜明，且日益得到共同基金投资者的支持，但很少听到基金业其他领导者的赞同之声，至少在他们的公开言论中没有。确实，我的立场更可能收到负面的反应：勉强接受，明显怀疑，完全反对，甚至是刺骨的斥责。

在这个行业中，我的观点只有少数人支持，可能甚至得不到任何一位行业领导者的支持，因此我只能依赖于常识和合理的推理了，借此寻求投资者的认可。我注重对历史事实的仔细分析。然而，历史仅仅只是历史，因此我不仅解释了我的投资哲学在过去是如何发挥作用的，还解释了其发挥作用的原因。**本书中展示的投资理论实际操作起来很简单，因为常识和基本逻辑决定了它必然会起作用。**确实，精明的投资原来与常识和合理的推理没多大差别。投资者越快了解这些基本法则，他们积累有价证券资本的能力就越强。对于基金持有人而言，时间确实就是金钱。

“常识”的定义

《牛津英语大词典》第二版（*OED II*）对于“常识”的定义，抓住了其本质：**“理性人所拥有的智力禀赋，每个人与生俱来的平凡才智，良好且合理的推理。”**在本书中，我尽量尊重这些特性，并且我坚信这些直白的理由不仅对共同基金的投资来说至关重要，而且对于共同基金业的变革也非常有说服力。第二版《牛津大词典》也提供了一个恰当的引述，刊登在1888年伦敦《泰晤士报》上：**“对包括理解力、准确的判断、公正的评判、清晰的看法的一般性需求和对这一切的理智思考，就被称为常识。”**我相信，共同基金投资者最终会有这方面的需求，而且随着基金持有人的人数和共同基金资产规模的持续增长，这种需求将日益迫切。

我之所以选择《共同基金常识》作为标题，不仅是为了强调在前文中定义的“常识”的重要性，也是因为“常识”是一篇在1776年问

世的很著名的小册子的标题。它的作者是托马斯·潘恩（Thomas Paine），费城人，美国的奠基人之一，他一直渴望结束英国乔治三世（George Ⅲ）在美国的殖民统治。或许他比任何人都更积极致力于为美国的独立战争做准备。在他四卷本的小册子第一卷的开篇是这样定义“常识”的，他承认他正面临的挑战：

> 可能下文所包含的一些观点并没有时髦到足以获得广泛支持的程度。一个不辨是非的长期习惯造成了一种什么都对的肤浅表象。面对转变，一开始总会有为了保卫旧俗的强烈抗议。但这种抗议很快就会趋于平静。在这种转变的过程中，时间比推理更有效。

我关于基金业的观点，也“并没有时髦到足以获得广泛支持的程度”。虽然如此，我坚信当今毫不怀疑地接受共同基金业现状的可怕舆论将很快改观。但我期望的是，让时间和推理来共同促进这种转变，而且常识最终将促进这种转变。

亲爱的读者，当你在探究共同基金成功投资、对基金业思考的新的重要方法时，请你耐心听我讲。如同托马斯·潘恩一样，我也提出几点建议：

> 在下文中，我只不过提供了一些简单的事实、朴素的观点和一些常识；请读者放下自己的成见和先入为主的观念，跟随自己的理智与情感来做决定，除此之外我对读者没有其他的要求；一个人所具有的或者说他不愿意丢掉的真正的特性，将极大地拓宽他现有的视野。

五个部分的内容安排

本书被分成五个独立的部分。前三部分是考察三个主要领域的常识性法则。这三个领域与投资者建立基金投资组合的关系应该最密

切：投资策略、投资选择和投资业绩。第一部分“投资策略”强调了长期投资的必要性，对股票和债券市场回报率本质的理解，以及资产组合中资产配置的重要作用。在这部分的每一章中，我都得出了相同的结论：**常识和简单化是财务成功的关键**。在第二部分“投资选择”中，这些相同的结论同样成立。我首先介绍了指数型基金，然后叙述了在各种股票型基金和债券型基金之间的选择，以及在各种不同投资风格之间的选择。我也全面深入地探讨了全球化投资，强调这种投资技巧所伴随的额外风险，但我再次发现，常识大获全胜。当我讨论追寻“圣杯”时，也再次得出相同的结论。“圣杯”是指那些提供可预见的较高回报率的共同基金。在第三部分“投资业绩”中，那些富有挑战性的投资经历定能引发令人清醒的启示，同时我还谈到了一个很深远但鲜有讨论的问题，那就是关于以前基金和金融市场回报率的趋势。不管回报率是高是低，将来基金和金融市场的回报率都将回复到长期的均值。我也探讨了当前尚不明确的短期相对回报率，基金资产规模政策的负效应，以及大多数基金特别突出的税收无效性问题。最后，我研究了时间所扮演的重要角色：时间能够增加回报率、降低风险，当然，也能够放大投资成本所带来的有害影响。

在一本关于如何成功投资共同基金的书中，对于书中最后两部分内容，许多读者可能感到惊奇。假如在第四部分“基金管理”中所讨论的问题不是前面章节中所谈到的较低回报率的主要原因，那它们确实不适合出现在此处。但是，这个行业已经偏离了它的传统法则。如今，它更关注于市场营销而非经营管理，它所惯用的完美的现代信息技术对投资者是不利的。总而言之，基金持有人的利益并不能被很好地保证。我认为，问题的根源在于共同基金的治理结构和行业异常的经营结构上。在这一结构中，基金董事们将所有的基金运营都委派给外部的基金管理公司。我再次表明，**常识和简单化是解决这些问题的不二法门**。一个可供选择的方法是：重组基金业，以便能够更好地服务于共同基金投资者。然而，考虑到即使是最佳的公司治理结构，都

不可避免地要反映公司组织者的个人价值，在第五部分“基金精神”中，在关于企业家精神和领导才能方面，我冒昧地讨论了我参与建立一个大型的、结构独特的基金公司的经历。最后，我以在这一特殊环境中服务的员工和享受这些服务的投资者的反应结束全书。

在进一步介绍之前，对此书我还有些未尽之言。为了阅读的连贯性，我按照章节组织全文，后续内容以前面的法则为基础。但我的目标是使每一章成为关于某个特殊主题的相对独立的篇章。因此，有时有必要重申某些主题或者数据。我希望通过此番强调，能方便读者根据兴趣和时间安排来关注某个特定主题。有些读者可能对部分章节的内容比较熟悉，因为这些主题在之前的演讲中或者期刊杂志中研究过，但在此处它们都更趋完善了。然而，绝大部分内容都是以各种形式首次出现的。

回归常识

尽管我接下来所要讲述的常识性投资法则和行业结构的常识性法则，如同潘恩所说的那样“并没有时髦到足以获得广泛支持的程度”，但我希望读者不要被“保卫旧俗的强烈抗议”所击退。潘恩符合常识的激进观点最终得到了殖民地居民的支持，从而美国独立战争才会出现。我也希望我常识性的观点能够很快得到基金投资者的支持。

《共同基金常识》将证明，基金投资者所遭受的不幸和不公平的待遇，与我们那些在英国专制统治下的祖先并无不同。共同基金业盛行着基金经理收取高额费用的“隐形税收”。而基金董事会为其提供便利，默许了这种适得其反的管理政策和收取超额费用的行为，而没有充分考虑到对基金持有人的回报率所产生的严重负面影响。如同北美殖民地的居民一样，基金持有人应当负起责任实行自治。

正如潘恩所指出的：“未受监督的国王是不值得信任的，对绝对权力的渴求是君主制度的天敌。”在管理基金持有人投资的过程中，共同基金管理公司就像得到了国王的权力。如果18世纪英国贵族都抱有对国王权力的幻想，那不就是与基金董事会一样了吗？对于管理公司关注自己的利润，我并无怨言，但基金持有人的收益和基金管理公司的收益之间的权衡，看起来并无有效的独立监管机构或者平衡机制可以依赖。正如同在美国的所有其他公司一样，基金持有人也应控制这些基金。

法则和实践

共同基金投资者应当回归到本书前三部分所描述的稳健投资法则和实践中去，他们也应该坚持要求自己所持有的基金也这么做。因为基金业的公司结构已经导致那些投资法则和实践被抛弃，基金投资者应该坚决要求共同基金改变组织结构，以弥补现存的所有权和控制权之间的不匹配。我尽力用常识性的方法来推理这些问题，希望你委托给共同基金的资产回报率能够有所提高。

你肯定没怎么听过潘恩那本书的结尾部分。当你回顾本书所讨论的重要问题时，毫无疑问，你会认为有些问题细想起来比较陌生且难以解决。确实如此，在1776年，潘恩用下面一段话结束了他《常识》的第四卷：

> 这些事情起初可能看上去比较陌生，也难以解决，但是，像我们经历过的所有其他事情一样，这些事情将马上会变得熟悉且容易接受。直到宣布美国独立之前，欧洲大陆都感觉自己像一个日复一日被烦事缠身的人，虽然知道这必须完成但不愿下定决心去做，希望早点结束却仍担忧是否有必要性。

我并没有心存幻想。这并不容易，而且肯定在我的有生之年也不能完全实现。但是，我还是要用潘恩最有名的一句话来提醒你，这句话写于乔治·华盛顿将军在1777—1778年的严冬宿营瓦利福奇（Valley Forge）击败敌军的前一年：

> 磨炼大家灵魂的时候到了，要成就大事就不容许有丝毫退缩。但他内心坚定，在良知的鼓舞下追求原则、至死不渝，如同地狱般黑暗的专制并不容易征服，但是斗争越是艰难，成功就越辉煌。

约翰·博格

第一部分
投资策略

导读

投资者应当考虑的首要问题就是投资策略。从一开始，投资是一项关乎信念的行为，也是一种推迟眼前消费获取未来所得的意愿。长期投资是投资者获取最优回报的核心要务。但不幸的是，大多数共同基金的经理和持有人都未遵守长期投资的理念，即规避投资组合频繁换手的基金，持有管理稳健、可作终身投资的基金。

为了突出长期投资的优点，在这一部分我考察了美国股票市场和债券市场特有的历史回报率和风险，以及决定这些回报率的来源：（1）由盈利和股利所代表的基本面部分；（2）投机部分，表现为基本面部分的市场估值大幅波动。在长期看来，第一个因素可靠且可持续；第二个因素则表现出临时性和不可持续性。而历史经验是理解投资的关键。

对回报率和风险的探讨，是进一步研究资产配置的前提。现在，所有睿智的观察者实际上都认为，资产配置是迄今为止投资者获得长期回报率的一项最重要的决策。

最后，我要探讨一个悖论：在更崇尚复杂化的今天，简单化才是最佳投资策略的基础。

第1章
长期投资：强斯和花园

投资是一项关乎信念的行为。我们将资金委托给投资公司管理是基于以下的信念：至少他们的努力能够为我们的投资带来高额回报。当我们购买美国公司的股票和债券时，我们对美国经济的长期繁荣以及金融市场的持续发展充满了信心。

当我们投资于共同基金时，我们确信，职业基金经理将谨慎地管理我们所托付的资产。我们也认识到了，通过投资于大量股票和债券而实现的分散化投资的价值。一个分散化的投资组合可将风险降低至股票和债券市场的平均水平，从而使持有单只证券的风险最小化。

美国人的投资信心起起伏伏，时而被牛市点燃，时而被熊市降温，但依然没有破灭。虽然历经了大萧条和两次世界大战，以及一系列令人气馁的冲击：繁荣与破产、通胀与通缩、大宗商品价格的震荡、信息技术革命以及金融市场的全球化，美国人投资信心依然不减。近年来，我们的信心还进一步强化，甚至有些过度，这来自始于1982年并且还在不断加速的股票牛市。直至20世纪末，它仍未有明显中止的迹象。当新千年来临时，我们对股市的信心达到了空前的高点。

十年以后

投资的悖论

随着21世纪的前10年接近尾声，我们很难回避这样的结论：投资者的信任已被辜负。我们所投资的公司的回报

率太过虚幻，而这样的回报率是由所谓的金融工程创造的，而且我们还承担着大量风险。1933年后，最严重的衰退使得美国的经济增长戛然而止，在两次股市崩盘之后，即2000—2002年以及2007—2009年的股市崩盘，股票市场回到了1996年的水平（不考虑股利因素）。投资者的财富在13年中停滞不前。

更严重的是，我们的很多共同基金经理，对于我们所托付的资产，并未履行谨慎管理的职责，反而是以牺牲基金持有人的利益为代价去满足自己的私欲。这样的事例不胜枚举，包括收取过高的费用，为了交易而支付过量佣金（与销售基金份额的经纪商相串谋），以及侧重短期投机而非长期投资等。在最为严重的一起破坏信托责任的案件中（2002年由纽约总检察长埃利奥特·斯皮策[Eliot Spitzer]披露），近20家基金管理人选择自己偏好的机构作为投资顾问，允许自己所偏好的投资者群体（通常为对冲基金），参与复杂的短期市场择时交易，这就直接损害了这些基金中坚持长期投资的基金份额持有人的利益。

从任何方面看，在千年之交的10年以后，投资者对于股票的信心似乎正在消失。我之前曾有过这样的担心：我们投资的信心已在1982—1999年间的牛市中过度强化。而现在看来，这种担心似乎有某种预见性。当我们信心满满时，市场估值亦是如此。我们现在希望并期待硬币的另一面。当我们信心低迷时，市场估值很可能具有吸引力。我们完全可以称其为“投资的悖论”。

园丁强斯、花园和长期投资

或许，是某些不可预见的经济波动触发了另一次严重的萧条，以致于摧毁了我们对投资的信心？也许是这样。过度相信平静的海面，让我们看不到风暴的危险。历史上充满了这样的插曲：投资者的狂热推动了股票价格达到甚至超过合理的价位，然后投资者被卷入投机的漩涡中，最终导致不可估量的损失。投资充满了不确定性。然而作为长期投资者，我们不能因为存在巨大损失的可能就被吓跑。没有风险就没有回报。

“风险”是“机会”的代名词。在今天这个浮躁且快速变化的复杂世界里，关于园丁强斯的故事，对于长期投资者而言，寓意深刻。花园历经季节的循环变化，与经济和金融市场的周期类似。因此，我们可以效仿园丁的理念，相信事物过去的模式将决定其未来的轨迹。

强斯[(3)]是一个中年男子，生活在某个富人宅院的孤室中，他与外界接触甚少。强斯有两个消磨时间的爱好：看电视和打理他居室外的花园。宅院的主人过世后，强斯首次跨出宅院，踏进外面的世界。一次，他被一辆豪华房车撞到，受了伤。车的主人是一位颇具实力的企业家，并且还是总统顾问。当强斯被紧急送到这位企业家的家里并实施医疗救护时，他仅称自己是“园丁强斯”（Chance the gardener）。在混乱中，他的名字随即被误以为是“昌西·格德纳”（Chauncey Gardiner）。

当总统造访这位企业家时，恢复中的强斯也坐在旁边。当时，经济形势不景气，美国的诸多蓝筹股公司备受压力，股票市场濒临崩溃。总统出乎意料地向强斯征求意见。

强斯开始有点畏缩，之后，他感到自己的思维仿佛突然从湿润的泥土中破土而出，与这看似不利的气氛缠绕在一起。最后，他盯着地毯说：“在花园里，草木生长顺应季

节，有春夏，也有秋冬，然后又是春夏，只要草木的根基未受损伤，它们将顺利生长。”

他慢慢抬起眼睛，看到总统对他的回答似乎很满意。实际上，总统非常高兴。

“我必须承认，格德纳先生，这是很长时间以来，我听到的最令人振奋和乐观的看法。我们中的很多人忘记了自然界与人类社会的相通之处。正如自然界一样，从长期来看，我们的经济体系保持着稳定和理性，这就是我们不必害怕自然规律的原因……我们坦然迎接不可避免的季节更替，却为经济的周期变动而烦恼，我们是多么愚蠢啊！”

这个故事并非我杜撰的。它是泽西·康辛斯基（Jerzy Kosinski）的小说《妙人奇迹》（*Being There*）前面几章的内容概括。后来，这本小说被拍成了令人难忘的电影，并由已步入晚年的彼得·塞勒斯（Peter Sellers）主演。就像强斯一样，我基本上也是一个乐观主义者，我认为我们的经济健康而稳固，虽然它会增长抑或衰退，但它的根基依然强健。尽管受到周期变化的影响，我们的经济依然保持向上的态势，渡过了一次又一次的难关。

图1-1按照时间顺序，记录了美国经济在20世纪的增长历程。即使在大萧条时期那些最黑暗的日子里，我们对未来的信心最终都获得了回报。从1929年到1933年，美国的经济产出累计下降了27%。然而，经济随后开始复苏，在20世纪30年代余下的时间里，美国经济累计扩张了50%。从1944年到1947年，当原本为第二次世界大战服务的经济基础设施难以与和平时期的生产任务相匹配时，美国经济曾经历了一个短暂而严重的萎缩时期，产出下降了13%。但之后，我们又进入了一个增长期，在4年内弥补了几乎所有的损失。**在此后的50年里，美国的经济模式经历了一个演化过程：从对商业周期极端敏感的资本密集型**

产业经济，发展到庞大的服务型经济，并对经济的极端波动不再那么敏感。

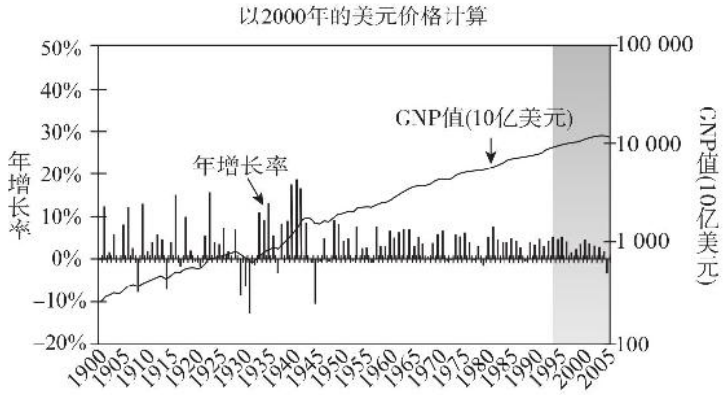


图1-1　实际国民生产总值（1900—2009年）

至少对美国而言，长期增长似乎已经确定成为经济发展的轨迹。在20世纪，美国实际的国民生产总值（GNP）平均每年增长3.5%；在第二次世界大战后的半个世纪里，这被称为现代经济时代，该指标每年增长2.9%。我们将不可避免地经历下降周期，但是，我们确信，长期增长终会重现。

秋之斑斓、冬之荒芜、春之绿意和夏之炎热，四季在循环交替。股票市场也在遵循尘世的轨迹而增长着。在本章里，我将回顾最重要的金融资产，即股票和债券的长期回报率和风险。历史记录饱含经验教训，这奠定了长期投资成功的基础。我希望展示的是由历史数据支持且具有非同寻常力量的结论：**若想投资成功，你必须成为一个长期投资者。**股市和债市在短期皆难以预测，但是人们已经证明，其风险和回报的长期模式具有足够的持久性，这可作为取得长期投资成功的基础。不管历史记录是多么牢靠，过去的经验仍然无法保证未来的成功。然而，**对过去的探究，加之使人自律的常识，这依然是一个聪明投资者最可依靠的方法。**

与长期投资相对的一种方案，是在股市和债市上进行短线操作。无数来自财经媒体、职业投资者或是个人投资者实际操作的例子，都显示出短期投资策略内在的危险性。在当下这些兴高采烈的日子里，大量投资者置稳健的长期投资策略于不顾，却采用疯狂的短期行为，这样的气氛弥漫在我们的金融市场里。一些投资者试图先于市场行动（当预测市场上涨时就入市，当预测市场下跌时则出场）而获利，这导致了投资组合的快速换手，这些投资组合原本是为寻求长期目标而设计，但这么做却适得其反。我们不能控制自己的投资回报，但是，**如果我们坚定对未来的信心，仔细关注我们可以控制的投资要素：风险、成本和时间，那么，一个长期的投资计划必将在未来获益。**

十年以后

令人不适的严冬

在过去10年中，除去股市中的偶然不快，我们的经济在持续以1.7%（剔除通货膨胀因素）的实际增长率稳步增长，该增长率恰好是“现代经济时代”增长率3.4%的一半。尽管有始于2008年的衰退，美国的实际国民生产总值全年还是微弱增长了1.3%，然而据预测，2009年将大约下降4%，这是自1991年以来的第一次下滑。

但是，在从2008年年中直至2009年年底的这段令人不快的严冬之后，我们享受到了如春夏般温暖的复苏。与10年前相比，证券市场所提供的价值远高于我们的实体经济，且这种情况较10年前更甚。当时，美国证券市场的总市值是其国民生产总值的1.8倍，这已是一个空前高的比例。截至2009年，美国证券市场的市值为10万亿美元，而美国的国民生产总值为14万亿美元，此时二者的比例跌至

约0.7，从原来的峰值下跌了60%，现在这一比例大致接近了历史平均水平。

在此基础上的股票估值较为现实，对长期投资很可能具有吸引力。不可避免的经济周期变化使得我们心绪不宁，园丁强斯却对此表示了不屑。这种不屑是一个及时的提醒，它告诉我们：我们不能仅依靠情感，更要依赖理智，去洞察具有创造力和创新性的美国经济在长期中如何增长。

我们的花园如何成长起来

在回顾股票和债券回报率的长期历史时，我主要依据宾夕法尼亚大学沃顿商学院的杰里米·西格尔（Jeremy J. Siegel）教授的研究成果。虽然他的材料略显琐碎，但因其研究为长期投资提供了有力的佐证，故值得仔细探究。正如强斯所说，就像花园与花儿的关系，我们的金融市场为投资创造了成长的机会。图1-2基于西格尔教授的佳作《股市长线法宝》（*Stocks for the Long Run*）。如图1-2所示，在几种主要的金融资产如股票、债券、国库券和黄金中，股票的回报率最高。此图涵盖了从1802年到2008年美国股票市场的全部历史。假设从1802年起，在股票市场的初始投资为1万美元，并且所有的股利全部进行再投资（忽略税收因素），则投资的终值为56亿美元（扣除通货膨胀因素）。而如果同样的初始资金投资于美国政府长期国债，所有的利息收入均再投资，到期终值将只略高于800万美元。股票的年实际回报率为7%，而债券的只有3.5%。至少对于一个像玛士撒拉（Methuselan）[(4)]那样能够有196年时间的投资者而言，股票的高增长率（整个期间均按复利计息）所带来的显著优势，最终导致了股票和债券二者终值的大相径庭。

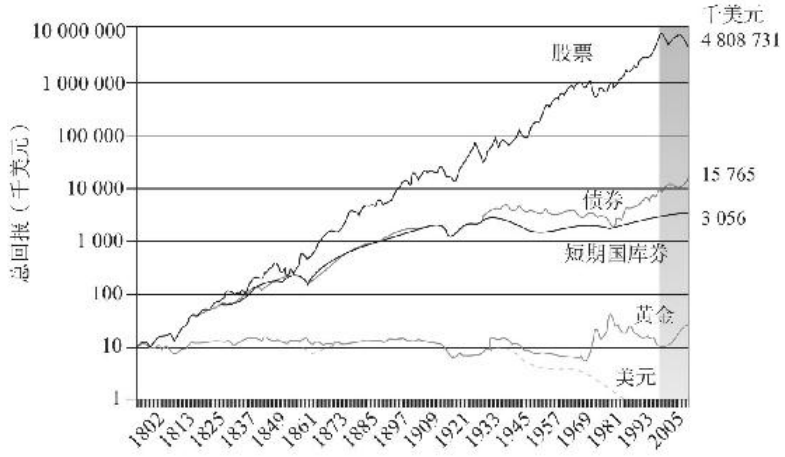


图1-2　1万美元初始投资的总的实际回报（1802—2008年）

西格尔教授的研究发现：我们的证券市场从早期直至今天，可划分为三个阶段，在每一阶段里，股票的回报率基本保持一致。**第一个阶段是从1802年到1870年，西格尔指出：“在此期间，美国从农业经济转型为工业经济。”在第二个阶段，即从1871年到1925年，美国成为全球重要的一个经济和政治大国。第三个阶段从1926年至今，通常被认为是现代股票市场的时代**[(5)]。

这些长期的数据仅覆盖了美国的金融市场，大多数研究表明，其他国家股票的回报率更低，而风险更高。在早年，这些数据是基于零碎的回报率信息的；并且，由于这些信息主要侧重于生存下来的大公司，故这些信息常有大量的偏差。同时，当时的股票市场在特征和规模方面，与当今的市场大相径庭，例如，在今天严格、透明的会计制度下得到的公司盈利数据，其可靠性与过去的相关数据不可同日而语。19世纪早期的回报率数据主要来自银行股票；美国南北战争以后来自铁路股票；在20世纪早期则来自商业股票，包括几家主要生产绳索、麻绳和皮革制品的企业。在最初列入道琼斯工业平均指数的12只样本股票中，至今唯有通用电气公司尚存。但是股票市场确实具备一些持续的特征，在西格尔教授所研究的三个阶段中的每个阶段里，美国股票市场都表现出这样一种趋势：其实际回报率（扣除通货膨胀因

素后）围绕7%的标准上下波动，在1871年到1925年的第二阶段偏低，在现代的第三阶段又偏高。

针对债券市场，西格尔教授检验了美国政府长期国债的回报率，该指标一直是固定收益类投资业绩的比较基准。美国政府长期国债的实际回报率平均为3.5%。但是，与股票市场异常稳定的长期实际回报率相比，债券市场各阶段的实际回报率波动频繁。在前两个阶段平均为4.8%，在第三个阶段跌到2.0%。在20世纪下半叶，债券的回报率显得特别易变且难以预测。

十年以后

1999—2009年的总回报率

1802年，1万美元的初始投资，到1997年年末累积的实际回报达到560万美元。这笔初始投资在1999年年末达到810万美元的高点，而到2009年年中则仅剩480万美元，只稍高于1996年年末的水平。因此，在过去两个多世纪的时间里，截至1999年，股票的年历史回报率为7.0%；而截至2009年年中，该回报率下降到了6.5%。将股票市场的回报率类推，或依赖过去的回报率来探究未来的变化，这看起来似乎是合理的，但其实毫无意义。股票市场从来不是一张保险精算表[6]。

债券市场也是如此。直至1997年，美国政府长期国债的实际回报率平均为每年3.5%，在随后的10年里跃升为6.2%，随着2009年利率的上升，截至该年年中，其年回报率跌至4.5%。这种上升容易预测，主要是因为长期国债的回报率直至1998年中期，一直为稳健的5.25%。但是在随后的十多年里，长期国债回报率随着利率而走低（债券价格

走高），初始投资于债券的1万美元仅上涨了50%，实际价值从1997年的810万美元变为2009年年中的1 350万美元。这与股票组合价值的深度下跌形成了鲜明的对比。这种必要的对比表明了在投资方案中平衡股票和债券的重要性。

在近期，短期国库券的实际回报率还不足1%，这符合以往的历史记录，但该回报率只能对冲通货膨胀率，而不能产生一个足以支撑实际回报率为正值所需的额外溢价。在金融风暴中，黄金常被视为一个避难所。一如往常，在1999—2009年的10年内，这种贵金属的价格涨幅超过原来的3倍。但是黄金这类投机品的定价只是基于市场预期，而没有内部回报率一说。黄金不像股票和债券，它不能产生内部价值；而股票可以通过盈利增长和股利分红产生内部价值；债券则可通过利息支付取得内部价值。因此在图1-2中显示，在两个多世纪的进程中，初始投资于黄金的1万美元实际仅增长到2.6万美元。事实上，在1980年黄金早期的繁荣期，它的价格已达峰值。自那以后，其实际价值已经下滑了近40%。

股票市场回报率

让我们首先看看股票市场，如表1-1所示，其中包括两列股票市场的回报率：名义回报率和实际回报率，数字大者为名义回报率。名义回报率未扣减通货膨胀率。而实际回报率扣减了通货膨胀率，故更能够准确地反映投资者购买力的增长。因为**投资的目的在于积累实际财富，这表现为不断提高对商品和服务的购买能力，因而长期投资的最终目标一定是实际回报率而非名义回报率。**

表1-1　股票市场的平均年回报率（1802—2008年）　　单位：%

	名义总回报率	消费者价格指数	实际总回报率
1802—1870 年	7.5	−0.7	8.3
1871—1925 年	7.2	0.6	6.6
1926—1997 年	10.6	3.1	7.2
1802—1997 年	8.4	1.3	7.3
1982　1997 年	16.7	3.4	12.8
1998—2008 年	1.3	2.5	−1.2
1982—2008 年	10.1	3.1	6.8
1802—2008 年	8.0	1.4	6.5
1926—2008 年	9.3	3.0	6.1

在早年的股票市场上，几乎不区分名义回报率和实际回报率。在从1802年到1870年的第一阶段（当时的数据来源很可疑），通货膨胀率为每年0.1%，故实际回报率比7.1%的名义回报率仅低0.1%。

在19世纪的大部分时间里，通货膨胀率一直保持在极低的水平。在股票市场的第二个主要阶段，即1871年到1925年间，虽然通货膨胀率在后期急剧上升，但回报率几乎与第一阶段相等。股市的名义回报率为每年7.2%，其实际回报率为每年6.6%。二者的差距是由平均每年0.6%的通货膨胀率造成的。

在现代阶段，通货膨胀率急剧上升，达到年平均3.1%，实际回报率和名义回报率之间的差距相应加大。自1926年以来，股市的名义回报率为每年10.6%，而经通货膨胀率调整后的回报率为每年7.2%。自第二次世界大战以来，通货膨胀率一直居高不下。例如，从1966年到1981年，通货膨胀率飙升至每年7.0%，而股市的名义回报率为每年6.6%，导致实际回报率为－0.4%。此后，通货膨胀率开始下降。从1982年到1997年，在这个长期大牛市里，实际回报率平均为12.8%，在所有长期牛市里的任一可比时段里，该值已经接近美国历史上任何可比时间段的最高点（1865年到1880年间的14.2%）。

美国的货币体系已从金本位转变为纸币本位，这是造成通货膨胀率在现代阶段高企的主要原因。在金本位制度下，流通中的每1单位美元，可以兑换成固定重量的黄金。在现代纸币本位的制度下，美元的价值除了由公众的集体信心支撑外，别无其他基础。这就几乎不能限制美国政府发行更多美元。有时候，迅速增长的货币供给促使价格急速上升。但这对股市长期的实际回报率没有显著的影响。即使名义回报率已经与通货膨胀率同步上升，实际回报率依然稳定在7.0%左右，大致等同于19世纪的水平。

股票市场风险

虽然在长期股市的实际回报率明显趋于稳定，但每年的实际回报率仍然有较大的波动，我们使用年回报率的标准差来测度其波动性。表1-2列出了股市回报率的逐年波动情况，时间跨度为3个主要阶段，以及自1982年以来的情况。该表也列出了每个阶段回报率的最大值和最小值。从1802年到1870年，回报率的均值为7%，标准差为16.9%。换句话说，在大约2/3的时间内，实际回报率在－9.9%～+23.9%之间波动。从1871年到1925年，标准差为16.8%，与第一阶段相比几乎未变。在现代，从1926年至今，回报率的标准差升至20.4%，如表1-2所示，股市年回报率的下降当然可能超出其标准差描述的范围。股市的最高点出现于1862年，实际回报率达到66.6%；最低点出现于1931年，实际回报率为－38.6%。很清楚的是，**由股市实际回报率的曲折历史所形成的简化模式，几乎无法推断在任何给定年份的预期回报率。**

表1-2　股票市场的年波动率　　（1802—2008年）　　单位：%

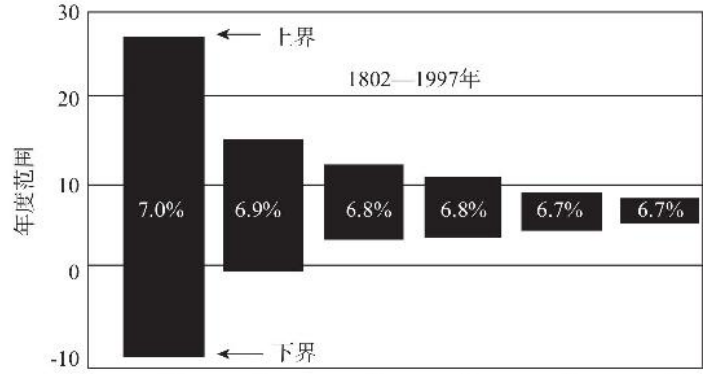
	实际年回报率的标准差	最高的年回报率	最低的年回报率
1802—1870年	16.9	66.6	-29.9
1871—1925年	16.8	56.1	-31.2
1926—1997年	20.4	57.1	-38.6
1802—1997年	18.1	66.6	-38.6
1982—1997年	13.2	31	-11.5
1998—2008年	20.8	29.2	-37.3
1982—2008年	17.4	32.5	-37.3
1802—2008年	18.3	66.6	-38.6
1926—2008年	20.5	57.1	-38.6

尽管如此，这些大幅度的波动，随着时间的增加而急剧下降。如图1-3所示，一年期的标准差为18.1%，而5年期的标准差仅为7.5%，下降超过一半；而10年期的标准差又下降了将近一半到4.4%。虽然波动的大部分在10年后基本消退，并且还随着时间延长而持续下降，直至50年的投资期限后，年回报率的标准差减为1.0%，这意味着回报率的上限为7.7%，下限为5.7%。时间越长，年平均回报率的波动越小。投资者不应该低估时间跨度。一个投资者在25岁时开始为其退休计划做准备，75岁或更老时退休并领取累积的资本。这样，他将会有50年或更长的投资生命期。学院、大学和其他很多的永久性机构，本质上有无限的投资期限。

标准差是什么

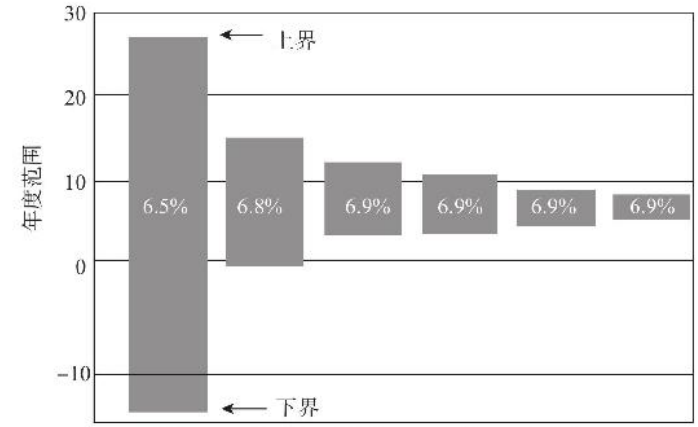
从学术角度看，标准差是一个公认的测度变异性的指标。在给定的时间范围内，它指出了投资回报的变动范围。例如，如果某项投资的平均年回报率为10%，且年回报率有2/3可能会处在－5%～+25%的范围以内（在上下任

何一个方向上都有15%的变化），则年回报率的标准差为15%。而两倍标准差将涵盖95%的年回报率的变动范围。



回报率标准差(%)	1年	5年	10年	15年	25年	50年
上界	25.1	14.4	11.2	10.3	8.7	7.7
下界	−11.1	−0.6	2.4	3.4	4.7	5.7
标准差	18.1	7.5	4.4	3.3	2.0	1.0

图1-3a　股票市场年回报率的范围



回报率标准差(%)	1年	5年	10年	15年	25年	50年
上界	24.8	14.2	11.5	10.9	8.3	7.9
下界	−11.7	−0.6	2.3	2.9	5.5	5.8
标准差	18.3	7.4	4.6	4.0	1.4	1.0

图1-3b　10年以后，股票市场年回报率的范围[a]

注：a．在第14章中，将讨论长期标准差和财富积累的关系。

十年以后

股票回报率和风险

对于整个美国股市历史里的任何一个15年的区间，股市在1982—1997年期间的年回报率最高（名义回报率为16.7%，实际回报率为12.8%）。仅仅过了两年，这样高额的回报率便消失了。自1997年以来，年回报率勉强维持为正值，每年1.3%，实际回报率却变成了－1.2%。虽然这一时期的数据可能让人失望，但现在看来，此结果似乎不可避免。综合早期的上升和随后的下降，1982年至2009年期间开始为牛市，而后转为熊市，这期间的实际回报率平均每年为6.8%，几乎精确地等同于前一历史阶段的水平。

在过去10年里，风险反而较为稳定。在1998—2009年期间，由标准差所测度的年回报率的波动率为20.8%，较之于现代阶段的20.5%（1926年至今），这个数值略高一些，但二者没有明显差异。这传递出的信息是：股票总是易变的，几乎没有理由期望股票的波动将很快减弱。

债券市场回报率

也许令人惊奇的是，债券市场的历史回报率竟比股票市场更不稳定。自1802年以来，美国长期国债的年实际回报率为3.5%；如表1-3所示，然而在此期间回报率的波动也很大。从1802年到1870年，美国长期国债的年平均实际回报率达到4.8%。从1871年到1925年，该回报率平均为3.7%。但是自1926年以后，长期国债的实际回报率仅为2.0%。在第二次世界大战以后的一个较短时期内，债券的实际回报率特别不稳定。从1966年到1981年，年实际回报率为－4.2%。然而自1982年到

1997年，情况发生了彻底的转变，当时债券市场的年实际回报率达到了一个罕见的9.6%的高水平。尽管这与同期股市12.8%的强有力的实际回报率相比有点黯然失色。

表1-3　债券市场的年平均回报率——美国政府长期国债（1802—2008年）　　单位：%

	总的名义回报率	消费者价格指数	总的实际回报率
1802—1870年	4.9	0.1	4.8
1871—1925年	4.3	0.6	3.7
1926—1997年	5.2	3.1	2.0
1802—1997年	4.8	1.3	3.5
1982　1997年	13.4	3.4	9.6
1998—2008年	8.8	2.5	6.2
1982—2008年	11.6	3.1	8.3
1802—2008年	5.1	1.4	3.6
1926—2008年	5.7	3.0	2.6

关于长期历史回报率的忠告

此处所讨论的长期投资回报率，主要是指股票和债券的长期平均回报率。但投资者应当留心的是：使用平均值会最大程度地平滑回报率的变动，而这种变动不可避免地贯穿于历史之中。正如史蒂芬·杰伊·古尔德（Stephen Jay Gould）所著的《高朋满座：从柏拉图到达尔文的薪火传承》（*The Spread of Excellence from Plato to Darwin*）中所言：“变动作为基本的现实而存在；而平均值将其抽象化。”古尔德的这段论述近来被一篇报告所引用，该报告由具有经济学家背景的金融史学家彼得·伯恩斯坦所著。他增加了如下精彩的批注：

长期均值像灯塔般闪烁微光，或者像海上女妖高声歌唱，一直诱惑着投资者面向长远的将来，以取得类似于平

均回报率的结果。回报率暂时的大幅波动会在其间发生，但在长期将逐渐减退，于是平均回报率决定了我们的期望值。

但是，这些变动既不是毫无关联的事件，也不是一系列偶然中的个别插曲。每个事件都同样生动而深刻地帮助我们理解市场的功能究竟如何。每个插曲都是前一插曲的结果，你可以将“插曲”定义为任何事情，从昨天所发生的到前一季度所发生的，直至70年或100年前所发生的所有事情。

伯恩斯坦还引用了一篇来自《投资组合管理期刊》（*Journal of Portfolio Management*）的文章，该文出自福特基金会（Ford Foundation）财务官劳伦斯·西格尔（Laurence Siegel）之手且言辞坦率：

风险不是短期的波动，因为长期投资者可以忽略短期波动。而且，并不存在任何预定的回报率，而仅仅可能是一个无法实现的期望回报率，风险是这样一种可能性。在长期，股票的回报可能很差。

上述评论对于理解金融市场未来回报的不确定性，是一个很好的提醒。但是这些评论几乎无损于我的核心要旨：关注长期远优于关注短期，但几乎没有多少投资者能领会这个教训。

债券市场风险

由于回报更低，债券的风险通常比股票要低。表1-4分别列出了三个主要投资阶段以及自1982年以来的长期市场中债券回报率的标准

差，以及最高和最低的年回报率。自1802年以来，债券回报率的平均年标准差为8.8%，比股票的标准差小一半。从1802—1870年，债券回报率的标准差仅为8.3%。在第二个主要时期，即1871—1925年，波动有所缓和，年标准差为6.4%。相比之下，自1926年以来，债券回报率的年标准差升至10.6%。同时，在1982—1997年期间，该指标达到13.6%，它甚至超过了同期13.2%的股市回报率的标准差。这种偏离历史轨迹的情况，可能是同期通货膨胀率迅速而剧烈变化的结果，当时的通货膨胀率在早期急剧上升，随后又大幅下降。

表1-4　债券市场的年波动率——长期国债（1802—2008年）　　单位：%

	实际年回报率的标准差	最高的年回报率	最低的年回报率
1802—1870年	7.2	20.9	-21.9
1871—1925年	6.4	17.8	-16.9
1926—1997年	10.6	35.1	-15.5
1802—1997年	8.8	35.1	-21.9
1982—1997年	13.6	35.1	-21.9
1998—2008年	8.9	19.4	-11.3
1982—2008年	11.8	28.6	-11.3
1802—2008年	8.8	35.1	-21.9
1926—2008年	10.4	35.1	-15.5

尽管在不同时期，通货膨胀率的变化对股票市场实际回报率的影响甚微，但其对债券的实际回报率的冲击甚大。债券在到期之前，需偿还固定的利息。当债券价格迅速上涨时，固定利息的实际价值大幅下跌，从而降低了债券的实际回报率。如果投资者预计通货膨胀率高企，就会要求债券发行者提供相应更高的利率作为补偿，以弥补预期的通货膨胀率带来的损失，并确保获得一个可接受的实际回报率。但历史资料表明，投资者通常无法预测到通货膨胀率的迅速变化。比如，在第二次世界大战以后的35年中，投资者宁愿忽视通货膨胀率的影响，直在20世纪80年代早期才要求补偿。但截至1982年，通货膨胀

率实质上已被控制住了（我想起了“进行最后一战的将军们”）。债券的实际回报率变化很大。因此，从现实情况来看，以债券过去的回报率为基础预测其未来回报率，这几乎没有任何帮助。

近来引入的两种新型美国政府长期国债，避免了传统的债券风险。**其一，为零息债券。**它在期限为25年甚至更长的时间内保证了一个固定的复利回报率，使得投资者可以锁定一个确定的长期回报率，其一般等于期限相同的普通息票债券的现行利率。**其二，为通胀保值债券。**它的利息率更低，但可以完全确保投资者避开消费者价格指数（CPI）上升带来的风险。然而，上述这两种债券，都没有保证其名义回报率或实际回报率将超过传统的债券，仅仅是其回报率将更可预测。

十年以后

债券回报率和风险

1978年至1981年不断飙升的利率，在1982年至1997年造成了长期债券的年回报率达到异常高的13.4%。但是，随着利率趋于稳定并随后开始下降，债券的平均回报率变得更低，自此以后平均为8.8%，但仍处于历史高位。随后，债券的长期历史回报率显著增长：从1997年的4.8%增长到2008年的5.1%。因为近来的通货膨胀率达到高于平均水平的3.5%，而债券的实际回报率为3.6%，事实上已几乎与前者相当。

自1997年以来，美国政府长期国债的实际回报率平均为6.2%，远低于历史上1982年至1997年间9.6%的实际回报率，而当时的利率接近历史高峰。经过计算，1982年至2009年中期，债券的平均实际回报率保持在8.3%的较高水

平。而同期的政府长期债券利率（回报率）约为4.5%。债券如此高的回报率实际上不可能重现。而更可能的是，政府长期债券的回报率，在未来将回落至4%～5%之间。

在过去的两个世纪里，债券回报率的波动率大致为股票波动率的一半。债券的标准差为8.8%，仅约为股票标准差18.3%的一半。然而，在20世纪80年代早期和2008—2009年间，债券的标准差为11.8%，更接近当时股票17.4%的标准差。

播下增长的种子

对于长期投资者而言，股票和债券所带来的长期风险与回报，勾勒出了一幅投资策略的常识性轮廓。首先，长期投资者应当对股票充满信心。自1802年以来，在西格尔教授检验的每一个期间内，股票的回报率高于债券，并提供了最佳的长期增长机遇，同时还可防范通货膨胀的威胁。数据清楚表明：**如果风险指的是无法在长期取得实际回报率的可能性，则债券的风险比股票更高。**如果你相信我们的经济就像一个健康肥沃的花园，那么收获长期回报的最佳方式是：如同怀着期望播下增长的种子一样，投资于普通股。但是，你必须也要做好准备以应对不可预料的寒冬侵袭。那时，债券将扮演关键角色。

自1802年以来，在美国曲折的历史中，股票回报率的波动大于债券。在短期，股票的风险超过债券。甚至在长期，股票的业绩也劣于债券。实际上，从我们的证券市场建立以来，在187个连续10年的滚动期中，债券的业绩在其中的38个滚动期里超过股票，仅占1/5。然而，若持有期更长，债券市场占优的情形则异常罕见。自1802年以来，在172个25年的滚动期里，仅在其中的8个滚动期里债券的表现优于股票，仅占1/21。长期投资者应当将债券纳入其投资组合，将其作为针

对股票短期波动的不足的弥补。这样的一种平衡投资策略将在第3章详细讨论。**无论市场上涨或下跌，选择一个包括股票和债券的理性平衡组合，并坚定地持有它，你不仅可以积累收益并且可抵抗逆境。**

金融市场并非只是个卖场

然而，此处提及的市场回报率，它虽然可作为确定长期投资策略的有效基准，但也暴露出一个重大缺陷。这些回报率仅反映了一种纯理论的无成本投资的可能性。从整体来看，投资者能够获得的收益会更少，因为市场回报率不可避免地被投资成本抵消掉一部分。共同基金业内投资成本的差异幅度极大。对于一只主动管理型的小盘股票型基金，与总资产相关的收费可能高达3%，包括运行费用和交易成本。而费用最低者是市场指数基金，它是一种消极管理型基金，仅购买并持有某种特定指数的成分股票。因为它没有顾问费或交易成本，仅收取最低标准的运行费用，其成本可低至其资产的0.20%乃至更低。平均来看，一只普通的由专业投资顾问管理、力图获得超越市场收益的股票型共同基金，其年运行费用大致为其资产的1.5%（称为费率）。同时，其投资组合交易的成本保守估计也要0.5%，二者相加，其每年的总成本将使总收益至少降低两个百分点。

当我们估计未来的预期收益水平时，长期投资者必须意识到：成本将消耗掉一部分投资收益。成本将使名义回报率和实际回报率都降低同样的百分点。但是，持续的通货膨胀率几乎总是成比例地消耗掉更大份额的实际回报率。此处有一个例子：假定股票的年名义回报率为10%，某只股票型共同基金的年费率为2%的行业平均水平，达到市场年回报率的1/5。现在，若通货膨胀率为3%，则市场的实际回报率为7%，成本将消耗掉市场回报率的1/3。而且，投资者迟早必须纳税。无论公平与否，税收是按更高的名义回报率而不是按实际回报率来确定的。如果对基金收入以及资本利得征税，假设这将使税前回报率减少

2%，达到5%（这是一个相当审慎的假设）。那么在税后，这2%的总成本将占税后市场实际净回报率的四成。更明确地说，**支付最低成本的长期投资者，最有可能赚得最高的股市实际回报率。**

馅饼理论

现在让我们考虑现实世界里成本的实际影响。假设始于1926年的现代股票市场，其总的名义回报率为11%，该数字未做通货膨胀调整，包括从1982年至1997年间实际上高达17%的年回报率。如果将这个回报率视作一个扁平的圆形平面，比如一张馅饼，根据定义，11%就是那张全部市场参与者能够分配的馅饼。如果我们汇总所有表现较好的投资者的回报率，其回报率一定会被所有表现较差的投资者的总回报率所抵消。准确地讲，抵消的幅度相等。这就是那张扣减成本前的总馅饼。因而，成功投资者的所得就是2%的回报率，恰好被不成功投资者那2%的损失等量抵消。成功的一方盈利13%，而另一方盈利9%。

现在做如下假设，所有市场参与者的投资成本均为2%，这张11%的总馅饼将缩小为9%的净馅饼，以供所有的市场参与者分配。事实就是这么简单，赢家赚得11%的净回报率（等于市场的总回报率），同时输家只能得到7%的净回报率（落后4%）。在考虑成本后，赢家仅仅获得等同于市场的回报率，而输家的回报率落后赢家4个百分点。这个事实给人以启示，为何获得市场的平均回报率同样很困难，而取胜的概率则更小。

以馅饼做类比几乎没有什么新意，甚至可以用一道简单的二年级代数式来表示：

市场的总回报率－成本率＝市场的净回报率

这个三段论的演绎十分清楚：

- 所有的投资者拥有整个股市，主动投资者（作为一个群体）和被动投资者一直持有所有的股票，因此他们一定获得总的股市回报率。
- 主动投资者所承担的管理费用和交易成本，大大高于被动投资者所承担的部分。
- 因此，根据定义，由于主动投资者和被动投资者一定共同获得同一个总回报率，则被动投资者一定获得更高的净回报率。证毕。

如果在充满不确定性的金融世界里，哪怕仅有一点基本的、不言而喻的确定性，毫无疑问就是上面的内容。这构建起被动投资方式的基本原则，最显著的就是被动管理的指数基金。在本书中，我将对指数基金多做论述。故此，我们应当向提出有效市场理论的扩展方程式组和完成其优美证明的学者表示敬意。该理论由获得诺贝尔奖的经济学家和金融专家们发展而来，如：保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）、詹姆士·托宾（James Tobin）、弗兰科·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）、威廉·夏普（William Sharpe）、哈里·马科维茨（Harry Markowitz）和默顿·米勒（Merton Miller）。同时，我们应当认识到，人们无须达到有效前沿，只需找到复杂问题的简单答案即可。而有效前沿是一个能提供与所承受风险相匹配的最优效用的市场回报率。而且，正如我们将在第4章探讨的，在积累金融资产这一严肃的竞争中，简单战胜了复杂。

背离原则的行为

战胜市场的概率很低，这点已由馅饼理论清楚地阐明了，它还有一些其他深刻的含义。如果长期投资的理想是构造一个在股票和债券间分散投资的合理平衡组合，无论市场如何变迁都始终持有它，并力争将成本保持在最低。这应该成为共同基金经理和投资者一致崇尚的原则。但实际上这两个群体却对该原则经常违反，少有遵从。对战胜

市场的追逐，似乎已经淡化了我们应该掌握的简单信条。《哈特福德新闻报》（*Hartford Courant*）的编辑查尔斯·杜德利·沃纳（Charles Dudley Warner）曾说：“人人都在谈论长期投资，但无人付诸行动。”

无论专业投资者抑或个人投资者，并非都对历史教训一无所知，但他们不愿意吸取这些教训。太多的基金经理、投资顾问、证券经纪商和大量的财经新闻，以及电视节目（也许出于明显的原因），都以做短期预测为目的。他们预测市场趋势和热门股票，偶尔也涉及冷门股票。如此一来，当今过热的投资氛围似乎总在催促人们行动，正所谓：“马上行动，否则就晚了。”

为了展示短期方法对于长期投资的缺陷，我将检验两条普遍的短期策略，以显示共同基金投资者如何在效仿之后受到损害。**第一条，是市场择时**。即将资产从股票转为债券或现金以避开股市下跌，然后将资产从债券或现金转为股票，以企图赶上随后的股市升浪。对大多数效仿者而言，市场择时容易招致相反的结果：在股市下跌时身陷其中，市场高企时却置身其外。

那种投资者应根据铃声提示来决定何时入场或何时退场的想法，完全不可靠。在这个行业度过近50年的岁月后，我还未曾听说有谁曾经以此获得成功且保持下去的，我甚至不知道有谁说过这回事。然而，市场择时正被越来越多的共同基金投资者和基金经理所信奉。

第二条，是长期投资组合的高换手率。很明显，共同基金投资者和基金经理都有这样的行为，而这种行为代价高昂。可以预见的是，这很像市场择时。该行为基于这样一种信念：投资者能够投资于特别有吸引力的股票或共同基金，并静观其上涨，然后在投资组合达到高点时抛出。如同市场择时一样，没有任何证据表明：高换手率可提高基金投资者或基金经理的回报率。

新闻报道中的市场择时——“股票之死”

财经媒体提供了一个很好的平台，让我们可以评估以下策略的效果，这些策略包括市场择时或其他永恒追逐超越市场回报率的策略。媒体报道既反映了由所有投资者的决策所决定的金融市场活动，也借助了突出甚至在某些方面的大肆渲染来夸大市场活动的影响。

看看两则来自《商业周刊》的封面故事，它是美国最受推崇的商业期刊之一。1979年8月13日，《商业周刊》登出一篇题为《股票之死》的封面文章。如图1-4所示，这个关于择时的故事不幸到极点：当该文写就时，道琼斯工业平均指数为840点。截至1980年年底，该指数升至960点。在随后的两年中，该指数一路下挫，到1982年7月跌至800点，然后又开始反弹，到1983年5月升至1 200点。到1983年5月9日，自1979年8月的文章刊出以后，市场已上涨了近50%。《商业周刊》于当天又登出另一篇题为“股市的重生”的封面文章。当这篇文章发表后，我对一位同事说：“小心，乐子要结束了。”果然，股市的好运气很快变向。当道琼斯工业平均指数在840点时，《商业周刊》说，应“卖出”；当该指数攀升至1 200点时，它又说要“买入”。然而，在推荐买入后的两年，到了1985年5月，道琼斯工业平均指数依然徘徊在1 200点左右。

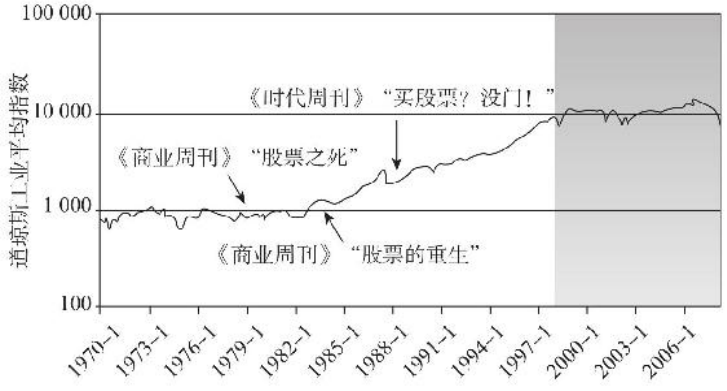


图1-4　跟着媒体报道投资——《商业周刊》与《时代周刊》

这样专挑《商业周刊》的毛病可能不公平，《时代周刊》给了我们另外一个同样深刻的例子，该例子表明：对未来股市走势持强硬且明确预判的风险极高。1988年9月26日出版的《时代周刊》刊登了一篇封面文章，题为《买股票？没门！》，并在封面上画了一只巨大的熊。该文对于股市有如下的“真知灼见”：“这是一场危险的游戏……这是一次事关信心的投票，而事情正变得更糟……市场已变成一场赌博……小投资者已受到威胁……在这个世界上，股市是最低级的行当之一。”当这篇文章发表时，道琼斯工业平均指数正在2 000点的水平，刚从1987年10月股市崩盘前的高峰2 700点滑落下来。自那时起，道琼斯工业平均指数开始攀升，一直登顶达到9 000点，增长至原来的4倍还多。投资者若遵照《时代周刊》的结论行动，那他只能悲伤地错过这历史上最强劲的一轮牛市。

我既无意批评《商业周刊》和《时代周刊》，也无意将它们作为绝佳的反例，它们的绝妙建议总是如此一贯的错误，以至我们仅仅按其建议反向操作就能够盈利。我的要点在于：**在任何逐月甚至逐年的短期基础上，市场完全不可预测。我们既不应当指望它变得可预测，也不应当根据传统观念所引发的冲动做出投资决策。无论这些号召来自权威刊物的头条，还是来自我们日常的希望和恐惧，它们通常会让我们关注短期，模糊我们对长期的认识。**

共同基金投资者的市场择时

不幸的是，可用的数据表明：**共同基金的个人份额持有者没有克制住自己的冲动，并且从众心理明显。**正因为基金持有人对股价波动的反应过度，共同基金投资已被证明对市场极端敏感。如图1-5所示，锯齿状的尖峰和波谷标示了流入和流出股票型共同基金的现金流，该现金流以基金资产的百分比来衡量。在1973年至1974年期间，市场下跌了48%，投资者即从股票型基金中撤出。从1975年第二季度至1981年

第一季度，投资者在连续24个季度里从其持有的股票型共同基金中撤资，总额累积为140亿美元，足有初始总持有量的44%。然后，就在从1982年第三季度开始的长期牛市来临之前，基金投资者最终再次活跃起来。直至1987年第三季度，流入基金的现金总计达到800亿美元，为基金初始资产的122%。

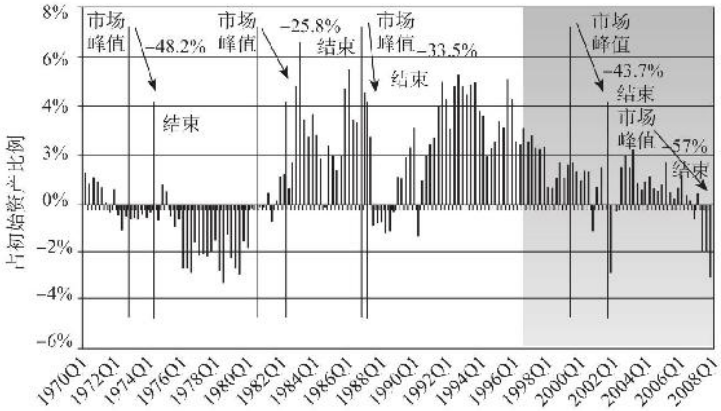


图1-5　股票基金现金流情况（1970—2008年）

在1987年的前9个月，投资者投入大量资金到共同基金（占800亿美元累积流入量的280亿美元）。这大部分投资，其价格已被证明是虚高的。随后，1987年10月，股市崩盘，投资者的资金损失殆尽。在随后一年半中的每个季度，持续飙升的股票基金赎回额超过了不断下降的新份额认购，近5%的股票基金资产被清算。直至此时，股票的估值才显得合理，而令人悲哀的是，就在市场即将迅速反弹之际，那些退出的投资者已经放弃了参与市场的机会。

1987年10月的股灾，使得很多非理性的投资者退出了股市，但是一旦牛市重现暴涨，这些退出的投资者又改变了他们的轨迹。每个季度都有大量资金流入股票型基金，这样的势头不减，一直保持到1998年年中。涓涓细流最终汇成了咆哮大河。1983年是牛市的第一个年头，基金的净认购额为10亿美元；到了1997年，这个数字变成了原来的200倍还多，达到2 190亿美元。如果把大量来自投资者的共同基金

的流入和流出作为股市的反向指标，则近来该行业资金的流入可能不是一个好消息。但无论未来会如何，这些数字都证明了股市的最大悖论之一：当股票价格高涨时，投资者争相跳上这趟花车；当股价低迷时，却无人问津。

十年以后

共同基金投资者的市场择时

在1998—2009年期间，共同基金投资者持续着其一贯且适得其反的投资模式。在截至2000年年中的牛市第一阶段大升浪期间，投资者增加了6 500亿美元的股票持有额；在股价上涨并从2002年的低点复苏时，他们撤出了920亿美元；当市场的复苏似乎将于2007年秋季告停时，他们又大举投入了7 250亿美元的投资金。而当股价正处于自1929—1933年以来最深幅度的下跌中，撤资重又开始，直至2009年春天，市场达到低点，2 280亿美元的资金已逃离股票型基金。难道投资者从未领悟到什么吗？

基金持有人变成短期投资者

投资者与他们股票型基金的爱恨关系，不仅仅反映出他们的短期取向，此外，他们还采用了另一种短期策略：保持股票型基金的高换手率。投资者对其持有的共同基金投资组合频繁换手的倾向一向很明显。如图1-6所示，在20世纪60年代和70年代的大部分时间里，年换手率在8%的范围内，意味着基金所有者的持有年限为12.5年。持有年限的估算很简单，对换手率求倒数即可得到。当前，基金份额的换手率达到每年31%，意味着典型的股票型基金投资者，持有其份额只勉强达

到3年。这31%包括股票型基金的赎回率，每年平均为基金资产的17%；加上14%流出股票型基金的部分，或者进入其他股票型基金，或者进入债券和货币市场基金。共同基金的持有期限下降了75%，这完全是一个错误。因为如此短暂的持有期将会影响一个理性的长期投资策略的实施。

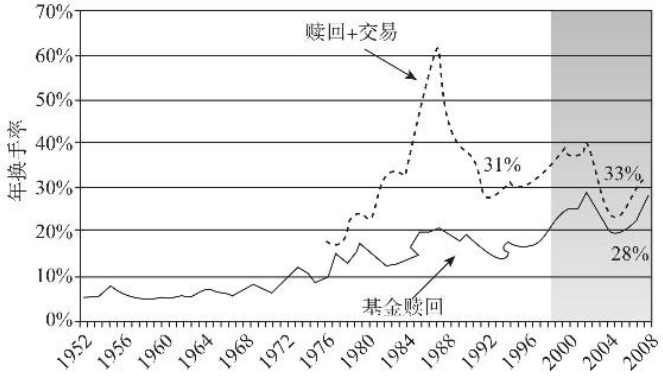


图1-6　股票基金份额投资者的年换手率（1952—2008年）

图1-6中需要特别注意的是，份额换手率在1987年急剧上升，这与上一次的市场大跌并非巧合。当时的换手率飙升至62%，持有期仅为1.6年。这不禁使人纳闷：如果在下次市场回报率急剧下跌时，持有人仍采取类似的赎回模式，共同基金业该如何应对呢？

十年以后

基金持有人仍然是短期投资者

共同基金持有期较短这种不同寻常的趋势，一直持续到了2002年，那时的换手率已达到每年41%，普通投资者的平均持有期估计仅为两年半。而当时共同基金的择时交易丑闻已被曝光，即许多大型基金允许享有特权的投资者在美国市场临近收盘时，通过交易基金份额获得几乎确定的

收益，因为此时的交易价格是欧洲和日本市场在数小时前的收盘价格。

这些机会主义的投资者往往是对冲基金，它们以直接牺牲基金长期持有人的利益为代价，获取了不当所得。当共同基金做市商与对冲基金经理之间的这些阴暗面被揭露后，这些非法的行径即被禁止。这个禁令使得换手率在2004年至2007年间应声下跌，最终跌去近一半，仅为24%。但在2007年至2009年的股市崩溃之际，赎回率又窜升至36%。通常我们认为，共同基金是买入并做长期投资之用，但上述这种疯狂的行为与该观点相左。无论是否合法，如此频繁的基金份额换手率不仅是基金业的丑闻，更是对理性投资原则的悍然背弃。

以基金经理为榜样

毫无疑问，基金投资者所采用的这种短期投资哲学，正是从管理着投资者资产的基金经理那里学到的。从20世纪40年代到60年代中期，典型的股票型基金组合的年换手率为适中的17%。到1997年，美国股票型基金的平均换手率达到85%，令人瞠目地升至原来的5倍！基金经理的平均持股期仅一年多一点！对于已受托的，以诚信责任谨慎管理客户资产的投资顾问而言，这是一种奇怪的行为。实际上，他们跟短期投机者一样都在不断更换投资组合。在过去的几十年中，借助于尖端通信技术的不断发展，管理他人资产的基金经理采用了一种新的方法试图战胜市场，即“快速射击交易”（rapid-fire trading），这种方法会让投资者承担了高额的交易成本和税收成本。哥伦比亚大学法学院教授路易斯·洛文斯坦（Louis Lowenstein）在其1988年的一篇文章中表示：共同基金经理“表现出对瞬时股价变化的一贯关

注，而他们却彻底遗忘了这个特殊行业的微妙精细之处”。除去我所引用的一些“表现最佳”的共同基金（那些遵从相对稳定的低换手率策略者），共同基金业现在正走向一条只能创造更少价值的道路。在图1-7中，基金组合的换手率显示出惊人的攀升。

图1-7　共同基金投资组合的换手率（1946—2009年）

基金经理们也忽视了沃伦·巴菲特所倡导的长期投资的规则，他无疑是美国最为成功的投资管理人。在他庞大的投资组合里（仅集中于相对较少的几只股票），换手率不但很低，而且实际上几乎为零。在他所掌握的投资控股公司伯克希尔哈撒韦公司1996年的年报中，他的投资哲学是这样被描述的：

> 不作为是一种可以警醒我们的明智行为。不论是我们，还是大多数企业的高管，都不会因为美联储对贴现率的细微调整或因为某位华尔街的智者已改变了其对市场的观点，而狂热地想要交易那些高收益的股票。以我们在这个奇妙行业里的渺小地位，为什么我们还要另辟蹊径呢？

有人可能会问：为什么会有受托人不遵守巴菲特的原则呢？**巴菲特先生描绘其不同寻常的有效投资方法为：保持“我们所主要持有的大多数股票，不管其价格相对于其（当前的）内在价值是多**

少……至死不渝……我们一直在找寻确信在未来一二十年仍有巨大潜力的企业。作为投资者，对于动荡的行业，我们应像对待太空探险一样，为努力而喝彩，但我们宁愿置身其外”。

高换手率已成为共同基金的鲜明特征，巴菲特先生对此并不赞成：

> 投资经理们太活跃了，与他们的行为相比，游荡的穆斯林托钵僧显得更沉稳。实际上，“机构投资者”这个术语已成为修辞上的一种自相矛盾，与“巨大的小虾”(7)“女子泥浆摔跤选手”以及“廉价的律师”等类似。

对于现代共同基金业的状况，巴菲特先生迅速给出了正确的结论，他说：

> 一个投资者虽然不了解具体企业的经济状况，但又想成为美国产业的长期拥有者，应当定期地投资于指数基金。以这种方式，一无所知的投资者就能够超越大多数投资专家。但悖谬的是，当迟钝的投资者承认其局限时，他就再不迟钝了。长期投资者就像寓言里步履蹒跚的乌龟，最终赢得了与投机者的竞赛，而投机者就像那只跑跑停停的兔子。共同基金业忽视了这个道理。

让我们考虑如下问题：基金业的高换手率是否对执行良好的、拥有高回报率的投资计划有副作用呢？答案很明显：若把行业视为一个整体的话，它并没有。由于基金现在已经控制了股票总量的1/3，主要是基金经理相互之间的大量交易。因而，对基金持有人整体而言，每笔交易相互抵消，这是一场零和博弈。但重要的是，一部分交易资金被交易商赚取，这意味着该项活动变成了负和博弈。该结论有据可依：晨星公司（Morningstar）近来的一项研究发现，几乎没有基金经理能够通过投资组合的频繁换手来显著提高回报率。而由高换手率所

导致的回报率的略微增长，依靠的则是买入更高风险的股票来实现的。这项研究的结果不支持基金业的高换手率政策。

进而，我本人多年的研究认为，晨星公司的结果可能太过乐观。我所了解的证据表明，**绝大多数基金只要仅仅在年初持有其投资组合不变，并在随后的12个月中不采取任何操作，都能获得更高的回报率。**不管基于什么原因，如今专业基金经理的高换手率，超过了该行业长期以来的低换手率，这已使基金业绩远远落后于市场的平均水平。我认为，**由于疯狂交易所带来的高额成本，要承担基金业绩不断落后的部分责任。**

短期投资取代了长期投资

1951年，当我在普林斯顿大学撰写有关共同基金的学位论文时，我表达了对不成熟地乐观看待共同基金组合交易在金融市场上重要作用的忧虑。我认为，基金经理的专业分析能力，伴之以他们专注于价值投资而非预测股价的变动，将给市场带来对“稳定的、成熟的、开明的、可分析的证券的需求，该需求本质上基于企业绩效而非大众对其股价的评判”。

在这个方面，我一直在回应约翰·梅纳德·凯恩斯的观点：市场上投机行为的强势地位，来自投资者持有股票数量的不断增长，而这些投资者“毫无专业投资知识……而传统的股票定价方法，是基于大量无知个体的群体心理”。专业投资者及证券行业专家的意见将不能抵消群体的观点，于是他们将试图去预测公众对股票估值的变化。

而我认为，共同基金和其他金融机构将变得更为重要，因此，我得出了与凯恩斯相反的观点。我认为：基于对股票长期性质的理解，这些机构将依赖其专业的投资知

识并精确地为股票定价。而不是基于无知个体的心理（或者，如凯恩斯爵士所言，不是发现“关于股票价值的普遍观点的平均值”）预测股价。当基金组合的年换手率远低于20%时，我认为共同基金的持续增长：“将意味着对企业的投资不再（用凯恩斯的话说）‘仅是一个投机漩涡所产生的泡沫’。”

令人悲哀的是，正如基金组合换手率的数据所显示的，我年轻时的乐观主义错了。今天该行业的行为，很接近法律所规定的短期投机的限度，远离了长期投资。

在这个创造力不断增加的行业里，我们无疑将目睹无数新的短期策略的涌现，其中每一个都对我们许以诱人的承诺：对一个长期投资组合施以过度活跃的短期管理策略，将比合理地买入并持有的策略更佳，但这些承诺最终将一无所获。因此，市场择时只是失败的策略之一；投资组合的高换手率亦是最无效的。无论是对基金还是基金投资者而言，换手率不断提高所导致的高成本和高税收，注定将使情况更糟糕。

十年以后

基金投资组合换手率仍居高不下

尽管投资组合的高换手率对共同基金整体具有明显的不良后果，然而在过去10年里，交易活动却仍在持续增长。实际上，2009年普通的股票型基金投资组合的年换手率达到105%，甚至高于1997年的85%。

以换手率而言的交易规模之大，令人惊讶。截至2009年年中，基金资产的总市值为3.5万亿美元左右。而股票型基金的经理买入了2.9万亿美元的股票，同时卖出的金额达到3万亿美元（部分是为了弥补基金份额的净清算额），总的交易规模达到5.9万亿美元，这几乎是基金总市值的两倍。

简单浏览一下图1-7，就能使这一悲观结论十分清晰：在1946—1965年间，基金的年换手率低于20%，处于一个合理的水平；在1/4个世纪后，该指标的上升幅度为100%，达到一个新的（明显无法支撑）高点。总而言之，这个行业已经背弃了长期投资的常识，转而追求愚蠢的短期投机。

理解投资经济学

在我看来，市场择时和高换手率：由基金投资者实施并承担相应的影响，这已将投资者引入歧途。具体表现为：**其一，基金投资者缺乏对投资经济学的理解；其二，基金投资者的投资过程缺乏理智。**正如我将于第2章明确阐述的，金融市场长期回报的来源很容易解释：对股票市场而言，是企业的盈利和分红；对债券市场而言，是利息支付。可是，市场回报率是在扣除投资成本之前计算出的。而且可以确定的是，市场回报率并非来自投机和频繁交易，这样做除了将回报在不同投资者之间转移，别无用途。对于长期投资者而言，投资回报与美国企业的经济基本面紧密相关，而与股票买卖的具体过程毫不相关。我认为：**共同基金投资艺术的关键在于简单和常识。**

如果个股的价值来自发行股票的企业，那么很明显，整个的股市不仅仅是股票凭证的汇总，更代表了美国企业有形和无形净资产的总和。不考虑成本因素，投资者取得的长期回报率必然接近美国企业的

盈利和分红。对投资者整体而言，高换手率最终不能产生丝毫价值，因为它与提高企业的盈利和分红水平毫不相干。同样，市场择时也不能影响美国企业的内在价值。长期投资者的理想投资方式为：**无论市场潮起潮落，都持有一个股票和债券保持合理均衡的投资组合，并达到合理的平衡。**

长期成功的简单原则

尽管大多数投资者尚未接受这种长期投资的理想方式，但令人惊奇的是，实现它并不困难。在实际投资共同基金时，聪明的投资者一定要注意自己可控的长期投资要素。无论多么难以实现，投资者绝不能只关注市场的短期走势，也不必去找寻下一个热门基金，应该把心思花在挑选基金上。**基金选择的关键不在于只关注未来的回报，因为这是投资者所不能控制的，而应关注风险、成本和时间这些投资者能够控制的因素。**

正如花园里的花朵开始发芽并慢慢成长直至花开，它的根基只有经历季节变化才会变得坚固。同样，投资的成功也需要时间，给自己尽可能多的耐心，你可以从20多岁时开始投资，即使是很少的资金量，经过复利这个奇迹的滋养，你的投资组合将随着市场的起伏而积累起来。比如，在一个10年的周期内，如果市场的年平均名义回报率为10%，一笔1万美元的初始投资，10年后将增长为近2.6万美元，是初始投资的2.5倍以上，若假设实际回报率为7%，初始投资的购买力将近翻了一番。在50年内，假设保持同样10%的回报率，1万美元将增长为近120万美元，这是初始投资的120倍。

为了充分利用复利在现实市场获取收益，应特别注意成本的负面作用，即投资咨询的成本、投资组合的管理费用和行政费用、交易的费用，以及税收等所有成本。一旦完成退休金的积累后，你会发现个人的各种投资组合的回报率，几乎远比市场回报率低，因为后者理论

上不承担费用及税收等总成本。表面上二者每年回报率的差异很小，但随着时间流逝将逐步扩大，与最终积累的资本总额将有巨大的差距。给予你的投资组合足够的时间，让它受益于复利的魔力，并使你的成本最低。绝不要忘记成本，它就像野草一样阻碍花园的繁茂。

这些简单的原则是长期投资策略的基础，该策略将使投资者对投资的信任得到回报。很多共同基金投资者偏离了长期投资的理念，他们最后仅能收获期望的破灭。他们贪婪地追逐不切实际的业绩，并采取成本不菲的短期策略，最终偏离了投资成功最为重要的秘诀：简单化。当他们将投资过程复杂化以后，他们更可能滑向一条通往失意的阴暗道路。遵循一个简单的计划，听任市场沿其轨道发展。**投资的秘诀就是根本没有秘诀。**

于是，我又回想起花匠强斯的智慧。我们已经历了一个漫长的春季和夏季——历史上持续最长的牛市，但是“也会有秋季和冬季”。不必对季节的变化吃惊，因为它一如既往、变化如斯。实际上，此时正是展望未来之际。如果你在长期严守以下几条简单的规则，你的投资将生存下来并最终成功：

- **你必须投资。**最大的风险不是短期股价的波动，尽管这仍然存在，更不是那些会带来长期风险的项目，而是不将你的钱投资于回报丰厚的项目。
- **时间是你的朋友。**给你自己尽可能多的时间。在二十多岁时开始投资，即使那时的资金很少，但绝不要停顿。在困难时间进行最平常的投资，将帮助你保持前进的步伐，并使之成为一种习惯。你要认识到，复利是一个奇迹。
- **冲动是你的敌人。**将情绪因素从你的投资计划里消除，保持对未来回报率的理性预期，并避免因市场波动而改变预期。寒冷、黑暗的冬季终将让位于明亮、丰饶的春季。

- **掌握基本的算术。**保持你的投资费用的可控。你的净回报率等于你投资组合的总回报率，减去你所承担的成本，包括销售佣金、咨询费、交易成本等。降低成本将使你的目标更易完成。
- **坚持简单化。**不要使过程复杂化，投资的基本点在于简单、合理地配置你的股票、债券和现金储备。选择侧重投资高等级证券的中庸的基金；注意平衡风险、收益和（切勿忘记的）成本。
- **坚持到底。**无论发生什么，坚守你的投资方案。我已说过一千次“坚持到底”，每次都是认真地提醒你们。这是我能给你们的最重要的一条投资建议。

让短暂而不确定的日子过去吧，让我们充满信心地面对未来。也许未来的某个冬季比以往更漫长且更寒冷，或者某个夏季将更干燥且更炽热。然而在长期，我们的经济和金融市场仍将稳定而理性地发展。不要让短期波动、市场心理、错误希望、恐惧和贪婪阻碍正确的投资判断，如果你记住强斯的经验，你将与成功同在：

> 我很熟悉花园，我终生都在那儿劳作……那儿的一切将应时茁壮生长，那儿有很多空间可供各种新的树木和花儿生长。如果你喜欢花园，你就不介意在那儿劳作并等待。然后，在合适的季节里，你一定会看到它繁花似锦。

十年以后

要改变投资的规则吗

绝不！没有什么——包括过去10年中股市和债市的变化，抑或是基金份额持有者，或是资金管理者的行为，能说服我改变上述6条理性投资原则中的哪怕一条。是的，我们已置身其中的冬季，比以往更漫长而寒冷。但是按照常

识投资，就像强斯对季节永恒变化的态度和他对正在成长的花园的看法一样，再次提醒我们投资原则的持久性。

但是，投资者、资金管理者以及企业高管是如何与我们的金融市场打交道的呢？现行的规则必须修改，马上！我们需要重建诚信的传统准则，以使我们企业的高管和资金管理者成为投资者利益的唯一代表，只有那时，投资才能再次成为充满信任的行为。

第2章
回报的本质：奥卡姆剃刀原则

《旧约·传道书》讲道：“已过的世代，无人纪念；将来的世代，后来的人也不纪念。”[(8)]这种观点十分契合一些投资者的心意，他们关注的是美国金融市场所表现出的飘忽不定、不可预测的短期波动。但是，在发展一种长期投资策略时，记住过去是必要的，因为这能帮助我们理解驱动证券价格的因素。当我们用理性去分析金融现实时，就可以洞察以往股票和债券长期回报率的来源和模式。对过去回报率的分析，是我们预判未来回报率性质的坚实基础。更重要的是，这也能够成为我们运用理性探讨未来投资的坚实基础。

威廉·奥卡姆爵士（Sir William of Occam）是14世纪英国的一位哲学家，他提出这样的观点：**越简单的解释，越有可能正确**。这条知名的假定被称为“奥卡姆剃刀原则”，我已将它用于分析金融市场的方法论中。我挥舞着威廉爵士的剃刀，修剪掉分析方法中所有的旁枝末节，并将投资回报率的来源归于三个必需的部分。我基于此分析得到如下判断：**单个证券的业绩不能预测；在短期，证券投资组合的业绩也无法预测。尽管投资组合的长期业绩同样无法预测，但对过去回报率的细致检验，有助于投资者探讨预期回报率参数的概率取值。这为聪明的投资者提供了理性预测未来回报率的基础。**

对于一些共同基金的长期投资者，他们以适中的成本选择充分分散化的投资组合，在金融市场上充分应用了奥卡姆剃刀原则。本章所提及的市场回报率是指总回报率，但投资者作为一个群体必然获取更少的回报（参见第1章关于投资成本的讨论）。因此，无论我们预期市场回报率为多少，我们必须将减掉其两个百分点（或更多）的投资成本。

由于长期回报率在传统上是由一些跟踪美国股市和债市的市场指数来衡量的，所以我的分析和跟踪同样基准的指数基金有最直接的关联。（关于指数基金的内容见第5章）。侧重于大流通市值公司的分散化股票型基金，以及投资于高等级债券的基金，都很适用这种分析。在上述两种情形下，那些成本最低的基金，其回报率与市场回报率之间的差距也最小。

奥卡姆剃刀原则和股票市场

我们的探讨始于一个近两百年的投资之旅。正如我们在第1章所了解的，自1802年以来，股票的年实际回报率（扣除掉通货膨胀率）平均约为7%，虽然曾经历短暂的巨幅波动，即1862年高达67%，1931年低至－39%。尽管7%的年均回报率已被证明为市场长期回报率的一个相当稳定的标准，但106个百分点的巨大波动幅度，则有力地警示了股市的短期风险。

图2-1显示了近两百年来的股票回报率。早至1802年，一笔1万美元的股票投资，以7%的实际平均速度增长，现在其实际价值（将通货膨胀调整后）将高达56亿美元。现在让我们在更短的时间框架内，以25年为周期考虑西格尔教授关于回报率的数据。

十年以后

25年期的股票回报率

在市场走强的20世纪80年代和90年代，25年期的股票实际回报率不断提高。在截至1999年的25年里，股票年回报率达到11.7%，与1882年空前绝后的峰值相等，稍微高于1967年的现代时期的高点。然后，在经历2000—2002年的

熊市之后，25年滚动期的回报率跌至7.8%，而截至2009年年中，该值又跌到更低的6%，仅约为25年以来其高点的一半。

当早期牛市的喜悦被时间逐步冲淡后，实际上，25年期的回报率肯定会下跌。例如，如果在以后的15年里（这只是一个假设而非预测），股市年平均回报率为6.5%。那么，到2024年，25年期的回报率将大约下跌到每年仅为2%。这个疲软的回报率甚至低于早期出现于1859年、1953年和1981—1990（含）年期间的低点3%。同时也低于1931年2.1%的水平。图2-1所示的数据确凿地证明：随着时间的流逝，历史将会重演。然而，预先知道何时达到峰值和低谷，这并非我们的能力所及。

如图2-1所示，在196个独立的年份中，股票回报率的高点和低点之间的差距达106个百分点之多；当以25年为期限时，则变为172个重叠的时间窗口，此时股票回报率的高低点之差大大缩小。在每个这样的时间窗口里，股票的年实际回报率介于2%到 12%的正值区间内，没有一个25年期的回报率为负值。在2/3的情况下，年回报率在4.7%到8.7%的范围内，与基准值的偏离都2个百分点以内，这就意味着年实际回报率的标准差为2%。

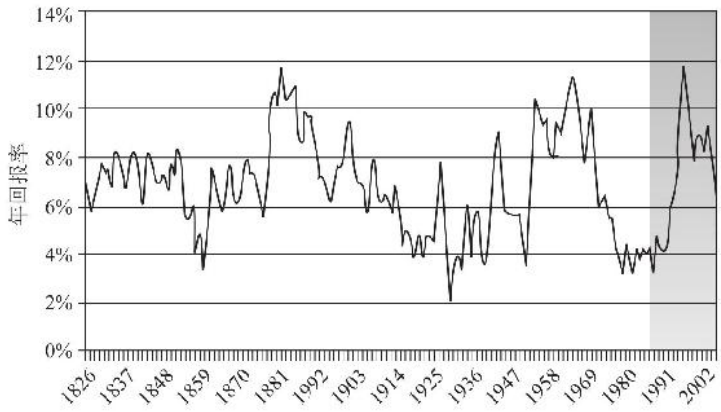


图2-1　股票25年滚动期的实际回报率（1826—2008年）

这些回报率说明了什么？它们来自哪里？它们的性质是什么？为什么波动幅度随着时间而减小？根据实际情况，股票市场具有一定的近乎永恒的特征。**当时间窗口从1年增至25年后，投机的短期影响力消退了，而投资回报率开始更紧密地、即便不是精确地遵从投资的基本面因素：股息率和盈利增长率，这两个要素共同构成了股票回报率的驱动力。**自1871年以来，我们就能够相当精确地追溯到这两个要素的影响；在20世纪30年代考尔斯委员会（Cowles Commission）所主持的详实研究中，就是以1871年为起点的。

我们能够运用历史数据去解答这个简单问题：为什么股票提供了7%的长期实际回报率？答案是：这几乎完全是由于美国企业的盈利和股利在不断增长(9)。在1871—1997年，实际股息率与盈利增长率之和，经通货膨胀调整后，实际达到了6.7%。换句话说，这个长期实际回报率全部是来自股票的股利增长率和回报率，它完全等于7%的股市自身的实际回报率。而所有其他的因素综合起来，对由这两个基本面因素所决定的回报率而言，几乎产生不了什么显著的影响。

可以确定的是，回报率围绕这个基准会有显著的波动，而这些波动来自估值的变化，所谓估值，即投资者愿为1美元盈利所支付的价格，这也就是市盈率（P/E）。投机因素已证明其力量巨大，经常能造成基础回报率一年上下波动4个百分点。例如，在一个25年期里，市盈率从8倍增加到20倍，这将使回报率增加4个百分点；而市盈率从20倍减到7倍后，其结果正好相反。因此，**股票基础回报率和实际回报率之间的差异来自投机因素。投机是一种投资者对普通股估值的变化，这种变化可由股价和股票每股盈利之间的关系所度量。**

图2-2很清晰地显示，在确定股票长期实际回报率方面，基础回报率具有决定性作用。如该图所示，在1872—2008年，由基本面因素产生的累积回报率和股市回报率，两条曲线分分合合，最终还是走向了

汇聚。这种反复的分离可由市盈率的变化来解释；但显而易见的是：基本面因素占据了主导作用。

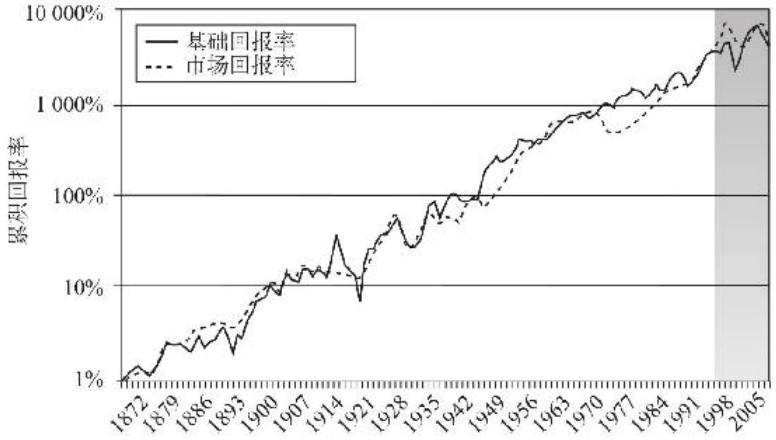


图2-2　基础回报率与市场回报率（1872—2008年）

十年以后

投资回报率——总体股票市场与基础回报率

基础回报率，也即初始股息率与之后的盈利增长率之和，是形成股市回报率的主导因素。不足为奇的是，自1997年以来，这个地位又再次得到确认。虽然在2000年，投机导致的市场累积回报率较之于基础回报率（我也将其定义为投资回报率）要高很多，但这两个数据在2002—2003年间趋于相等。然后，在2009年，当始于2007年的金融危机以及随后的经济衰退发生后，股利下降了近20%，企业盈利荡然无存。基础回报率由正转负，且市场回报率紧随其后。截至2009年年中，这两个指标的累积值实际上是相等的：基础的长期实际年回报率为6.2%；而股市长期回报率为6.1%。

近期所发生的事件，促使我们考虑两种类型企业盈利之间的重要区别：（1）营业收入，由企业的经营活动所赚取的收益；（2）营业利润，营业收入加上或减去（通常是减去！）计量投资损失的资产减值（据说这“并非一再出现”）、耗尽企业价值的合并、商誉的损耗等。直至20世纪80年代，营业收入和营业利润之间的差异几乎还不存在；但近年来，这个差异达到令人瞠目结舌的程度。由于我们传统（商业）银行和投资银行的不良债务造成了大量的资产减值。在2008年，标准普尔500指数的营业收入为49.51美元；其营业利润为14.88美元。从这些压低的，同时也是令人沮丧的指标来看，实际上强劲的反弹已非常确定。

由于营业利润的变动很大，因此我们近来的数据更多地依赖于营业收入。尽管事实是：营业利润是企业长期成功的唯一有效测度指标，华尔街的市场策略师们出于明显的原因，包括其固有的乐观主义，仍然关注更稳定的数据指标，而这将产生更一致的市盈率乘数。所以，我们近来趋向于高估盈利，而低估市盈率乘数。

进入奥卡姆剃刀原则

根据奥卡姆剃刀原则，我推导出了一个简单的理论，决定股市长期回报率的三个变量是：

- 初始投资时刻的股息率。
- 随后的盈利增长率。
- 在投资期内市盈率的变化。

这三个部分几乎解释了持有期内各个时段所有的股市回报率。通过分析这三个因素对总回报率的贡献，我们能够理性地预测未来的回报率。**初始的股息率是一个已知的量。相对而言，在一个相当窄的参数范围内，盈利增长率通常是可预测的。同时，市盈率的变化已被证明具有高度投机性，总回报率就是这三个因素之和。**例如，假定初始股息率为3%，在随后的10年内，预测盈利增长率为每年7%，则回报率将为10%。如果市盈率从期初的15倍，预期变为期末的18倍，这将使总回报率增加两个百分点，股票回报率将达到12%。这个简单的计算是表2-1所示的历史分析的基础。

表2-1　10年期股市名义回报率（1927年至2009年年中）　　单位：%

期间		1	2		3	1+2+3		
开始 1月 1日	结束 12月 31日	初始 回报 率	10年 期平 均[a]	结束 时市 盈率[b]	市盈 率效 果[c]	计算 所得 回报率	现实 回报 率	差异
1927年	1936年	5.1	-1.9	16.8	4.5	7.7	7.8	-0.1
1930年	1939年	4.5	-5.7	13.9	0.4	-0.8	-0.1	-0.7
1940年	1949年	5.0	9.9	7.2	-6.3	8.6	9.2	-0.6
1950年	1959年	6.8	3.9	17.7	9.4	20.1	19.4	0.7
1960年	1969年	3.1	5.5	15.9	1.0	7.6	7.8	-0.2
1970年	1979年	3.4	9.9	7.3	-7.6	5.7	5.9	-0.2
1980年	1989年	5.2	4.4	15.5	7.8	17.4	17.5	-0.1
1990年	1997年	3.1	7.3	24.1	5.7	16.1	16.6	-0.5
平均		4.5	4.2	14.8	1.6	10.3	10.5	-0.2
1990年	1999年	3.1	7.7	29.7	6.7	17.5	18.2	-0.7
2000年	2009年年中	1.2	1.9	25.0	-1.8	2.5	2.0	0.5
1927年 2009年年中		4.2	4.2	25	1.0	9.4	9.7	-0.3

注：数据基于标准普尔综合股价指数（S&P Composite Stock Price Index）。

a. 平均盈利增长率（营业收入）。

b．初始市盈率为：10.9倍。

c．10年期回报率由市盈率变化生成。

正如我在第1章所提到的，长期投资者的主要目标在于获取较高的实际回报率。由于实际回报率已根据通货膨胀率进行了调整，它代表了以投资金额为代表的购买力的真实增长。然而，我仍然用名义回报率进行分析，我这样做的原因在于，关于股息率、盈利增长率和市盈率的最精确数据，都是以名义量的形式给出的。虽然我们知道通货膨胀率对总的市场回报率有冲击，但无法将其影响精确地分摊到构成回报率的三个部分之上。实际回报率和根据奥卡姆剃刀方法求得的回报率之间存在差异；当然，这个差异与名义回报率和实际回报率之间的差异相等。

上述分析覆盖了始于1926年的现代股票市场阶段。如图2-1所示，几乎没有投资者（虽然这并不明智）有耐心去考虑在25年的时段内进行投资，对此我并不怀疑。因此，我将运用奥卡姆剃刀模型检验10年期，而非25年期的股市回报率。但即使只有10年，也足以让我们忽略那些荒唐且常常无法解释的短期因素，这些因素正是导致市场每天甚至每年变化的基础。

如表2-1所指出的，自1926年至今的6个完整的10年期以及两个部分的10年期内，初始股息率、盈利增长率和市盈率变化三者之和，非常精确地接近于股市现实的名义回报率。在任何情况下，其差异都没有超过哪怕一个百分点。比如，从1960年1月到1969年12月，初始股息率（3.1%）、10年期年平均盈利增长率（5.5%）以及年平均市盈率变动（－1.0%），三者之和为7.6%，恰好与这10年期股票7.8%的现实回报率相差0.2%。对于整个时间段而言，计算所得的股票回报率为每年10.3%，几乎与10.5%的现实回报率完全相等，这种类似关系清晰而明确。

投资与投机

奥卡姆剃刀原则处理回报率构成的方式，与约翰·梅纳德·凯恩斯的理论有共通之处。凯恩斯可能是20世纪最有影响力的经济学家，他定义金融市场回报率的两个来源为：

- 投资，也就是他称之为的“事业”（enterprise）：“是在假定现在状态将无限期持续下去的基础上，在整个资产生命周期内，预测未来收益的一种活动。”
- 投机：“一种预测市场心理的活动，希望传统的估值基础发生有利的变化。”

在奥卡姆剃刀模型里，初始股息率和预期10年期的盈利增长率，这两个投资的基本面因素之和，类似于凯恩斯的事业的概念，即对资产在其生命周期内的预期回报率的估计。市盈率的变化类似于投机的概念、估值基准的变化或类似于投资者情绪的晴雨表。当投资者的预期提高时，他们为盈利支付得更多；当他们对未来失去信心时，他们则支付得更少。当股价以21倍或更高的市盈率定价时，投资者情绪高涨。当市盈率仅为7倍时，投资者的情绪陷入绝望。毕竟，市盈率仅代表为1美元盈利所支付的价格。但是，随着市盈率从21倍跌至7倍，股价下跌幅度为67%；如果发生相反的情况，则股价上涨幅度为200%。**如果市盈率没有发生变化，则股票总的回报率几乎完全依赖于初始股息率和盈利增长率。**

如表2-1所示，从长期来看，投资或者叫作事业，优于投机。从1926年至1997年连续的8个10年期中，名义初始股息率平均为4.5%，同时盈利增长率平均为4.2%，两部分之和为8.7%，这形成了股票的基础回报率，该回报率仅略低于同期股市实际提供的10.5%的名义回报率。我们可将剩下的1.8%归于投机因素，或者，但更可能的是由于我们的分析有欠准确。[(10)]简而言之，投资的基础，股利和盈利增长，是需要

牢记的历史。**在很长的周期里，投机因素对回报率的影响已被证明是中性的。投机不可能永远自我获益。**在某一个时期内，投机可能提高了回报率；而在随后的时期内，投机却会降低回报率。投机对回报率的影响无论多么令人信服，甚至是支配性的，这种影响始终是短期的，盼望投机可以重演只会导致我们误入歧途。在展望未来并思考终要发生之事时，我们要记住，投机是一个错误的选择。

知识的果实

上述分析的要点是实用主义的。如果条件合适可为投资回报率合理地制定精确的长期预测；同时，如果盈利和分红这两个基础回报率是实际塑造长期回报率的主导力量，那么对于一个视野长远的投资者而言，一个专注于上述基本面因素的策略，难道会不如一个投机策略成功吗？

短期投资策略实际上忽视了股息率和盈利增长率，而这两个因素在数周或数月的时间里无法体现其重要性。短期策略和投资毫无关系，却和投机联系紧密。短期策略的要点只是去猜测其他投资者在未来某个我们愿意卖出证券的时候所愿意支付的价格。

对于我们每日、每周，或每月时有看到的惊人的股价波动，投机通常是唯一的原因，但是投机也能在更长时期内发挥作用。例如，在20世纪80年代，股票的实际年回报率达到不同寻常的17.5%，而其初始股息率为5.2%，盈利增长率为4.4%。此时市盈率从7.3倍变为15.5倍，增长为初始值之两倍多，这导致每年的估值增长了7.8%。在此期间，投机因素远超过任意一个基本面因素，它已接近于两个基本面因素之和。

表2-2　颓废10年与黄金10年　　单位：%

股票回报率的组成部分	颓废10年 20世纪70年代	黄金10年 20世纪80年代	黄金10年 20世纪90年代	颓废10年 21世纪第一个10年
投资组成部分				
股息率	3.4	5.2	3.1	1.2
盈利增长率	9.9	4.4	7.7	-1.9
总的基础回报率	13.3	9.6	10.8	0.7
投机成分	-7.6	7.8	6.7	-1.8
计算所得的回报率	5.7	17.4	17.5	-2.5
市场现实的回报率	5.9	17.5	18.2	-2.0

投机的狂热也能产生令人沮丧的回报，在20世纪70年代，股票的平均回报率为5.9%，这完全可由下述因素解释：初始股息率为3.4%，盈利增长率为9.9%，以及由于市盈率从15.9倍降为7.3倍导致每年的估值下降7.6%。市场信心的丧失严重抵消了丰厚的基础回报率所带来的收益。

如果前一个极端是“黄金10年”，后一个极端则是“颓废10年”（见表2-2）。两个10年总的回报率综合为11.5%，这并非完全出于偶然，该值非常接近11.4%的基础回报率（4.3%的平均股息率加上7.1%的平均盈利增长率）；市盈率从15.9倍到15.5倍[(11)]稍有下降，这仅使年回报率减少0.1%。总之，这些回报率综合起来确实表现了金融市场趋于“回归常态”的本质[(12)]。

十年以后

知识的果实

虽然在短期内，甚至如我们所知，在长达20年的时间里，投机能够兴风作浪，但在长期，投资回报率注定决定了股市的回报率。如果我们看看20世纪80年代和90年代这两个黄金10年，它们都不是孤立的事件，而是历史连续发展的一部分；并且它们同时被20世纪70年代和21世纪头10

年这两个颓废时代所包夹；在整个时期，股市的名义回报率为每年平均7.3%，这很合理地接近9.0%的历史平均值。正所谓，“事虽万变，不离其宗”。

在过去的10年里，我们已看到一个偏低的初始股息率（仅高于1%）和一个急剧下降低至负值的盈利增长率（每年－2%），以及（使用后续12个月的盈利测算，市盈率从32倍跌至当前的5倍左右）投机回报率对均值的逾期回复。虽然目前的市盈率估值并不便宜，但股息率（2.6%）已是以前的两倍以上，预期盈利增长率（基于目前受压制的水平）也能大大超过长期标准。因此，目前这种充斥于市场的悲观主义可能有些过度。

从过去走向未来

当20世纪90年代开始时，我推断认为，这些长期数据能够有助于提供一个对后续10年的预期分析框架。我知道在1990年1月1日，当时的初始股息率为3.1%，我仅需要预测出其他两个变量：10年期内的盈利增长率和市盈率的变化。为了有助于得到这些预测，我将运用一个类似于表2-3所显示的矩阵，例如：

表2-3a　20世纪90年代股市总回报率矩阵　　单位：%

最终市盈率	盈利增长率	总的股市回报率						
		0	2	4	6	8	10	12
	6	5.1	−3.4	−1.7	0.0	1.8	3.6	5.3
	8	−2.6	−0.9	0.9	2.8	4.6	6.4	8.2
	10	0.6	1.2	3.1	4.9	6.8	8.7	10.6
	12	1.1	3.0	4.9	6.8	8.7	10.6	12.5
	14	2.5	4.5	6.4	8.3	10.3	12.2	14.2
	16	3.8	5.8	7.8	9.7	11.7	13.7	15.7
	18	5.0	7.0	9.0	11.0	13.0	15.0	17.0
	20	6.0	8.1	10.1	12.1	14.1	16.2	18.2
	22	6.7	8.7	10.8	12.9	14.9	17.0	19.1
	24	7.6	9.7	11.7	13.8	15.9	18.0	20.1
	26	8.4	10.5	12.6	14.7	16.8	18.9	21.0
	28	9.2	11.3	13.4	15.6	17.7	19.8	21.9

初始股息率=3.1%，初始市盈率=15.5。

十年以后

表2-3b　10年以后21世纪第一个10年期间股市总回报率矩阵　　单位：%

最终市盈率	盈利增长率	总的股市回报率						
		0	2	4	6	8	10	12
	6	−10.7	−8.7	−6.7	−4.7	−2.7	−0.7	1.3
	8	−8.2	−6.2	−4.2	−2.2	−0.2	1.8	3.8
	10	−6.2	−4.2	−2.2	−0.2	1.8	3.8	5.8
	12	−4.5	−2.5	−0.5	1.5	3.5	5.5	7.5
	14	−3.0	−1.0	1.0	3.0	5.0	7.0	9.0
	16	−1.8	0.2	2.2	4.2	6.2	8.2	10.2
	18	0.6	1.4	3.4	5.4	7.4	9.2	11.4
	20	0.4	2.4	4.4	6.4	8.4	10.4	12.4
	22	1.3	3.3	5.3	7.3	9.3	11.3	13.3
	24	2.2	4.2	6.2	8.2	10.2	12.2	14.2
	26	3.0	5.0	7.0	9.0	11.0	13.0	15.0
	28	3.7	5.7	7.7	9.7	11.7	13.7	15.7

初始股利率=2.6%，初始市盈率=25。

- 如果未来的盈利增长率为8%，且市盈率从15.5倍下调至更合乎惯例的14倍，股市总回报率将大致为每年10.3%。此时就可以构造这个矩阵了，盈利增长率相对其过去5.8%的历史水平偏高。而市盈率虽然低于当前水平，但仍高于历史标准。
- “太低了。”某人可能说，“20世纪90年代将像20世纪80年代一样。”然而，为了能达到20世纪80年代的17%这个不同寻常的回报率，则初始股息率应大约为3.1%，盈利增长率应为9%，市盈率乘数（price-earnings multiple）应增至24倍。而这是对盈利的大胆预测；同时，市盈率的估值也过高，这些最终都将被市场下跌所修正。
- “太高了。”可能另有人说，“我预期会有6%的盈利增长率和12倍的市盈率。”最终的结果是年回报率为6.8%，大约为10.3%的历史基准的2/3，这相当于假设灾难已逼近我们。

在1991年一篇发表于《投资组合管理期刊》的文章中，我解释了我的推理：

> 这些实例的要点在于，这个模型为理性地探讨20世纪90年代的股市回报率，树立起了一个分析框架。很清楚的是，除非我们仍怀有导致1999年高市盈率的异乎寻常的乐观情绪（但为什么不是相反呢？），并且这10年中盈利增长率高于以往任何10年（同样，为什么不是相反呢？），否则股市回报率将会降低至20世纪90年代的8%到12%的范围内，也许年均为10%。

我“为什么不是相反”的疑问，现在看起来几乎有如先知。自20世纪90年代中期以来，我们经历了美国经济非比寻常的繁荣，伴之以公司盈利异常稳健的增长；同时，由于投资者的狂热所导致的极端乐观情绪，使市盈率飙升至创记录的高点。综上，这些因素迄今已使股市回报率远超我最初的基础预期，甚至超过了13%的乐观预期。

磨快剃刀

1991年的那篇文章发表后不久，我决定提出一个关于预测的更细致观点。我除了使用不同条件下回报率矩阵进行分析之外，我还开发了一个回溯模型，用于推测那些在过去数十年中本可以获得却未实现的回报率。我知道在每个10年开始时的股息率和市盈率，所做的预测将是一个基于回溯的估计，即预测在过去的每个10年期里的盈利增长率，以及预测在每个10年期末的市盈率。

对每个变量和每个预测的时间段而言，事先得到预定的预测结果，这本来就是一个徒劳的练习而已。如何能猜测到多大的盈利增长率可能会出现，投资者获得的盈利将是多少呢？我不愿回答这些问题。但是，我把（已知的）初始股息率加回到市场已发生的平均盈利增长率上，且假定最终市盈率会等于市场以往的平均市盈率。

为了测试这一方法，我检验了自1926—1989年的53个滚动10年期的测试结果。结果令人震惊，除了个别例外，标准普尔500指数的真实回报率与我完全依赖过去的简单模型所导出的预测值非常相似。大多数的例外情况发生在20世纪30年代痛苦的大萧条时期，以及混乱的第二次世界大战期间。图2-3显示了1926年到1997年，每个滚动10年期的真实回报率与模型预测值的比较，如图2-3所示，多数出乎预测的例外情况再现于20世纪90年代后期，而此时正值大牛市。用统计学的术语来说，预测和现实结果之间的相关系数为+0.54，这即使远非完美却也令人印象深刻，因为该值无限优于纯粹出自偶然的零相关的情况。完全相关时的相关系数为1，此时每一个预测值将与真实值精确吻合；而+0.54实际上高于完全相关时系数的一半。

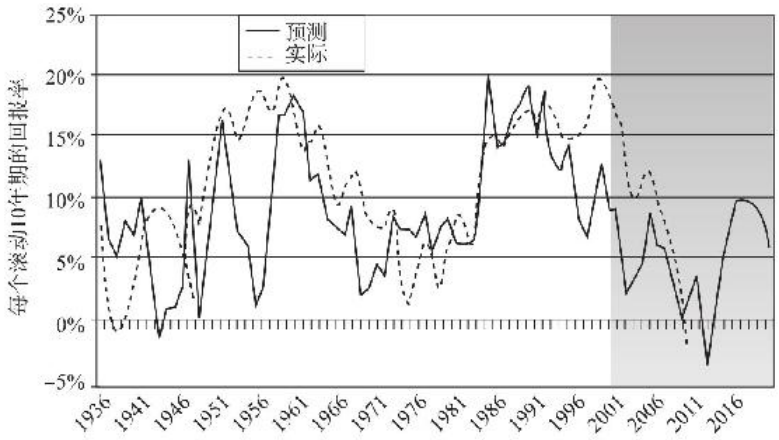


图2-3　10年期股市的名义回报率（1936—2019年，预测值）

奥卡姆剃刀原则在运行

当然，应以怀疑的态度来审视回溯测试（“折磨数据直到得出结论”，这是看待回溯测试的习惯方式）。我的方法论的实际目的是将业绩作为预测工具，在最坏的情况下，预测结果较差；在最好的情况下，预测结果喜忧参半。

在1991年，我已表明，我们可以有理由相信，在整个20世纪90年代，股市的年回报率在10%以内。后来，在《投资组合管理期刊》上的第二篇文章中，我以历史情况为指导，提出了一个更精确的预测。在3.1%的初始股息率基础上，假定每年的盈利增长率为6.6%，这是前30年的平均水平，分析结果为：在20世纪90年代的年投资回报率为9.7%。而市盈率从当时的15.5倍下降至以往30年的平均水平的14.1倍时，这导致投机回报率每年减少1.0%。结果是：股市8.7%的回报率稍低于我早期的估计值。

我认为，理性预期理论作为基本的预测工具仍然有用，而我的发现可作为该理论的变形。我仔细检查了所有53个自1926年以来的10年期时段，由本模型得到的结果有1/3相当准确，有1/3较好，余下的1/3时段则表现不佳。我将这些与预测的偏差作为一个有益的提醒，那就

是股市不时会出现杂乱与异常的行为。我对预测的易错性从来都十分小心，所以要事先警告大家：“不考虑发生异常情况的可能性，就运用这种新的预测工具，这是很不明智的。但可以肯定的是，更奇怪的事情，历史上都曾经发生过。”

十年以后

从过去到未来

虽然我对20世纪90年代股市年回报率在8%～10%（已有很大的保留）的预测，显得非常保守。但幸运的是，我考虑到了（对我而言）以下这个不大可能出现的情况：“20世纪90年代的情况，就像20世纪80年代一样……达到了17%的非凡回报率。”该回报率来自3.1%的股息率，9%的盈利增长率，以及上升至24倍的市盈率。此后，盈利将以8%的速度增长，同时市盈率也将从24倍增至33倍，且市场的总回报率将达到18%。

然而最终，时间站在了我这边。我谨慎地认为，股市将持续以杂乱而异常的方式运行，我的这种观点最终得到了证实。在20世纪90年代，股市回报率达到了不同寻常的18%；在随后新千年的第一个10年里，回报率为－2%。结果是：20年的平均回报率为7.8%，接近我20年前预测的8%～10%范围的下限。我将此结果作为对于奥卡姆方法论的一个有力支持，同时这也是一个告诫：在相对短的时间段内，回报率实际上不可能预测；在长期，时间和基本面因素通常会起作用。

请把信封拿出来[(13)]

我两次关于股市回报率的分析都是正确的，但是以一种最违背常理的方式得到的。尽管我的预测不尽完善，但仍然相当准确。我推测这10年期股市的年回报率为8.7%，令人惊讶的是，该10年期前半程，即1990—1994年，实际的回报率正是8.7%。由于我预测的依据是长期投资的基本面因素，而这些基本面因素的作用超过了对短期回报率有重大影响的投机因素。而且，我在1995年发表于《投资组合管理期刊》的第三篇文章中，回顾了此次非常准确的预测，我承认这里面有运气的因素，使得预测结果恰好与现实回报率相吻合。

唉，我在1991年的评论中提到的异常情况可能发生，这个评论很快也变成了现实。异常情况的确出现在我们面前，事实上，它在20世纪90年代后期，对股市产生了严重的影响。这表明，预测回报率是一项容易出错且应虚心对待的工作。自1995年股市开始起飞并令人吃惊地持续了三年多以来，每年的平均回报率达到了31%。到1998年年末，实际情况与我早先预测的（在10%的范围内）相差甚远。当10年期仅剩12个月时，股市的平均回报率仍高达18%。即使股价在这10年期的最后一年里下跌了20%，平均回报率仍将达到13.5%，稍高于我在这10年期初的乐观预测值13.0%（基于9%的盈利增长率和17倍的最终市盈率）。

1994年后发生了什么

在20世纪90年代的后半期，市场稳健的回报率反映了两个不同寻常的进展：**第一，在这10年期开始的两年后，股票的盈利增长率增至自1926年以来的历史平均水平6.9%的两倍以上。**从低迷的1991年到1997年，企业的盈利以16.6%的年率增长。然而，有趣的是，若从这10年期初始的1990年1月开始，增长率为7.3%，仅略高于我基于历史的预测6.6%；若从1990年1月开始计算，盈利增长率仅为7.3%，只比我由历史数据预测得到的6.6%略高一点。我预测在初始股息率为3.1%时，基

础回报率为9.7%，这与10.4%的实际值相比，是一个相当准确的预测了。

第二，随着企业盈利出现惊人的复苏，股价中的投机因素凸显出来。从1990年年初到1998年年中，股市市盈率从15.5倍膨胀至27倍，自1926年以来，仅有一次高于这个水平。巨大膨胀的市盈率与我计算的稍低的14.1倍的历史基准形成了鲜明对比，这足以解释迄今为止我的预测与市场实际回报率之间的差异。市盈率如此成倍地增长，实际上是不可能预测的。将每年6.7个百分点完全加至每年10.4%的基础回报率之上，这就使得在该10年期中，股市的总回报率达到每年17.1%，仅落后股市17.8%的实际回报率0.7个百分点。

补充说明一点，我最初基于市盈率将回复到历史基准的预测，已被证明是错误的。这再次证明了我常向投资者谈及的对投资的理解："不要认为你比市场知道得更多，无人可做到这点。"换句话说，**在多变且不确定的金融市场上，理性只能为长期投资提供一个合理的预测范围。**（并且，在我撰写本章时，这个10年期尚未结束，而且可能还有惊喜在等着投资者。）根据定义，一个理性的模型无力预测基于"非理性繁荣"的股市泡沫，如果我们在20世纪90年代后期经历的确实是一个泡沫，如果美联储主席艾伦·格林斯潘在1996年对股价的警告是正确的话，那么就只能让历史来进行裁决了。

奥卡姆剃刀原则和债券市场

尽管方式不同，在预测市场未来回报率方面，奥卡姆剃刀原则已被证明在债券市场比股票市场更为有效。我所用的这套简单方法，与华尔街的计量经济学家们开发的债券市场模型完全不同，但至少在推测未来债券回报率方面，我的方法并不比他们的逊色。

我对债券回报率的分析，也是从1926年后开始的，这与我们研究股市回报率的时段相同。62年期的美国政府长期国债，其名义回报率平均为5.2%。这是一个奇怪的现象：1926—1979年，该债券的平均回报率仅为区区3.1%，而它在此后变为异常高的11.8%。然而，债券的历史回报率（不像股票）对预测其未来回报率毫无意义。更悲哀的是，除了“绝不要买债券”这个错误的经验以外，过去的历史经验几乎毫无帮助。

然而，幸运的是，简单的解释通常是正确的，而且它进一步巩固了奥卡姆剃刀原则的理念。在给定的10年期初，初始利率显然是决定随后债券回报率的决定性力量。如表2-4所示，它列出了在每个10年期初，美国政府长期国债的利率。对于预测未来的回报率而言，即使这并不完美，但它的确是一个有效衡量未来回报率的指标。**初始利率的有效性在于，它类似于股票的初始回报率，是一个已知量。然而，长期债券初始利率的作用，超过了其他两个因素：再投资回报率（就是将利息复利所得的回报率）和期末（或最终）债券回报率。**

表2-4　10年期债市名义回报率——美国政府长期国债（1927—2008年）

单位：%

期间		初始回报率*	现实回报率	差异
开始于1月1日	结束于12月31日			
1927年	1936年	3.5	4.9	1.4
1930年	1939年	3.4	4.9	1.5
1940年	1949年	2.3	3.2	0.9
1950年	1959年	2.1	0.1	2.2
1960年	1969年	4.5	1.4	3.1
1970年	1979年	6.9	5.5	1.4
1980年	1989年	10.1	12.6	2.5
1990年	1997年	8.2	9.9	1.7
1990年	1999年	8.2	8.8	−0.6
2000年	2008年	6.8	10.5	−3.7
平均		5.3	5.9	−0.6

注：a．2008年年末的回报率为3.0%。

这些变量恰好符合凯恩斯关于回报率的双重结构（dual formulation）理论。我把当期利率比作凯恩斯理论的第一个要素：投资，或叫作事业，因为若假设现在事物的状态（即息票）不变的话，长期国债的息票确实是对于该债券资产在整个期限内获利能力的最精确表述。息票再投资的回报率和10年后债券的回报率，对应着凯恩斯的第二个要素：投机，也就是将希望寄托于传统的估值基础发生有利的变化。故此，在债券到期前的时期内，利率总体水平的变化将导致债券市值的涨跌。然而，如果一直持有的美国政府长期国债到期，它将被联邦政府按其面值赎回。

再投资回报率对于预测债券回报率而言，非常重要。因为在长期，利息在债券回报中占主要部分，所以利息的再投资回报率的重要性超过了债券的期末回报率。然而，利率的变化对债券的价格和债券再投资回报率有抵消的作用：在到期日前，一个较高的回报率将会降低债券的价格，但是会提高再投资回报率（一个较低的回报率其作用正好相反）。结果是，在预测随后10年债券的回报率时，初始利率仍是至关重要的变量。该变量与债券后来的回报率之间，存在很强的相关性（+0.93）。当运用奥卡姆剃刀模型预测股市后来的回报率时，总的股息率、过去的盈利增长率和平均市盈率之间的相关性，能达到令人印象深刻的+0.54，但此相关性仍弱于前者的相关性（如第1章所指出的，美国政府长期零息票债券在到期前，其价格极其易变，但对于持有该债券直至到期日的投资者而言，既没有期限风险，也没有再投资风险）。

在1991年刊登于《投资组合管理期刊》的那篇文章中，我预测了债券的回报率。**我的预测基于包含三个要素的简单矩阵而非只依赖历史。这三个要素分别是：美国政府长期国债的初始回报率、一组假设的不同的再投资回报率和一组假设的10年期末的最终利率。**我运用

这个矩阵以达到与股票回报率矩阵同样的目的：构建一个预测未来债券回报率的框架（见表2-5）。

表2-5a　20世纪90年代债市总回报率矩阵　　单位：%

最终回报率	再投资回报率%（10年期）	总的债市回报率[a]						
		6	7	8	9	10	11	12
	12	6.6	7.0	7.3	7.7	8.0	8.4	8.2
	11	7.1	7.4	7.7	8.1	8.5	8.5	9.2
	10	7.5	7.8	8.2	8.5	8.7	9.3	9.7
	9	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	9.9	10.1
	8	8.5	8.8	9.3	9.5	9.9	10.2	10.6
	7	9.0	9.6	9.6	10.0	10.4	10.7	11.1
	6	10.0	9.8	10.2	10.5	10.9	11.3	11.7

注：a．20年期债券的初始回报率为9%。

十年以后

表2-5b　21世纪第一个10年期间债市总回报率矩阵　　单位：%

最终回报率	再投资回报率%（10年期）	总的债市回报率[a]						
		4	5	6	7	8	9	10
	10	0.2	0.8	1.4	2.0	2.7	3.4	4.1
	9	0.9	1.5	2.2	2.8	3.5	4.2	4.9
	8	1.8	2.4	3.0	3.6	4.3	5.0	5.7
	7	2.6	3.2	3.8	4.5	5.1	5.8	6.5
	6	3.5	4.1	4.7	5.4	6.0	6.7	7.4
	5	4.4	5.0	5.6	6.3	7.0	7.6	8.4
	4	5.3	6.0	6.6	7.2	7.9	8.6	9.3

注：a．20年期债券的初始回报率为5%。

假定初始利率为9%，该矩阵表明，如果10年后，利率最终会升至11%，同时，若再投资回报率平均为7%，则债券回报率将低至7.4%。然而，如果发生相反的情况：即期末利率跌至7%且再投资回报率升至11%，则债券回报率将升至10.7%。有趣的是，即使这两个自相矛盾的情景接连发生，债券未来回报率的变化范围并不特别大：从7.4%到10.7%。

在20世纪90年代初，我依靠奥卡姆原则的指导，预测了下一个10年的债券市场回报率。债券年回报率的长期历史基准为5.2%，但在20世纪80年代，债券的年均回报率为12.6%。我认为，用20世纪80年代的债券回报率与现在的回报率相比较可能不太现实；而这样的长期基准几乎不能重现。也许长期国债到期回报率的最佳参考点是8.2%，可能的上限为20世纪80年代的水平，中位数（5.5%）为20世纪70年代的水平。

基于奥卡姆剃刀原则的精神进行预测，仅需考虑初始利率，无须估计再投资回报率或最终回报率。截至1994年，即这个10年期已过去了一半，债券回报率已达8.3%，接近我的预测值8.2%。实际上，债券回报率的预测值与实际值之间的契合程度，几乎类似于股市的情况。在20世纪90年代的前5年里，奥卡姆剃刀原则完成了两个惊人的准确预测。

然后，到了1995年，利率下跌而债券（价格）上升。债券的年回报率升至10.4%，稍好于我乐观的预测。截至1998年中，利率的急剧下降造成了更低的再投资回报率为5.25%，债券回报率也已跌至9.9%；并且在该10年期余下的时间内可能还将下跌。假定利率保持接近当前的水平，债券10年期的回报率应当在9%左右，接近8.3%的预测值，并且正好处在预测范围之内。

精确与反常

就20世纪90年代前半程而言，我恰巧由于纯粹而简单的运气，获得了准确预测股票和债券回报率的声誉。在1995年发表于《投资组合管理期刊》的文章里，我强调，有这样的运气是由于当时的回报率正好唯一地反映了投资的基本面因素，而没有太多的投机因素。我还补充到，在这10年期里我的发现是否再次得到支持，还有待于观察。正如现在的情况所表现出的，这10年期的实际情况，将很接近我对债券的预测，但却与我对股票的预测恰好相反，这主要是由于市场过于反常，将股票估值提高到前所未有的水平。

1992—1998年，美国企业保持了强劲复苏的态势，而在此之前的5年里，美国企业的盈利状况糟糕透顶，无论这种复苏态势是否会持续，或者该态势是否会被股市新一轮的投机狂热所放大，这仍然有待观察。但是，某些评论家，包括来自伦敦《经济学人》的编辑们争辩道："美国正在经历一个严重的资产泡沫。"1998年4月的《经济学人》指出，**投机狂热与高速增长的货币供给相结合，从而加剧了资产价格的膨胀，特别是股价。**

知名刊物仅仅使用泡沫一词，便足以将金融界逼到崩溃的边缘。一篇《纽约时报》标题为"经济泡沫理论"的社论文章否认任何泡沫的存在，该文认为这是由经济学家们杜撰出来的："尽管经济学家们竭尽全力，似乎也未发现值得担忧的泡沫。"《华尔街日报》也认同该观点，论述道："让我们刺破泡沫理论。"并将其描述为："对未来虚构灾难的极度偏执狂。"

然而，在同年稍晚时候，关于我们事实上正处于市场泡沫的观点广为流传。摩根士丹利[(14)]公司在《经济学》（*Economics*）上打出了这样的标题"美国大泡沫"。同时，《纽约客》一篇题为"刺穿这个泡沫"的文章中援引诺贝尔经济学奖获得者、货币史学家米尔顿·弗里德曼的观点作为支持："1929年的市场和今天的市场一样，都充斥着泡沫……我甚至怀疑今天的泡沫有过之而无不及。"不论何种情

况，可以确定的是，无人能否认以下观点。正如《经济学人》所报道的：“无可置疑的是，根据经过时间检验的标准测度方法，价格已偏离了正轨。”而此时预测未来颇为困难。

今后10年的股票回报率

尽管这是一个相当大的挑战，但还是让我们看看奥卡姆剃刀原则在1999年以后的走势，能为我们带来什么。假设我们已知股票过去的情形，包括：回报率的基本面要素，也就是股息率和盈利增长率以及投机因素的波动性即股价市盈率。奥卡姆剃刀原则还是告诉我们，股价在1998年年末处于一个较高的水平。以下是相关的要点：

- 较之于1926年以后平均4.3%的水平，股息率达到1.4%的空前低点。
- 盈利增长率在1992—1997年间的令人陶醉的高增速（每年16.6%）开始放缓。
- 1998年的预期盈利增长率在5%左右，低于自第二次世界大战末期以来6.6%的标准。
- 股票市盈率高达空前的27倍，无可争议地远超其14倍的历史标准。

与股市的背景相映衬，我们正在享受一个充分就业且几乎没有过剩产能的经济增长所带来的好处。而带给我们如此好处的这种经济增长可能难以重现。但是，当展望未来10年时，即使我们假设盈利将以6.6%的历史水平，甚至以高达10%的水平增长（这不是熊市的情景），则股票的基础回报率将介于8.0%～11.4%之间。如果市盈率保持在27倍，那么在以后10年中，纯粹的投资回报率将等于市场的实际回报率，这与过去几年中30%多的年回报率相去甚远。

然而，值得注意的是，一个可维持的27倍的市盈率，将要求我们全面更新传统的看待股市风险的方法。即使新的标准为20倍市盈率，在新世纪的第一个10年中，股票的名义回报率也将自8%～11%的基础范围减少3个百分点，降为5%～8%。当然，总是存在下述可能性：新的且更高的盈利增长率和市盈率将会出现。我将在第10章讨论这种可能性。

同时，一些大胆的所谓市场专家相信，我们已甩掉了束缚美国企业盈利的镣铐。这些真正的信徒们相信，被20世纪90年代痛苦的重组所解放的活力、信息技术革命和全球贸易的繁荣，都将使美国的企业称霸世界。在这个勇敢的新时代里，由美国企业稳健的盈利增长所支撑的20倍或更高的市盈率将成为标准，而不仅是一个使人愉悦的意外。

不过，与生俱来的谨慎个性使我对此持有异议，我们正开始享受美国企业利润长期增长的好处，这是完全可能的。我又想起自己经常给投资者的建议，决不能忘记在股市上任何情况都可能发生。事实上，如果现代6.6%的盈利增长率基准，已上调至一个新的更高标准比如8%，那么一个更高的市盈率可能是合理的：比如达到20倍而不是历史标准的14倍。然而，即使所有这些增加值都不是小数目，也不足以提供一个未来回报率，能支持当前27倍的市盈率的股价水平。(15)

十年以后

今后10年的股市回报率

如今，始于1999年年末的这个10年期即将结束，我在10年前表示出的谨慎已明确得到证实。股市回报率未像先前的两个10年期那样，达到前所未有的17%以上；而我认为在新千年的第一个10年期内，股市的年回报率可能会低至

5%。但是，实际情况更为糟糕：由于盈利增长率和市盈率双双急剧下跌，股市回报率跌到每年的－2%。

虽然我的预测明显有误，但我为自己在众人陶醉之时，仍然保持独立的观点而欣喜，纵然曾经有过美好时光，但现在已经走到了终点。并且，因为事实是“我与生俱来的谨慎”对所谓“我们已甩掉束缚美国企业……的镣铐”的观点提出了警告，我对“未来的回报率……将支持当今的股价水平”的观点，仍抱有深刻的怀疑，所以我现在的感觉更好。

今后10年的债券回报率

债券市场中的乐观情绪也正在高涨，尽管没有股市那么明显。随着美国政府长期国债回报率低至5.25%，利率已跌至自20世纪70年代初以来的历史最低水平。因为通货膨胀似乎已被控制住，债券仍然提供了较之于历史标准更为丰厚的实际回报率。基于近期的债券回报率水平，奥卡姆剃刀法则给出了一个相当窄幅的未来回报率区间。

- 根据正常假设，即利率处于5%～9%之间，在随后的10年期里，债券回报率将为5%，上下波动幅度为一个百分点。
- 在极端条件下，即利率在4%～10%之间，债券回报率最高可达8.6%，最低为3.1%。
- 在这些极端情况下，债券总回报率相对于最终回报率的敏感度，是它对再投资回报率敏感度的两倍左右。于是，随后10年债券的回报率将为多少这个棘手的问题，使得传统的预测方法面临尤为严峻的挑战。

我无意纠缠于如下观点的争论：在短期内，利率不可能达到4%并且保持该水平不变，虽然这确实似乎不可能；或者将升至10%（也许更

不可能），并且在一段时间内保持该水平不变。我更愿意提出以下观点：**如果我们知道了当今的息票利率，就掌握了预测今后10年债券回报率所必需的大部分内容。**然后，我们就能够开始理性地探讨其他假设：息票以多大的回报率再去投资？最终回报率是多少？

十年以后

今后10年的债市回报率

由于股票回报率的来源变化剧烈，预测其回报率易承受痛苦的失误。虽然初始股息率是一个已知量，但是盈利增长率甚至在10年之长的周期里，都容易产生显著的变化。同时，由于市盈率反映了投资者的希望、贪婪和恐惧，它极难预测。因此很正常的是，情绪比理性更难以预测。

但是，债券回报率的来源只有一个强有力的决定因素，而且该因素是事先可知的：当前的利率。因而十多年前，当我预测美国政府长期国债的回报率为5.25%多时，是根据1998年后期它的回报率为适中的5.25%做出的。随后10年该债券的实际回报率是6.2%，该预期与后来的现实情况很贴合。

于是，当2009年年中美国政府长期国债的回报率为4.5%时，我有信心预测在随后的10年里，债券回报率将处于4%～6%的范围。当然，利率的任何戏剧性的变化，都会使得债券回报率变得更高或更低。比如说，处于3%～7%之间，但那还有待观察。然而，即使是这样的变化幅度，对于构造投资策略而言，也是一个有用的标准。

回到未来

我既不为奥卡姆剃刀原则的失误而道歉，也不为我评价回报率所用的三步法的简单而辩解。即使我意识到，如雷诺阿（Renoir）[(16)]所言：“没有什么比简单更让人感到困窘。”对此，我加上了自己的评注：指望根据线性的方法，将过去的回报率草率地转换为未来的回报率从而进行预测，没有比这更徒劳无益了。很多刊登于金融期刊的复杂投资策略和预测方法，都完全是后视性的，而且常常完全依赖于特别选定的时段。其中某些已接近于巫术。奥卡姆剃刀原则提出的简单性，能有助于我们扫去缠绕在投资理论上的混乱。该理论偏向依赖于我们从以往回报率中所学到的经验，并结合我们对未来回报率的展望。该理论提供了一幅对未来可能性的简单而理性的图景。**奥卡姆剃刀原则不会告诉我们未来的回报率将是多少，但会告诉我们，在任何我们希望获得的股票和债券的回报率条件下，影响该回报率的要素该如何确定。**

你完全可以不同意我的结论，但特别需要重申的是，我们知道在金融市场上任何事情都可能发生，而且常常如此！由于市场并不总是理性的，故盲目信奉一个即使是理性的预测方法，是毫无道理的。不但可以允许判断，更要大胆鼓励判断。但是，我们现已完成的思维训练的要点在于：不同的看法必须基于事实且有数据支持，而不能仅凭直觉。经过奥卡姆剃刀原则的训练，应有助于投资者做出理智的投资决策。如果我们专注于投资的基本面，并去掉投机的糟粕，我们将取得与沃伦·巴菲特一致的结论，以下引自本杰明·格雷厄姆[(17)]《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）一书：

> 在短期，股市只是一个投票机；在长期，它才是一个称重器。

预测未来回报率有多重要

投资者不可能不去思考金融市场未来的情况。在本章，最重要的是，我已尝试洞察那些驱动市场回报率的因素，这些因素值得了解和思考。但我们必须面对的现实是：对投资的基本面因素和投机因素之间关系的理性分析，只能让我们尽可能准确地预测市场未来的回报率（并且仅此为止），这场游戏对长期投资者也可能得不偿失。毕竟用我们的投资组合孤注一掷是非常愚蠢的，即使获胜的可能性有80%，也不见得比55%的可能性对我们更有利。

在近来一篇发表于《投资组合管理期刊》的文章里，彼得·伯恩斯坦和罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）提到了这个问题："牛市？熊市？你确实应该在意吗？"他们的结论是："对大多数长期投资者而言，牛市并不那么有益；同时，熊市也不完全如大多数投资者认为的那样，只具有破坏性。"他们正确地指出："牛市提高了资产价值，但相应地减少了自该时间点起，投资组合能产生的预期实际回报率。熊市的情况正好相反，减少了投资组合的价值，但此效果在很大程度上被预期回报率的上升抵消了。其他情况也是如此。"我们希望看到的理想情况莫过于此：在投资初期遇见熊市，而在投资结束时碰到牛市，这种对择时的把握已超出了我们的能力。

那些确信市场这种不可思议的势头将会维持的人认为：个人投资者将持续而大量地购入股票；而且，他们还认为：我们正处在一个全球增长的新纪元，将会保持股票配置与增长的趋势同步，甚至还可能不断增持。但是，那些如我一样相信诸如盈利和股利这些基本面因素将起作用的人则认为：在足够长的时间内，历史常规的某些类似情况将会占上风；而持这些观点的人，至少应适当远离在这轮大牛市里驱动高回报率的强劲风潮。同时，那些相信另一场大崩盘正临近的人，必须考虑更大幅度地减小其股票头寸。然而，不管未来将会怎样，我认为**股票应该作为长期投资者的投资选择（之一），在一个良好平衡的资产配置方案中占据主导地位。**

所以，**怀着理智和常识去投资。考虑未来时，就参与开明而理性的讨论。将资产的重要部分配置于股票和债券，避免对投资组合的配置做极端的修改。**同时，对你所得到的每个预测，包括我的预测，持怀疑态度。如果你已建立起了一条通向资本增值的理智之路，坚持在这条路上走下去，不管发生了什么。

让我们向奥卡姆剃刀原则及其简单的概念鞠躬致意，我希望我已经让你们更好地理解了何谓基础而何谓浮云，何谓投资而何谓投机，以此帮助你们理性地预期股票和债券长期回报率的范围。现在，我们能够开始专注于长期投资策略的最基础要素：在股票和债券之间配置我们的投资。

十年以后

回报的性质

在本书的第一版中，我的结论清楚如斯：“重要的是诸如盈利和股利这些基本面因素；而且，在足够长的时间内，历史常规的某些类似情况将会占上风。”这是我提出如下建议的出发点：“至少应适当远离在这轮大牛市里驱动高回报的强劲风潮，它将迅速终结；或者“更大幅度地减少……其股票”。正如现在我们所知，这些建议即使不算完美，至少在方向上是正确的。

即便是近期发生的一系列灾难性事件，也丝毫不能改变我10年前表述过的基本原则。股票回报率的来源依然在于：（1）投资（或基础）回报率，包括初始股息率，加上随后每年的盈利增长率，加上或减去。（2）投机回报率，即市盈率变化的年化比例，市盈率是投资者愿意为1美元盈利所支付的价格（P/E）。股票的回报率在长期由投资回报

率驱动。同时，投机回报率虽然在短期很重要（且不可预测），但在长期则逐渐弱化。就这么简单，但难道这不是奥卡姆所要告诉我们的吗？

第3章
资产配置：业绩归因之谜

资产配置并不比强斯对花园的看法更复杂，我们满怀信心地投资金融市场，将我们的投资组合在不同的资产组合之间进行分配；在经济周期的不同阶段，这些资产组合涨跌不一。遵循分散投资的简单逻辑，当市场繁荣时，我们努力以最大程度忙于市场的丰收季节；而当市场萧条时，我们确保能够生存下来。

对几乎所有投资者而言，基本的资产组合划分可浓缩为以下三类：普通股（追求最大化的总回报率）、债券（追求合理的收入），以及现金储备（追求本金的稳定）。每类资产组合的风险不同：股票最为易变；债券次之；而现金储备的名义价值则不变。

从《塔木德经》[(18)]到现代投资组合理论

在过去的25年里，就金融学者们所导出的严密统计模型而言，我们已经形成了分散化投资的简单逻辑框架：现代投资组合理论。投资者都接受了这套理论，该理论立足于建立这样的投资组合：其回报率将投资者愿意承担的风险最优化。而风险被定义为预期价值的短期波动。

现代投资组合理论的结论广为人知：投资组合的构成应该包括金融市场上所有流动性资产组合，不仅有美国股票、债券以及现金储备，而且还有国际投资、做空头寸，外汇和不同的贵金属（比如黄金）。这样一个选择范围，在理论上可能具有吸引力，但是其基本理念无须如此复杂。实际上，早在14个世纪以前，《塔木德经》已指出了这条简单的资产配置策略：“一个人应当总是将其财产保存为三

种形式：1/3为房地产，另外1/3为商品，余下的1/3为流动性资产。”与古老的犹太传统法典的建议相比，我的建议没什么不同。

然而，对于构造一个投资组合而言，我的焦点不在于房地产和商品，而在于可交易的证券：股票和债券。出于简单的目的，在这个等式里，我忽略了现金储备，比如货币市场基金，因为它对回报率的影响很小，这样的现金储备应当被视作短期储蓄和应急之用，不应被视作长期资本积累的投资。对投资者而言，短期债券是货币市场基金一个更好的替代。对于利率的波动，短期债券相对不敏感；而长期债券则敏感得多。此书中的大多数例子都是基于中期和长期债券的。

像《塔木德经》的资产配置建议一样，我的指导方针很简单：**在原始起点，三分之二为股票，三分之一为债券。**从我在这个行业开始职业生涯算起，我的导师，即已故的沃尔特·摩根，他是该行业的先驱和惠灵顿基金的创始人，他曾向我传授投资组合平衡的理念。为了实现投资目标，比如为退休积累资产，平衡投资组合以优化股市的回报率。而持有一些债券，也将遭受损失的风险保持在了可以承受的水平。对于一些投资顾问而言，尽管（抑或是因为）股票的长期牛市使得平衡投资似乎显得过时且笨拙，如今，我仍继续呼吁平衡策略，甚至比以往还更加积极。

我的方针也遵从我所提倡的投资的四个维度：（1）回报；（2）风险；（3）成本；（4）时间。当你选择股票和债券作为投资组合的长期配置时，你必须针对所能预测到的盈利带来的回报，以及投资组合将承受的风险做出决策。你也必须考虑到将承担的投资成本，成本将减少你的回报并且会增加你必须承担的风险。可将回报、风险和成本视作一个立方体的三个维度：长、宽和高。然后，将时间视作暂时的第四个维度，它与其他三个维度发生作用。比如，如果你投资的时间跨度长，较之于时间跨度短者，你将能承担更多的风险；反之亦然。

前面的风险

到此为止，我都基本在用学术术语来描述风险：标准差，或者是月度、年回报率的波动性（如第1章所论述）。然而事实上，风险是非常难以量化的，它与你能承担多少损失且不会过度损害你的物质收入或精神有关。表3-1提供了自1926年以来对股票和债券配置不同投资者的损失频率和严重程度的历史记录，这一年是现代股票市场出现可用的准确统计数字的第一年。在此期间，股市大约每三年半出现一次负的回报率。在这些下跌的年份里，平均损失为12%。该表也显示了这一平均损失率不同比例的债券缓释的程度，范围为20%～80%。比如，一个典型的保守型平衡投资为60%的股票和40%的债券，这样将不会有20个损失的年份，只有16个，即每四年一次。同时，下跌带来的损失平均为8%左右，或者减少1/3。

表3-1a　风险与配置（1926—1997年）

股票/债券配置（%）[a]	出现损失的年份数	平均一年期的损失（%）	三年期的损失（%）1930—1932年	两年期的损失（%）1973—1974年
100/0	20	−12.3	−60.9	−37.3
80/20	19	−9.8	−45.6	−29.2
60/40	16	−8.2	−30.2	−21.1
40/60	15	−5.5	−14.9	−13.0
20/80	14	−3.7	+0.5	−4.9

注：a．配置不是每年再平衡的。

十年以后

表3-1b　风险与配置（1926—2009年）

股票/债券配置（%）[a]	出现损失的年份数	平均一年期的损失（%）	二年期的损失（%）1930—1932年	两年期的损失（%）1973—1974年	两年期的损失（%）2008—2009年
100/0	24	−13.6	−60.9	−37.3	−24.9
80/20	23	−10.7	−45.6	−29.2	−19.9
60/40	19	−8.2	−30.2	−21.1	−14.9
40/60	17	−5.2	−14.9	−13.0	−9.9
20/80	15	−3.6	−0.5	−4.9	−4.9

注：a．配置不是每年再平衡的。

也许1929—1933年这三年间的市场下跌，是我们面对的最坏情况。当时，一个全股票组合的下跌幅度达到了惊人的61%。然而，债券实际却升值了16%；同时，一个包含40%债券和60%股票的组合，在这三年的崩溃中，若不改变其配置，损失为30%，仅是前者的一半。40年后，在1973—1974年，我们经历了过去67年里第二糟糕的市场形势，有趣的是，这两年期是25年以前股市较大幅度的一次下跌。在那短短两年内，一个仅包含股票的组合，非常像当今牛市中最兴奋的鼓噪者所宣扬的配置一样，其市值将缩水37%（包含股利）。而一个含有40%的债券头寸组合又会减缓下跌的幅度，其资本的短期损失为21%，其损失比全股票组合37%的损失的一半要高一些。

跨越季节的风险

这些例子能说明债券是优于股票的投资吗？某些经历过1973—1974年股灾磨炼的投资者，可能非常认同这个结论。然而，对于长期投资者而言，这样做则意味着悲剧。在随后的23年里，较之于仅为10%的债券回报率，股票的年回报率达到了16.6%。一个初始配置为40%债

券和60%股票且保持不变的组合，回报率将达到14.6% 。在这段时期末，其股票配置将增长至86%。

十年以后

风险和配置

正如我警告的，在1973—1974年的两年期内，股市下跌了37%，可能代表了最坏的情形。近来的事件支持了我的谨慎。实际上，在2007—2008年，市场下跌了33%，情况极为相似。这种风险本来能被组合配置中的债券所减少；一个20/80的股票／债券配置的回报率为－6.5%，又一次合理地相似于前一次股灾期间的－4.9%的回报率。（如图3-1所示，其他配置组合的表现，也类似于1973—1974年的情况。）下一次将怎样，当然只能走着瞧了。

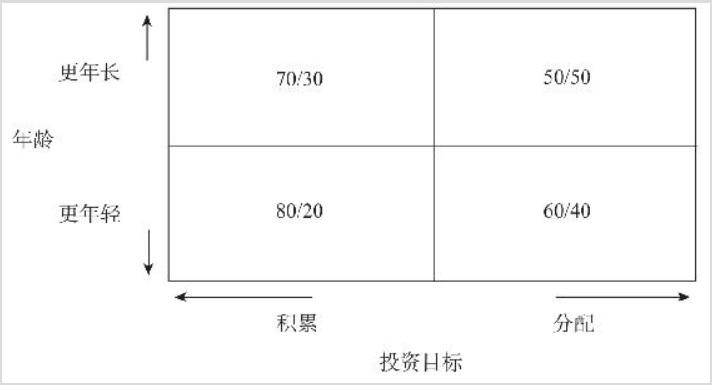


图3-1　基本的资产配置模型（股票／债券）

确定的是，在2008—2009年的两年期内，市场的崩溃和随后的反弹给出了另一个最糟糕的情景。这两年期股票的累积回报率（截至2009年9月）总计为－25%，而一个60/40的股票／债券组合，其市值下跌幅度仅为11%。

在一个股票组合中，债券的最佳用途是作为一个常规收入来源，同时还有缓解作用，并非只是股票的替代物。记住，**长期投资者的目标不是在短期保有资本，而是获取实际的、经通货膨胀调整过的长期回报率。**股市能够带来极度沉重的短期损失，但正如我们在第1章中看到的，在所有的时段内，自1802年以来，在所有25年期中的95%的回报率，以及在所有10年期中的80%的回报率，股票都能比债券提供更高的长期实际回报率。

债券的实际回报率是可变的，但它长期都保持在3.5%左右，是股票实际回报率7%的一半。换言之，由股票提供的购买力增长率是债券提供的两倍以上。正如先前所示，多年的复利能将很微薄的盈余积少成多。尽管在短期，股票变动极大，长期投资者若不承担这样的风险，付出的代价就太大了。

同时，不要忘记：回报率随时间增长得很快，而风险随时间减少得也很快。如第1章的图1-3所示，股票回报率的波动，随着持有期的增加而迅速降低。股票一年期的标准差为18.1%，25年期则下降为2.0%，但是这种下降主要发生在10年期末，此时的标准差为4.4%。

从平衡中获益

一个平衡投资方案的最大益处在于：它使得风险更为合理。一个包含了债券的配置可以减弱股票短期波动的影响，这将给风险厌恶型的长期投资者以勇气和信心，让他们去持有一个偏重股票的配置。你可以根据自己的独特背景：你的投资目标、时间跨度、风险容忍度，以及融资来源，去选择一个包含股票和债券的平衡配置。

表3-2显示了在不同配置条件下，你将获得的回报率。假如你：（a）在1973—1974年的下跌之前及期间持有股票两年；（b）在此期间及之后，持有股票两年；（c）持有股票6年，包括这段下跌的时

期。（假设因股票和债券的不同市场表现，初始配置发生了改变，但在此期间的每年年末，组合将重新调整，回到初始配置。）

表3-2　风险、时间与配置（1971—2009年）　　单位：%

股票/债券配置[a]	年化总回报率（%）				
	1971—1974	1973—1976	1971—1976	1971—1997	1971—2009
100/0	-3.9	1.7	6.4	13.3	9.6
80/20	-1.8	3.1	7.0	12.7	9.7
60/40	0.2	4.4	7.4	12.0	9.7
40/60	2.1	5.5	7.7	11.2	9.6
20/80	3.8	6.4	7.8	10.4	9.2
0/100	5.4	7.1	7.9	9.2	8.7

注：a．配置是每年再平衡的。

这显而易见就是强斯的观点：即使没有夏季，在几乎所有的组合配置里，之前的春季和随后的秋季都足以提供正的回报率。仅有两种最激进的组合出现了损失，即股票配置分别等于资产的100%和80%，但也仅出现在1971—1974年。因为这个时期正处于惨淡的熊市，在这三个时段的每一个时期内，具有最大份额债券配置的组合表现最优。事实上，仅投资于债券的组合表现最好。

然而，随着时间的推移，同样的配置和数据有力地支持了偏重股票的长期投资。在1970年后的27年，回报率直接随着配置中股票比例的增加而提高。如表3-2所示，一个资产配置80%股票和20%债券的组合，其年回报率为12.7%。对一个配置正好相反的组合，即20%股票和80%债券，其回报率为10.4%。在整个时段内，一笔重仓于股票的10 000美元的投资，将增长至252 300美元；而同样一笔重仓于债券的投资，其资本则增值至144 600美元；前者多出后者107 700美元。**配置于股票越多，长期平均回报率就越高。**除去惩罚性的冬季，如20世纪

70年代的早期，市场季节最终将如此变化：春季到来，然后是夏季。一个良好平衡的组合正处于获益的最佳位置。

打造你自己的平衡

如何才能确定你所需的平衡呢？我将继续倡导如图3-1所表述的简单模型：这是一个四象限的矩阵，对于处在不同投资生命周期阶段的年长或年轻投资者，该矩阵给出了不同的配置建议。该模型假设，股票在长期将优于债券，正如它们自1802年以来的表现。它还假设股票的回报率将更不可预测，正如其回报率具有更高的标准差一样。这些假设与历史记录相符合。

十年以后

风险、时间与配置

虽然有2000—2002年和2007—2009年的严重熊市。自1971年以来，股票的年回报率仍保持强势（每年9.6%），尽管远低于早先的1971—1997年的13.3%的超乎寻常的高回报率（注意起始时间相同）。但我们必须记住：在该时期开始时，债券回报率在9%的范围内，所以实质上，在这个时期内，债券回报率与股票回报率相等。因而，不同股票／债券配置的组合，其年回报率实质上是一致的，都恰好处在8.7%到9.7%之间。

较之于股票，债券的回报率是如此具有竞争力。这很不寻常，但也并非前所未有。只要股票存在一丝溢价，平衡型基金的投资者就将受益更丰。在上述条件下，我们可

以从坚实的股票回报率以及远超历史标准的债券回报率中获益。

这个矩阵的要点立足于常识。在你个人投资周期的积累阶段，当你在构建资产时，你把本可花掉的钱存起来（这绝不容易，但总是必需的），你将资本进行投资，并且将你所得的股利和资本利得进行再投资。由于你不是马上需要这些资产，所以你能将资本置于更多的风险之中，以追逐更高的回报。作为一个更年轻的投资者，你可能将组合中高达80%或更高比例的资产配置于股票，余下的配置于债券。随着你积累阶段后期的开始，你已变得更老，并且你拥有更少的时间去弥补组合价值的下跌。就此点而言，你可能将你的股票敞口限制在不超过70%的范围内。

在你投资周期的分配阶段，当你享受积累阶段的成果时，你依赖一个相对固定的资产池去产生你所需的收入。你提取自己的投资收入，而且你无法承担短期的巨大损失。在分配阶段的开始，你可能会将股票配置降低到60%左右。随着年龄的增长，你可能要将股票配置降至50%。即便如此，获得适当的收入仍是一个挑战。在1998年的后半段，蓝筹股的回报率约为1.4%，美国政府长期国债的回报率约为5.4%，一个50/50的平衡市场组合，其回报率为3.3%。若给定典型的股票和债券基金的平均运行成本，一个类似的共同基金组合的回报率仅为2.0%，你的收入几乎减少了40%。这个简单的计算，增强了你对基金成本巨大冲击的认识。在你的资产配置里，基金的选择突出了为何我要反复强调基金成本在你投资决策过程中的关键作用。

随着你不断改进战略性的长期资产配置方案、修改主要指导方针，以适应你的金融环境、年龄、目标以及风险偏好。一个具有高风险承受能力的年轻投资者（25岁左右），开始为其退休做投资，若全部投资股票也并不显得轻率，只要他有信心在牛熊市都坚持定期投

资。在分配阶段，一个收入颇丰、极度厌恶风险的年长投资者，可能将其股票配比压低至30%。这个决策的要点在于将要投资的资金和已经积累获得的资本之间的关系。一个年轻的投资者刚开始投资，每月只能投入150美元在个人退休金账户（IRA，或者是企业固定缴款的养老金或储蓄计划）。他不用担心时间问题，因为在开始时几乎没有风险。作为对比，一个年长的投资者必须同时考虑获得回报的机率，以及风险对更大和更重要资金的危害。如今，对一个有份合理报酬的职业、工作了40年的投资者来说，在税收递延计划中，拥有超过100万美元积蓄已成为标准。正所谓，时不我待。

年龄、资产和资产配置：综合的观点

年龄和资产水平的组合对风险的敏感程度，看起来几乎是不言自明的。一个年轻人在开始积累其资本时，自身资产很少，能够承担较大风险，努力获得股票投资的最大回报，并依靠时间熨平短期回报率的波动。对于一个更年长的投资者，他已拥有了很多的资产，但只有很少的时间从可能的损失中恢复，因而他应当追求有更大把握、更低风险和更持久收入的回报率，即使要以更低的资本回报率为代价。

也有相反的观点，如果你年轻且没什么财产，为何要承受股票的风险？如果你年长且拥有丰厚的退休金收入，为何不继续侧重于投资股票，将可能获得的最大财产传给继承人呢？难道更年轻的投资者就没有短期投资吗？难道更年长的投资者就没有无限的投资期限吗？

也许还有其他的现实生活情况。你的负债情况如何？你的现金流是正的，还是负的？你的收入在上涨，还是下跌？你的子女的大学教育如何？你期望能从固定收益类的

养老金（包括社会保险）里获益多少？你是一个进取型的风险承受者，抑或是一个谨慎的保守派？

针对金融资本，学术界也提出了人力资本的观点。挣工资的年轻人未来劳动的现值，降低了投资的重要性。“我就是我的投资组合里最重要的资产。”确实如此。较之于关注相对数量更少的、个人将可能积累的金融资本，难道没有人愿意更好地管理自己的生活，以最大化其巨大的人力资本潜力吗？难道人力资本价值和股市价值，不被美国经济增长深深影响，并且高度相关吗？

所有的这些问题都很难回答，值得仔细思考。但是，以年龄和资产水平作为构建资产配置底线的拇指法则（即经验法则），在我看来，对大多数（但并非全部）投资者，是一个明智的起点，因为他们所处的无数种不同环境，掩盖了适当的解决方案。资产配置不是万灵丹。对于金融市场上不可避免的不确定性，它即使不是完美的，也是一个理性的解决方案。

十年以后

打造你自己的平衡配置

在最近的时期里，“随着年龄的增长，不断减少你的股票比例，并相应增加你的债券比例”这一原则已得到重申，并且不止于此！2007—2009年股市的崩盘，对全股票组合而言是个灾难。但由于回报率为正，债券完成了其缓解风险的预期任务。

我原先立足于经验的资产配置模型，针对在投资计划分配阶段的年长投资者，配置为50/50。在此次崩盘前很久，我就对模型做了微调。作为一个大致的起点，我建议一个投资者的债券头寸应等于其年龄。比如，某位投资者的年龄为65岁，则应考虑资产配置为65/35的债券 / 股票。

很明显，这样的法则必须调整以反映投资者的目标、风险承受力和总体的金融形势。例如，养老金和社会保险支付被视作类似债券的投资。但关键点在于，随着年龄老去，我们常常：（1）有更多需要保护的财富；（2）更少去弥补严重损失的时间；（3）对投资收入有更高的要求；（4）对市场起伏变得更为神经质。所有上述的4个因素清楚地表明：随着年龄的增加，我们对债券的需求更多。

微调你的平衡

一旦你已确定了一个长期的资产配置战略，你必须决定这个平衡是否将是相对固定的抑或动态可调的。通常，有两个基本选择，你能够：（1）保持你的配置比例固定不变，定期地买卖股票和债券，以使你的组合恢复到最初的配置；（2）设定初始的配置，然后听任你的投资利润自行其是。在后一种情形中，你的初始配置将逐渐演变，并反映出股票和债券的相对业绩。

在第一个选择，即固定的配置比例之下，你将需要不时地重新平衡你的组合。如果股市走强，你就要将初始的60%股票和40%债券的配置改变为70%股票和30%债券，你可能需要卖掉一些股票，并将这笔收入投资于债券。对于一个税收递延的退休金账户，其组合调整不需计税，这种调整很容易完成。然而，对于应税账户而言，卖出证券完全可能触发不利的纳税后果。如果你持有的证券主要在一个应税账户

中，明智的行动路线是将未来的配置重置于债券，并逐渐将你的组合恢复到最初比例。**采用固定比例的策略，其优势在于：当股价上升时，你将自动锁定收益并减少股票风险敞口。相应地，随着股票价值的下跌，你将提高持股比例（用出售债券的收入来实现，或重新调整投资），这将减少你的股票风险敞口；同时，这将保持风险和收益之间初始平衡的相对稳定。**相对于那种无所作为，任凭其投资组合风险敞口随股市波动而变化的策略（该策略合乎直觉，但可能后果不佳），很多投资者发现股票和债券的稳定平衡会让人觉得更加放心（这是一个与直觉相反的策略，但可能富有成效）。

如果你选择听任你的初始资产配置自行其是，实际上，你是在采取一种良性的忽视策略。在你确定了初始配置后，风险和回报的平衡将随着金融市场的节奏而起舞。开始的60%股票和40%债券的配置，可能最终变成75%或更多的股票，以及25%或更少的债券。一个近来的例子显示，在这个始于1982年的牛市到来之前，某个投资者配置50/50的股票／债券，在16年以后，最终将变为76%投资于股票，24%投资于债券。

还有第三个选项，但仅为勇敢而自信的投资者准备，就是不放弃“坚持原定路线”的原则，但在风暴出现于地平线时，允许做中途的修正。如果理性的预测指出，较之于其他资产组合，某一资产组合具有更佳的投资机会，你可以适当调整资产组合比例，从判定为较缺乏吸引力的资产组合转向更具吸引力的资产组合。这种策略被称为战术资产配置。这是一种机会主义的、短暂的、激进型的策略。假如你具备技能、洞察力以及运气，较之于固定比例的方法或良性的忽视，它可能产生更高的长期回报率。

拥有技能和洞察力极为重要，虽然我们所有人都容易高估自己在这两方面的能力。但是，运气也在起作用，很多投资者确实是正确的，但却选错了时间。太早或太晚都不好。如果真的要使用战术资产

配置的话，仅应当很有限地使用。也就是说，如果你的最优战略配置是65%的股票，则限制其变化不超过15个百分点（50%～80%为股票），并且逐渐变化。你期望拥有技巧、洞察力和运气，能在一夜之间消除掉股票头寸，并在时机合适时，重新恢复头寸。在我看来，这样的愿望显然很荒谬。谨慎的战术资产配置可能对勇敢者是个诱惑，而所谓完善的战术资产配置则只能诱惑傻瓜。

什么可以指导战术资产配置做适当调整呢？举一个例子，关注那些估值相对债券明显偏高的股票。那么，只有那些怀着信念、充满勇气和严于自律的投资者才可能因谨慎而获益。我是说对谨慎保持恭敬，而非向其臣服。在一个无法避免不确定性的世界里，你的股票头寸的减少不应当超过15个百分点。如果在你的组合里，65%为股票，那么至少将其维持在50%；如果50%为股票，那么至少将其维持在35%，等等。多一点的小心代表着纯粹的审慎，同时，如果相对来说你是风险厌恶型的，这能使你高枕无忧，这份福气并非微不足道。人们不必拥有投资经验就会承认一个行业谚语中的智慧：“有年长的飞行员，也有勇敢的飞行员，但是没有年长且勇敢的飞行员。”

第三维度

一个理想的资产配置，包括两个最明显的投资维度：风险和回报。而投资成本代表了投资的第三个维度，它更微妙，但是同样关键。认为成本与资产配置的重要性相当的理念，并不被共同基金业所广泛接受。毕竟，在这个长期牛市里，股票的年回报率近20%，并且近年来年回报率为30%；而当今债券的回报率仅约为5.5%，资产配置已经弱化了成本的重要性。成本的影响每年都不过是区区几个百分点。于是，业界出现了这样的共识：必须给予资产配置最高的优先权。通过忽略成本的影响，该行业含蓄地表明：成本不重要。但这个行业共识是错误的。

然而，一篇发布于1986年的严肃的学术研究论文，似乎印证了这个共识。在《金融分析家杂志》（*Financial Analysts Journal*）上，作者布里森（Brinson）、胡德（Hood）和毕博（Beebower）写道：“投资策略（即资产配置）胜过投资战略（即市场择时和证券选择），平均来看，投资策略解释了为何（养老金）总方案的回报率变动为93.6%。”在资产配置领域，这段陈述可能正是引用的来源，它确实是最常被引用的。

该文的作者们继续说：“虽然投资战略能产生显著的回报，但它与来自投资策略，即资产组合的选择和正常的权重，所产生的回报贡献相比，则相形见绌。”换而言之，来自资产配置的回报贡献，胜过了其他因素。

该文研究了截至1983年的10年期，这个发现后来被另一项研究再次印证。后一项研究由布里森、辛格尔（Singer）和毕博于1991年完成，随后也发表于《金融分析家杂志》上，该项研究的时间跨度为截至1987年的10年期。在结束期的1987年，资产配置的影响估计达到了91.5%，这是一个微不足道的变化。

财务圣经

我认为，如果能被正确地理解，这个结论就能经得起挑战。然而不幸的是，它很容易被误解。它常被引用为具有如下涵义：资产配置解释了养老基金之间年回报率的差异，而不是季节回报率的变化。我必须承认，在开始时，我犯了同样的错误：强调股票、债券和现金之间的资产配置。“我已解释了总回报率的差异居然高达惊人的94%，而这些总回报率来自由机构管理的养老基金。”令人开心的是，通过提出正确无误的结论，我证明了这个仓促的论断：“长期的基金投资者，要更多地侧重于包含股票和债券的基金的投资配置，且减少关注持有哪些特别的股票和债券，就可能盈利。”虽然今天我仍然坚持这

个结论，但我一定要增加如下内容：“……尽可能地保持成本固定且低廉。”换而言之，在低成本基金中做出你的选择。

威廉·扬克（William Jahnke），凭借一篇发表于《金融分析家杂志》的著名文章，成为1997年的“格雷厄姆及多德”奖的获得者。他在文中谈到了这种普遍的误解。他提到，虽然资产配置可以解释季度组合回报率的93.6%的变动，但对大多数投资者而言，短期回报率的适度变动几乎毫无意义。使用初始研究的数据，扬克得到了结论：在股票、债券和现金储备之间做正常配置的某个养老金计划的投资策略，仅解释了长期总回报率差异的14.6%。扬克随后给出了有力解释：“对很多个人投资者而言，成本才是决定组合业绩的最重要因素，既不是资产配置策略，更不是市场择时或证券选择。”

也许有些不同寻常，我发现自己坚定地保持中间立场。资产配置确实至关重要，但成本也至关重要。对一个包含高等级股票和债券的分散化投资而言，如果跟这两个因素比较，那么该组合所包含的其他所有因素都显得苍白无力。

成本如何改变预期

布里森、胡德和毕博的研究（以下简称BHB），没有考虑投资顾问费用、行政费用和托管费用等成本因素。为了公平起见，可能确实不需要考虑这些因素。这项研究的焦点主要在于季度变动，而非累积年回报率，而且机构年金计划投资顾问费用的变化相当适度（设定的费率水平具有竞争性，其幅度很小，每年大约为资产总额的0.4%～0.8%）。考虑到以上两个因素，成本对结论的影响几乎可以忽略不计。

成本对共同基金业的影响则完全不同，它的变化幅度更大，而且其水平常常高于养老基金。股票型基金的费率平均每年为1.5%，且其

范围在0.2%～2.2%或更高。今天，平衡型基金收取的费用平均为1.4%，而且其幅度在0.2%～1.8%或更高（见图3-2）。在共同基金之间，成本存在如此幅度的差异，虽对基金的季度回报率仅有微弱的影响，但对长期回报率的差异影响却很大。大量数据强烈地支持了以下结论：**投资成本与资产配置，都是长期回报率的关键制约因素。投资的底线是：成本至关重要。**

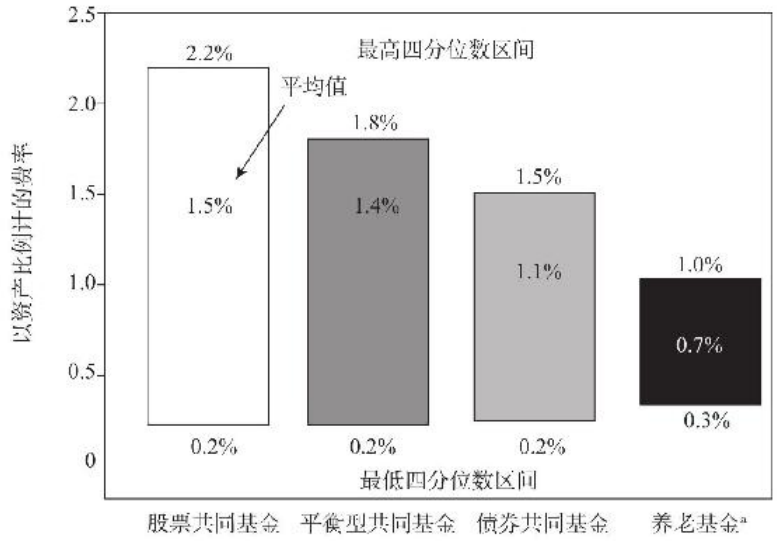


图3-2a　投资组合的费率

注：a．估计值。

十年以后

费率

股票型基金、平衡型基金、债券型基金和养老基金的费率情况与10年前相比，基本上没有变化。对每一种类型的基金，基金费率的最高四分位，与基金费率的最低四分位相比，平均高出1个百分点，经过长期复利后，这将是一笔巨大的储蓄。然而，正如我后来将要解释的，费率绝不是基金投资者要承担的唯一成本。

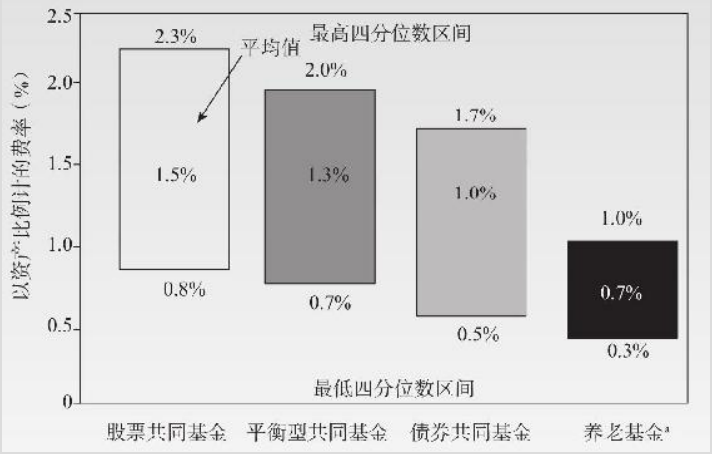


图3-2b　投资组合的费率

注：a．估计值。

表3-3　回报率变动的来源[a]

因素	BHB 的研究	对共同基金的研究
配置策略	92.5%	84.9%
配置变化与证券选择	7.5%	15.1%
总计	100.0%	100.0%

注：a．BHB在1986年和1991年研究的平均值；对共同基金的研究根据截止于1997年12月31日的10年期。

在分析成本的作用时，由于平衡型基金的资产配置类型类似于BHB所研究的养老基金的配置类型：通常包含大约60%～65%的普通股，因此我选择平衡型基金为对象。在一项截止于1997年12月31日的10年期研究中，结果再次清楚地确认了BHB的基本发现：资产配置的影响弱化了市场择时和股票选择的影响。实际上，对于平衡型基金季度回报率84.9%的变动，部分可由资产配置解释，这个数字很接近养老基金的结果。如表3-3所揭示的比较结果，两者的相似程度惊人。

让我们从回报率的波动转向探讨总回报率，养老金计划和共同基金扣除费用前的回报率，都稍微落后于市场基准指数的回报率。对于

养老金的研究，BHB使用了如下的市场基准：对股票使用标准普尔500指数的基准；在第一次研究中，对债券则使用雷曼政府／公司债券指数（the Lehman Government/Corporate Bond Index）的基准，随后的第二次研究，则使用所罗门投资等级债券宽指数（Salomon Broad Investment Grade Bond Index）的标准；对现金则以国库券为标准。对平衡型共同基金的研究，我们使用了相似的基准：股票为标准普尔500指数；债券为雷曼中期公司债券指数（the Lehman Intermediate-Term Corporate Bond Index）；现金为国库券。无论是BHB的还是我们的研究，如果用全市场的威尔逊5000股票指数（Wilshire 5000 Equity Index）替代标准普尔500指数，研究结果没有显著差异。

我们正在见证的（似乎一直以来就不断被重申），就是主动型基金经理的失败。总的来看，即便在成本被扣除之前，他们的表现也没有超过相应的市场指数。这与经理们管理的是养老基金还是共同基金无关，在上述两类基金中，他们都没有特别成功过（见表3-4）。

表3-4　共同基金经理与养老基金经理的业绩[a]

	对养老基金的研究	对共同基金研究
扣除成本前基金经理的回报率		
非数成分回报率	11.8%	14.2%
基金回报率（扣除成本前）	11.2%	14.1%
扣除成本前差异	-0.6%	-0.1%
扣除成本后基金经理的回报		
平均费率	-0.6%	-1.1%
基金回报率	10.6%	13.0%
扣除成本后差异	-1.2%	-1.2%

注：a．不考虑销售费用。

主动型基金经理们通过战胜被动的市场指数来增加价值，而其失败在很大程度上反映了个股选择的不高明；或者，如果你愿意承认，是反映了高度有效的市场。价值的实际减少，很可能是由组合的交易成本造成的（虽然很难被精确量化，但它确实存在）。较之于未施加积极管理的指数投资组合，养老基金和共同基金都暴露出了不足。究其原因，个股选择和交易成本这两个因素，无疑共同扮演了重要角色。

然而，当我们将运行费率纳入考虑范围后，那些经理们的失败就不证自明(19)了。表3-4展现了我们扣除成本后的研究结果，请注意：在两种情况下，如果总回报率每年都减少1.2%，就相当于大约减少了市场指数回报率的8%。而费率占去共同基金回报率减少部分的92%。更甚者，在该项研究覆盖的10年中，平衡型基金的平均费率已从1.1%升至1.4%，这是一个不祥的信号，标志着未来回报率减少的幅度很可能更大。

表3-5　平衡型基金：回报与成本　　单位：%

	净回报率	费率[a]	总回报率
1987—1997年成本的四分位			
第一（最低成本部分）	14.0	0.6	14.6
第二	13.2	1.0	14.2
第三	12.6	1.2	13.8
第四（最高成本部分）	12.1	1.7	13.8
平均	13.0	1.1	14.1
1994—2009年成本的四分位	净回报率	费率	总回报率
第一	7.1	0.7	7.8
第二	6.0	1.0	7.1
第三	5.8	1.2	6.9
第四	5.0	1.9	6.9
平均	6.0	1.2	7.2

注：a．1998年，成本的四个分位分别是：0.7%（最低）、1.0%、1.2%和1.9%（最高）。

结果，在我们的样本中，在平衡型基金的成本和净回报率之间，存在一个非常系统性的关系。实际上，当不考虑成本时，1987—1997年，总回报率的第二、第三和第四个四分位几乎相等，约为14.0%；而1994—2009年，该值为7.0%，这些结果都列在表3-5中。无疑，对于每个四分位，较低的成本必然带来更高的回报。

如同蛋糕上的糖衣般诱人的是：更低的成本将实现更高的回报，而不用承担比平衡型基金更高的平均风险。在这些平衡型基金中，资产配置政策的不同（较之于平均水平，这些基金中的4只明显配有更高份额的普通股），导致了总回报率某种程度的不同。但是一旦将风险（由标准差所衡量）纳入考虑范围，则只有费率处于最低四分位的基金，才凭借非同寻常的风险调整回报率（risk-adjusted return）脱

颖而出。特别是在1987—1997年，费率为最低四分位的平均风险调整回报率（用夏普比率[(20)]表示），高出平均水平的15%；而处于费率较高的3个四分位的风险调整回报率，都低于总体平均值的4%。（处于最低成本四分位的基金，平均夏普比率为0.94；而3个处于较高风险四分位的基金，每个夏普比率的平均值为0.79。）这种关系给予“成本至关重要”的观点以强有力的支持。

那么，这项有关平衡型共同基金的研究结论，就需要加上BHB陈述的重要附加说明（用黑体字标出）：“尽管投资战略能产生显著的回报率，但与投资策略产生的回报率贡献相比就相形见绌了，而且成本深刻地影响着总回报率。”

该结论的得出，不仅来自于这项平衡型基金研究所给出的有限样本，而且来自另一项详尽的关于回报率的研究，该研究包括了自1991年至1996年期间运行的所有741只美国国内的股票型共同基金。当把基金的投资风格（成长型对价值型）和流通市值（大盘对小盘）考虑进来后，处于最低成本四分位的基金之业绩，优于处于最高成本四分位的基金，而且该结论相当具有连贯性，这正如我们将在第6章所见的。我们还会看到同样广泛的影响在债券型基金中出现，具体细节将在第7章讨论。

十年以后

平衡型基金的成本和回报

将10年前平衡型基金成本和回报的数据进行更新，并将期限延长为15年，这就以接近完美的方式确认了先前的结论。根据四分位从低至高，随着费率上升，回报率随之下降。处于低成本四分位的基金回报率，在早期，每年的回报率要高出1.9%，而近期这一优势为2.1%。同时，这二

者呈现出同样独特（但有趣）的形态：处于最低成本四分位的基金，不但净回报率最高（如我们所期待的），而且即使在成本被扣掉之前，总回报率也最高。（此外，第二阶段可与第一阶段相似。在近期，低成本基金费用前期的年回报率优势为0.9%，几乎与前期0.8%的优势相等。）其原因尚不明了，但正是这个形态强化了简单、低成本的策略："在低成本的池塘里钓大鱼！"

低成本增加了基金的回报率

无论出于何种原因，更进一步说，对于处在顶端四分位的基金而言，低成本系统性地提高了低成本基金的总回报率，甚至还给予它们更大的优势。这样的结果似乎不是随机出现的。也许成本更高的基金要追求额外的回报率或是更低级别的证券，以抵消其额外的费率，但是隐含的额外风险也随之而来。在任何一种情形下，对于平衡型基金，费率每降低10个基点，对于平衡型基金而言，这将增加17个基点的净回报率。若果真如此，则杠杆效应几乎会让更高成本的负面影响翻倍。

通过以下这个例子来展示这一数学方法的内涵：一只高成本基金的净回报率为10%，这不仅可以表现为某只平衡型基金有11.1%的回报率，该平衡型基金的费率优势为1.1%（高成本平衡型基金的费率平均为1.7%；而低成本基金为0.6%），还可以是11.9%的总回报率。这将意味着：需要在高成本基金的10%的年回报率的基础上，再提高19%。当经过10年的复利后，这个优势将会很大；若是25年，这个优势将会飙升；若是50年，这个优势将无与伦比的高，价值将为原来的2.5倍，从117.4万美元增至276.4万美元（见表3-6）。正如我提到过的，投资者如果从25岁开始投资于401（k）[(21)]税收递延储蓄计划，就能在其75岁

时靠这项积累的资金来生活，50年不过是他的投资年限。该表中的数据说明了一切。

由于成本的有力影响，再加上存在合适的杠杆率，我们现在能够了解成本对资产配置策略的影响了，同时集中关注长期股票回报率和债券回报率的关系。

表3-6　成本对于1万美元投资的累积影响　　单位：美元

年数	高成本、10.0%的回报率	低成本、11.9%的回报率
10	25 900	30 800
25	108 300	166 200
59	1 173 900	2 763 800

对成本影响的三种视角

对于投资者，习惯性的视角是以所占资产的百分比来考虑基金费用。在共同基金领域，这就是规定的费率。最低成本的股票型基金，其费率每年为0.2%（通常体现在市场指数基金上）；一般的股票型基金，其成本为1.5%；而最高成本的股票型基金（即那些费率处于四分位顶端者），其费率则达到2.2%。然而，即使对那些最高的费率，不谙内情者也容易轻视成本的影响。投资者可能会问：“1个百分点左右真那么重要吗？”

第二种视角表明，它的影响很大：将费用看作是10年持有期内的消耗占初始投资的百分比。对于最低成本的基金，这一比例仅为2.8%；一般的基金是19.8%；对于最高成本的基金，则高达正常值的（或畸高的！）28.1%。将上述百分比转换为美元，可能会更好地说明这一视角。一笔1万美元的初始投资，其成本为每年0.2%（假设这笔投资每年增值5%），在10年内，这将仅消耗投资者280美元。但是如果成

本为2.2%，10年的成本将达到2 810美元。这的确是很大一笔钱。正如你能想象到的，共同基金业没有特别地受此观点的打击，因为它将成本问题淡化了。

还能从第三种视角思考成本，即将成本看作股票预期年回报率的一个百分比。使用同样的例子，假设费率分别为0.2%、1.5%和2.2%，并且假设长期的市场回报率为10%，成本将分别占到年回报率的2%、15%和22%，这将使投资者的净回报率分别减至9.8%、8.5%和7.8%。这是很大的损耗，虽然极少被基金销售者提及。无论如何，它是投资经验中赤裸裸的现实。

还有第四种视角

这里还有对于成本的第四种视角：将成本作为股票风险溢价的百分比。这是所有观点中最突出的。为了评价成本对股票风险溢价的影响，让我们考虑一个简单的例子。假设美国政府长期国债的预期回报率为6%，且股票的预期回报率为8.5%，那么风险溢价为2.5%。考虑另一个极端的例子，如果对于美国政府长期国债而言，股票的风险溢价为2.5%，并且如果某只股票型基金的成本高达2.5%（即2%的费率和0.5%的交易成本），则投资者选择两者的决策没有差异。也就是说，这两项投资的长期回报率完全相等；对于投资者承担的额外风险而言，完全没有风险溢价。成本100%地消耗掉了股票的风险溢价。

以此视角观之，投资顾问费以及其他基金费用和交易成本等投资中的所有成本，都吞噬了风险溢价，区别仅在于程度问题。尽管在最高的成本水平上，它已经有了类型上的区别，因为这种区别改变了回报的本质特征。表3-7展示了在不同的风险溢价水平上，共同基金费用消耗掉的风险溢价百分比。为了方便研究，该表忽略了交易成本，而交易成本将使费率成本增加额外的0.1%～1.0%。对于这样的忽略不计，人们虽心存怀疑但却未加深究。

表3-7　费用消耗掉的股票风险溢价百分比

基金类型	费率[a]	股票风险溢价			
		2%	3%	4%	5%
成本最低	0.2%	10%	7%	5%	4%
平均成本	1.5%	75%	50%	38%	30%
成本最高	2.2%	110%	73%	55%	44%

注：a．不考虑交易成本。

股票风险溢价

股票风险溢价，简单来说，就是由于持有的是普通股而不是无风险的美国政府长期国债，投资者为此承担了额外风险以索取额外回报。风险溢价可通过以下任一方法算出：其一为回溯法，就是以给定的过去时段，求出两项回报率的差额；或是预测法，即求两项预期回报率的差额。

从今日股市和债市的水平来看，对于未来的10年，2%～3%的风险溢价可能是一个理性而谨慎的预测。实际上，很多令人尊敬的投资顾问（在附录一里列出了其中一些），早已将可能的取值设定为小于2%了。

资产配置和成本

历史上，即自1802年以来，平均的股票风险溢价为3.5%。如图3-3所示，在其间大约50%的时段内，风险溢价的范围是0～5%，仅在1947年到1970年的这段时间的那些10年期里持续超过上界。既然无人能确定未来的溢价水平，我将基于3.5%的平均水平展开余下的分析。设想你是一个投资者，正面对现实世界的共同基金，当你要对资产配置进行决策时，你要检查现在是什么情况。为了便于讨论，假设你期望保

持股票和债券比例为65%和35%，且你需要确定成本对决策的影响。进而，我们假设股票的长期回报率为10%，且国债的长期回报率为6.5%，则风险溢价为3.5%。你决定持有国债作为债券配置。对于股票的配置，你的选择存在于以下二者，处于最低成本范围的基金（0.2%），以及处于最高成本四分位的基金（费率为2.2%）。低成本项目的回报率为8.6%；高成本项目的回报率为7.3%（见表3-8）。

图3-3　股票风险溢价与美国政府长期国债（1802—2009年）

表3-8　成本、回报和资产配置　　单位：%

	年化回报率	
	低成本基金	高成本基金
股票配置	9.8	7.8
债券配置	6.5	6.5
65/35 组合	8.6	7.3

当风险保持恒定时，假定的回报率存在1.3%的差异，这个差距是非常显著的。对于低成本选择而言，10 000美元的初始投资在10年后为22 800美元；25年后为78 700美元（不考虑税收）。同时，对于高成本选择而言，结果则分别为20 200美元和58 200美元。在25年之后，后一数据的差额为惊人的20 500美元，为初始投资的两倍多。

但是，让我们从风险溢价的不同角度来看这一情形。假设你接受我所用的基本预设：股票回报率为10%且股票的风险溢价为3.5%，并且你正满怀希望去投资，目标为获取7.5%的长期回报率。问题在于，给定的选择为低成本的股票型基金或高成本的股票型基金，你将做什么样的配置？答案就是：如果你选择低成本者，你的配置比例应为30%的股票和70%的债券。但是如果你选择高成本者，你的配置比例将为75%的股票和25%的债券。至少，两者风险暴露的差异就很大。实际上，对于高成本的投资组合，你将不得不把风险提高2.5倍以获得同样的回报率。

十年以后

股票风险溢价

在20世纪80年代和90年代，相对于美国政府长期国债，股票的平均风险溢价接近其3.5%的长期标准。但是，股票风险溢价在飙升至大约7.5%之后，又陷入了低迷。在2007年之前的10年期内，又跌至－1.5%。当时，股票的回报率为3.4%，债券的回报率为4.9%。截至2008年，股票风险溢价跌到－8.8%的空前低点（股票回报率为－3.1%，债券为5.7%）。所以，本来似乎不可能的事，总是能发生。但是，在以后的10年中，随着股票回报率可能回升至7%～10%，同时长期国债回报率大约为4.5%，我们能够再次怀着希望以及期待来预测，风险溢价将重新为正值。

换种方式来说，只要通过权宜性地选择低成本基金，你就能减少针对股市的风险暴露45个百分点，即60%的降幅。很明显，这个例子假定其他因素都保持不变。实际上，这一成本将使长期业绩产生系统性变化。它也假设了我们从多年经验中所学到的东西：单只表现优异的

基金不可能事先被选中。然而经验告诉我们，只要以低成本为标准，就能预先选中表现优异的一组基金。

我们知道过去股票溢价的历史评价，但却丝毫不能确定未来何种股票溢价将占优。让我们考虑未来熊市和牛市两种可能的情景：（1）股票回报率为7%，债券回报率为6%，则风险溢价为1%；（2）股票回报率为12%，债券回报率为8%，则风险溢价为4%（见表3-9）。在情景（1）中，低成本的股票型基金消耗了1%的风险溢价中的20%，而高成本基金的消耗量则高达220%（注意！）（请回忆该行业里足有25%的股票型基金，成本平均为2.2%）。在情景（2）中，低成本基金的费用占去4%的风险溢价中的5%；而高成本基金将占去55%。

总而言之，如果接受我假设的前提和预测范围，你的选择结果将非常明显。表3-9揭示了，在不同配置下，高、平均和低成本组合，各自实现的回报率。例如，在情景（1）的熊市条件下，投资者选择80%的债券组合，其回报率为6.2%；而包含80%高成本股票型基金的组合，其净回报率仅为5%，前者的回报率高于后者。在情景（2）的牛市时，投资者选择低成本的40/60的股票／债券组合，能获得9.5%的期望回报率；而另一个组合的股票配置为前者的两倍（为高成本的80/20），其回报率仅为9.4%。前者的回报率仍高于后者。这就是说，尽管股票的风险暴露减少了50%，投资者仍然能获得更高的回报率，只要通过将成本纳入考虑范围，这就可以实现。更高的回报率与更低的风险是能够共同实现的。

表3-9　成本、回报和资产配置

	（1） 熊市		（2） 牛市	
	总的年回报率：		总的年回报率：	
	股票	7%	股票	12%
	债券	6%	债券	8%
	股票溢价	1%	股票溢价	4%

配置（%）		基金回报率（%）			基金回报率（%）		
股票	债券	高成本	平均成本	低成本	高成本	平均成本	低成本
80	20	5.0	5.6	6.6	9.4	10.0	11.0
70	30	5.2	5.7	6.6	9.3	9.8	10.7
60	40	5.3	5.7	6.5	9.1	9.5	10.3
50	50	5.4	5.8	6.4	8.9	9.3	9.9
40	60	5.5	5.8	6.3	8.7	9.0	9.5
30	70	5.6	5.9	6.2	8.5	8.8	9.1
20	80	5.8	5.9	6.2	8.4	8.5	8.8

注：高成本基金费用比率：2.2%。

平均成本基金费用比率：1.5%。

低成本基金费用比率：0.2%。

是成本还是资产配置

关于成本对资产配置的冲击，表3-10总结了4种视角。它们清晰地重申了我们先前对BHB结论的修正：**“尽管投资战略能产生显著的回报率，但相比投资策略贡献的回报率却相形见绌，此外总回报率会受到成本的严重影响。”**这些也说明，扬克更进一步的观点值得深思：“对很多个人投资者而言，成本是决定组合业绩的最重要因素。”

当你在考虑资产配置的问题，并且要确定自己的资产配置策略时，考虑以下可用的选择：

1．年度成本占所管理资产的百分比（这是传统的衡量方法）。你可以支付的费率为资产的0.2%或2.2%，具体选择由你自己决定。

表3-10　股票型基金的费率　　单位：%

	最低成本	平均成本	最高成本
1.资产的年度百分比	0.2	1.5	2.2
2.10%回报率的年度百分比	2.0	15.0	22.0
3.初始投资的10年累计百分比	2.8	19.8	28.1
4.3.5%股票溢价的百分比	5.7	42.9	62.9

2．年度成本占股票总回报率的百分比。你可以从你的年回报率里，减去2%～22%的部分，具体选择哪部分由你自己决定。

3．累积成本占初始资本的百分比。在10年期内，你可以支付初始资本的2.8%～28.1%（即初始投资为10 000美元的话，支付额为280～2810美元）。具体选择由你自己决定。

4．年度成本占股票风险溢价的百分比。这是一个新的重要概念。你可以从历史溢价标准中，减去5.7%～63%的溢价收益。具体选择同样由你自己决定。

十年以后

资产配置

即使我的法则经历了10年期的检验之后，而这10年期对股票而言糟糕透顶，对于在投资者的资产组合里构建合适的资产配置，我也不愿意改变一丝观点，哪怕改变一言一词。然而我相信，我对共同基金成本的估计还是很谨慎，我的错误在于只依据基金费率去计算成本的影响。

实际上，1.5%的费率仅是成本的一部分。大多数主动管理的股票型基金，还要承担隐藏的组合换手成本，这也许又额外增加了每年平均0.5%～0.8%的成本。另外，我也没有考虑大多数基金收取的申购费用的影响。若前端销售费用为5%，分摊到5年，每年的成本为1%；分摊到10年，每年的成本为0.5%。因此，考虑全部影响后，成本的中间值为每年2.5%。在表3-10中，中间的例子是成本占资产的2.5%；占10%的回报率的25%（注意！）；占初始投资的53%；占假定的3.5%的股票溢价中惊人的71%。

是的，如果你的目标是最小化组合中的风险资产，以获得最有效的风险调整回报率。那么低成本是必不可少的。如果成本消耗掉将近3/4的股票溢价，而这部分溢价将补偿你所承担的风险，那还有什么意义呢？重申最初的论点：投资成本最小化，是使投资组合风险最小化的应有之义。

第4章
简单化：如何到达应去之地

在我们生活的世界里，每个人似乎都拥有无穷的信息。以往只有专业投资人士才能了解到的财经事件、数据和理论，现在对个人投资者而言都唾手可得。个人投资者不必再依赖投资专家的服务，就可在互联网上尽情买卖股票。信息时代已经真正改变了投资世界。

今天，投资者遭到来自各个方面的投资信息的轰炸：不管他们想不想要。复杂的量化分析、实时的股票报价之类的信息，即便不能通过个人电脑获得，也可通过任何地方的图书馆得到。现在，投资者会问共同基金经理有关“α”（alpha）的问题；他们还想要知道基金的“夏普比例”；他们还阅读关于“复杂性理论”和“行为金融学”方面的文章。

然而，这一轮的信息轰炸还不一定能转化为更好的投资回报。相反，我们经常专注于数据量，想要更尖端且更复杂的信息，并想当然地认为这将增加我们的收益。无论这个世界是否比以往更复杂，但是我们确实已使得投资过程更复杂。在今天，面对使人心智麻木的海量信息流，令人震惊且使人恐惧，明智的投资者该何去何从？

目标就是简单化。在这个非凡的时代里，巨大的悖论是这样的：我们身边的世界变得越复杂，为了实现财务目标，我们就必须越简单。绝不要轻视简单化的伟大之处，也不能低估其有效性，这种有效性已被长期投资策略的成果所验证。事实上，**简单化是财务成功的要旨。**如古老的震颤派教徒[(22)]的圣歌所唱的：

这是单纯的礼物；

这是自由的礼物；

这礼物要降在，

我们的应去之地。

关于对投资成功的追寻，我愿给出一些告诫，以帮助你“到达你的应去之地”。从描述我所认为的投资成功的现实典范开始，这是我对投资成功本质的定义：**投资的中心任务是获得尽可能高的投资回报率，而该回报率来自于你所投资的金融资产组合，同时你应认识到并接受这个可能性将低于**100%。

但这是为什么？因为成本的存在。正如所见，为了投资我们可利用的现金、债券、股票等各个金融资产组合，我们必须支付成本。说得更清楚些，我们凭直觉都能知道，大额存单和货币市场基金的回报率，必然低于短期商业票据的现行市场回报率，这是因为交易成本、信息成本和便利成本等金融中介的成本，都要从政府或举债的企业所支付的利息中扣除。

类似地，我们不能也不应指望债券型基金的回报率高于基金组合中债券的平均回报率。事实上，**由于债券型基金整体过高的费用，导致最初**100%**的市场回报率与扣除成本后投资者获得的回报率之间的巨大差距，大到使几乎所有债券型基金的业绩都明显较差。**

这个观点还适用于股票领域，即第三大类流动性金融资产。从数学角度看，所有投资者整体的回报率不可能超越总的股市回报率，这本身就是一个显而易见的矛盾。实际上，如果股票型基金成本偏高，在投资生命周期内，仅有很少的基金投资者能以显著优势成功地跑赢大盘，这点在数学上是确定的。

十年以后

简单化的价值

我曾于10年前警告过的有害趋势，现已更加强化，而这也相应地需要我们在投资实务方面更为简约（并且可能对我们的生活和事业也是如此）。那些风险极高的金融工具所具有的高度复杂性，已使我们的金融体系和经济濒临崩溃，所有那些表外的结构化投资工具（SIV）、债务担保债券（CDO）、信用违约互换（CDS）皆属此类。而这恰好证明我们需要的是清晰、透明和简单化，这也是我当时向投资者建议过，并且现在一直还在建议的。

当其他所有策略失败时，重回简单化

我提议挑战大多数听到及读到的传统智慧。有大量好的且对投资者有效的常识值得我们关注。但是，仍然有相当多愚蠢的信息也在被广为宣传，诸如投资巫术、理财戏法以及诱人的解决方案，因为它们常常显得全知全能。不要理会这些。无论你听到或看到什么，不要忘记今天的金融世界仍然充满不确定性和易变性，并且与证券市场紧密相关，而我们就生活于此并进行投资。你可能听说，我们正处于一个新时代。但是，我要强烈地提醒你：在人类历史上，预言中的“新时代”要远多于真正有过的。

在轰炸你的耳朵的各种建议中，我认为这一条是最基本的：**你应当以简单化的原则来投资，以获取现实中可能的最高回报率。**简化投资决策的第一步就是接受这个现实：作为一个整体，投资者必然获得来自任何金融资产组合低于100%的回报率。那么，用什么样的最优方法能接近100%的目标并积累客观的投资收益呢？**依赖以下这些平凡的美德，即几个世纪以来，理性而平和的人们所信奉的：常识、节俭、切合实际的预测、耐心和坚持不懈。**我向你保证，在长期投资中，所有的这些特征最终将让你得到回报。

你应当从哪儿开始呢？考虑到简单的极致伴随着另一个优点：低成本。**所有方法中的最简单者是：仅投资于单只的平衡型市场指数基金，就一只，并且保证这确实有效。**对于一个典型的保守型投资者，他投入约65%的资产于股票，35%于债券，这种基金可以提供一个广泛分散化的中间路线的投资方案。这种投资组合完全“指数化”了。就是说，组合中的股票和债券不是被主动管理的，只是代表全部的美国股市和债市的一个广阔的截面。（在下一章我们将深入探讨此问题。）在过去的半个世纪里，这样的1只基金会获得股市和债市综合的98%的回报率，没有比这更好的投资了。

通过评估平衡型共同基金的累积回报率，我将证明这一点：这个群体的投资组合趋于同质化，它们包含了价值型和成长型的股票，以及中期到长期的优质债券（通常包括一小部分现金储备）。我将对累积回报率做如下比较：一个是一般的平衡型基金；另一个是假想的免佣平衡型指数基金。该指数基金的权重为：35%的雷曼高等级公司债券指数（Lehman High-Grade Corporate Bond Index），以及65%的标准普尔500股票指数（每年重新平衡），它的年回报率要减去大约为0.2%的成本。我们将做一个50年的回顾，以便从历史教训中得到广阔的视野。图4-1显示了在1947年10 000美元的初始投资额到1997年累积收益的结果。

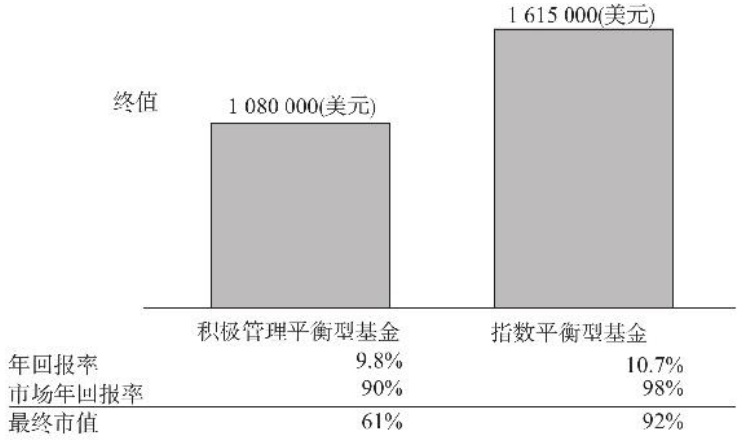


图4-1a　以10 000美元投资一只平衡型基金50年：1947—1997年

注：平衡型指数基金的回报率，要减去占其资产每年0.2%的费率。

十年以后

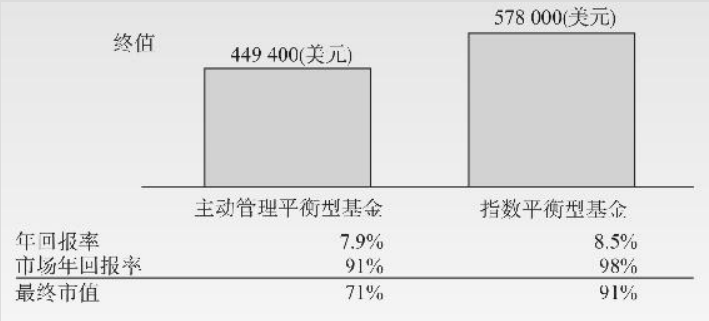


图4-1b　以10 000美元投资一只平衡型基金50年：1958—2008年

注意三个关键的观察结果：

1．在半个世纪结束之时，消极管理型的指数基金，其初始的10 000美元的投资将增长至1 615 000美元；而主动管理型的传统基金，将只增长至1 080 000美元。较之于普通平衡型基金9.8%的年复利回报率，前者的年复利回报率为10.7%（而综合指数自身为10.9%）。当时间和复利一起作用时，相对于普通的主动管理型基金，指数基金的年回报率看似只有微小的0.9%的优势，在累积财富上却出现了巨大差异，竟高达535 000美元。正所谓，失之毫厘，谬以千里。

2．指数基金的优势并不神秘。正是主动管理型基金沉重的管理成本，才造成了二者回报率的差异。一般情况下，在此期间，普通的平衡型基金每年运行费率为0.9%，此外，也许另外还有0.2%的组合换手成本，总成本为1.1%。而指数基金的成本仅为0.2%，其优势为0.9%，正是此成本优势造成了这种差异。

3．主动管理型基金的年回报率等于65/35的股票和债券组合的市场回报率的90%。然而在50年后，该基金的终值仅为市场组合的61%。

而平衡型指数基金，其终值为市场组合的92%，超过主动管理型基金的一半以上。

确切地讲，50年是很长的时间。评价今天的基金业，过去15年的数据可能更贴切些，让我们看看在那个时期生存下来的35只平衡型基金（见图4-2）。结果表明，浪费精力去寻找最好的基金经理是不明智的。因为在整个时期内，仅有两只基金跑赢低成本的指数基金。在过去的15年中，包括在牛市的大多数时间里，股票回报率接近历史高点，主动管理的平衡型基金的平均回报率达到每年12.8%；而平衡型指数基金的回报率为14.7%，二者的风险没有显著差异。当投资者仍然能获得12.8%的回报率时，那1.9%的差别可能对其影响甚微。但是，当股票回报率回落至更为正常的水平后，这一差异的显著性将更明显。

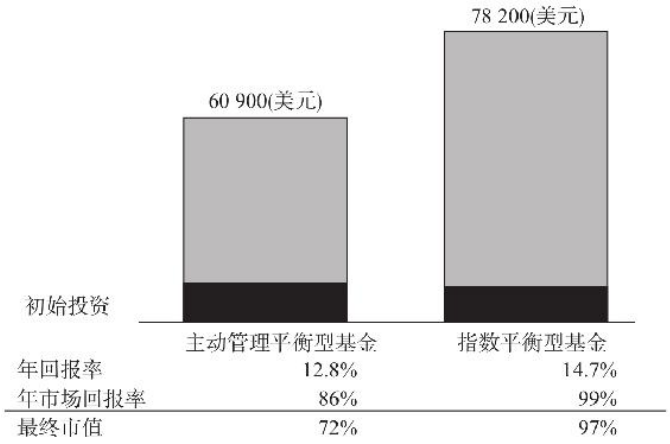


图4-2a　以1万美元投资1只平衡型基金15年：1983年6月至1998年6月

注：平衡型指数基金的回报率，要减去占其资产每年0.2%的费率。

十年以后

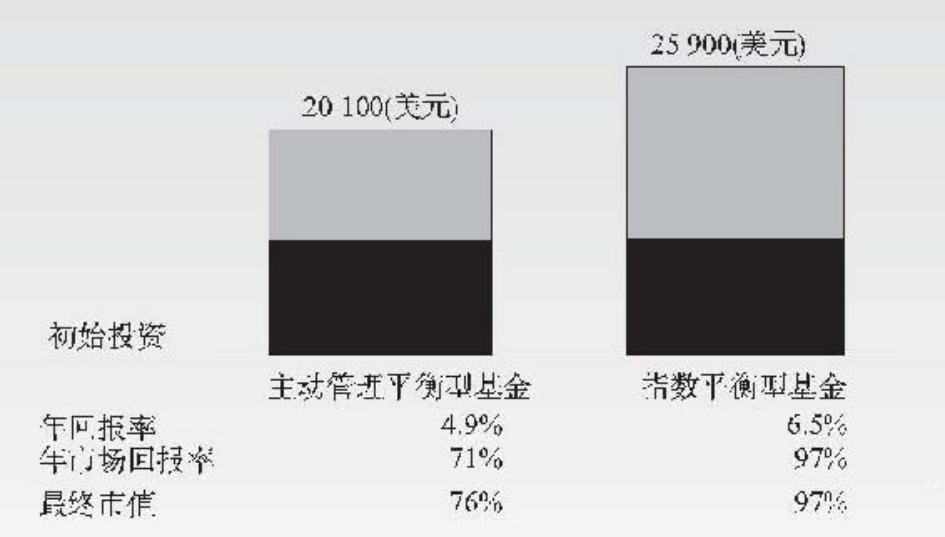


图4-2b　以1万美元投资1只平衡型基金15年：1993年至2008年

注：平衡型指数基金的回报率，要减去占其资产每年0.2%的费率。

近来，指数基金这1.9%的相对优势，超过了过去半个世纪0.9%的收益优势的两倍，而且可能是未来一个更好的前兆。最终结果是：指数基金的10 000美元增长至78 200美元，而主动管理型基金则为60 900美元。仅指数基金的优势就为17 300美元，几乎是初始资本的两倍。并且，此时指数自身的回报率更高，达到了14.9%，指数基金的年成本为0.2%，获得了足足99%的市场回报率。投资于单只平衡型指数基金，不但意味着简单的极致，而且是富有成效的选择。

十年以后

平衡型基金中的简单化

平衡型基金经过半个世纪的滚动累积，早已重回现实。这就是所发生的事情：当我们用刚刚过去的糟糕10年取代之前的美妙10年时，消极管理的平衡型指数基金，相对于主动管理型的基金，其优势实质上仍然未变，每年有

0.6%的优势，而早期的优势是0.9%。指数基金优势的主要（且完全可预测）原因仍然相同：指数基金巨大的成本优势，主要反映在其低费率方面，0.2%的费率相对于其同类的1.0%，每年有0.8%的差异，这种情况年复一年。

在过去的15年里，这一回报率的优势更大了，尽管由于在此期间，股市的回报率偏低，二者的总回报率均大幅缩水。普通的主动管理平衡型基金，其年回报率仅为4.9%，消极的平衡型指数基金的表现还更优，其年回报率为6.5%。其业绩要归结于平衡型指数基金的巨大优势，该优势来自于指数基金运行费率的最小化。可以确定的是，在过去10年糟糕的市场情况下，6.5%已经是一个很让人满意的回报率了，这同时也提醒我们注意：通过保持债券（通常）稳定的回报率与（通常）极富变化的股票回报率之间的平衡，平衡型基金能继续对保守型投资者起到显著有效的作用。

值得注意的是，尽管市场条件发生了急剧变化，平衡型指数基金的累积复利率，相对于平衡型指数的回报率而言是保持不变的：在两个15年期平均为97%。而普通主动管理的平衡型基金，在第一个时段内仅为72%，在第二个时段内也仅提高至76%。

股票投资组合中的简单化

像大多数投资者一样，你可能是一个很喜欢自己控制投资平衡的投资者，这是可以理解的。我现在讨论有关简单化价值的第二个例子：为你的股票组合准备单只的股票型指数基金。在过去的15年，指数化的业绩确实非同寻常。全股票市场指数（威尔逊5 000股票指数）

每年超过普通的分散化股票型基金2.5个百分点。又一次，指数基金获得了市场16%的年回报率中的99%。累积的结果十分惊人，增加的超过23 500美元的回报，是初始投资的两倍多（见图4-3）。此差异主要是因为基金的总成本（费率加上投资组合交易成本）达到了约两个百分点。

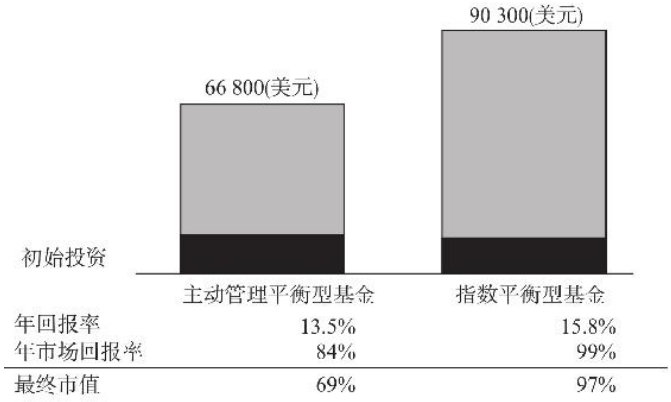


图4-3a　以10 000美元投资一只平衡型基金15年：1983年6月至1998年6月

注：平衡型指数基金的回报率，要减去占其资产每年0.2%的费率。

十年以后

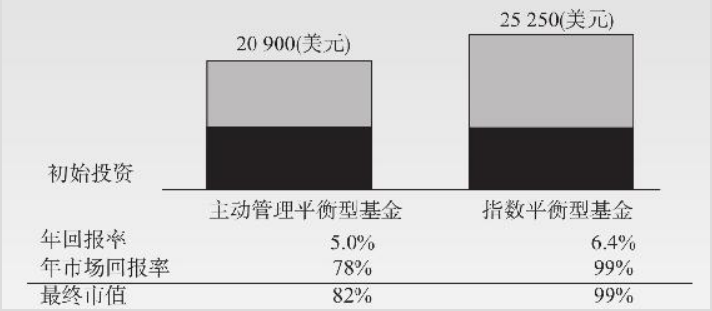


图4-3b　以10 000美元投资一只平衡型基金15年：1993年至2008年

注：股票型指数基金的回报率，要减去占其资产每年0.2%的费率。

和平衡型基金的情况一样（只会更明显），在这15年，股票型基金的对比充分证明，简单的指数化方法可以获得现实里尽可能多的市场回报率，尽管稍微低于100%。

我在此描述的正是简单化的精髓：**投资于整个美国股票市场（对平衡型指数基金来说，也包括整个债券市场），不需努力挑选最好的基金经理；保持资产配置恒定且不追求市场择时；保持交易活动的频率处于低水平（且最小化税负）；减少主动管理型共同基金特有的额外投资成本。**这确实有用。即使采用此方法后的结果没那么成功，也很难想象它们会比主动管理型基金的财富积累差很多。指数基金的成功，再次证实了投资智慧的基本原则：**当其他所有策略失败时，我们得重回简单化。**

作为一个现实主义者，我承认很少有人期望“其他所有策略都失败”。在现实世界里，很多过于人性化的特性阻碍了简单的、涵盖广泛的指数基金策略：

“希望永在。”

“我比一般人强。”

“即使这场游戏代价高昂，也很有意思。”

“那个例子好得不像真的。”

“不可能那么简单。”

以上就是某些投资者经常重复的言语和想法，这些投资者选择采用传统的策略，即完全依赖主动管理型基金，去实现他们的投资策略。

十年以后

股票基金中的简单化

在近来这个时期的既定市场条件下，以下情况并不令人吃惊：平衡型指数基金的表现，实际上已超越所有的股票型指数基金（这里该基金是基于标准普尔500指数的）。虽然股票型指数基金的回报率已趋近于平衡型指数基金（前者为每年6.4%，而后者为6.5%），但将资金的100%投资于股票所承担的风险，高于平衡型基金仅将其65%投资于股票的风险。确凿的证据是，在多个不同长度的时段内，在采用仅有股票的策略与平衡型的股票和债券策略里，指数基金的优势一再显现。这个事实以准确数据证实了直觉所说的：没错，成本至关重要！

如果你决定不采用指数化

如果简单化仅开始于指数基金，它却并不止于此。历史表明，从长期来看，每5只主动管理型的基金中仅有一只能超越市场指数（税后仅为1/7）。而且，一些简单的常识性原则应有助于你选择基金，并获得丰厚的市场回报，尽管很可能还是低于100%。如果长期想超越市场的可能性极小，则理智地挑选基金的工作至少将有助于避免明显的失败。就连投资大师沃伦·巴菲特，这位指数化投资方法的坚定支持者，也承认存在其他构建投资组合的途径：

> 你选择……构建自己的投资组合时，有一些观点值得记住。明智的投资并不复杂，尽管不像别人说的那么容易。一个投资者所需要的是，正确评估所选择的行业。注意“所选择”这个词：你不必精熟每个或很多个企业。你只需能够评估你的能力范围的企业，那个范围的大小不是很重要，然而了解其局限性至关重要。

普鲁士将军卡尔·冯·克劳塞维茨（Karl von Clausewitz）曾经说过：“一个优秀计划的最大敌人就是梦想成为一个完美计划。”而且，尽管我相信指数策略是一个好的策略，你可能还想要寻找一个更好的（如果不是完美的）策略，无论实现这个不平凡的业绩，将会有多么巨大的困难和挑战。因此，尽管我力劝你去实施全指数方法的投资，或者至少遵从运用指数基金作为投资组合核心的方法，我也将为你提供其他的简单方法：8条基本规则，它们应能助你充分利用优势，这些优势从历史上解释了指数具有的提供更高回报的能力。这8条规则并不复杂，但它们可以助你在投资计划中明智地选择基金。

规则1：选择低成本基金

我常听说自己由于被认为是极端狂热者而知名，他们认为我是传播以下信息的传道士：成本在影响长期基金的回报率中扮演着关键性角色。我长期宣传“成本至关重要”的观点，以致我的一个追随者送给我一个树脂玻璃制的礼品柱，上面刻有拉丁文的译文：“Pretium Refert”[(23)]。不过成本的确至关重要，我已为你们揭示了成本对于回报率和资产配置的影响。我常年不厌其烦地说到成本，而当我读到沃伦·巴菲特写在伯克希尔哈撒韦公司1996年报中的一段话时，我感到一丝欣慰：

> 严格来讲，成本至关重要。例如，股票型共同基金要承担公司费用（主要是支付给基金经理的费用），平均约为100个基点[(24)]，这笔负担很可能减少投资者至少10%的收益。

不幸的是，巴菲特先生的计算过于保守，普通的股票型基金现在的收费不是100个基点，而是155个基点，并且另外还有至少50个基点的投资组合交易成本，其费用总共达到200个基点或更多。假如我可以修正他的评论，那么：基金的成本是“一笔负担，可能减少投资者在期限内20%以上的回报率。”另外，更令人难以置信的是，债券基金的

平均费用也超过了1%，这对任何总的利息回报率而言都是一笔沉重的负担。特别在今天，美国政府的长期国债的名义回报率大约为5.25%，这将减少至少20%的收益。我认为，这么高的成本不可接受。

低费率是某只基金表现好的唯一重要因素。因此，要仔细考虑费率对基金回报率的影响。如果你选择主动管理型的基金，则可通过挑选低成本基金来效仿指数的优势。最明确的是，回报率处于最高四分位区间的基金，则其费率处在最低四分位区间。使用另一个时期的数据，从1991年到1996年的5年期（具体数据在第6章给出），表4-1a给出了基金的相关记录，这些基金拥有大流通市值的股票。

表4-1a　大流通市值的股票基金：回报率与费率（1991—1996年）　　单位：%

	费用前的总回报率	费率	费用后的总回报率
最低成本四分位	14.7	0.5	14.2
最高成本四分位	14.0	1.7	12.3
低成本的优势	+0.7	-1.2	+1.9

十年以后

表4-1b　大流通市值的股票基金：回报率与费率（2003—2008年）　　单位：%

	费用前的总回报率	费率	费用后的总回报率
最低成本四分位	-1.7	0.7	-2.3
最高成本四分位	-1.4	2.0	-3.4
低成本的优势	-0.3	-1.3	+1.1

注意两组基金均获得了相似的费用前回报率，但是低成本基金1.2%的成本优势，在很大程度上产生了其1.9%的业绩优势。成本与业绩的联系绝非偶然，更低的成本往往伴随着更高的回报率。

在主动管理型基金买卖组合中，证券的成本是隐藏的，但确实存在。基金组合的换手率平均每年为80%左右。这个成本很高昂，也许会在基金更为可见的费率之上，再增加高达0.5%～1.0%（或更多）的成本。于是，偏好低换手率的基金，不仅成本更低，也有更大的税收优势。主动管理型基金买卖组合持有证券的时间越长，则资本利得之递延创造的额外价值就越大。很多高换手率的基金成本高昂，其税负也很大，于是这就让你有必要考虑税后回报率的因素。由于目前有未实现的资本利得，这可能导致未来潜在的巨额资本利得分配带来不必要的税收负担，主动管理型基金的经理超越指数基金税后回报率的难度将会更高。所以，如果你有任何一只税收递延的退休金计划外的基金，不要忘记，税收也是成本。

说得已经够多了，但我不仅要证明低成本是选择基金的重要标准是有道理的，还要证明将其作为第一条规则也是必要的。诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普也支持我的这个观点。他在近期的一次访谈中说道：“费率是第一个要关注的事情。”投资者应当遵从他的建议并认识到以下事实：**在低成本的主动管理型基金中挑选合适者，将原本不太可能的情况变为最大可能，即获得超过低成本指数基金（20个基点或更少）的回报率。**这是由于极大地缩小了成本差异后，低成本的主动管理型基金将有更大的取胜机会。毕竟，这就像在航海竞赛中，40个基点的低成本基金只能对付20节[(25)]的微风，而高成本基金（150基点）则足以挑战130节的台风。

十年以后

挑选低成本基金

即使被检验数据的时段缩短了，并且数据为负值，低成本仍然是取得更高回报率的关键。虽然在最近的5年期

（如表4-1b所示），低成本基金提供了略低的总的（成本前）年回报率（滞后于高成本四分位者0.3%），但该组的低成本优势（1.3%）远远超过了年回报率，并且足以让低成本基金获得足足1%的领先，年回报率领先了1/3。

如果将这个分析延展至更有意义的15年期，我们看到了向基金成本和回报率的更传统关系的回归。在这个例子里，低成本基金的总回报率为6.7%，而高成本基金为6.2%，前者高于后者0.5%。由于业绩更优，低成本基金的净年回报率为6.1%，而高成本基金为4.2%。低成本基金1.4%的费用优势，导致其净年回报率提高了1.9%。

规则2：慎重考虑增加成本的建议

在配置资产和选择基金方面，数千万的投资者需要个人化的指导，而另外的数千万投资者则不需要。对于后者，3 000只左右的免佣基金是他们的选择，这些基金不收取销售佣金，而且对于自力更生、理性且消息灵通的投资者来说，不需要求助于销售中介或财务顾问，这正体现了简单化的精髓。假设投资者正确地选择了基金，则购买免佣基金是拥有共同基金成本最低的方式，其成本只减少了最低的未来收益。

对于很多需要指导的投资者而言，有很多的注册投资咨询师和经纪账户经理可供选择，其中很多人为客户提供优质的服务且收费公道。好的咨询师给你提供他们的个人建议，帮你避免投资的失误，同时提供有价值的资产配置和基金选择的服务。但是，正如我们中的任何人，他们必须赚取自己的应得部分，在提供有价值的服务时，要让你通过他们进行投资。但是我不相信他们能够事先找到表现优异的基金经理，无人能做到！而且我宁愿回避那些声称能够做到这一点的

人。**最好的咨询师能帮你制定一个长期的投资策略，以及提供实现它的明智计划。**

你应当确切地了解咨询师的服务成本。咨询服务可以是由注册的“仅收费用”（fee-only）的投资咨询师提供，他们经常收取起点为资产的1%的年费。咨询服务也可能是由收取销售佣金的经纪公司代表提供的。佣金将大大拖累共同基金的业绩，特别是仅短期持有基金份额时。如果你期望持有份额仅为几年，那支付6%的销售佣金将是愚蠢的。另一方面，在10年期里，该笔费用每年将减少回报率的0.6%。总之，根据得到的服务，你为获取的指导而支付合理的费用，这完全可以接受。特别是通过专注于投资低成本基金，咨询顾问帮助你最小化全部成本，包括他或她的咨询成本加上基金成本。

小心那些表面不收费但实际却收取隐藏费用的基金。这种隐藏的费用被人们称为12b-1费[(26)]，每年从你的回报中扣除，它可能每年会额外减少你1个百分点的回报率。如果常规的基金费率也是1.5个百分点，则合并的费用可能会减少你的组合10%的长期回报率的1/4，将其减至7.5%。如果你在5年或6年内卖掉基金份额，扣减额可能更高。其他收取12b-1费的基金，虽然不需向销售人员支付费用，但要支付基金份额的促销费用，该笔费用来自于积极的广告和营销方案。这些费用不会增加你的净收益，但都需要由你来买单。所以请小心那些收取12b-1费的基金。

总之，要小心包装过的账户，共同基金经过“包装”后，要收取额外的费用，它们常常价格昂贵。持有包装后的共同基金，在某些情况下可能是有意义的，但你每年将为此支付资产的2%或更多，这是违背常理的。根据我的判断，投资者每年支付的总成本高达4%（基金费用加上包装费用），已丧失了获得金融市场高回报率的任何机会。这笔成本因其拖累过大，以致任何一只基金都难以形成回报率竞争优势，因而无法在业绩竞赛中取胜。

规则3：不要高估基金以往的业绩

无论是经验丰富或是新手上路，我的第3条规则与吸引大多数投资者眼球的第一要素相关，即基金的历史业绩记录，我并无意使用类似于赛马的术语“业绩记录”！当评估纯种马如何获胜时，业绩记录可能有帮助（并且它们也可能不是很有效）。但当使用业绩记录，评估基金经理将有何等表现时，常常产生无望的误导。根据基金以往的记录去预测其在未来的绝对回报率，这在现实中是无法实现的。即使某人能精确地预测未来股市的绝对回报率——这可不简单，他也无法预测个别基金相对于市场的未来回报率。唯一例外的就是指数基金的相对回报率。

现在，我必须进行稍有一点自相矛盾的论述。我们可以预测两种可能性很高的结果：

- 费率异常高的基金，其表现很可能不如适当的市场指数。
- 相较于适当的市场指数，以往表现明显较优的基金，其未来的表现往往劣于指数。

均值回复（Reversion to the mean）是金融市场的引力定律，造成基金业绩突出者向下滑，业绩落后者往上升。这一规律很清楚，也可数量化来度量，而且也不可避免（在第10章，我将更多地探讨均值回复，及其对投资组合选择的影响）。

表4-2　均值回复

期间	处于最高四分位区间的基金数	回复或低于均值[a]	
		数量	百分比（%）
20世纪70年代至80年代	34	33	97
1987—1997年	44	44	100
20世纪70年代至1997之总数	78	77	99
20世纪80年代至90年代	40	36	90
20世纪90年代至21世纪初	99	72	73
20世纪70年代至21世纪初之总数	173	141	82

注：a．标准普尔500指数。

总结表4-2中的两项研究成果，结果显示，在连续数十年的时间里，处于最高四分位区间的成长型基金和收入型基金，其回报率相对于市场回报率不断恶化，其中99%的基金会向其均值回复。请注意仅有一只基金是此规则的例外。那只基金曾在20世纪70年代和80年代统治着基金业，后来成为该行业里最庞大的基金，在20世纪90年代也明显地向其均值回复。有时候，均值回复需要耐心等待。

共同基金业充分意识到，几乎所有的表现优异者最终都将失去优势。基金发起人坚持做大量活跃、昂贵且最终会误导投资者的广告及促销活动，去宣传其最为成功的历史业绩，这是完全没有道理的，为什么他们还这样做呢？原因只有一个，对基金以往高回报率的业绩历史的宣传，会带来投资者大量新的投资资金和投资顾问费。基金经理们会因过去短暂的成功而获得高额的回报。你曾经见过宣传基金低额的绝对回报率，或是低于平均水平的相对回报率吗？在过去15年，95%的股票型基金都未能战胜标准普尔500股票指数。基于以往业绩的基金促销活动，将使你误入歧途。别管那些宣传。

十年以后

均值回复

在10年前，我曾引证的明显的均值回复形态，在过去的10年中一直持续。在20世纪90年代，99只处于最高四分位区间的普通股票型基金中的72只（或其中之73%）向标准普尔500指数回报率回复，甚至更低。在连续的4个10年中，尽管每次都伴随着独特的股市条件，同样的均值回复模式依然存在，这肯定值得关注。没有任何证据表明，以往较佳的业绩预示着未来的成功。此项原则最为显著的证据是莱格曼森价值信托（Legg Mason）[27]的记录，该只基金在连续15年（1991—2005年）都超越了标准普尔500指数，但在2006年至2008年，却意外地落后该指数43个百分点（该基金的回报为－66%，标准普尔500指数为－23%）。

规则4：运用历史业绩来确定一致性和风险

虽然有规则3，但历史业绩在帮助你选择基金方面，仍然有重要作用。尽管不应当看重单一反映基金以往长期回报率的汇总数字，你仍然能够通过研究其以往的回报率，进而了解其很多。最重要的是，寻找一致性。当我在评价共同基金时（在我的职业生涯里，已仔细考察过上百只基金），我喜欢观察一只基金在具有相似策略和目标的所有基金中的排名，例如，我将不同的大盘价值型基金进行比较，将不同的小盘成长型基金进行比较，诸如此类。

《晨星共同基金》（*Morningstar Mutual Funds*）让这项比较变得简单。在一张简单的图里，显示了某只基金在过去的12年中，在其所属的群体里，它处在第一、第二、第三还是第四之分位区间。该图公平地反映了基金策略的一致性和基金经理相对成功的两个方面。在我看来，对一只获得顶级业绩评估的基金，它应当至少在6～9年的时间里处于最高四分位区间，并且其处于最低四分位区间的时间不超过1

～2年。通常我将拒绝那些处于最低四分位区间4～5年的基金，即使它们也曾在最高四分位区间停留过同样长的时间。图4-4给出了两个真实的样本基金，反映了我刚才提到的比较标准。

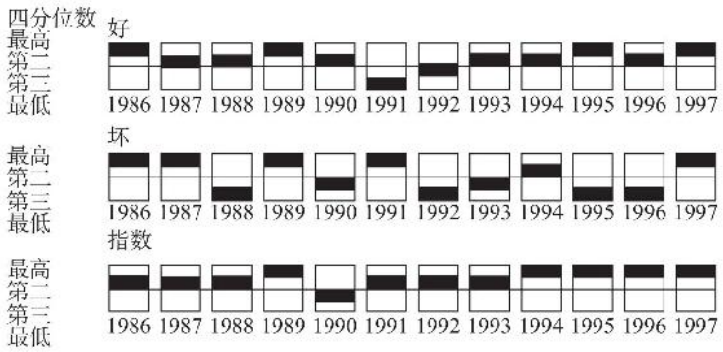


图4-4a　晨星业绩简图[a]：一致性

注：a．四分位的范围根据晨星风格类别。

“好的”基金处于上半区间长达10年，仅有一次在最低四分位区间，并且仅有一次在第三个四分位区间。“差的”基金6次处于上半区间且4次处于最低四分位区间，两次处于第三个四分位区间。我已在图4-4a中充分显示了指数基金如何累积其业绩。引人注目的是，标准普尔500指数基金有11次处在上半区间，且没有一次处在最低四分位区间。不过我要警告你们，不要期望未来这种模式将顺利地重复。在任何情况下，一只共同基金的一致性都是一个优点。在挑选基金的过程中，明智的投资者需要对这点予以格外的关注。

十年以后

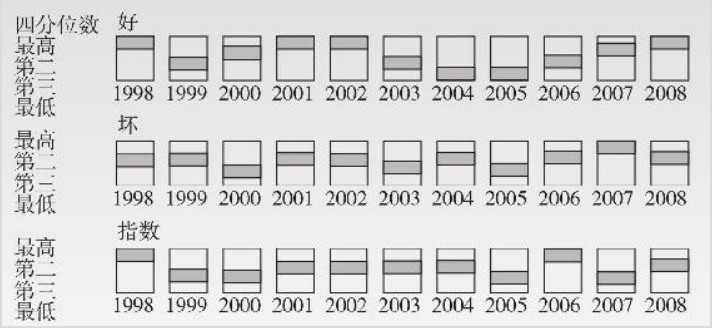


图4-4b　晨星业绩简图[a]：一致性

注：a．四分位的范围根据晨星风格类别。

在使用“业绩”一词时，我没有将兴趣仅限于回报率方面。**风险是投资的一个决定性要素**。我特别想知道某只基金的晨星风险评级，这种风险评级是基于这种情况：相对于具有相似目标和策略的同类基金和所有的股票型基金，该基金月度回报率低于无风险的国库券回报率。该评级可以作为一个粗略的指标，以判定该基金承担的相对风险。这方面存在着巨大差异！实际上，普通大盘中的价值型基金（22%低于平均值）所承受的风险，仅是小盘成长型基金（93%高于平均值）风险的一半。表4-3比较了晨星风险评级的9种基本投资风格。风险至关重要，尽管未来的基金回报率完全不可预测，但基金之间相对风险的巨大差异，却是高度可预测的。

表4-3　风险概况[a]（普通型基金=100）

流通市值	1998年		
	风格		
	价值型	混合型	成长型
大盘	78	84	114
中盘	85	105	156
小盘	104	140	193
流通市值	2008年		
	风格		
	价值型	混合型	成长型
大盘	66	68	97
中盘	86	103	144
小盘	101	117	169

注：a．该矩阵将每个基金归于9个类别中的一个。纵向的栏目代表投资组合中公司的规模，横向的栏目代表投资的风格，主要有价值型股票（即那些低于平均市盈率且回报率高于平均水平者）、成长型股票（与前者相反），以及前面两者的混合型。标准普尔500指数基金可归类为：大盘混合型，相对风险为6.5。时间为截至2009年5月，刚好满10年。

无论如何测度，无论多么隐蔽的概念，除去回顾过去时，明智的投资者都应该以最谨慎的态度对风险加以考虑。无论你怎么想，市场并不总是上涨的！

十年以后

一致性和风险

正如我10年前所写到的，“无论你怎么想，市场并不总是上涨的。”在过去的10年，1999年的那个警告来势很猛！我对于业绩一致性和风险敏感性的考量，甚至比以往更为重要。

基金回报率的一致性同样具有重要作用，我的这一观点在过去10年已被充分证实。那只基金被我鉴定为具有“良好的”一致性（华盛顿共同基金，Washington

Mutual），在随后的11年里，它的表现符合这样的标准。但在2004年和2005年，它却意外地跌至最低四分位区间，不过这只基金随后迅速地重新回复其良好的表现。

另一方面，“差的”基金（美国世纪增长基金，American Century Growth）则从非一致转变为不同凡响的一致。自1996年以来，它没有再处于最低四分位区间，仅有一年处于最高分位数区间。在1998年和2000年期间就任的新的基金经理，肯定是业绩转好的原因，但很明显，仍有不可预测的因素推动着过去模式向未来发展。

在近一阶段，领航500指数基金重复了其早期的一致性。虽然它在1994年的排位占据最高的四分位区间，但随后截至1997年，它仅有两次重复其1994年的表现，对此我毫不惊讶。实际上，在本书以前的版本中，我警告过投资者：“未来不要指望（基金的）模式会顺利地重现。”但是，该只指数基金再次避免了处于第四个四分位的处境，在11年中的8年时间里，它的排位处于第二个四分位区间或更高，仅有三年的排位处于第三个四分位区间，基本是“不出意料”的。

虽然基金的业绩表现出巨大波动性，但基金的风险情况却具有很强的稳定性，并且其模式与10年前相比几乎没有改变。当我们从大盘股票组合转向小盘组合，或从价值型组合转向成长型组合时，风险在持续稳定地增长。

规则5：当心明星基金经理

此处，我所指的主要是近来作为明星出现的基金经理。哎呀，事实是极少有（如果有的话）共同基金的超级明星具有类似迈克尔·乔

丹（Michael Jordan）、阿诺德·帕尔默（Arnold Palmer）、罗伯特·雷德福（Robert Redford）、劳伦斯·奥利弗（Laurence Oliver）一样的持久影响力。就我所知，所提及的这些极少数的明星从未在人们了解其事迹之前被挖掘出来。谁曾在1972年彼得·林奇（Peter Lynch）、约翰·内夫（John Neff）、迈克尔·普赖斯（Michael Price）完成其辉煌的投资业绩之前，听说过他们呢？

即使他们的光辉闪耀一时，很多超级明星似乎也只与某只特定的基金相联系。普通的基金经理掌管基金的年限仅为5年，同时，在规模最大、最具进取性并且曾经是最抢手的基金之中，基金经理的平均任职年限仅为两年半。基金组合的换手，伴随着基金经理的改换，最终必然导致巨大的成本损失。这些超级明星更像彗星：他们瞬间照亮苍穹，但很快就燃烧完消失在黑暗的宇宙中。如果你愿意，可以去寻找优秀的基金经理，但要注重他们的职业精神、专业经验和坚定意志，而非他们的明星身份。

同时，我们更要小心这种明星体系（明显不同于明星基金经理）。当然，最知名的明星就是那些被《晨星共同基金》列为顶级五星的基金（我称这些基金为“早晨之星”）。基金界已欣然接受并且鼓励投资者在此信息的基础上进行投资，在这套体系中，获得四星或五星的基金被认为是成功的（一星或两星，有时甚至三星都是失败的）。但是，《晨星共同基金》的编辑们也坦率地承认，他们以星排名的体系，几乎没有预测价值。《赫尔伯特金融摘要》（*The Hulbert Financial Digest*）已证明，当基金被评为五星时买入，并且在失去顶级排名时赎回；这样做的结果是风险高于市场水平，回报率则低于市场水平。这可不是个好的组合！我接受基于赫尔伯特方法所指的基金排位的频繁变化的结论，但是我将更为宽容。今天大多数的三、四、五星基金，如果持有一段时间，其表现将超过一星基金，对此我几乎没有什么疑问。即使你会忽略明星级的投资组合经理，但仍要对

处于最低星级排位的基金持怀疑态度，并专注于有着更高星级排位的基金。但是不要交易它们！

规则6：当心资产规模

基金规模能很容易变得过于庞大。这个很简单。投资者要回避那些大型的基金，如：（1）没有任何封闭运行的历史，即停止对新的投资者发售基金份额。（2）放任其基金增长至几乎无限的规模，而不顾其投资目标，超出了基金的能力，使其无法进行区别于他者的差异化投资。

“太大”是多大？这是一个复杂的问题。这与基金风格、管理哲学以及投资组合策略有关。有一些例子：一只主要投资于大盘股票的基金，如果不去追求异常高的回报率，肯定能管理好，即便其达到200亿美元或300亿美元（或更大）的规模。在今天这种规模的基金里面，在过去5年，没有一只的表现超过标准普尔500指数。对于一只投资于小盘股（流通市值通常小于2.5亿美元）并采用进取型策略的基金，3亿美元的资产规模可能就太大了。

通常，检查一段时间内基金的四分位排位（如规则4所提及的），将揭示基金增长的规模是否会对其相对回报率有冲击。图4-5a展示了一度很受欢迎的一只中盘成长型基金的业绩走势，随着规模的增长，其良好记录被严重破坏。在1991—1995年的5年里，其中4年它的排位都处于最高四分位区间，同时它的资产从很少的1 200万美元增长至10亿美元。但是，在资产达到20亿美元后的3年，它的资产又增至60亿美元，这期间它一直处于最低的四分位区间。它失败的“动量策略”（momentum strategy，即买入具备强力盈利势头的股票），可能是其业绩退步的部分原因，但有清晰的信息表明，是规模阻碍了回报率。今天，当投资者考虑此基金时，这不是一个好消息。

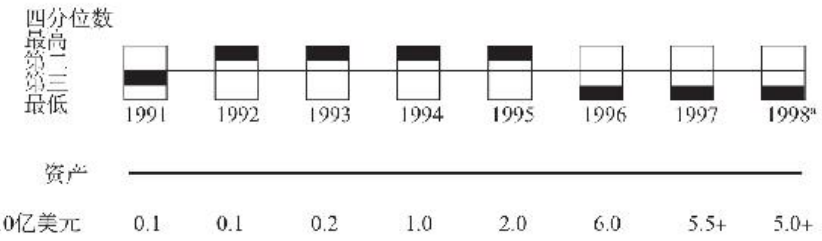


图4-5a　晨星业绩简图[a]：问题基金（1998年6月）

注：a．四分位的范围根据晨星风格类别。

十年以后

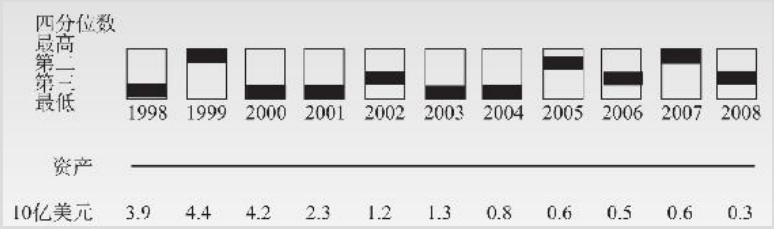


图4-5b　晨星绩效简图[a]：问题基金（2009年）

注：a．四分位的范围根据晨星风格类别。

基金的最佳规模取决于很多因素。例如，一只覆盖广泛的市场指数基金，应当不受规模的限制而增长。如果一只巨型基金的组合换手率很低，具有投资者相对稳定的现金流入，而另一只基金的投资策略很进取，现金流的流入和流出的波动很大，这不但反映出其短期业绩被放大，而且其业绩还被现金流波动放大了。比较这两只基金，管理前者更为容易。如果一只基金由多个彼此独立的基金经理管理，而另一只基金只由一个单独的管理公司掌管，二者相比较，则前者能在更大的资产规模上取得成功。但是，若一只基金要选择两个或三个，甚至是四个真正优秀的基金经理时，要面对的挑战就不能低估了。这其中绝没有简单的答案。

对于现在还是未来，规模都是特别重要的问题。过大的规模能够并且很可能会扼杀任何投资成功的机会。对于占压倒性数量的基金而言，历史记录清楚地显示，当其规模较小时，其表现较佳。小就是美，但“没有什么像成功那样容易招致失败”。当这些基金受到公众垂青时，或者更可能的是，当其被热火朝天地兜售给公众之时，公众并没有意识到由规模所带来的潜在的风险暴露，因为它们最好的时光已经过去了。正如我将在第12章解释到的，对于明智的投资者，基金资产无限制的增长是一个警示信号。

十年以后

关于资产规模

在我将当时的皮尔格里姆与巴克斯特成长基金（Pilgrim Baxter，即现在的欧德成长型共同基金[Old Mutual Growth Fund]）界定为一只“问题基金”时，我对其问题将影响到其投资者的严重性一无所知。在20世纪90年代早期，作为一只小型基金它的成果不同凡响，随着基金资产的增长，其优异表现在持续。在1993年到1995年期间，它的资产平均达到10亿美元。

但是，正当投资者对其以往的高回报率着迷时，它的好日子结束了。资本蜂拥而来，基金资产攀升至顶点，在1995年达到60亿美元。但在1996年、1997年和1998年，该基金跌至第四分位区间； 2000年和2001年同样处于此区间；在2003年和2004年又再次出现于此区间。这即便不是骇人听闻，也至少是不同寻常——在9年中有7年处于第四分位区间。当然，这些失败伴随着资本的流出，与其早期成功时的资本流入相当。基金在1995年的资产约有95%的部

分消失了；到2009年中期，60亿美元仅剩下3亿美元。在过去的10年中，该基金投资者的回报率为每年－6.9%，它的投资者们失去了51%的本金，差不多有30亿美元已烟消云散了。

然而，该基金的创立人，哈罗德·巴克斯特（Harold Baxter）和加里·皮尔格里姆（Gary Piligrim），却为他们自己捞取了数亿美元的基金管理费收益，数次将管理公司卖给金融集团以获得收入，参与非法的（跨）时区交易，买卖自己的基金份额以获取不当所得。而令人惊讶的是，他们居然没有受到刑事起诉，而这两个人也与证券交易委员会（SEC）和纽约的首席检察官达成了民事和解，代价仅为1.6亿美元的罚款，这只是其庞大的个人收益中的九牛一毛而已。在基金经理滥用基金持有人的信任，这只“问题基金”被证明是近年来最为可耻的样板。是的，正如我于1999年写到的：小型基金过热的业绩，应当“作为明智投资者的一个警示信号”。

规则7：别持有太多的基金

如我前面的例子所示，仅仅一只持有65%股票和35%债券的现成的平衡型指数基金，已经能够满足很多投资者的需求了。一双定制的股票型和债券型基金——有更高或更低的股票比例，则能够满足更多消费者的需求。但对于选择主动管理型基金的投资者而言，最优的基金数目是多少呢？我真诚地相信，超过4只或5只股票型基金一般是不必要的。持有过多的基金，将容易导致投资过度分散化。这样，最终结果是：一个投资组合的业绩，将不可避免地类似于一只指数基金。然而，由于非指数基金组合更高的成本，以及更广泛的分散化，其回报

率将必然减少。更为甚者，即使可能过度分散化，这样的投资组合，例如，持有两只大盘混合型基金和两只小盘成长型基金，在短期也可能围绕市场回报率表现出更大的波动性。因此，根据一般对风险的定义，它比指数风险更大。那它有何用呢？

《晨星共同基金》是极少数对此类问题进行系统研究的刊物之一，近来一项由其所做的研究，得出了深刻结论：**若持有超过4只随机选择的股票型基金，则不会明显地降低风险。**围绕这个数字，风险保持得相当稳定，一直到超过30只基金，这是一个难以置信的数字，此时晨星显然停止了计算。图4-6显示了随着基金数目的增加，不同基金组合的标准差下降的程度。

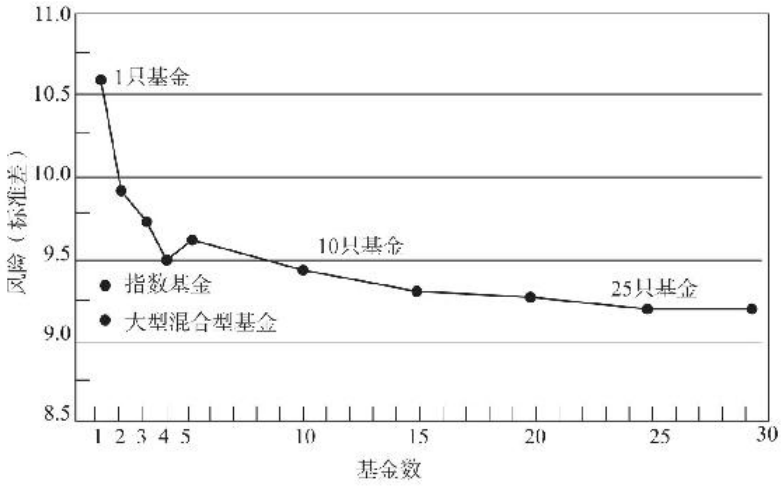


图4-6　通过持有更多的基金以降低风险

注：数据来自《晨星投资者》。

晨星指出，仅持有单只大型混合型基金，能提供比任何一种多基金组合更低的风险。我已将这样一只基金纳入到图4-6中。晨星本应可以但却没有说明的是，一只全市场指数基金的风险，可以低至与30只基金的组合相当。我在图中也对此做了补充。另外，虽然晨星本可提到但疏于提及的是，假设5万美元的初始投资，对于不同的基金组合，也许可能增长至终值为8.5万～11.6万美元，而单只全市场指数基金则

达到11.3万美元，正好处在最高区间。所谓多基金分散化的优点及其风险控制，没有说服力。

我想补充说明的是，我并不认同下述观点：国际型基金是投资者组合的必要组成部分。**外国基金可能会降低组合的波动性，但其经济风险和货币风险，可能会在更大程度上降低回报率。**有这样一种观点：理论上的最优组合，必须符合市场权重，包含每个地区的成分。对这样的观点，我只会更加避而远之（我将在第8章探讨全球投资的利弊）。我的判断是，国际投资最多占20%的股票成分；而且，即使国际投资的权重为0，对大多数组合而言，也是完全可接受的。

若一只组合中持有多达20只的分散型基金（每只基金占总资产的5%），因此组合将持有多达1 000只不同的普通股（不同基金将不可避免地相互重叠）。这又有什么意义呢？我对此完全不赞同。也许像表4-4所示的，一只简单的5只股票型基金组合，将适合追求主动管理型股票基金的投资者的需求。

该组合明显不同于一只全市场指数基金，而且风险稍大。但假如这个5只股票型基金挑选恰当，就有增加其价值的机会。在投资组合充分分散化方面，投资者所选的每只基金都应当有显著的影响。

表4-4　一个简单的5只股票型基金组合　　单位：%

基金	投资百分比	15年期的回报率
大盘	50	6.5
中盘	10	9.0
小盘	20	7.8
特殊[a]	10	10.4
国际	10	3.5
汇总 / 平均	100	7.1

注：a．此处指健康保健类的。

十年以后

挑选过多的基金

虽然我保持这个简单的5只股票型基金的组合不变，相对基于美国股市或标准普尔500指数的全市场指数基金而言，我愈加相信所有的（或基本上所有的）投资组合应当担负实质性的承诺。过去的10年已显示出，成功地选中获胜的主动管理的股票型基金，更多的只是一个广告宣传，而不是真实情况。更糟糕的是，挑选过程给予历史业绩更大的权重，追逐业绩已证明会适得其反。这就是为什么基金投资者得到的市值权重回报率（在基金取得良好业绩之后，他们投入资金），大大滞后于基金自身报告的时间加权回报率。

两个其他的补救方案：（1）将你的股票型基金组合（主要是指数化），考虑作为你“严肃资金”（serious money）的投资账户；同时使用你的预测本领（或洞察力），去挑选主动型甚至更具风险的基金，作为你“乐趣资金”（funny money）的投资账户。我建议，严肃资金至少要占到总量的90%。（2）尽管我曾将国际型基金作为单一资产组合来谈论，但是我现在确信它包含两个不同的部分：发达市场（英国、德国、法国等）和新兴市场（新加坡、中国、印度、巴西等）。在当今这个不断全球化的世界里，我没找到支持大量投资于前者的理由，我更愿意着重于后者（虽然其基础更小但增长更迅速，当然风险也更高）。但我仍将国际型投资组合的成分，限制在不超过股票头寸的20%。

规则8：买入并持有你的基金组合

当你已确立了自己的长期目标和风险容忍度，而且仔细挑选了一只指数基金或少数的主动管理型基金以满足你的目标，请坚持到底并牢牢地持有它们。**投资过程复杂化只会使你的思维混乱，使你经常将情绪因素带入亟需理性的投资计划里。**我坚信投资者的情绪，诸如贪婪和恐惧、狂喜和希望，如果转变为轻率的行动，就能产生破坏性的后果，从而使投资业绩劣于市场平均回报率。此处，要重复尊敬的巴菲特先生先前曾说过的话：**“无所作为恰使我们的行为具有理智。”**绝不要忘记这点。

牢固持有的关键，在于买入正确的基金。正确买入，不是去选择你完全不了解的基金，也不是根据过去的业绩去挑选基金，更不是因为某人告诉你该基金抢手，或者它有明星经理，甚至是因为它曾被评为晨星五星级基金。绝对不要选择高成本基金。如果你避免了这些基础性错误，只要留心你的基金表现如何就可以了。假如你首先理智地挑选了基金，一份年度业绩评估应当够用了。你要耐心地容忍其相对于其他基金周期性的非极端差距。对于任何事件你都应当引起警觉，如基金业绩过度异常、投资策略根本变化、合并其管理公司、增加费率或收取12b-1费等。但是，如果我可以修正，关于在投资之前需要仔细调查之类的老生常谈的话，我要敦促你：“在你撤资之前，要进行调查。”

不要像选择股票一样去选择基金，一旦股价面临不可避免的波动，就卖出或替换。要为你的资产挑选受托人，并与之建立终身的关系，深思熟虑地去选择一只基金。这一方法体现了简单化的本质。数十年以前，很多美国最有钱的家庭都会选择一个单独的受托人或投资顾问去打理他们的所有财产，并自此不变。实际上，一个充分分散的共同基金账户，不多不少，恰好就是一个信托基金（除去那些常常更分散化的共同基金）。我们要克制增加过度分散化的念头。当你进行

投资时，你要求基金业提供具备高标准信托责任的基金产品，这是你应得的。

简单还是复杂

简单的反面是复杂。近年来，根据沃伦·巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的合伙人查理·芒格（Charles T. Munger）的说法，很多大型基金会和高校捐赠基金，已在“努力成为伯尼·康菲尔德（Bernie Cornfield）[(28)]‘基金中的基金’的更好版本。变得更复杂、有更多而不是更少的投资策略，是由另外的投资顾问来确定的，将基金配置于不同的类别，包括外国证券。对于所有这些复杂性而言，有一件事是确定的：总成本能轻易达到每年占净资产的3%，即要支付3%的初始资产给赌场总管（croupiers）[(29)]。如果总的股票平均实际回报率下降，比如在未来某个长周期内为5%，并且赌场总管取走的份额仍然如前不变，则普通的、理智的参与者，将面临一个漫长而难熬的资产缩水。出于明显的原因，我认为，对于普通的基金而言，较之于采用现在的模式，指数化是一个更明智的选择。”芒格先生已清楚地采取了简单化原则。

简单化的典范

简单化将助你到达应去之处。正确地买入并牢牢地持有。投资时请遵从这8条基本的规则，在这个复杂的世界里坚持简单化。即使在一定程度上，你觉得指数化不适合你，在追寻稳固的长期回报率方面，这些规则应当依然会给予你相当大的优势。在理念层面，我关于投资

的方法就是简单化，但是在实践层面这并不容易。恐怕你会发现，只有相当少量的基金可以通过我的检验。本应有更多的。

我要强调的是，我所提出的8条规则中的每一条，都有助于你挑选基金组合，且正好可以给予你以优势，而这些优势已将指数基金这一简单化的典范提升至其现在的声望，并为个人和机构投资者广为接受。这种对应绝非偶然，因而在你考虑你的策略时，你不能忽视低成本的指数基金。

不要忘记，投资的中心任务是获取市场回报率的最大可能的部分，即使几乎可以肯定低于100%。然而，在很大程度上，这种比较低估了任务的重要性。想想由于复利的冲击，投资者可以获得的资本和实际创造出的资本之间的差距会迅速增加。例如，即使获取市场年回报率的90%，亦即10%中的9% ，在10年期中仅能产生86%的资本增长，在25年期中资本增长为76%。这再次证明，失之毫厘，谬以千里。

指数化可能永远不会统治整个基金业，仅会是一部分而已！但是，指数化表现得这么好，仅仅因为大多数基金表现得并不好：由于成本过重，宣传过去业绩的成功，这极不可能持续，并且，其管理策略侧重于短期。基于此原因，实际上表现得很好的指数基金已经证明，它是获得股市回报率最高可能部分的最优途径，但它一定不是唯一的途径。

在本章，我努力展示了被动管理型的市场指数基金的价值，以及如何简单而有效地选择主动管理型基金的要点。无论你决定采取哪条途径，令人高兴的是你能够采取两条途径。你将获得一个投资观点上“简单行事的天赋”和“免于影响的天赋”，也就是免受不停干扰我们的噪声信息的影响。我确信，如果你遵从这些基本的标准，在实施你的长期财务计划时，你将获得“到达应去之地的天赋”。

十年以后

对简单化的更新

尽管经过了一个动荡的10年，我的建议除了个别微小修正之外，仍然保持原样。“到达应去之地”，还有赖于你对“简单行事的天赋”价值的清楚理解，以及对常识的坚持。

第二部分
投资选择

导读

当下，共同基金提供了很多投资选择，其种类亦纷繁复杂。在考察这些选项以前，我想先展示一下低成本的消极管理型市场指数基金，看它是如何在实践中体现其已被证实的运作原理的。然后，我会以价值型、成长型或这两种类型的混合为投资方向，再结合对大盘股、中盘股、小盘股的投资偏好，以检验股票型基金的投资风格。不用对比所有类型的基金，只与那些跟踪类似投资风格的同业竞争者以及指数基金相比，股票型基金回报率和风险方面的变化程度都会显著降低。我在检验那些投资风格完全不同的债券型基金的回报率时，也能得出同样的结论，这部分内容会在下一章有所展示。在这三章，我都对高成本的主动型管理是否有效提出了严重质疑，而且总结出，极少有基金投资组合经理证实了其有能力获得超额的回报率，足以覆盖其高额的共同基金成本。

接下来，我将评估全球股票投资策略的价值。我怀疑美国投资者是否有必要将钱投放境外，但对于那些无法被说服的投资者，我会向他们建议一种最佳的投资方式。最后我将阐明，想要事先识别出优秀的基金是不可能的，积极转换所持有的基金也是无效的。这里我所依赖的是对一些数据资料的检验，其中包括主要的学术研究、以往表现优越的基金记录、咨询公司所推荐基金的记录，以及挑选共同基金的那些专业顾问的实际投资业绩。这其中的每一种分析都表明，优秀业

绩这只圣杯是不可能由选择主动管理型基金的投资者找到的。相反，它会在常识性的投资原理中被发现。

第5章
指数化：经验对希望的胜利

早在1978年，在第一只指数基金先锋指数信托（Vanguard Index Trust）的第三份年报中，我就引用了英文词典编纂者萨缪尔·约翰逊（Samuel Johnson）的话来表达观点：“这是希望对经验的胜利。”这是约翰逊博士在以其独有的幽默感谈论一个再婚的男人。而我所指的则是《机构投资者》（*Institutional Investor*）针对养老金基金经理做出的调查。据该杂志报道，虽然过去10年以来，只有17%的资金管理专家胜过了标准普尔500指数的表现，但至少有近95%的专家期待能在未来10年里做到这一点。

在随后的几年里，我们所见的却恰恰相反：经验对希望是压倒性的胜利。战胜指数的希望破灭了，诸多职业基金经理在1978年以前所特有的那段艰难经历，一再重复着。标准普尔500指数的表现，胜过了79%的股票型共同基金经理的业绩，这些基金自那时起已有20年的存续期。1995年年初，我大胆地出版了题名为“指数化投资的胜利”（*The Triumph of Indexing*）的小册子，我在其中描述了标准普尔500指数的相应表现，以及指数基金为投资大众所日益接受的事实，那也正是我期盼已久的发展趋势。

指数选择

标准普尔500综合股价指数涵盖了500家美国最大的上市公司股票。该指数从1926年起，就开始按个股的市价加权来衡量该组股票的回报率。1998年，这些股票市值合计达到9万亿美元，占全部美国股票总市值12.2万亿美元的比重接近75%。

整体美国股市使用威尔逊5 000指数（Wilshire 5 000 index）来进行衡量。尽管该指数现在涵盖了7 400只股票，但其名称却保持不变。这只指数启用于1970年。尽管它更为全面，但由于其历史较短，认可度也相应较低。除标准普尔500指数所涵盖的那些大盘股以外，威尔逊5000指数还包括美国股市中剩余的小型公司。

其他的股市指数则以下列形式存在：大、中、小盘的成长型和价值型股票所对应的指数，不同产业部门所对应的指数，覆盖了多数国家和地区的市场指数，甚至还有全球股市指数。另外，还有一些指数是针对美国以及世界债券市场，或其种类繁多的子市场而设立的。

总体上可以认为，没有任何一类市场化的金融资产所对应的价格指数是不能创建的。指数的选择，仅仅受限于设计者的创造性。而且只要存在一只指数，就会存在与其对应的一只指数基金。指数基金当前跟踪着大约60只不同的指数，而其中的大部分资产都是按照标准普尔500指数来配置投资的。

小册子的出版果然适逢其时。自从它出版以来，仅凭胜利一词是不足以充分体现指数基金所取得的巨大成就的。就当前业绩而言，尽管标准普尔500指数侧重于大市值股票，但该指数的当前业绩已出色地胜过了96%的主动管理的股票型基金。更具代表性的全市场威尔逊5000股票指数则跑赢了86%的上述基金，表现也相当不错。就当前投资者的接受程度而言，指数基金的资产增幅已经超过了6倍，从300亿美元增至大约2 000亿美元。

1995年，指数基金还只占股票型基金资产的3%，仅仅三年后，这一份额就发展到6.4%。随着1998年大约500亿美元的现金流入，指数基

金现金流达到股票型基金现金流总量的25%，足足占1/4。指数基金已经成为整个共同基金业中增速最快的板块。

指数基金最不太可能成为典型投资者眼中的英雄。它不过是一种广泛分散化的投资组合，以典型的低成本来运作，不能让那些杰出的、富有才智的、技术熟练的投资组合经理充分发挥其所应带来的优势。指数基金只是买入并持有特定指数所涵盖的证券，并与这些证券在该指数中的比例保持一致。这种理念显然是一种简化的投资方式。

第一只指数基金以标准普尔500股票指数为标的，自1975年创建以来，指数化投资理念就已经显现出胜利的迹象了。因为指数基金正好是简化投资的核心产物，而且它必须被看作是基金选择过程中的核心投资，也就是用以衡量所有其他共同基金业绩的最终标尺，所以我在这本书第二部分的开篇，就对赞成还是反对指数基金展开了讨论。

但坦率地说，我必须承认，我常被称作指数化理念的传道士，而且大约在25年以前，我就创建了第一只指数基金。比起我当年创建那只基金之时，我今天可能会更加坚信这一理念。

历经缓慢的起步后，指数化理念不仅逐渐为投资者所接受，也在传统主动管理型共同基金的业绩评估方面占据着支配性地位。指数基金可以说是当前的一种标准，在与投资策略、资产配置以及基金选择有关的争论中都发挥了主导作用。当我在1975年第一次看到基金业绩的记录时，标准普尔500指数在之前的25年里都以年均大约1.6%的优势跑赢了普通的主动管理型共同基金。即使今天更新统计数据，该指数的长期记录也反映出年均1.3%的优势，而这一差额在过去的15年已膨胀到每年4.0%。表5-1显示了消极管理的指数与普通的主动管理的股票型基金在不同时期的业绩对比记录。

表5-1a　标准普尔500指数对比股票型基金（截至1997年12月31日的不同期限所对应的年回报率）　　单位：%

期限（年）	标准普尔500指数	普通股票型共同基金	指数优势

50	13.1	11.8	1.3
40	12.3	11.5	0.8
30	12.5	10.8	1.7
25	14.3	13.9	0.4
20	17.4	15.6	1.8
15	17.2	13.2	4.0
10	18.6	15.2	3.4
5	23.1	18.1	5.0

十年以后

表5-1b　标准普尔500指数对比股票型基金（截至2008年12月31日的不同期限所对应的年回报率）　　单位：%

期限（年）	标准普尔500指数	普通股票型共同基金[a]	指数优势
50	9.2	8.0	1.2
40	9.0	7.6	1.4
30	11.0	9.3	1.7
25	9.8	7.7	2.1
20	8.4	6.6	1.8
15	6.5	4.8	1.6
10	-1.4	-0.9	-0.4
5	-2.2	-3.3	1.1

注：a，普通股票型基金的回报率扣减了0.6%的生存偏差和销售费用。

我完全认同，在过去的15年里，主导标准普尔500指数的大盘股都以稳定的优势领先了整个市场。但我要强调的是，标准普尔500指数加速扩大的优势可能会有所弱化，甚至可能在未来一段时期内，由于较小市值的股票重新受到偏好而相形见绌。然而该指数的领先幅度却令

人印象深刻，而且足以让指数基金从学术团体、金融中介、精明的投资顾问以及投资大众那里获得有力支持。

即使将来无法实现过去10年里领先3.4%的非凡优势，指数化投资的前景依然光明。即使领先优势只相当于过去10年的一半，即每年1.7%，资本积累也会因此出现显著差异。假定标准普尔500指数的回报率为12.5%，普通共同基金的回报率为10.8%，这是过去30年的真实回报率。如果在接下来的30年里维持这一回报率，同样10 000美元的初始投资，投向标准普尔500指数的资金就会增值到342 400美元，而投向管理型基金的资金则会增值到216 900美元。高达125 000美元的令人难以置信的领先优势，足以说明指数化将持续获胜。图5-1[(30)]展示了30年期的复合年回报率所表示的每一种投资的业绩。

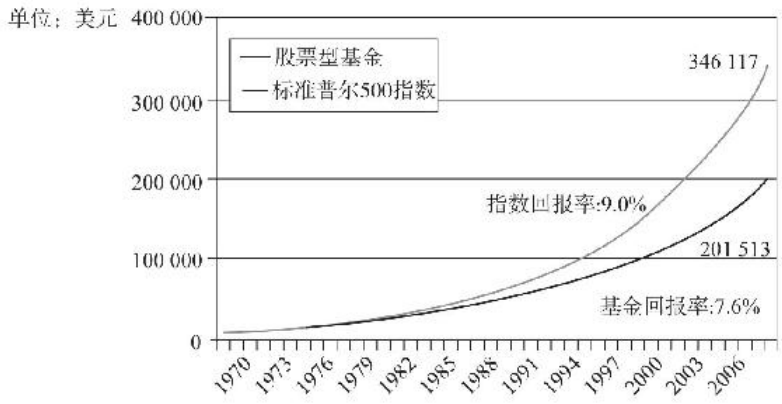


图5-1　40年里10 000美元的增长：标准普尔500指数对比股票型基金[a]

注：a，年复利基于1968—2008年标准普尔500指数与普通的美国一般股票型基金的平均回报率。

不过，未来能否保持这一领先优势，还只是一种推测。毋庸置疑的是，市场指数不会产生成本，而共同基金则要承担高额成本，这一简单的事实解释了该指数绝大部分的领先优势。事实上，普通股票型共同基金所承担的年成本总额，在1975年以前的30年里曾低至资产的1.0%或稍多一点，而当前已上升到占比资产的2.0%以上，这明显证实，共同基金的成本对该行业的落后负有主要责任。而主导标准普尔

500指数的大盘股在近期所实现的较高回报，可以说只是锦上添花罢了。

尤其是那些金融界的媒体，他们已经开始对指数化理念大唱赞歌了。在1997年早期，指数基金的相关报道就常见于《纽约时报》和《华尔街日报》的重要头版文章中。几乎在同一时期，《时代周刊》和《新闻周刊》也对指数化投资进行了连载报道。宣传最为积极的要数《金钱》杂志了，其执行主编泰勒·马西森（Tyler Mathisen）执笔写了相关重要的社论，而该杂志也十分慷慨地对这篇社论加印了大字标题：“博格赢了：指数基金应该成为当今多数投资组合的核心。”正如索尔（Saul）走在通往大马士革的道路上一样，《金钱》杂志也经历了一次“主显节”(31)。

传道士在词典里的定义是：“信使，特指最早主张某种重要的信仰或制度的人。”如果使用这一定义，我认为自己还是有资格成为指数基金的传道士的。在1951年，当时我正好以共同基金行业为研究对象，完成了普林斯顿大学的学位论文，在我质疑基金经理能否跑赢股市的平均水平时，市场指数基金的模糊概念曾一度在我心中徘徊。自1975年先锋指数信托创建以来，我就满怀日益增加的热情和信念一直倡导着指数化投资理念。

历史的经验

长久以来，我都坚信，了解一点历史是很重要的。指数基金的历史为我们认识其价值提供了很好的起点。我并不是指数化理念的创始人，但我却是该理念的长期信仰者，并确信它能够排除万难成为共同基金领域的一员。这一理念不仅意义重大，还与我的信念相吻合，即在模仿金融市场中可获得的回报率时，低成本确实会使其产生差异，即使不是全部的差异。正如我所提到的，历史告诉我

们，对长期投资者而言，这样做几乎算不上是一种可行的目标。

指数化理念的创始人是富国银行（Wells Fargo Bank）的威廉·福斯（William Fouse）和约翰·麦奎恩（John McQuown）。在1969—1971年，他们从学术建模着手，以此发展适用于指数化投资的原理和技术。他们的努力使得新秀丽公司（Samsonite Corporation）的养老基金开立了600万美元的指数投资账户，实行以纽约证券交易所全部上市股票的等权指数为基准的投资策略。福斯将该执行方案形容为“一场噩梦”。该策略于1976年废弃，并代之以标准普尔500综合股价指数为基础的市场加权投资策略。富国银行运营的第一批账户就是其自有的养老基金以及伊利诺州贝尔电话公司养老基金的一部分。

1971年下半年，波士顿百骏财务管理公司（Batterymarch Financial Management of Boston）决定要追随指数化投资理念。做出这一决定的是该公司的两位创始人，杰瑞米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）和迪恩·利巴隆（Dean LeBaron）。格兰瑟姆于1971年在哈佛商学院的研讨会上描述过这一理念，但直到1973年才开始有人认同。作为对其努力的奖赏，波士顿百骏财务管理公司于1972年赢得了《养老金与投资》杂志（*Pensions & Investments*）所颁发的“最可疑成就奖”（Dubious Achievement Award）。1974年12月，该公司终于迎来了第一位指数化投资客户。

1974年，位于芝加哥的美利坚国家银行（American National Bank）创建了一只以标准普尔500指数建模的普通信托基金，要求它的最小投资额度为10万美元。到了那

一刻，指数化理念已经从学术界以及从第一批坚信该理念的三大专业公司，开始向公众领域传播，媒体开始评论指数化投资。三位相当有才智和远见的观察者大力呼吁创建指数基金，他们的文章在25年以前就激励了我，我珍藏至今，现在拿出一读仍像当年一样激动。

“挑战判断”

第一篇文章名为“挑战判断”，作者保罗·萨缪尔森是麻省理工学院的金融学教授，也是诺贝尔经济学奖获得者。在《投资组合管理杂志》（1974年秋）中，他认为：“起码要让某个大型基金机构创建一只跟踪标准普尔500指数的内部投资组合，即使只是为了设立一个不成熟的模型作为标准，以使其内部的投资高手能够衡量他们非凡的投资才能，也许能够说服大学退休权益基金（CREF, College Retirement Equities Fund）来开展一次非托管分散化基金的试验性运营，但我对此并无把握……美国经济学会可能会认真考虑为其会员创建一只免佣金、免管理费且几乎没有成交量的基金。”不过他注意到一项可能无法克服的困难：“在（为基金提供融资的）20 000名经济学家中所发现的额外财富，相比20 000名脊椎指压治疗师还要少。”

萨缪尔森博士总结了他的挑战，对于那些不同意消极（管理型）指数能胜过大多主动管理型基金经理的人们，他要求其驳倒“这一棘手的赤裸裸事实（即专业学者几乎不可能凭借公开的记录来识别任何业绩持续优异的基金经理），以任何事实被驳倒的唯一方式提供与此相反的真实证据”。没有记录表明有人在尽力提供这样的证据，这类

证据也不可能会存在。然而，为了让某些人在某个时机推出指数基金，萨缪尔森博士提出了上述不言而喻的挑战。

“失败者的游戏”

一年以后，格林威治合伙公司（Greenwich Associates）的执行合伙人查尔斯·埃利斯，在《金融分析家期刊》（1975年7月和8月）上发表了一篇题为《失败者的游戏》（*The Loser's Game*）的影响重大的文章。埃利斯极富煽动性地大胆表示：“投资管理业务是基于简单而基本的信念建立的：专业基金经理有能力击败市场。这一假设看来却是错误的。”他指出，在之前的10年里，85%的机构投资者的业绩都落后于标准普尔500指数的回报率，这在很大程度上是因为机构投资者已经开始并将持续在其所处领域中发挥主要作用了，而在这样的情况下，机构投资成本已经消耗了基金经理所赚回报的20%。“导致资金管理业务从胜利者的游戏转变为失败者的游戏。最终的结果取决于谁能输掉最少的百分点，而不是谁能赢得这些百分点，”他继续指出，“在赌场赌博时，如果该赌场从每局赌注中拿走20%，那这明显是一场失败者的游戏……所以，资金管理业务已经成为一场失败者的游戏。”

埃利斯并没有提议创建指数基金，但他确实问过：“指数是否有必要发展成一个完全消极管理的指数投资组合？”他也答道：“不，它没必要向那个方向发展，不那么需要。但如果你不能击败市场，你当然应该考虑采用它。指数基金就是一种可选的投资方式。”当然，在现实中，极少有基金经理能真正持续实现足以抵消其成本并与

指数相当的年回报率，更不用说能跑赢指数了。即使存在，也很难事先识别出。

财富掀起新一轮涨潮

“人生总有涨潮时，把握涨潮的时机，便能获得财富。”莎士比亚借布鲁图斯（Brutus）的口说出了这些话。有讽刺意味的是，在指数基金领域里，财富又在一定程度上助推了投资业务转向指数基金的趋势。1975年7月，《财富》杂志发表了第三篇里程碑式的文章《某些影响重大的共同基金类型》（*some kinds of Mutual Funds Make Sense*），由副编辑埃尔巴（A. F. Ehrbar）所作。埃尔巴得出了一些在今天看来是显而易见的结论，但这些正确的判断在当时却几乎是无法被接受的：“既然基金无法持续跑赢市场，它们就可能会由于产生了过多的研究成本（即管理费）和交易成本而一直落后于市场……显然，共同基金的未来买家在做任何决定以前，都应该认真考虑成本因素。”他总结道，“事实上，基金表现得比市场要差。”

埃尔巴对于指数基金会很快得以创建并不抱希望，他指出：“近来市场上并没有多少开创性的举动，共同基金业还没能提供一只指数基金。”但是，他为共同基金投资者描述了一种最好的替代方式：“一只有着低成本和低管理费的免佣共同基金，该基金与市场整体的风险水平相当，并且保持充分投资为其投资策略。”他不会想到，自己已经较准确地描述了不久以后就要创建的第一只指数基金。但他确实做到了。

机遇是创造之母

对指数基金的这三次强有力的号召是我们无法抗拒的。面对成为引领指数基金发展的先驱者这一机遇，可以说，我不能再抑制自己的热情了。我对以往基金业绩的研究已在学术界声名鹊起了，却极少为投资行业所知晓。基于这些研究，我确信指数基金会发挥作用。再者，我于1974年开办的领航集团专注于低成本化管理，这正好是持有一只模拟无成本指数的指数基金的关键所在。这是千载难逢的机遇：证实文中所阐明的基础理论可以付诸实践，而且可以在现实世界中发挥作用。唉，投资大众竟然对指数基金没有需求。我不得不信赖萨伊法则（Say's Law，以法国经济学家让·巴蒂斯特·萨伊[Jean Baptiste Say]命名）："供给会创造自己的需求。"在1975年年末，领航集团创建了第一只指数基金，这是基于标准普尔500综合股价指数建模而成的。

长久以来，我的倡议都被置若罔闻。我们来简要回顾一下：从标准普尔500指数的相应表现以及吃紧的现金流入量两方面来看，第一只指数基金都表现得举步维艰；该基金为大众所接受的进度过于缓慢。但最终它还是在20世纪90年代末取得了非凡的成功。这些都为反驳那些长期以来针对指数化投资的批评提供了良好依据。有批评者质疑指数基金的非凡成功能否持续，而上述记录使我们有能力应对这些人精心炮制的论点。我希望通过更详尽地探究指数化的价值来论证，对于明智的长期投资者而言，它会是一种极其强大的投资策略。

十年以后

指数化的胜利

极少有投资者或金融市场的业内人士会承认我在10年以前所描述的“指数化的胜利”。但在经历了自那时起的十余年以来的一系列事件后，不管是否愿意，都没有人会不同意指数化已经真正胜出了。在以前的版次中，我提到过当时总资产高达2 000亿美元的指数基金，它已经从1995年的占比股票型基金资产的3%增至1998年的占比6.4%。在2009年中期，指数基金资产已经猛增至4 600亿美元，占比股票型基金资产的11%。进入指数基金的现金流量也随之更大了。投资者在过去两年里总共赎回了价值2 810亿美元的主动管理型基金，同时却为其所持有的指数基金增加了500亿美元的投资。

标准普尔500指数的回报率也继续表现优越。来自晨星公司的最新数据表明，在过去8年中，有6年的时间，跟踪标准普尔500指数的一只低成本指数基金，都会跑赢大多数与它相当的大盘基金。即使在那落后的两年里，该指数基金仍然能分别跑赢49%和40%的同类基金，即便是这样一份“失败”的记录，也会让许多主动管理型基金经理对其深表羡慕。

目前这个版本的图5-1没有第一版那样令人印象深刻。当我准备向领航集团的董事们建议创立世界上第一只指数基金时，我第一次对1946—1975年的30年期业绩对比进行了检验，1.4%的40年期差额[32]几乎正好相当于这30年期内的标准普尔500指数所赢得的1.3%的优势。

将图5-1更新到2008年，从中不难看出，标准普尔500指数的相应记录与第一版非常相似。在市场低迷的那10年刚好结束时，该指数10 000美元初始投资的最终价值为346 117美元，刚好高出本书1999年版所公布的342 400美元，

而普通基金的累计回报已经从216 900美元跌至201 513美元。拥有指数基金就可以使财务价值提升144 604美元，是初始投资的14倍以上，这看来彻底地证实了（甚至远不止如此）选用“胜利”一词是合理的。

指数化是一种长期的投资策略

指数化近年来所取得的成功，在某种程度上都源于一种认识：以极低的成本购买并持有广泛分散化的投资组合，是一种明智的长期投资策略，也是一种高回报的策略。这类投资组合主要由大市值、高投资级别的股票构成，而这些股票主导着市场自身的资本权重。这些成功还得益于标准普尔500指数在过去5年的出色表现，其间它高出普通美国股票型共同基金的优势差额，是历史以来最大的。

正是指数基金的这些长期投资价值，包括广泛的分散化与组成市场的那些股票相当的权重、最小的投资组合换手率和低成本，才使得那些明智的投资者接受了这种投资方式。想想沃伦·巴菲特，这位算得上是最聪明的投资者在伯克希尔哈撒韦公司1996年年报中所说的话：

> 大多数投资者，包括机构和个人，都会发现拥有普通股票的最好方式就是购买收费最少的指数基金。那些追随这一方式的投资者肯定能战胜由多数投资专家所实现的最终业绩（在扣除费用和成本后）。

无论未来怎样，由于看重指数基金的这些价值而选择指数投资策略的长期投资者，都不太可能失望。另一方面，对短期投资者而言，如果仅仅因为期望标准普尔500指数能够持续获得近期的丰厚回报而选择指数投资策略，那他们很有可能会后悔自己的选择。历史记录清楚显示：标准普尔500指数曾在短暂的时期里大幅度地落后于普通共同基

金。图5-2表明了自1963年以来标准普尔500指数每年跑赢的共同基金比例。

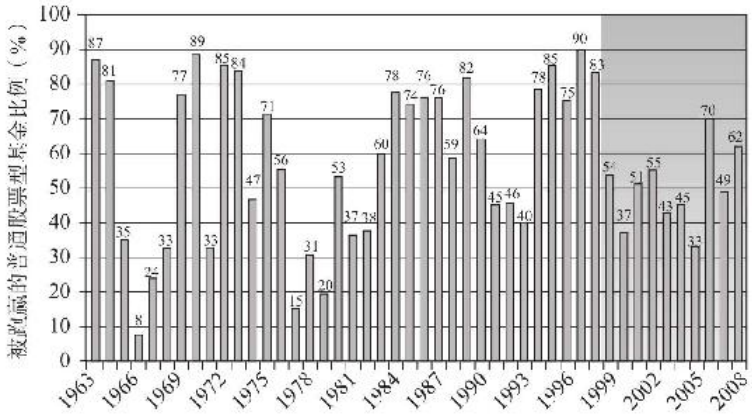


图5-2　标准普尔500指数跑赢的普通股票型基金（1963—2008年）

尽管总体上是成功的，但标准普尔500指数还是有三个时期的表现落后，正如图5-2所反映的：1965—1968年，1977—1980年，以及1991—1993年。为什么会这样呢？第一个时期涵盖了投资的“快速获利”时代，在这一时期，极富风险的小型股提供了很高的回报率，而共同基金业也以创建大量高度进取型的快速获利基金作为回应。该行业保守的特点在这一时期发生了改变；基金非同寻常地吸纳高风险，而标准普尔500指数较为适度的短期回报，使它无法引人注目。于是人们开始相信，共同基金经理能够轻易地跑赢市场。然而在1968年快速获利的泡沫破灭时，这些新成立的基金相继破产，普通基金的回报率暴跌，而标准普尔500指数则在1969年恢复了优势并以大幅差额胜出，并一直保持到了1976年。

在那之后很快发生了第二次异常情况。1977—1980年，正当股市从1973年以及1974年暴跌50%的衰退中持续恢复时，小型股终于回复了先前的表现。它们的复苏相比其大型同业股票更为滞后。那时主导标准普尔500指数的三大股票（IBM占比7.2%；美国电报电话公司占比6.4%；通用汽车公司占比2.6%），在高度分散化的共同基金中，占据

的持有比例小很多，它们的表现尤为不佳。平均来说，它们仅有7%的4年期累计回报率，相比之下，标准普尔500指数中的其余股票总回报率却高达69%。（该指数的累计总回报率是55%）。快速获利时代结束以后，情况又开始恢复正常，而这一指数也在之后的8年里重振实力。

接下来就是标准普尔500指数在最近一次落后的情况。主要原因很简单，在1991—1993年，中小型股票比大型股票的表现更好。标准普尔500指数在这期间获得了相当可观的15.6%的年回报率，但市场中剩余的股票却以22.5%的速度在增值。(33)因此，标准普尔500指数只跑赢了（其实差距并不明显）44%的全部主动管理型基金，比一半还要少（但并非少很多）。（全市场的威尔逊5 000股票指数以17.7%的回报率，也只跑赢了53%的股票型基金。）然而此后标准普尔500指数很快就迎来了前所未有的最大持续性优势。在1994—1998年，标准普尔500指数连续5年跑赢了75%～90%的管理型基金。

经历了这一番持续性追赶后，即使大型股所主导的标准普尔500指数暂时中断了出色表现，也并不令人意外。它继续由全球范围内的大型公司主导，其中通用电气公司占标准普尔500指数3.1%的资本权重，微软占2.4%，可口可乐占2.2%，埃克森占2%，默克占1.6%。然而，如今该指数的权重分配不那么集中了。目前，5只市值最大的股票共占该指数的11%，仅仅是这五大工业巨头20年前市值权重22%的一半。有趣的是，之前那5只市值最大的股票，现在只占标准普尔500指数8%的权重。它们的权重被大幅削减，对指数化绝对实力的强调已经成功克服这一潜在障碍。新创建并日渐成长的公司修正了这一不足，促使标准普尔500指数在长期业绩中保持领先地位。

在市场发展的过程中，时间会改变，条件也会改变。以标准普尔500指数广为人知的成功为依据，在此基础上建立的对指数化策略的信仰必然会在未来的岁月里一次次地接受考验。一如既往，指数化仍然会是一种受人关注的长期投资策略。

十年以后

指数化是一种长期的投资策略

在该指数经历了1994—1998年这5年的非凡且优越的表现以后（正当标准普尔500指数年年跑赢的全部管理型股票型基金比例达到75%～90%之时），我就指出，“即使大型股所主导的标准普尔500指数暂时中断了其出色表现，也并不令人意外”，而且它也确实中断过。尽管在接下来的10年里历经考验，该指数仍然在这5年里跑赢了至少50%的股票型基金，其中有两年跑赢的比例还高出了60%。指数化作为一种长期投资策略，仍然引人注目。

标准普尔500指数不等同于市场

“指数基金”一词常用来专指某种特定形式的指数基金：以标准普尔500指数建模的一种基金。第一只指数基金正是以该形式构造的，这只是因为标准普尔500指数具备了以下特征：（1）**在机构投资者衡量其相对收益并评估投资组合经理的绩效时，该指数是他们普遍遵循的标准**（在那时，共同基金通常还没有为投资者提供可比较的标准）；（2）**在两种最著名的指数中，该指数的构成更为合理**（其构成股票是以市值总额来计算权重，而不像人们更为熟悉的道琼斯工业平均指数那样，以区区30家公司所对应的股票单价来计算）；（3）**该指数所涵盖的股票市值在25年前占总市值的90%（现在占比约为75%），并因此成为市场的可靠指标。**当过了整整10年以后并出现第二只指数基金时，它同样以标准普尔500指数为基准，这之后的大多数指数基金也同样如此。

然而，标准普尔500指数中的大盘股当前所占的75%的市场份额，并不等同于整个市场。那些有着中小型市值规模（并且经常表现出更大波动性）的股票没有纳入其中。但指数化的核心理论是以拥有市场中所有股票为基础的。从理论上来说，对基本的指数基金而言，其首选标准是涵盖了在美国所公开持有的全部股票的威尔逊5 000股票指数。

标准普尔500指数中的大盘股一直引领着始于1982年的长期牛市，这使得最初那些基于标准普尔500指数的指数基金的表现尤为出色，实用主义也因此战胜了教条主义。相比之下，基于全市场指数的指数基金却增长得极其缓慢。极少有基金公司会基于威尔逊5 000股票指数来创建共同基金，领航集团是第一家。标准普尔500指数仍然是大多数共同基金和养老金账户所使用的首要衡量标准。

选用哪一种指数有关系吗？在长期来看是没有关系的。自从威尔逊5 000股票指数在1970年启用以来，这两种指数的总回报率就是一致的：两者都赚取了年均13.7%的回报率，这是相当精确的重合。这意味着在此期间，以威尔逊4 500股票指数衡量的占比25%市场权重的中小型股票，也提供了13.7%的平均回报率。虽然任何具有时期依赖性的对比都会不可避免地令人质疑，但1970—1998年是我们可用于对比的一段最长的时期了。回报率的这种精确重合可能有点夸大事实，但我坚信，当我们观察到具有不同投资特征的股票分别在将近三个完整的10年里所实现的回报率都能如此接近地趋于一致时，我们就已经从中得知了一些重要信息。

但从短期来看，指数的选择是有影响的：指数之间的差异确实会年复一年地存在影响。正如图5-3的对比中所显示的，当我们看到全部类型的分散化股票型共同基金被标准普尔500指数跑赢的比例时，该指数近年来的领先者地位夸大了其内在实力，就像它在1976—1979年的追随者地位夸大了其不足一样。例如，在1976—1979年，标准普尔500

指数跑赢了22%的全部股票型基金，但威尔逊5 000股票指数跑赢的比例竟然达到了44%。另一方面，在1995—1998年，标准普尔500指数跑赢了82%的全部基金，而威尔逊5 000股票指数则仅仅跑赢了72%。图5-3比较了这两种指数在过去28年里的相对地位。

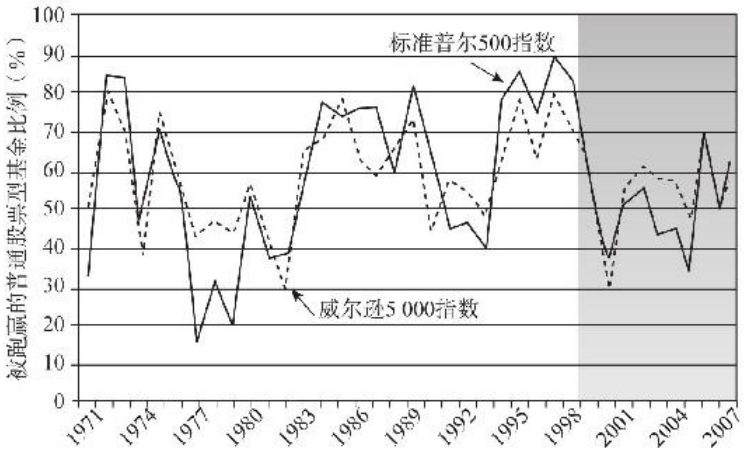


图5-3　被市场指数跑赢的普通股票型基金

很难找到一个完美的标准来衡量共同基金的回报率。尽管股票型基金的总资产投资分配比例与股市总价值在大、中、小盘股票中的分配比例相当类似，但对股票型基金总体数量的划分还是有所不同的，会更偏重中小盘基金。图5-4说明了这一对比。

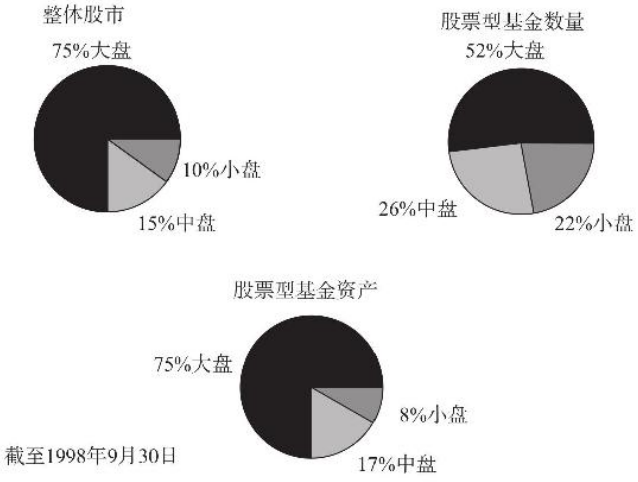


图5-4a　股票型基金构成对比指数构成[a]

注：a，只包括在9类晨星投资风格箱里的基金。

十年以后

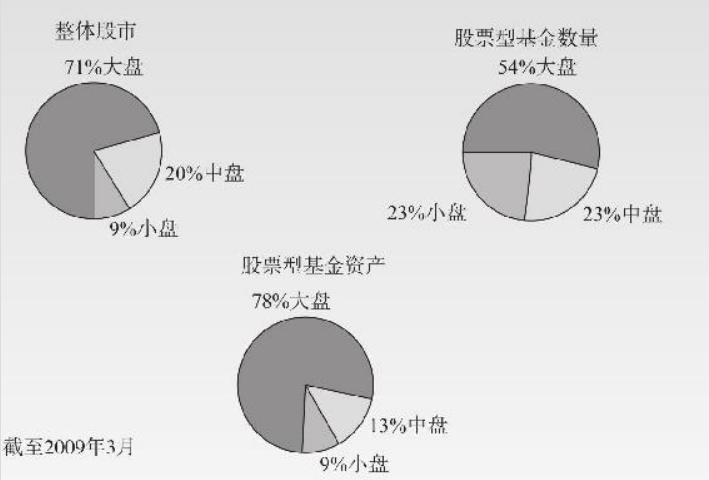


图5-4b　股票型基金构成对比指数构成[a]

注：a，只包括在9类晨星投资风格箱里的基金。

确切地说，在全部股票的总价值中，大盘股占75%，中盘股占15%，小盘股占10%。股票型基金资产的分布也几乎与此一致。但就基金数量而言，当前的划分比例为：大盘基金占52%，中盘基金占26%，而小盘基金占22%，明显偏重于波动性更大的基金。然而，分析专家在计算标准普尔500指数所跑赢的基金比例时，是以基金数量作为其比较基础的。所以，这就使得大盘股在领先或落后整个市场时，其年回报率会出现显著差异。当它们领先时，标准普尔500指数的成功就会被夸大；当它们落后时，该指数的失败也同样会被夸大。但从长期来看，这种差异是没有影响的。请永远记住，通常某些人会为了实现其研究目的做出过分简化且具有时期依赖性的对比，这样的对比可能会误导那些不谨慎的投资者。

十年以后

标准普尔500指数不等同于市场

尽管十多年过去了，与图5-4a的早期版本相比，股票型基金的投资组合构成几乎没有多大变化，而且继续以资产形式而不是基金数量的形式来反映整个股市的构成。令人好奇的是，自1998年年中开始，标准普尔500指数的年回报率与威尔逊5 000指数是就几乎是一致的：分别为－0.2%与0.5%。即使短期内可能会有1%～2%的明显变动。我先前就问过：“选用哪一种指数有关系吗？”我的回答显然是正确的，“在长期来看，是没有关系的。”

指数化获胜主要是由于成本因素

在股市的资本构成中，大盘股占股市价值的75%，而股票型基金领域的基金数量，占中大盘基金数量的52%，考虑到两者之间存在的差异，我们如何才能建立一个公平合理的比较基础呢？一个简单又基本的方法就是：只将那些投资组合类似于整个市场权重分布的基金，与威尔逊5 000全市场股票指数进行业绩对比。事实证明，偏重大盘股的共同基金是符合这一标准的。[(34)]通过联合所有的分散化成长型基金以及成长收益型基金，并且排除那些小盘积极成长型基金，就能使得这些基金的业绩十分接近上述指数。最终的比较结果是尽可能公平合理的：偏重大盘股的基金，不排除所有其他的股票；一只同样偏重大盘股的指数，也同样不排除所有其他的股票。

在过去的15年里，这些大盘基金的平均回报率为14.1%，这里我指的是成长价值型（growth and value）基金，而不是“成长收益型”

（growth and income）基金。相比而言，威尔逊5 000股票指数的回报率为16.0%。就10 000美元的初始投资而言，投向普通基金会得到72 600美元的终值，相比威尔逊5 000指数在该期间所积累得到的92 700美元，这1.9%的累积差异，导致的回报差距超过20 000美元。标准普尔500指数的回报率在这段时期更难超越，该指数以年均17.2%实现了107 800美元的最终价值。

在这15年以来存续的200只成长价值型基金中，只有33只基金在该时期内跑赢了威尔逊5 000指数；余下的167只基金都没做到。基金胜出的概率因此也只有1/6。更有趣、也更重要的，就是基金回报率围绕这一平均值的变动程度。围绕威尔逊5 000指数的回报率来排列这些基金的回报率，我们可以从中了解到基金之间这些差异的重要性，正如图5-5所示。

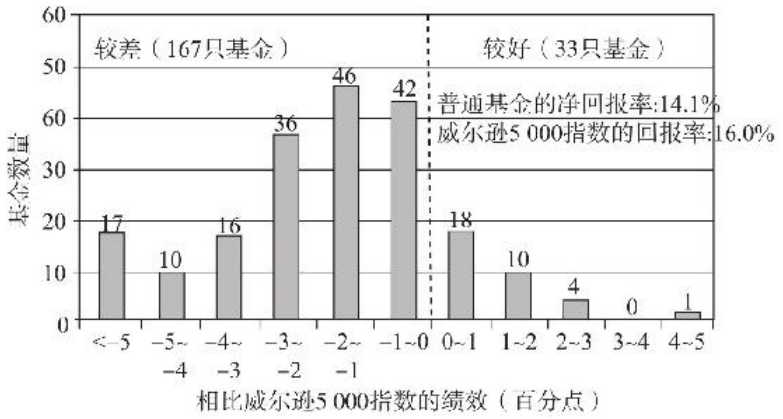


图5-5a　成长价值型基金对比威尔逊5 000指数的净回报率（不包括销售费用）：截至1998年6月30日的15年[a]

注：a，基金回报率包括对生存偏差以及销售费用进行的0.6%调整。

十年以后

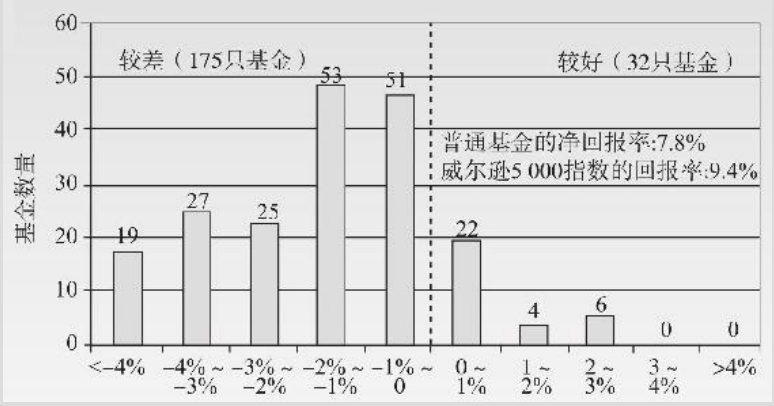


图5-5b　普通股票型基金对比威尔逊5 000指数的净回报率：截至2008年12月的25年[a]

注：a，基金回报率包括对生存偏差以及销售费用进行的0.6%调整。

如果我们调整思路，认同高出或低于威尔逊5 000指数不足1%的回报率差额都只是统计噪声，那么上述概率就会有所改变：有15只基金会以超过这一差额的幅度跑赢该指数，相应也会有125只基金以同样的差额落后于它。基金以这种适度的差额跑赢该指数的概率就缩减了1/2以上：由1/6降到1/13。如果将该差额改为3%，那么从长期来看，基金就很难胜出，只有1只基金能做到这一点，有43只基金都被指数击败了。一只给定的共同基金能够高出该指数假定3%的概率只有1/200。为了挑选出明日的基金大赢家而展开搜索会是一项巨大的挑战，而上述概率会使你对这类挑战的可行性有所认识。（我会在第9章就这类挑战展开更为详尽的探讨。）

这里还表明了另一条重要的教训：这些共同基金落后的主要原因是其基金费用的负担过于沉重。相比图5-5a中的威尔逊5 000股票指数，这些基金的回报率是以基本方法计算的。也就是，将其总回报率扣减所有的共同基金运营费用，这部分是明确公开的（该时期的年均运营费用约为1.4%），再扣减投资组合交易成本，这部分是隐含的（对于这些成长价值型共同基金而言，交易成本在这一时期年均至少为0.5%）。这只指数却是没有成本的，既不需要承担运营费用，也不

会有交易成本。如果根据每只基金的近似成本来调整其回报率，我们就会看到一个相当不同的回报率模式。以总额（而不是净额）为基础来观察基金的回报率，在一定程度上会改变上述概率，使整个行业的盈利情况看起来好很多。当然，基金持有人所获得的只是净回报。

对扣减成本以前的基金回报率所进行的检验，如图5-6a所示，证实了指数化的基本原理。根据定义，基金经理整体必然会提供等同于市场的总回报，正如一只有代表性的指数所表现的那样。因此，一旦扣减其投资成本，基金经理整体所获得的净回报就会低于平均水平。这一结果并不令人惊讶，甚至也不违反常理。其实在过去的15年里，威尔逊5 000指数的回报率达到16.0%，以1.9%超过了净回报率为14.1%的普通成长型和价值型基金，而这正好是我们估计的基金成本(35)。

图5-6展示了共同基金扣减费用以前的回报率。我们只是重新绘制了之前的图表，并调整了每只基金的费率以及估算交易成本。在图5-6a中，基金分布向右移动了。现在，有近一半的这些基金（93/200）跑赢了威尔逊5 000指数，其中有49只基金超越的幅度大于或等于1%，相比之下，有107只基金都不能与该指数匹敌。这仍然算不上是很大的概率，但相比扣减成本以后的基金回报率，已有很大的提升。

我们将这些总回报率与掷硬币比赛的随机结果所呈现的正态分布相比较，一种有趣的乃至令人吃惊的现象产生了。当我们按照基金的总回报率拟合该图中的虚线时，其结果几乎是完美的概率分布，类似于掷硬币的结果，尽管这些基金有较大可能性会落入概率分布的中间区域。是的，如果100人参与该游戏，有1人可能连续10次抛到正面，而有50人将会抛到5次正面和5次反面。那么投资组合基金经理的能力，看来主要是由这场概率游戏的运气决定的。因为如图5-6所示，共同基金的总回报率遵循了随机模式。对基金经理整体而言，成本的沉重负担实在无法克服。

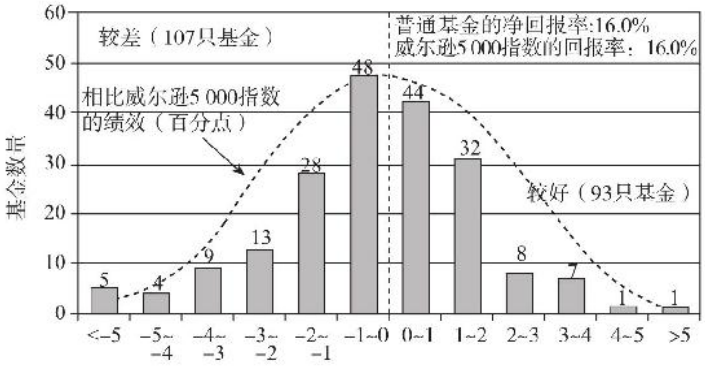


图5-6a　成长价值型基金对比威尔逊5 000指数的总回报率（净回报率+费用+50个基点）：截至1998年6月30日的15年

十年以后

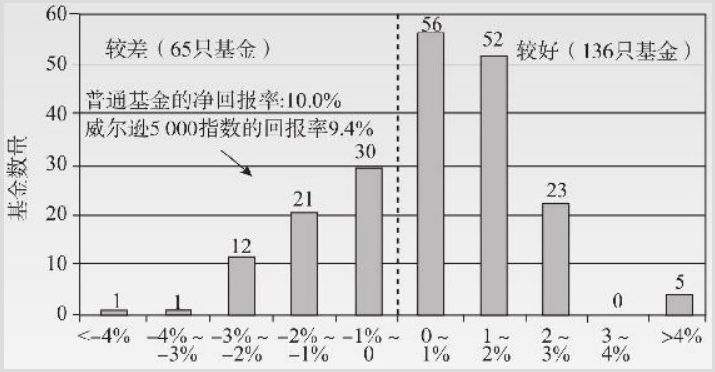


图5-6b　普通股票型基金对比威尔逊5 000指数的总回报率（净回报率+费用+110个基点）：截至2008年12月的25年

十年以后

指数化与成本

这次的经验还是一样：主动管理型共同基金的回报率落后于股票市场的主要原因，是它们的成本负担。这一论点并不令人惊讶，毕竟股票型基金现在拥有了全部股票约

24%的份额。由于它们在市场上的这种巨大重要性，它们必然要提供与市场相同的总回报率。在观察基金的总回报率时（在适当的地方重新加上基金费用，并调整销售佣金），我们看到一种与掷硬币比赛的随机结果类似的模式，即所谓的正态分布模式，常以“随机游动”著称。10年前是这样，今天也仍然如此。

指数基金比看上去的要好很多

消极管理型指数基金的优势（相比主动管理型共同基金）主要来自于传统基金需要承担的成本。为了表明这一点，我先前的阐述都是以无成本的市场指数表现为依据的。实际运营的指数基金尽管明显不需要支付咨询顾问费，也必然要承担现实中存在的运营费用。事实上，在公开发售的指数基金中，成本最低的年运营费率都低于0.2%，至少对那些运营效率很高的基金而言，回报率也因此每年落后目标指数大约0.2%。这些高效的管理型基金每年以大约0.2%的差距跟踪着其对应的指数。这就意味着，相当低的投资组合换手率加上最小化的经纪佣金，使得其交易成本停留在微不足道的水平上。考虑到成本因素，我们将过去15年里威尔逊5 000指数的回报率从16.0%降低到15.8%，以作为威尔逊5 000指数基金的回报率。该净回报率将以1.7个百分点超过普通管理型基金14.1%的回报率水平。

就算是这种对比，也没能完全体现出管理型共同基金的劣势所在，也因此没有给予指数基金应得的肯定。**该对比至少在以下三个截然不同的方面有利于管理型基金：（1）它忽略了基金销售费用；（2）它只考虑了那些在所作对比的整个期间内存续的基金；（3）它没有对分配股息收益和资本利得所应征收的税额进行调整。**

销售费用

以上所展示的业内共同基金回报率，几乎都没有考虑其初始的（“前端”）销售费用，约有75%的共同基金购卖支出需要承担这部分费用，也没有考虑任何的赎回（“后端”）费用，如果投资者在持有基金期限较短时期内就赎回其份额，就必须支付这部分费用。（约有15%的基金要求投资者支付这些罚金；较早赎回份额并承担这些费用的投资者数目是无法确定的。）如果投资者支付5%的初始销售费用，并连续5年持有其基金份额，他们的回报率就会每年罚减大约1%；如果他们连续10年持有这些份额，每年罚减的数额就会是0.5%（如果基金回报率为正值，这一数额就会上升；如果回报率为负值，它就会下降）。很多基金在出售时是不收取销售佣金的，所以整个行业范围内的实际情况是：这种对业绩的罚减很可能将基金回报率从14.1%降低到13.6%，或者在过去的15年里每年至少降低0.5%。

生存偏差

生存偏差是提升基金回报率的第二大重要因素。例如，在观察15年期的对比时，我们所关注的只是在这整个时期存续的那些基金。这就是一份相当不错的成绩单了，因为在这特定的15年里，期初存在的全部基金中有1/5在期末就不再存在了。它们可能只是被清算了，或者更有可能被合并到同一基金集团的其他基金里。但是，无论它们是如何消失的，只有在无法产生有竞争力的回报率时，这些基金才会趋于消失。它们的业绩已经在一些学术研究中被仔细地衡量过。在这类综合性很强的研究中，普林斯顿大学教授伯顿·马尔基尔（畅销书《漫步华尔街》的作者）发现，在1982年到1991年的10年期间，有18%的基金，331只基金中的59只，或者在每6只基金中，有超过1只已经不存在了。[(36)]在这段时期里存续的基金享有17.1%的年回报率，但全部基金

每年只有15.7%的回报率。这一生存偏差也因此将基金所公布的年回报率提升了整整1.4个百分点，高于这些基金在那10年期间所获得的真实回报率。此外，在截至1991年的那15年期间，生存偏差每年占有惊人的4.2个百分点。

为了更客观地论证，我们会将普通基金在过去15年所公布的回报率保守地调低1%，将基金回报率减去先前提到的销售费用后，变为12.6%。这样一来，与威尔逊5 000指数的回报率16.0%之间的差距，就因此增至3.4%。

税收效率

另一个巨大的消耗是由税收造成的。考虑到标准普尔500指数（在更大程度上是指全市场的威尔逊5 000指数）的结构中所固有的低换手率，消极管理型指数基金在税收上是高效益的。主动管理型基金在税收上是无效益的，其投资组合换手率平均每年都在80%以上。在过去的15年里，若以税前为基准，基于标准普尔500指数的先锋指数基金，跑赢了全部基金的94%，但以税后为基准，实际则跑赢了全部基金的97%。我在第13章里会更为详尽地就税收影响进行探讨，但从这些数据我们可以非常保守地假设，主动管理型基金的相应业绩对于应纳税的投资者而言，又要降低1%。

十年以后

税收效率

将领航500指数基金自1998年以来的业绩，与其之前15年的记录合并，我们发现该基金在税前跑赢了全部普通股票型基金中的68%左右，这一比例在税后的基础上竟然达到

了近90%。在这25年里，该指数基金的年回报率税前为9.9%，税后为9.4%，以明显的差额分别高出其同业竞争者9.2%与7.5%的回报率。而将这种差额加总，就会对指数投资者形成巨大的额外资本积累。

现实中的这三大因素导致年回报率总计减少（至少）2.5个百分点，使得最初的管理型基金年回报率从14.1%下降至11.6%。另一方面，将纯粹的威尔逊5 000指数转换成包含运营成本的指数基金，会使指数基金的回报率降至15.8%。因此，就我们所知，指数基金每年的优势差额就是4.2个百分点。无论你是一个短期的、中期的或者长期的投资者，这种差额都会造成重大影响。

棘手的风险问题

支持主动管理型基金经理的相反论点认为：股票型基金是因为承担了更小的风险才落后于广泛的市场指数的。股票型基金持有现金储备，而根据定义，指数基金要保持充分的投资，因此受市场下挫威力的影响更大。主动管理型基金自身所持有的现金储备会减轻下挫的剧烈震荡，当精明的基金经理预期市场下挫即将出现时，也会减少股票持有头寸来筹集大量额外的现金储备以实现资本保值。

不幸的是，对那些认为主动管理型基金风险较低的人们而言，该论点缺乏证据支持。股票型基金经理作为一个整体，并未表现出系统性的能力，即在重大的市场下挫以前筹集现金或在市场下挫以后重新投资那部分现金。事实恰恰相反，基金倾向于在市场低点持有大量现金，而在市场高点持有少量现金。例如，在1973—1974年的市场危机前不久，基金持有的现金只相当于全部资产的4%，这一比例在市场的绝对低点时却上升到12%左右。另一个例子是：在1982年牛市开始时，股票型基金持有占总资产11%的现金。1988年，现金储备仍然保持为总

资产的10%。然而，在1998年中期，正好是自1987年以来最为剧烈的股市暴跌前夕，现金储备却缩减到股票型基金资产的4.6%，这是现金储备在各年度中期总额最低的记录之一。基金经理又一次犯错了。

但事实是，在上述任何一个现金水平上，现金储备都只是狗尾巴而不是整只狗。用简单的逻辑就能推出这个结论：占比5%～10%的现金储备所代表的狗尾巴，几乎不可能摇动占比90%～95%的股票头寸所代表的整只狗。其实，基金与市场指数在市场下挫期间的对比记录已经证实，**完全由保持充分投资指数中那些投资质量较高、市值较大的股票所构成的投资组合，比那些典型的股票型基金投资组合，更易表现出较小的波动性。**这些典型的股票型基金由略微更显进取型的股票构成，但配置有少量的现金头寸。

根据记录，同时基于标准普尔500指数以及威尔逊5 000指数而建立的指数基金，比普通共同基金有略小的风险。《晨星共同基金》根据每只基金在落后无风险短期国库券的那些月份里所表现出的回报率来为其计算风险因子。晨星的数据显示，在过去10年里，典型的标准普尔500指数基金相比普通共同基金的风险至少要低15%；在过去5年里，典型的标准普尔500指数基金的风险要低19%，而威尔逊5 000指数基金的风险也要低18%。

换种方式来观察，在过去10年，回报率的标准差如下：标准普尔500指数为14.3%；威尔逊5 000指数为14.0%；普通美国分散化共同股票型基金为14.8%。按照晨星的计算方式，如果普通基金在这10年里的标准差定为1.00，那么标准普尔500指数基金就会是0.97，而威尔逊5000指数基金则是0.95（见表5-2）。总体来看，晨星的风险数据及其对应标准差都明确显示，尽管主动管理型股票型共同基金确实持有适当的储备头寸，也有能力在预期市场下挫时筹集更多的储备资金，但它们的风险敞口还是系统性地、显著地大于那些保持充分投资的广泛市场指数。

在特定的重大市场下挫时期，主动管理型共同基金与市场指数基金的对比记录证实了这些数据，甚至正如该记录所表明的那样，随着新设的、更具进取性的基金逐渐加入该行业名册，主动管理型共同基金所承担的风险相比市场指数基金一直在上升。例如，在十多年以前，在过去一轮最为剧烈的市场暴跌中，这两只广泛的市场指数其实都比普通基金跌幅更大一些。

表5-2　风险：普通股票型基金与指数基金，截至2008年

				累计损失				
	5年期晨星风险	10年期标准差	10年期的相对标准差	1987/8/31至1987/11/30	1996/5/23至1996/7/25	1998/7/16至1998/9/3	2000/3/31至2002/9/30	2007/10/31至2008/12/31
普通股票型基金	1.00	19.90	1.00	−28.3%	−9.5%	−20.3%	−39.4%	−42.1%
标准普尔500指数基金	0.63	16.04	0.81	−29.8%	−6.4%	−16.9%	−43.8%	−40.1%
威尔逊5 000指数基金	0.69	16.53	0.83	29.8%[a]	8.3%	18.8%	43.8%	40.2%

注：a，（此处是指）威尔逊5 000指数；（该时期）指数基金还未创建。

在1987年8月31日到1987年11月30日的市场崩盘的冲击下，每只指数大约下跌了29%，相比之下，普通基金只下跌了28%。然而，标准普尔500指数凭借其在下跌前较大的相对收益，以及之后较好的复苏，使得当年的回报率实际上还提升了5.2%。而普通基金的年回报率就只上升了0.5%。

在最近的下跌中，股票型基金的风险变得更加明显。例如，从1996年5月末到7月，标准普尔500指数基金6.4%的跌幅比普通基金9.5%的跌幅要小33%，而也比全市场指数基金的跌幅小13%。当市场在1998

年夏季直线下滑时，标准普尔500指数下跌了约17%，威尔逊5 000指数下跌了19%，而普通基金的跌幅则超过20%，这些指数基金再次证实了其在实质上具有更好的风险规避能力。在后来的那段牛市时期里创建的那些波动性更大的基金，为基金业带来了更大的波动性。猎豹变换了其自身的斑点，不过是在错误的时间。

如果用不同晨星风格类型的各种股票型基金（大盘价值型、小盘成长型等）来考察这一记录，我们会找到一种贯穿整个矩阵的风险模式，可以相当连续地表现出与相应的市场指数（不只是标准普尔500指数）相比的更高风险。各种小盘类型中的基金所承担的风险，与相应的小盘指数相比是特别大的。最终结果就是，指数基金的风险调整回报率，相比其原始（未经调整的）的回报率，会以更大的优势差额高出主动管理型基金。这些投资风格类型及其相互联系都会在第6章的最后篇幅里进行更充分的描述。

总的来说，很难想象人们为何会继续因为指数基金产生高风险的忧虑。它们恰好与其所代表的市场同步下跌。但主动管理型基金也同样如此，并且近年来随着基金业逐渐纳入更多的进取型基金，这种趋势就更加明显了。相关记录在事实上并没有支持先前的假设，即主动管理型基金持有适度头寸的现金储备既没有为其未雨绸缪，也没有支持先前论断，即精明的投资组合基金经理可以系统性地预期到市场下挫并采取防御行动。事实正好相反，基金在近期市场高点的现金储备水平，比20世纪90年代早期的萧条市场时期要低50%。

十年以后

风险

指数化明显获胜的最为显著的表现就是，广泛的市场指数相比股票型基金，其整体在实质上承担了更低的风

险。在过去的5年中，晨星测量的指数基金承担的风险比主动管理型基金要低30%以上。指数基金的10年期标准差也比实质上更低（16%对比近20%）。如表5-2所示，这些数据反映了主动管理型基金所承担的风险，远大于在上一版的表格和讨论中所显示的。虽然指数基金在20世纪90年代末期的科技股泡沫破灭后遭受了重创，但在2008年秋季爆发的那场金融危机结束后，它们承受的损失明显更小。

指数基金并非生而平等

在对市场指数和指数基金的分析中，我主要依赖最早那两只指数基金的历史记录，这只是因为，作为该领域的开创者，它们有着最长的历史记录（领航500指数基金为23年，整体股票市场指数基金为7年）。但我们有必要注意到：这两只基金都有很大的市值，不收取销售佣金，以最低成本运营，保持很低的投资组合换手率，并得到极为高效的管理，从而能够相当准确地跟踪目标指数。

上述各点并不适用于当前市场中的所有指数基金。在大约140只指数基金中，约有55只基于标准普尔500指数建模，4只基于威尔逊5 000指数，46只基于整体美国股市的子市场指数（大盘成长价值型，小盘成长价值型等），18只基于国际市场，而只有20只基于美国债券市场。投资者必须认真地决定其所投资的指数基金，而不是盲目地选择指数基金。他们所选择的基金应该是根据他们希望模仿的市场板块来进行指数化投资的。

出乎意料的是，有1/3的指数基金要承担前端认购费用或按资产规模收取的销售费用。在可以选择免手续费且本质相同的指数基金的情况下，投资者为何会选择为这些要支付手续费的指数基金呢？这仍然是个谜。这样做的投资者，在开始投资的第一天就比其目标指数耗费

了至少5%，可以说他们是处于劣势的，并且还会因为基金费用所造成的损失而扩大其每年耗费的差距。不用多说，对一个聪明的投资者而言，选择收取手续费的指数基金是很愚蠢的。

选择一只承担高额运营成本的基金，同样也是荒谬的。指数基金的年费率低至象征性的0.02%，这是对那些向大型机构投资者开放的基金而言。一般大众可以投资的资金成本则为0.18%，这是对公开发售的基金而言。有一只已创建的基金收取高达0.95%的费率，简直高得无法承担。（这类基金的一名代理人在被问起如何证实这种收费的合理性时，他回应道：“它是一棵摇钱树。”对基金经理来说，它确实是。但要能成为投资者的摇钱树，才是更好的选择。）

此外，还要注意很多那些声称费率低的基金，它们用极小的字体说明，费用只会暂时或者在未来某个特定的日期到来以前得到减免。如果你以虚假的低费率，比如0.19%，支付了若干年，但在这段时期过后，你却可能被征收0.50%的更高费率。这是什么意思呢？起码到那时候，很可能你的投资已经升值了，而你却要因此支付资本利得税，该税负额度超过了转投真正低成本的基金所带来的明显优势。所以，你务必要读完那些广告中与成本相关的所有小字体条文，并仔细考虑基金说明书中的细节部分。

接下来就是，投资组合换手率的问题。指数基金的一大优势就是它们的税收高效。但一些指数基金，或是由于投资者持续频繁的交易行为，或是由于投资者以积极使用指数期货为基础的投资组合策略，都产生了很高的投资组合换手率，有时高达100%或更高，由此还获取且分配了大量的资本利得。当存在大量高税收效益的指数基金时，实在没有理由让应纳税的投资者去选择低税收效益的指数基金。

更进一步，所有的指数基金在运营效率方面并非都是高效的。无论就技术、经验或是敬业程度而言，一些指数基金经理在投资组合交易的实践方面确实做得比其他人更为出色。以1996—1998年这段时期

为例，表现最佳的标准普尔500指数基金的基金经理的业绩，每年以高达0.1%的优势跑赢该指数；最不成功的基金经理也只落后0.3%（或更多一点）。与指数相匹敌的这种能力差异，在很大程度上被市场忽略了，这是不应该的。例如，一位基金经理自夸其费率（通常是暂时的）为0.18%，却在经营方面落后了0.30%，从而导致落后指数的净差额为0.48%，这样的基金经理有何价值？将这个结果与收费为0.20%但基金收益正好匹敌指数的基金经理进行业绩对比，后者落后的净差额就只有0.20%。在考虑任何一只指数基金时，投资者都应当认真考察每位基金经理的投资策略的实施情况。

最后，指数基金在其投资组合中未实现的资本利得的数量也有所不同。理论上，那些在账面上升值不多（或者亏损）的指数基金，可能会比那些大幅升值的基金更受欢迎。但该因素只应作为这些基金可能提供的弥补性优势来加以考虑，比如应对巨额赎回的敏感度、实物赎回策略的选择权（以此避免清算投资组合证券的需要）及其税收管理策略。

在这些微不足道的百分数中，没有一个看来是很大的，但对长期指数基金投资者而言，它们却有天壤之别。即使是回报率中的微小差异，也确实能在长期的投资项目中发挥影响。看看表5-3中给出的挑选指数基金的不同方法。10年以后，10 000美元所投资的那些免佣金、低成本、高效率的指数基金，将会增值到30 500美元。最糟的结果是，投资那些收取佣金、高成本、无效率的基金，则仅增值到26 500美元。

表5-3　不同特征的指数基金净回报率　　单位：%

	假定的总回报率	销售费用	费率	运营效率[a]	剩余的净回报率	10 000美元投资的10年期价值（美元）[b]
市场指数	12	0	0	0	12.0	31 100
免佣金 低成本 高效率	12	0	0.20	0	11.8	30 500
免佣金 低成本 无效率	12	0	0.20	−0.20	11.6	30 000
免佣金 高成本 无效率	12	0	0.80	−0.30	10.9	28 100
收取佣金 高成本 无效率	12	6	0.80	−0.30	10.2	26 500

注：a，目标指数的回报率与扣减成本以前的投资组合回报率之间的差异。

b，假定持有期为10年。

这样一个假设的实例是合理且真实存在的。在过去10年，10 000美元投资于一只高效率、低成本、免佣金的标准普尔500指数基金，已经增值到54 000美元。但当投资另一只公认效率更低、成本更高且还要收取4.5%的佣金的指数基金时，就只增值到47 000美元。在投资组合相同的两只标准普尔500指数基金之间，确实有巨大的差距。（这后一只基金，恰好是先前描述的那棵“摇钱树”。）可见，所有的指数基金并非是生而平等的。

指数化适用于所有市场

指数基金最终得到了勉强的认可，由此见证了在股市的绝对回报率表现卓越的这个时代里，基于标准普尔500股票指数建模的指数基金

凭借其同样丰厚的相对回报率，获得了巨大成功。另外，基于威尔逊5000股票指数建模的全市场指数基金的竞争力也开始提升，**这充分体现了指数化的核心理念：全部投资者作为一个整体不可能超越整个股市的总体（无成本的）回报率。**但那些对指数基金进行恶意批评的人们仍然坚持认为，指数化只能在高效率市场中发挥作用（比如那些交易频繁、流动性强的大盘股）而不能在其他效率较低的市场中发挥作用。这些大盘股以压倒性优势支配着标准普尔500指数，并且占威尔逊5 000指数75%的份额。

虽然这种言论听上去似乎有道理，但实质上却不尽然。指数化的成功没有必要基于市场效率的概念，关键在于，任何分立的市场或市场板块中的任何投资者都无法跑赢他们所运营的投资领域。市场效率与市场价格体系有关，该体系通常在任何时刻都能对所有证券给出合适的定价，这就意味着无论用哪种方式都难以区分好的或差的基金经理。在无效市场中，好的基金经理可能有更大机会跑赢他们的投资领域。但这些基金经理所获得的超额回报，肯定会不可避免地被那些差的基金经理的不良业绩所抵消。

然而，相对于高效市场，基金在所谓的无效市场中的运营成本更高。例如，美国小盘基金的成本会系统性地高于大盘基金。我们在第6章会看到，一旦考虑到中小盘基金承担了相对更高的风险，主动管理型的中小盘基金相比同类的大盘基金而言，就会以近似的（即使会稍显更大的）差额落后于其市场板块的指数。

国际基金的成本还会更高，这不仅因为它们的费率更高，还因为其具有更高的保管成本、税负、手续费以及市场冲击成本。因此，不仅有完全相同的指数化投资原理适用于国际市场，而且相比主动管理型国际基金，消极管理型国际指数基金还表现出更大幅度的指数优势，这些都会在第8章有所展示。理所当然地，指数化在遍布股票投资领域的所有角落，都会相当有效地发挥作用。

表5-4表明了，在高效和无效的市场中，基金经理的回报率与指数回报率之间的整体关系是如何表现的。注意回报率在扣减成本以前的对称模式是如何在扣减成本以后迅速变得不对称的。换句话说，成本负担削弱了最佳股票型基金经理的优势，正如它放大了那些最差的基金经理的不足一样。在无效的股票市场中，上述作用更为明显。具有讽刺意味的是，股票型指数化投资也因此在无效市场中比在高效市场中表现更好。

表5-4　基金经理的回报率与市场回报率　　单位：%

	扣减成本以前		扣减成本以后[a]	
	前10%	后10%	前10%	后10%
有效市场	13	−3	11.5	−4.5
无效市场	15	5	12.5	7.5

注：a. 假定在有效市场中，基金成本为1.5%，在无效市场中，基金成本为2.5%。

指数化投资同样适用于债券市场。事实上，在关注高级别的固定收益投资时，指数化投资可能会更有价值。债券回报率通常低于股票回报率，所以成本会对债券型基金所获得的年回报率总额造成很大损失。相互竞争的债券型基金往往会有相似的总回报，但正如我将在第7章指出的，多数债券型基金的成本是过高的，这就使那些低成本的债券型指数基金在起步时就明显领先。最终，那些成功的基金经理会在扣减成本前的回报率上取得显著优势。也正由于其稀少，这样的基金经理才引人注目。很明显，债券型基金领域里的彼得·林奇是很少的。像往常一样，基金经理的好坏也参差不齐，但其中不会有能远远超越所有其他人的英雄。

普通的债券型基金在过去15年的年回报率平均为8.7%，相比之下，雷曼综合美国债券指数（Lehman Aggregate [U. S] Bond Index）则为10.2%。落后的1.5个百分点主要源于普通债券型基金所承

担的1.3%左右的年费（1.08%的费率加上0.25%左右的投资组合交易成本）。创建于1986年的第一只债券型指数基金，在不同的时期都表现出类似模式的优秀业绩。自创建之初，它的年均回报率就是8.1%（扣减平均约0.20%的运营费用与0.10%的交易成本后的净额）。同一时期内，它高出普通债券型共同基金的回报率7.4%的优势差额，相当于在专业管理型债券型基金之上提升了9%。第7章会说明相同模式的指数优势如何在债券市场的每个主要板块中得以体现，包括整体的、长期的、中期的、应税的以及免税的债券，诸如此类。指数化投资的成功不仅是理论上的，也是已经在实践中得以印证的。我们必将发现它无处不在，而事实也确实如此。

指数化的胜利

在过去近25年，指数基金已经通过跑赢主动管理型基金来证实了其自身的实力，当前对这一事实的认识是普遍深入的。经验对于希望的胜利不仅体现在学术领域，这里很难能找到主张主动管理的传道士。这种胜利还体现在财经媒体领域，该领域所发生的转变虽然并不彻底，但也是无处不在的。而且，这种胜利不仅体现在成功的专业投资者领域里（回想本章先前引用的沃伦·巴菲特的评论），还体现在共同基金业自身的领域当中。

几乎所有主要的免佣基金集团，当前都开始提供指数基金，而且不只是基于标准普尔500综合股价指数建模的指数基金。甚至那些主要的股票经纪公司也在提供免佣的指数基金，这几乎是必不可少的。然而，他们只是对其投资管理账户开放指数基金，无论客户是否获利都会使其客户承担直接收取的顾问费。我想，这种倾向是出于其自身利益的考虑而非来自某种启发。不信仰指数化的人们极不情愿地被拖进这场争论中，以满足公众当前的明显需求。传统基金经理充实其产品

线的需求，使他们不得不接受明显更低的收费，而这是指数基金所必有的特征。

虽然如此，一个个令人吃惊的多元化指数信仰团体已经出现了，而那些看到指数化良好发展前景的投资顾问所作的评论，反映了指数化现在才真正广泛地为大众所接受：

- 彼得·林奇，麦哲伦基金（Magellan Fund）传奇式的前任基金经理，将自己塑造为其所处时代里最杰出的选股专家之一。他说：“多数投资者如果投资指数基金，就会变得更加富裕。”

- 查尔斯·施瓦布（Charles Schwab），最大的共同基金超市创始人，使超过1 000只的单个主动管理型共同基金实现了便利化的选择及交易，持续不断地宣传强调那些历史业绩非凡的基金。但涉及他自己的资金以及机构资产时，他还是青睐指数化的。近期，他的公司甚至通过电视开展了一场针对其自有的（通常相对高成本的）指数基金进行的有力促销。注意他所说的话：“每4只股票型基金中，大约只有一只会跑赢股市。这就是为何我会成为指数化实力的坚定信仰者。”

- 互联网投资顾问“彩衣弄臣”（The Motley Fool）的合伙人承诺的投资妙方表示：“会使你获得标准普尔500指数业绩双倍的收益，公开回报率每年超过20%。”其实他们也同时称赞了指数化，尽管稍稍带有贬损之意。这些自诩的互联网高手承认：“如果你已经在投资中遇到了麻烦，就会有指数基金可供选择。”而且他们明确指出：“我们认为没有什么其他基金值得购买。”

- 也许最为突出的要数乔恩·福塞（Jon Fossel），奥本海默基金公司（Oppenheimer Funds）前任董事长以及美国投资公司协会（Investment Company Institute）前任主席。他在回应一位基金业主管的重要评论时终于妥协了。该行业主管指出：“当涉及我们是如何进行实际操作时，我们其实是在跟踪市场的表现。”福塞回应道：“人们应当认识到，普通基金永远无法跑赢市场整体。”

一个至今为止显而易见的事实是，指数基金已经实现了稳定发展。指数基金在1975年创建之初还只是一个备受争议的概念，缺乏公众需求，但现在已经逐渐成为共同基金业里用以衡量投资回报率的标准，显然这是无法企及的目标。经过长期考验，我们终于见证了经验对希望的胜利。实际经验已经表明，消极管理型指数基金战胜了主动管理型基金。常识胜出了。终有一天，指数基金将会改变共同基金业所特有的结构和性质。

十年以后

再议指数化的胜利

指数基金理所当然已经普遍存在了。事实上，过去10年的经历一起使指数化成为主动管理型基金必须遵循的标准。指数化的经验证实了希望获胜的那些基金经理并非可靠的依赖，这种希望几乎是无法实现的结果。

然而指数基金发生了一些令人相当意想不到的情况。尽管它们正如我所预料的那样改变了共同基金业所特有的结构和性质，它们的投资方式总的来说却没能很好地服务于基金投资者。随着交易型开放式指数基金（the exchange-traded fund [ETF]）的出现，指数化的发展违背了本章的整体要旨。虽然如此，ETF的不断发展使其资产几乎恰好等同于那些传统的有代表性的指数基金的资产总额。

是的，购买一只代表标准普尔500指数或代表整体美国股市的ETF来作为长期投资，并以低成本拥有它，这是可行的，也是合乎情理的。若是不考虑投资这么一只ETF所涉及的经纪佣金（对长期投资者来说，小得可以忽略不计），

我怎么可能会反对它？我并不反对。事实上，我认可这么一种投资策略。

但这样的投资在ETF中是少有的例外。第一，基于广泛市场指数而创建的ETF的数量大约只有20只。相比之下，有大约700只这类基金所跟踪的目标十分狭窄，通常涵盖了相当狭窄的市场板块（比如沃尔玛供应商[Wal-Mart Suppliers]）、特定国家的股票投资组合、商品，以及一些相当古怪的投资策略。（有一只这样的ETF，它被设计成通过某种逆杠杆方式以实现其增速为美国短期国库券跌速的200%。）这种轮盘式赌博的配置不仅允许还鼓励了一种类似赌场的心态，这一游戏名称就是押注未知。这不是投资，而是赌博。

第二，买入并持有的投资者，在ETF界极为罕见。存续最久且规模最大的这类基金“蜘蛛”（Spider）（基于标准普尔500指数），有着大约7亿单位份额的余额，并且每年交易大约80亿单位的份额，其换手率超过10 000%。公平地说，很多其他的ETF有更低份额的换手率，可能每年为200%～400%。与2009年股票型基金98%的整体换手率相比，这仍然是一个巨大的数字（对我而言是巨大的）。这就是为何我要将ETF形容为“忠于事业的交易者”。

第三，尽管ETF的费率远低于传统共同基金，其年费率（比如0.50%～0.70%）却也相当于传统指数基金费率（比如0.10%～0.15%）的3～4倍。这方面存在一些例外情况，“蜘蛛”基金就是其中之一。

综合考虑这三方面与传统指数化投资相背离的情况，显然可以道出那句古语，“三战三胜绝非好事”。

此外，相关记录清楚表明，这些基金对那些交易它们的投资者而言，并不是很好的投资选择。事实上，ETF投资者所获得的回报与这些基金公司自身所获得的回报相差甚远。例如，在过去的5年里，晨星数据显示，ETF投资者获得的回报率比他们押注的市场板块的回报率每年大约落后4.2%，其资本累计损失高达20%。可笑的是，我在1999年讨论“指数选择”时，似乎为创建专门的指数敞开了大门。“总体上可以认为，没有任何一类市场化的金融资产所对应的价格指数是不能创建的。指数选择仅仅受限于设计者的创造性。”我希望我当时加上了：“但是要忽略这类不利于投资者（而有利于创建者）的指数创新。”

短期投机不是一个好主意。是的，广泛的分散投资仍然比狭窄的集中投资要好。而且我也认同，低成本比高成本要好。但多数ETF以及这类基金的投资者都要挑战这些投资原则的常识性智慧。这些投资原则是被实际经验证实有效的，而且由时间强化了其有效性。购者自慎！

指数化的未来

在未来的几年里，可以预见指数化会出现许多变化。有些可能会降低指数基金以往所获得的高出主动管理型共同基金的大量超额回报率差额，这些主动管理型共同基金会具备可比较的投资组合特征。至少存在从以下三个方面改变的可能性：

1．**股票型共同基金可能实现充分投资。**现金对长期股票投资者而言，一直都是其实现更高回报率的阻力。但多数共同基金仍然持有大量的现金储备，这很可能是出于

流动性的需要。只要股票比货币市场工具所赚的回报更高，现金就会是一种巨大的阻力。当基金投资者意识到现金强加于长期回报的这种惩罚，也意识到每年向顾问支付1.5%的费用来管理其现金储备是无效之举，那么基金经理可能最终也会获得这一启示。

2．**共同基金的成本可能会下降。**随着低成本非托管指数基金的竞争力逐渐广为人知，而高成本的主动管理型基金的管理者也逐渐意识到，他们必须削减其费用来减轻对业绩造成的财务阻力，这种顾问费用的大额削减就会成为可能，即使这种可能性并不大。当那些共同基金的独立董事（如果存在的话），最终将从昏睡中醒来并削减过高水平的基金管理费用，这样也可能会降低成本。如果基金经理只在那些没有给共同基金持有人带来利益的领域减少其巨额开支，比如营销和广告，那么费用很容易在不牺牲管理监督质量的情况下被缩减。我估计，在共同基金持有人所支付的费用中，分配给基金投资组合经理和研究分析师的比例不会超过10%。这些基金经理和分析师全都宣称能够提供基金持有人所追求的回报率。可见，费用削减的空间还很充裕。

3．**基金投资组合的换手率可能会在当前的过高水平上有所下降。**在很久以前（比如20世纪50年代），共同基金投资组合的换手率通常是每年20%左右。今天，平均换手率每年接近100%。因为换手率是极费成本的，一个精明的基金经理要想试图超过近似的市场指数，总有一天就会更认真地评估投资组合换手率的影响。随着换手率带给基金持有人的巨额税负成本逐渐为人们所知晓，投资者也很可能会要求更低的换手率以及更为节税的管理策略。那时

共同基金就必须借鉴指数化的经验，并将关注点从短期投机转向长期投资。

尽管更低的成本、调低的（现金）储备和对长期投资的关注能够提升行业回报率并弱化指数的优势，至少还有三点相反的改变可能会增加指数的优势。

1．**共同基金的费率可能会上升。**将那些不受欢迎但又显而易见的前端认购佣金，逐渐替换为以12b-1费用形式存在的隐藏佣金，这一趋势会提升声称的基金费率。在基金董事没有降低其他费用的情况下，使用12b-1费用的这种持续趋势本身就会使费率提升更高。

2．**基金投资组合的换手率可能会惊人地上升，进一步增加基金成本。**当市场效率从大盘板块（该板块已经相当有效了）向中小盘以及国际市场板块（看来很有可能）传递时，基金经理会通过更为频繁的交易来充分利用日益罕见的对个别证券的错误定价。

3．**基金可能会丧失脱颖而出的良机。**股票型共同基金的总资产当前大约是2.5万亿美元，是其1976年资产总额340亿美元的75倍。共同基金经理现在管理着全部个股中的大约33%，相比之下，20年前该比例还不足2%。由于他们的换手率更高，基金经理现在只是相互交易股票，从而使整个行业的回报率难以提升。在未来，对共同基金经理整体乃至个别基金经理来说，会比以往更难发现足以克服费用以及运营开支的非凡业绩。

在这些相互对抗的力量组合中，一组弱化了指数基金的优势，另一组则加强了它的优势，哪一组将会胜出呢？尽管指数化的原始实力现在已经得到了经验与理论的证实，可能会以基金集团运营的方式来强行促成重大改变，

但我想基金业还是会抵制这些必要的改变。要使基金经理像索尔在通往大马士革的途中经历主显节那样，开始认可指数化的理念，这样的要求可能太过分了。然而，即使这一要求达不到，传统的基金投资策略也会有所改变，因为投资者会对这些基金经理施加要求，而基金业最终也会发展出一种开明的自利意识。

十年以后

指数化的未来

我希望，“指数化的原始实力……可能会以基金集团运营的方式来强行促成重大的改变。”但是这一愿望还未实现就夭折了。尽管股票型基金开始较大程度地基于充分投资来运营，但基金成本仍然还是很高，基金投资组合的换手率也几乎没有在10年以前典型的100%的水平上有所变动，甚至投资者不断转向低成本基金这一事实，也不足以促使该行业形成开明的自利意识。因此，指数化仍然是更好的投资方式。

第6章
股票投资风格：井字游戏

近年来，“风格纯度”已经成为投资组合基金经理、投资顾问以及共同基金投资者的时髦用语。共同基金有时极为热心、有时又极为勉强地赋予其投资策略和投资规则更为清晰的定义。当前，有个别股票型基金经理倍感压力，既要使他们所管理的投资组合始终保持充分的投资，又要将其限制在符合该基金投资策略的既定投资组合风格里。例如，成长型股票对比价值型股票，或者大盘股对比小盘股。

我们可以提出一个强有力的论点，那就是，**选择股票型基金风格，就像选择基金投资组合经理一样，仅仅又是一个行业障眼法的例子。**正如完全没有明确的证据可以表明以往的基金回报率会是未来回报率的前兆，即使有的话，也极少有证据可以由此表明存在能够接受时间考验的优秀投资风格。在这两个实例中，高于平均水平以及低于平均水平的回报率都会回复到正常水平；单个基金回报率会回复到其对应市场指数的标准水平，而股票型风格的基金则会回复到整体股市的标准水平。（我在这两个实例中所指的都是扣减成本以前的基金回报率。）

为什么要关心投资风格呢？这并不是一个不值一提的问题。有足够充分的理由让我们去持有与市场权重分布相同的基金，甚或那些大盘混合型（成长价值型）基金。这类特定的基金风格相当坚定地倾向于跟踪（同样是扣减成本以前的）市场总回报率。

但即使有的话，也极少有证据可以表明，单个共同基金相比其同业竞争者的投资业绩更加能够得以持续，然而却存在着大量证据可以证实，单只基金所承担的相对风险是保持不变的，这主要源于其所跟踪的投资风格。事实证明，风格确实是有影响的。而且，既然风格的

差异是持续稳定的，纯粹的逻辑分析就可以为我们推导出结论，即每只基金获得的风险调整回报率相比其总回报率更可能得以持续。选择特定的基金风格，能够使投资者在相当大程度上进行风险控制。（例如，大盘价值型基金比普通基金的波动性要低50%，而小盘成长型基金则要多承担大约50%的波动性。）

在我看来，多数投资者都会偏重关注大盘型基金的投资策略，尤其是混合成长价值型基金，以此作为一种保守而又适度的股票投资方式。一些投资者可能会考虑另外两种选择：一类是股票精选型基金，这类基金没有明确的限制，却又有很大机会可以在市场板块之间实现转移；另一类是那些坚守特定风格类型标准的基金。投资者如果依赖特定风格的基金，就能因此透露他们个人的风险偏好，或平衡各种风格的现存投资组合相比市场或高或低的风险。这后一种情况可以描述为风险控制策略。当前盘旋于整个投资策略主题之上的是另一个重要的投资决策：如果不考虑所选的投资风格，我们应该投资传统的管理型基金还是投资效仿该风格的指数基金？在这一章里，我的目的就是帮助你理智地应对这些挑战。

进入井字游戏

想想儿童的井字游戏（tick-tack-toe）。在这个游戏中，完全没有方法可以让第二位玩家胜出，即使让一个天才与一个智力水平不高的对手进行比赛，也是无法实现的。每位玩家只需要堵住另一位玩家的下一步就行了。（图6-1中展现了该游戏的示意图。）当然，如果一位玩家很费力才能发现各种可能性或者不够专注，那么他或她的对手就会赢得这场游戏。井字游戏是一种无法胜出的游戏。它是一种完美的失败者的游戏。

X	O	X
X	O	O
O	X	X

图6-1　井字游戏

令人奇怪的是，1996年引进的晨星“分类评级”系统所采用的，正是与井字游戏一致的九方格模式。由于这种相似性，这一用于分析基金投资风格的九方格系统就引发了以下问题：对基金业绩的搜索，是否类似于在同一行里搜索3个X（或3个O）？换一种说法就是：当几乎所有的参与者都拥有了至少一般水平的投资技能时，就没有人能够持续获胜，这样一来，挑选基金不也是一种失败者的游戏么？

二十多年前，查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）在《失败者的游戏》（*The Loser's Game*）一文中写到，专业基金经理能够击败市场的这一假设，看来是错误的。在那时，标准普尔500指数几乎是金融机构用来衡量市场回报率的唯一标准。（当时也没有经常使用该指数！）多数机构的基金经理以及共同基金的投资组合，其实是由标准普尔500指数中包含的大盘股来决定的。今天，其他风格已经出现了；有一些基金极为偏好价值型或成长型，有一些极为偏好中小盘股。这些多样化的风格彼此大不相同，这既体现在它们的回报率方面（至少在中期来看是这样的），也体现在它们的波动性风险方面（波动性已证实能随着时间的推移而保持相当的稳定）。只有对风格类型相同的基金进行比较，才能得到有效的评价结果。

将苹果与苹果作比较

至今为止，对共同基金业绩的多数评价都是相当简化的：一只基金相比“市场”的表现如何？标准普尔500综合股价指数常被用做市场的指标，尽管事实上它只占美国股市资本的75%左右，而且由那些大市值的公司支配着。（它的50只最大的股票占整个市场的35%。市场中那6 900只不在标准普尔500指数范围内的股票的合并权重为25%。）很多基金都只是互不相关地模仿“市场”表现。风格分析专家会将某只共同基金与其他类似投资风格的基金进行比较，而不是将其与市场作对比。多年以来，机构投资者通过画箱子的方式展现了这种类型的分析。他们所画的箱子有一条纵轴线和一条横轴线，纵轴线表示从大到小的市值变动，横轴线则表示从价值型到成长型的类型转换（通常以市净率或市盈率来体现）。

每个基金账户都会在每条轴线的某个位置标志一个“X”。这种操作并不十分复杂，但它也不是评估相对业绩的特别简单的方式。机构投资者所使用的一种典型的风格箱如图6-2所示，它将大盘成长型投资组合（左）与小盘价值型投资组合（右）进行了对比。

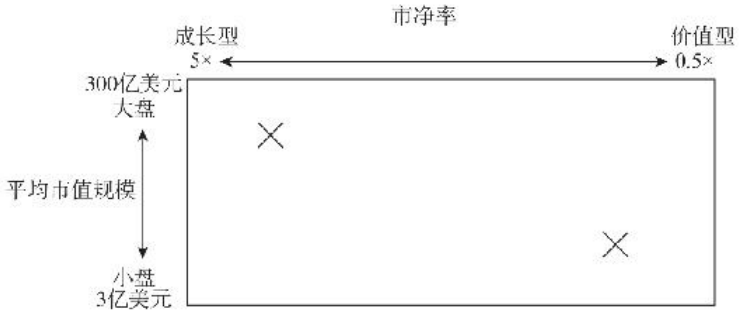


图6-2　机构投资风格箱

现在进入晨星系统。它的贡献就是将机构的风格箱替换成一个九方格矩阵（就像井字游戏那样，见图6-3），而且正如广告所宣传的，这是“挑选并监测共同基金的一种更为明智的方法”。其中，每一只基金实际上都被冠以双重描述：纵轴线上为大盘、中盘或小盘，横轴

线的两端则为价值型或成长型，其中间则为混合型（上述两种的组合）。

	基金数量		
	价值型	混合型	成长型
大盘	100	211	58
中盘	54	84	90
小盘	52	32	60

图6-3a　晨星风格箱（741只股票型基金）

注：截至1996年12月31日有5年记录的基金。数据来源：晨星。

十年以后

图 6-3b　晨星风格箱（1 967 只股票型基金）

注：截至 2008 年 12 月 31 日有 5 年记录的基金。
数据来源：晨星。

图6-3b　晨星风格箱（1 967只股票型基金）

注：截至2008年12月31日有5年记录的基金。数据来源：晨星。

这个系统的优点在于：它在结合风险和回报率的基础上，迅速量化了一些关键性的统计数据，这些数据表明了每只基金相比其同类基金的业绩，大盘成长型基金与大盘成长型基金相对比，小盘价值型基

金与小盘价值型基金相对比，诸如此类。在晨星系统中，每只基金都会因此得到一个分类评级，其范围从1（最低的10%）到5（最高的10%）不等。最佳的与最差的业绩级别都难以达到。有80%的基金处于中间等级的类型中（45%处于等级2和等级4的类型中，35%处于等级3的类型中）。

图6-3a是本章第一个井字游戏式的九方格。它显示了从1997年年初开始，有5年记录的741只股票型基金的集合。晨星跟踪这些基金，以使我们能从晨星数据库中轻易获取其详细记录。尽管这种分析很重要，但更重要的是，即便是不考虑风格或者类型，还能在长期内获得丰厚的总回报。投资者的任务就是，无论是凭借其投资风格或者投资技能，都要尽可能实现占整体股市最大比重的那部分收益。

晨星分类评级系统准确地反映了各种风格类型的基金所赚的回报率的整体差异或相似性。本章分析了截至1996年12月31日的5年期记录，基金回报率的相似性是非常明显的。只有大盘成长型基金（年回报率平均大约为12%）偏离了其他类型组合的回报率13%～15%不等的年均收益。这9种类型各自所对应的年回报率如图6-4所示。

	年度回报率(%)		
	价值型	混合型	成长型
大盘	13.8	13.2	11.9
中盘	14.2	14.0	13.3
小盘	15.1	15.1	15.0

图6-4a　按基金类型划分的年度回报率（1992—1996年）

十年以后

	年度回报率(%)		
	价值型	混合型	成长型
大盘	11.1	10.1	8.7
中盘	12.8	12.7	10.2
小盘	14.8	12.6	10.6

图6-4b　按基金类型划分的年度回报率（1995—2005年）

然而，这9种类型的风险差异表现得更为突出。如果用第1章所描述的标准差作为衡量风险的指标，在这5年里，风险水平的变动范围就会从9.8%的低点（大盘价值型基金）到近两倍的高点：18.7%（小盘成长型基金）。奇怪的是，尽管这三种小盘基金都有着近乎一致的标准差，但它们在风险方面的差异却是相当显著的（价值型为11.6%，而成长型为18.7%）。图6-5显示了这些显著的风险差异。

	标准差(%)		
	价值型	混合型	成长型
大盘	9.8	9.9	12.0
中盘	9.9	11.3	15.8
小盘	11.6	13.9	18.7

图6-5a　按基金类型划分的风险（1992—1996年）

十年以后

	标准差(%)		
	价值型	混合型	成长型
大盘	14.3	15.6	19.2
中盘	15.7	17.6	23.8
小盘	16.0	18.5	25.4

图6-5b　按基金类型划分的风险（1995—2005年）

即使回报率相似，这些风险的差异还是使得风险调整回报率有很大不同。因为风险调整回报率，实际上是指基金所承担的每单位风险对应获得的回报率。我们使用夏普比率来衡量上述差异，该比率是指基金每1个百分点的波动性所对应的（高出无风险利率的）超额回报率的百分点数。如图6-6所示，风险调整回报率的差异也是相当显著的，事实上几乎是加倍的，大盘价值型基金为1.23，而中盘和小盘成长型基金则分别为0.67和0.69。

	风险调整回报率[a]		
	价值型	混合型	成长型
大盘	12.6	12.0	9.7
中盘	12.9	11.6	9.2
小盘	12.2	10.9	9.2

图6-6a　按基金类型划分的风险回报比率（1992—1996年）

十年以后

	风险调整回报率[a]		
	价值型	混合型	成长型
大盘	11.9	10.2	8.0
中盘	13.1	12.2	8.4
小盘	15.0	12.2	8.5

图6-6b　按基金类型划分的风险回报比率（1995—2005年）

注：a. 莫迪利安尼回报率（Modigliani return）

如后文所解释的那样，在回报率为负值时，夏普比率就不起作用了。因此，为了公平地对比原来的数据以及更新后的数据，我计算了这些基金在原来那段时期内的莫迪利安尼回报率，并以此在图6-6a中替换夏普比率。

用风险因素来调整回报率，这对投资者而言相当重要。为了明白这其中的原因，看看这个例子：假设市场波动性为10%，而市场年回报率为14%。若无风险利率为4%，用上述回报率减去无风险利率，就会使市场的风险调整回报率最终达到1.00。现在想想，有两只回报率都是14%的共同基金：基金A相比市场有更大的波动性（11%），而基金B则有更小的波动性（9%）。基金A的风险调整回报率就是0.90；基金B的风险调整回报率则为1.11。如果基金B的投资者希望自己所承担的风险既要略高于市场，又要与基金A相当，那理论上他们就可以借入20%的投资资金，从而使其杠杆率为20%。这样一来，他们的风险则会增至11%，但他们的回报率则会上升到16.8%，从而比之前14%的回报率高出20%。这2.8个百分点的超额回报率，不用承担任何高出基金A的风险就能获得。如果聪明的投资者以给定风险水平下可能获得的最高回报率为目标，那么，基金A明显会成为次优的投资选择。

夏普比率太过敏锐了吗

尽管从基金风险的角度来考虑基金的回报率是非常重要的，但夏普比率却是衡量风险调整回报率的一种稍显生硬的工具。以往的回报率并不能预测将来的回报率。尽管基金之间的相对风险在时间上能保持相当的持续性，但对风险这一难以界定的概念而言，标准差却只是一种粗略的指标。进一步来说，将风险与回报率在公式中的重要性视作等同是相当不理性的。在我看来，以下才是投资的现实情况：**标准差的一个额外百分点是没有意义的，但回报率的一个额外百分点却是无价的。**股票投资组合与债券投资组合之间是存在风险差异的，这种很大的风险差异是极为重要的，但在这个简单公式里将风险与回报视为等同，这种权宜之计并不令人满意。在最后的分析中，风险调整回报率可能就像是情人眼里出西施一样。

尽管存在这些不足，夏普比率仍然是投资分析师用来衡量风险调整回报率的主要工具。与原始回报率相比，它更为全面地展示了基金的业绩状况，而且能够帮助投资者评估那些采用了同样广泛的投资策略的基金，以识别哪一只基金在相互竞争中会更为成功。可能像所有的统计数据一样，它明显是有用的，但前提是要承认其局限性。

我知道这个分析很复杂。下面这个例子会阐明这个概念：假设有两只基金的波动性都是10%。风险回报比率为1.20的基金会获得16%的回报率，风险回报比率为0.60的另一只基金则只获得10%的回报率（假设无风险利率为4%）。每年6个百分点的差异，不能说是微不足道的。

因为九宫格每一格的平均回报率在这期间都相当的稳定，所以其风险调整回报率的显著变动，就会在很大程度上反映出这9大市场板块的风险差异。在风格分析出现以前，我们很难将风险调整后的回报率

的差异与特定市场板块的业绩联系起来。通常来说，回报率变动是由于基金经理的能力存在差异，而不是因为一个基金经理投资小盘成长型股票而另一个基金经理却在不断交易大盘价值型股票。风格分析使投资者能够评估基金经理使用其所选工具的能力。这种九宫格的同类基金组合对比方法，即使并不完美，也算得上是目前最好的了。

十年以后

风格箱、回报率和风险

将1999年版的数据更新至今，5年期的回报率就出现了显著差异。图表覆盖了1992—1997年期间的一段牛市，这一时期标准普尔500指数每年上涨大约20%，随后回报率在2004—2009年期间逐步回落，这一时期标准普尔500指数每年下降大约2%。2007—2009年期间的熊市也反映其中。但是，尽管市场状况几乎截然相反，这段时期的数据却再一次证实了风格箱、回报率与风险的相关原理，虽然不那么显著和一致。注意：即使是长达5年的时间也能使平均回报率产生相当大的随机性，所以应该将这两组数据都看作是指向性的而不是决定性的。

非常值得注意的是，有5年历史的股票型基金数量（图6-3b）从1998年的741只猛增到了2009年的1 967只，其中增幅最大的当数大盘成长型基金组合（10年以前只有58只基金，今天已经有369只基金了）。即使这9个晨星风格箱里的年回报率在更新后的时期内都下降了，这些风格箱还是再一次出现了相似的回报率。除了大盘成长型与小盘价值型这两种风格以外，最近时期的回报率变化范围与上一版同样很小：从前期的12%～15%到后期的10.1%～12.8%，

这两种情况下都有大约3个百分点的浮动。这样的差异简直就是微不足道的。

然而，在波动性更大的近期市场中，每个风格箱里的基金都表现出高很多的标准差（图6-5b中描绘的近期变动范围是14%～25%，相比之前则是10%～18%）。尽管如此，大盘基金所承担的风险仍然要远远低于其他类型的基金。

但在展现这些数据时，发生了一件有趣的事情。当我们将这两组序列放在一起来计算每种风格的风险调整回报率时（图6-6b），之前的方法失效了。在低迷的市场中，夏普比率无法传递准确的信息。1999年，我将这一比率形容为，“一种稍显迟钝的工具……有用的，但前提是要承认其局限性。”然而，我很惊讶它会失效。正如晨星在2009年年中所宣布的那样，夏普比率在负值时就“不应该再使用”，因为它们会“产生违反直觉的结果”。

我们用莫迪利安尼回报率公式（Modigliani formula）来取而代之，计算风险调整回报率基本上是根据这些基金所承担的风险来调整其年回报率的。（例如，如果标准普尔500指数的回报率为10%而其风险为15%，那么一只回报率同样为10%而风险却为13%的基金，就会有11.5%的风险调整回报率；而一只风险为17%的基金就会有8.8%的风险调整回报率。）我们也研究了一段更长且更有代表性的时期，即截至2005年2月的10年期，该时期内股票的回报率要略高于长期水平。尽管各时期存在差异，但要注意在图6-6a和图6-6b的这两个版本中，数据都有着显著的相似性。两种情况都反映出一种对时期的依赖性偏好，这种偏好有利于价值型基金而不是成长型基金。

股票型基金：风险、回报和成本

当我们开始基于投资风格来评估股票型基金时，正如它们的晨星类型所衡量的那样，会出现什么情况呢？我现在正要试图回答这个问题，我所依据的是从1992年到1996年的这5年期间的回报率及其标准差。第一个例子是大盘混合型组合，即投资于具备价值型和成长型双重特征的那些大型公司的共同基金。在晨星所分析的741只基金中，这种类型有211只，是任何其他组合基金数量的两倍以上，大约占比全部国内股票型基金资产总额的40%（据晨星数据库统计，截至1996年年底，股票型资产总额为1.2万亿美元，而这类基金占有其中的4 500亿美元）。它为我们提供了一个开展这类分析的可靠平台。

表6-1a显示了大盘混合型组合的回报率和风险。这些基金以该时期的总回报率为依据，划分为4个四分位等级。即使回报率上升了，该类型的风险却几乎还是没有变动，而且这些四分位的标准差也保持着相当的稳定性。风险调整回报率的上升幅度与总回报率相同，从0.74到1.37，即从最低点到最高点上升了整整63个百分点，相差惊人的85%。而这一结果对于大盘混合型（位于中间水平的）基金类型而言，是很典型的。无论回报率高低，这9种类型中的7种（排除小盘价值型和中盘成长型）都有着相当稳定的风险指数。因此，最高的风险调整回报率等级一直属于那些总回报率最高的基金。

表6-1a　大盘混合型基金（按回报率分级）

回报率的四分位	5年期总回报率（%）	5年期风险（%）	风险调整回报比例
第一（最高）	15.9	10.1	1.37
第二	14.1	9.8	1.22
第三	12.6	9.7	1.04
第四（最低）	10.2	10.0	0.74
平均值	13.2	9.9	1.09

十年以后

表6-1b　大盘混合型基金（按回报率分级）[a]　　单位：%

回报率的四分位	10年期总回报率	10年期风险	风险调整回报率
第一（最高）	12.5	16.1	12.5
第二	10.8	15.2	11.2
第三	9.7	15.8	9.8
第四（最低）	7.3	15.2	7.6
平均值	10.1	15.6	10.2

注：a．截至2005年2月的10年。

但如果风险无法解释回报率的这些差异，那什么能够解释呢？基金经理的能力、运气，还是一些更为实际的因素？有一个因素是很实际的，那就是基金费用。而且，基金业绩中的这个因素会非常倾向于在特定的基金中保持相当的稳定性。

为此，我将这些基金划分为成本的四分位。费率最低的基金构成了第一个四分位等级，而费率最高的基金则位于第四个四分位等级。结果，不出所料，对任何通过学术理论或实践经验认真研究过投资回报率的人而言，成本是有着重大影响的。事实上，该组合中费率最低的基金净回报率最高。同时，它们承受了近乎一致的风险水平（波动性），并由此产生了明显更高的风险调整回报率。表6-1a和表6-1b中显示的数据是根据表6-2a和表6-2b中的费用四分位进行排列的。

我们现在得到一些重要的事实。**由于风险保持了惊人的稳定性，高回报就直接与低成本相联系。**在大盘混合型组合中，费用最低的基金所提供的平均风险调整回报率等级（1.23）要比费用最高的基金（0.99）高出24%。费用显然是一个有说服力的因素。

表6-2a　大盘混合型基金（按成本分级）

成本的四分位	5年期总回报率（%）	5年期风险（%）	风险调整回报比例
第一（最低）	14.2	9.8	1.23
第二	13.8	9.9	1.12
第三	12.5	9.9	1.03
第四（最高）	12.3	9.9	0.99
平均值	13.2	9.9	1.09

十年以后

表6-2b　大盘混合型基金（按成本分级）[a]　　单位：%

成本的四分位	10年期总回报率	10年期风险	风险调整回报率
第一（最低）	11.0	15.5	11.2
第二	10.3	15.3	10.7
第三	10.0	15.6	10.2
第四（最高）	8.9	16.1	8.9
平均值	10.1	15.6	10.2

注：a，截至2005年2月的10年。

有另一种方法可以观察这种联系。如果我们对大盘混合类型中的211只基金使用统计回归来将其回报率与费率联系起来，并以此衡量其相互依赖程度，那么对应的斜率就会是－1.80%。平均来说，费率每增加1%，就会使基金持有人获得的最终净回报率下降1.80%。直觉告诉我们，每一个百分点的成本都应该恰好耗费一个百分点的回报率。但还有一些更容易降低回报率的因素，虽然这些成因并不完全明确，但有一种解释似乎有点道理：**高成本基金往往会有很高的换手率，因此投资组合交易本身就会产生大量成本。**

考虑到对表6-2b的研究结果，我们有必要将净回报率加上费率，以此来观察其总回报率的相似程度。也许并不让我们意外的是，每个

四分位的总回报率再次表现出了显著的相似性，那些低于平均成本的基金存在一定优势（见表6-3）。

这个例子证实了我的理论：**成本是决定基金所获相对回报率的一个关键性因素。**这个事实不仅在大盘混合型的基金中广泛存在，还同样普遍存在于所有投资风格的基金中。比大盘混合型基金的斜率略小的，是全部基金的回归线斜率－1.30，这表示每增加1%的成本，平均会降低1.30%的回报率。但是，为什么高成本基金的基金经理表现出的选股能力明显更差呢？其中的原因尚不清楚。

表6-3a　大盘混合型基金——净回报率与总回报率　　单位：%

成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率
第一（最低）	14.2	0.5	14.7
第二	13.8	0.9	14.7
第三	12.5	1.1	13.6
第四（最高）	12.3	1.7	14.0
平均值	13.2	1.1	14.3

十年以后

表6-3b　大盘混合型基金——净回报率与总回报率[a]单位：%

成本的四分位	10年期总回报率	费率	10年期总回报率
第一（最低）	11.0	0.4	11.4
第二	10.3	0.9	11.2
第三	10.0	1.1	11.2
第四（最高）	8.9	1.6	10.8
平均值	10.1	1.0	11.1

注：a，截至2005年2月的10年。

下一个问题是：回报率与风险之间的这些关系，是否在风格箱之间普遍存在呢？答案是：是的，它们确实明显地存在。图6-7a显示了第1个四分位（费用最低的）基金与第4个四分位（费用最高的）基金在风险调整回报率方面的百分比差异，以该风格箱的平均风险调整回报率等级作为标准。例如，在大盘混合类型中，低费用基金的风险调整回报率要比平均值高14%，而高费用基金的回报率则要比平均值低10%，存在着24%的显著偏差。

	低费用基金			高费用基金		
	价值型	混合型	成长型	价值型	混合型	成长型
大盘	+0.19%	+0.14%	−0.09%	−0.34%	−0.10%	−0.13%
中盘	+0.35%	+0.13%	+0.13%	−0.25%	−0.27%	−0.12%
小盘	+0.03%	+0.04%	+0.01%	−0.07%	0.11%	−0.04%

图6-7a　相对风险调整回报率[a]

注：a，以每个晨星风格箱的回报率与风险来衡量。

十年以后

	价值型	混合型	成长型	价值型	混合型	成长型
大盘	+1.1%	−1.1%	+0.7%	−1.0%	−1.3%	−1.0%
中盘	−0.1%	+1.6%	+0.7%	−3.0%	−2.0%	−0.8%
小盘	+1.4%	−0.3%	+0.3%	−2.3%	−1.0%	−1.6%

图6-7b　相对风险调整回报率[a]

注：a．以每个晨星风格箱的回报率与风险来衡量。

每个矩阵中的相对风险调整回报率等级都极为稳定。在每个风格箱中，低成本基金的风险调整回报率等级都高出了平均水平。而每

个风格箱中高成本基金的风险调整回报率等级，也都低于平均水平，只有一个是例外的。这唯一的例外就是小盘混合类型，其中的高费用四分位基金比低费用四分位（+0.04）提供了更好的风险调整回报率等级（+0.11）。（在这9个风格类型中，该组合规模最小，只有32只基金，因此在统计意义上不那么可靠。）

这些图中的深刻含义很明确：**无论追求哪种投资风格，投资者都应当认真考虑，将选择范围限制在低费用组合的基金中，不要被高费用组合的基金蒙蔽了双眼。**共同基金的费率会定期发布在主流报纸的财经版面以及财经杂志上，由晨星这类基金评估服务机构予以发布。基金说明书中都会要求载明费率水平。“只要你去找，就一定能找到。”

在共同基金领域，基于以往业绩来预测一只非指数基金的相对回报率（暂且不提绝对回报率），这简直就是傻瓜的游戏。一般而言，这是一场相对其他基金的零和游戏，也是一场相对市场指数的负和游戏，我会马上说明这一点。从绝对回报率的角度来看，投资是一场正和游戏。也就是说，随着时间的逝去，金融市场已经提供了正值的回报率。但是，以往的业绩却几乎已是我们仅有的所有数据了。

对那些愿意观察这些数据的人们来说，还有成本数据。不同于将来的基金相对回报率的是，未来的基金费率有很高的可预测性。我们现在已经确切知道了成本是有重大影响的。它不但影响了股票型基金整体，也在更大程度上影响了债券型基金（正如我们将在下一章中看到的），并且为货币市场基金带来了更为重大的影响，对这类基金来说，成本几乎就是一切。我们已经看到了成本在类似井字游戏的股票风格分析模式中所发挥的作用，它其实是首要的区分因素。

十年以后

风险、回报率和成本

当更新1999年版所显示的大盘混合型基金数据时，我们得到了同样普遍成立的结论。如表6-1b所示，在截至2005年2月的10年期内，最高的风险调整回报率等级再一次由总回报率最高的基金持续享有。在表6-2b中，我们再次看到，“随着风险保持惊人的稳定性，高回报就直接与低成本相联系。”尽管在早期研究中，每个成本的四分位都获得了几乎相同的总回报率，但这一次是顶部的两个四分位与底部的两个四分位分别有着近乎一致的总回报率，虽然前面一对四分位的总回报率明显高出很多。

在图6-7b中，低费用基金也再一次（并不意外地）在风险调整回报率方面彻底击败了那些高费用的竞争对手。在这9个晨星风格箱里，有7个风格箱的低费用基金相比其竞争对手，在风险调整回报率方面都表现出了显著优势，同时所有九方格风格箱中的高费用基金却都落后其竞争对手了。总体来说，低成本基金年均以2.6个百分点跑赢了其高成本竞争对手，每年产生11.2%的风险调整回报率，相比之下，高成本基金只有8.6%。

指数基金：风险、回报率和成本

成本是有重大影响的，那么，为什么你不据此行动呢？在当前的市场中，成本最低的基金必然是指数基金，所以为什么不只购买每个风格箱里的指数基金呢？这个论点既不似是而非，也不缺乏常识。

图6-8显示了以上述风格管理的股票型基金所对应的回报率和风险，用以对比遵循相同风格的低成本指数基金所对应的回报率和风

险。这些指数基金有两种类型：一类是在三个大盘组合（标准普尔500以及MSCI Barra指数[37]）中实际运营的指数基金，另一类则是在中小盘组合（弗兰克·罗素指数[Frank Russell Index]）中以公开指数为基准的那些假定的指数基金（其回报率要扣减大约0.3%的基金成本）。图6-8表明了每种基金类型在风险与回报率方面的差异。

指数基金较管理型基金的回报率差额

	价值型	混合型	成长型
大盘	+2.8	+1.9	−1.4
中盘	+2.9	+1.5	−0.4
小盘	+3.1	+0.6	−2.8

指数基金较管理型基金的风险差额

	价值型	混合型	成长型
大盘	−0.9	−1.3	−2.5
中盘	1.3	2.0	4.5
小盘	−2.8	−3.2	−4.8

图6-8　指数基金对比管理型基金：回报率与风险（百分点）

总结这一结果就是：指数组合中的全部基金平均回报率比股票组合要高出1.4个百分点：+15.1%对比+13.7%。在这9个风格箱里，有6个风格箱的消极管理型市场指数基金跑赢了主动管理型股票型基金的平均回报率；有两个的结果基本持平；只在一个风格箱里（这次是60只小盘成长型基金），主动管理型基金表现更好。

然而，股票型共同基金所承担的平均风险水平要高很多：股票型基金组合为11.9%，而同等权重的指数则为9.7%。这是一个真正重大的发现（中小盘成长型基金承担了特别大的额外风险）。全部741只基金的平均风险水平足足高出了指数基金23%。

这样，最终结果就是：指数组合的风险调整回报率平均为1.23，普通基金则为0.99，风险调整回报率的平均溢价超过了24%。如图6-9所示，这是一个相当稳定的溢价，而且它在整个矩阵中相当一致。这

些相对的风险调整回报率等级如此显著地有利于低成本的指数投资方式，使其能够达到那些最为乐观的（或者对那些积极的管理者来说是最为悲观的）期望。

	价值型	混合型	成长型
大盘	+0.31	+0.22	+0.18
中盘	+0.35	+0.29	+0.16
小盘	+0.46	+0.19	−0.06

图6-9　指数基金对比股票型基金的风险调整回报率等级

这种模式有一个例外。我承认，小盘成长型类别可以被看作是这条规律的例外。在这特定的5年期内，这60只小盘成长型基金的主动管理者能够克服其成本并获得优于指数的收益。然而，由于该样本中的基金组合规模相对较小，或者也许是所展示的这段特定时期存在数据的异常表现。

总的来说，它们之间的差异程度是如此大而稳定，足以摧毁高成本的主动管理理念。事实上，我不太相信这些数字的真实性，但我们用了各种可行的方法对它们进行校验，最后证明了它们确实是正确的。

举例来说，大盘价值型指数基金对应的数值为+0.31，反映出这一类型的指数基金回报率等级1.54与共同基金等级1.23之间的差距。为了避免使这一差异显得微不足道，看看下面这个例子，从中了解这31个百分点的比率差距有何意义。首先，假设指数基金A与管理型基金B有相等的10%的标准差。其次，我们假设无风险利率为4%。结果是：指数基金A的风险调整回报率如果是15.4%（即比率为1.54），就会使年总回报率为19.4%；管理型基金B的风险调整回报率如果是12.3%（比率是1.23），就会使年总回报率为16.3%，年回报率显著提升了3.1个百

分点。这一差距在很大程度上是因为指数基金有更低的费率以及更低的投资组合交易成本。此外，指数基金还具有可观的节税优势。

图6-9中的矩阵所表明的模式，似乎与通常所说的老套观念大相径庭，即指数化投资只适用于大盘市场。有了这些数据，该观念便不再握有真理的指环。每种大盘类型所对应的指数基金的风险调整回报率都保持着稳定的优势。实际上，随着市值规模的下降，这种优势反而有所增加，即便表现并不明显。如果将这些基金所承担的风险水平设定为常数，那么对应指数基金的超额年回报率就会上升。如表6-4所示，大盘为+3.6%；中盘为+4.2%；小盘为+4.4%。在表6-4中，指数基金的回报率被调高到统计意义上的同等风险水平，由此显示了这些计算结果是如何得来的。

表6-4　风险等同化的指数基金回报率

	年化[a]回报率（%）	标准差（%）	风险调整回报率（%）
大盘：			
管理型基金	12.9	10.5	1.0
指数基金[b]	16.5	10.5	1.2
指数基金优势	3.6	0	0.2
中盘：			
管理型基金	13.8	12.3	0.9
指数基金[b]	18.0	12.3	1.2
指数基金优势	4.2	0	0.3
小盘：			
管理型基金	15.1	14.7	0.9
指数基金[b]	19.5	14.7	1.1
指数基金优势	4.4	0	0.2

注：a，1991年12月31日—1996年12月31日。

b，调整指数回报率以使指数风险等同于基金风险。大、中、小盘组合在调整前的数据分别为：百分比回报率是15.0、15.2与15.3；百分比风险是9.0、9.7与11.1。

这种模式以及这些明显的差异，必将使很多只是偶尔观察共同基金数据的人们大吃一惊。只要我们的5年期研究在一定程度上被认定是合理的，那么晨星的分类评级就可能在这一程度上被最终证实，从1975年第一只标准普尔500指数基金创建以来，该评级系统对于传播指数化理念而言，就是最大福音。

十年以后

指数基金

近年来，标准普尔公司提供了5年期业绩数据，这些数据比较了每个风格箱里的主动管理型基金被同种类型的指数基金超过的百分比。这些崭新而有价值的数据具备了特殊的优势：标准普尔纳入了生存偏差。除去那些已经失败的基金（与此相反，我们可以因其具有优秀的业绩表现而假设它们没有失败），我们只会把指数基金与最佳表现者进行对比。

因此，我们不会更新图6-8与图6-9，而只是在下面这个修正后的表格中展示，每个组合在过去5年的标准普尔数据。令人吃惊的是，相应的指数基金（例如小盘成长型、大盘价值型等）跑赢了大约70%的在同一风格箱里的管理型基金。

指数基金所跑赢的管理型基金比例

	价值型	混合型	成长型
大盘	53%	78%	80%
中盘	79%	76%	77%
小盘	69%	81%	96%

指数基金对比管理型基金，截至2008年的5年

来源：标准普尔。

在上一版里，我明显反对“指数化投资只适用于大盘市场”的观念。基于我那时所展示的数据，我写道：该观念“不再握有真理的指环”。标准普尔现在所做的更为全面（而且独立）的工作，只是证实了我10年以前的结论。

上帝、帕斯卡与战争游戏

正如彼得·伯恩斯坦在其伟大的著作《与天为敌》（*Against the Gods*）里所讲述的故事那样，概率论的创始人布莱兹·帕斯卡（Blaise Pascal）提出了有关上帝存在性的问题，以此作为一场概率的游戏：“掷一枚硬币。你会赌哪一边：正面（上帝存在）或反面（上帝不存在）？”

请慢慢领会帕斯卡所表达的意思，仔细想想你输掉赌注的可能性。如果你赌上帝存在，你将会度过虔诚的一生并放弃一些让人享受的诱惑，那便是你会输掉的一切。如果你赌上帝不存在，那么你又错了，你还要屈服于一切诱惑，你的罪恶人生就会使你受到永久的诅咒。结果一定比可能性更加重要。

伯恩斯坦继续讲道，转向股市，如果你相信市场效率，你是对的，最好的投资策略就是购买指数基金。如果你相信市场效率，你错了，你只能获得该市场的回报率，一些主动管理型基金会击败你。但如果你押注该市场没有效率，你又错了，主动管理型基金表现不佳的结果，可能会令你痛苦万分。简而言之，如果你押注市场的无效性而不是有效性，相应的风险就会大很多。

这就是共同基金业中的股票风格分析所得出的最终结论。无论你追求哪种基金风格，你都应该关注低成本基金并回避高成本基金。为了最大可能地胜出，你应该在纳入选择的任何一种风格类型中考虑指数化投资方式。指数基金自夸到，只要绝对忠于投资风格，你就一定会享有额外收益。尽管这是无法得到保证的，比如，小盘成长型基金经理会将其投资选择限制在小盘成长型股票中，小盘成长型指数基金必然也只会投资小盘成长型股票。然而对你而言，**比关注特定风格更为简单的一种投资方法就是，将你的整个股票投资组合按照标准普尔500股票指数来进行指数化配置。另一种更为保守、也更为可靠的赌博方式就是，根据总体股市来对你的投资组合进行指数化配置。**

如果授权共同基金经理进行投资，就会因为成本很高而成为一场（相对的）失败者的游戏（尽管在长期按绝对回报率计算，无疑会是一场胜利者的游戏），这不也类似于另一场游戏全球军备竞赛么？我会使用1983年的电影《战争游戏》（*War Games*）中的实例，以类比的方式来回答这个问题。

假设在北美防空联合司令部（NORAD）的作战室里，我们的将军正在全力阻止一场由入侵了美国安全系统的一个年轻电脑高手引发的全球核战争。这个男孩说他能解决其所制造的难题。因为所有其他希望都破灭了，将军只好同意让他试一下。他以井字游戏的方式为美国空军防卫电脑编制程序。

电脑开始以疯狂的速度进行计算，并意识到任何一方都不可能赢得这场游戏，或者这场核战争。接着，屏幕就一片空白了。行动终止了，一切恢复和平。然后电脑屏幕上出现了这些文字：“一个奇怪的游戏。获胜的唯一方式就是不参与……来一场愉快的棋局游戏如何？”

我们完全可以认为，共同基金经理都用尽了其全部的智慧、学识和能力，以及他们所掌握的全部电脑技能来进行彼此之间的竞争，并

为此选出最佳的股票而丢弃最差的股票，大家都想赢得这场业绩比赛，吸纳最多的管理资金。但一直以来，我们也看到，只有那些完全没有参与这场游戏的指数基金，才可能为其投资者积累最多的资本。因此，我们当然可以提问说：“投资管理游戏是否已经像全球战争游戏一样成了失败者的游戏，就好比井字游戏？”本章所呈现的那些有说服力的证据表明，答案为：“是的。”

十年以后

股票型风格

正如我们将在第10章所再次看到的，从长期来看，由那些晨星风格箱界定的各种投资风格，都有强大趋势回复到股市的平均水平。由于市场的偏好变化不定，从大型公司转移到小型公司，或从成长型转移到价值型等，只有那些既聪明又幸运的投资者，才能赢得那些类似的“战争游戏”。

过去的25年充满了机遇与挑战，看来是检验这一论点的恰当时期。这段时期内的基金表现如下所示：

	1984年6月至2009年6月			
	基金数量	年回报率（%）	标准差（%）	风险调整回报率（%）
大盘混合型	142	9.1	16.6	9.1
大盘成长型	114	8.7	19.6	8.1
大盘价值型	80	9.2	15.1	9.6
中盘混合型	39	9.5	18.4	9.0
中盘成长型	59	8.8	23.5	7.6
中盘价值型	24	12.0	18.1	11.4
小盘混合型	65	9.3	20.3	8.4
小盘成长型	62	8.7	24.6	7.4
小盘价值型	28	9.2	19.5	8.6
平均值		9.2	18.5	8.7
标普500指数基金		10.0	16.6	10.0

请注意，除了唯一的一个小例外（只有24只样本基金的中盘价值型基金），这些风格的平均年回报率都相当稳定，其变动范围为8.7%～9.5%，平均为9.2%。标准普尔500指数基金的回报率达到10.0%，高出上述平均值近10%。但它是以低了11%的风险水平来实现这一业绩的。因此，指数基金的风险调整回报率要比普通管理型基金高出15%（10%对比8.7%）。按复利计算过去25年的这两种回报率，10 000美元的初始投资置于指数基金就能产生98 300美元的利润，在普通管理型基金所赚的70 500美元利润的基础上提升了40%的资本利得。

注意：无论这种对比多么有利于全股市指数化概念（以其近似指标标准普尔500指数表示），都在很大程度上低估了指数的优势。为什么呢？第一，我们忽略了每年耗费的大约0.5%～1.0%的销售佣金，这是购买多数股票型基金都要支付的。第二，忽略了主动管理型基金的投资者所需要承担的沉重税负（第13章会有相关描述）。第三，我

们所展示的，必然只是存续了这25年的863只股票型基金的记录，而忽略了那些成百上千只破产基金的记录。第四，我们忽略了一个事实，即多数主动管理型基金的份额持有者所获得的回报率都大幅落后于这些基金自身所声称的回报率（第11章会有相关探讨）。在进行上述一系列调整以后，普通基金所声称的年回报率9.2%，又会降低多少呢？也许是1/4，或者更多。对那些相信基金经理能为投资者实现增值的人们而言，这种状况并不令人满意。

所以，现在你知道为什么在10年以后，我会以比以往更加执著的信念继续坚持我早期的结论了吧。押赌投资风格其实是一种“奇怪的游戏”（最终也会是失败者的游戏）。“唯一获胜的方式就是不参与。”因此，是否可以不参与这个游戏而仅仅依赖于指数基金？是的！（这次带有一个感叹号。）

对时间的依赖性

正如全部投资者所逐渐认识到的那样，无论以何种方式，任何分析所展示的共同基金回报率都存在时间依赖性。因为市场和基金的回报率都会随着时期发生变化，数据提供者凭借其对分析时期的挑选能力，就会在证明其结论方面拥有巨大优势。尽管如此，本章所作的分析已经尽我所能地做到合理客观了。我故意选择了1992—1996年（含1996年）的这5年期，而不是截至1997年或1998年的更近的5年期，这是因为在较早的时期，标准普尔500指数的回报率远远低于普通基金。我在本章的目标就是尽可能地最小化任何有争议的大盘市场偏差。

在选择时期长度方面，我选择了5年，这是因为更短的时期（如3年）只会差强人意，而更长的时期（如10年）则会将研究中的基金数量削减一半，使其成为不太可靠的样本。我坦率地承认，在强大的股票市场里，根据5年期的（基金）数量，只能得出这些结论，即使这一时期只包含了两个低迷的市场年份以及三个景气的市场年份，几乎不能不算是对市场长期发展模式的有力代表。然而，不仅标准普尔500指数在5年期内的平均年回报率是这三个可选时期（3年、5年和10年期）中最低的，与普通管理型股票型基金相比，它的回报率也处于最低水平。下列表格对比了3年、5年和10年期的相应回报率。对本章所展示的数据进行的风格分析，应该在多种市场条件下用其他时期来加以检验。

标准普尔500指数回报率对比普通股票型基金 单位：%

时期	标准普尔500指数	股票型基金的均值	指数的相对回报率
3年	19.7	15.4	128
5年	15.2	13.7	111
10年	15.3	13.3	115

截至1996年12月31日的各段时期。

十年以后

标准普尔500指数回报率对比普通股票型基金 单位：%

时期	标准普尔500指数	股票型基金的均值	指数的相对回报率
3年	-8.4	-11.3	74.3
5年	-2.2	-4.0	54.4
10年	-1.4	-1.6	85.2

截至2008年12月31日的各段时期。普通基金的回报率包含对销售佣金以及生存偏差进行的调整。

第7章
债券投资：逐渐被遗忘

债券型共同基金可以发挥重要职能。它使投资者可以对数以百计的债券进行广泛地分散化投资，从而赚得额外的利益，而且还能在不牺牲总回报的情况下降低风险。债券型基金实行专业化管理，拥有高质量、高投资级别的债券投资组合。许多债券型基金都提供了特定范围的期限结构，从短期（1～3年）到长期（10～20年）不等，使得投资者能够在风险承受能力和预期收益之间进行平衡。债券型基金提供小额基金份额的购买和清算服务，为投资者提供了相当大的投资灵活性。有些债券型基金以合理的成本提供了这些服务，然而绝大多数却并非如此。这在一定程度上带来了以下后果：业内曾一度繁荣的债券型基金，失去了对投资者的吸引力。

在共同基金业的史册上，债券型基金帝国的兴衰是最有魅力却又最难以道出的篇章之一。这个故事提醒我们，即使基金管理者遵照现在依然有效的分散化投资和专业管理的原则，在被过多的成本抵消后，可能也无法给投资者提供可接受的回报。它同样反映了“许多固定收益型”和“基金中的基金”的投资经理的自以为是和自不量力。

令人惊讶的是，截至1993年，债券型基金资产总值是7 600亿美元，它是共同基金业规模最大的组成部分，相较而言，股票型基金的资产总值是7 490亿美元，货币市场型基金资产总值是5 653亿美元。事实上，早在7年前的1986年，债券型基金就达到了其顶峰。当时，其资产规模达到2 600亿美元，比股票型基金1 600亿美元的资产多出了60%。

自1986年以来，股市在1982年之后经历了强劲上涨的牛市。在蓬勃发展的股票市场上，基金投资者获得了创记录的回报率（每年高达

17.7%）。同时，表现非常出色的债券市场也给债券型基金投资者带来了丰厚的回报率（8.6%）。但这些回报率与股票型基金所实现的回报率相比，就显得黯然失色了。这部分地造成了如下结果：到1998年，债券型基金资产规模为1万亿美元，对比同期股票型基金2.4万亿美元的资产规模同样相形失色，债券型基金的资产比同期股票型基金的资产要少大约60%。

在基金业内辉煌一时的债券型基金的相对重要性之所以大幅下降，股票市场和债券市场的相对业绩只是造成债券基金业衰落的两大原因之一。另一个影响因素是：债券型基金整体向投资者提供的回报低于债券市场所实现的回报，图7-1a显示了股票型基金资产的急速发展和债券型基金的减速增长。图7-1b显示了债券型基金对股票型基金相对重要性的显著变化。

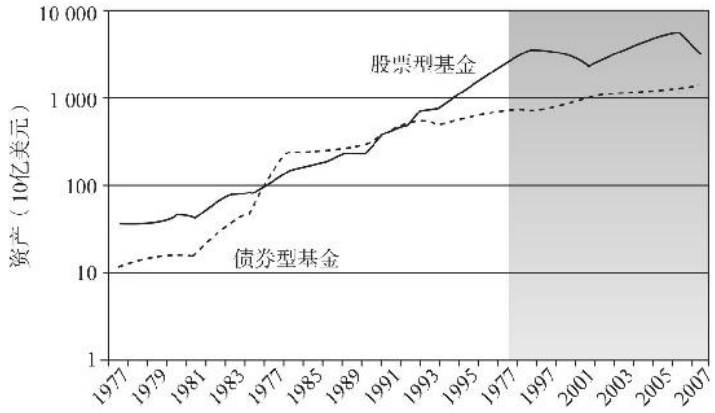


图7-1a　债券型基金和股票型基金的资产

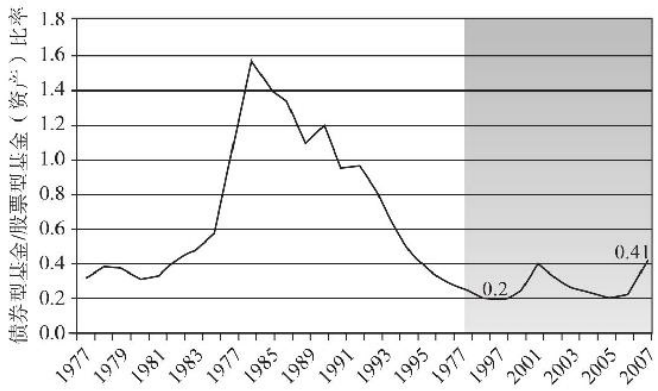


图7-1b　债券型基金资产对比股票型基金资产

一旦股票市场环境趋于更加谨慎，债券型基金就比股票型基金更有竞争力。然而，除非债券型基金业改变其运作方式并给予其份额持有人公平的待遇，否则债券型基金将逐渐被遗忘。

十年以后

债券型基金

在过去10年的龟兔赛跑游戏中，债券型基金已经成为基金业内的乌龟，它们的资产逐年缓慢攀升，总体从1998年年初的7 000亿美元增至2009年的1.8万亿美元。股票型基金则是那只兔子，同期其资产从2.4万亿美元猛增至6.5万亿美元，仅在2009年下跌至4万亿美元。

因此，现在的债券型基金相当于股票型基金资产的45%，是10年前30%的一倍半。正如当时我所指出的，“一旦股票市场环境趋于更加谨慎，债券型基金比股票型基金就更有竞争力。”事实证明，我对债券型基金和股票型基金两者的预测，显然都低估了已发生的一切。

痛苦纠结着公司

并非只有我一人担忧当前的债券型基金业。彼得·林奇这样的投资专家也和我一样有着相同的担忧。在20世纪70年代和80年代，他担任了麦哲伦基金的基金经理，以身为卓越的股票投资者而闻名遐迩。1990年他在接受《巴伦周刊》（*Barron's*）的采访时，他和我一样，

都对股票指数基金的优点抱着坚定的信心，而且他也重复了我对债券型基金的疑虑。“它们的存在令我深感困惑，”他还补充道：

> 债券型基金一直以来都落后于单只债券，有时每年被超过近2%。基金存续的时间越长，其业绩表现越差。债券型基金付给专家的管理费，已经超过了专业管理所带来的收益。

他认为：

> 既然每只美国长期国债（U. S. Treasury bond）或政府国民抵押贷款协会凭证的（Ginnie Mae certificate）收益都完全相同，债券型基金的基金经理就很难脱颖而出。

但我认为这位麦哲伦基金经理夸大了事实。债券型基金确实有存在的必要。不同于债券自身，债券型基金通常会保持相对固定的期限，使得投资者可以选择合适的期限（长期、中期或短期），并且随着时间的推移保持相对稳定。也有一些能干的债券型基金经理脱颖而出，但很遗憾的是，只有很少的基金经理能获得与其成本相匹配的收益，以证明其投资组合管理能力。

不过，彼得·林奇揭示了一个简单的投资真理：**在由商品式证券组成的高效市场中，即使是最出色的基金经理，在扣除成本之前，要想积累显著的收益优势也是极其困难的。**

这就意味着，在扣除基金成本之后，基金经理很难向份额持有者提供与市场相匹配的回报。当成本过高时，回报率相应也会下降很多。

什么是“商品”

我用术语“商品式”（commodity-like）去定义那些在众多的投资品种中，单个证券的回报呈现紧密相关的模式。最典型的例子就是美国长期国债，每次发行都由美国

政府的信誉全额担保，而且每期国债都有较长的期限，也都有相似的“久期”（duration）。利率水平的变化对每期国债的影响很相似。另外，具有投资级别的短期公司债券也有着相同的特征和回报模式。充分分散化的政府国民抵押贷款协会证券组合也具有类似的特征，它是由美国政府国民抵押贷款协会（GNMA）发行的，并由贷款、抵押贷款和美国财政部作担保的。这些例子都符合“商品式”的定义，该定义描述了不同类别的债券具有的典型特征。

基金费用对债券型基金的回报有着重大影响。例如，在最近的5年内，一只普通的公司债券型基金的回报率，以平均每年1.5%的差距落后于公司债券的市场回报率。令人惊讶的是，与市场回报的差距还包含了另一个重要的差距。在1.5%的平均差距中，免佣债券型基金落后市场1.3个百分点，大量收取销售佣金（前端认购佣金或隐蔽的12b-1年费）的基金都落后市场1.8个百分点。政府债券和市政债券领域也都存在同样的情况（见表7-1）。

面对这一差异化的成本结构，彼得·林奇以这种方式提出了销售佣金问题：“债券型基金受到狂热追捧（我同意，他在1993年写《战胜华尔街》[*Beating the Street*]一书时，债券型基金确实是人们的一种狂热偏好）的另一个令人不解之处在于，人们为何愿意支付销售佣金去投资债券型基金。”然而他并非真的为此困惑，因为正是这个问题，才使他很快得出“彼得第五原则（Peter's Principle #5）：没有理由为马友友（Yo-Yo Ma）[(38)]在电台中的演奏而付钱”的结论。我们也同意他的观点。但是，在没有基金董事、基金经理甚至是投资者对此提出质疑的前提下，每5只债券型基金中就会有3只收取销售佣金。事实上，全部债券型基金资产的3/4都归于那些支付了销售佣金的基金份额持有人，持有人将销售佣金作为参与这场游戏的入场费价格，但通常来说这不值得。

表7-1　债券型基金对比债券指数的回报率　　单位：%

1992—1997年					
		管理型基金的平均回报率		与指数的差距	
	指数	免佣金	附佣金	免佣金	附佣金
公司债券	8.2	6.9	6.4	−1.3	−1.8
政府债券	7.9	7.2	5.4	−0.7	−2.5
市政债券	6.4	6.0	5.3	−0.4	−1.1
2003—2008年					
		管理型基金的平均回报率		与指数的差距	
	指数	免佣金	附佣金	免佣金	附佣金
公司债券	2.7	2.5	1.4	−0.2	−1.3
政府债券	7.1	4.9	3.7	−2.2	−3.4
市政债券	3.5	1.9	1.4	−1.6	−2.1

注：对每种市场指数类别——公司债券、政府债券、市政债券，其回报率是相应的巴克莱（Barclays）短期、中期、长期指数回报率的平均值。公司债券型、政府债券型以及市政债券型基金的回报率反映了短期、中期、长期基金的类似加权平均回报率。

十年以后

主动管理的债券型基金

截至2009年年中的10年间，债券的回报率确实很高。就中期债券而言，公司债券的年回报率是6.3%，国债是5.7%，而市政债券是5.3%。若以复利来计算，这三种债券的累计回报率则分别达到了81%、71%及66%，远远超过了股票市场的累计回报率14%。在过去的5年内，当国债的回报率比先前更高时，公司债券以及市政债券的回报率却有所降低，这是由于当前更高的利率压低了现有债券的价值。

在回报率普遍较低的情况下，成本的影响就更加显著了。如表7-1所示，在每个债券型基金的类别中，收取销售佣金的主动管理的债券型基金的回报率，就远远低于免佣金的债券型基金的回报率，大约是相应的债券指数回报率的一半。这就正好与10年前所描述的回报模式完全一致，并且差距更为明显。因此，与那些免佣金的债券型基金相比，附佣金的债券型基金持续的主导地位证明了以下事实：债券型基金投资者的愚昧、债券型基金销售者和债券型基金经理可耻的金钱激励手段，以及债券型基金董事们令人震惊的无所作为。

一个臭名昭著的实例

我引用实例来说明成本对回报率的影响，这个例子来自最有效的债券市场：短期政府债券。投资于这类债券的基金，年费率为1.03%。费率变动范围很大，从免佣基金的0.69%增加到附佣基金的1.49%（它们的费率不包括最初的销售佣金）。为了清楚地表明这一点，请想象一下：对于两年半期、年回报率为5%的美国国债而言，普通的免佣债券型基金的成本将消耗掉国债收益的13%；而对于普通的附佣债券型基金而言，成本消耗的比例将达到29%。这种对回报的扣减，完全是一种没收财产的行为。

假设国债回报率为5.0%，基金成本为1.5%，则其净回报率为3.5%。如果要将回报率从3.5%提高到5.0%，则要求基金经理赚取额外1.5个百分点的回报率，也就是说，基金业绩至少要比原来有40%的提升！一位共同基金经理挑选出一个短期国债票据的投资组合，该组合会使一个短期国债投资组合的回报率增加近40%，并足以克服其成本障碍，刚好能与市场的回报率匹敌，你认为这样的可能性有多大呢？如

果你争辩说有万分之一的概率（我怀疑有没有这么大的概率），我的下一个问题是：你会有多大的概率提前辨别出这样的基金经理？看起来这并不值得一赌。但是高成本的短期政府债券型基金在基金业内是很普遍的，其中一些还要收取销售佣金。

这种情况变得越来越糟。有些基金拼命地要提供市场回报率，经常以溢价买入国债，又接着公布一个无法摊销其溢价的回报率，并且竟然还能支付红利。为了公平起见，这些基金也需要公布“证管会回报率”（SEC yield），即已摊销溢价后的净值。结果就是：虽然现在获得了高收益，但这些以溢价购入的债券，在到期按平价赎回时，确实会遭受资本损失。举一个可怕的例子，有一只基金的资产总值超过了10亿美元，以由美国政府担保的短期票据为其“安全”投资对象，其份额持有人却经历了该基金资产净值的下跌，从1991年的每份额10.19美元下跌至1998年年初的每份额8.62美元，资本损失达到了15%。

这些正发生在债券型基金业的负面实例，为综合检验包括费率和销售佣金的成本对回报的影响建立起了一个分析框架。所有的债券型基金并非没有差别。债券指数型基金不同于主动管理型基金。低成本基金不同于高成本基金。不同的基金经理有着不同的管理水平。总之，一些债券型基金让投资者付出过多；而另一些（数量很少的）债券型基金则给予了投资者公平的待遇。主要结论已经显而易见了：**成本是有重大影响的。**

成本有多大影响呢

为了确定成本到底有多大影响，我们在4组不同类型的大规模债券型基金中，检验成本对回报率的削弱程度。在每一组基金中，都有着明确的期限，并且投资组合大部分都是由高品质的债券构成的。这4组最大的债券型基金是：（1）长期市政债券型；（2）短期美国政府债

券；（3）中期美国政府债券（包括政府国民抵押贷款协会证券）；（4）中期普通（绝大部分是达到投资级别的公司）债券。总之，我们的研究涵盖了448只基金，大约占晨星列表中全部债券型基金资产的60%，这显然是一个有代表性的样本。

这项研究的结果是稳定而一致的。在这4组中的三组里面，低成本基金跑赢高成本基金的幅度非常接近于这两者费率差异的幅度。也就是说，每组基金都有着几乎相同的总回报率，而成本差异导致了全部的回报率差异。在第4组里，低成本基金的回报率要稍高于高成本基金的回报率，但是高成本基金所持有的投资组合在各方面的风险都明显要高一些。在每一种情况下，对风险的衡量都是基于以下三个要素的：

- 久期(39)，在衡量基金对利率风险的敏感度时，比平均到期期限更好。
- 波动率，用于衡量一只债券型基金相对于普通的应税或免税的债券型基金，在月回报率方面的变动程度。
- 投资组合品质，以标准普尔评级服务机构（Standard & Poor's Ratings Services）的评级作为衡量标准。达到投资级别的债券评级范围是从AAA（最高）到BBB（最低）。

一般来说，**最低成本的基金组合久期最短、波动率最小且品质最高。最低成本的基金组合不仅有着最高的回报率，其风险也是最低的。**债券型基金的投资者确实不能忽略这一信息。

长期市政债券

首先分析高品质的长期市政债券。先观察这一类别中的全部基金，使用《晨星共同基金》公布的5年期回报率。该类别有92只基金，图7-2中的散点图表现了每只基金的年回报率（纵轴）和年费率（横

轴）。为了更好的说明，我还给出了一只虚拟的市政债券指数基金的结果，尽管这很难复制，我还是考察了假定0.2%的年成本下，成本对其回报率的影响。

结论很明显：**回报率随着成本的上升而下降**。结论就是这么简单。事实上，如图7-2中的趋势线所示，平均来说，成本每降低1个百分点，回报率就会增加1.04个百分点。也许高成本基金的基金经理没有低成本基金的基金经理那么精明。但可以肯定的是，成本是决定长期市政债券型基金相对回报率的首要因素。

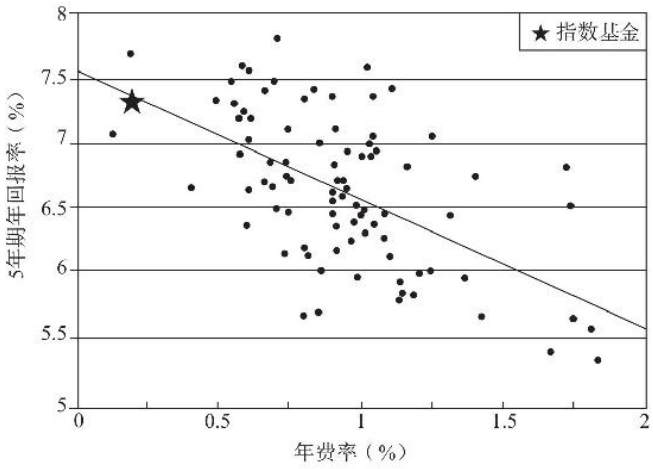


图7-2a　长期市政债券型基金（截至1997年12月31日的5年业绩）

将这类基金划分为4个四分位区间，区间范围从最高成本的基金过渡到最低成本的基金，从中我们可以看到低成本与高回报的直接关系（见表7-2a）。低成本四分位区间里基金的费用要比高成本四分位区间里基金的费用低0.9个百分点，而其回报率却要高0.9个百分点。同样明显的事实是，高成本基金与低成本基金的总回报率实际上是相同的（7.7%）。低成本债券型基金经理的优势在于，其成本仅消耗了长期免税债券市场回报率的6%，那些高成本债券型基金的成本消耗比例为18%。假设的低成本债券指数基金仅仅消耗了极小部分（3%）的回报率，这种运作效率显而易见。

这些基金在波动率、品质或者久期方面的差异，对回报率的影响有多大？在普通的长期市政债券型基金中，久期和波动率的差异有利于那些最低成本的基金，但这种差异是微乎其微的。如表7-3所示，其投资组合持有的低品质债券的头寸最低。结论很明显：**在风险几乎不变的情况下，最低成本的基金组合将获得长期市政债券型基金的最高回报率。**

十年以后

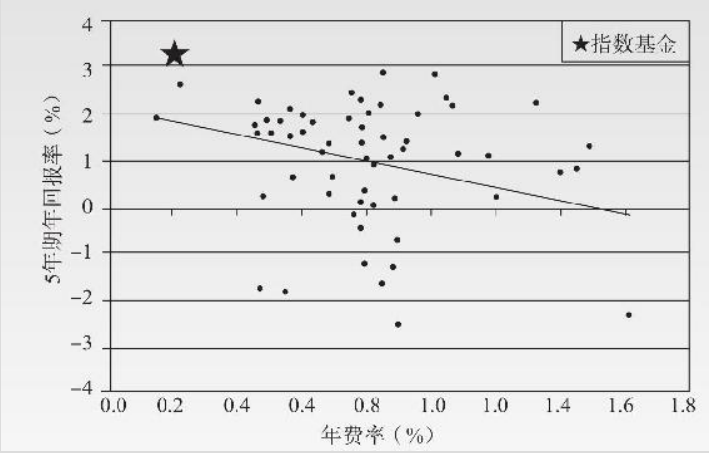


图7-2b　长期市政债券型基金（截至2008年12月31日的5年业绩）

指数基金的净回报率最高，而且其风险也最低。我们无法获得其波动率的评级数据，但它的久期是最短的；其投资组合的品质只比A级低4%，处于最高级别。其回报率如图7-2b所示，也是极为突出的。

表7-2　高质量的长期市政债券型基金：回报与成本　　单位：%

截至1997年				
成本四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	6.3	1.4	7.7	18
第二	6.7	1.0	7.7	13
第三	6.9	0.8	7.7	10
第四（最低）	7.2	0.5	7.7	6
指数基金[a]	7.4	0.2	7.6	3
截至2008年				
成本四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	1.0	1.2	2.2	54
第二	0.4	0.8	1.2	68
第三	1.2	0.7	1.9	38
第四（最低）	1.2	0.5	1.7	28
指数基金[b]	3.3	0.2	3.5	6

注：a，雷曼10年期市政债券指数，扣减消耗的费率0.2%。

b，巴克莱10年期市政债券指数，扣减消耗的费率0.2%。

表7-3　高质量的长期市政债券型基金：风险特征

1997年						
成本四分位	存续期（年）	波动性[a]	质量级别（%）			
			AAA	AA	A	<A
第一（最高）	8.5	1.20	66	15	7	12
第二	8.0	1.10	58	16	12	14
第三	8.1	1.13	56	20	9	15
第四（最低）	8.0	1.11	60	20	10	10
指数基金	6.9	NA	54	27	15	4
2008年						
成本四分位	存续期（年）	波动性[a]	质量级别（%）			
			AAA	AA	A	<A
第一（最高）	7.6	1.59	38	31	16	8
第二	7.9	1.67	29	28	18	18
第三	8.5	1.48	28	32	20	15
第四（最低）	7.8	1.63	22	35	24	13
指数基金	7.3	NA	28	44	23	5

注：a，相对于全部期限的市政债券型基金。

数据来源：晨星。

十年以后

长期市政债券

在过去的5年里，长期市政债券的回报率比以往5年期的回报率要低很多，成本在这期间发挥了更显著的作用。在这期间，成本每下降1个百分点，回报率就上升1个百分点。现在，当成本下降同样幅度时，回报率会额外增加整整1.3个百分点。那只虚拟的债券指数基金也将再次达到最高的回报率水平和最低的成本水平（见图7-2）。在长期市政债券型基金波动率上升而投资质量略有下降（但仍然很高）的同时，投资组合的久期几乎没有变动。简单的低成本是投资者最终净回报率之间存在差异的最主要原因。

短期美国政府债券型基金

对于第二个案例，我们将把债券的期限范围下调到短期基金，以美国政府债券型基金为研究实例。这组基金（100只基金）的回报率和成本，如图7-3所示。

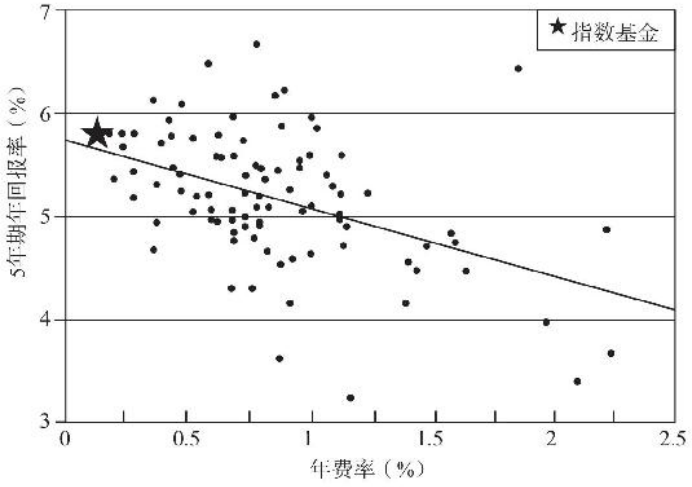


图7-3a　短期政府债券型基金（截至1997年12月31日的5年期业绩）

十年以后

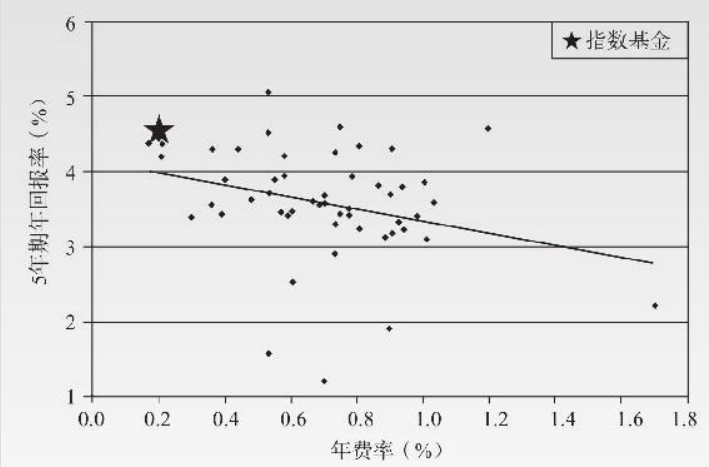


图7-3b　短期政府债券型基金（截至2008年12月31日的5年期业绩）

我们得到了相同的结论：**回报率随着成本的下降而上升。**图中的趋势线显示，成本每降低1.0%，回报率就增加0.9%。有一些理由可以很好地解释为什么回报率的上升幅度要略小于1个百分点；我们先按成本（表7-4）将这组基金划分为4个区间，然后就能找到原因。需要注意的是，在这个市场板块中很容易创建指数基金，而且它将再次成为强大的竞争者。

表7-4　短期美国政府债券型基金：回报与成本　　单位：%

截至1997年				
成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	4.5	1.6	6.1	26
第二	5.1	0.9	6.0	15
第三	5.2	0.7	5.9	12
第四（最低）	5.5	0.4	5.9	7
指数基金[a]	5.8	0.2	6.0	3
截至2008年				
成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	3.4	1.0	4.4	23
第二	3.5	0.8	4.3	18
第三	3.6	0.6	4.2	14
第四（最低）	3.9	0.3	4.2	8
指数基金[b]	4.4	0.2	4.6	4

注：a，雷曼短期（1—5年）美国政府指数，扣减假定的费率0.2%。

b，巴克莱短期（1—5年）美国国债指数，扣减假定的费率0.2%。

注意，在这一市场板块里，最低成本基金的总回报率是5.9%，在扣除0.4%的费率以后，其净回报率为5.5%。高成本基金的回报率要略高一些（6.1%），但是在扣除1.6%的高额费用以后，它们只带给投资者4.5%的回报率，整整少了1个百分点。

在这里，我们应再一次注意低成本和高回报之间的直接关系。这个问题可归结为：一类是基金经理为你挑选出短期政府债券，并从获得的回报中提取26%，另一类是基金经理挑选出同样的债券，并从获得的回报中提取7%，你更愿意选择哪一类呢？简单而言，你愿意获得市场回报的93%，还是74%？

事实上，回报率并不是此处唯一的问题。在这类资产中，我们可以假设短期政府债券中的其他方面都相同，但我们至少要考察一下风险特征存在差异的可能性，包括久期、波动率以及品质等方面，如表7-5所示。

表7-5　短期美国政府债券型基金：风险特征

1997年				
成本的四分位	风险特征		投资质量	
	存续期（年）	波动性[a]	政府债券（%）	公司债券（%）
第一（最高）	2.3	0.69	92	8
第二	2.4	0.70	95	5
第三	2.4	0.58	99	1
第四（最低）	1.9	0.53	97	3
指数基金	2.3	NA	100	0
第一（最高）	2.2	0.09	97	3
第二	1.9	0.09	94	6
第三	2.1	0.08	96	4
第四（最低）	1.1	0.07	97	3
指数基金	2.7	NA	100	0

注：a，相对于应纳税的全部期限的债券型基金。

这里，我们获得了一些有价值的发现：低成本的基金组合不仅提供的回报率最高，而且其以久期和价格波动率来衡量的风险也是最低的。（这里指数基金的久期是全部基金作为一组时的久期。）因为这些基金是属于短期美国政府债券类型，尽管只有指数基金持有100%的政府债券，其他政府债券型基金也几乎都持有美国政府债券，故其信用品质相当优异。风险随着成本下降而略有降低，这就有助于解释为什么成本每降低1个百分点，而回报率上升幅度略少于1个百分点。这同样表明，高成本的基金经理如果想通过承担更高的风险来获得更有竞争力的收益，结果是徒劳的。

低成本的短期政府债券型基金以及低成本的指数基金，可以提供最高的回报及最低的风险，这是一个获胜的组合。

十年以后

短期政府债券型基金

近来，短期美国国债基金的回报率也在下跌，尽管由于它们的久期较短，所以其跌幅要远远小于长期市政债券型基金。图7-3b中的斜线表明了大致相同的事实：平均而言，费率每降低1.0个百分点，就会导致年回报率上升0.8个百分点。（在以前的图表中，上升幅度是0.9个百分点。）这只虚拟的指数基金，在扣除假设的0.2%的成本后，就会再次在这场业绩比赛中领先。几乎所有的国债型基金都保持着类似的（很高的）投资质量，只有那些在最低成本四分位区间里的基金，才表现出：总回报率最低，波动率风险最低，净回报率最高。更高的回报看似矛盾地伴随着更低的风险。

中期美国政府债券型基金与GNMA基金

现在让我们将考察的债券期限从长期和短期转向中期。也许对我们理论的最佳检验就是研究在中期美国政府债券型基金和GNMA基金中，成本与回报之间的关系。（这两者随着时间的推移都表现出非常相似的回报率，而且在我看来，晨星很恰当地将这两者都纳入了同一基金类型中。）到目前为止，我们对这种模式的成本以及回报率都很熟悉，不过还是再来看看图7-4。

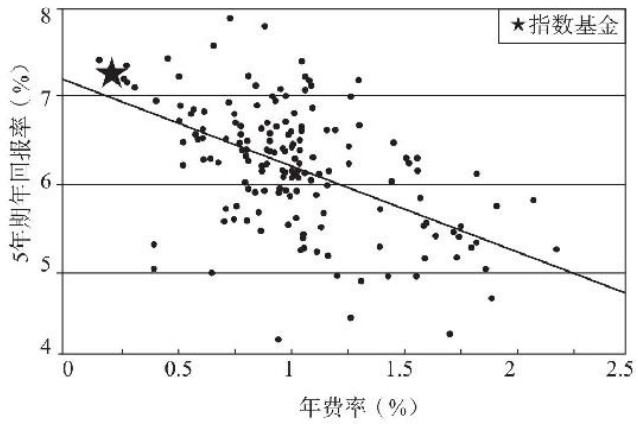


图7-4a　中期政府债券型基金（截至1997年12月31日的5年期业绩）

十年以后

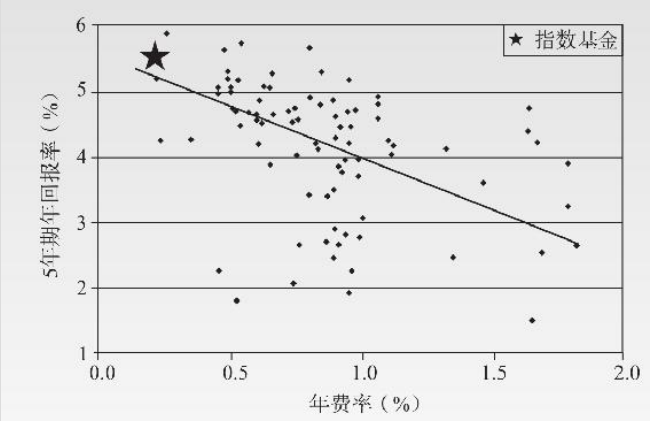


图7-4b　中期政府债券型基金（截至2008年12月31日的5年期业绩）

此时，成本每下降1.0%，回报率就会上升1.10%，与我们在长期以及短期债券型基金中看到的十分类似，有力地证明了我们的中心论点：所有期限的债券型基金的成本和回报之间，存在着紧密联系。表7-6再次反映了我们的观点，处于低成本四分位区间的基金，获得了与处于其他三个区间的基金大致相同的总回报率（7.2%），但其净回报率要高出10%（达到6.6%）。而这只指数基金也再次脱颖而出，它所获得的回报率在这些基金中处于最高水平。

表7-6　中期美国政府债券型基金与政府国民抵押贷款协会基金：回报率和成本　　单位：%

截至1997年				
成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	5.4	1.6	7.0	23
第二	6.2	1.1	7.3	15
第三	6.3	0.9	7.2	13
第四（最低）	6.6	0.6	7.2	8
指数基金[a]	7.2	0.2	7.4	3
截至2008年				
成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	3.6	1.3	4.9	27
第二	3.8	0.9	4.7	19
第三	4.5	0.7	5.2	13
第四（最低）	5.0	0.4	5.4	7
指数基金[b]	5.5	0.2	5.7	4

注：a，雷曼政府国民抵押贷款协会与美国国债（5～10年）指数的加权平均值，扣减假定的费率0.2%。

b，巴克莱政府国民抵押贷款协会与美国国债（5～10年）指数的加权平均值，扣减假定的费率0.2%。

我们对这些四分位区间进行逐个分析，就能看到总回报率大致相当但净回报率却相差甚远，这在很大程度上是由成本造成的。如果在风险方面存在差异的话，那么这种差异会随着我们对最低成本基金的投资偏好而很快消失（见表7-7）。

表7-7　中期美国政府债券型基金与政府国民抵押贷款协会基金：风险特征

1997年				
			投资质量（%）	
成本的四分位	存续期（年）	波动性[a]	政府债券	公司债券
第一（最高）	4.5	1.18	95	5
第二	4.7	1.06	90	10
第三	4.2	1.04	97	3
第四（最低）	4.5	0.98	90[b]	10
非数基金	3.4	NA	100	0
第一（最高）	3.3	0.24	96	4
第二	2.7	0.23	96	4
第三	2.9	0.33	96	4
第四（最低）	3.2	0.28	95	5
指数基金	2.7	NA	100	0

注：a，相对于应纳税的全部期限的债券型基金。

b，在该四分位区间有42只基金，其中25只是100%投资政府债券，而其余17只将投资政府债券的平均比例降至90%。

整体上，较高成本的基金与低成本的中期政府债券型基金，有着几乎相同的平均久期，但低成本基金的波动率要比高成本基金低大约20%，债券指数基金的久期则要短20%以上，基金投资组合的构成几乎是一致的。因此，在久期、波动率和投资组合品质这三方面都大致相同的情况下，成本就是获胜的关键。该指数基金再次以其优越的相对回报和极低的相对风险脱颖而出。

十年以后

中期政府债券型基金

信息再次一致：低成本是产生高回报的主导因素。在本书的上一版中，图7-4显示了：平均而言，成本每下降1.0个百分点会导致回报率上升1.1个百分点。这一次，成本降低相同的幅度，会导致回报率的上升高达1.6个百分

点。另一方面，虚拟的中期债券指数基金的净回报率将继续大幅领先。

这些基金在波动率、偏离度以及投资品质方面几乎不存在显著差异。但是凭借年均仅0.4%的费率，位于最低成本区间基金的回报率会比最高成本区间的基金高出近40%。

中期公司债券型基金

以下的例子传递了同样的信息，不过是以不同的术语再次强调了这个论点。在中期公司债券型基金中，尽管那些较低成本的基金回报率略高一些，如果不考虑成本，这些基金的净回报率将相当一致。在这个组里，指数基金再次表现得异常出色，业绩遥遥领先。它的低成本使其能够提供更高的回报，并且它只持有那些具有投资级别的公司债券，其中没有一只债券的评级低于BBB。

正如图7-5中显示的，回报／成本这一斜线是向下倾斜的，但并没有以前案例所表现的那么陡峭。该斜线显示，成本每下降1.0个百分点，回报率就增加0.3%。

当我们检验表7-8中的这4个成本的四分位区间时，相同的模式就变得清晰可见了。最低成本基金较最高成本基金的净回报率有0.2%的优势，即7.3%对7.1%。但在成本方面的优势更显著，高达0.7%，即0.6%对1.3%。

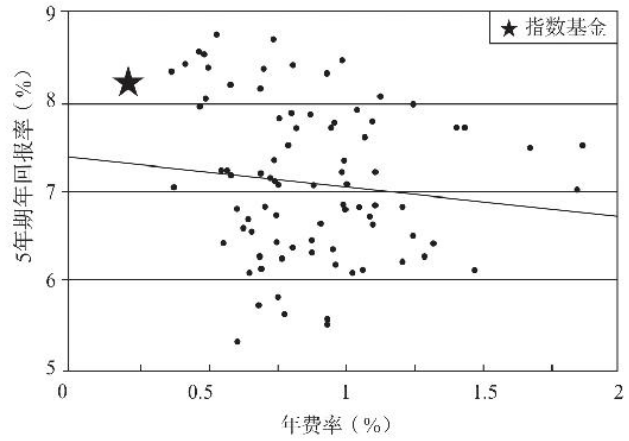


图7-5a　中期公司债券型基金（截至1997年12月31日的5年期业绩）

十年以后

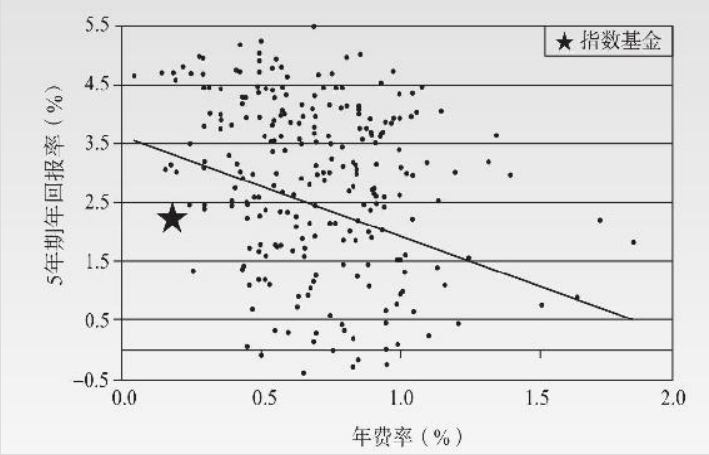


图7-5b　中期公司债券型基金（截至2008年12月31日的5年期业绩）

表7-8　中期公司债券型基金：回报与成本　　单位：%

截至1997年				
成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	7.1	1.3	8.4	15
第二	7.2	1.0	8.2	12
第三	7.3	0.8	8.1	10
第四（最低）	7.3	0.6	7.9	8
指数基金[a]	8.2	0.2	8.4	2
截至2008年				
成本的四分位	5年期净回报率	费率	5年期总回报率	成本消耗的回报率比例
第一（最高）	2.1	1.1	3.2	34
第二	2.0	0.8	2.8	27
第三	2.7	0.6	3.3	18
第四（最低）	2.9	0.4	3.3	12
指数基金[b]	2.1	0.2	2.3	9

注：a，雷曼（5～10年）投资级别指数，扣减假定的费率0.2%。

b，巴克莱美国（5～10年）信用指数，扣减假定的费率0.2%。

这些高成本的基金经理如何能够克服高成本的障碍呢？是否是因为高收费赋予了他们更好的管理能力呢？还是他们通过承担更高的风险能获得更高的收益呢？表7-9为这个问题提供了一个明确的答案：他们确实承担了更多的风险。

表7-9　中期公司债券型基金：风险特征

1997年						
成本的四分位	存续期（年）	波动性[a]	政府债券占比（%）	质量级别（%）		
				AAA-A	BBB	<BBB
第一（最高）	5.2	1.14	21	36	24	19
第二	5.1	1.08	34	36	18	12
第三	4.8	1.04	42	33	15	10
第四（最低）	4.6	0.99	49	34	8	9
指数基金	5.4	NA	0	70	30	0
2008年						
成本的四分位	存续期（年）	波动性[a]	政府债券占比（%）	质量级别（%）		
				AAA-A	BBB	<BBB
第一（最高）	3.8	0.52	15	77	15	8
第二	4.5	0.61	15	78	16	6
第三	3.7	0.36	16	83	12	5
第四（最低）	3.9	0.42	19	85	10	5
指数基金	6.2	NA	0	63	37	0

注：a，相对于应纳税的全部期限的债券。

表7-9清楚地表明，基金经理在每个更高的成本水平上，都无一例外地承担了更高的风险。基金经理似乎已经决心要提供具有竞争力的回报了，而考虑到其成本更高，他们别无选择，只能承担更高的风险。据我所知，这种显而易见的关系仍未公开。但这种关系确实是存在的，而且表现在三个方面，即：更长的久期、更高的价格波动率，以及更低的投资组合品质。这正是低成本基金（83%投资于政府债券和A级别公司债券，而9%投资级别低于BBB的债券）与高成本基金（只有57%投资于政府债券和达到投资级别的债券，而19%都投资级别低于BBB的债券）之间的一个显著差异。我们之前看到的那种在成本和回报之间一比一的此消彼长关系，已经部分地被风险与成本之间的逆向抵消关系所取代。在公司债券型基金中，这种对换关系表现最为明显。然而，较低成本的基金风险很低，回报却稍高一点。这些数据所揭示的有关公司债券指数基金的情况，相当令人吃惊。正如人们所期望的那样，较高的回报率部分来自其低成本，但也同样得益于相对较长的久期（5.4年对管理型基金4.9年），以及可能略高的信用风险（不投资

政府债券，但也不投资级别低于BBB的债券）。实际上，按照定义，公司债券型基金组合包括混合公司债券型—政府债券型基金与指数基金，其最终胜出不仅是因为低成本，也因为其能真正做到坚持投资公司债券。

十年以后

中期公司债券型基金

更新后的图7-5所显示的最终情况是，中期公司债券型基金在早期和近期都表现为一条同样向下倾斜的曲线，我们对此不再惊讶。这条曲线也描述了其他债券型基金类型的特征。在之前的时期，费率每下降1个百分点，就会导致年回报率上升0.3个百分点，而在近期，费用下降同等幅度，却伴随着年回报率显著提升整整1.7个百分点。

有趣的是，回报率的这些差异无法用投资品质或久期的差异来解释。（在全部的成本四分位区间里，尽管最低成本的基金持有更多的A级别或更优级别的债券，以及更少的投资级别低于BBB的债券，但大部分基金都持有达到投资级别的债券组合。）在这个罕见的情形中，这只虚拟的债券指数基金的回报比主动管理型基金更少，这在很大程度上可归于以下因素：（1）该指数基金有着更长的久期（6.2年对平均大约4年），使其对利率上升的敞口更大；（2）该指数基金与普通基金在投资组合方面存在差异，前者完全持有公司债券，而后者在其投资组合中持有16%的政府债券。在这段时期的最后两年里，政府债券的回报率远远高出公司债券。

管理能力的作用如何呢

我们对债券型基金的成本和回报之间关系的分析看来相当有效：成本是有重要影响的。但成本并不是影响回报率的唯一因素。否则，在本章开始时所展示的那三个散点图就不会是不同模式。实际上，该趋势线周围离差的测量结果为R平方[(40)]，平均小于0.36。（R平方为1.00，可以将每只基金恰好放在趋势线上，这就意味着成本可以解释100%的回报率，而不是36%。）债券指数基金相对债券指数的回报率，几乎可以完全由其所承担的成本以及与其基金经理市场匹配的能力这两个因素来解释。债券指数基金的低成本（假定为0.2%）在很大程度上解释了它优于主动管理型基金的原因。

尽管久期风险和波动率风险都会造成回报率的变化，管理能力也是影响回报率的一个重要因素。在债券型基金中，确实有一些优秀的职业基金经理，他们精明、富有经验且精于固定收益市场的运行方式。他们管理的基金可能不局限于组合品质且不受到期限的限制，只有投资者能够决定他们偏好哪些类型。每只基金都应清楚地描述其投资策略。除了投资策略的选择以外，基金经理业绩的一部分是基于其自身在投资各方面所具备的管理能力，还有一部分是基于运气。这两方面的因素不容易分辨，而基金经理所具备的持久管理能力也很难提前识别。以往基于基金经理的管理能力而实现的回报，即使有，也无法为将来的业绩提供足够的保证。

那么投资者应当遵循何种方式呢？**常识指导我们应当主要从最低成本区间里去挑选债券型基金，才可能实现更大的回报率，并最大可能地回避那些位于最高成本区间的基金。**债券指数基金将会是相当完美的选择，但这样的基金数目很少。（考虑到它们的收益几乎完全流向了基金份额持有者而不是基金经理，基金经理缺乏设立它们的激励。）然而，投资一只管理优秀且低成本的基金以获取优秀的回报

率，这是可能的，也始终具备挑战性。投资者如果能够以这种方式来选择基金，必将会获得相应的回报。

销售佣金加剧了成本问题

在考察债券型基金的份额持有人对回报与成本（在某种程度上是风险）之间的关系是否有所认知之前，我应当指出，刚才进行的对比完全忽略了我们应付的销售佣金，因为投资者在购买基金份额或者在5年内赎回其已购买的基金份额时都需要支付这部分费用（隐含的12b-1销售佣金已包含在费率中）。因此，对于基金传统的前端认购收费以及近期后端赎回费的大量质疑，我的分析对此有所裨益。

具有讽刺意味的是，在高成本基金中，大多数是收取销售佣金的基金；在低成本的基金中，则以免佣基金为主。例如，在最高成本组的21只中期公司债券型基金中，有17只收取前端认购费，没有一只是免佣金的。另一方面，在最低成本组的22只基金中，只有4只基金收取前端认购费，其余18只都是纯粹的免佣基金。行业数据忽略了这些费用的影响，但是，若投资者忽略了这些影响，则很危险。

投资者确实忽略了这些影响。在该行业的两大主要分销渠道里，由经纪人分销的那些收取销售佣金的高成本债券型基金的资产是4 820亿美元（包括1 220亿美元由经纪公司自营的资产），而免佣债券型基金1 650亿美元的资产就相形见绌了。对于管理着债券型基金的那些经纪公司来说，有两点是明确的：（1）他们收取了高额的管理费；（2）对他们的客户而言，这笔费用难以承受，他们也总是想方设法从客户处收取这笔费用。在那些客户看来，这是代价高昂的组合。

作为一名冷静的观察者，看到在这些大型的全国性经纪公司里不断发生的种种矛盾现象，必然会感到非常困惑。在他们办公大楼的第三层（我们称之为机构交易层），债券交易员正在就证券价格的1个点

数进行争吵（在交易用语里，每个点数等同于1个百分点的1/32，对于1 000美元债券来说，也就是大约31美分）。如果为了1/16（2个点数），这些交易员就准备打架了。如果为了1/8 （4个点数），他们就将掏出刀枪准备杀人拼命了。然而，在同一个大楼的第一层里（称之为零售层），他们的账户经理却似乎能够完全忽略多达32个点数（1个百分点），甚至是50个点数（1.6个百分点）。他们就这样年年向客户收取费用，这些费用可能对卖方是相当重要的，但对买方则毫无益处。

费用也是真金白银

并非只有那些由经纪人管理的基金才收取高额费用。尽管这些费用对回报有着深远影响，收费行为仍然大肆横行于债券型基金领域。即使那些费率低于行业标准的大型基金，也让投资者支付数额惊人的咨询费用。用当前流行的说法就是，这些费用实际上才是“真金白银”。例如，1997年，一只最大的GNMA基金（资产为80亿美元）向其投资基金经理支付了4 400万美元，尽管该基金实现的回报率甚至不及一只非托管的GNMA证券指数。（这只基金同样支付了900万美元的12b-1费用和1 000万美元的管理费用。）那位基金经理会将4 400万美元中的多大比例用在管理上呢？如果我们假设有两个投资组合的基金经理，一个或者两个信用分析师（GNMA基金的信用品质是由美国财政部担保的），几个债券交易员，以及一定数额的成本和日常开支，可能总成本会达到500万美元。（然而更大的GNMA基金有着更高的回报，却只向其投资顾问支付100万美元。）其余的3 900万美元的费用到哪里去了呢？唯一可能的去处就是那位基金经理的口袋。为什么不让其中一部分以降低费用的形式落进基金份额持有人的口袋里，让他们也感受由基金管理所带来的规模经济的成果呢？

位于最高成本区间里的那些债券型基金，其投资顾问消耗了大约20%的基金回报，基金份额持有人只获得余下的80%，但是基金份额持有人提供了100%的基金资本，却没能从其投资中获得公平的回报。更糟糕的是，基金持有人获得的比重逐年降低。那些买卖基金的投资者还忽略了高成本在商品式的债券市场中所累积的效应，该市场提供了相对较低的回报率。目前，债券回报率平均为6%；对基金份额持有人而言，即使成本降低1%，也只会使回报率减少17%，达到5%。表7-10显示了随着时间的推移，10 000美元的初始投资受上述差异的影响。成本上升1个百分点，在10年以后所获的终值差异将达到20%，在40年以后将达到35%。忽略这一累计成本可能是心智上的解脱，但却会演变为一场财务上的灾难。

表7-10　成本如何随着时间的推移而消耗债券型基金的回报率的

期限（年）	初始投资10 000美元			
	资本价值		资本损失	
	6%回报率（美元）	5%回报率（美元）a	数额（美元）	百分比（%）a
1	10600	10500	100	17
10	17900	16300	1600	20
20	32100	26500	5600	25
30	57400	43200	14200	30
40	102900	70400	32500	35

注：a，资本损失占市场溢价的百分比。

十年以后

费用的影响

在过去的5年里，由于债券的回报率较低，投资者被过多费用所消耗的资产比例达到了很高水平。下表说明了这

一事实：

在每个四分位区间里费用成本所消耗的总回报比例　　单位：%

	最高	最低	指数
长期市政债券	54	28	6
短期美国国库券	23	8	4
中期国债	27	7	4
中期公司债券	34	12	9
平均值	34	14	6

选择权在你手中。你可以投资于那些最高成本的债券型基金，并将34%的回报给基金经理。你也可以投资于那些有着最低成本的债券型基金，仅放弃14%的回报。更好的是，你还可以利用债券指数基金，它们的低成本只会消耗6%的费用，为你保留94%的回报。

怎样避免承担过多的成本

尽管数量很少，但还是存在一些防御措施以避免费用过度扩张，这一点需要依赖债券型基金领域里“回报—风险—成本”这三者之间的权衡关系。在股票型基金领域也存在同样的权衡关系，但随着时间的推移，有着较低回报率的债券型基金往往会受到更大的影响。但不幸的是，防御措施很少起作用。作为同时监管经纪公司和基金分销商的自律型组织，美国证券交易商协会（NASD）对经纪人为其客户提供的投资选择提出了适当性要求。但当债券型基金领域存在低成本的投资选择时，一只消耗20%甚至更大比例的市场回报的基金怎么能是合适的呢？证券与交易委员会（SEC）要求这些基金全面披露信息，然而在债券型基金的招募说明书中，没有向投资者提及普遍存在于金融市场

的这一事实，即更高的回报（或更低的风险）总是与更低的成本紧密联系，更别说会做出完整的信息披露。

如果无法实施更为严格的信息披露来使投资者有能力做出这些判断，如果基金董事不把基金份额持有人的利益置于基金顾问之上，也不降低基金费用，那么投资者应怎样保护其自身利益呢？答案是，基于常识。仔细阅读基金招募说明书[(41)]，如果它们不够清楚或者无法随时获得，则要求这些基金做出答复。仔细考察由波动率、久期和投资组合品质所定义的风险水平。最重要的是，寻求现有的成本低廉且管理良好的债券型基金。

今天确实存在着低成本的债券型基金可供选择，但是数量并不多。在晨星公司5年的数据库中，每20只债券型基金中只有1只的费率低于0.5%，而0.5%是我所认定的成本的合理上限。这些基金都是按照回报率最高的四分位区间来排名的，为什么没有更多的按低成本的排名选择呢？投资者何时才会对这些基金有强烈需求，而投资顾问何时才会提供这些基金呢？为什么没有更多的债券指数基金呢？据我所知，债券指数基金的总数是20只，这个数字确实少得惊人。在商品式市场里，基金成本对基金份额持有人而言是其回报率的关键决定因素，一只指数基金以20个基点甚至更低的成本运作，但该市场却正好缺乏这样的指数基金，这是令人震惊的。为何基金业不能解决这些由过高费用造成的严重异常现象呢？只要愿意，我们就可以清理市场中这些杂乱的收费行为。

债券型基金的投资者不应当再继续忍受过高的成本了。随着时间的推移，大多数收费基金的收费变得越来越有掠夺性了，这些收费基金的费用和佣金都应当大幅削减。前面的表格已说明，成本对债券型基金回报率的侵蚀最终将使投资者的资本趋向消失。债券型基金如果依然无法提供足够的回报率，这个资产近10 000亿美元的基金帝国必将没落，它的逐渐被遗忘代表着某种形式上的理想化惩罚。但我更愿

意看到被逐渐遗忘的是那些过高的销售佣金和过多的管理费。如果真是那样，债券型基金的投资价值特征就会显现，共同基金业的债券型基金板块，就可以恢复它在市场中应得的关注。

我希望监管和自律机制最终都能发挥作用。但是，如果无法实现该结果，就只能由投资者自己在做选择时，避开那些高成本的债券型基金，抛售已持有的高成本债券型基金，并找出以低成本运作且管理良好的债券型基金，追踪高品质债券市场指数的债券指数基金。最终，我想说的是，债券型基金业的未来取决于债券型基金的投资者。

十年以后

未来10年的债券型基金

在2009年年中，长期市政债券型基金的平均回报率为5.1%，与10年前5.3%的水平非常接近。短期国库券和中期国债的收益则暴跌了，分别跌到不足1.0%和2.8%。达到投资级别的中期公司债券，其回报率从之前的6.9%跌至5.4%。既然更长期限债券的当期收益是其未来收益的良好信号，你就必须仔细计算未来收益有多大比例可能流向投资者，又有多大比例会被基金经理消耗掉。

不要忘记考虑这个建议，即购买收取销售佣金的债券型基金会有损其投资价值。可能会有股票型基金经理能够克服这一成本负担，但具有这一能力的债券型基金经理必定因其稀有而惹人注意。这一点清楚且有说服力，并且一直存在。

我应该提一下债券目录上的一种相对较新的产品。在1997年，美国财政部开始发行“抗通胀”（inflation-

protected）债券，这种债券支付的利息会随着CPI的增长而上升。现有的抗通胀债券的久期为5年到30年不等。目前，抗通胀债券的10年期回报率为1.7%，大约是普通10年期国债3.4%的回报率的一半，这意味着市场参与者预期，在下一个10年里，通胀率平均会达到1.7%。如果通胀率更低，普通债券会是更好的选择；如果通胀率更高（而且可能会高很多），抗通胀债券就会是更好的选择。

在这段不确定的时间里，债券型基金对投资者而言，是特别重要的投资选择。与股票型基金不同，它们至少在下列5个方面具有很高的可预测性：（1）当前的收益（对更长期限的债券而言）即使并不完美，也是未来回报的一种出色的预测工具。（2）债券型基金经理获得的总回报集中在一个狭窄的范围内，是由该市场每个部分的当前利率水平所决定的。（3）投资选择很广泛，随着到期日的延长，本金波动率上升，但收入波动率却下降了。（4）无论是应税的债券型基金或是市政债券型基金，它们的回报率都彼此高度相关。在高税负的基金类型中，市政债券型基金对投资者来说是很好的选择；而对那些相信联邦政府的巨额赤字必将产生更高生活成本的投资者来说，抗通胀债券则是合理的选择。（5）考虑到这些债券型基金的投资组合品质以及期限都相当，它们最大的共同点就是：更低的成本意味着更高的回报（不要忘记债券指数基金，或者与其相当的那些有着最低的成本的基金）。

第8章
全球投资：钻石之邦

“钻石之邦”（Acres of Diamonds）是天普大学（Temple University）的创建人鲁塞·康威尔（Russell Conwell）博士发表的一次经典演讲的标题。在大众传媒时代之前的19世纪七八十年代，他向全世界发表了这一演讲，他的讲话激励了数百万人。康威尔博士讲述了一位名叫艾哈福德（Al Hafed）的古代波斯人的故事，他是一名富人，希望获得更多财富。有一天夜里，他梦见自己找到了一处很大的钻石矿。不久以后，他就出发去寻找它，走遍了古代世界的每个角落。

艾哈福德为这次探索耗尽了所有的财富。绝望之极的他在海格利斯之柱（the Pillars of Hercules）旁投海自杀了，在布满泡沫的潮汐浪尖中溺水而死。后来，在艾哈福德在波斯的宅院里，康威尔博士的故事继续着，“他的后人牵着骆驼来到花园的小溪边，注意到浅浅的溪流里有一道奇异的光芒，接着他搬出一块泛着一丝光亮的黑石，映射出彩虹般的光芒。”他在艾哈福德的花园中发现了戈尔康达（Golconda）大钻石矿，这个矿曾出产过一些全世界最好的钻石，包括镶嵌在英国王冠上的珍品“光之山”（Kohinoor）钻石。

这个故事的寓意清楚而简单：待在家里，在自己的花园里挖掘宝藏，不要去陌生的世界冒险挑战命运。你将会在你所处之地找到“钻石之邦”。

我对在美国境外投资的情况了解得越多，对这个故事就思考得越多。我并非暗示美国经济是一处新的戈尔康达钻石矿，也不是指投资海外企业就像死在异国他乡。但至少在目前，我们所处的美国仍是世界上最具活力、最具创新力的地方，拥有全球最开放的法治环境，以

及最完善的资本市场。美国凭借5%的世界人口，为全球创造出25%的产品和服务。可以毫不夸张地说，美国几乎是所有其他国家羡慕的对象。作为美国公民，我们每天都应该感恩祈祷。

如果我们的钻石矿藏就在国内，难道我们不应该就在这里选择投资项目吗？我相信这会是一个明智的投资策略。海外投资，比如投资于其他国家的公司，这对一个广泛分散化的投资组合来说，并不是非常重要，也不必要。对于那些不同意这个观点的投资者，确实也存在一些进行全球投资的正当理由，我会建议他们将其全球股票投资组合中国际投资所占的最大比例限制为20%。[(42)]

全球投资组合的极限

今天普遍的投资观念是海外投资。近年来，养老基金和捐赠基金逐渐减少了其美国股票头寸，并将其持有的境外股票数量增至一个很高的水平。超过1 000只在美国运营的股票型共同基金（占了25%）主要投资于国际股票，甚至一些大型的国内基金也将有近7%的资产投资于境外证券。学术界的理论专家大力推崇全球投资策略，有些专家还建议，理想的股票投资组合应该包括每个国家的股票，投资权重则依照各国在国际市场的权重。根据1998年中期的情况，依照这种投资策略形成如下权重：

国家	百分比（%）
美国	48
日本	9
英国	10
德国	5
法国	4
新兴市场	4
其他	20
总计	100

注意：在这个对美国投资者而言的“理想”投资组合中，有超过一半的资产会置于美国境外。

这个投资策略主要是基于这样一个简单的假设：因为境外市场有着与美国市场不同的波动模式（重要的是，它们彼此之间也不一样），将它们纳入美国股票投资组合就可以降低该组合的整体波动率，并可提供更高的风险调整资本回报率。其他支持这种策略的理由还包括：更为分散化的经济基础将增强内在的稳定性、更高的潜在增长率和世界市场中更便宜的估值。但这些投机性的论据不一定成立。

1997年年底，这个故事的另一面由《华尔街日报》专栏作家罗杰·洛文斯坦（Roger Lowenstein）进行了很好的陈述。他将该投资策略描绘为“全球投资的谎言”。他写道：“这种流行一时的投资观念在1997年被公认为是不理智的。”他引用亚洲股票暴跌的实例来挑战下述观念：“该策略所指的那些‘理性的’投资者会根据每个国家的市场权重，将其大量资金从他熟悉的国家转移到他所不熟悉的国家。”洛文斯坦总结道：“既然在每个国家都下注要比在一个国家下注明智，那么更为明智的是完全不赌博。”

十年以后

全球投资组合

今天的全球投资组合与10年前非常相似。美国股票的权重略有下降，从48%降至44%，那些发达国家或多或少都持有它们自己的股票。只有那些新兴市场国家表现出众，其权重从1998年的4%增长至10年后的9%。

国家	百分比（%）
美国	44
日本	11

英国	8
德国	4
法国	4
新兴市场	9
其他	20
总计	100

货币风险及回报

我也对市场权重下全球投资策略持保留意见。这涉及股票投资者从不需要承担的一种深层次的特定风险：货币风险。投资于以本币计价的股票所获得的回报，与投资者的收入、消费和储蓄都用相同的货币来衡量（有时这有利于本国公民，当然有时也无益于他们）。即使以当地货币计价的海外投资获得与美国投资相同的回报率，但最终获得的回报率也可能是完全不同的，这取决于世界市场中美元走势的强弱。强势的美元会降低美国投资者在境外市场所获得的回报率；弱势的美元则会提高在境外市场所获得的回报率。

从长期来看，因为政府融资与国际贸易的相关机制将使货币价值保持均衡，所以货币风险应该是全球市场的一个中性因素。但从中期来看，货币走向购买力平价的道路可能充满了艰难险阻。例如，在摩根士丹利资本国际公司（Morgan Stanley Capital International）的欧洲、澳大利亚、远东（EAFE）指数的30年历史中，美元从1970年到1980年表现弱势，之后到1984年一直走强，而后一直到1995年都非常疲软。自那时起，美元币值又逐步回升。然而，在1998年美元的情况又大致和1980年相同。美元币值的波动造成了投资者对国际市场回报率的重大误解。1985年到1994年的10年间有一个很好的实例。表8-1a的上半部分显示了美国投资者的境外回报率（以美元计）大大高出了美国股票的回报率。

考虑到这种情况，投资者可能很容易（或许已经）相信，境外市场已经跑赢了美国市场，并在未来会有更好的增长。境外市场的年回报率比相当强劲的美国市场还要高出3.6%，这个差距在这10年里已经形成了137个百分点的额外资本积累。那么为何不顺势而为呢？

确实，为什么不呢？然而，这些在国际市场中的超额回报，很大程度上是一种幻觉。尽管投资者在货币市场已经获得了一份相当丰厚的回报，但是来自境外股票市场的回报实际上却相当一般。若以本地货币计量，国际市场的年回报率每年落后美国市场4.1个百分点，比它们表面领先美国市场的差额多一点。美元的过度弱势使累计的国际市场回报翻了一番多，如表8-1b所示。

我认为，**从长期来看，美国投资者在境外股票上取得的业绩，最终是由每个国家股票的基本面决定（基于股息率和盈利增长率），而不是由货币回报率决定的。**考虑到20世纪90年代全球各国的经济增长率，将其与今天美国所具有的强大的全球影响力、企业家活力和技术领先地位相比，我们可以合乎逻辑地预期美国的经济增长会超越其他国家。

表8-1a　截至1994年12月31日的10年期全球回报率　　单位：%

全球市场	年回报率	累计回报率
	以美元计	
美国股票	14.3	283
国际股票（美国货币）	−17.9	−419
美国股票的落后差额	−3.6	−137
	以当地货币计	
美国股票	−14.3	−283
国际股票	10.2	163
美国股票的优势	+4.1	−119

注：a，标准普尔500指数和MSCI-EAFE指数。

十年以后

表8-1b　1994年12月至2009年6月的全球回报率

全球市场[a]	年回报率	累计回报率
	以美元计	
美国股票	6.8	160.4
国际股票（美国货币）	3.7	68.4
美国股票的优势	3.1	92.0
	以当地货币计	
美国股票	6.8	160.4
国际股票	3.5	66.0
美国股票的优势	3.3	94.4

注：a．标准普尔500指数和MSCI-EAFE指数。

另一方面，美国很可能处于其经济周期的顶峰，而很多欧洲国家、日本和新兴市场国家则分别受困于高失业率、金融机构过度扩张和深度衰退，它们的经济可能已经达到了某种意义上的最低点。这个问题的更复杂方面是，我们从来都不清楚这些经济因素能否在当前的市场估价中得到准确体现。全球范围内超额市场回报率之间的竞赛，从来都不是一件容易预测的事。

不过，在1994年倒是有一件事在我看来是容易预测的。事实证明，这个预测到目前为止还是正确的：美元这样的弱势不可能无限期持续。考虑到这种可能性，以往的业绩数据由于深受美元弱势的影响，存在严重的缺陷。如果没有意识到弱势美元每年为境外股票的回报率增加了7.7个百分点，我们就会对未来的回报率抱有过高的期望。实际上，从1994年年底到1998年中期，美元恢复了强势并将境外市场的年回报率降低了4.6个百分点。

十年以后

货币风险及回报

从我描述的“美元的弱势（从1984年到1994年）不可能无限期持续”这件“容易预测的事”开始，已经过去了15年。这个预测是非常正确的。美元一直迅速走强到2001年，然后在2002—2008年走弱并来回震荡，美元只是在2009年中期才略有走强，之后就再次走弱。在这整个时期内，美元相比美联储的主要货币指数贬值了15%。从1994年到2009年中期的这段很长的时期内，美元的弱势为那些以美元计量的国际股票提供了略高于3.7%的回报率，而以当地货币计量的这些股票的回报率则为3.5%。然而，这两个回报率都落后于标准普尔500指数在这整个时期内的回报率（6.8%）。

全球投资组合的有效前沿

许多投资者拒绝完全按照市场权重的全球投资策略，采取了一种更为复杂的分析方式来创建全球投资组合的结构。该分析就是计算出一个有效前沿，目的是确定资产在美国投资与境外投资之间的准确分配。其目标是以最低的风险水平（投资者可接受的最低的回报波动率）来保证实现最高的回报率。我也怀疑这个方法的有效性，因为有效前沿几乎完全是基于以往的回报率和以往的风险模式的。偏差也许是不可避免的，毕竟历史是确凿数据的唯一来源，但是股票投资组合以往的相对回报率（尽管不那么显著）和相对波动性，并非总能预测未来，有时还可能会适得其反。

例如，考虑到1988年年底的有效前沿，当时国际市场的相对回报率处于高水平。如表8-2的上半部分所示，按照笃信有效前沿理论者所认为的必要资产配置，最高回报和最低风险的最优组合应是：50%投资于境外股票，50%投资于美国股票。那么投资效果如何？事实上并不是特别好。在1988年以后，该投资组合即使不是完全无效，其表现也是非常不佳的。它不仅以11.4%的年回报率（相比投资美国股票的回报率19.2%）大幅落后于全美国股投资组合的回报率，还承担了比全美国股票投资组合略高的风险（标准差12.6%对12.2%）。这种回报和风险的组合几乎是失败的。

表8-2　有效前沿　　单位：%

	年回报率	波动性风险[a]
	截至1988年12月31日的10年期间	
100%美国股票	16.2	16.4
100%国际股票	22.3	17.0
高效的全球化投资组合：		
50%美国股票/50%国际股票	19.6	14.4
	截至1998年6月30日的9.5年期间	
100%美国股票	19.2	12.2
100%国际股票	5.8	16.9
高效的全球化投资组合：		
80%美国股票/20%国际股票	16.6	11.8
	年回报率	波动性风险[a]
	截至2008年12月31日的10年期间	
100%美国股票	-1.4	15.1
100%国际股票	0.8	16.4
高效的全球化投资组合：		
80%美国股票/20%国际股票	0.9	15.0

注：a，标准差。

当今投资者若要利用这一理论来指导投资，就应当选择一个相当不同的全球投资组合。有效前沿以历史业绩为依据，因此，当前寻求最高回报率与最低风险的投资者，就应以各个市场在过去10年的回报

率为依据，挑选出一个高效的投资组合，结果正如表8-2的下半部分所示。

鉴于这10年美国股市拥有较低的波动率和较高的投资回报率，而在其他国家情况刚好相反，如果美国股票现在占比该投资组合的80%，那么投资回报将是10年前的两倍。这个新的全球资产配置会为有效前沿理论的追随者指明正确的方向吗？我们无法得知。但经验告诉我们，这个理论几乎不可能提供最佳答案。

我认为与有效前沿理论相关的另一个问题是，风险的极小波动可能使最优组合难以从那些效率欠佳的投资组合中分离出来。例如，在截至1988年的10年中，一个美国股票与国际股票的混合型投资组合（简称80/20）的投资比例为80/20，其标准差为15.1%，相比之下，50/50投资组合（据称是最有效的）则为14.4%。不到1个百分点的差异是如此微小，对任何现实世界的投资者来说都是可以忽略的，特别是对那些不愿意或不会使用晦涩难懂的方法来计算月回报率标准差的投资者更是如此，更不用说这种标准差是否是一种有效的风险度量指标。

在截至1998年6月这9年半的时间中，这种差别是微不足道的。例如，80/20的投资组合有着最低的风险，其标准差为11.8%，相比持有100%美国股票的投资组合12.2%的标准差，下降了不足1个百分点。这确实是一种难以捉摸的风险指标，对聪明的投资者来说，依据以往风险的微小差异建立的整个投资组合策略，看起来无法保证判断的正确。

对比截至1988年和1998年6月的两段时期，图8-1明确显示了全球投资有效前沿的两个重要事实：（1）有效前沿在10年内可能会发生巨大转变；（2）尽管在这附近的资产配置变化很大，但在每条曲线的边界点附近存在的风险变动是不重要的。当市场中货币币值波动造成巨大的额外风险时，盲目地依赖历史数据有很大缺陷的。

在最终的分析中，**股票投资者只需要承担一种风险：市场风险，即所有的股票投资组合都会存在价值波动，这是不可避免的事实。**不管怎样，**绝大多数投资者都选择承担两种额外的风险：其一是投资风格风险，也就是以某种偏好来选择共同基金和股票投资组合。**比如关注大盘价值型股票，或者小盘成长型股票，或者预期回报率随时间变化会不同于整个股市的其他股票。**其二是管理者风险，即选择一只共同基金，该投资组合的基金经理可能会、也可能不会在这只基金既定的投资风格类型下，提供最优的投资组合。**

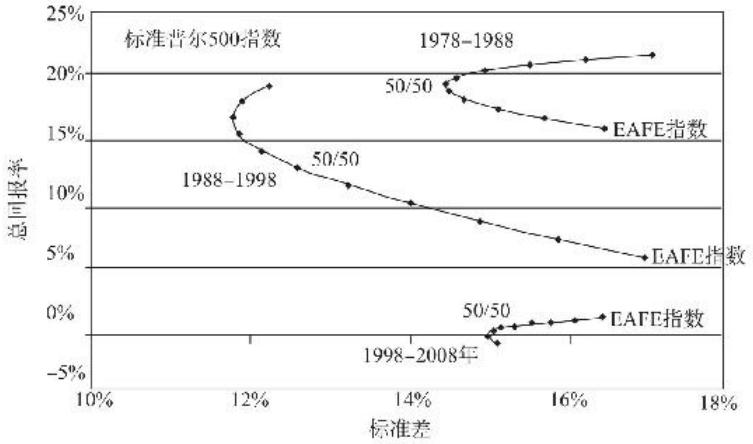


图8-1　选择哪个有效边界呢？美国股票头寸对比国际股票头寸

暂不考虑承担这两种额外的风险是否是一种明智的行为，而几乎所有的投资者都认为这是理所当然的，我看不出投资者有何理由还要承担第三种额外的风险：货币风险。有投资者相信自己的智慧和判断，也接受全球投资是必要的这一观点，但是对于这些投资者，我还要重申一下我的经验法则：将股票投资组合中的国际投资头寸的比例限制在1/5以下。

十年以后

全球投资的有效前沿

如表8-2所示，在最近10年里，投资美国股票和国际股票所获得的回报率实质上为0，相比在之前的20年里所获得的大部分两位数的回报率，二者有着相当大的差距。当然，那时的业绩确实是不可思议的，也显然是无法复制的。然而，用多种方法来衡量后发现，波动率风险几乎没有发生变化。

更新后的图8-1再次清晰地确认了我的怀疑，根据基于历史经验的有效前沿理论来确定投资策略并非明智的做法。正如我那时所写的：“经验告诉我们，根据（1998年的有效前沿）提供最佳答案是不太可能的。”大致看一下这个更新后的图可以发现，在20世纪80年代和90年代，有效前沿的广泛变量已经被狭长的弧线所取代。在这条狭长的弧线中，投资100%美国股票与100%国际股票的年回报率，二者的差异微不足道。今后10年的有效前沿会是什么样的呢？有一种猜想认为，模式上与以往这三个10年的任何一条有效前沿都显著不同。无论这个基于历史数据的理论多么有吸引力，绘制一条推测性的有效前沿并不可靠。

国际经济和金融市场

到目前为止，我还没有提过投资国外的一种最明显的风险：美国与绝大多数其他国家在政府、经济和金融系统方面存在的差异。作为一个理论问题，这些风险往往被纳入金融市场所固有的神奇套利定价机制里。通过这种机制，市场价格假定已经考虑了有关一只股票的所有现存信息，包括所有国家的所有股票，并且通过掌握充分信息的买卖双方共同决定来达到准确平衡潜在风险与预期报酬的价格水平。

回顾过去，相关记录清楚显示国民经济的相对地位发生了巨大转变，这种情况有时持续很久，有时却快速进行。金融市场就像一名严厉的监工，它无法容忍任何妥协。想想日本，10年前美国投资者还担心日本经济这轮“初升的旭日”最终将统治全世界。东京急速上涨的股票价格使得日本股票总资本逐步升级，达到了全世界整个市场资本总额的近一半。那时，日本占据了43%的份额，是美国市场28%的份额的1.5倍。

但从那时开始，日本经济开始萎缩了，而绝大多数其他国家的经济（特别是美国经济）正处于繁荣期。日本政府的财政货币政策似乎有损于而不是有助于本国经济，而其银行系统仍然保持着过度扩张的趋势并充满了问题贷款。日经指数（the Nikkei Stock Market Index）从27 700日元下跌至1998年中期的15 800日元，大约是10年前的一半。

局势扭转了吗

在1998年初秋，整个美国股票市场全年大约上涨了3%，而国际市场则下跌了大约7%。西欧国家的股市上涨更高，但最终全球其他市场都崩盘了。日本下跌了大约20%，新兴市场下跌了大约40%，而俄罗斯市场竟暴跌了80%。雪上加霜的是，绝大多数境外国家的本币都走弱，造成了美国投资者的主要损失。

这次美国股票的相对回报率的额外提升可用下面两个理由来解释：（1）它进一步证实了本章中“钻石之邦”这一论点；（2）它使得美国投资者投资海外的机遇比以前更有吸引力。毕竟，正如1960年至1997年已经发生的，有相当多的事实可以证明，国际市场和美国市场的回报率会在长期恢复到统一的全球股票回报率的平均水平。

即使在美国占据主导地位的那段时期，谁能保证已经走强的美元将来不会暴跌？或者一个竞争对手国家（或是一个区域，例如欧盟）将来不会取代美国成为世界经济领袖呢？或者当前的世界市场价值是以预测美国会有最好的结果而全世界都会是最差的结果为依据来衡量的呢？答案是：没有人能确信，尤其是我。在金融市场上，局势出现扭转是一种常规，而不是一个例外。

但有一个陷阱正等待着那些仍然将投资境外作为最佳选择的投资者。这个陷阱就是市场择时。局势的扭转通常发生在最意想不到的时候，要不太早，要不太晚，以至于我们无法利用这些时机，正如1997年大暴跌以后的反弹。也许最差的就是最后终止境外投资，但也可能不是。我们确实不得而知。

同时，世界其他市场已经繁荣起来了。在美国，在同样的时期内，道琼斯工业平均（指数）从2 140点升至8 950点，上涨320%。以当地货币计价，欧洲市场（根据MSCI—EAFE—Europe Index指数）上涨275%。日本市场的地位下降得令人惊讶，1998年中期它在全球的权重只有世界市场的9%，大约是10年前43%份额的1/5。同期美国市场的份额增长到世界总资本价值的48%，是1988年的28%份额的1.5倍以上。1998年，美国的世界市场份额与10年前的日本竟然惊人地相似。这种相似性是否会在未来几年继续演变为类似的经济恶化，还有待观察，但值得我们去思考。如果你相信它会发生，你就应当增持境外头寸。表8-3反映了世界市场资本在1988年和1998年中期的相对变化。记住这些巨大的转变都发生在不到10年的时间内，这在金融史上只是弹指一挥间。

全球化投资风险的实例就是东南亚。截至1997年中期，许多国际投资者都看好新兴市场的表现，认为这些市场提供了不寻常的可获得优厚长期回报的良机。而且，在20世纪八九十年代，印度尼西亚、韩国、马来西亚、新加坡、台湾以及菲律宾的这些国家和地区的经济和市场确实都表现突出。它们的人口和经济迅速增长，飙升的股市回报使它们在世界市场的权重增加了一倍，从1991年的1.9%增至1997年年初的3.8%。但是，截至1997年秋天，它们由政府主导的金融系统受到了削弱，其货币也随之走弱，经济也开始衰退。

尽管东南亚国家的货币贬值了40%，但罕见的是其以当地货币计量的市场并没有下跌超过40%。但二者相加，使得美国投资者的名义投资价值在仅仅几个月的时间里就下跌超过80%。随着世界其他市场的逐步繁荣，东南亚市场的相对权重令人惊讶地下跌了70%。一年前它们还正处于基金投资者追捧的顶峰上，但到了1998年年初，它们的权重只占世界市场的1.2%，不足一年前比重的1/3。1998年，这些新兴市场的问题仍然存在并持续恶化。这些惊人的转变给投资者上了一堂关于全球投资风险的课程。投资者在那些会计准则、财务透明度以及流动性方面都还没有达到美国标准的国家进行投资，风险就会相当高。

表8-3　世界市场资本：1988年、1998年以及2008年　　单位：%

	1988年12月31日	1998年12月31日	2008年12月31日
美国	28	48	44
日本	43	9	11
英国	8	10	8
法国和德国	5	9	8
其他国家	16	24	29
总计	100	100	100

十年以后

正如之前提到的，投资者对经济增长的起伏变化，不是过于乐观就是过于悲观，他们的这种态度影响了全球的经济和市场。表8-3（本版已更新）清楚反映了始于20世纪80年代末期的日本股票市场崩盘，以及20世纪90年代美国股票市场的迅猛上涨。

全球投资者的记录

在评价全球投资时，最公正的方式应是以全球基金经理的现实业绩为依据，而不是以抽象的学术理论或者偶然得到的市场证据为基础。这些基金经理不受国家边境的束缚，每天用投资者的资金在他们所看好的世界市场中购买挑选出的个股。然而，在遵循全球投资策略的基金中，很少有基金的运营时间能够超过10年的，到目前为止，我们所得到的证据并不令人满意。

截至1997年的10年里，全球基金的年均总回报率仅为11.2%，与标准普尔500指数18.1%的回报率有很大差距。同时，这些基金的风险（标准差）平均为14.3%，比标准普尔500指数14.1%的风险略高。更进一步，全球基金的平均回报率隐藏了一个巨大的风险：单个基金经理的业绩变动范围很大。基金经理回报率的变动范围从顶级基金经理的年均高达15.5%到最差基金经理的年均6.9%，最差基金经理的回报率不及顶级基金经理回报率的一半。所以，投资者的回报率变动范围在很大程度上取决于他们所选择的基金。

在过去5年，投入运营的全球基金越来越多（57只全球基金），但是基金经理却未能脱颖而出。他们的平均回报率为14.1%，比摩根士丹利资本国际全球指数（Morgan Stanley Capital International All

Country World Index）（各国家以其股市规模计权重）的回报率15.9%要低，而他们的平均风险（标准差）13.1%要高于该指数12.3%。全球基金经理犯了两个错误。第一个是，从战略上，他们押了与美国市场表现相反的赌注。当美国市场回报率是全世界市场的最高水平时，他们的基本投资策略却是重点投资于（就像全球指数自身所配置的那样）美国境外市场。第二个是，从战术上，他们押了与美国市场表现相反的赌注。1997年年底他们投资美国股票所占比例为30%，相比之下，在摩根士丹利资本国际全球指数投资中，美国股票所占比例为47%，他们投资美国股票的份额严重不足。总而言之，全球投资策略专家还不能拿全球基金的表现来证明自己的观点。

构建你自己的全球投资组合

当然，还有另一种方式来参与全球投资的进程。如果你认定在境外投资会有机会获得更高的回报率，还可能降低持有头寸的短期波动性，你只需要简单地决定在你的投资组合中加入多少外国股票，从而平衡组合中美国投资与境外投资的比例。

但是，海外股票过去的业绩表现如何呢？在过去15年的全球牛市期间，国际股票的回报率落后于美国股票的回报率。截至1997年，EAFE指数增长了15.3%，同期的标准普尔500指数增长了17.5%。每个领域的共同基金回报率都不及与其对应的目标指数。令人惊奇的是，尽管如此，国际共同基金比美国同行的表现要稍好一点。

然而，在过去10年里，国际基金和指数同样远远落后于它们的美国同行。普通国际基金实现了9.0%的年回报率，比普通美国基金回报率15.5%的2/3还要少。因此，投入每种基金类型的10 000美元初始投资，与最终实现的资本积累存在着惊人的差异：境外基金的资本最终将增至24 000美元，而美国基金的资本最终将达到42 000美元。奇怪的是，在这段时间里，当普通美国基金再次落后于它们的目标指数

时，国际基金却跑赢了它们的目标指数（我很快就会探讨这种异常现象）。

因为在20世纪五六十年代国际基金的数量很少，所以无法实现对基金和指数的回报率进行40年和30年的有效对比。然而，查看这25年的记录，普通境外基金9.9%的回报率远低于EAFE指数11.9%的回报率，这是一个令人惊讶的结果。这样的年回报率差异对长期资本积累有着深远影响。普通境外基金10 000美元的初始投资最终会增至107 000美元，与EAFE指数最终的167 000美元之间有整整60 000美元的差距。

使用最长可能的时间段——以EAFE指数的整段历史作为研究基础，你会得出一个不同寻常的结果。从1960年到1997年，美国股票的标准普尔500指数年回报率为11.5%，与国际股票EAFE指数的回报率刚好一致。正如我们将在第10章看到的，尽管投资重心不断在这两种类型间来回转移，但从长期来看，国际投资无法为美国投资组合增加任何额外的回报。 “追求虚无缥缈的完美境界”的这一表达可能太过强烈了，无法准确描述在海外市场上竭力追求的优越回报。但随后发生的历史将再次表明，这种表达未必不正确。

国际市场的指数化是一种更好的方式吗

无论用哪种方式衡量，主动管理型的国际基金的长期记录远不能令人满意。但是，考虑到投资者对全球分散化投资的信任程度，有另一种方式可以进入国际市场，从长期来看，它应当是一种更好的投资方式。这种方式就是投资国际指数基金。

指数化投资提供了一种财务优势，这种优势在国际股票市场中要比在美国市场中表现更为明显。首先，国际共同基金的平均运营费用很高，运营成本通常为1.7%，比美国基金高出0.3%。其次，尽管国际基金之间的投资组合换手率较低（每年大约70%，仍旧是一个很高的数

字），国际市场交易成本却要多很多。流动性成本、交易成本、印花税以及托管费都比美国市场高得多，每年总计高达2%（或更多）的交易成本。因此，每年需要承担的成本可能就接近4%，几乎是美国股票型基金成本2%的两倍。在这个成本水平上，绝大多数国际“基金中的基金”经理几乎不可能提供比美国股票型基金更优越的净回报率。

国际指数基金的成本种类与主动管理型的国际基金一样，但数额要低很多。特别是，一只低成本的国际指数基金不需要支付投资顾问费用，很大程度上正是因为不需要支付这项费用，国际指数基金的费率是国际基金标准水平1.7%的1/3或更少。国际股票指数基金若投资于欧洲以及太平洋地区的发达市场，其费率不会超过0.5%；若投资于新兴市场的投资组合，则不会超过0.75%。

更重要的是，国际市场指数基金的换手率最小。在理想情况下，每年少于5%。这个比率是主动管理型国际基金平均换手率70%的1/14，在高成本的境外市场上，这是一项特别重要的优势。低换手率将国际指数基金每年的交易成本限制在资产规模的0.5%以内。

总的来看，国际指数基金平均每年的运营费用和交易成本通常会低于1%，相比之下，主动管理型国际基金则接近4%。在一段持续的时期内，国际指数基金很可能会有一种与生俱来的优势，能够贡献的年回报率高出了管理型基金大约3个百分点。这个巨大的差额是近年来美国指数基金所获得2%优势的1.5倍。

是，不是，可能是

这些指数化投资的优势是否已在实践中得以证实了呢？答案是不明确的：“是，不是，可能是。”为了理解“是”这一答案，你只需要思考市场和基金经理的本质，没有其他可以依赖的证据。拥有市场中所有股票的投资者，能够在扣减投资成本以前就实现该市场的总回

报，这些投资者的回报率在扣减成本以后，会不可避免地落后于该市场的回报率。

存在“可能是”这一答案，是因为我们只能获得市场中所有投资者的非常不完整的数据。在美国发行的国际基金所持有的，只是全部境外股票的极小部分，价值大约为3 300亿美元，大概是全部国际股票价值的2%。我们是很难用如此小的样本对基金经理的相对业绩下定论的。

现在谈谈“不是”这个答案是怎么得来的。我不能确定的是，我们所假设的指数基金长期每年3%的收益优势是否将在任何一个特定时期内都能够持续。然而，在相当长的时间内，我预测美国基金经理与他们在世界其他地方的同行相比，既不会更精明也不会更愚蠢，因此，3%的收益差距从长期来看是确定的。

我们将国际市场划分为欧洲与太平洋地区这两个最大的组成部分，以此检验这个3%的假设的有效性。欧洲市场在多个国家之间实现了高度分散化：英国占欧洲指数总价值的30%；德国占15%；法国占13%；瑞士占11%；荷兰占8%；意大利占6%；其他国家共同占17%。不仅欧洲“基金中的基金”经理倾向于设置类似的投资权重，不同欧洲国家的市场也经常受相同经济金融因素的影响，并且往往遵循类似的路径。

投资于欧洲的基金记录清楚地证实了国际投资中的指数化方式的优势。在截至1997年的10年里，普通欧洲基金的年回报率是10.2%，相比之下，欧洲股票指数年回报率为14.6%。考虑到指数基金有1%的总成本，这一差额每年就变为3.4%，大致等同于我依据管理费用以及交易成本所假设的3%的差额。在这一时期，答案为“是的”，指数基金的优势被完美证实。

在太平洋地区，答案是不确定的。现存的有限数据表明“可能是”，这些数据只是持有极小部分太平洋地区股票的那些美国基金经

理的记录。但是产生任何差异的主要理由是日本的股票市场，日本占据太平洋地区指数的主要权重，也主导了这一指数的回报率。10年前，日本股票构成了该地区股票市场价值的93%，即使在它衰落以后也仍占据该地区80%的权重。（摩根士丹利资本国际—太平洋指数[the MSCI—Pacific Index]既不包括中国也不包括东南亚的新兴市场，后两者在摩根士丹利资本国际新兴市场指数[the MSCI Emerging Markets Index]中得以体现。）但是，由于政策或法律要求美国共同基金投资分散化，在投资组合中，日本占据了相当小的权重，在美国基金经理管理的投资组合中，日本股票平均仅占38%。

在过去的10年里，由于减少了对这个巨大的衰落市场的投资，太平洋基金的年回报率仅为4.4%。投资业绩虽然很一般，但已大大超越了太平洋指数的负回报率（－1.2%）。少数主要投资于日本的共同基金确实表现更差，以－1.8%的负回报率落后于日本股票占主导的地区性指数。考虑到太平洋基金的数量较少（1988年仅有3只，1998年仅有57只），这些结果并没有动摇我对指数化投资适用于所有市场的信心。

除了欧洲以及太平洋地区的市场就是新兴市场了，那些寻求爆炸性经济增长的投资者通常会转向这些新兴市场。无视额外风险是很幼稚的，近来，风险在这些市场上已表现得很明显了。但我们建议那些寻求额外回报率的有进取心的投资者，最好将国际投资风险敞口中的新兴市场敞口限制在一个合理的比例。由于投资于新兴市场的指数基金的记录很短（仅4年），所以，到目前为止的结果都是令人振奋的。但考虑到该时期较短，所以我们做出“可能是”的判断就够了。尽管如此，从长期来看，这样的指数基金应当会获得比主动管理型基金更大的优势。

现在转向由EAFE指数衡量的整个国际市场（不包括较小国家的新兴市场），我们能够毫不犹豫地以响亮的判断“是”来再次肯定之前

的分析。在过去的25年里，普通的美国管理型国际基金的平均回报率比EAFE指数11.9%的年回报率要低2%。在这段截至1997年的完整的25年期中，EAFE指数有15年的回报率，每年超过主动管理型基金5个百分点，还有10年的时间，EAFE指数每年比主动管理型基金落后2.5个百分点。这种变化完全是由于在过去10年里，日本从市场领导者转变为市场落后者。如果对短期投资者来说，答案是“可能是”，那么对长期投资者来说，答案就是“是的”。指数化投资发挥了作用。

一些国际基金能够而且也确实会藐视那些信赖指数基金的投资者。通常而言，这些基金往往具备以下特征：有经验丰富的基金经理、相对较低的投资组合换手率以及不高的运营成本和顾问费用。这些在国际基金领域是不常有的，但在那些获胜的基金中十分普遍。然而，时间会改变，基金经理会更换，政策会修改，而费率也大多会上调。因此，对于那些有兴趣通过共同基金在全球分散投资的长期投资者，国际指数基金提供了一种明智的方式。

十年以后

国际市场的指数化是一种更好的方式吗

正如我们所期望的那样，指数化不仅是一种较好的投资方式，更是一种投资国际市场的上佳途径。自1998年年初（这是我们在上一版所作对比的结束时点），普通的主动管理型国际基金提供了2.5%的年回报率，相比之下，一只低成本的国际指数基金所获得的回报率为3.7%。这1.2个百分点的差额在很大程度上源自成本的差异。消极管理型指数基金承担的费率约为0.34%，而普通的主动管理型国际基金不仅要承担平均1.31%的费率，还要承担大约1%的交易成本。（我已经略去了销售佣金成本，全部国际基金中近

40%会收取该项费用。在投资者的持有期内摊销该成本，每年大约为0.5%～1%。）

意外的旅行者

在这个时代，我们无法忽视经济以及金融市场的全球化对地球上的每个国家的影响。美国也不例外。实际上，美国一直是创造并维系全球化的主导力量。尽管这一观点存在争议，但是我认为，对于那些有兴趣利用全球化趋势来获利的美国投资者而言，解决方案就在国内。通过持有全球投资组合来赚得更高的回报率，就像我们版本中的艾哈福德毫无成果地搜寻“钻石之邦”一样。

美国公司已经成为全球化的主要机构。摩根士丹利公司的最近一项研究确切表明：“如果你投资标准普尔500指数，你就拥有了分散化的全球投资组合。”标准普尔500指数中的公司有大约77%的收入来自北美地区，23%来自其他国家：13%来自欧洲，2%来自日本，亚洲的新兴市场（5%）和拉丁美洲（3%）占了8%。在标准普尔500指数中，一些大规模的公司有着巨大的全球影响力，它们收入的一半以上都来自美国以外的地区：可口可乐为67%；英特尔为58%；微软为55%；美国国际集团（American International Group）为54%；而宝洁为50%。

与国际化程度较低的同行相比，上述这些企业以“堡垒”公司著称。它们能够凭借其全球认知度以及营销影响力来保持自身的增长。当然，尽管它们要受到国际经济商业环境的影响，而国际经济又要受到当地货币币值估价的影响，但在它们自己的业务中，它们通常会利用期货来对冲掉大部分（即使不是全部）的货币风险敞口。由于这些公司总收入的23%以及净收入的28%都来自美国境外，这就为在标准普尔500指数中的公司提供了一个很好的全球投资方式。这样，美国投资者就无需冒险直接进入境外市场。

以往记录表明，那些高度国际化的美国股票往往会与其他国际化较低的美国股票密切相关，而境外市场似乎完全不同。因此，通过直接持有境外的股票来实现分散化投资，在降低投资组合月回报率的波动性方面往往会更有效。但是，正如我在这整本书中所探讨的那样，不应当以牺牲长期回报率来降低短期波动性。

再议“钻石之邦”

持有较大比例的外国股票去投资境外市场是没有必要的。就风险和回报而言，无论以往的记录是否是未来的预言，都不能提供令人信服的理由让我们抛弃在家就能挖掘到的钻石矿而去国外寻求未知的钻石之邦。康威尔博士的主旨是：“在你今天所处的位置，用你所拥有的，去做你所能做的。”他关注在费城的投资机会，但是他也讲述了遍及美国寻找巨大财富的实例——从宾夕法尼亚州到新英格兰，再到北卡罗来纳州和加利福尼亚州。他用约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller）和石油作为一个实例，又用约翰·萨特上校（John Sutter）和黄金作为另一个实例。

康威尔博士总是谨慎地赋予寻求财富以更高尚的意义。“我说你应该富有。”他会拖长声音说，“你没有权利贫穷。这里有这么多的机会。”但是他很快补充说：“我们都知道有比钱更有价值的东西，一些更伟大更令人崇敬的东西。”赚钱建造自己家园的那种兴奋感以及给那些有需要的人们以帮助的高尚感，他指出，这些就是“通过花钱带来快乐的例子”。

如果他生活在今天的世界里，康威尔博士无疑会谈论为舒适生活以及平静退休所进行的财富积累。我无法得知他是否也会提倡投资于美国公司。但是，考虑到艾哈福德的传奇故事，很容易想象他将押注于一个完全投资于美国股票的投资组合。

无论多么不稳固，在20世纪90年代结束时，美国都一直位于世界顶端。如果我们对于那种成就的自豪感是错误的，一次剧烈的跌落就可能到来。10年前它能在日本发生，它也能在这里发生。无论多么令人难以相信，美国确实有可能发生这样的衰退。投资者必须考虑全球范围的回报率以及风险，然后相应地分配他们的投资组合。但对我来说，如果某位近代的康威尔打算引用罗杰·洛文斯坦在《华尔街日报》的明智建议，我会同意：你不用离开家，就能过上一种幸福的投资生活。

十年以后

全球化投资

再次强调，我不愿意接受以下观点：如果持有真正的全球投资组合，美国投资者的市场权重会基于每个主要国家的市场权重，这导致了2009年中期美国股票在全球投资组合中占比高达44%，而国际股票占比则有56%。但是，我强调全球化投资策略应该将大部分投资集中于美国股票。毕竟，主要的美国公司包括了世界上最大的一些公司，经营着全球化业务。2008年，国外销售总额占标准普尔500指数中公司销售总额的48%，在2003，年这一指标为42%。因此，我仍然认为没有必要在境外投资太多。

在一种奇怪的自相矛盾的表达方式中，一些新兴市场已经从世界最大的国家中“脱颖而出”了。在过去的10年里，中国已发展成为一个准经济大国；印度兴起了；俄罗斯兴起了若干次，近年来却没落了；巴西也兴起了。（事实上，为了将这4个国家作为一个整体来描述，首字母组合词金砖四国[BRIC]出现了。）除了俄罗斯，这些都是庞大

而且快速增长的经济体，尽管生活标准远低于美国。中国人口占世界人口的18%，国内生产总值占全球的9%，中国的经济在过去5年里一直以两位数的比率（10.6%）增长。这些无疑将会使它在2020—2030年的10年期间的某个时点，成为世界最大的经济体。对印度来说，这三个数字分别为16%、4%以及8.4%；对巴西来说，这三个数字为2.7%、2.4%以及4.6%；而对俄罗斯来说，这三个数字分别为1.9%、2.6%以及6.4%。但是它们在世界股票市场的权重仍然很小：中国1.7%；印度0.7%；巴西1.2%；俄罗斯0.6%。

较之于更为成熟的美国市场，这些新兴国家迅速发展的经济是否提供了更具潜力的投资报酬？我对这个问题的回答是：“是的。”但我们只是不知道增长潜力在它们公司股份的定价中体现的程度，也不知道当它们发展成为更开放的经济体时，其社会将会发生何种程度的改变。另外，政治的不稳定性仍然是一大威胁，并且是一层巨大的额外风险。因此，我会谨慎地进入这一相对较新的国际投资浪潮中，并坚持我的劝告，即对国际基金，包括金砖四国基金，不超过投资者股票头寸的1/5。

第9章
选择优质基金：寻找圣杯

博学的研究者认为投资的核心任务，就是实现他们所投资金融资产的长期回报率的尽可能高的部分。但是他们认可并接受这一部分的长期回报率会低于基准资产回报率的100%。正如我在第4章指出的，一只市场指数基金的年回报率占基准股票市场年回报率的99%，而普通主动管理型股票基金预期年回报率则约占85%。由于管理型基金的回报率在未来的不确定性，它们基本很难达到基准股票市场年回报率的99%。另一方面，低成本指数基金的年回报率几乎确定能达到基准股票市场年回报率的98%～99%，并且随着时间的变化保持不变。

如前所述，业内领导者都已经开始意识到这些事实，他们至少在一件实例中明确认可“普通基金永远不能跑赢市场”的事实。事实上，那些销售主动管理型基金的人也不得不承认市场中这两个令人痛苦的现实：（1）投资者作为一个整体，现在和未来均无法跑赢市场。（2）在投资生命周期内，没有一只特定的共同基金能打败市场。现实的投资世界与加里森·凯勒（Garrison Keillor）虚构的乌比冈湖效应(43)完全不同，在那里“所有的孩子都高出平均水平”。

共同基金业已经意识到这点，他们含蓄地承认，任何一只基金都很难跑赢非管理的指数。因此，行业中大多数基金已经竭力将精细投资工具转换为中短期投机工具，这些精细投资工具原本就是为了长期投资设计的。

聪明的投资者必须接受这一事实，随着时间的推移，不论他们选择的那只（或那些）基金过去的业绩如何，这些基金的业绩将不可避免地回复均值。但是这里定义的均值是已经扣减了基金负担的成本加上买卖投资组合证券的成本（交易成本）以后的市场平均值，其中基

金承担的成本包括顾问费用、运行费用以及营销成本（总的来说就是费率），这些成本非常高。现在中等股票型基金年费率是1.5%，而且还在上升。交易成本难以准确量化，但共同基金投资组合的换手率很高，我们可以合理估计共同基金的交易成本为每年的0.5%～1%。因此，可以保守估计共同基金合计的年成本在2%以上。

考虑到这些事实，就像6世纪传奇中亚瑟王的圆桌骑士寻找最后晚餐里的圣杯一样，在追寻击败市场长期回报率的“圣杯”的过程中，20世纪基金经理及基金投资者备受挫折，在21世纪肯定也将会这样。

股票型基金的记录

我们首先检验一下现代股票型共同基金的历史记录。我将使用从美国股票大牛市开始的这一段时期的数据，即从1982年8月到1998年中期。这个时间段特别有意义，因为它涵盖了股票型基金资产成为最大资产池的这段时期，期间股票型基金持有比重超过了美国股票市场价值的21%，同期共同基金费率以及投资组合换手率也升至历史最高水平。在这16年里，股票型共同基金的税前年回报率平均为16.5%，若以全市场威尔逊5 000证券指数回报率18.9%来衡量，股票共同基金年回报率占整体股票市场的87%。[(44)]随着基金成本的上升，在未来，基金回报率与市场回报率之间的这一缺口肯定会越来越大。

这些不可否认的事实，与基金回报率、基金成本以及基金记录相关性有关，是当今指数基金蓬勃发展的重要原因。如果你不能跑赢市场（没有人提到与市场并驾齐驱），为何不投资指数基金？一只全市场指数基金总运行成本只有0.2%（是行业标准的1/10），年回报率为18.7%，接近同期整体市场回报率的99%。

我们认为，指数基金与管理型基金的差距远大于12个百分点。如果在1982年8月2日购买10 000美元的指数基金，这些指数基金的终值

会变为153 100美元；如果在同一时期购买同样数额的传统主动管理型基金，其终值会变成113 700美元。因此，指数基金累计增长率为97%，而普通管理型基金的累计增长率仅为70%。在第14章里，我会更为详尽地探讨并解释指数基金与管理型基金的差额为何会随时间而剧烈上升。目前，我们仅仅称它为“复利的魔力”。

如果你被这些数字吓坏了，请想一想，很有可能你“还什么都没看到”。假设牛市还未一飞冲天，并且股票市场的回报率较为适度，该业绩缺口就将变得更大。例如，当15年内成本不变时，年股票市场回报率降至8%。那么指数基金的净回报率为7.8%（占市场回报率的98%），主动管理股票型基金净回报率为6%（占市场回报率的75%）。15年后，初始投资于指数基金的10 000美元终值为30 900美元，而初始投资于管理型股票基金的终值则为24 000美元。目前，指数基金的累计增长率为96%，同时管理型基金为64%。在某种程度上，由于复利的原因，在过去牛市时代的累计业绩缺口为27%，在将来的累计业绩缺口为32%，未来缺口增加的可能性很大。无论将来结果如何，对于基金业而言，缺口的存在不会是令人满意的结果。它意味着在大牛市期间，尽管主动管理型共同基金被投资者含蓄地认可为是高业绩圣杯，但仍经受不起时间的考验。

十年以后

股票型基金的记录

在1982年8月至2009年中期的27年时间里，对比股票型基金与股票市场的回报率，普通基金的年回报率为9.0%，比11.0%的美国整体股票市场指数的回报率落后了两个百分点。在一段相当长的时期内，复利回报率将有强烈的放大效应，初始10 000美元的投资终值将急速上升：普通股票

型基金终值为102 450美元，整体股票市场指数终值为167 000美元。

基金年回报率相当于市场回报率的82%（比我预期的差额更小）。但是基金累计回报率只相当于市场回报率的59%，甚至比我在上一版中所引用的70%还要小。业绩缺口的扩大并不令人吃惊。事实上，在上一版中，我写道：“假设只要牛市这棵大树不会涨势参天且股票市场回报率较为适度，该业绩缺口就将变得更大。”现在看来，牛市这棵大树并没有参天（至少可以这么说），缺口也确实变大了。

进入指数基金

大约25年前，我研究了类似的历史业绩关系（尽管没有那么不利于这些基金），研究结果激励我创建了基金业的第一只市场指数共同基金，这只基金是基于标准普尔股票价格指数建模的，我已在第5章“关于指数化”中论述。初期，指数共同基金的运作并不稳定，融资金额也小，之后领航500指数基金开始迅猛发展并变成了一个理论上及商业上的成功典型。

尽管最初受到冷遇，但现在指数基金博得了业内管理者的青睐。尽管这种基金模式在整整10年里未被复制，甚至还遭到回避，但现在已经有了约140只具有竞争力的指数基金。其中少数是由指数基金的倡导者（或皈依指数基金者，即“没有比改信基督教者更虔诚的教徒了”）所创立，但大多数是由机会主义的免佣基金所建立，它们受到市场的压力，被401（k）储蓄计划拖入市场。免佣基金的一些费率较为合理，但它们中的大多数只是免除临时费用。很多基金的高费率让人难以接受。令人震惊的是，1/3的指数基金征收销售佣金或12b-1费

用。它们的发起人忽略了一个事实，即指数的最大优势是最小化的成本。大约有2/3的美国股票型基金是以标准普尔500指数为参照目标的。

然而，指数化的概念比标准普尔500指数基金要宽泛的多。尽管只有在整体股票市场上，指数化投资的原理才能最有效地发挥作用，但这一基于威尔逊5000股票指数的全市场指数基金才刚刚得到初步的认可。此外，由于种种原因在特定的市场中寻求更高回报率的投资者，同样可以使用指数化投资来取得不错的回报。基于成长型和价值型指数建模的基金，与小盘股和中盘股指数基金一样，被认可程度也将有所上升。总有一天，会有人意识到要提供符合9个晨星投资风格箱中每一格所对应的投资风格与市场规模搭配的指数基金，这只是时间问题。正如在第6章提及的，每个风格箱里的指数基金都会产生相当有效的风险调整资本回报率。在国际股票市场和债券市场中，指数基金也只是处于开始阶段，但是在未来几年里，它们会变得非常重要。

指数基金有实力成为共同基金投资的圣杯，它是取得市场回报率的最优化路径，理所当然将会这样。在1990年，大约占股票型基金净现金10%的资金流入了指数基金，在1998年，这一数据约增至25%。

指数化策略是跑赢主动管理型基金的最佳方式，这已经被历史数据充分证实。假设投资者继续认可这一观点，传统基金的创建者应当如何与之竞争呢？如果降低收费，则会削减其利润，所以减少收费的方式不可行。降低投资组合交易成本也不可行，因为这会从根本上改变当下愚蠢而流行的高换手率投资策略，那么他们到底准备怎么办呢？

指数基金引出了新的行业颂文

基金发起人必须以其他方式应对指数化投资的挑战。他们必须创造一个新的圣杯，而这恰好是基金业采取的方式。该观点就是投资者需主动管理好他们的基金投资组合，以实现更好的（从理论上是这样的）回报率，使其占比不仅是市场回报率的99%，最好尽可能超过100%。这一新的策略需要下列组成部分：

- 不要长期持有一只基金。
- 像投资股票一样投资基金且持有许多基金，并经常更换所持有的基金。
- 经常行使自由选择权。
- 冲进最近的基金超市，交换没有交易成本的基金（实际上并非如此）。
- 留心那些有着出色历史业绩的基金广告，它们会在电视上宣传其回报率。
- 总之，这些消息看来就是“转换基金就会变得富有”。

目前，基金的长期投资正在发生奇怪的转变，当前股票型基金的投资者持有的基金份额的时间平均仅为3年。

但是对那些像交易股票一样交易共同基金的人们来说，这有作用吗？这些挑选和更换共同基金的方法有可能带来优越的回报吗？历史上有过起作用的策略吗？在这一章里，我将从4个方面来检验上述问题：第一，学术界关于基金业绩研究的大量材料；第二，在基金历史业绩实际跑赢市场的记录中，体现的基金选择的真实情况；第三，推荐基金投资组合顾问的记录；第四，投资于其他“基金中的基金”（“基金中的基金”，FOF）记录。

选择获胜的基金是一项学术活动

计算机有能力得出无限的业绩对比、多元回归以及复杂公式，学者们已经很好地测试了一切。《金融学杂志》、《投资组合管理期刊》、《金融分析家杂志》等出版期刊，很可能正确记录了该问题的大量数据，这些受人尊敬、思维缜密的学者没有动机去做假，并且他们仔细地检验过历史记录以确定历史上是否有不变的因素，可能对如何选择那些将提供丰厚预期回报的基金产生影响。

夏普的研究

这些学者们发现了什么？我们首先介绍斯坦福大学的威廉·夏普教授，他是共同基金领域学术界权威。他仔细研究了100只最大的股票型基金（以年计）的10年期记录，这些股票型基金资产占所有同类基金资产超过40%的比例。然后他将它们的回报率与有着同等权重的市场板块指数的回报率进行对比，包括美国国库券（因此解释了由基金现金头寸所带来的业绩持续落后）。

夏普博士认为，大盘基金的成本优势很可能为其样本基金提供了优越的相对回报。尽管如此，他却发现在过去10年里，他研究的基金平均回报率每年以0.64%的差额落后于多重指数的回报率（不用说，以100只最大的基金作为样本会造成有利于成功基金的重大偏差）。不能认为这种落后与零差额截然不同，这些数据肯定会破坏一种信念，即一只典型的主动管理型股票基金能够跑赢一只消极管理型基金。

然后，夏普博士挑选了一些基金经理，他们似乎有精确的方法在不同过渡时期挑选股票，夏普博士检验了这些基金经理的成功是否可在未来持续。他调查了评判基金的常用衡量方式——规模、历史业绩以及风险调整回报率的夏普比率。在之前的12个月里，存在一定水平的业绩一致性的最好证据（即基于其早期业绩挑选基金，可以稍微提升业绩能够持续的可能性）。投资者持有顶级的25只基金，这些基金处于夏普研究中的最高四分位区间，他们以后每年将按照该基准视需

要来转换基金，这样就会使其年回报率在接下来的5年和10年比指数高出0.8%（持有最低四分位区间基金的投资者，会在5年中每年落后0.5%，而在10年中每年落后1.3%）。即使不计算由常规转换基金所引起的额外税费，这一回报率也是相当不稳定的。

获胜者会重复胜利吗？夏普这样总结他的结论：“如果过去10年是对下一个10年的预示，则可能的答案是同意。”（尽管我会指出，这一正值的差额是过分谦虚的表达。）然而，可能夏普中立的立场（未被证实）是更加合适的，因为他承认：“在统计学上或经济学上来看，这一证据远不足以令人信服。”

马克·卡哈特的研究

马克·卡哈特（Mark Carhart），南加州大学一位令人尊敬的学者，他解决了基金业绩的持续性问题。他评估了1962年到1993年的16 109个基金存续年度的1 892只分散化股票型基金。他首先发现：“股票回报率里的共同因素（价值型与成长型，大盘股与小盘股，高β与低β）与投资费用，几乎完整地解释了股票型基金回报率的持续性。”不再存续的基金回报率低于平均水平，考虑到这些基金回报率的影响，在对回报率做出恰当的调整后，马克·卡哈特证实了伯顿·马尔基尔教授的结论（已第5章里论述），在生存偏差的影响下，在1982—1991年的10年间，基金的回报率比以往每年提高了约1.4%。麦基尔博士还发现了20世纪70年代有关持续性的一些有限证据，但在20世纪80年代就没再发现了。

回顾对历年回报率的比较，马克·卡哈特总结说，尽管位于顶端以及底部十分位数区间的基金保持原有等级的概率高于10%，但这也纯属偶然。在其他方面，只有相对较少的基金处于它们最初十分位数的等级。17%的基金再次出现在第一个十分位数区间，这并非是有说服力的。另一方面，46%的基金再次出现在第10个十分位数区间，这是相当

显著的。很多低十分位数区间的基金，很大程度上是由于成本过高而造成了以上的业绩表现。马克·卡哈特告诫说：“尽管大众媒体必定会继续美化业绩最为出色的共同基金经理，但事实上，策略和投资成本才是预测共同基金回报率的重要因素。”意思是说，依靠历史记录来挑选会在未来提供优越业绩的基金，这项任务是一项富有挑战性的工作。

戈茨曼—伊博森的研究

在另一项研究中，威廉·戈茨曼（William Goetzmann）与罗格·伊博森（Roger Ib-botson）测试了从1975年到1987年的两年期、一年期以及月度持续获胜的基金。在这些时期内，他们按照原始回报率以及风险调整回报率，将股票共同基金划分等级，然后将它们分为两个类别：胜利者（领先的50%）与失败者（落后的50%）。他们的分析表明，**投资于胜利者会稍微提升随后一段时期内跑赢所有基金平均回报率的机率。这其中一个重要的原因是，那些业绩不好的基金，因重复不断的高额费用而会持续失败。**

通过实例，他们研究了两年期的成长型共同基金，发现在历史上领先的基金有60%的概率在随后的两年内继续成为领先者。因此可以总结说，一只基金在4个随后的两年期内高出平均水平的概率大约是1/8。简而言之，在每个随后的两年期内，一只基金超过基金平均回报率的概率几乎不会超过50%，如果考虑销售佣金和税收的话，胜算会更低。

对那些主张可以通过在基金间转换来提升回报率的人而言，更糟糕的是，**即使是那些持续的胜利者也可能会输给市场指数。**戈茨曼与伊博森明确指出，就算挑选出的胜利者，甚至这些基金与同类竞争者的自身业绩比较处于第一四分位区间，它们可能也不足以跑赢市场。他们总结说：“尽管‘持续胜利者’模式可能无法击败市场，但在长

期内，它确实可能会击败多数基金。”因此，面对指数基金的竞争，如果缺乏任何能持续跑赢市场业绩的证据，事实上倒是有相当多反面的证据能够表明，这种策略是依靠持续战胜同行而获取微弱优势的，那么这种策略又有何用处？

所有这些在统计学领域的研究工作都表明，很少有基金能持续保持其业绩。这就是说，研究者没有找到正确评价基金历史回报率的方法，也没有把握准确预测未来的胜利者。此外，尽管有一些其他时期的研究表明存在一个秘密（可以说是一只新的圣杯），但历史持续性的记录并不能充分保证未来的持续性。事实是市场条件变了，基金经理变了（并且非常快），基金组织变了，而且正如我们将在第12章里看到的，基金策略通常会受到以前收益所带来的资产增加的影响而发生变化。所有的这些变化逐渐破坏了过去与未来仅有的关联，并有效地减少了过去与未来业绩之间的任何联系。

依据这些看似确凿的学术研究成果，我们现在来考察真实投资世界里的基金选择问题。我们要考虑：首先，在很长的牛市中，基金确实打破了市场的真实记录；其次，推荐共同基金投资组合的投资顾问；最后，仅投资于其他基金的“基金中的基金”的真实记录。

战胜市场的基金：令人失望的现实

尽管在大牛市期间，共同基金回报率严重落后于市场，但仍有1/6的主动管理型股票基金超过市场回报率。在那段时期内（在1982年基金业要小很多）存续的258只普通股票型基金中，42只成功地跑赢了威尔逊5000股票指数18.9%的回报率（无可否认，18.9%的回报率是比标准普尔500指数19.8%的回报率更低的指标）。但那42只里仅有12只（每12只存续基金中有一只）比指数回报率高出1.5个百分点以上。如果我们假设基金适度的年跟踪误差相比该指数为3%，在统计学上，超过指数回报率仅仅1.5%的回报率才意味着它们显著地跑赢了指数。基

于实际的跟踪误差，这12只基金中仅有3只（每100只中仅有1只）达到了这一统计显著性标准。不过，检验这全部的12只基金仍是有意义的。

一位基金经理所承认的

确实没有明显的证据支持以下论点：有一个圣杯在某处等待被发现，这个圣杯所包含的信息，描述了如何基于历史业绩来提前选出将跑赢标准普尔500指数的基金。

共同基金业对这一现实的默许至少对一位基金顾问产生了影响。在1998年中期，摩根士丹利这个管理着总额约为1 600亿美元资产的附佣金以及免佣共同基金的基金管理公司，发布了一份名为《共同基金的风险和持续业绩》的研究报告。在检验了1987—1997年这两个连续5年期内660只股票型基金的总回报后，该报告总结道：“在第一个时期处于总回报率的最高四分位区间里的基金中，在第二个时期仅有28%仍然处于最高四分位区间，而51%保持在前两个四分位区间。令人担心的是，这一数字与‘随机’的结果惊人的相似（有50%会处于前两个四分位），从而证明了一个最佳基金不会重复的论点。”

尽管基金回报率存在随机性，然而基金的风险特征却相当有持续性。在第一个时期波动性最高的基金中，在第二个时期有63%仍然处于最高四分位区间，是随机期望值25%的2.5倍。同样，波动性最低的基金有55%仍在随后的时期内处于底部的四分位区间，超过预期概率的两倍。

结合随机结果与持续的波动性，该报告得出一个明显的结论：作为预测的依据，风险调整后的历史业绩比未经调整的业绩可能更加可靠。因此它指出：“标准普尔500

指数在第一个以及第二个时期内位列于风险调整后业绩的最高四分位区间。”既然“本质内容是风险调整后历史回报率是未来业绩的优秀预报器”，摩根士丹利的结论为，标准普尔500指数会继续在将来提供优良的业绩。该结论也强有力地支持了我的结论，这并不令人惊讶。而令人震惊的是，这一共鸣来自于一个重要的共同基金经理人。

进行一些微观分析就可以看出，这12只基金是一个相当混杂的组合。有6只基金在早期虽然资产规模还很小，但已创造出高额的利润，而在以后的多年里他们就表现普通了。因此，只有其余6只基金是合乎情理的领先者。有趣而又很重要的是，在大多或全部的时期内（基金经理的平均年龄现在是57岁），所有6只基金没有更换过基金经理，有两只在它们的资产达到10亿美元之前就封闭了。

这12只获胜的基金本不可能很容易就被提前识别的。一开始，它们的份额就为极少的基金投资者所持有（在1982年，它们总计有18亿美元的资产，仅是股票型基金资产总额的3%）。在任何情况下，尽管它们有着公认的历史成功业绩，无论其基金经理是否在职或退休，是否满足于所取得的成就，无人能确定它将来在多大程度上可能会再创佳绩。今天，如果投资者选择这4只仍然向投资者开放的合乎情理的冠军基金，他们是否肯定能获得优越的回报呢？对于一名聪明的投资者，这似乎顶多是个违反常识的决定。

十年以后

战胜市场的基金

那12只基金（从258只基金中脱颖而出的）在1982—1998年，以明显优势跑赢了全市场指数。当我们更新它们

的回报率时，有两只并入了其他的基金里，而有7只踌躇不前（事实上，在随后的时期内回报率落后于指数回报率），仅仅存活下3只获胜者。在被我描述为“6只合乎情理的胜利者”之中，有4只落后于市场，仅有两只跑赢了市场。这个概率令人震惊！业绩的稳定性以及依赖过去业绩就预测未来的概率，仅仅只有这么一点。

在之前的版次中，我未能提及另一个重要的主题：失败并因此消亡的基金。在较早时期，存活的股票型基金有258只，消亡的基金有126只，失败率高达32%。在过去10年，这一失败率保持了一贯性：有77只基金消亡了，占该时期初基金的30%。这一组合仅仅是基金业所普遍发生的情况的一种代表。其实，仅在2008年，就有整整399只基金被清算或者并入另外的基金中（通常在相同的基金系列中，并且通常是并入一只有着更好记录的基金中）。在这个行业内多数基金存在时间很短，投资者如何才能长期投资于一个基金，是一个有趣的问题。

选择基金的投资顾问：另一个让人失望的现实

接下来，让我们查看一下那些推荐共同基金的投资顾问们的公开记录。在过去的5年里，《纽约时报》每季度都会发表从1993年7月7日开始工作的5位令人尊敬的顾问所挑选并管理的股票型基金投资组合的记录。在这段时期内，《纽约时报》选择了领航500指数基金作为合适的比较标准，没有一个投资组合的记录能够匹敌领航500指数基金的记录。投资顾问的平均年回报率为11.8%，是市场年回报率的59%，而该标准普尔500指数基金提供了市场年回报率的99%（见图9-1）。相比该标准普尔500指数本身，这些投资顾问选择的风险稍低的股票投资组

合，在1998年第三季度指数下滑的幅度，只有这些投资顾问的普通基金投资组合下跌幅度的85%。

无论如何，在这5年期内，即使是普通基金，也能提供70%的年回报率，而那些投资顾问推荐的基金却只提供市场年回报率的59%，这代表着一种令人震惊的失败。更糟的是，考察整个时期内的资本累积，投资顾问的普通投资组合的增长率仅占标准普尔500指数最终增长率的49%，而指数基金则达到了99%。即使是由专家来挑选战胜指数的基金，这项工作也非常有挑战性。

《赫伯特金融文摘》评价了投资顾问在选择基金投资组合方面的长期成功。它的报告披露了59份投资顾问整整10年的记录，普通投资顾问的投资组合回报率为7.9%，占市场回报率13.7%的58%，碰巧的是，《纽约时报》报告了投资顾问在更短时间内的回报率为59%，与58%几乎相一致。仅有8份通信推荐的基金跑赢了市场。有趣而并不令人吃惊的是，这非常接近于共同基金从1982年中期开始显现的领先1/6的可能性。无论好坏，在这个牛市时期，很多顾问所推荐的投资组合相比股票市场显得更为保守；然而，它们承担的平均风险水平却与市场相当接近。这些投资组合平均承担的风险水平远远低于平均水平的回报率，其风险调整回报率（由夏普比率衡量）仅仅占市场的风险调整回报率的42%，只有3位顾问的风险调整回报率比指数更高。总之，以上证据表明，专家选择获胜基金的能力不仅是负面的，还远逊于有根据的直觉的建议。

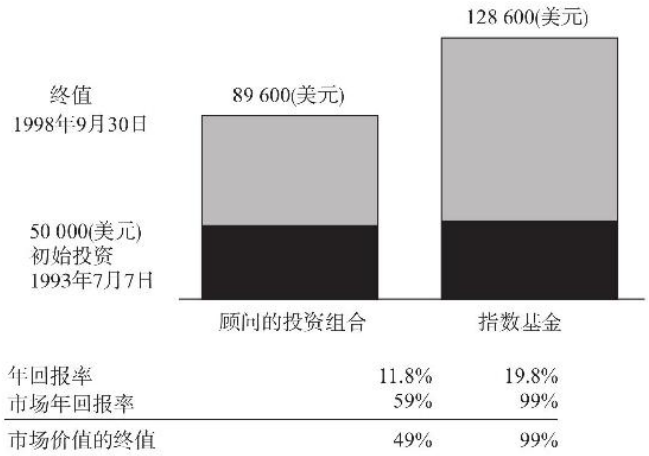


图9-1　专家发言：5位顾问，50 000美元的投资

十年以后

选择基金的投资顾问

在大约两年多的时间里，《纽约时报》在1993年7月选择的5位投资顾问交出了极差的成绩单。随后，在2000年6月，尽管《纽约时报》规定的计划是将这场顾问与股票市场的对比进行20年，但这场比赛在7年后就中断了。虽然我们从未被告知原因，但我们说的已经够多了。

“基金中的基金”的回报率：再次失望

第三次真实投资世界的测试，是基于“基金中的基金”的真实业绩记录，“基金中的基金”是指选择其他基金为其投资组合的共同基金。而且这些记录是全部记录中最糟糕的。据我们目前所知，“基金中的基金”不仅落后于市场，每6只基金中有5只落后于市场，而且严重落后于它们所投资的同种风格类型的基金，部分原因是增加的额外成本。例如，在截至1998年6月30日的一年时间里，投资于大盘混合型

（价值型与成长型）基金的14只“基金中的基金”，有4只处于第96到第100的百分位区间（有一只最后消亡了），而有5只处于第90到第95的百分位区间。处于第65的百分位区间的组合里的冠军（如果可以这样说的话），比其挑选的基金落后了2/3。总的来说，93只有着全年记录的“基金中的基金”的回报，相当于随机选取的一组基金的收益再减去额外的1%的成本：这与相同投资风格的基金中处于第68的百分位数区间的基金收益相当。

我只研究了一年期结果，是因为很少有“基金中的基金”能够存续很长时间。在过去的10年里，当一开始只有9只“基金中的基金”存在时，其记录更糟：它们比同业组合落后了69%。但排除唯一一只未增加额外成本负担的基金（它跑赢了72%的同业竞争者）后，这一等级迅速下降，剩下的8只“基金中的基金”仅排在第75的百分位区间。这样的结果很难说是好的，但却很熟悉，很清楚地再次证实了之前展现的一年期数据。更糟的是，主动管理型“基金中的基金”以平均每年大约80%的速率来换手基金投资组合，这种短期投机不可避免地会影响它们所获得的长期回报。基金的高换手率与高成本的结合，加上来自高换手率与高运作费的两种额外成本负担，这些都清楚地证实这是失败的方案。

考虑到一年期数据的短暂性，以及在过去10年里存续的基金数量的有限性，也许三年期数据更可能提供最具有相关性的证据。过去的3年有35只“基金中的基金”，我们将每只“基金中的基金”与其同业组合作比较：11只大、中、小盘股票型基金，4只国际股票型基金，16只平衡型（混合型）基金，以及4只债券型基金。普通的“基金中的基金”排在第66的百分位区间，类似于1年期与10年期的调查结果。普通“基金中的基金”在该时期内回报率平均为15.5%，比其同业组合的平均回报率落后2.4个百分点。因为这一差距中有一半以上是由1.3%的平均费率造成的（不包括那些不征收额外费用的基金则是1.7%），管理基金的专家选择基金的能力不足以抵消他们的服务成本。图9-2a显示

了在增加这些费用之后，35只基金整体中的28只“基金中的基金”的百分位数排名。它清楚地反映了，对于昂贵的“基金中的基金”而言，没有成功选择基金的方法。这是一场失败者的游戏。

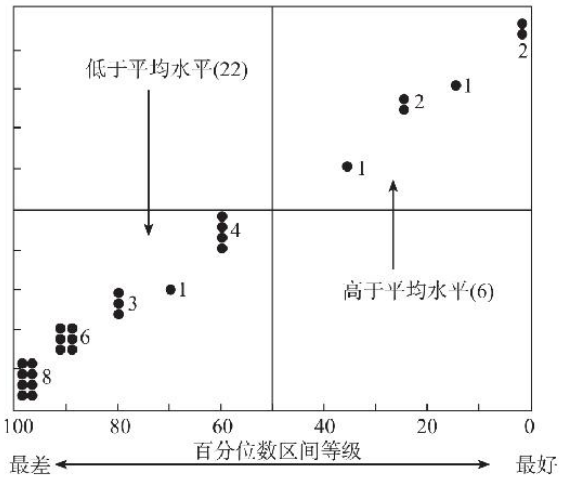


图9-2a “基金中的基金”—相比同业组合的总回报率（1995年6月—1998年6月[a]）

注：a，不包括7只不征收额外费率的“基金中的基金”。

十年以后

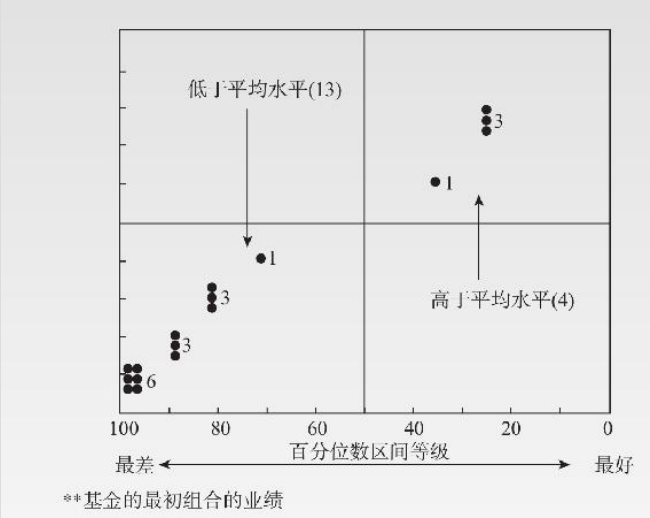


图9-2b “基金中的基金”—相比同业组合的总回报率（1995年6月—2009年6月[b]）

注：b，基金的最初组合的业绩。

更糟的是，我认为这些基金很难一直处于第66的百分位区间。那些承担额外费用的“基金中的基金”的费率平均为1.7%（其中1/4会承担2%或更高的费率），再加上基础基金的所有成本（平均为2%），基金持有者的年成本总计排在了近4%。假设基金经理通常选择普通基金，这样的成本会使基金排在大约第75的百分位数区间。在如此沉重的成本负担下，基金组合基本不可能超过市场指数。然而“基金中的基金”这一行业在某种程度上还在迅速发展。自1995年6月起，大约已经产生了70只新的此类基金，总数超过了120只。但是该记录并不足以证明这场游戏值得参与。(45)

一份告诫

在结束这个主题之前，我想强调“基金中的基金”的一个关键性区别：它们是否增加了额外的成本负担。当增加这些成本的时候，“基金中的基金”更可能比普通共同基金的回报率低。然而，不征收额外成本的“基金中的基金”（仅有少数）没有这一缺陷。记录清楚地证实了这一区别。承担额外成本的“基金中的基金”，在过去5年里仅跑赢了32%的同类共同基金，而未承担额外成本的“基金中的基金”则跑赢了79%的同类共同基金。

不言而喻，考虑持有“基金中的基金”的投资者应当首先关注：（1）没有增加额外成本负担；（2）这些基金集中投资于低成本基金；（3）没有认购费。这样的基金可能提供具有竞争力的回报率，正如在过去5年中其所表现的那样，超过了同业基金标准的回报率。

“我能从巨大的深渊中召唤灵魂”

在《亨利四世》（*Henry* Ⅳ）的第一幕中，莎士比亚笔下的格兰多尔（Glendower）自夸道：“我能从巨大的深渊中召唤灵魂。”豪斯伯（Hotspur）对此回应道：“但是当你真的召唤灵魂时，它们会来吗？”在评价共同基金历史业绩的时候，这是一个很好的问题。任何基金业绩的职业分析师，或者任何依靠晨星共同基金评级的纸上谈兵的投资者，他们都能够从众多的基金中发掘出历史业绩最为出色的共同基金，即那些跑赢了其同业竞争者以及对应市场指数的基金。这很容易。

困难在于如何发现将来的胜利者。即使确实存在持续胜利者，大量的统计学证据也表明，它们在将来很难重复其优势。然而，投资者坚持相信他们能够提前选出跑赢市场指数的基金。那种期望不难理解。一些基金经理确实能在一个时期内跑赢指数，其管理优势看起来无可辩驳并将持续下去。但这很少能真正发生。在一份长期的优越性记录出现之前，有着优秀记录的共同基金可能已经与金融市场中一条永恒不变的“均值回复”原则相抵触了。

在下一章中会详尽地探讨，均值回归是金融物理学的第一原则。即使是有着最好历史记录的基金，也会被强大的、长期看来不可抗拒的趋势吸引回复到平均的总回报率，并因此达到低于平均水平的净回报率。这一趋势被以下事实所强化：具有出色回报率的共同基金易于从投资者那里吸引大量的现金流，从而逐渐抑制了他们获取超额回报率。投资管理的任务与选择投资组合经理的任务一样，容易犯错、高度紧张且要求严格，特别是对那些成本过高的共同基金更是如此。当然，从巨大的深渊中召唤灵魂，要求顶级的胜利者重复它们以往的成功，远远比发现这样的基金并维持其卓越表现要更加容易。

十年以后

“基金中的基金”

罗伯特·马克曼以很大的差距输掉了他与我的赌注，从全局角度来看，这并不是特别重大的事。（他立即有风度地支付了我所赢得的25美元。）然而重点是，他的基金帝国衰落了，资产从1999年的2.31亿美元跌至现在的0.14亿美元。他于2002年清算了一只基金，并将另外三只并入一只新的基金里。这只新基金挣扎了几年，最终也在2009年9月被清算了。

更广泛地来看，“基金中的基金”这一概念看来并不那么好。大多“基金中的基金”继续落后于包括它们同业组合的基金的回报率。在上一版里（当时“基金中的基金”平均落后于66%的同业竞争者），我们只有3年期的数据可用。将那些基金的记录更新至2009年中期，最初的28只基金中只有17只仍然存在，而且这些存活基金的记录仍然难以令人信服，平均落后于72%的同业竞争者。

有人可能会认为，“基金中的基金”这份令人失望的回报率记录会影响这一概念的应用。但实际情况恰恰相反，“基金中的基金”的数量迅速发展（目前已达833只），而且它们已经成为该行业的一个主要因素。为什么呢？很大程度上是因为所谓的目标日期基金（target-date funds）的创建，基金经理挑选（并管理）一批在他们管理之下的基金，并向投资者提供在特定年份退休时使用的一种资产配置组合，随着目标退休日期的临近，逐渐减少股

票的比例并增加固定收益证券的比例。大多数基金经理经常在2010年到2050年的每5年设置目标日期。目前，在833只“基金中的基金”里，有整整320只是目标日期基金。

然而，特别是对接近退休的那些投资者而言，最近的熊市对目标日期基金提出了什么是合适的股票—债券比率的问题。我的方案是（不可否认是经验法则）设置债券的百分比等于某人的年龄（即55岁的投资者可能考虑以55/45的百分比的债券／股票配置为起点）。但目标日期基金是典型的风险厌恶型。例如，2020年到期的目标基金将它们投资组合的60%～80%投资于股票。在2008年到2009年中期，这些2020基金价值下跌幅度达37%。再过一个10年就退休了，投资者肯定会感到失望，因为这些损失很难得到偿还。因此，“基金中的基金”发展速度显著放慢了。

当然，高成本的问题仍然存在。（它永远不会消失！）尽管最大的目标日期基金的费率中仅涵盖它们基础基金的成本，但这些成本的范围却为0.18%～0.86%。惊人的是，在0.70%～1.30%的基础基金费率之外，超过一半的目标日期基金还承担了平均0.45%的巨大费率。总成本能够达到每年接近两个百分点。

如果你喜欢目标日期的理念，仔细考虑下基础基金的记录、股票和债券的资产配置，以及所有的成本。当然我偏好以指数基金作为基础基金，偏好风险厌恶型的基金以及有着最低总成本的基金。这里的启示很明确：购者自慎。

这里没有圣杯：来自学术界和业界的证据

无论我们考虑学术性研究（我假定其中很多都检验了未来回报率，但被发现不合格却永不公之于众），或者考虑有着最佳长期记录的基金实际回报结果，或者基金顾问服务的选择，或者“基金中的基金”的记录，都会发现选择将来具有最佳业绩的共同基金极为困难。而个人基金投资者找到并提前识别未来表现优秀的基金这一圣杯的可能性，同样是很小的。

在当今这个时代，人们对基金业绩进行相对评价，并将复杂的回报率进行归因分析。在此之前，主动管理型基金经理实现了最好的可持续性长期业绩，他们所管理的股票型基金也因此处于其卓越业绩的顶峰水平。近年来，指数基金明显的业绩优势及其快速增长的接受程度，危及着那些曾经代表着圣杯的基金的接受程度。因此，该行业的大部分基金已经含蓄地进行了反击。只要有一只稀有的基金能够与市场在长时间内旗鼓相当，激进的基金发行商便会鼓励投资者放弃传统的购买和持有策略，而选择在基金之间进行机会主义地不断转换来获取收益优势。不可否认，该论点忽视了一个不言自明的事实，即尽管个别投资者可能通过精心挑选基金来成功跑赢市场，但投资者作为整体由于成本差距而必然落后于市场。这一赤裸裸的事实依然如故。

简而言之，传统的长期持有管理型共同基金的策略，并没有提供市场优越回报率的圣杯，即选择的基金业绩并没有大幅领先。目前流行的快速买入卖出基金的策略也没有做到。根据定义，指数策略的回报率必然低于市场的回报率，但只是略低一点。这才是真正的圣杯：**通过一个分散化投资组合来实现尽可能接近100%的市场回报率。**极少有股票共同基金经理会击败股票市场，而且从长远来说，即使是那些获胜者也不可能大幅跑赢市场。

毕竟，基金经理只是在高度有效市场中运作的凡人。当今流行的基金转换策略误导投资者，使他们相信能以某种方式胜过市场，这必然（我慎重地挑选了这个词语）会是一场失败者的游戏。如果“基金

中的基金”成本在普通基金成本2%之上，且再每年增加1.7%的费用，期望这些“基金中的基金”的投资结果可以与指数基金策略相匹敌是极不理性的。大量有说服力的历史证据强化了这一基本结论的有效性。

对基金经理来说，挑战指数基金最为有效的方法，并不是总幻想追求市场回报率却永远无法赢得它，而是凭借一种常识，即基金经理必须将费用降到合理水平，回归传统基金的长期投资理念，并限制所管理投资组合的资产规模，使其与投资策略和投资目标相适应。这些改变应该会使主动管理型基金的回报率比那些消极的指数基金更具竞争力。总体来看，基金经理竞争力迈进的每一小步，都会是共同基金份额持有者向前的一大步。将投资者放到第一位！这一黄金法则是我们寻求圣杯的最好途径。如果基金业不能践行这一黄金法则，那么低成本指数基金将一直为寻求最优投资回报率圣杯的投资者提供最佳机会。

十年以后

选择优秀的基金

有强有力的证据证实，至少在共同基金业，圣杯是不存在的。但是无论多么徒劳，投资者依然拼命地寻找着未来的优胜基金。正如我在1999年版中写到的那样，“低成本指数基金一直为寻求最优投资回报率圣杯的投资者提供最佳机会。”过去10年的情况只是为这一结论再添证据而已。

第三部分
投资业绩

导读

我们最终关心的仍然是投资业绩。个人投资者极少意识到的一条投资原则是：均值回复，它就像永恒的万有引力一样掌控着金融市场，这始终是投资世界里的一个事实。尽管基金业忽略了这一原则，而我的分析显示，无论是考虑单只基金的回报，还是不同投资风格的回报，抑或是股票市场自身的回报，较高的回报率最终会回复到某种长期基准。大型共同基金的回报率一旦回复到这一基准便很少能再次提升。基金规模扩大所带来的问题进一步恶化了投资业绩。由于规模过大的明显缺陷，许多大型基金都已开始信奉“投资相对主义”（investment relativism），将投资组合组织成类似市场平均水平的结构，以增加其回报的稳定性，但同时也牺牲了优越性。因而，投资相对主义虽然是防范基金投资失败的一剂药方，但是成本高昂。

共同基金在展现其业绩时常常忽略税收，但是投资者们却不能无视税收的影响。然而绝大多数基金显然对它们应税投资者的需求熟视无睹，继续如快速射击般频繁地交易着投资组合，造成了超额的税负，却不能提供任何补偿性的收益，即便是对于那些持有税收递延账户的投资者也是如此。我提出解决这一税收问题的几个建议，包括改变现行的基金政策，设计为满足应税投资者需求的新型基金。这部分的最后一章讨论了“时间”对长期投资业绩的重要作用。这一时间维度与投资的三个空间维度（增加回报、减少风险并扩大成本的影响）相互作用，此结论和常识完全一致。回到第一部分开始时提到的长期

投资主题，我们全面讨论了面向共同基金投资者的三个主要挑战：投资策略、投资选择和投资业绩。

第10章
均值回复：牛顿对华尔街的报复

乍一看，均值回复（RTM）法则可能是一个有些枯燥、令人兴味索然的话题。但我向你保证绝非如此。这个来自学术理论界的法则，已被证明在金融市场的现实世界中完全适用。均值回复在股票型基金的相对回报率中、在整个股票市场的相对回报率中，以及在一组普通股票长期所取得的绝对回报率中，都表现明显。**均值回复法则代表着股票市场中运行的一种万有引力定律：随着时间推移，投资回报率似乎被吸引向某种基准。**此法则的应用甚至可以被描述为是艾萨克·牛顿（Isaac Newton）公爵对华尔街的报复。

作为投资者，我们中的许多人都选择共同基金作为投资计划的全部或者一部分。无论基金是否是投资组合的一部分，你可能都认真考虑过自己的投资环境和风险容忍度，并决定固定收益投资和股票之间的最优资产组合。当今有一种很有影响且很少受到挑战的思潮认为，与其他主要资产类型相比，普通股票在长期肯定能提供更高的回报。如果你对此认同，则你投资计划中有相当一部分很可能就会投资于股票型基金。

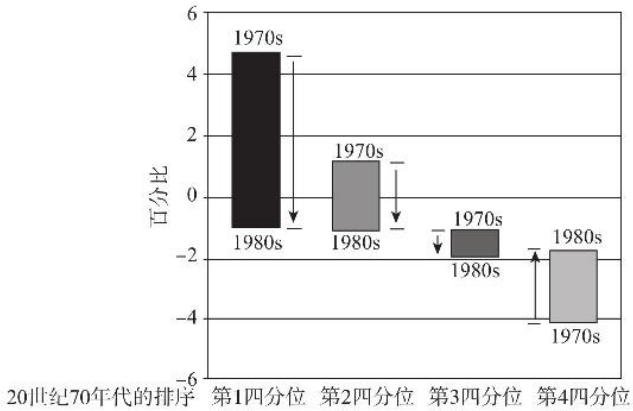
假设如此，聪明的投资者应如何选择共同基金呢？先从我认为的选择基金的不当方法开始：基金选择主要是基于对过去非凡业绩的记录，而这些记录是由当今驱动着共同基金业的、夸张的市场机制来公布和促成的。忽略那些记录将对你更有好处。正如我在以前各章里一直试图说服你的，历史的教训无法抗拒：**在长期，一个充分多元化的股票投资组合是这样一种商品，它提供与股票市场整体高度接近的回报率，而且最终会落后于股票市场整体。**

假设你用10年或者50年来积累养老储蓄，在这一时间段的最后，极有可能一只基金的年度总回报率会接近股票市场。我在此谨慎地选择了总回报率这一词。由于绝大部分共同基金所负担的超额成本，基金整体和单只基金在长期的年净回报率，都倾向于每年落后市场1.5～2.5个百分点。超额成本包括完全公布（经常被忽略）的直接费用加上基金投资组合交易的隐藏成本，其中直接费用用于支付运营、营销和投资顾问成本，以及基金经理的大额收益。如果扩展到很长的时间区间，这些年回报率的差异将会对你的最终资本积累造成显著差异。

共同基金的优胜者回归到平均水平

在短至一年的时间里，许多共同基金，尤其是小盘进取型基金确实能偶尔获得突出的业绩。在过去几十年的时间里，在众多的基金中可能有高达1/5的基金能做到这一点。但在较长的时期，可以说存在这样一个深远的趋势：业绩优良的基金的回报率会降到平均水平，而业绩较差的基金的回报率会升至平均水平，尽管并不必然如此（事实上，由于支出过高，业绩最差的基金倾向于保持其原有位置。因为高成本阻止了这些基金回报率的上升）。确如我所将展示的，基金回报率下降或上升的程度，与之前高于或低于市场回报率的程度是直接成比例的。**向市场均值的回复是长期共同基金回报率的决定性因素。**

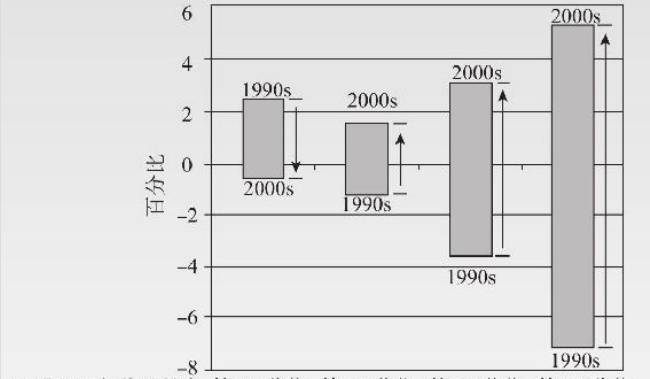
以过去两个完整的10年为例进行检验：20世纪70年代（其间的股票回报平淡无奇）和20世纪80年代（其间的基金以非常高的收益回报了投资者对它的偏好，这是在不同环境下的一种均值回复的例子，后文会讲到的）。在展示这一分析时，我采用了中庸的成长—收入混合型基金和成长型共同基金。这些基金包括了一些广为人知的、与标准普尔500综合股价指数风险水平相当的大型基金。



20世纪70年代的排序	第1四分位区间	第2四分位区间	第3四分位区间	第4四分位区间
相对于标准普尔500指数的年度回报率				
20世纪70年代	4.8%	1.1%	−1.1%	−4.1%
20世纪80年代	−1.0%	−1.1%	−2.0%	−1.8%
20世纪80年代的回复	−5.8%	−2.2%	−0.9%	2.3%

图10-1a　基金相对于股票市场指数的年度回报

十年以后



20世纪90年代的排序	第1四分位区间	第2四分位区间	第3四分位区间	第4四分位区间
相对于标准普尔500指数的年度回报率				
20世纪90年代	2.4%	−1.2%	−3.7%	−7.2%
20世纪00年代	−0.7%	1.5%	3.0%	8.3%
20世纪90年代的回复	−3.0%	2.7%	6.7%	12.5%

图10-1b　基金相对于股票市场指数的年度回报

按照在20世纪70年代相对于标准普尔500指数的相对业绩排序，将基金分为相等的4组，图10-1a展示了这4部分在20世纪80年代是如何回

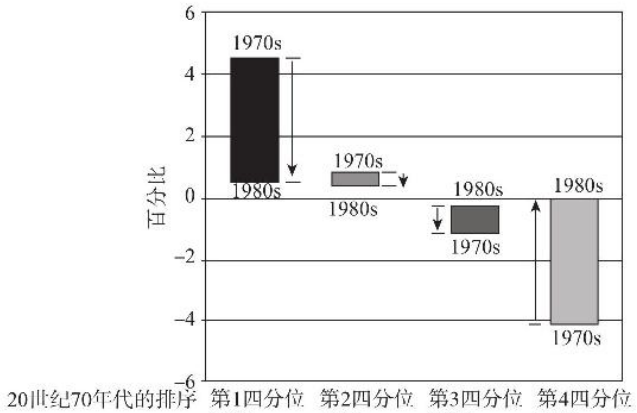
归到市场均值的。例如，注意到最上面一组基金在20世纪70年代的年回报率平均高出指数4.8个百分点，但是最终在20世纪80年代却低于基准1个百分点，相对于指数有5.8个百分点的向下回复。类似地，最下面一组基金在70年代落后指数4.1个百分点，但是这一缺口在80年代缩小到指数之下的1.8个点，向上回复了2.3个百分点。（注意处于第二、第三组的基金中，回报率很少有变化，因为这些回报在第一个10年中原本就接近于均值。）

这一模式的一致性同样是惊人的：在最上面一组的34只基金中，有33只在20世纪80年代期间向市场均值回复，这些在之前表现优越的基金事实上有2/3都落后于标准普尔500指数。信不信由你，有这样一只例外的基金，它在整个20世纪80年代的回报率每年都高达11%。然而自20世纪90年代以来，这只基金的年度回报完全与指数相同，表现出了典型的均值回复，而且回复的程度正好是每年11%。仅在过去的4年中，它就每年落后指数5.6个百分点。有时候，均值回复的出现需要耐心！

由于操作成本和交易成本为0只存在于理论世界，所以无人管理的标准普尔500指数是一个不仅苛刻而且难以达到的目标（它对大盘股有很强的偏差）。即使选择了主要由大盘股基金构成的波动特征和指数相类似的共同基金类型，它的投资组合中股票的流通市值还是偏小一些。然而，在这20年中，比较的差异并不大，由于只包含这期间那些一直存续的基金，因而会有一种显著的偏差。在第一个10年中，这些存活下来的基金实际上只稍微跑赢指数0.1%，但还是略好于第二个10年的落后指数1.5%的回报率，而后者才是一个更为正常的结果。

无论如何，为了说明这一问题，我在图10-2中画出了类似的表格对相同的基金进行比较。图10-2表明了每一个四分位区间的基金是如何回复于这组基金本身的均值，而不是回复于市场指数的均值。均值回复又一次显示其作用：最上面一组的基金较其之前的4.7%下降了3.9

个百分点。总共的34只基金有30只向均值回复。在最下面的一组基金中，33只基金改进了它们的相对回报率，只有一只例外。最下面一组基金的回报率向上回复了4.1个百分点，正好补偿了它们在第一个10年中的损失。均值回复传递出一个明确的信息：**基于历史回报评估基金是无用的。**图10-1和图10-2的模式实际上是相同的，只是回复的标准从市场平均回报变成了基金平均回报。均值回复原则依然牢不可破。



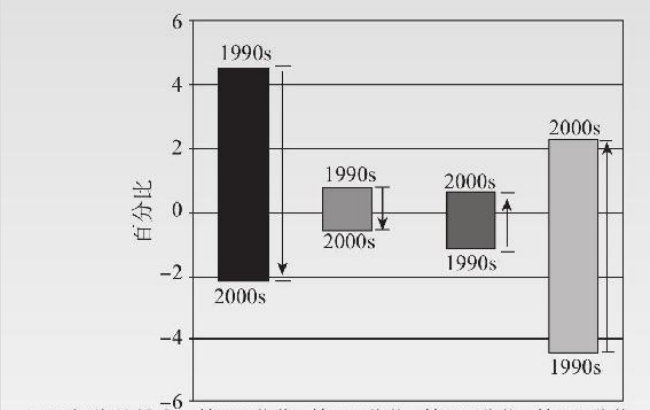
20世纪70年代的排序	第1四分位区间	第2四分位区间	第3四分位区间	第4四分位区间
相对于平均基金的年度回报率				
20世纪70年代	4.6%	0.9%	-1.2%	-4.1%
20世纪80年代	0.7%	0.6%	-0.3%	0.0%
20世纪80年代的回复	-3.9%	-0.3%	0.9%	4.1%

图10-2a　基金相对于普通股票型基金的年度回报

为了强调这一点，我们对过去的20年重复相同的测试。将1987—1997年与1977—1987年两个10年进行比较，最上面一组基金向市场均值的回复略大于6.9个百分点，从高于指数5.1%到低于指数1.8%。所有44只基金都向均值回复，其中35只低于市场平均值。最下面一组基金，由于在两个时间段内的超额成本妨碍了许多基金的收益，在44只基金中只有22只的年度相对回报率有所提升。事实上，由于一个很小的差额，使得这些基金的平均回报率没有向均值回归（从低于指数3.7个百分点稍微扩大到3.8个百分点）。此结果仅仅是由两只经营特别失败的基金所导致的，它们的平均年回报率低于市场29个百分点。（不

考虑这两只基金，则最下面四分位区间基金的回报率将由低于市场3.2个百分点上升到低于市场2.6个百分点。）

十年以后



1990年代的排序	第1四分位区间	第2四分位区间	第3四分位区间	第4四分位区间
相对于平均基金的年度回报率				
1990年代	4.8%	1.2%	-1.2%	-4.8%
2000年代	-3.0%	-0.8%	0.8%	3.0%
2000年代的回复	-7.8%	-2.0%	2.0%	7.8%

图10-2b　基金相对于普通股票型基金的年度回报

用基金自身的平均回报率代替之前市场指数的平均回报率，我们也对1977—1987年与1987—1997年的测试进行了重复。如果考虑基金成本，这一模式在此又是相当对称的。在最上面的一组基金中，44只有41只向下回复；而最下面的一组基金中，44只有40只向上回复。平均而言，最上面一组向下回复了4.3个百分点；最下面一组再次由于高成本的拖累而只向上回复了3.2个百分点。**很明显，无论哪个时间段，无论用什么样的均值标准，共同基金回报率均值回复的一般规则都是一致的、高度可预测的和普遍适用的。**

共同基金的营销商假设，大多数投资者完全不知道今天业绩优良的基金在明天会不可避免地成为股票市场上的普通角色，与它们的同

业平均水平持平。这种假设往往是正确的。换句话说，今天的耀眼明星将沦为明天的凡夫俗子。事实上，尽管这一结果的证据是如此明显，基金广告商却毫无例外地只兜售那些业绩优良的基金。基金公司知道今天的明星基金只是昙花一现，但只要还有人相信魔法，炮制魔法的传播者就会创造并叫卖他们的万灵药。这会造成高成本和适得其反的投资选择，必然只能把握住昨天的而非未来的投资业绩。

现有的研究一致认为：几乎没有长期战胜市场的基金能事先被选择出来（经常在其早期的几年里，当只有很少的资产和持有人时，才会拥有较高的超额回报）。但也许有一种比散播以往出众业绩更好的方法可以获取未来的超额回报。让我们来到第二类均值回复，也就是艾萨克·牛顿公爵报复华尔街的另一种表现。

十年以后

共同基金的优胜者

均值回复法则（RTM）以与前一版类似的模式继续着（见更新的图10-1b）。正如20世纪70年代最上面的1/4的股票型基金在20世纪80年代落后于标准普尔500指数的基准，而最下面的1/4的基金却赢过了基准一样，这一模式在20世纪80年代到90年代期间重复出现，并且在20世纪90年代到2009年的10年间再次重复出现。但后一个10年与之前的结果并不十分相同，可能是因为过去10年的回报率水平过低（事实上，只有约－1.5%）。虽然如此，在20世纪90年代超越标准普尔500指数最多的基金，在2000年以来却落后于指数；而那些原本落后指数最多（－7.2%）的基金，在接下来的10年里却强劲反弹，显出明显的优势

（+8.3%）。可见均值回复是确定的，但其展示形式可能并不完美。

另一方面，图10-2b却是均值回复的一个完美展示。当我们把股票型基金相互（而不是与标准普尔500指数）比较，前后的1/4的基金表现出了不可思议的对称性，最上面的和最下面的正好对调位置。最上面的基金从4.8%的收益变为3.0%的损失，而之前损失最多的基金从4.8%的损失上升为3.0%的收益。第二个四分位区间的基金的相对回报率下降了两个百分点；而第三个四分位区间的基金正好增加了两个百分点。虽然这种高度对称的形式不可能再重复，但是共同基金的优胜者都相当一致地回到了平均水平，这一点几乎是毫无疑问的。

万有引力和股票市场板块

大盘成长型基金和大盘价值型基金的短期回报率，一定大致地跟踪了股票市场在扣除成本之前的短期收益。但在长期，由于成本的存在，大盘基金必然明显落后于股票市场。寻求较高的长期回报率的投资者，是否应该集中投资股票市场中那些可能带来优异业绩的特定板块呢？唉，但似乎没有一个持久的系统性偏差有利于支持某一个特定的市场板块。均值回复似乎在相当长时间里表现为纯粹的循环现象，虽然这常常是一种长期趋势。

让我们看4个例子：（1）成长型股票和价值型股票；（2）高价股和低价股；（3）大盘股和小盘股；（4）美国股票和国际股票。这4个例子的最终结果都说明，在每一个关键的市场板块中，均值回复都是完全适用的。

成长型股票和价值型股票

我们从成长型股票和价值型股票开始。一般而言，成长型股票具有高于平均水平的收入增长率、市盈率和市净率，而价值型股票的每一指标则较低且提供高于平均水平的回报率。在研究中，我检验了60年的成长型基金（具有规定的增长目标和高于平均波动率的共同基金）和价值型基金（同时寻求增长和收入且表现出低于平均水平的波动率）。(46)

近年来，传统观点认为价值投资哲学优于成长投资哲学。此信条之所以成为主流，也许是因为很少有人对整个历史记录进行检查。虽然如此，如图10-3所示，在长期，均值回复是强大而深远的。在早些年，成长型基金掌控了投资游戏，它们在1937—1968年间明显是赢家。在那段时期末，在价值型股票上的投资只相当于在成长型股票上等量初始投资的62%。价值型股票从1976年开始有明显复苏，几乎正好补偿了之前的所有损失（最近的历史表明，在截至1997年的60年时间中，只用了8年就创造了价值型股票的传奇）。然后，从1980年开始，成长型股票的表现胜过价值型股票，从1997年开始，价值型股票又重新占据了优势。正如所发生的，成长型股票在1998年以卓越的表现强势回归，是否表明均值回复再度起作用了？

当我们把60年来所有这些周期性的波动都连接起来，在价值型股票中的最终投资大约是成长型股票的9/10。在整个60年间，总的复合回报率是：成长型，11.7%；价值型，11.5%，仅有微小的差别。这正好是一个平局，也是均值回复的另一明证。

图10-3　成长型基金和价值型基金（1937—2008年）

高价股和低价股

市场板块均值回复的第二个例子是关于高价股和低价股的。自1926年以来，基于共同的基础，高价股和低价股的序列一直由标准普尔公司进行发布，但在过去10年中并不怎么被投资者关注。如图10-4所示，较之于成长型和价值型股票，高价股和低价股在市场优越性的转化周期更为短暂。过去40年间的持久趋势能非常明显地表明这一问题。低价股从1962年到1968年享受了6年的盛宴。但接下来就是有利于高价股的大逆转，低价股又经历了6年的低迷，直到1974年。

连续的循环似乎和《圣经》预言中的7年轮回一样，低价股的下一个盛宴持续了9年，直到1983年，接下来是直到1990年的持续7年的低迷，其后又是截止于1992年的短暂盛宴。总之，在整整70年中，初始投资在高价股上的1美元，价值仅相当于在低价股投资的1.4倍，差不多正是1927年的水平，所以这一年是高价股真正辉煌的一年。即使包含开始那一年的扭曲效应，高价股也提供了一个6.7%的历史回报率，而低价股是6.2%（两种情况都排除了股息）。不论如何，在上图中，均值回复的影响力是明显的。

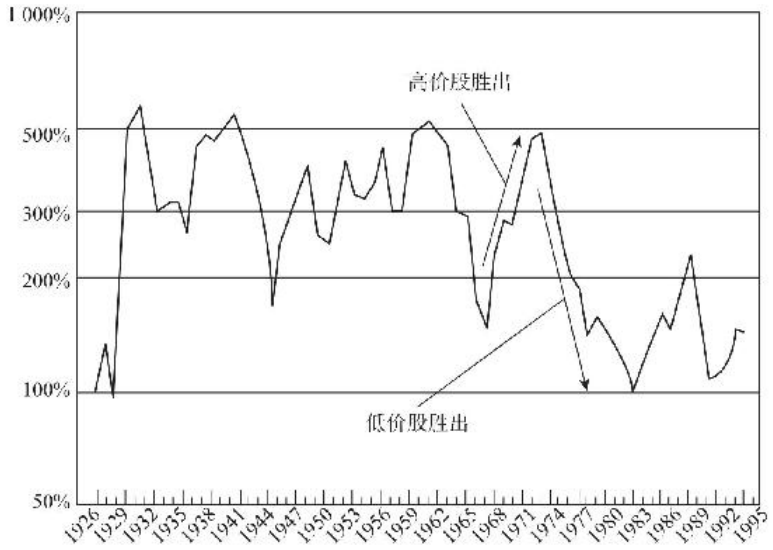


图10-4　高价股和低价股（1925—1995年）

大盘股和小盘股

现在到了第三个板块。关于投资的一个看似牢不可破的神话是，随着时间的推移，小盘股的市场表现会超过大盘股。既然已接受了这一命题，其支持者就会用通俗易懂的方式解释其原因：“小盘股承受较高风险，因而它们必然能赢得更高的回报率，这正如昼夜交替般自然。”这一推理似乎无懈可击，但事实上，正如图10-5所示，小盘股的优势周期是具有相对间歇性的。从1925—1964年的整整39年间，小盘股和大盘股的回报率完全相同。然后，再到1968年的短短4年间，小盘股的回报率达到大盘股的两倍多。但事实上，在接下来的5年间，所有的盈余差额又损失殆尽。截至1973年，在近半个世纪的时间里，小盘股和大盘股基本持平。小盘股的声誉主要是在1973—1983年这10年间形成的。其后，均值回复似乎不可避免地在第5个周期中再次出现。套用诗人托马斯·富勒（Thomas Fuller）在1650年的诗句就是，这对大盘股而言是黎明前的黑暗，因为自从1983年开始，太阳已经再次明亮地普照在它们身上了。

总而言之，在整个时期，小盘股的复合年回报率是12.7%，大盘股是11.0%。如图10-5所示，这一差异导致了小盘股的最终价值是大盘股的3倍。但是，即使假定小盘股在某个10年中具有回报优势，我也不确定我是否会依赖于此进行投资。（当然，在小盘股业绩平平的1998年，大盘股优异的表现意味着不加分析地接受小盘股具有优势的理论是不明智的。）如果除去1973—1983年间小盘股占据优势的这一较短时期（只占整个时期的1/7），大盘股事实上是更有优势的。除去那一周期后的年回报率：大盘股为11.1%；小盘股为10.4%。无论如何，大盘股和小盘股的关系即使不完全遵循均值回复，也无处不受到市场万有引力的作用。

图10-5　大盘股和小盘股（1925—2008年）

美国股票和国际股票

对于美国股票和国际股票，没有像均值回复的第一个例子中那么长的历史数据。在此我采用了所有可获得的数据，只覆盖了过去38年的数据。如图10-6所示，均值回复也有着有力的证据。在这里，我将对标准普尔500指数和摩根士丹利资本国际EAFE指数的回报率进行比较。为了反映美国投资者的感受，我们采用了美元而非本国货币进行标价。尽管经常有来回往复，但在前24年中（截至1984年），累积价

值的比率稍稍偏向于EAFE指数。EAFE指数的复合回报率是9.7%，而标准普尔500指数是8.4%。

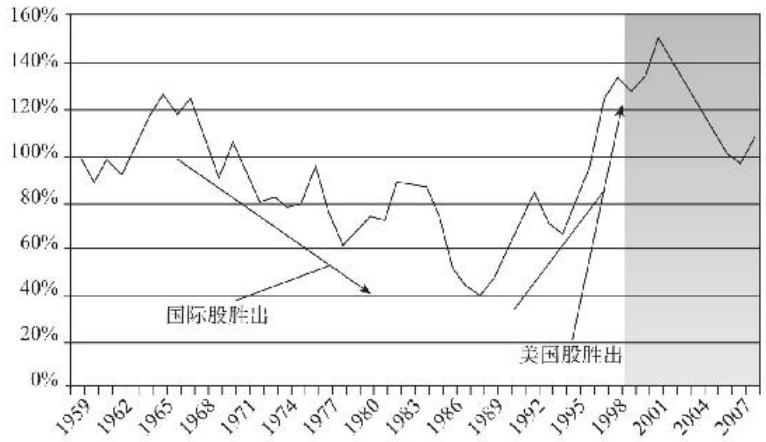


图10-6　美国股和国际股（1959—2009年）

然后，在1984—1988年间的短暂周期里，EAFE指数开始爆发，赶超了美国股票的整整两倍。在随后的9年间，美国股票的表现又大大超越了EAFE指数昙花一现的辉煌，完全回报了人们对其的称赞。在整个时期，美国和国际股票的复合回报率都是11.5%。在美国的投资者与在美国以外的投资者，他们初始投资的相对价值完全相等。从长期来看，均值回复在全球股票市场都清晰地表明了其正确性。

回到牛顿定律

到此为止，尽管并不如艾萨克·牛顿公爵那么精确，我已举例说明了相对市场万有引力的强大力量。牛顿对万有引力定律的发现，被认为是17世纪科学革命的制高点。当然，在多元化的股票型基金和股票市场板块中，均值回复对投资者的应用价值难以成为20世纪的制高点。确实如此，牛顿第三定律认为：“每一个力都有一个大小相等、方向相反的反作用力。”(47)这可能是对金融市场所发生现象的更好写照。尽管均值回复法则要几十年才能发生作用，但它是由历史所证明

了的客观法则。精明的投资者忽略这一法则将是危险的。我的投资策略将依托于均值回复将持续存在的事实上。

十年以后

股票市场板块的均值回复

在上一版中，成长型股票和价值型股票、大盘股和小盘股、美国股票和国际股票等所展示的均值回复模式，在过去的10年中依然继续成立（其间标准普尔公司不再提供高价股和低价股的指数了）。

在1979—1995年间稍稍落后于价值型基金的成长型基金，在2000年截止的大牛市中又超越了价值型基金（见图10-3）。在随后的两年里，价值型基金又快速超前，此后，优势在两者之间频繁易手。但显然，在图10-3所涵盖的72年间，价值型和成长型基金的平均年回报率实际上是相等的，都是9.7%。

大盘股和小盘股也保持了来回往复的模式（见图10-5）。在1994—1998年，大盘股表现较好，在1999—2006年，小盘股又超越了大盘股，此后，大盘股的回报率更高。尽管从历史上的年回报率来看，小盘股相对于大盘股的优势是实实在在的（13%相对于10.7%），但大盘股在相当长的时间里都保持了自己的优势地位，如从1945—1973年的28年间，以及1982—2008年的26年间。也许长期的历史模式将会持续，谁又真正知道呢？但是，对持有比其市场权重比例更大的小盘股投资者，我们应该建议他们有更足够的耐心。

美国股票和外国股票的均值回复也得到了肯定的反映。美国股票在2001年之前是占有优势的，此后到2007年又出现了形势大逆转（部分是由于美元的弱势）。然后，美国股票在2008年又有了一个微小的优势，随后到了2009年年中又变成了略居劣势。在半个世纪里，两者的年回报率实际上是一致的：美国股票为9.1%，国际股票为9.0%。图10-6中的这些逆转很明显，但如果投资者认为他们可以对此进行择时，那他们就是在玩一个危险游戏了。

普通股票也回归到平均水平

均值回复还有第三个重要方面：普通股票的长期回报率。不像股票型基金和股票市场板块，这里的均值回复是就绝对回报率而非相对回报率而言的。两个多世纪以来，在不断重复的25年滚动期里，美国股票市场提供了一个以6.7%为基准上下波动的实际回报率（扣除通货膨胀之后）。如图10-7所示，围绕这一基准的波动范围是相当窄的，只有5个滚动期内的回报率低于4%。

简而言之，在不断重复的25年滚动期里，在93%的时间里，实际回报率都一直在4%～10%的范围内波动，这是一个相当一致的记录。均值回复在股票市场完全适用。25年区间大致是当今大部分投资者的投资生命周期的一半，在如此长的区间里，年回报率的标准差偏离基准的正负2%。公平地说，在10年的时间区间里，标准差偏离基准的正负4.4%；而在50年的投资生命周期里，只偏离基准极小的正负1%。可见，时间的长短会造成重大的差异。

长期回报率很一致的根本原因在于两个基本面因素：公司股息和盈利增长。采用从1871年以来可获得的数据，我们可以对这两个金融基本面因素对股票回报率的决定程度进行度量。自1871年以来，公司

实际收入增长加上股息收益，再在25年的滚动期里取平均值，得到一个6.7%的总的基本面的股票回报率。这一数字与股票市场6.7%的真实回报率完全吻合。这就**意味着随着时间的推移，套利的作用是中性的。**在127年的时间里，这两个回报率完全相等，这是金融市场长期理性的一个显著证明。

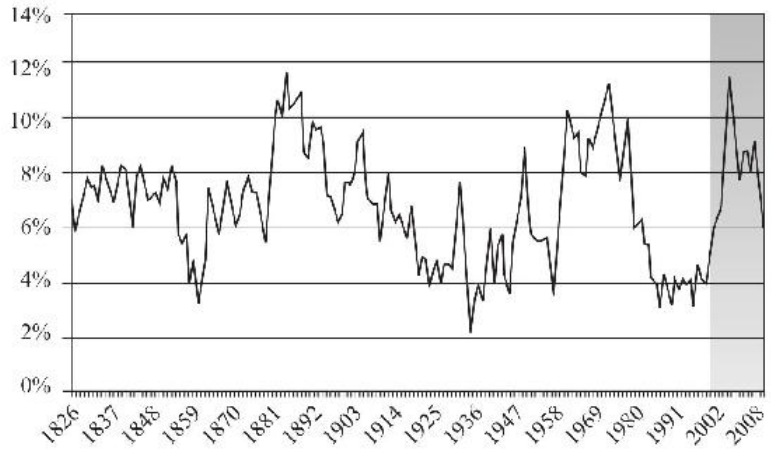


图10-7　25年滚动期的实际股票回报率（1826—2008年）

凯恩斯的回归

在短期内，股票回报率中的非理性是由投机因素造成的。股票市场的非理性可以由市盈率这个短暂但关键的指标来度量。根据凯恩斯的说法，如果我们用投资这一术语来描述基于收入和股息的基本面回报率，那么就可用投机来描述股价的另一个决定因素：投资者愿意为每一美元的公司收入支付的价格。如果说基本面因素在长期决定市场回报率，那么投机的力量就在短期决定市场回报率。投机都是暂时的和变化无常的。投资者在长期愿意为每一美元的收入支付平均约14美元。如果乐观一点，他们愿意为此支付21美元，那么股价将会仅因为这个原因而上升50%。如果悲观一点，他们只愿为此支付7美元，那么股价将会下降50%。**每1美元收入的价格变化确实创造了巨大的杠杆效应，但这不会永远持续，甚至不会在一个投资生命周期中持续。**

然而，即使在长达25年的时间里，回报率的波动更多是基于投机的隐秘力量，而非基于投资的坚实基础。但这些波动可以被合理抑制。股息收益和收入增长的结合，才是投资回报最重要的驱动力。图10-8展示了自1871年以来两者之间的差异。（直到1871年才有收入和股息的可信数据。）在1871年以来的102个25年滚动期里，有88个25年期的真实回报率落在基本面回报率加减两个百分点的范围之内。令人震惊的是：因为投机的作用，这期间似乎有从波峰到谷底（以及相反）的6次波动，每次波动大约持续15年。纯粹为了好玩，我在图10-8将6次波动画了出来，这也可以说是三个完美的均值回复的循环周期。

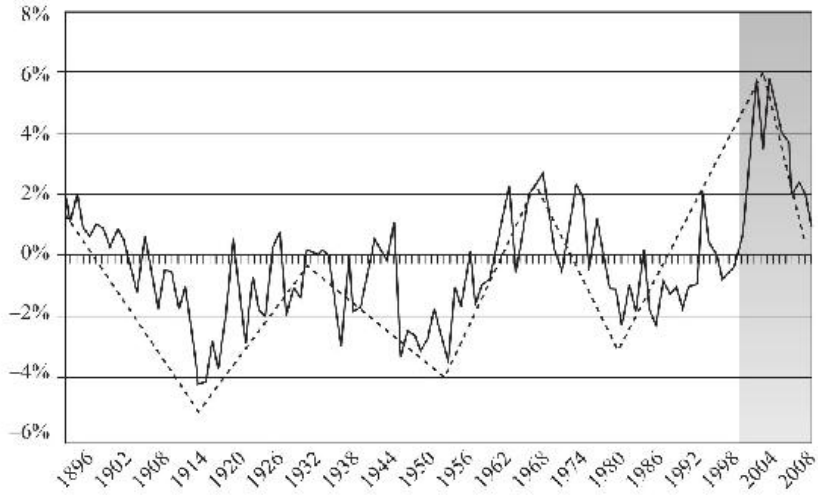


图10-8　实际的股票市场真实收益与25年滚动平均的基本面收益

为了展示基本面回报率和真实回报率之间存在的这些差异，比较一下在两个完全不同的环境下投资和投机的作用（见表10-1）。在两个例子中，我都采用了名义的而非实际的股票市场回报率。当投资者从悲观转为乐观时，正如从1942年到1967年，在12.8%的良好基本面回报率的基础上，还加上了2.6%的投机回报率。这一额外的回报率代表着1美元收益的价格从9.5美元上升18.1美元，95%的估值增长使总回报率上升到15.4%。而当投资者从乐观转为悲观，正如从1958年到1983年，1美元收益的价格从19.1美元下降到11.8美元，降低了40%。市盈

率的缩减使得25年滚动期的回报率减少了1.9%，使基本面回报率从9.7%下降到7.8%。如今的市盈率约为27美元，因而我猜测未来的预期收益应该会被过高的市盈率所限制。

表10-1　25年滚动期的名义股票回报率　　单位：%

	由悲观到乐观 1942—1976年	由乐观到悲观 1958—1983年
1. 基本面因素		
A. 股息收益	6.0	3.2
B. 收入增长	+6.8	+6.5
总的基本面回报率	12.8	9.7
2. 投机性因素	+2.6	-1.9
3. 总市场回报率	15.4	7.8

再次讨论基本面因素对股票回报率决定性的影响力，目的是强调这样一个事实：资本主义经济和竞争似乎已经在长期收入增长之上，建立了一个历史性的界限即4%的实际回报率（6%的名义回报率）。有人认为股市的收入增长已经达到了一个新的、明显更高的水平之上，这一观念蛊惑了当今美国股市，并驱动了股市近年来的繁荣。确实，在过去的15年中，实际回报率的平均值已高达12.6%，这几乎是长期平均水平的两倍。自1816年以来的182个15年滚动期中，只有9个区间明显超过了这一水平，而且超过的并不多。即使未来10年只有3%的实际回报率，这25年的年回报率也将高达8.6%，仍远高于6.7%的长期平均水平。但自1982年以来，股票上获得的可观回报率也带来了重要的问题：旧的基本面回报率的约束是否已被解除？美国是否已进入了一个公司赢利的新时代？当今最核心的问题是：股票是否正在向一个新的、更高水平的均值进行回复？

一个新的、更高水平的均值

在1997年中期，正当牛市不断创造新高之时，受人尊重的摩根士丹利公司高调发布了其投资策略报告《一个新的、更高水平的均值回复到哪里》。报告开篇写道，“随着美国股票的丰厚回报不断累积，你不得不怀疑，在这个勇敢的新世界里，历史上6%～7%的实际回报率是不是已经过时，并且应该被向上修改了。”报告然后采取了中立态度：“这一股票的黄金时代不会永久持续……但是股票均值可能会稍微比过去高些，正如一直以来那样，低迷会在盛宴之后接踵而来。”这份报告总结道，新的市场实际回报率的均值将是“7%～8%，但低于如今牛市中的乐观者所说的10%。最近10年以来所产生的12%的实际回报率是不可持续的。随着时间的推移，回报率将不得不向新的均值回复。”

正像策略报告所指的，如果7%～8%的实际回报率确实是新的均值，股票就会被高估（相对于基本面回报率而定价过高）约20%。在这样一个重新估值的环境中，随后一个时期的股票实际回报率应该在3%～5%。在这一水平之上的股票将面临来自债券的激烈竞争。债券现在的名义回报率约为5.25%，在未来10年中应该能以相当低的风险提供平均3.5%～4%的名义回报率。

然而，由于市场预测从本质上讲是冒险，而两次都预测成功的几率更是险上加险（在高点或接近高点时卖出，并在低点或者接近低点时买进，这是一个非常难以实现的获胜策略）。较低的风险调整后股票回报率的可能性（甚至是概率），应该促进对投资目标的深思熟虑，而不是激进的投资行动。

十年以后

普通股票回归到平均水平

当我们观察25年滚动期的普通股票回报率时，均值回复在图中表现得活灵活现（见图10-7）。在上一版中，25年的实际年回报率是6.9%，接近于6.7%的长期平均水平。正如我在第2章提到的，回报率在截至1999年的25年里提高到11.7%的高度，而在截至2009年年中的25年里只回复到6%。那种均值回复正是股票在过去近两个世纪里所经历的，而且可以肯定在接下来的两个世纪里，股票依然会有类似表现。

在长期，股票回报率主要是被商业回报率所驱动，这被我在上一版中称为基本面回报率（现在我经常用投资回报率这一术语）：（1）美国公司初始的股息收益，经常由标准普尔500指数（或其前身）来度量。（2）收入增长率。如图10-8所示，当股票市场回报率大大超过了基本面回报率时（经常反映了轻快的乐观主义），市场回报率回复到基本面回报率就只是时间问题，而然后就又会回复过度（经常反映了深度的悲观主义），远远落后于基本面回报率。

所以，20世纪70年代后期，股票市场出现了投资机会的清晰信号（基本面回报率比市场回报率高出一到两个百分点），而在1998—2003年间紧接着就出现了警告信号，当时25年的市场回报率超出了基本面回报率接近每年6%的历史最高差额（之前历史上的差额都是在3%左右）。在1999年的版本中，我赞同并引用了摩根士丹利的结论：“这一股票的黄金时代不会永久持续……正如一直以来那样，低迷会伴随盛宴之后而来。”事实正是如此，在经历了难得的20年“盛宴”之后，用“低迷”描述接下来10年股票的负收益并不为过。

为克服万有引力作用而投资

历史统计告诉了我们均值回复的学术研究结果，说明均值回复是完全有效的。几乎投资的每一方面都证明了它的存在：在形成单个共同基金相对回报率方面；在形成不同股票市场板块的相对业绩方面；以及在决定长期股票回报率的绝对水平方面，尽管长期回报率的预期水平可能高于以往水平。如果你接受了这一点，那么它所暗示的实际投资业务会如何进行？这一历史经验能怎样帮助你和家人，保证你们获得累积资金的最佳机会？

正如我们在第3章看到的，合理的资产配置会带来更多益处。如今金融市场的风险水平似乎更高，但我却不认为投资者应该放弃投资股票。例如，在一个退休计划中，我建议通过投资70%股票和30%债券来平衡潜在风险和回报。对那些才开始其资金累积计划的人们，倘若对回报有强烈的欲望且对风险有较好的承受力，同时距退休还有较长的时间（15～40年），我会建议提高股票投资比例（如90%股票和10%债券）。对于那些利用闲置资金进行适度的定期投资的人们，或者那些更为保守、投资时间期限更短（1～15年）的人们，我建议降低其股票比例，可能要一直降到35%股票和65%债券。没有人知道金融市场未来的回报率是多少。**几个世纪以来，均衡的投资方法一直被证明是有效的，这不是因为它能提供更高的回报率（很明显它不能），而是因为它能得到可靠的长期回报率且没有额外的短期风险，这是一个很有吸引力的结果。**

对于未来市场回报率而言，均值回复对股票投资策略有何指导意义？既然均值回复在所有市场板块都通行，如成长型股票和价值型股票、大盘股和小盘股、美国股和外国股，那么绝大多数投资者应该都拥有这样一些股票型基金：它们代表了美国股票市场的多个板块，且其中大盘股是主要成分。有的投资者相信可以通过使用不同的投资风格和策略来选择某些基金（或加大这些基金权重），以此获得投资业

绩优势，但他们应该明白这样做的风险。对于那些认为历史教训总把我们引到错误方向（经常是有风险的赌局）的人们，还有这样一个风险均等的赌局：决定这些相互抵消的不同市场部分中，哪些因素在未来将能获得超额收益。例如，假设大盘股和小盘股在未来10年或者20年里不回复到市场均值，投资者不得不猜测哪一个更可能提供更好的回报。正因如此，无论从理论上还是实践上，我都偏好那些能跟踪整个美国股市的指数型基金。由于多元化的范围异常宽广，广泛涵盖了大盘股、中盘股和小盘股，这些基金最终反映了股票市场上的均值回复情况。

持有全股票市场指数基金也能解决基金选择的问题。为什么要回避历史事实，而怀着撞大运的想法试图选择单只共同基金呢？考虑到个别共同基金的回报也受到均值回复的影响，指数型基金最能够分享未来股票整体的回报。指数基金在过去确实已经证明了其价值。尽管我偏好于全市场基金，但是标准普尔500指数基金也是个不错的选择。这个大盘指数基金覆盖了美国股票市场75%的权重，即使在短期也不会偏离整个市场太远。均值回复意味着这一指数的长期回报将紧随着整个市场的回报。由于低成本，任何一只指数基金应该都能提供最佳的获利机会，使投资者能获得接近市场回报的100%。

王冠上的宝石

在新的投资年代，家庭最有价值的资产“王冠上的宝石”已经有了新的意义。投资者们所追求的是比钻石、红宝石、蓝宝石更加重要的东西。他们追求积累足够的资本以达到其个人的财务目标。过上舒适和独立的退休生活是大多数投资者的主要目标。对养家糊口之人而言，当其退休时，家庭最有价值的资产，即王冠上的宝石肯定就是退休计划的资本价值。税收递延计划也是尤为珍贵的宝石，因为税收递延以及低成本的投资，都是长期投资者的军械库中最有价值的武器。

仅被内部税收法案（Internal Revenue Code）所限制，你应该把你能节省的每一分钱存入你的个人退休账户（IRA）或你的401（k）或403（b）储蓄计划之中。

艾萨克·牛顿公爵也会赞同这样的投资计划的：它装备了均值回复的理论钢盔和定期投资的数学铁甲，并获得均衡策略的保护，此外还拥有复利、税收递延及低成本等强大武器。正如那只众所周知的苹果最终掉在了地上，业绩突出的共同基金和价格暴涨的股票市场板块最终也会回落到正常水平。只要给予足够的时间，即使是在股票市场回报最丰厚的时间内获得的回报，也会降到一般水平。将牛顿万有引力定律应用于金融市场上各种形式的均值回复，这也应有助于你制订一个精明的金融投资计划，并能用简单的常识来实施这一计划，以积累更大规模的退休基金。金融市场上均值回复的有力证据，不仅仅可从学术研究中发现，也存在于实际的投资经验中。在你积累资金时，为了自己的利益，请确定你已应用了均值回复的概念。

十年以后

均值回复

过去10年中发生的所有事情，都更加坚定了我之前的立场：均值回复存在于投资的任何方面：在股票型基金中，在全球的市场板块中，在实际的股票市场回报率中，以及在基本面商业回报率和股票市场回报率自身之间的关系中。忽略这些鲜明的历史教训，将会使你的投资陷于危险之中。

第11章
投资相对主义：幸福还是不幸

与金融市场的任何历史时期相比（或者看起来将会如此），当今投资者更加集中于寻求短期相对业绩的成功。我们已经进入了所谓的“投资相对主义时代”。所有人似乎都在集中精力进行比较：“相对于标准普尔500指数，我的股票组合表现如何？”这已经像股票市场中的每日波动一样，成为投资者生活中的一部分了。我们的幸福和不幸似乎都建立在对这一问题的如何回答之上。

大约在150年前，身无分文且反复无常的密考伯先生（Micawber，查尔斯·狄更斯的小说《大卫·科波菲尔》中的人物）根据如下的公式来决定是幸福和不幸：“年收入20英镑，年支出19英镑6便士，就会产生幸福。而年收入20英镑，年支出20英镑6便士，则会造成不幸。”

现在，太多的基金经理和基金持有人，似乎都在这一种新的密考伯公式中进行投资：如果市场回报率是17.8%，自己的回报率是18.3%，就会产生幸福；而市场回报率是17.8%，自己的回报率是13.2%，则会造成不幸。

实际上，上面最后一组回报率描述了过去15年中，国内的股票型基金平均与以标准普尔500指数来衡量的股票市场的差距为：17.8%对13.2%。这4.6%的差距说明了为什么在20世纪90年代的最后几年，股票型基金经理会感到相当的不幸。同时，尽管有些反复，他们的个人财务收入却令人刮目相看。虽然在大牛市中，大部分基金投资者很难感受到财务上的不幸，但当他们意识到本应该得到的回报远高于实际得到的回报时，就会感到痛苦万分了。

如果问题只是“在过去的15年中，专业投资顾问们超越市场了吗？”那么答案是非常清楚的。绝大多数投资顾问都没有做到。确实，根据基本的数学计算和初等的逻辑分析，在长期，大多数投资顾问不能超越市场。他们应该向基金持有人和潜在的投资者直接坦诚以上事实，不仅在个别年份或者长期，他们所取得的绝对回报率无法超越市场，这些回报率与应该取得的回报率之间的相对差距也无法超越。后者被基金经理和投资者作为一个合适的标准，也是长期投资成功与否的一个主要度量标准。（1994年美国证券交易委员会要求在基金投资报告中披露这种与市场基准相比较的信息。但自那以来，在文本中这样的披露信息，时常深深地隐藏于不起眼的地方中。）

十年以后

幸福还是不幸

10年以前，我害怕自己问了错误的问题：“专业投资顾问超越了市场吗？”（答案是：“大多数投资顾问没有做到。”）事实上，正确的问法应该是：“专业的投资顾问为他们的客户赚钱了吗？”答案是：“远远少于他们声称的为客户所赚的钱。”很明显，在很大程度上，只有为投资者赚钱才能创造幸福，正如损失投资者的钱会酿成不幸一样。

事实证明，在现行标准下由基金所报告的回报率和基金持有人实际获得的回报率之间有着巨大差距。对前者我们称之为时间加权回报率（time-weighted return），实际上是在给定的一年中一只基金净资产价值的变动。例如，在一年中如果一只基金在支付1美元的收入（或资本利

得）后，其单位资产价值从10美元增长到12美元，则时间加权回报率就是+30%。

后一种基金持有人获得的回报率，我们称之为市值加权回报率（dollar-weighted return）。为了理解这一概念，我们假定在一年开始时，基金的资产都是相同的100万美元，到年底增长到了130万美元，这表明有30%的回报。然后，在这一年的最后一天，投资者突然意识到30%的收益率是非常可观的，于是他们立即再投资1 000万美元到基金中。在这个明显很极端的例子中，市值加权回报率只有4.9%，比基金所报告回报的1/6还少。

当然，这个夸张的例子夸大了这种典型的差异。但它确实证明了两组回报之间的主要差距。以1999年12月31日的200只最大的基金为例，这一差距在截至2003年的10年中平均为3.3%。这些基金报告的平均年回报率是9.8%，但投资者从这些基金实际获得的平均回报率是6.5%。听起来是不是很差？实际上更差。假定在这10年中进行复合投资，这些基金所报告的累计回报平均率为152%，但投资者实际获得的累计回报率平均只有88%，损失了潜在资本的64%。因而，聪明的投资者将会要求自己将考虑投资的基金要同时公布两个数据，这样就能更好地判断基金经理创造的是幸福，还是不幸。

一个无所不能的“妖魔”

但是，当这个变化几乎从未向投资者披露时，共同基金经理似乎已经决定从长期投资转向短期投资了。确实如此，受到媒体报道、对业绩敏感的机构投资者、寻求短期基金业绩的个人投资者三方面的共

同作用，人们已经对每季度的相对业绩越来越关注。投资顾问的反应一直都如你所期望的那样。投资业绩几乎永远都基于一个单一标准：标准普尔500综合股价指数。这是一个无所不在的“妖魔”（bogey）（“bogey”这个词是苏格兰语，意思是妖怪[48]，几乎没有投资顾问将其看做是一个好的词汇）。奇怪的是，在市场明显下跌之后，我们经常会每周甚至每天将投资回报与市场指数进行比较，但在市场显著反弹后却很少比较。原因是：根据定义，市场指数是一直进行100%投资的，基金经理却在等着证明（迄今为止全无用处）现金储备在市场下跌时能提供明显的流动性保护。虽然由30只成分股构成的道琼斯工业平均指数一直是市场每日波动的基本度量指标，但市值加权的标准普尔500指数却总是被用来比较长期相对投资回报率。

如今，在与其投资顾问定期举行的会议上，当养老金发放机构回顾季度投资业绩的比较情况时，我们透过双光眼镜都能看到他们的愁眉苦脸。个人投资者每一刻钟都能收到投资数据，或者来自他们的电脑上的实时数据，或者稍后通过第二天早上报纸的数据。这样的短期投资效果只会适得其反。

这些连珠炮般频繁的信息比较是近期产物。事实上，从1950—1965年，美国证券交易商协会（NASD）的政策限制了共同基金发起人公布“全部的回报”，甚至都不能与指数进行比较。但是，过去严禁公布全部回报的机构，在20世纪70年代都开始公布投资回报了。毫不夸张地说，截至20世纪90年代早期，这些机构热衷于频繁公布投资回报，其热情不亚于酗酒者喝酒上瘾的程度。

当今无处不在的、将投资业绩与标准普尔指数相比较的做法，可能受到以下4种因素的影响，但受这些因素的影响真的重要吗？这4种因素或者是在这个奇妙的通信技术时代里的信息超负荷；或者是自命不凡的机构客户对频繁更换投资顾问的兴趣；或者是共同基金投资者对短期基金优胜者的喜好；再或者是基金过度激进的市场营销。无论

是什么原因，如果你愿意，我们可以将相对投资业绩称为投资相对主义，这已成为当今的一种流行。

基金经理应该依然坚持一个投资业绩标准，但是必须认识到两个问题：基金经理经常不顾投资者的目标，而太过于坚持某个单一标准，对业绩的度量则完全基于极短期的投资回报率，而非基于合理的长期回报率。我们不禁想严肃地问一句：这又有何益呢？

尽管在过去5年里标准普尔500指数的业绩获得了绝对优势的成功，由此很多隐秘的指数基金的回报率也得到了提升，但在这期间投资大盘股的基金并没有扶摇直上，还受到一些惩罚性的限制。（当然，相信大盘股注定会有持久优势的投资者，会通过投资一个低成本的标准普尔500指数基金而实现投资成功。）但在长期，基金经理把标准普尔500指数作为其投资组合的强制性度量标杆，认为在每季度击败市场就是幸福的而落后市场就是不幸的，这并没有让投资者得到什么好处。基金的宣传册常常写道：“标准普尔技术类股票，占指数价值的14%，占本基金资产组合的21%；通用电气公司股票，占标准普尔指数价值的3%，占本基金资产组合的1.2%”等。然后，基金经理们尝试着矫正这些不匹配之处。很明显，在这一操作中，市场基准代替了投资判断。投资组合经理不是在分析和信念的基础上进行投资，而是在和市场标准作比较，并小心翼翼地消除其组合中持有股票的权重，使之比市场基准略高或略低。如果没有真正的投资管理判断，马上就会出现隐含的问题：“我的‘赌注’（正如经常所描述的）是不是正确的呢？或者我是否应该把我的投资组合和指数保持一致呢？”很大一部分的赌场资本主义（casino capitalism），已经被基金经理和投资者们贴上了投资的标签，而赌博（即使是赌从不会输）可能是用来描述这一投资策略的最佳词汇：过度依赖一个未经管理、相对不变的市场指数。

隐秘指数化的兴起

极端地说，投资过程大致是这样的：“我认为可口可乐的股票已经被高估得离奇了。但是，万一它还是继续上涨的话，我将买入我投资组合的1.5%作为保护。因为那已经低于标准普尔500指数中可口可乐股票2.0%的权重了，所以，当可口可乐股价回归到真实价值时，相对于指数，我的投资组合将会有很好的防御性。”

这一观点不正与专业投资管理相对立吗？难道它还没有成为为了保住工作而战战兢兢的投资经理所遵循的法则吗？这不也正是营销部门脱离了投资部门的结果吗？无论什么情况我都发现，这种行为正如人们所指控的，是有错的。

我认为，这一隐秘指数化（closet indexing）策略的使用远比大多数投资者所意识到的更为普遍。但是，无论是渗透于投资组合还是仅仅流于表面，我从未看到一个基金说明书披露过隐秘指数化策略。（然而，也有少数量化投资基金会定期披露其投资策略，这些基金都有特定的投资目标，就是追求在某个市场指数之上的较高回报。）平心而论，这一策略主要适用于大盘股基金的基金经理。由于标准普尔500指数的前十大股票代表了接近指数20%的市场价值，隐秘指数化是一个相对简单的过程。但另一方面，虽然这一策略也逐步使用于小盘股，但不大可能普遍使用。即使在罗素2 500小盘股指数（Russell 2500 Small Cap Index）中，最大的10只股票只占指数市值的2.4%。但事实是，大盘股支配了整个金融市场，组成标准普尔500指数的500只大盘股占了美国所有股票价值的75%。大盘股支配的策略导致大盘股占了股票型基金资产的3/4，在机构的资产中这一比例甚至更高。

隐秘指数化很可能正对股票市场的回报率产生着影响。我从来不把原因归结于影响股价的因素中的任何一种，但是在1996—1998年6月间，流通市值支配着整个市场的蓝筹股获利最大，那些正是基金持有相对比例最小的股票，这看起来不仅仅是巧合这么简单。在标准普尔500指数中，基金持有最少的最大5只股票的年回报率几乎达到50%，剩

余的495只股票的平均回报大约只有24%。换句话说，像朗讯和微软这种大公司的股票引领了整个市场，这些公司是如此之大，以至于规模巨大的共同基金业也只能持有其股票很有限的一部分。

在过去的三年里，标准普尔500指数超越了95%的股票型基金，这是历史上指数超越积极基金经理的最突出纪录。那么，那些热衷于与消极投资的标准普尔500指数竞争的主动型基金经理，是否应为他们持有量较少的大盘股股价的推涨负主要责任？基金经理是否正在使他们的组合更加类似于指数，以避免在每季度的比较竞赛中严重落后？如果是这样的话，是否正是基金经理为他们如今的不佳业绩播下了种子？更加奇怪的事情已经发生了。

当今时代，投资相对主义的首要目标，似乎是在短期避免回报率低于标准普尔500指数太多，而不是获得更好的长期绝对回报率。如果这一行业曾经有机会产生另一个彼得·林奇或者沃伦·巴菲特，那么这样的机会正在迅速消失。自20世纪80年代中期定量科学的方法开始用于共同基金投资业绩的度量，相对主义已经成为业绩度量系统的基础。贝塔（β，由基金价格波动和标准普尔500指数波动之比度量的风险）和阿尔法（α，基金和指数的风险调整回报率之比）已经进入到我们的词典中。还有夏普比率（Sharp ratio），用于衡量基金相对于短期国库券的超额收益与基金风险（标准差）的比值。不要和选股夏普比率（Selection Sharp ratio）相混淆，这是用来衡量相对于基准的超额回报率的信息比率。当然这一基准正是我们那邪恶的朋友：标准普尔500指数。这些公式曾经只是专业投资者的专属领域，现在甚至都成为个人投资者在咖啡休息时间或鸡尾酒派对上的谈资了。无论对基金经理还是对他们的客户，或者对市场本身而言，我都不认为单纯地过分追求数学的精确性是有益的。然而，他们依然看不到这一切的终点——对隐秘指数化策略的传播范围而言，不存在终点。事实上，在基金业资产增长的同时，其增长速度也一定在加速。

“如果它看起来像只鸭子……”

由于人们专门参照标准普尔500指数来衡量大盘股基金，所以许多大型基金都已明显成为了隐秘指数基金。尽管这些基金没有彻底放弃超越指数的希望，但无疑他们都在尽力效仿指数。相对于标准普尔500指数，基金持有不同行业和个股的权重可能有所差异，当对这一差异的偶然关注成为一种痴迷时，那么超越指数就成为很少被清晰披露但却坚定不移的基金投资政策了。但是还有一些证据，投资者可用来评价某只基金是不是隐秘指数基金。（每一个证据都很容易在《晨星共同基金》中找到。）

1．**资产规模。**当大型基金规模非常大时，其投资政策不可避免地变得不那么灵活，只能将其投资组合集中于那些市值规模巨大的大盘股。

2．**投资组合成分。**基金将其80%或更多的资金都投向了大盘股，与指数的行业权重结构类似。

3．**个股在组合中的持有情况。**比如说，在基金所持有的最大的25只重仓股中，有超过15只都在指数的前25只权重股之中。

4．**相关性。**R^2的统计量在0.95以上，本质上意味着95%以上的基金回报率都由指数所决定。

当然了，尽管基金的管理基本上都隐秘指数化了，但它们肯定会对此给予坚决否认。一个大型基金公司的主管对此是这么说的：“一个基金经理不持有微软（现在是标准普尔500指数中最大的股票）是可以的，但我不认为某人会在无意或不知不觉中选择持有微软的股票。”他还讲道：“如果股票正在上涨，基金经理最好有个更好的不持

有它的理由。”“我们持有的指数成分股还不到一半”是对隐秘指数化的另一种形式的否认，但这并没有揭示基金投资组合价值的80%集中在指数成分股。基金经理这种自私自利的否认是没有用的，这正应了那句睿智的古老谚语：“如果它看起来像只鸭子，走起路来也像只鸭子，嘎嘎地叫唤也像只鸭子，那么它就是一只鸭子。”或者至少它有机会成为一只鸭子。

指数基金是罪魁祸首吗

基金经理对指数比较之所以有戒备性的反应，隐秘指数化之所以会兴起，最主要的原因在于指数基金本身。标准普尔500指数一般被当作比较的对象，但指数基金才是真正的罪魁祸首。曾经有基金经理用这样简单的理由为自己的隐秘指数化行为辩解：“没错，但是谁能够买下整个市场呢？”后来，他们有了更加诡辩的回答：“没错，但指数只是理论上的，而且购买指数要花费很多，所以你的组合几乎无法和指数完全匹配。”低成本的指数基金使得甚至最小的投资者也能购买市场组合，这就揭穿了这些无用争辩的虚伪性。即便我早在1975年就成立了第一只指数共同基金（可能博格这个“妖怪”确实曾经是数字魔鬼），但直到20世纪90年代后期，指数基金才开始吸引投资者的兴趣，并成长为一个强有力的竞争者。

指数基金正在成为人们的投资选择，就此而言，它已在共同基金业取得了自己的一席之地。指数基金的投资业绩很有可能超过了3/4的共同基金。对市场整体而言，长期以较低成本投资于高度分散化的股票组合（这是指数基金的一个正确但不精确的描述），必然好过投资于高成本的分散化投资的基金。不可否认，标准普尔500指数在过去的15年中表现相当出色。但是这一指数的成分股也占到全部市场市值的

75%。这些股票在长期的总回报应该与整个市场的回报持平。当然，一个跟踪威尔逊5 000指数的指数基金在长期将与市场走势一致，在短期也类似。无论如何，指数基金市场正在从标准普尔500指数策略向全市场指数化的方向发展。假以时日，这一更加广泛的指数化策略很可能成为机构和基金指数化投资者的首要选择。

当投资者、分析师和媒体都把市场分类指数用作特殊投资风格（如大盘价值型、小盘成长型等）基金的标准时，指数化的时代就必然要到来了。正如我在第6章所指出的，对所有大小盘股的类别和所有投资风格而言，指数策略的优势都一样明显。因此，市场分类指数基金可能会取得它们合适的市场地位，而且所有形式的指数化投资会继续获得投资者的青睐。

我们现在都是量化投资者

对基金经理还有更多的坏消息。另外一种类似指数化的竞争方式——量化投资正在兴起。我同样有信心确认，这一投资策略也将在投资领域取得一席之地。如今，在传统的基于证券分析的管理过程中，定量分析技术和广泛用于对单只股票和股票组的计算机筛选和估价，已发展成为量化投资的、由计算机驱动的投资政策。这种投资政策只严格依赖数学公式来设定投资策略或者选择股票（“我们现在都是量化投资者”）。估计现在基金业中由量化投资者管理的资产已高达1000亿美元，而且一直增速强劲。

一些量化策略可能被描述为投资相对主义的最终形式。这么说可能是对的，但是它们一定不能和隐秘指数化混为一谈。事实上，由于它们的政策和策略是公开的，量化策略很难隐藏得不为人知。这些策略是严格受到控制的，而不是随机和仅凭直觉的。它们的成本经常明显低于传统基准，因为运行计算机程序的成本远低于雇用一组研究和管理人员。

通过一个增强型的指数化策略，这些基金明确地寻求超越某个特定的市场指数，并且始终严格限制与指数回报率的差异程度（也即所谓的跟踪误差）。大多数基金用复杂深奥的计算机模型来选择股票型基金的分散化投资组合，这一组合的特征与以下两者保持密切一致，一是目标指数所在的行业部门，二是市盈率、市净率等市场特征。这一类型的第一只共同基金出现在1986年，它的运行成本远低于行业基准，而回报则稍微好于指数本身。然而，由于和过去一样的低成本，在长期积累中其所获得的超额利润也使它相比指数有足够的优势。正如人们所知的，还没有明确的证据表明这些严格遵循规定的对板块不敏感的策略能否成功。但我猜测，这些策略最终会被证明对投资者是有吸引力的。这些投资者要么已意识到指数化的价值，但仍然无法快速投资于一个指数基金，要么彻底放弃了识别能超越指数的基金经理的希望。倘若量化基金的成本和指数基金相当，而且能提供超额回报，那么增强型指数化可能对现改变状是一个巨大挑战。

十年以后

量化投资

虽然我们现在并不都是量化投资者（如我10年前所写的），但在过去的10年里，量化投资已经在资金管理策略方面开拓出了巨大空间。当数不胜数的共同基金严重依赖数学模型之时，根据上一版所提到的“增强型指数化”策略进行投资的资金规模也呈现了爆炸式增长。

截至2009年年中，按增强型指数化投资的国内外股票金额已经增长到1 740亿美元的可观规模，对债券的投资也有460亿美元。但随着这一资产基础的增长，由量化投资者挣得的回报率却在下降。到2007年和2008年，有趣的证据

显示，之前10年正的回报差额在事实上已经明显转为负的了。这一成功的投资策略已成为当今流行的投资模式，虽吸引了大量资金但却不再奏效了。因而10年前的那种投资业绩也不得不在长期趋向于金融市场的基准。

衡量基金经理：你的基金经理身处何地

面对来自指数基金和量化基金的新挑战，传统的基金经理应该如何应对，基金持有人又应该考虑哪些问题？如果说隐秘指数化是一个错误的甚至是适得其反的应对措施（正如我所相信的），那么，什么是正确的应对措施呢？投资顾问首先应该向投资者坦率地承认，投资者应该寄望他们在长期超越一个大家一致认同的市场业绩标准，而且他们还会为此尽力而为。投资顾问还应该做什么呢？首先，我们如何才能衡量投资顾问所创造的经济价值能弥补他们所耗费的成本？一个涵盖整个市场的标准不需要、也不应该是标准普尔500指数，尽管这一指数显然应该作为成长型股票和价值型股票混合体的大盘股基金的标准。对那些没有明确投资类型的基金经理，涵盖所有市场的范围广泛的指数似乎是最为合适的。这样的指数再也不应被忽略了。

其他指数风格则适用于其他类型基金的标准。衡量某一特定风格或市值规模回报的指数，也是必不可少的参照标准。对小盘股或者中盘股的基金经理而言，要他们复制（即近似）一个全市场指数的长期回报记录显然是不现实的。基金的业绩应该用其所选择参与的特定市场板块来测量。将大盘股和小盘股、价值型和成长型股票、美国股票和国际股票按照适当水平组成的加权指数，对依照以上类型确定投资政策的基金肯定有重要意义。如果投资者选择的小盘股策略没能在长期超越整个市场的回报，即便获得了优于小盘股整体的回报，也仍应

归咎于投资者。但如果小盘股基金落后于小盘股的整体回报，即便它的长期收益超越整个市场，责任也在于基金经理。

在目标指数的资产配置中，投资者和基金经理都应该考虑债券和现金储备的作用。股票指数（以及指数基金）显然并不包含这两者。对一个平衡型基金的测量，应该对照一个包含股票、债券和现金储备的均衡配置。为了缓释风险，大多股票型基金可能持有5%～15%的现金储备头寸，投资顾问也可能选择一个类似的、调整后的股票／现金储备基准，这并不一定是个愚蠢的选择。

对投资者而言，理解这一点是很重要的：**投资者不可能对一个变化的现金储备头寸进行市场择时。**实际上，共同基金业倾向于以一种完全适得其反的方式持有现金储备：**在市场处于低点时持有大量现金，而在市场高点时则少量持有。**（荒谬的是，有一些市场择时者还使用基金的现金储备头寸作为一个择时指标；他们相信这是一个可信的逆向指标。）最重要的是，在股市积极上升的阶段，投资者必须明白，无论基金的现金储备稳定还是波动，他们都将牺牲相当的回报率。当然，基金的波动率可能会稍微降低。但正如我之前所说，投资者必须明白，**在长期，波动率增长一个百分点是没有意义的；而回报率增加一个百分点却是无价的。**这两个有力的、无可争辩的公理之间的鲜明对比，为投资顾问和投资者都提供了值得深思的深刻启示。

“如果你不能战胜它们，那就加入它们”

在这个投资相对主义的时代，面对指数投资和量化投资的竞争，太多的基金经理以隐秘指数化这种可能最无效的方式来应对。**但是，依据指数的结构来制订不成熟的、未公开披露的投资政策，最终基本无异于管理上的自杀。**这最终承认了低成本、被动管理的指数基金相对于高成本、主动管理的传统基金具有无可争辩的经济价值。然而，隐秘指数化政策未被公开披露或被否认，这并不是其失败的最主

要原因。问题只在于，如果一个基金的费用和开支越是高于指数基金每年0.2%的费用，其资产组合的换手率越是超过正常水平，那么这个基金跟踪指数的尝试就越可能归于失败。（低开支、低换手率，以及全部投资于股票，这些都是指数基金优越性的标志。）简而言之，如果基金经理所管理的基金费用高、换手率高且持有一定头寸的现金储备，那么其今天获胜的可能将会成为明天失败的必然。这种获胜的可能对积极的基金经理而言非常小。而真正为此买单的却是基金持有人。

投资相对主义意味着基金经理正变得和对手更加相似："如果你不能战胜它们，那就加入它们。"但在长期看来，保持差异化会使得基金经理有机会赢得超额的市场回报，坚持明显的差异化策略并严格限制费用和其他成本以应对指数竞争的现实挑战，这至少好过于像密考伯先生那样站在原处空想"有些事情将会发生"。

幸运的是，不是所有的基金经理都赞同新的投资相对主义。事实上，有一些较优秀的基金经理对投资相对主义嗤之以鼻。《货币》杂志上一篇最新文章认为，导致投资相对主义的原因是"激进的市场营销人员将短期数字看作是吸引新投资者的最好方法"。一个顶级资产组合策略师说："那只是基金营销人员，而并不是遵守信用、看重职责的人的说法。"另一个基金经理声称："相对投资是可笑的。"还有一个基金经理将其描述为第11戒[(49)]："你不应该进行相对投资。"另有一人警告说："相对论对爱因斯坦而言虽行之有效，但在投资领域却没有它的容身之地。"

选择差异化的基金经理（我希望有更多这样的基金经理），需要向基金持有人充分说明，他们的回报将不会紧跟一个市场指数的季度回报或年度回报。同样需要说明的是，他们的期望是在长期超越市场（或换种说法，他们并不想超越市场，而为什么不想，这又是个有趣的问题）。当今无处不在的短期业绩比较只是一种噪音，是困扰基金

经理和投资者的一个不和谐因素。在这一背景下，我借用威廉·莎士比亚的一句话来描述市场中的短期噪音：“傻瓜口中事，有声有色，却毫无意义。”

投资相对主义是投资过程对投资判断的胜利。我相信，从长期看，对一些基金经理而言，通过选择股票组合的智慧和经验，是有可能超越市场的，而且还不用承担过多的风险。基金经理很难事先确认投资机会，但只要投资者寻找有经验、个性鲜明、训练有素、经验丰富、头脑机智、决策果断且不墨守成规（或能打破传统旧习）并努力工作的专业人士，就能有机会经过努力获得成功。清教徒的伦理也并非都是不好的！重要的是，相对于他们研究的资产种类的流通市值规模，这些成功的基金经理将会限制其所管理基金的资产并抑制频繁交易的倾向，同时分析、购买并长期持有股票。

一些成功的基金经理不关心短期的相对风险，而是以较低的换手率进行满仓投资，以期通过投资那些经过认真选择的股票，能够长期获得基本面上的收益。有的基金经理从不盲目依赖短期标准，而是根据他们的信念和勇气，在判断市场风险过度时，持有现金储备以获得成功。这两组成功的基金经理都会以合理的低成本来管理基金，将他们的费用收入用于增加个人能力和投资产出，而不是在市场营销中肆意挥霍。市场营销只能用来提升基金管理公司自身的盈利能力，难以改进基金持有人的投资回报。在指数化策略和量化策略变得越来越普遍和富有竞争力的环境中，基金经理要想取得成功，必须将基金持有人的利益作为第一要务和最终目的，并全心全意地为之服务。

狄更斯“回来了”

在查尔斯·狄更斯的另一部小说《双城记》（*A Tale of Two Cities*）中，开篇就是这个著名的句子：“这是最美好的时代，这是最糟糕的时代。”在过去的16年里，我们已见证了股票市场最美好的

时代：一个规模空前的大牛市，为基金经理和基金投资者都带来了无限的幸福和财富。但是对基金持有人而言，那也是最糟糕的时代（尽管还很难感觉到是这样的）。如果当他们意识到所持有的基金本应能产生接近甚至超过股票市场本身回报率的话，或本应能为他们创造多少财富时，他们肯定会痛苦至极。当今时代，投资相对主义大行其道，而投资常识却被人遗忘于尘埃之中。尽管专业的基金经理向其持有人和客户隐含地保证能提供可观的长期回报，但这一时期的投资记录却绝不支持这一点。

十年以后

投资相对主义

优秀的量化投资者所用的高级数学工具，现在正直接或间接地充斥于我们的金融市场体系之中。如果你相信这些工具一定有助于增加投资者回报，那么你就会难以理解市场自我修正的本质。更糟的是，数学模型的兴起能很容易引起一种价值创造的幻觉而掩饰了事实。

很久以前，历史上一位最明智的投资者就曾警告过这个问题。1958年，作为纽约证券分析师协会（New York Society of Security Analysts）的主席，本杰明·格雷厄姆在他的就职演讲中直言不讳地说道：

人们一般认为数学能产生精确和可靠的结果；但在股票市场，越是使用精细和深奥的数学工具，得到的结论越是具有更大的不确定性和投机性。……无论何时，一旦微积分和高等代数被用于投资，你就可以将其看做一个警告信号，这意味着投资操作者正在试图用理论来代替经验，也常给投机行为披上投资的欺骗性伪装。……投资者和证

券分析师们没有偷食过有关善恶的知识之树上的投机禁果吗？他们没有因此而被永久驱逐出投资的伊甸园吗？在其中的丛林里投资者能够选出价格合理、有投资前途的股票。

大半个世纪后的现在，格雷厄姆的预言看起来是相当有预见性的。在当今这个时代，我们应对此特别注意。

第12章
基金资产规模：胜利是最大的失败

在短短的20年时间里，共同基金已经从夫妻店这样的行业小作坊成长为金融巨人。美国共同基金业的极大繁荣，已将股票型基金资产扩张了整整82倍，从20年前的3 400亿美元上升到现在的28万亿美元。古人说的“一事成功百事顺”确实正是当今基金业的真实写照。经过长达16年的大牛市繁荣后，共同基金的投资人数已经增加到我们在20年前连做梦也想不到程度。

但还有一个相反的说法：“胜利是最大的失败。”由资产组合经理和持有人共同造成的基金的巨大资产规模和交易量，已经导致了严重的问题，而且基金业本身还有一系列严重的缺点。如果以小为美，共同基金已经不如曾经那样可爱了。

即便与10年前相比，如今的基金业不仅市场地位不同，而且类型也不一样了。因此，过去的改变不可能只是一个序幕而已。为了反映当今及未来几年要继续面对的现实情况，我们看待股票型基金的方法必须改变。共同基金相对于市场的历史业绩与未来业绩的关系并不是非常的密切。尽管以前曾有机会超越市场，但共同基金却仍落后市场很多。

不是越大越好吗

共同基金现在持有2.5万亿的美国股票证券，控制着整个美国超过21%的股权。在1982年年初，也即大牛市开始前夕，当时美国股市的总市值是1.3万亿美元，基金总共持有400亿美元，仅为总市值的2.8%（见图12-1）。基金持有的比例增长了8倍多，虽然很少被人提及，但

确实隐含着重要的内容。而且基金的持有比例还在持续增长。到20世纪末，被共同基金有效控制的股份可能会达到1/4，如果加上由基金公司管理的其他投资账户所持有的份额，这一比例可能高达4/10。

1982年，共同基金本身在很大程度上形成了一个独立的产业，差不多完全集中于其自身的业务。几乎没有基金同时直接向个人和机构提供资产管理服务。如今，25家最大的基金集团中只有3家仅提供共同基金的服务。基金集团已经发展到非常大的规模，它们由基金公司和国内外其他基金、银行、信托公司、保险公司、经纪公司等（更不用说和铁路、玻璃制造商和航空公司）联合而成。

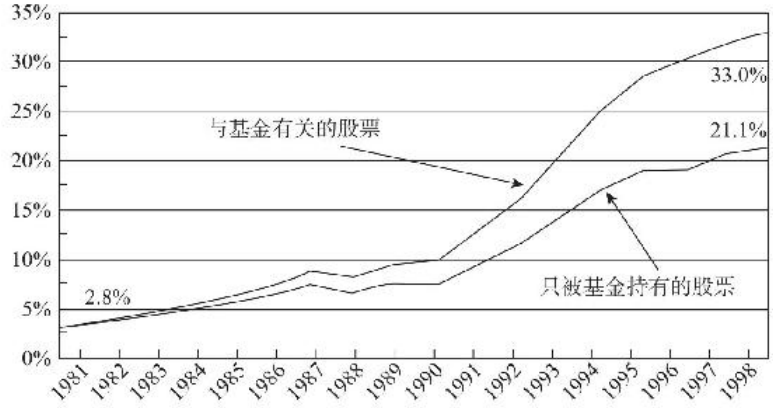


图12-1　美国股票的基金经理所有权

因此，若只看共同基金所持有的股票，对基金管理公司投资力量的重要性和影响力将会整整低估1/3。这些基金公司也为机构客户和富有个人管理着独立的投资账户。这些账户的价值现在估计已有1.5万亿美元，这使得由共同基金投资顾问管理的股票账户价值总共达到了约4万亿美元，也即美国股票市场资本总值12万亿美元的33%。这样的所有权集中程度在美国金融发展史上前所未有，而且还在继续加速增长。

但在某种意义上，所有权并不是最重要的问题。股票型基金每年的换手率接近90%之多，假定大多数共同基金都采用这种高度活跃的投

资策略，则这一小部分管理机构就占到了美国股市交易活动的一半或者更多。断言这些基金就是市场，并不可笑。

这种情况意味着什么呢？让我们从共同基金对个股的所有权开始讨论。图12-2a显示了基金持有市值最大的10只美国股票。注意它们持有比例的差异之大，令人惊奇：可口可乐为不到5%；埃克森、通用电气、微软和英特尔约为6%～10%；默克公司接近19%。而基金业持有的所有股票平均比例为21%。这些具有高业绩、但明显持有比例过低的股票，引领了1996—1998年的牛市并推动了指数基金的繁荣。

因为指数基金和指数资产组合持有了标准普尔500指数总价值的8%，这相当于这些基金拥有指数中每一只大型成分股8%的股份。（假定它们资产组合中每只股票的比例相同。）因此，给予这些大盘股价格上升动力的不是指数基金的需求，而是积极的基金经理所创造的需求。这些基金经理害怕对这些大型股票投资权重过低，也担心失去进一步获得指数基金诱人回报的基础。

	共同基金持有比例[a]（%）
通用电气（General Electrics）	9.8
微软（Microsoft）	9.3
可口可乐（Coca-Cola）	4.5
埃克森（Exxon）	6.5
默克（Merck）	10.8
瑞辉制药（Pfizer）	12.6
沃尔玛（Wal-Mart）	12.7
英特尔（Intel）	9.4
宝洁（Procter & Gamble）	8.3
百时美施贵宝（Bristol-Myers Squibb）	16.0

图12-2a　基金对10只最大股票的所有权

注：a．截至1998年6月30日。

十年以后

	共同基金持有比例[b]（%）
埃克森美孚（ExxonMobil）	11.0
微软（Microsoft）	20.0
沃尔玛（Wal-Mart）	11.0
强生（Johnson & Johnson）	15.0
宝洁（Procter & Gamble）	13.0
美国电话电报公司（AT&T）	19.0
国际商用机器公司（IBM）	16.0
雪佛龙（Chevron）	19.0
谷歌（Google）	24.0
通用电气（General Electrics）	12.0

图12-2b　基金对十只最大股票的所有权

注：b.截至2009年5月31日。

那么，基金业的持有策略确实对大盘股有偏见：较少持有流通市值最大的股票，而更喜欢中小盘股票。图12-3显示，在这种所有权模式中，基金持有比例随着股票的流通市值规模的下降而上升。基金业持有所有美国股票的比例约为21%，与之相比，对流通市值超过2 300亿美元的那100只股票的持有比例只有15%。这一比例随着市值规模的收缩同步地增长，对市值最大的第300位到第600位的股票的持有比例增至21%，而对市值规模排第901位到第1 000位的100只股票的持有比例则升到36%，对剩下的市值规模小于5亿美元的6 300只股票，持有比例又降至21%。对市值非常小的股票持有比例的逆转，大概与它们的流动性有限有关。

基金业规模巨大的意义之一是，这些支配性的所有权比例代表了共同基金（及与其相关的资产组合）在公司治理中所拥有的“大棒”。迄今为止，基金一直都遵循了西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）总统的建议，“手持大棒，说话温柔。”但是，它们在全国或当地政府养老基金的兄弟机构却没有表现出这样的克制。虽然如此，由全国或当地的巨型资产池的所有权代表的动态力量，加上基金所有权的潜在力量，已经引发了为基金持有人创造经济价值的革命性关注，而这已经帮助整个美国意识到对基金所有者应负的责任。在这

一意义上，可以说基金通过集中关注持有人的价值，已经帮助美国公司实现了最近几年盈利的急剧增长。

根据规模大小分组的股票	股票型基金持有比例[a]（%）
1～100	14.8
101～200	18.7
201～300	20.2
301～400	20.9
401～500	21.0
501～600	21.7
601～700	23.6
701～800	25.4
801～900	29.2
901～1 000	35.7
1 001～7 300	21.6

图12-3　根据流通市值大小排序的基金所有权

注：a．截至1998年6月30日。

基金规模巨大的另一个含义在于，共同基金持有人对股市回报的影响作用越来越大。16年来，基金对美国股票的持有比例由不足3%增加到21%，意味着基金持有人本身就激发了自己对股票的需求，这种需求有助于推动股价的上涨。但这些基金持有人同样也造成了新的市场流动性风险。基金持有人可能危及共同基金所能保证提供的流动性，他们所表现出来的群体从众本能的程度有多深，对流动性的影响就有多大。一直以来，这一明显的、固有的流动性风险只通过增加对股票的需求来表现。这使我们不能无视这一现实：任何大规模的基金赎回都将引发股价下行的压力，而且幅度可能较大。

十年以后

资产规模

自从上一版出版以来，股票型基金的资产已经由1998年的2.8万亿美元飞涨到2007年10月的6.9万亿美元，只是在2009年年中又跌至4万亿美元。1998年，基金持有全部美国股票的19%（由1981年的3.1%增加而来）；基金所有权比例最高曾达到29%，从那以后下降到了24%。

回顾历史，共同基金已经成为美国公司股票所有权机构化浪潮中的主要部分了。它和公司养老基金、国家和地区的养老基金、捐赠基金以及由专业投资机构管理的其他基金同时存在，这些机构如今控制了全部美国公司股票的75%之多，而在20世纪50年代只有13%，在更近的1968年也只有20%。

在这期间，共同基金管理公司和企业养老基金管理公司之间的鸿沟已经消失了。在美国最大的50家财富管理机构中，足有48家既管理着共同基金又管理着养老基金的资产。因此，只要考虑一下这些金融巨鳄们的基金资产，便会明白它们获得或者清算股票头寸有多么困难。

我之前写过，基金增加的股票所有权“已经带来了为基金持有人创造经济价值的革命性关注，而这已经帮助整个美国意识到对基金所有者应负的责任”。我当时彻底的错了。个人持有股票占90%以上的所有权社会（ownership society），已经让步于新的代理人社会（agency society），其中个人持股只占25%。很明显，这些代理机构的主要参与人就是共同基金持有人和养老基金受益人，但代理机构对他们的利益基本上没有表现出尊敬的态度，而是允许公司为了基金经理而非持有人的利益而运作。（想想经理人薪酬的例子。）更糟的是，公司管理者能说服专业投资者相信这样的谎言：公司股价代表了其所创造

的股东价值。市场对这一荒谬理论的热情接受，反而引来了收益管理、“金融工程”和恶劣的会计标准，产生了许多没脑筋的基金经理和关联交易。总之，投机对投资的胜利，在事实上，经常会减少全部美国公司的内在价值。

规模和基金投资回报

但是，基金对股票支配性所有权的最终意义，即基金相对于市场的业绩，是我在此的主要关注点。我相信基金业的巨大规模倾向于降低（事实上是消除）共同基金整体较高回报的任何潜在可能性。自相矛盾的是，通过帮助增加整个市场的价值，共同基金的增长促进了股票回报率的提升，但却对基金持有人的价值增加有负面影响。简而言之，如果说一个拥有股票市场不足3%的共同基金能超越市场本身，这至少还可以想象。但要一个持有21%股票市值的共同基金也做到这一点，则完全难以想象。当一只基金（包括基金及其相关联的资产组合）占到了市场的33%，并以50%的换手率交易股票，则任何人都难以相信它会战胜市场。在一个有效市场中，所有投资资产1/3的集合是不能超越其余2/3的，就是因为规模太大的原因。

1975年，我给领航基金的主管们看了从1945—1975年间的基金回报数据。股票型基金比标准普尔500指数的平均年回报率要落后1.6%。到1981年，这一数字变成了落后0.8%。从那以后，基金一直大大落后于标准普尔500指数，在1981—1998年6月，每年落后3.7%（尽管相当部分增加的差额是由指数对大盘股的偏好而引起的）。毫无疑问，大部分是由于共同基金的费率和高成本的换手率造成的。

基金业整体规模如此庞大，的确是像穿了一件束身衣。健步如飞的印度豹如今已经变成了行动迟缓的大笨象。共同基金整体能够超越适当加权的市场指数（这一指数包含了和基金业相同比例的大盘股和

小盘股）的任何机会都已“随风而逝”了，这种机会本来就微乎其微。

换句话说，如果股票型基金整体最终会超越市场，最有可能的方法就是最小化财政拖累，因为正是这样的财政拖累使得基金战胜市场变得非常艰难。基金应该可以减少咨询费用、市场营销成本和费率；降低过于频繁且高成本的组合换手率；限制持有现金对投资回报的长期拖累，在可以利用市场指数期货合约的时代，这一点是很容易做到的。但迄今为止，这些趋势都还尚未出现。在一种可能性不高的情况下，假设这些趋势确已形成，它们将会帮助提高基金的回报率，让更多的基金经理有机会来建立其自身的专业声誉和实现基金持有人的期望。基金整体继续根据它们的成本大小会一直落后于市场，但其落后的程度会更小。这样的改变将有助于减少基金业回报率落后市场指数的差距。但是，基金业的庞大规模使其不再有任何机会来消除这一差距。

实际的规模才是真正的问题

基金业面临的一切问题，也正是大型基金所面临的。这些具有支配地位的共同基金已经达到了庞大的规模，实际上，两只最大的基金，分别管理着750亿美元和640亿美元的主动管理型的麦哲伦基金和领航500指数基金(50)，每一只基金的资产都比1983年年初共同基金业整体持有的所有股票都要多。现在有其他的17只基金拥有了超过200亿美元的资产。资产超过100亿美元的48只股票型基金合计控制着超过1万亿美元的股票。当基金规模增大时会发生什么情况？考虑一下最大的5只主动管理的股票型基金的经验，它们的总资产在1978—1998年间从5亿美元增长到了370亿美元；但他们的业绩却同时在恶化。图12-4a展示了它们相对于标准普尔500指数的平均年回报率，以及相对于整体股票市场的资产规模。这一模式是我们所熟悉的：显著的均值回复

（RTM），正是我们在第10章所见过的情形。虽然均值回复是金融市场上最为普遍的法则之一，但仍然有持续时间长达15年或更长时间的例外情况。然而，如图12-4b所示，基金的巨大规模将均值回复这一法则从比较普遍变为完全普遍。从1978年年初到1982年年末，这5大基金积聚了超越标准普尔500指数的巨大业绩优势，每年超越市场基准10个百分点。它们获得这一优势，是在规模相对较小的时候（事实上，它们的业绩促使了规模的增长），当时在每10亿美元的流通市值中平均只持有50万美元。当它们规模变得巨大时，它们就失去了这种优势。自从1994年年初，每10亿美元流通市值中的相对资产达到350万美元以来，这5只主动管理的基金就一直落后于标准普尔500指数每年超过4个百分点。

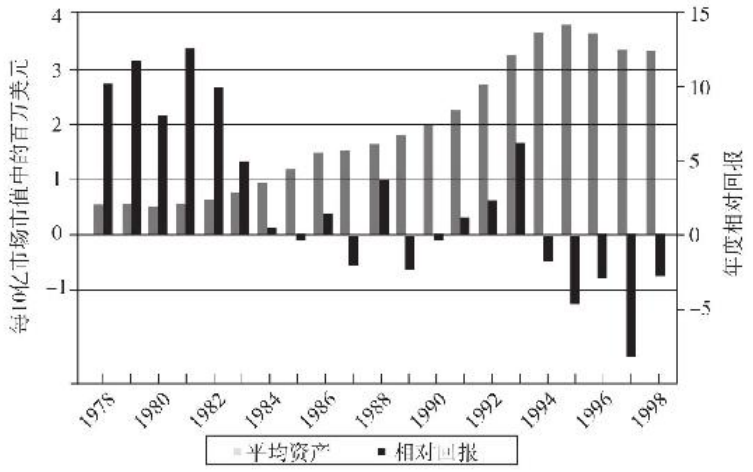


图12-4a　最大的5只股票型基金（1978—1998年6月）

十年以后

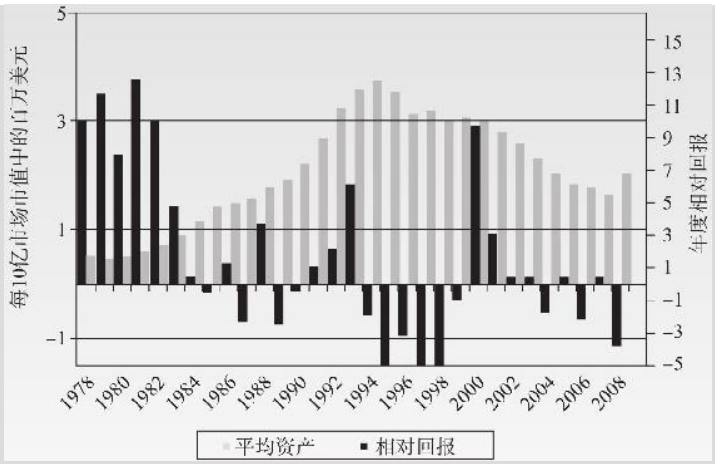


图12-4b　最大的5只股票型基金（1978—2009年）

换句话说，当这些基金管理的相对资产上升了7倍之后，相对年化回报率却足足下跌了至少14个百分点。在这一基金回报率回复到均值、然后低于均值的例子中，基金规模的增加无疑发挥了主要的、显著的作用。

度量基金的实际规模

考虑一下一个几乎从未被公开讨论过的有关基金规模的问题。什么才是基金的规模单位？这一度量单位不应是基金自身的规模，而应该是管理基金的组织的总资产。根据这一标准，一个大型基金实际上可能是它表面规模的两到三倍甚至更多。给定整个企业对特定股票所有权百分比的约束，以及对交易配置程序和市场流动性进行限制，如果在同一基金集团（或由同一组织管理的多个机构账户）中，其他基金拥有同种股票越频繁、越普遍，基金规模就越会被相应地放大。

举两个实例。一只基金是迄今为止世界上最大的主动管理的股票基金，资产规模高达750亿美元，在1997年资产规模为600亿美元时，向新的个人持有者封闭，但始终向已存在的数百万退休计划投资者开放。在其5个最大的股票头寸中，这只基金共计持有了4 000万股。但

由这家基金管理公司监管的其他10只姐妹基金就持有了将近1.3亿股。这只巨型基金资产组合的其余部分使得这一比率增加了两倍，就此，可以肯定地说，这只基金封闭时的资产规模不是600亿美元，而是足足2 000亿美元。如果你相信媒体报道，那么这种情况就是基金行业的规则。

另外一个例子是第二大主动管理的股票型基金，资产规模为470亿美元。由同一企业管理的只有两只姐妹基金（450亿美元的第4大股票型基金和只有100亿美元的第32大股票型基金）。这一资产组合持有的最大的5只股票，代表了三只基金整体持有股份的1/3。如果同时满足所有约束条件，我们假设该比率接近于该基金总资产组合与该公司管理的所有其他基金和机构投资账户的比例，则该基金的有效规模将达到1 050亿美元。但是，至今这一基金集团中的基金（或管理账户）还没有一只打算制止新的资金流入。

基金在较小规模时能创造可观的回报，但显然当规模变大时基金就不再会有这一优势了。还有一个相当有趣的证据，当基金规模变大时，高度波动的基金也将倾向于变得更加稳定。无论哪种情况，不管一只基金过去的业绩记录可能有多好，在基金规模逐渐变大时都将变得毫不相关。基金持有人确实应该被告知这种情形在多大程度上存在，因为它们直接涉及长期业绩的有效性、可靠性和相关性，而在基金的促销材料中，长期记录被当成福音一样广为宣传。“过去的业绩并不能保证未来的回报”，这只是基金业的行业习语，但却很少有人意识到这一现象。

十年以后

实际的规模才是真正的问题

图12-4b所表示的模式自1998年以来，依然持续。直到2003年，那5只基金一直稳定地持有大量资产，直到接下来的两个熊市才有所降低。当它们规模较小时，回报率超越了标准普尔500指数，然后很快持平，到20世纪90年代中后期就降至平均水平以下了。但是它们的回报在过去10年也乏善可陈，4年落后于指数，另外4年紧随指数，只有两年跑赢指数。这是第10章所描述的均值回复的又一次重复。

规模为什么重要

过大的基金规模会抑制较高回报的获得，有三个主要理由：基金投资组合可选择的股票范围缩小；交易成本增加；投资组合管理变得越来越结构化、以组织为导向且更少地依赖有见识的个人。

缩小的投资范围

随着规模的增大，投资机会的范围明显不断缩小。在证券所有权关系上有一些法律和操作上的约束。为了确保投资分散化，基金经理不希望其基金持有过多超过总资产3%的股票。此外，由于在股票买卖时，支配性的所有权会明显地限制市场流动性，极少有企业愿意持有过多占一家公司公开发行规模10%以上的股票。

把资产多元化和保持流动性这两个限制考虑在一起，显然影响着一定规模的基金所能持有的主要股票的数量。例如，假设持有单只股票占总资产的最大比例为2%，对单只股票的最大所有权比例为10%，一个拥有10亿美元基金的基金经理在1998年年中，能够在3 080只股票中进行选择（见图12-5）。

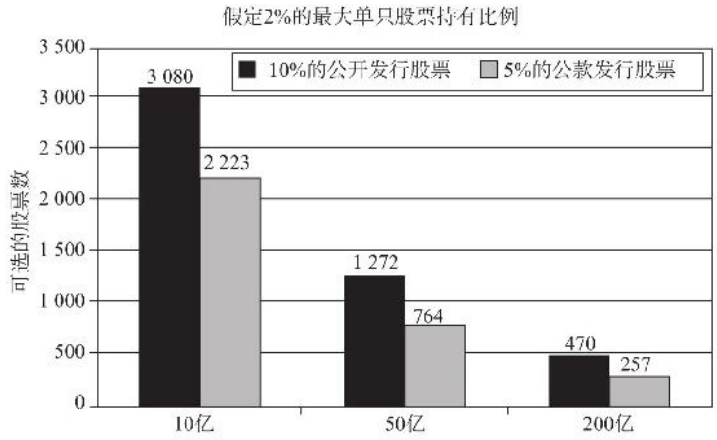


图12-5a　可供购买的股票投资范围（1999年）

十年以后

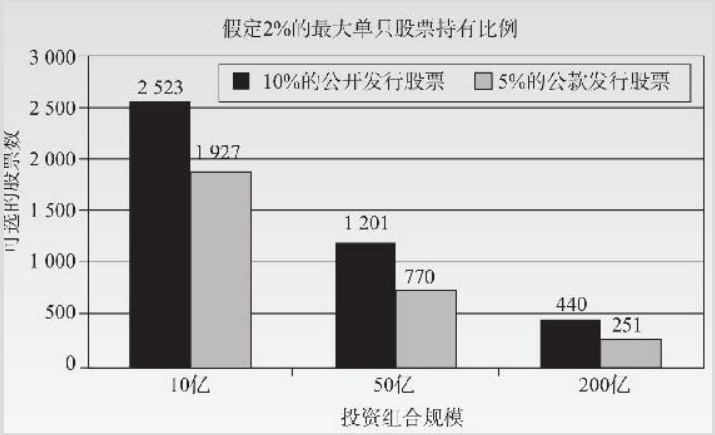


图12-5b　可供购买的股票投资范围（2009年）

但如果投资组合的规模是50亿美元，这一数字将下降至少一半到1272只股票。若规模达200亿美元，将下降接近2/3，只能投资470只股票了。而如果由于流动性风险，将持有一家公司对外公开发行股票限制在5%（这一数字可能是比10%更符合基金业的实际），则只有257只股票可供选择。这比初始数据下降了92%，大大限制了投资组合选择的范围。这些限制是显而易见且非常重要的。

一只大型基金的基金经理，应该通过持有大量集中度较小的资产，努力避免规模过大导致的问题。（例如，最大的基金持有着483只股票。）但是正因如此，每一个投资组合所持有的股票只能对整个组合的业绩产生较小的影响。基金经理也可以基于子行业构建投资策略，如互联网公司、现代制造业、电路板制造商等，而不是选择单只股票。但是基本点仍保持不变：这些包含于投资范围内的股票头寸可供大型基金的基金经理进行投资，而庞大的资产规模将会显著地减少可供选择的股票头寸数量。

十年以后

缩小的投资范围

显然，可供一只共同基金购买的股票数量将随着基金资产的增长而减少。使用与上一版同样的一组假设，尽管单只股票的流通市值规模发生了实质性的变化，但图12-5b与其之前版本看起来非常相像。一个10亿美元的基金，大概能以一定权重购买2 500只股票。但是一只规模200亿美元的基金（现在有23只资产规模至少有200亿美元主动管理的股票型基金）可能购买的股票大约只有440只。

但即便是这样，限制也远非过高。为什么呢？正如我之前所说，因为单只基金是巨型基金集团的一部分，而这些基金集团常常不只管理着许多其他大型基金，也还管理着大型养老金计划。例如，管理基金规模最大的一位基金经理，在其最大的基金中持有微软公司1.27亿股，但在他管理的其他基金中持有1.5亿股，在他管理的养老金账户中还另有2.55亿股，合计达到5.32亿股，足足占到微软对外股票发行量的6%。

更高的交易成本

第二个因素是投资组合的交易成本也随着规模而增加。作为一个普遍规则，基金经理能倒背如流的是：“股份交易的数量越大，对股价的影响越大”，而且，“一天（或一周）交易量的比率越大，对价格的影响也越大”，接着是，“越是急于完成一项交易，对股价的影响同样也越大”。但普遍的现象是，他们所做的远比所说的糟很多。那么，一般性的结论是这样的：（1）执行短期策略比长期策略的成本更高。（2）动量交易比基于基本面的交易成本更高。（3）基于市场传言的信息敏感的交易比缺少信息的交易（如指数基金交易）成本更高。（4）以快速完成为目标的激进型交易比机会主义（逆向投资）的交易成本更高。

因此，共同基金的规模并不是问题。巴菲特先生的伯克希尔哈撒韦公司长期大量持有美国运通、沃尔特·迪斯尼和吉列公司股票，尽管持有量足足占了整个共同基金业持有量的一半，但并没有带来什么交易成本；同样的情况还有他持有的2亿股可口可乐，约是其他所有基金合计持有的1.12亿股的两倍（现在我们看到基金业持有的可口可乐股票是如何地不足了）。为什么呢？因为他不经常买卖这些股票。伯克希尔哈撒韦公司的份额不能根据要求赎回，所以他可以等到以自己满意的价格（也就是机会主义）卖掉股票。如果他想急匆匆地卖出，这无疑会牺牲相当的价格。但这绝不是巴菲特的风格。

鼓起的钱包是高投资回报的敌人

对所有管理着巨额资本的投资机构而言，资产规模是一个共同面临的问题。统计上的证据是有说服力的。真正卓越的基金经理几乎已经绝迹了。投资组合策略家彼得·

伯恩斯坦在其1998年的一篇题为《哪里还有昨天的0.400击球手啊》[(51)]的文章中给出了有力证据表明，在过去40年中，最成功的投资经理（包括共同基金经理）超出常规业绩的差额，一直在稳定的缩小。

上文提到的沃伦·巴菲特表达了同样的观点：导致投资趋向平庸的罪魁祸首是资产规模，而不是对投资业绩日益激烈的竞争，这和伯恩斯坦的统计研究结果是一致的。巴菲特先生说：“现在与过去的业绩之间差异的75%都是由规模导致的。我们已经知道，基金管理规模的急剧增加会导致投资选择范围的显著减小（他所监管的伯克希尔哈撒韦公司的资产现在总计已经达到了640亿美元）。当我们的资本很小时，比如说有10 000只可供投资的证券；与之相比，如果我们只有100只可供投资的证券，投资业绩显然会大受削弱。”

这就是他所描述的，当基金的钱包鼓起来时，对投资业绩会有什么影响：“在整个20世纪50年代，我用不足1000万美元的流通市值获得了高于60%的年回报率。而以现在的规模，达到300个基点都是我梦寐以求的事了（即每年比市场高出3个百分点）。”

至少近10年以来，共同基金业一直都面临着与巴菲特同样的规模问题。但是大多数巨型基金公司很难像巴菲特先生一样直率地坦言：“鼓起的钱包”所带来的挑战，更别提他们会承认大量的资产积累会限制获得较高的回报。

在共同基金业中，我只听说过一个基金经理仔细考察过了交易成本对其公司的影响。这些成本包括佣金、买卖差价、市场冲击、机会成本，而且他还有勇气将这一结果公诸于众。他就是小约翰·博格

（John C. Bogle Jr.），数值投资者公司（Numeric Investors）的三只共同基金的基金经理，这三只基金都是量化投资且换手率高的（要完全说明白的话，他就是我的长子，显然苹果不会掉到离果树很远的地方）。在检查了20 000多个交易之后，他报告了这些成本数据：价值型股票交易的成本是交易金额的0.6%；小盘成长股的交易成本是1.8%；占日交易量1/8的股票交易成本为0.5%；代表两日交易量的股票成本是2.3%。他总结道，随着买卖规模对市场交易量占比的增加，交易成本对投资业绩的拖后效应就会上升。他说，这种影响对“每一个投资周期、每一种基金规模和每一个基金经理”都存在。最近他封闭了自己三只基金中的两只，全都在1亿美元的资产水平上。这就是纪律。

更一般的结论是，基于普莱克斯集团（Plexus Group）提供的数据，一个投资经理典型的交易成本估计是交易金额的0.8%。如果一个基金的换手率是每年50%（也即意味着将资产组合中一半的股票卖出，然后将其收入再投资于其他股票），买卖加在一起的规模将等于基金的平均资产。因此，基金的年度回报将下降0.8%，或者是假设的10%年回报率中的8%。假定其他因素不变，如果是100%的换手率，则每年投资业绩将会下降1.6%。这些隐藏的交易成本，加上一般股票型基金1.5%的费率，将造成每年超过3%的总财政拖累，几乎耗费了10%年度回报的1/3。

我自己对全行业交易成本的估计大大低于这些数据，而且根据投资目标、投资风格、交易活跃度和基金规模而变化。但是，交易成本与资产规模有着某种直接的联系，这一点却是肯定的。当所管理的基金资产规模相对于市场增加时，聪明的基金经理（绝大多数基金经理都是聪明的）应该特别警惕。基金经理必须附加某种额外价值，以超过不断增加的交易成本。如果没这么聪明，他们必然会远远落后于市场指数的无成本回报，而且作为基金业整体中的个体，他们不可能总是比别人更聪明。市场指数由基金投资风格所代表的证券组成，而且

是无需管理的。这些证据都表明，没有任何一种额外回报是唾手可得的。

流程对判断的胜利

基金规模过大有损其卓越回报的第三个原因并不那么明显。但是它对一个基金经理造成的障碍却是实际存在的。随着一个基金组织的扩张，单个投资组合经理的影响变小，而机构投资流程的作用变大。不再有这样一些基金经理：他们在凌乱的办公桌上办公，有着聪明的点子、果断的思想，有几个分析师和交易员提供技术支持和适当的行政支持。现在有大量的基金（100只或更多），加上组织机构图、投资流程，批准和评估交易的委员会，各种会议、繁琐的法律和监管文档等等的繁文缛节。这就是当今基金投资管理的本质，关注于流程（“谁在此负责？”）而非判断（“我们应该拥有什么？”）。过去曾经主要依据自身的最优思想进行投资的基金经理，再也不能这么做了。

《华尔街日报》专栏作家罗杰·洛文斯坦是极少能意识到这一现象的新闻从业者之一。他最近写道：“选择股票就像写故事一样，是一次一个人的努力。由几个人或者小规模的小组人员来选择股票是最好的，这些人分享他们的想法，并只买那些最好的。基金经理精挑细选的投资组合……作为一个整体可以获得成功，但是没有大的机构……能使许多的基金经理都战胜市场。投资的品牌形象可能因业绩不佳而沾上污名，但真正的人才却不会。公司获得好人才远比得到好名声更重要。”

对基金经理而言确实一事成功百事顺

我的假设“成功是最大的失败”已在之前展示过了。为了说明原因，我不仅基于常识也基于历史统计，已经提出非常有说服力的证据了。我的推理完全符合直觉。基于基金业现在的规模（这一规模看起来不可能缩回到10年前甚至5年前的水平）和增长率，巨大规模导致的问题有可能更进一步强化而不是减轻。据我所知，一直以来都没有人严肃地提出过反例，难道基金业的规模问题还不够明显吗？基本上没有财经期刊曾发表过题为“资产规模：对共同基金投资者不同寻常的益处”之类的文章，没有哪家个人理财媒体的成员建议“为了获得真正较高的业绩，去投资大型基金吧”，也没有人退而求其次地提出辩护：“大型基金是战胜指数的最佳方法”。可能任何大型基金的基金经理对这一主题最喜欢的评论是：“规模没有显著削弱我工作的能力。”但是我完全不确定，他们在说这句话时，是满怀热情的，充满信心的，还是面无表情的。对我而言，资产规模（用沃伦·巴菲特的话说，就是鼓起的钱包）是卓越业绩的敌人，这一事实是如此明确，以至于无需严肃的讨论。

为什么基金允许其规模超出控制范围？因为对投资顾问而言，确实是“一事成功百事顺”。基金管理公司偏好大的规模，因为它所获得的咨询费的额度和基金规模是线性相关的。资产规模越大，费用越多。而且，即便基金持有人的收益受损，基金公司的利润仍会以更高的速度增长。为什么？因为投资顾问为了自己而不是基金持有人的利益，规模经济的巨大杠杆作用已经被投资顾问盗用了。

基金业正在加速增长，主要是因为被持续的牛市所激励的美国投资者，已经形成了一种对共同基金贪得无厌的欲望。单个基金集团也在以同样的速率增长。基金业的增长不仅被投资者所接受，还被激进的市场营销公司进一步加速，但这是以基金投资者为代价的。这样的基金投资顾问是主要的催化剂，他们将基金发展至如此大的规模，以至于过去的业绩毫不重要了，因而市场回报率减去基金管理费用和交

易成本之后的未来业绩也注定平庸。如此一来，投资顾问实现了无本万利，至少从财务的角度说是这样的。

追寻不可能实现的梦想

共同基金投资者承认，他们不但要关心巨型基金集团不断膨胀的规模问题，而且也开始采取行动解决这一问题了。阿尔伯特·爱因斯坦说过：“任何聪明的傻瓜都能将事情变得更大，更复杂……而要将事情向相反的方向改变，则需要相当的天赋和勇气。”这也许是一个不可能实现的梦想，但现实世界中确实有一些解决方法和规则供基金经理遵循，只要给予他们适当的激励。如果足够多的投资者能选择遵守他们规则的基金，而对忽略这些规则的基金“用脚投票”，情况将会有所改观。接下来，这里有一些可供聪明的和负责任的基金经理遵循的戒律：

1．改变基金的策略，但不改变其目标。长期投资策略到底发生了什么变化？基金资产组合的换手率从往日黄金时代的每年不足20%，已经增长到了现在的每年90%。无论这种策略已经实现了其他什么目标，但它一直没有改进基金相对于市场的回报率。事实上，基金的回报率已经无可争议地受到影响并恶化了。为什么这些共同基金业不改变它们高换手率的污点，回到它们往日的黄金时代呢？（回到基金业传统的15%的换手率可能会更好。）我猜想的答案是：大部分基金经理愿意成为短期交易者（如今平均持有期大约为一年），而不愿意成为长期交易者（“往日黄金时代”的平均持有期为7年，也即15%的换手率）。

然而，现在这样的情况可能会继续下去。首先，因为新生代的资产组合经理喜欢高换手率。可能这些经理性情激进，他们相当聪明且受过良好的教育，热衷于发挥其聪明才干。其次，可能更加重要的是，如果这一行业的基金经理能带来亮眼的短期业绩，就能够赚大

钱。一个稳扎稳打、购买并持有的投资组合已经过时了。为一个新基金聚敛资产的方法，就是创造一个投资记录以供财经新闻报道。然后，资金自会流入，同时给基金经理带来剧增的咨询费和利润。没有人担心当基金规模变大时，基金的特性及其业绩必然会改变。人们对此的态度似乎是“我们明天才会为此担忧”。

2．对新投资者封闭基金。当一只基金达到一定规模时，由于在其投资范围内股票数量有限，或者主动买卖基金可能会显著影响其价格，使它不能再实施其投资策略，为什么不封闭基金呢？至今为止，即便规模问题已经如此迫在眉睫，在每100只基金中大约仍只有两只进行了封闭，这还包括在远高于合适资产规模时进行封闭的基金。但是大多数基金似乎都忽略了这一问题，因而不得不面对恶化的相对回报率，并丧失了使其自身更加杰出机会；这似乎也在损害基金持有人的利益，他们因为基金在过去的杰出表现而购买基金份额。如小约翰·博格所说的：“基金经理和托管人对基金持有人的利益熟视无睹，而且只在乎持续增长的收入流带给他们自身的利益。”

但悲哀的是，这种情况看起来还要持续下去，仅仅因为对基金经理的基金“特许权”的赢利性是线性的：基金规模越大，投资顾问的回报就越多。看起来，这样的激励使得基金经理对为基金持有人提供最佳回报丧失了任何兴趣。如果投资者和财务顾问打算在对这一问题公平解决之后再进行他们的投资，而且财经新闻也集中报道这一值得注意的问题，那么基金经理可能最终会被迫在合适的规模水平上封闭基金。

3．让基金继续增长，但是增加新的基金经理。一个基金开始变得过大时就不能再实施其之前的策略，这一问题的一个明显的解决方法是，增加一个新的资产组合经理，并将一部分现有资产组合及未来的现金流配置给新的企业。（我之所以推荐一个新企业是因为从现有企业中引入一个新的基金经理并不能解决流动性问题。）然而，只有

少量的大型基金组织使用了多基金经理的结构，指派2～4名外部基金经理来监督现有基金。如果这一制度安排下的隔离效果可行，那么支付给新的外部顾问的咨询费将远低于行业基准。于是呈现出这样一个悖论：为什么特定基金的内部投资顾问得到较高的费用，但其姐妹基金的外部顾问只得到很少一部分的费用？（投资者应该将这一问题提交给他们的基金管理公司或其董事。我乐意听到答案。）

保留一个外部基金经理，可以在不降低（甚至可能提高）投资效率的前提下，允许基金规模的扩大。然而，这一解决办法也造成了新的问题。由新的投资顾问所运作的投资组合有多大可能性会增加价值？在交互轮替的牛市和熊市里，两个基金经理的业绩不会恰巧相互抵消吗？4个基金经理会如何？或者6个呢？回报率会随着基金经理人数的增加而逐渐减少，这一明显的规律在增加第一个基金经理时就开始显现了，只是我们不能确定而已。任何情况下，对这一策略的使用少之又少。

4．降低基本咨询费，但是增加奖励费。如果在不危害投资者相对收益的前提下，对基金经理保持慷慨的激励，那么为什么不削减常规的咨询费而增加奖励费呢？奖励费按照基金回报率超过适当市场指数回报率的程度来支付。举一个简单的例子：将管理费从1%削减到0.75%，同时增加0.25%的奖励费。对基金经理而言，问题是激励必须对称。如果基金超越不了指数，将会征收0.25%的惩罚性费用，这种情况下总的管理费将跌至0.5%。但公平的就是公平的，完成任务就劳有所得；如果失败就自食苦果。更为公平的是，不仅应该把指数回报率作为标准，而且还应在此基础上，再加上基金（比如说在之前5年）超越指数的超额回报的差额。这才像基金投资者期望的投资业绩，而且这么一种费用结构看起来显然是合理的。

哎，除非基金持有人要求实施，否则这两种奖励费的解决办法（尤其是第二种）看起来不大可能被采用。基本的奖励费在基金业中

历来少见，现在则变得更加稀有。现在，7 000只共同基金中只有100只使用了奖励费。基金经理更愿意不劳而获（无论投资业绩是好是坏，都能得到高额的管理费）。虽然如此，对基金业管理费现状的任何挑战都是引人注目的，因为这种挑战是非常缺乏的。

5．建立一个规模封顶、换手率最低、名义管理费最少的共同基金。基于交易成本和管理费用对历史回报率的重要影响，再考虑到基金业如今的巨大规模以及高额的管理费，未来这些因素可能使得基金连现在平庸的回报率都难以达到。一个低换手率、低成本的基金，不会为共同基金投资者提供一个可靠的替代投资对象吗？当然会。但是“长期投资”似乎已经从大多数投资组合经理的字典中消失了，部分是因为发现一流的、经营持久的公司很困难，部分是因为如今大多数基金经理是积极而缺乏耐心的。这一规则下合乎逻辑的结论是建议投资指数基金，虽然指数化策略能明显为投资者提供较高利润，但为投资顾问提供的利润却极少。

你能使梦想成真

迄今为止，确实很少有基金公司认真地采用了如上建议。尽管有一些零散的证据显示单位交易成本正在上升，但投资组合的换手率依然很高且没有降低的任何迹象。几乎没有基金进行封闭，即使在已经封闭的基金中，许多也是在它们增长到需要封闭的很长时间后才进行封闭的。对外部基金经理的使用更是如10克拉的钻石一样稀有。费率不断上升，这在新近设立的新基金上体现得尤为显著。奖励费不仅仅是稀有的，而且在事实上是完全被禁止的。基金创新换句话说就是聪明过度，已经忽略了创建成本更为有效和税收更为有效的基金的机会（我在下一章会展示一个这类基金的结构）。过大的规模会给基金造成挑战，现有的处理这一挑战的最佳代表——指数基金，仍只是一个下等角色。它之所以被接受，是因为储蓄机构和退休计划的基金托管

人，需要满足公司雇员的要求。而荒谬的是，这些基金并未从税收有效中获得业绩优势。作为基金投资者的你，也是那5 000万个基金投资者之一，他们就像大卫联合在一起向巨人歌利亚投掷石块[(52)]，迫使基金管理公司注意资产规模的问题。

与初创时比较，如今的共同基金业的总体规模已经不同了，对金融市场的影响力不同，投资的限制条件不同，成本不同，对股票市场的作用不同，其投资决策的制定和实施方法也不相同。任何依靠历史的指引来预测单只基金或基金业自身未来收益的行为，都是不大可能的。

如果现在的增长率继续下去，只要几年时间，共同基金经理将会控制整个美国股票市场的4/10，以及所有股票交易账户的3/4之多。为什么基金业对资产规模问题不能坦然面对呢？为什么我们不能直面迅速增长的基金已经改变了大多数巨型基金的特性，而且确实也改变了基金业整体特性的现实？流动性是重要的，成本是重要的，税收是重要的，但规模能毁掉这一切。即使是熟练的专业投资组合经理，要获得卓越业绩正变得越来越难以实现。如果基金不处理这些问题，投资者就必须坚持提出这些问题。如果问题得不到解决，对基金业绩和未来回报的影响可能是深远的。

我必须强调：没有一家基金公司能够免除这些问题，因而也没有一个基金经理能够避开这些问题。投资公司和投资者必须有充分的智慧来面对这一不和谐因素。共同基金业的惊人成就生动地证明了“一事成功百事顺”。但这个规则也同时播下了其自身对立面“胜利是最大的失败”的种子。投资者不仅必须考虑投资规模对他们所投资基金的影响，还要考虑对他们所创建的庞大基金业整体的影响。

十年以后

不可能实现的梦想

我为了应对基金资产规模过大这个问题的梦想，大部分都被证明是“不可能实现的梦想”。我对基金规模将导致更低换手率的希望破灭了。（2009年的换手率甚至还高于1998年。）对新的投资者而言，封闭基金依然非常罕见。（这不仅要求基金经理有相当的自律性，还要求他愿意为基金持有人的利益而非自身利益行动。）据我所知，没有一家基金公司显著降低了其基本咨询费，代之以对较高实际回报率的奖励费。（这些奖励费要求的会不会是完全不可能实现的业绩？）

我对多基金经理的观点也遭遇了很大阻力，但主要是因为基金公司将这一策略作为下面策略的一部分：充分的多元化投资，关注于长期投资，并且争取最少的管理费（而不是期望的那样，可能选择4～6个一贯出众的基金经理。）而且当他们拥有我所认可的规模封顶、低换手率的指数基金时，其增长主要是因为使用交易型开放式指数基金（ETFs）作为媒介，吸引了大方买卖的投资者。

当基金业已经不得不面对资产规模问题时，“规模能毁掉一切”仍然是正确的。2009年问题和1999年的同样严重，事实上，甚至更为严重。仔细考虑由庞大的基金资产所产生的问题并避免由此受到限制，依然是基金经理责无旁贷的事情。

第13章
税收的影响：视差的启示

微小的改变经常能造成感知上的巨大偏差。视差也是如此，由我们两眼之间6厘米的距离所放大的视野的角度，使我们能看到物体的三维成像。正如我在第3章所讨论的，共同基金投资有4个维度：回报、风险、成本和时间。**人们大都习惯性地基于风险和回报进行投资，但我相信，一般来说，加上第三维度的成本，能使人们对投资回报率有更好的理解，对共同基金的回报率尤其如此。**因此，我将视差的原理应用于共同基金。

当我们不仅要考虑共同基金真实的操作成本和交易成本，同时还要考虑税收成本时，成本的影响会被显著放大。税收对基金回报率的深远影响被忽略已久。基金经理可能觉得他们可以忽略税收成本，但基金持有人倘若也如此，就会使自己陷入投资风险中。据估计，现在共同基金投资组合账面上的资本利得高达7 000亿美元之多，是时候让税收这一主题得到它应有的关注了。诚然，投资者的目标并不是简单地最小化税收负担，而是最大化可能的净回报。然而自相矛盾的是，致力于最小化税收的行为似乎不仅没有减少，反而会增加税前回报。

在过去16年的牛市中，潜在的税收负担不断增加，承认税收是投资共同基金的一个重要成本，现在正当其时。1998年4月15日，投资者为基金业在1997年1 800亿美元的资本利得支付了税收。唉，现在讨论这为时已晚。尽管为那些利得支付的税收只是沧海一粟，但这一问题还将继续存在。1998年实现并分配的数千亿美元的利得必须在1998年的税收收入中披露，而且其应纳的税收应在1999年4月15日前支付。

对此要加以注意的是：未实现的税收负债高达7 000亿美元，这一估计的规模非常不稳定，它对股票市场的变动高度敏感。当市场下行

时，未实现的利得就会从高点下降。例如，市场下行25%将会使基金业所有的潜在净税负消失殆尽，而市场上涨25%会使所有潜在的净税负翻倍。在考虑税收对基金投资收入的影响时，请记住这一高杠杆效应。同样也请记住，即使基金业未实现的利得由于市场下行而完全被消除，已经确认但还未分配的真实利得，最终还是会成为基金持有人的应税所得。由于在基金账目上大量未实现的利得不可能完全被消除，无论市场表现如何，真实的资本利得在很多年后都会被分配给基金投资者。

具有讽刺意味的是，共同基金业的高换手率政策已经恶化了税收问题。当基金经理为了击败市场（这总是难以做到）而买卖其资产组合时，也进一步增加了应税基金持有人的税收负担。这一成本的增加，实质上扩大了绝大多数共同基金报告中税前回报率落后市场的程度。

我之前注意到，在截至1998年6月的16年牛市期间，股票型基金的平均回报率为16.5%，而整个股票市场的平均回报率是18.9%。这每年2.4个百分点的落差，主要是由每年2%的成本造成的。如果从每年20%的市场回报率中减去这一落差，可能并不明显；但随着时间推移，它会足足消耗掉10%回报率的1/4，更不用说会从5%的回报率中减去一半了。

让我们考虑一下什么是“α”。它是度量基金相对于股票市场回报率的关键指标，经风险调整后反映基金所承受的相对风险。统计结果（《晨星共同基金》是公认最好的信息来源）非常清楚地显示，通常共同基金的α（一个相对于市场风险调整回报率）在过去10年中都是－1.9%（如人们所知的“负α”）。换句话说，由基金投资者挣得的年回报率，比人们期望的少了将近两个百分点。这一数字差不多等于基金业的年度成本。α通常接近基金总的运营成本和交易费用之和，这并不令人意外。但这显然没有考虑隐含的税收成本。

十年以后

税收

如我在1999年版中所写的：“无论市场表现如何，真实的资本利得在很多年后都会被分配给基金投资者。”事实证明，确实如此。自1998年以来，共同基金已经为其持有人分配了接近1.5万亿美元的已实现资本利得。

尽管在此期间，这些基金只挣得了很少的利润或者根本没有实现资本增值，它们年复一年地将这些资本利得支付给它们的持有人，规模从2007年市场高位时的3 800亿美元到2003年市场底部时的77亿美元不等。即使是在2000—2002年以及2007—2009年的两个主要熊市中，基金承受的损失也不足以阻止资本利得分配，这随即也给应税投资者带来税收负担。（大约一半的股票型基金资产由应税投资者持有，另一半由税收递延的退休计划投资者持有。）

税收：基金业的害群之马

税收问题是共同基金业的害群之马。就像一个生活不能自理的表妹，或者一个酗酒的叔叔一样，我们或许可以对税收眼不见心不烦，但是投资者却不能忽略这一问题，因为基金持有人是用基金的收入分红和资本利得分配来支付税收的。资本利得是由资产组合不断地卖出而产生的，而且在最近的大牛市中，由于大量应税资本利得的实现也产生了税收。事情的另一面是，一个投资组合经理的业绩是在税前回报的基础上进行度量的，他们从不介意美国国内税务署（IRS）从中征

收走相当大一部分。几乎没有资产组合经理会担心他们决策所导致的税收后果。

自从1924年第一只共同基金建立以来，事实上，基金业一直忽略了税收问题。确实，几十年来投资者在基于总回报的同时，也同样在基于“寻求更多的收益”来购买基金。（在20世纪40年代和50年代早期，股票平均回报率为8%，债券到期回报率为2.5%。想象一下吧！）基金业对收入分红和资本利得分配之间的差异已不加区分，把这两者合称为“总的可分配收益”，这从1950年以来就被法律所禁止。随着近年税收递延个人退休账户（IRA）和401（k）公司退休计划的出现，对税收所带来的问题则更少有人注意。事实上，掌握着40%股票型基金资产的税收递延退休计划投资者，正是现在基金业增长的驱动力量。这些投资者无须为税收问题而烦恼，他们的支票簿也不需承受税收负担。

但是，其他60%基金资产的所有者却难以享有由于忽略税收而带来的奢侈。他们必须每年为自己所获得的基金收益纳税。然而，共同基金还没有充分披露以下事项的税收影响：他们的投资策略、期望的换手率，以及资本利得的实现政策。在典型的基金招募说明书的“分红、资本利得和税收”的标题下，你会看到类似这样的文字：“对所有扣除开支的净收入和来自卖出证券的资本利得，实际上，基金每年都会进行分配。对你而言，分红和短期利得作为一般性收入是应缴税的；长期资本利得的分配也是应缴税的。”虽然这已经是基金尽可能披露的信息了，但是依然不够充分。

投资组合经理、基金发起人、基金发行人都知道，基金对税收问题即便是有考虑，也并没有给予太多注意。基金不仅不应该忽略这一重要现实，而且应该唤起投资者对税收问题的关注。以下是我认为招募说明书中必须披露的信息：

基金管理没有考虑税收。给定期望水平的换手率，基金很可能以每年都应税资本利得的形式，实现并分配很大一部分的资本回报。其中有相当一部分可能以短期收益的形式实现，并会承担足额的所得税率。（可能一些基金能够减轻最后一句话所说的情况。）

之所以没有找到合适方法对以上税收事实在招募说明书中进行披露，看起来只有两个原因：一是基金公司的“漫不经心”，二是它们认为投资者注意到超额税收会对回报产生负面影响，也会有损基金的营销效果。无论哪种原因，我相信如上的引文如果不是开篇之词的话，都应该作为一个显著的部分出现在招募说明书关于税收的信息披露中。完全的信息披露必须提上议事日程。

十年以后

基金业的害群之马

据我所知，没有一只共同基金采纳我的忠告，愿意像我在上一版中建议的那样诚实地进行有关税收的信息披露。

税收递延的可观价值

快速实现基金资本利得带来了严重的问题，投资者几乎必须立即为此支付税收。然而，递延的资本利得税的巨大价值却几乎被完全忽略了。简单地说：如果贷款的期限和递延的年数一样，一项递延的税收在功能上就等价于一笔来自美国财政部的无息贷款。你可能在未来某一天面对税收，但是直到递延到期日之前，你都不必支付这项税收。[(53)]想象一下，一笔10年期或者25年期无息贷款的价值吧。再计算

一下，递延10年的1美元欠款的现值是47美分；对25年期的无息贷款而言，现值却只有15美分！但是共同基金的历史表明，只有5%的基金份额能有希望被持有10年以上，从而获得递延10年的、每一美元53美分的红利，能被坚持持有25年，并获得一美元85美分红利的基金份额更是凤毛麟角。

在1998年下半年，共同基金的增值规模估计高达7 000亿美元（占股票型基金资产的25%），对应税投资者而言，这意味着约1 000亿美元的潜在税负。1998年，高达2 000亿美元的净资本利得已经实现，而且会在年末进行分配。剩下的5 000亿收入还没有实现，但是，假设市场价格保持不变，这部分收入最终还是要实现并需要纳税的。在1998年实现的巨大利得分配中，约有1 500亿美元是长期收入，其中约有500亿美元是短期收入。在这2 000亿美元中，可能有800亿由税收递延的退休计划投资者获得。而由应税投资者得到的1 200亿美元中，估计将有超过300亿美元是税负。投资者不得不为支付这笔税收做好准备。

1999年的外部环境可能会进一步恶化这一情形。如果市场下行会导致基金份额的净赎回，这就将增加每一份额的利得分配额。相反，上行的市场将以不断上升的价格带来新的资金，这就将稀释每一份额的利得分配。这就是为什么相较于市场价格的上升，共同基金未实现的利得规模一直都非常小的原因。令人惊讶的是，投资者似乎并不反对为每一基金份额支付10美元，但在其未实现的资本利得中还有2.5美元的潜在税负。当下行市场中基金净值下跌时，有浮亏的新基金投资者将仍有可能得到实质性的应税资本利得分配。（基金的会计行为引起了这些奇怪的结果。）这正是所谓的凡事预则立，不预则废。

基于以上背景，我们在长期环境下看看税收的影响。非常有悖常理的是，在某种意义上，税收对收入分配的影响竟然是有益的。在1998年的下半年，股票型基金在各项支出扣除之前会得到约1.9%的毛收入增长率。（它们持有的股票产生了约1.2%的盈利；约占10%的债券

和现金储备头寸贡献了约0.7%[(54)]。）但是基金年度费率平均为1.5%，因此股票型基金投资者只得到了微不足道的0.5%的回报率，还要对此支付税收。支出消耗了约75%的基金收入。在基金荒谬的世界里，费率越高，总收入的税收效应就越明显。但是正如上面有悖常理的例子所反映的，为税收有效性而付出的成本太高了。在一定程度上，共同基金支出的税率相当于总收入75%，而且在支付常规的税率之前已经扣除了。显而易见，这就像是爱丽丝梦游仙境般，最终只是美梦一场。[(55)]

税收再次影响α

税收对资本构成的影响完全是另外一回事。这里用“税收无效”来形容共同基金恰如其分。回报中所得税的好处被更大的资本利得税所淹没。举一个简单的例子：在过去15年中，股票型基金平均有14%的年回报率。假设3%的回报来自收入而11%来自资本，那么，其中有8%是实现了的回报率。进一步假设资本利得的30%是基于短期交易实现的（这些假设与基金业的实际非常接近）。在收入方面，假定平均税率为33%，税收将使回报率减少1%。在资本方面，如果短期应税收入的税率是33%，而长期收入的税率是25%，则税收会减少2.2%的回报率。总而言之，税收将会使平均共同基金的回报率从14%降至10.8%，而风险并没有任何变化[(56)]。

事实上，税收对相对回报率有巨大的负面影响。罗伯特·杰弗瑞（Robert Jeffrey）和罗伯特·阿诺德（Robert Arnott）在《投资组合管理期刊》中的另一篇重要文章《你的α大到足以覆盖税收了吗》中认为，α并不足够大。我还要补充一句：不，你的α正在被你的税收活活吞噬。在过去的10年中，股票型基金每年的α只有－1.9%，这就使上面的情形更加可怕。正如我们所看到的，这在很大程度上是由基金的投资成本所致。税后的负α几乎扩展了三倍达到了－5.1%。专业的投资者都知道成功的投资是一个艰难的游戏，一些本没必要支付

的基金成本和税收都将使得投资成功难上加难。即便有一些个人投资者知道，当基金支出和税收从基金经理的回报中减去后，赢得投资游戏是多么的困难，但所有的基金投资者都应该被坦诚地告知这一事实和数据。在过去的10年里，那5.1%的比率已经把股票市场回报的1/4侵蚀掉了。

基金投资组合的换手率激增

这些情况基本上都是由过高的基金换手率导致的，认识到这一点很重要。25年前，基金投资组合换手率平均每年为30%；而今几乎达到了90%。个人投资者可能持有股票长达几十年，而家庭可能有好几代人一直持有，而共同基金却忙于买入和卖出它们的股票。它们只会根据短期内的价格变化不负责任地放弃股票，却不考虑由此导致的税收问题。但对应税基金持有人而言，基金的这一行为大大降低了他们的回报。

不仅如此，一些基金经理还非常频繁地进行交易，以至于许多收入实际上都是短期的（少于一年），并以普通的所得税进行课税。近年来有30%的基金收入都属于此类，但这一数字还可能会显著增加，因为随着所谓的《1997年纳税人减税法案》（*Taxpayer Relief Act of 1997*）的颁布，长期以来对短期收入的限制终结了。现在，投资组合经理可以不受限制，可以在不足30天的时间里，以资本利得的方式实现任何比例的基金收入。对共同基金持有人而言，这一法律的变革对他们是否能创造经济价值是极度可疑的。

要使基金换手率明显下降并减轻资本利得实现的问题，这几乎是不可能的。将基金换手率从150%降至100%并不重要。实际上，所有的利得都是相当快实现的。权威研究显示，要实质性地减轻税收负担，换手率必须降到20%或更低。但是，任何换手率都会对投资者享有的净

回报产生负面影响，因为这会迫使投资者放弃隐含的无息贷款的价值。

如果一只基金的基本策略要求有限的换手率，将会发生什么？对基金投资者来说，这将是很好的事情。显而易见，当应支付的税收额度降低时，相应的税后回报就会上升。当税收被递延时，在投资者愿意持有基金份额的每一年里，回报都会明显地上升。而且，如果一个投资者的继承人在投资者去世时继承了基金份额，尽管基金的成本基数已经累积增加了，但通过消除税收，税后的回报率将会非常高。

基金经理的更替无济于事

当引入一个新的基金经理来管理一只基金时，即使从政策上有降低换手率的良好意图，但换手率还是会剧增，并将实现实质性的利得。在基金经理频繁更替的时代里，超级明星基金经理可能会受以下因素的引诱而离职：巨额薪金，创业本能，或者所管理基金的巨大资产规模阻止了他们施展带来卓越回报的能力。但无论何种情况，基金经理现在平均只有5年的任期。

这些问题对于应税基金投资者而言非常关键，这仍只是非常保守的说法。正如杰弗瑞公司（Jeffrey Company）的总裁詹姆斯·格兰德（James P. Garland）所说：“应税投资是一个失败者的游戏。那些在税收和费用方面损失最少的人，将在游戏终结时获得最大的胜利。”格兰德比较了1971—1995年的25年间投资者的税后回报，一个是假设投资于一只典型基金，另一个是假设投资于税赋管理指数基金。在这期间，标准普尔500指数获得了12.0%的税前复合回报率。扣除支出和税收之后，一般的共同基金复合回报率为8.0%，税赋管理基金复合回报率为10.2%（见图13-1）。

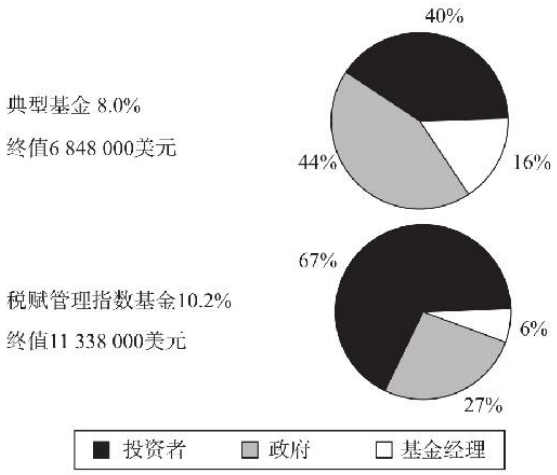


图13-1　成本——第三维度：基金支出加上税收，100万美元的投资，25年回报（1971—1995年）——市场回报率12.0%

在最终基金总回报中，除去交给基金经理的16%和给政府的44%，基金投资者只得到理论上的免税市场回报率的40%。对一只税赋管理指数基金，最终价值的6%是基金经理的，27%归政府所有，投资者则保留了67%。对一个在开始时投资100万美元的投资者，投资于低成本税赋管理基金的最终资产组合的净值是1 130万美元，而投资于典型基金只有680万美元。

我怀着非常复杂的心情告诉你，格兰德的方法确实夸大了典型基金的净回报率。这一方法假设有1%的基金费率，并忽略了基金资产组合的交易成本。然而正如我所提到的，如今基金所有成本平均为2%或更多。这一方法也假定所有资本利得在长期才能实现（28%的税率），而事实上大约有1/3的基金利得是按36%的短期税率进行征税的。(57)这一研究也低估了税赋管理指数基金的结果。它假设了0.3%的费率，而0.2%的费率可能会更接近现实。但是，即便赋予典型基金这些很值得怀疑的优点，税收和支出对共同基金回报的影响也是惊人的。

十年以后

税率

在2003年，对长期资本利得的最高联邦税率从20%降到了15%，而对短期资本利得和一般收入的最大税率则从40%降到了35%。很有可能的是，2010年的这两种基金税率都要提高到它们之前的更高水平。当然，全国和地方的税收将使投资者所承受的税负更为繁重。

一个好的解决方法：指数基金

考虑到税收这一点，你可能在想，应该忘掉共同基金，至少应该忘掉应税账户；或者还应该有更好地像基金那样能进行多元化投资的方法。那么，确实还存在更好的方法，使你能够避免承受由高成本和超额税收带来的负面结果，而且能在金融市场法则允许的范围内尽可能接近于一个正α值。只有少数几只基金以最少的成本和最小的税负进行运营。绝大多数都是基于如标准普尔500指数的市场指数基金，或者是复制整个市场的指数基金（如威尔逊5 000股票指数）。而且，由于它们成分股的结构很少发生显著性变化，所以大都运行良好（尤其是威尔逊指数）。

让我们从标准普尔500指数的税后回报率这么一个基点开始讨论。从分红中扣去所得税，并假设没有资本利得实现，且递延所有的资本利得税。从1983年6月到1998年6月的15年间，税前回报率为17.2%，假定税收的影响是－1.5%（基本上是所得税），则税后回报率为15.7%，约为税前回报率的91%。

现在让我们转向现实世界来计算可比较的数字。对于普通的共同基金而言，15年的税前回报率是13.6%，税率是2.8%，这将产生一个10.8%的税后回报率，是税前回报率的79%。为了比较起见，表13-1展

示了领航500指数基金的记录。其税前回报率是16.9%，税收消耗了其中的1.9%后，剩下15.0%的净回报率。结果，领航500指数的排名从前94%上升到前97%。前一个优势主要由典型的主动管理型基金产生的高成本所造成；而后一优势则主要由产生于基金业的高换手率所导致的较重税负。

表13-1　标准普尔500指数基金和普通共同基金　　单位：%

	回报率			
	1998年6月30日之前的15年		2009年5月30日之前的15年	
	税前	税后	税前	税后
指数基金	−16.9	+15.0	6.7	6.1
普通共同基金	13.6	10.8	5.4	3.7
指数基金优势	−3.3	+4.2	1.3	2.4
被指数基金超越的基金	94	97	52	72

诚然，这15年对支配着指数的大盘股而言，是一段好时光，这期间关注于低成本的指数基金成为了共同基金业中的佼佼者。而指数基金对税收最小化的强调，则将其地位进一步提升了，使其成为最成功的一类基金。消极管理型基金在十多年中的税后回报率超越了97%的股票型基金，由于这类基金缺乏熟练的投资组合经理的优势，即使只有这一数据的一半，也是一个不错的投资成绩了。

因为那些业绩不佳的共同基金被淘汰了，从而就没有进入回报率的计算之列，因此在一定程度上，这些数字又夸大了普通共同基金的回报率。我已在第5章表明，生存偏差对基金业回报率的重要影响，并不是微不足道的。如果表13-1中，普通共同基金的回报率因这一偏差而被修正，那么它们的业绩会落后得更加明显。

然而事实上，由于投资组合交易成本和运营成本的互相抵消，指数基金回报率低于指数本身的回报率。无论这些成本是多么微小，它们确实存在。例如，从1983—1998年，领航500指数基金16.9%的税前回报率，以及15.0%的税后回报率，就分别低于指数本身的17.2%和15.7%的回报率。

十年以后

一个好的解决方法

在2009年之前的15年里，尽管在大部分时间里市场环境苛刻，但相比较1998年之前的15年，指数基金仍然具有同样的优势，尽管这一优势不一定拉大。指数基金获得了每年6.7%的税前回报率，而普通股票型基金只获得了5.4%的回报率（经销售费用和生存偏差调整），落后1.3个百分点。正如之前的比较，主动管理型基金的税后回报率落后更多，增加了1.1个百分点，达到了2.4%，而在之前的表中，这一差距是4.2%。（换句话说，税后回报率总的落后程度，等于指数基金在最近这一时期回报率的39%，甚至比前一时期落后28%的情况更糟。）

经证实的结论

这一分析结论已经被其他的独立研究所证实。其中最严谨的一项研究是来自于斯坦福大学的乔·迪克森（Joel M. Dickson）和约翰·沙文（John B. Shoven）。他们发现，在1992年之前的10年间，基于标准普尔500指数建模的一只真实的共同基金，其年度税后回报率为13.4%，而股票型基金的一般回报率为10.7%。这每年2.7个百分点的优

势，将指数基金从基金业排名的前79%提升到86%，在147只税前回报率较高的基金样本中，超越了10只排在前31的基金。

我可以非常确定，指数化的低成本优势将持续存在。但对利得实现的递延能否持续，我就不那么确定了。首先，依靠其较低的换手率，指数基金会随时间积累起它们未实现的资本利得。而在将来的某一时点，这些利得的一部分可能会实现。其次，即便指数基金倾向于避免实现利得，它可能也很容易受到持有人接二连三赎回的影响，这会迫使它清算其所持有的高度增值的投资组合。虽然如此，考虑到税收递延在长期的巨大价值，甚至是在有限期间里的可观价值，这种由指数基金特有的、相对于传统的主动管理型基金的潜在税收优势，不太可能就此消失。

一个更好的解决办法：避税基金

为了解决共同基金持有人所面对的税收问题，一种比常规的指数基金更新的基金终于发展起来了。1994年，一个有兴趣改进传统指数基金税收有效性的基金集团，创立了基金业的第一批低成本的避税基金。其最常见的形式是基于以下特点：

- 使用市场指数策略，但是强调成长型股票并持有低收益的股票，以达到最小化收入的税收负担。
- 尽最大的可能，实现所持有的资产组合头寸在下跌时卖出的损失（这一行为被称为“收获期损失”），从而抵消卖出时实现的资本利得。
- 在30天后再补进那些亏本售出的股票。（在过渡时期，它们在投资组合中的缺失，可能造成对指数匹配稍微的不精确。）
- 为了鼓励长期投资，限制基金投资者的短期行为。如果份额在购买后的5年内被赎回，则对投资者索取惩罚，向基金和其他持有人

支付交易费。设计这样一项惩罚，是为了最小化基金份额突然赎回的可能性。

- 保持低成本指数基金所特有的、同样最低的成本。

从这些避税基金较短时间内的经验来看，这一方法运行良好。由于惩罚性措施的存在，赎回份额只占基金业总额极少的一部分；几乎没有进行短期市场择时的投机性投资者；迄今没有资本利得被实现。相较于主动管理型基金，这些避税基金还提供了卓越的回报率。

最近，行业里的其他基金开始有所反应了；据称大量税赋管理型的基金也已经成立。但它们几乎没有遵循指数策略，也没有采取诸如惩罚性费用的有效措施来限制赎回。这些基金的费率并不比其他主动管理型基金更低，这使它们丧失了另一个关键优势。总之，除了试图逆势操作以避免过于频繁的换手率外，它们的投资目标一如既往。而且，当不可避免地更换了基金经理后，这些基金会发生什么，我们还不清楚。归结起来，这些潜在的负面因素容易使基金难以实质性地减少税收，或者减少运营费率对α的侵蚀。

然而，合理组建的避税基金注定会成为基金业的一股强大势力，而且我相信，《1997年纳税人减税法案》对税收的减免将会使这一势力更加强大。在之前的法律下，资本利得28%的税率，比边际所得税率的最大值40%还低12%。而资本利得20%的新税率比40%的所得税率要低20%。这一改变将长期资本利得的税收折扣从12%提升到了20%，足足增加到了1.7倍，也进一步增强了长期税收递延的价值。但那些持有股票平均不到一年的高换手率基金，将继续使投资者承受短期资本利得的全额所得税，这就牺牲了对长期资本利得的税收递延价值。

一个已有60年历史的新想法

共同基金业有着这么多身价不菲、富有创造力和想象力的人才，但为什么至今没有人构想出一个更好的方法来提高共同基金的税后回报率？这样的机会确实大量存在着。请允许我描述一个想法。比如这样一只基金：它买入了许多高质量的蓝筹成长型股票作为样本，并持有它们直至其基本面发生了根本性的改变。我们去哪里可以找到一个年轻的沃伦·巴菲特来管理这只基金呢？坦白地说，我不知道。作为一个替代方法，这样做怎么样，比如说，这只基金买入50只最大的标准普尔500成长指数的成分股？（占成长型股票总流通市值的80%，以及整个股票市场的30%。）这只基金持有的这50只股票，并不随着股价变化而进行再平衡。如果发生了一次合并，就继续持有合并后的公司股票。如果一个公司被现金收购，则将收益再投资于下一个最大的公司，或者基金持有的其他公司的股票（这一选择可能并没有关系）。

这将不再需要任何基金经理，基金只会产生极少的运营成本，可能总的费率只有20个基点。通过设定严厉的赎回费用，或对每日的清算额进行严格限定（或者只在每一季度的最后一天放开基金赎回），使基金面临的投资者赎回份额最小化。最后，当基金份额被赎回时，不需要通过卖出股票来满足赎回，而是把投资组合中最易于销售的证券支付给投资者（以货代款的赎回），并事先解释清楚你将要这么做。那些投资者将会意识到，他们本来就应该为资本利得支付相应的税收，这样基金税收的完整性将得到保护。这些程序将使基金对那些快进快出的机会主义者不具有吸引力，这对基金持有人而言是个很好的结果。而且，随着时间推移，这些良好的政策将使基金更容易吸引真正的长期投资者，否则他们在市场上将濒临绝迹。

这些潜在的回报是巨大的。在平均税前回报率为10%的股票市场中，假定普通基金的费率为2%，可能会有8%的税前回报率和6.5%的税后回报率。如果税前毛回报率为10%、费率为0.2%，一个低成本的、买入并长期持有的基金应能达到税前9.8%以及税后9%的回报率。税后回报率2.5%的差距还只是一个保守的假设，明显低于在过去15年中，主

动管理型基金和标准普尔500指数之间实际存在的4.3%的税后回报率差额。

对于长期投资者而言，这些数字意味着巨大的回报。开始时投资于主动管理型基金的10万美元，在25年后的税后价值可能会增长到48.3万美元。但是，投资于买入并长期持有的基金的税后价值将会增至86.2万，几乎是前者的两倍。所以说基金支出和基金税收都非常重要，这是完全恰当的。

长期投资基金的潜在风险是很小的。计算如下：现在代表了整个投资市场30%的50只最大的成长型股票，要在25年中每年比市场其余70%的股票回报率低3个百分点以上，才能使其在两种基金之间的选择没有差异。有效金融市场的巨大力量，可能会消除任何对这一均衡的挑战。过去60年的历史事实表明，成长型股票和价值型股票的回报率实际上是完全一致的（见第10章）。我们所假设的基金在长期是不可能被市场所击败的。令人惊讶的事实是，广泛的多元化使投资业绩明显低于市场与明显高于市场一样困难。简而言之，风险—回报等式之所以会显得很受欢迎，是因为对运营支出和税收惩罚导致的财政约束的最小化。这就是我们通过三维视角所能看到的。

即使在估值相当高时买入，成长型股票也将可能在长期表现不如市场。对历史的回顾，可能有助于评估这一风险。杰雷米·西格尔（Jeremy J. Siegel）对在1965—1972年间的投机时代中著名的“漂亮50”成长型股票（Nifty Fifty growth stocks）的研究，有助于回答这一问题。在一篇发表于《投资组合管理期刊》的文章中，西格尔教授证明了一个在1971年年初（接近市场的顶部）买入并由那50只高估的股票平均加权而成的、固定不变的投资组合，在随后的25年中，这50只股票只是稍稍超越了市场的整体回报。这50只股票中有些表现出色：菲利普·莫里斯（Philip Morris）公司是其中的冠军，每年回报率高达21%，紧接着是麦当劳（+18%），可口可乐和迪士尼（两者都

是+16%）。也有一些表现不佳：MGIC[58]投资公司落在名单的最后，每年的损失超过了4.6%；埃默里空运公司（Emery Air Freight，－1%）的表现也同样糟糕；还有宝丽来公司（Polaroid，+2%）和施乐公司（+5%）也几乎排在底部。

“漂亮50”投资组合获得了平均每年12.4%的税前回报率，只比股市整体11.7%的年回报率略高0.7个百分点。但是，税后回报率的相对优势明显增加：“漂亮50”投资组合的优势增长到每年足有2%（9.8%比7.8%）。这些在高价位买进的、由成长型股票构成的静态投资组合，在过去长期内获得的回报率，确实证明了上述投资概念。在这一时期的最后，对“漂亮50”投资组合1万美元的初始投资，在扣除税收之后，价值为9.8万美元，而投资于股票市场整体则是6.3万美元。当然，普通的共同基金更是远远落后于同期的市场。

十年以后

避税基金和新想法

事实证明，我的预测“避税基金似乎注定会成为基金业的一股强大的势力”，这是与现实完全不相符的。如今只有26只避税基金，其中有的表现极好，而有的则很差。可能21世纪最初几年的减税，是我预测失败的部分原因；正在增长的税率可能将会使税收问题再次引起人们的注意。然而，现在大部分共同基金组合都有实在的潜在损失，而且这些损失最终将被用于抵消所持有投资组合未来的资本利得。结果是，在未来几年中，资本利得分配将会明显减少。

而至于那个购买并持有的“新想法”，它都不知所踪了。已有一个对“漂亮50”投资组合的50只股票进行单纯

购买并持有的基金可供投资大众选择了。但相对于成长型指数基金、避税的积极成长型基金，或简单的避税标准普尔500指数基金，这一投资组合是否会是一个具有吸引力的选择，还有待观察。

太阳底下无新事

《圣经·传道书》告诉我们，太阳底下无新事。在一定程度上，这一古老格言适用于这个“新想法”。少数共同基金史学家可能还记得，一只成立于1938年的类似的基金，在早期曾证明过购买并持有的想法。作为一个固定信托（fixed trust），创始人共同基金（Founders Mutual Fund）选择了当时的36只蓝筹股，以平均权重组成投资组合，并一直持有到1983年，基金才放弃了这一策略。在45年持有期的最后，创始人共同基金依然持有它在开始时拥有的相同的36只股票。其中包括IBM、宝洁、杜邦、联合太平洋，以及伊士曼-柯达，这些公司不仅经营持久，而且还很成功。

在改变其策略之前（我不能找出其前5年的任何记录），创始人基金的投资组合平均的税前回报率为每年10.3%，同期标准普尔500指数的回报率是11.4%，这一缺口可能部分是由0.5%的基金运营成本导致的。有趣的是，其回报率与马萨诸塞州投资者信托（Massachusetts Investors Trust，MIT，当时最大的股票型基金）10.3%的回报率是一致的。我不能精确算出税后回报率，但纪录表明，创始人基金在这一时期只分配了极少的资本利得，而MIT却分配了相当多。简而言之，创始人共同基金在税后的较量中获胜了。

另一只类似的基金，是成立于1935年的列克星敦公司领导者基金（Lexington Corporate Leader Fund），投资于30只股票。在过去的22年中（使用晨星的数据库所能进行的最早的比较），它差不多完全

和标准普尔500指数的回报率一样（分别是15.6%和15.7%）。以基金业的标准来衡量，这令人印象非常深刻的。这与创始人基金的数据一起证明了并只证明了一件事：一个在开始时选择、并且不论发生什么事情，都一直持有一组固定的大盘蓝筹股基金，能提供具有竞争力的、扣除成本后的税前回报率。而且相对于其他基金的税后回报率，这只基金的优势很明显。基金业应该为聪明的、有税收意识的投资者提供这种基金。

个股与共同基金

近年来，投资者从个股抽逃转投向共同基金的资本比例已经相当大了。对参与税收递延的个人退休账户（IRA）和公司退休计划的投资者而言，这在多方面都是一件好事；虽然成本经常过高，但基金能给个人投资者提供更充分的多元化投资以及更专业的投资监管。而这些在基金之外，都是投资者难以享受到的。然而，对于应税投资者，共同基金的大部分益处的却已被基金过早实现的资本利得侵蚀了。根据联邦法律，这些利得必须被分配，实际上，资本利得经常仅持有很短时间就被实现了，此时基金持有人就失去了免税的明显优势。持有期如此之短（等于或少于12个月），使被实现的利得不得不承受高达40%的税率；而针对长期利得的税率则是20%。

在充满竞争的资本主义现实世界中，人们过去只能希望基金业有各种各样的共同基金，它们的目标和策略都是能够满足应税投资者的需求。然而，这一看似不可避免的趋势，现已开始不断积累兴起的动量。我认为，原因一方面在于，基金业自鸣得意地认为，投资者对税收的影响缺乏了解（在极好的股票市场环境下，基金业受税收影响不

可避免）；另一方面，也在于基金业对提供新型基金的迟疑不决，这些新型基金的目标和策略至少在一定程度上类似于指数基金的以下特征：消极投资、最小化的换手率、高质量以及低成本。这一让步将有利于投资者的利益，但大多数基金管理公司的利益就难以得到保障了。这几乎没有什么创新之处（甚至还向投资者提供我在本章曾描述过的新型“老式”基金），没有提供给投资者令人满意的选择。

然而，投资者至少是那些有办法使其组合多元化的投资者，并非无所依赖。他们可以简单直接地放弃共同基金而买入股票。在一定程度上，这种策略可能会增加他们的风险，尽管选择股票有时很大一部分风险能通过多元化被消除，比如说持有15～20只和业务不相关的蓝筹股。但是这一策略的确会增加回报，因为基金投资的税负（以及不断增长的基金持有成本）会被显著降低。用过高的税后收益来抵消额外风险，精明的投资者能显著增加其长期回报率。

当投资者持有个股时，就能够控制所拥有的资本利得的实现。他们可以根据自己个人和家庭的情况，对以下问题做出最好的回答：

- 我是否应该在短期实现资本利得，并支付40%的惩罚性税收？
- 即便我的利得是长期的，我能否用税后净得销售收入中的80%或更多进行再投资呢？
- 我是否应该买入并永远持有股票，并且秉持这样的希望和期待：我选择的股票中至少有一只，或两只，或三只将会

成为“本垒打”（home runs）[(59)]，消除掉我的不佳选择的负面影响？

对投资者而言，税收控制是个关键问题。如果共同基金业不愿意为税收控制提供富有成效的投资策略，大量的投资者将被迫走向另一条路而直接购买股票。基金业对聪明的投资者的资产管理并没有任何垄断权。

税收策略

本章的目的，一直是帮助应税基金投资者形成聪明的投资策略，最大化他们基金投资的税后回报率。共同基金业严重依赖超高的换手率，这在税收上是非常效的，因而最好的选择是：组织良好且有着极低投资组合换手率的共同基金（可供选择的此类基金寥寥无几）；消极管理的指数基金，它们集中关注整个股票市场，或关注市场大板块的标准普尔500指数；投资于大盘成长股的指数导向型税赋管理基金；如果可能的话，也可以选择提供固定投资组合的基金。

但是，对投资者的税收策略而言，还有另外一个关键问题。合格的退休计划如401（k）、403（b）、个人退休账户等，在家庭资本积累的过程中已经变得至关重要了。在一个常规的应税账户和一个税收递延账户之间进行投资配置，已成为了一个关系重大的决策。常识会建议，如债券这样的收入导向型资产应该被置于税收递延账户中；而股票这样的成长导向型资产，其大部分回报是作为资本利得而提供的，应该保持在应税账户中。逻辑很简单：现在的收入会以高达40%的税率进行征税，而长期资本利得则只需承受低至20%的税率。更为重要的是，资本利得的实现可无限期地被递延，相当于有效地获得了美国财政部的一笔无息贷款。

然而，共同基金对其应税投资者置之不理，这就使上面的常识有倒悬之危。约翰·沙文考察了股票型基金和债券型基金在应税账户和税收递延账户之间的配置。他发现，在30年的时间里，**通过在税收递延账户中持有股票型基金，同时在应税账户中持有免税的市政债券基金，绝大部分投资者积累了最高水平的最终财富。**在分析中，他假设股票的毛回报率是12%，而市政债券的毛回报率是5.4%。

如果在税收递延账户中持有公司债券基金（在其研究中回报率为7.2%），而将股票型基金置于应税账户中，这么做为什么不会更加有益呢？毕竟，只要股票的资本利得没有被实现，一只股票型基金就不会将其12%的回报率中的大部分交给国内税务署（IRS）的，而且投资者还能从公司债券中获得比市政债券更高的回报。

这一看似明显的策略却是行不通的，原因在于共同基金业对应税基金持有人的需求毫不关注。一个典型的股票型基金经理可能会将12%的税前回报率变为8.5%的税后回报率，主要原因就是过高的换手率。通过对长期和短期资本回报的连续性分配，基金经理毫无必要地将股票市场利得的30%交给了税务部门。沙文教授总结道，给定大部分股票型基金的分配模式，长期投资者通过将股票型基金保持在税收递延账户内部，在税收递延账户之外持有免税的市政债券基金，就可以积累最大规模的最终财富。

但并不是所有的共同基金都需要采取同样的方法。沙文的研究也以一只投资组合换手率低很多的指数型基金账户为例，展示了其税后回报率。表13-2将一只传统方式管理的共同基金（基金A）和一只指数股票型基金（基金B）进行比较，总结了沙文教授的发现。两只基金的税前回报率都同为12%，但基金A将其中的10个百分点都进行了分配——4%的短期利得和收入，6%的长期资本利得。基金B只将其12%的回报率中的两个百分点进行了分配——1%的收入，1%的长期利得。一旦

沙文算上这些分配应缴纳的税收，基金B比基金A显示出了2.3个百分点的优势，也即税后回报率高出了25%。

表13-2　税收有效和税收无效股票型基金的税后回报率

	分红和短期资本利得	长期资本利得	增加的资本利得	税前回报率	税后回报率
税收无效基金 A	4%	6%	2%	12%	8.5%
税收有效基金 B	1%	1%	10%	12%	10.8%

与沙文教授非传统的建议完全相反的是，通过投资一只税收有效的股票型基金，投资者在其养老金账户之中持有应税债券基金，在养老金账户之外持有税收有效的股票型基金，就能够积累更多的资本。在30年的持有期之后，1万美元的初始投资（5 000美元投资于股票，另外5 000美元投资于债券）的最终价值将如表13-3所示。

表13-3　使用税收无效和税收有效股票型基金的财富积累[a]

	股票在养老基金之内，市政债券在之外	应税债券在养老基金之内，股票在之外	差距
税收无效基金 A	104 000 美元	72 000 美元	−32 000 美元
税收有效基金 B	104 000 美元	112 000 美元	+8 000 美元

注：a，假定的回报率：市政债券，5.2%免税；公司债券，税前7.4%，税后4.4%；普通股票，税前12%，基金A税后为8.5%，基金B税后为10.8%。

使用一只高度税收有效的股票型基金，将使这一关系颠倒过来。一个投资者将债券投资于养老金账户，将股票投资于养老金账户之外的典型税收无效基金，他积累了72 000美元，比使用沙文的配置方法积累的资本少了32 000美元。但是，当这一相同的50%对50%的策略利用了税收有效的股票型基金时，总的资金积累将达到112 000美元，比沙文的配置方法多出8 000美元。这一表格已经被颠倒过来了。在养老

金账户中使用债券，将32 000美元的不足变为8 000美元的盈余（由于有遗产税的优势，应税股票账户的成本在投资者去世时将达到市场价值。）

绝大部分投资者可能都会决定，在应税账户和税收递延的账户中都保持一些股票和一些债券。在当前的税法下，每年投资10 000～12 000美元或者更多于税收递延账户，如401（k）计划或者传统的IRA（个人退休账户）。沙文的研究为那些投资规模相当大的投资者提供了明智的建议：在退休基金和传统的存款账户之间进行最佳资产配置。这个决策一定是投资者税收策略的主要关注点。

视差的观点

投资者不仅必须明白税收最小化的重要性，而且还要意识到税后回报率最大化的重要性。他们必须考虑共同基金投资所有的三个空间维度：回报、风险和成本。应税投资者一直都承认，税收就是实实在在的成本，而且现在确实是让共同基金经理承认这一点的时候了。虽然让其他的传统共同基金提供相同的旧策略看起来并无必要，但确有充分的必要去设计只为应税投资而服务的新基金。一个替代方案是，拥有多元化的50只美国蓝筹成长股的固定信托。在这全球化的时代，另一个替代方案是，一个类似的持有全球75只最大成长股的固定信托。这两个方案都会很漂亮。但是，无论选择了什么股票，这一固定信托都必须以最小成本进行运作并且限制现金流。

本章中的想法和概念，尽管明显而简单，但与我关于当今共同基金业的视差观点完全一致。我所说过的新基金，并不像近年来的许多动量策略基金只是昙花一现的潮流，而是一个在古老历史基础上持久不变的投资概念。基金业应该向聪明的投资者提供最有价值的长期服务，而不是集中向短期投机性投资者提供最易于销售的产品。对引进这样一只基金的时机选择是有风险的，但所有的新基金的时机选择也

都同样危险。全世界、尤其是美国股票市场，今天看起来都过分扩张了，但我之前的建议在此依然适用：绝不要认为你比市场知道得更多。没有人能做到。

是时候了，投资经理应该明白税收的关键性问题，检查他们的投资策略，并考虑3 000万应税基金持有人是否应被一视同仁。共同基金对投资者的投资倾向并没有垄断权。如果基金经理坚持忽视他们决策所导致的税收后果，投资者就有权选择直接持有多元化的股票组合，并保持个人对利得实现的控制权。其他税收有效的投资方式也正在出现，著名的有“蜘蛛”（Spiders）和“钻石”（Diamonds）信托公司，它们实际上都是指数基金，分别复制了标准普尔500指数和道琼斯工业平均指数，并且在美国股票交易所上市。只要共同基金继续成为美国家庭的投资选择，就最终不得不面对这些竞争。

十年以后

视差的观点

自相矛盾的是，尽管交易型开放式指数基金本身一般是税收有效的，但它们的份额却被投资者频繁交易，这意味着虽然基金没有分配利得，但它们的投资者却在短期逐利交易时承担了所得税。正如之前所提到的，“蜘蛛”信托公司的交易现在非常频繁，每天的换手率就高达40%。

我的结论保持不变：（1）“投资者不仅必须明白最小化税收的重要性，而且还要意识到最大化税后回报率的重要性”。（2）“共同基金经理必须明白税收的关键性问题”。尽管我们在1999—2009年这10年迷失在股票市场中，应税利得的产生可能是相对不活跃的，但市场是不会永远跌下去的。不仅如此，在2010年，长期和短期利得的

税率都有可能有相当大的上升。无论如何，应税投资者都应重视这些基金：消极管理型指数基金，管理良好的、低换手率的主动管理型共同基金，或者账面上有着相当多未实现损失的基金。

第14章
时间的作用：第四维度，魔法还是专制

我在描述进行精明的长期投资的各种要素时，几何学语言可对其进行恰当的象征和暗喻。之前，我曾用三角形来描述影响投资回报的回报、风险和成本三者之间的相互影响关系，但是，三角形只存在于一个平坦的二维平面上。对以上三个关键的投资要素而言，一个有着长、宽、高三个空间维度的延伸立方体是一个更为有用的几何图形。它更好地代表了回报的动态向量之间复杂、即时的相互影响关系。但是，如阿尔伯特·爱因斯坦曾指出的，我们不仅生活在一个空间的世界里，也生活在一个时间的世界里。他将时间看作是第四维度，在投资世界中也是如此。

换句话说，投资回报有四个维度。其中三个是空间维度：长（回报）、宽（风险）和高（成本）。但是还有一个维度：时间。图14-1表示了4个维度间如何相互作用。如果对每个维度的影响没有一个清晰的认识，就不要做任何投资，也不要制订任何不符合这一标准的财务计划。

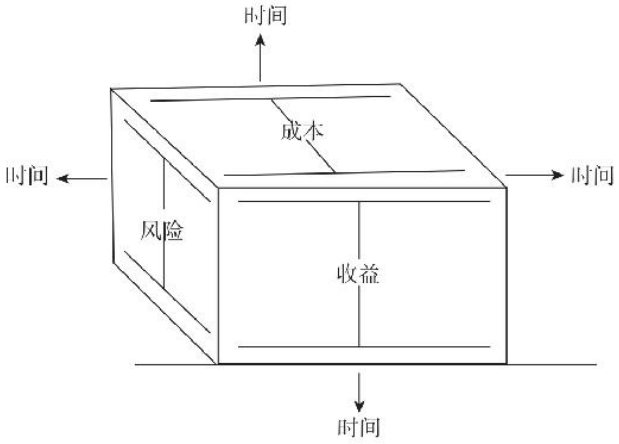


图14-1　投资的四个维度

下文中，我将首先回顾之前对回报、风险和成本维度的评论，然后转向时间维度。这四个维度之间以一种复杂的方式相互联系，时而明显，时而微妙。精明的投资者不能忽略任何一个维度。挑战在于如何根据将要达到的投资目标，衡量每一个维度的重要性。根据常识和纪律制定一个良好投资计划非常关键。

回报，第一维度

在图14-1中，我使用“长度”来描述回报，只是由于它是平面上两个直线维度中较长的一个。**作为财富积累过程中的一个因素，回报必须置于首位。**回溯过去的15年，共同基金已经成为美国家庭最主要的投资选择，回报的获得已被视为理所当然了。在这期间，资本市场整体获得了17.2%令人惊讶的年化回报率。结果是，如果忽略税收和成本，1982年年底，投资者在股票市场投资10 000美元，现在将会有117 000美元的投资财富。（这是投资者应有的！）对于很多投资者而言，在这个资金充裕的年代，成立一只基金似乎非常容易。

然而，金融市场已经证实，随着时间的推移，市场有向均值回复的明显趋势。明智的投资者应该看到以下事实：1802年以来，在181个相同期限中，只有9个超越了过去15年12.6%的通胀率调整后的实际回报率。这几乎是长期回报率基准7%的两倍，而且看起来也不大可能很快就能重现。如今的投资基本面也明显不如1982年年中时那么炫目了，当时牛市刚开始形成，市盈率也只有7.9倍。在1998年下半年，市盈率达到27倍，几乎是之前的三倍多。1982年，每1美元的分红需要16美元（6%的回报率）的初始投资；今天，每1美元的分红则要耗费71美元（1.4%的回报率）的投资，几乎是之前的4倍。（虽然有人说分红已不再重要，但我实在难以苟同。）当然，如果说每1美元分红的价格是71美元还不算太高的话，必然会有更高的难以支付的价格。

十年以后

分红收益和回报率

我曾断言，分红仍然重要，这正一语中的。而在20世纪90年代后期的牛市泡沫中，分红实际上已经被忽略了。在短短几年中，为每1美元的分红支付70美元看起来并不过多；事实上，在2000年年初，价格已上升到令人惊愕的99美元。但价格还是一如既往地回到了现实的正常水平。到2009年年中，每1美元分红的价格已经跌至38美元，这是股价急剧下跌和较高分红的结果。即使是考虑了预计2009年分红率将急剧下降到23%，这一比例依然是比较高的。

风险，第二维度

当你审视短期回报不确定的前景时，必然会考虑到风险这一投资回报的第二维度。股票市场的短期不确定性，比大多数投资者终身投资周期里的不确定性更大。**投资术语中的风险之于回报，相当于空间术语中的宽度之于长度：是平面的两个边的较短者。这并不是说风险就不重要。它也很关键，只是我并不认为它和回报具有同等的地位。**事实上，如我在第1章所提到的，对未来的信念是投资的一个关键因素。这隐含了这样的假设：回报终将会超过风险。如果潜在回报没有超过潜在风险，那到底为何还要投资呢？但是风险是股票投资的标志之一，对损失的恐惧经常是投资者最主要的顾虑。传统上，风险以标准差的形式度量，这种度量方法精确但并不完美。尽管这是一种后视性的度量法，更精确地说，是对价格波动性而非对风险的一种度量。（这两者并不完全一样！）

在衡量第一维度和第二维度时，投资者依赖于对风险调整回报率，其中最完美的一个指标是夏普比率（Sharpe ratio），这实质上是一个投资组合回报率及其波动率之间的比率。然而，正如我在第6章提到的，将一单位风险当作一单位回报的等价物是过分简单化了的。因为边际波动性的一个百分点的差异是毫无意义的，而长期回报率的一个百分点的差异则是无价的，将这两者等同是很不理性的。虽然如此，一些投资者只关注风险调整回报率。**机构投资者以及许多个人投资者为降低投资组合波动率，已经越来越倾向于在高流动性的美国金融市场之外进行多元化投资。**他们进入国际股票市场和债券市场，并投资于各种非传统的另类资产：对冲基金，风险资本等流动性相对差的资产，非公开市场上成熟企业的私人资本，以及诸如房地产和能源等有形资产。（黄金曾经一度被认为是逆经济周期持有的最佳资产，现已失去其光彩，可能是将近20年来投资黄金回报率的日渐衰减的原因。）

自从成为机构投资的主流选择以来，这些类型的投资几乎从未有出彩之处，但这样的投资策略也有可能成功。如果退后10年，国际股票的相对回报率回复到其长期均值，它们就很有可能会增加一个股票投资组合的投资收益。而且这样的假设可能是合理的：流动性较差的投资（如风险资本和私募股权）相对于完全可交易的股票，在长期应该具有一定的溢价。这意味着，这些投资领域也能为那些不太在意流动性的投资者增加其投资回报(60)。经历过风雨才能见彩虹，那么**未来通过投资非传统的资产类型，资产组合就可以同时降低波动性和提高回报率。**

然而，这一系列事件只是猜想。但是，别犯错误：每一种另类资产类型都有各自特别大的、投资者意料之外的特殊风险。不仅如此，每一另类资产类型中的单只证券也经常有着非常高的固有风险，这一风险比持有大型、高度可交易、高流动性的美国股票的风险大得多。投资者应该仔细考虑投资另类资产的决策含义，并且要充分意识到决

策所产生的这一悖论：虽然持有投资单个产品的风险较高，但我们的目标仍然是降低股票资产组合整体的风险。

成本，第三维度

前两个维度回报和风险，是被广为接受的投资回报维度。然而，人们确实经常把第三维度完全排除在外。例如，我们经常看到“风险／回报率”，而很少看到“风险／回报／成本率”。但成本对回报和风险两者的作用再怎样强调也不过分。

成本是重要的。它在投资世界的每一方面都是重要的，但在成本越高的地方它更加重要。我在整本书中提到异常高的成本，这是大部分基金业的特征；同时也记录了成本对基金净回报率的影响，后者对成本的敏感度极高。加上普通股票型基金1.5%的运营费率，再加上0.5%的最小平均交易成本，那么一只免佣基金的总成本每年至少为2%。如果基金要求对销售费用进行前端收费（正如大多数基金所做的），分摊于10年持有期内的最小初始佣金将是每年0.5%，这使得每年的总成本达到2.5%。对费用最高的占所有基金1/4的基金，总成本将达到每年2.5%（如果持有高成本基金，这一比例将是3%）。

正如我在第3章结尾提到的，即使是每年2.2%的成本，也会消耗每年10%的名义市场回报率的22%；而且，如果2.5%的通胀率使实际回报率降到7.5%的话，成本将足足消耗实际回报率的30%。在10年中，以复利计算，成本将消耗总名义回报率的30%，足足消耗总实际回报率的36%。换一个角度看，2.2%的成本能将3.5%的名义股票风险溢价中的63%抵消掉，这实在令人惊讶。可见，基金的支出如同饥饿的食人恶魔，难以轻易被满足。

以上这些计算还没有包括税收所导致的回报率的降低，这是基金支出这一食人恶魔同样饥肠辘辘的兄弟。而且正如我在第13章提到

的，典型的基金资产组合管理都是全然漠视税收影响的。基金经理不仅不会尽可能迟地递延利得实现，还会早在符合20%的长期利得税率条件（一年以后）之前，就将大部分的利得实现了。可能有1/3的资本利得都在不足一年的持有期中实现了，因而就要承受最高达到40%的所得税率。

长期投资——精明的苏格兰人

尽管从美国共同基金业的现状来看，几乎没有真正的长期投资，但在全球却仍有例外。《华尔街日报》最新的一篇文章报道，苏格兰的资本管理者们正在实践着被大多数美国基金经理所废弃的投资路径。位于爱丁堡的沃特·司各特合伙人公司（Walter Scott and Partners）关注于一个集中的投资组合，“它最多持有50只股票，并且每年改变不到6只，即换手率低于15%。基金经理忽略股票市场基准，以摆脱股票市场波动的影响。”其发言人说道，“股票市场可能上下波动，但我们的目标是拥有那些能增加自身现金流的公司的股票。而且，复合增长是所有投资基金经理最有价值的工具。”

在最近市场高涨的几年里，对共同基金实现和分配的资本利得所征收的税收，每年使基金持有人的投资回报率下降了2.2%，这将原有的每年2.2%的成本又扩大了一倍。而且，仅在1995—1998年间，即使是在税收扣除之前，普通股票型基金实际上也落后了整个股票市场每年5个百分点，因而，税收将会使落后扩大到7个百分点以上。明智的基金投资者将为忽视回报率的第三维度成本（特别是基金投资支出和税收），付出高昂代价。

时间，第四维度

在回顾了投资回报的三个空间维度：长、宽、高，即回报、风险和成本三个因素之后，我们来看第四维度：时间。一般认为，阿尔伯特·爱因斯坦的广义相对论提出了时间作为宇宙第四维度的概念，而且在投资回报的世界里，时间同样是一个有用的概念。

在投资世界中，时间对回报的作用，更多是在被违背而不是在被遵守中得到认识和尊重的。时间的作用更多限于理论中而不是在实践中。我们在谈及长期投资的价值时，对长期投资者多有美言。但是当要列出长期投资的例子时，我们却难以指出第二个。在沃伦·巴菲特之后，我们还能想起谁呢？

正如我在本书一开始提到的，共同基金业显然只进行短期投资，足有1/3的股票型基金投资组合每年的换手率达100%以上。如果说基金营销政策和基金超市有任何作用的话，那就是寻找短期投资者。即便找到了基金持有人也仍正在以平均每年超过30%的换手率买卖他们持有的股票型基金。这些数字反映了令人难以置信的流动性和愚蠢的短期策略。我毫不怀疑他们追求投资回报的效果是适得其反的。环视各种各样的基金持有人，我有时甚至怀疑，富有的私人投资者可能是珍视长期策略并实践低组合换手率的唯一群体。而且我要说明的是，对这一策略的依赖可能正是这些家庭能首先富裕起来的原因。获得一个有用的经验，不一定要有痛苦的教训。基金投资者和基金经理都应该学习这一经验。

在所有的策略中，市场指数策略的投资期限最长。一个全市场指数只随着整个市场缓慢的改变速度而变化。股票首次发行的相对权重是很小的，而且，当公司由于合并或破产而消失时，并没有随之发生资产组合的交易。全市场指数型基金的年度投资组合换手率很少超过2%～3%的，实质上它们的平均持有期达到了33～50年。无论是指数基

金难以企及的相对税前回报率，还是其同样无可比拟的税后回报率，长时间的持有确实是一个显著的形成因素。

时间和回报——复利的魔力

爱因斯坦提出将时间作为宇宙的第四维度，考虑到他的这一角色，他经常被引证为（可能是杜撰的）曾将复利描述为“有史以来最为伟大的数学发现”的人，也就不令人惊异了。确实，时间和回报之间的紧密关系常被描述为“复利的魔力”。在将初始投资或一系列适度的年度投资转化为惊人的最终价值的过程中，期限越长，投资回报的复利作用就越大。

让我们由两个基本的例子开始来讨论复利的魔力。图14-2显示了单笔初始投资随时间推移后的结果。假设有一笔10 000美元对股票的初始投资，持有40年的工作年限，获得每年12%的高回报率；另外用一个年回报率远低于前者、回报率仅为5%的固定收益替代投资方案，共同基金常常将两者进行比较。12%的回报率约为过去40年中股票市场的总体回报率；而5%大致是美国短期国债近期的回报率。

年复一年，投资股票的回报一直都是高于储蓄的。图14-2显示了数十年来这一收益的优势是如何增长的。股票最终产生了931 000美元的回报；而储蓄只产生了70 400美元的最终回报。用魔力（Magic）形容这一可怕的差异并不为过。

表14-1展示了一个目标是有规则地投资并积累500 000美元资产的投资者的例子。在这个假设中，投资者为25岁，预计于65岁退休。经过必要的计算（使用通用的回报率假设），他有两个选择：（1）每月投资股票43美元，坚持40年；（2）每月储蓄328元，坚持40年。

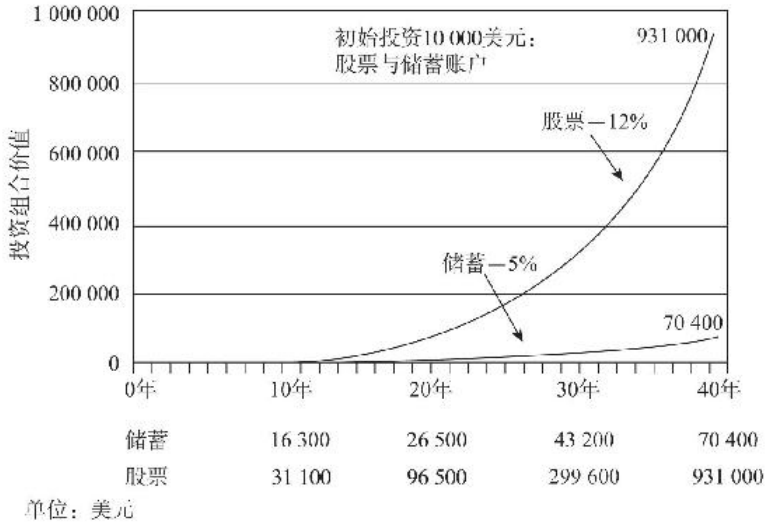


图14-2a　第一维度：回报和复利的魔力

十年以后

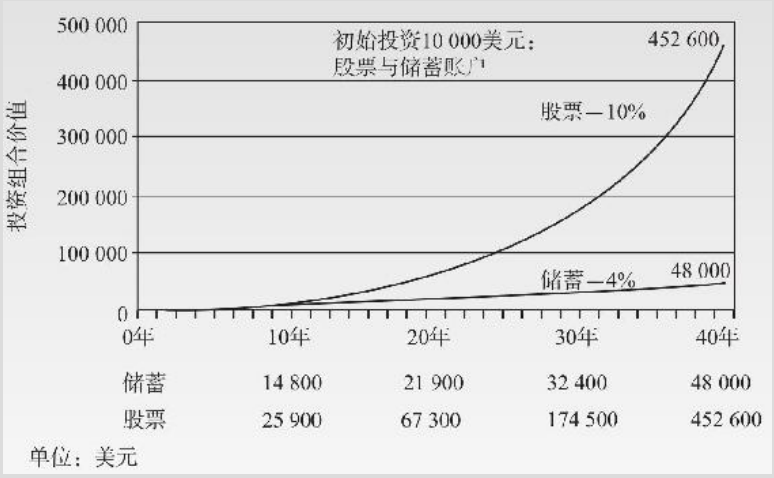


图14-2b　第一维度：回报和复利的魔力

这里我们正好看到了同样的复利效应，但是以不同的方式实现的。两个案例中都累积了与投资者的目标一致的资本，但如果选择股票而非储蓄的话，为达此目标所需要的投资就极少了（假设过去的回报率可以实现，且投资都是在税收递延账户中的）。对股票每月43美

元的累积投资（每年516美元）在40年后总计为20 600美元；而每月328美元储蓄的累积投资每年达到3 936美元，到40年期末总计达157 400美元。股票投资只需要1/8的投资就可以达到500 000美元的储蓄投资目标了。

表14-1a　为获得500 000美元资产的月度投资，即43美元／月的股票投资与328美元的储蓄投资　　单位：美元

年数	累积的月度投资		终值[a]	
	股票	储蓄	股票	储蓄
10	5 100	39 300	9 900	51 100
20	10 300	78 700	42 500	135 200
30	15 500	118 100	150 000	273 800
40	20 600	157 400	500 000	500 000

注：a．假设的回报率：股票12%；储蓄5%。

十年以后

表14-1b　为获得500 000美元资产的月度投资，即79美元／月的股票投资与423美元的储蓄投资　　单位：美元

年数	累积的月度投资		终值[b]	
	股票	储蓄	股票	储蓄
10	9 500	50 800	16 200	62 300
20	19 000	101 500	60 000	155 200
30	28 600	152 300	178 700	293 600
40	37 950	203 000	500 000	500 000

注：b.假设的回报率：股票10%；储蓄4%。

如果对三个延迟开始其投资计划的投资者的结果进行比较，复利的魔力将会变得更加明显。如果不是如之前那样在25岁就开始投资，

第一个投资者等候了10年从35岁开始，第二个等候了20年从45岁开始，第三个等了30年从55岁开始。要求形成节俭的习惯并不容易，尤其是当人们感觉花钱比储蓄有趣得多时。花钱确实有趣，但也代价昂贵。无论是投资还是储蓄，对投资者而言，延迟的成本会随着时间的流逝而急速上升。

如果只投资股票，并假设在过去40年中，回报率仍是12%，延迟的投资成本如图14-3所示。如果很早开始投资，每月只要准备43美元（一年516美元），但是如果在30年后开始投资，则每月需要投资令人吃惊的2 174美元（一年26 088美元），这一差异令人震惊。如图14-3所示，较早的投资者只须攀爬相当平缓的斜坡，而等待太长时间的投资者则要面对喜马拉雅山一样的峭壁高峰，这足以难倒最为敏捷的登山者了。（延迟10年，每月支出将增至三倍多，达143美元；延迟20年，则每月支出将增至12倍，高达505美元。）

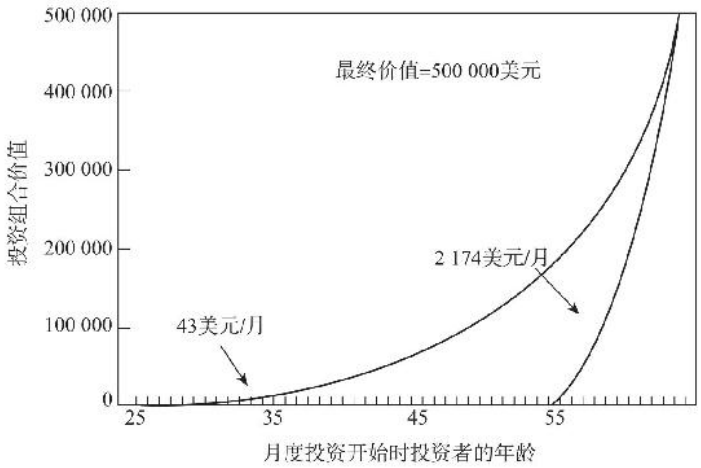


图14-3　斜率如何随着时间变得更陡

注：在35岁时要求的月度投资，143美元；45岁时，505美元。

“72法则”

“72法则”是复利的魔力的一个精彩例证。为了快速估计将一笔投资的价值翻倍需要多少年，只要用回报率去除以72：如，4%的回报率需要大约18年；6%的回报率需要12年；10%则要7年多；以此类推。

下面的表格展示了在不同的回报率下，资金随着时间将以多快的速度增长。注意较高回报率的收益随着时间是如何增加的。要使初始投资增加到16倍，以4%的回报率需要72年，这是一个非常长的时间。但是，以12%的回报率只需要24年，只用了1/3的时间。如果投资以每年12%的速度复合增长，约30年以后将会达到32倍，这一倍数以4%的回报率即便用90年也难以达到。这更加不可思议。

对那些将资金在今天储存以便日后收益的投资者而言，“72法则”也能通过另一种有用的方式发挥作用。对任何给定的回报率，“72法则”表明你需要有规则地进行一定数额的投资多少年，就可以停止投资并能开始提取相同数额的回报，同时并不减少你的本金。

例如，如果你以6%的回报率每月投资500美元，12年后（72除以6）你能够每月有规则地提取500美元，而且仍保持你的本金不动。24年后，你能够开始每月提取1 500美元。36年以后，你能每月提取3 500美元，同时保持本金不变。但如果你的回报率是12%，你的等待时间将会更短：6年后便可开始每月提取500美元，12年后可每月提取1 500美元，18年后便可每月提取3 500美元。在24年后，你可在不影响本金的前提下每月提取7 500美元，这足足有6%的回报率下的5倍之多。

注意：这一表格可能让人误以为股票市场像是保险精算。如果股票市场回报低于12%——这并非难以想象的结

果，未来的退休收入将会减少。例如，以12%进行的每月500美元的投资，将会在24年后允许每月提取7 500美元而不减少本金。但如果回报率是8%，24年后可能每月提取的额度只有2 670美元。所以，将过去的回报率照搬到未来是要加以注意的，并且在估计回报率时要保守一些。

“72法则”的应用

复合回报率	2倍	4倍	8倍	16倍	32倍
4%	18年	36年	54年	72年	90年
6%	12年	24年	36年	48年	60年
8%	9年	18年	27年	36年	45年
10%	7年	14年	21年	28年	35年
12%	6年	12年	18年	24年	30年

十年以后

时间——第四维度

1998和1999年，在我写本书的第一版时，我回顾了连续两个10年（20世纪80年代和90年代），其间股票的年回报率平均达到18%（相当于一个20年间2 500%的复合回报率）。当然，期望这样的回报率永远持续下去是可笑的，因为企业的业务不可能增长得那么快！但是，我将12%的年增长率作为投资回报率区间的上限而将4%假定为下限，也是错误的。

在这个修订版本中，我使用了一个更为现实的潜在最大股票回报率，即10%，而非12%，重新计算了图14-2b“回报和复利的魔力”，以及表14-1b“为获得500 000美元资

产的月度投资”中的数据。我也将储蓄（我将其定义为固定收益投资）的假定回报率从5%降到了4%，大致就是在2009年年中投资于中短期债券的投资组合所能获得的回报率。

在前面的图表中，投资于储蓄和股票两者间10 000美元的初始投资，在40年间的累积回报缺口是860 600美元（两者的累积回报分别为70 400美元和931 000美元）。尽管重新计算的两个数据（分别为48 000美元和452 600美元）都远低于以前，但缺口依然很大：404 600美元。当然，为了达到500 000美元累积资产的目标，每月必要的投资也有所上升，每月对股票的投资从43美元上升到79美元，对储蓄则从美元328美元上升到423美元。但是，得到的启示却保持不变，因为时间是你的朋友。

时间和风险——复利的缓和作用

时间和风险的相互影响关系，与时间和回报间的关系同样令人震惊，特别是在股票市场。股市回报率的波动性会随着投资期限的延长而降低，复利会随着时间流逝而缓和市场风险。而且股票市场长期回报的风险会在短期内快速下降。例如，只要将投资期限从1年扩展到5年，股票回报率的绝对区间就会从+67%～－40%，压缩为27%～－11%。出于同样的原因，风险极值的正常水平（传统上由标准差来度量）也急速降低。如果是1年，回报区间为25.1%～－11.1%；如果是5年，区间则变为14.4%～－0.6%；将时间再扩展到10年，年回报率区间将缩至11.2%～2.4%。

在有风险的股票投资业务中，大部分风险在10年中都得以消减。再加上5年，15年间的回报率区间降至10.3%到3.4%。再加上10年，25

年后这一区间只有细微的减少：从8.7%到4.7%。如果将投资期限扩大为半个世纪也不能再减少任何风险了。股票的年回报率的区间将缩小为7.7%到5.7%。

图14-4基于第1章图1-3中的数据，展示了风险是如何随着时间而消失的，风险迅速降低且上下对称。这说明**降低风险的斜率远比增加回报的斜率更为容易**。在投资生命周期中所减少的风险中，足有6/10是在持有股票的前5年中减少的，8/10是在前10年、而9/10是在前15年的持有期中减少的。但是，尽管风险在15年中，风险已大大降低，但仍是难以完全消除的，这一点要谨记在心。尽管如图14-4所示的正常区间是非常窄的，但是极值的范围却是非常宽的。在最好的15年里，年回报率是14.2%；而在最差的期间里则是每年－1.4%。这里没有保险精算！投资者的投资期限本身，使得投资风险成为一个难以捉摸的概念，风险不可避免地要和投资回报相互连接起来。第四维度明显地影响了我们对投资回报的第一维度和第二维度的理解。

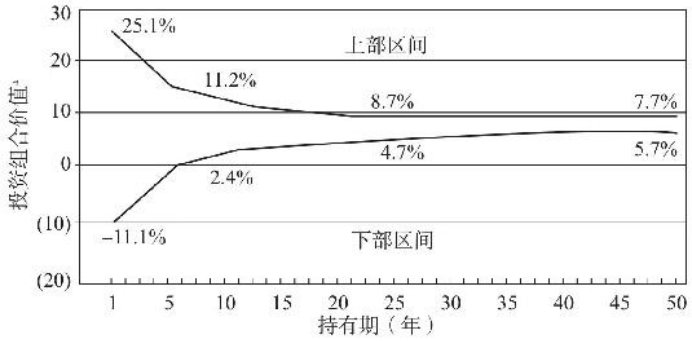


图14-4a　第二维度：风险和复利的缓和作（1999年）

注：a，基于一个标准差的正常区间（观测值中间的2/3）。

十年以后

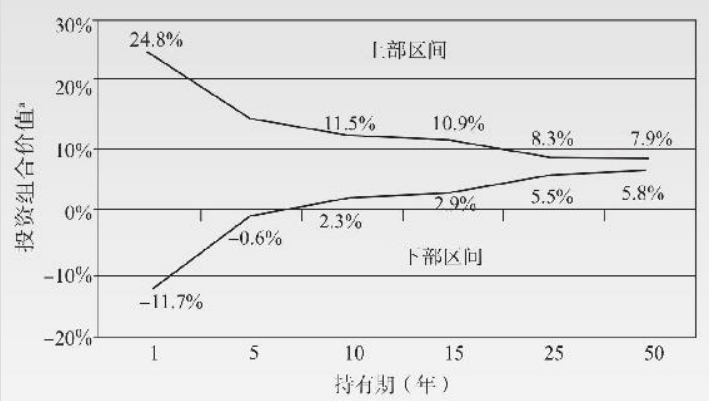


图14-4b　第二维度：风险和复利的缓和作用（2009年）

注：b，基于一个标准差的正常区间（观测值中间的2/3）。

十年以后

复利的缓和作用

可以想象，更新后的图14-4与之前在本质上并无改变。最近的一段时间几乎没有改变过去200多年来的回报率的模式：随着时间向前推移，历史平均回报率的波动性显著收敛了。

但是，请不要错将较窄的回报率区间等同于较低的长期风险。正如我在下节所解释的，即使是看似很小的年回报率差别，也能导致长期财富积累的巨大差异。

例如，在25年间，每年投资1 000美元，年增长率为8.3%，在期末时，价值将接近83 000美元。若将年回报率降至5.5%，最终价值将只有54 000美元，这一客观的差额表明，看似很小的年回报率的差别实际上并不简单。但即使是历史上较低的回报率，在长期也能提供令人印象深刻的价值增长。由于对市场未来的回报无法控制，所以精明

的投资者不论市场给予他们的长期回报率是多少，都将寻求成本最小化，从而最大化其持有的基金份额。

时间和成本——复利的“专制”

我之前对时间和回报之间相互关系的讨论，包含在图14-2之中，展示了典型的基金业投资于股票，相较于将储蓄放在一个固定收益账户的优势。但是基金投资者并没有获得所有的市场回报。这是因为基金投资者会产生成本，而且成本会从基金的毛回报中直接扣除。只有净回报才能由基金持有人得到。

共同基金业几乎从来不说明时间和成本之间的关系。如果说明了这种关系，图14-5将会是非常令人困扰的。它将呈现相同的时间段，相同的12%的股票市场回报率，以及相同的931 000美元的最终价值。但是，第二根线将表示假设共同基金回报率为10%时的结果：这是扣除掉约为2%的股票型基金年度费率之后的市场回报率。这根线依然会以10%的速度增长，随着时间推移会细微地向上翘起，但40年后的总值只有453 000美元，还不足股票市场回报产生价值的一半。在整个40年间，成本吞噬了足足478 000美元。换句话说，一大半的市场回报被基金业的成本消耗了。图14-5描述了扣除成本前后的回报率。

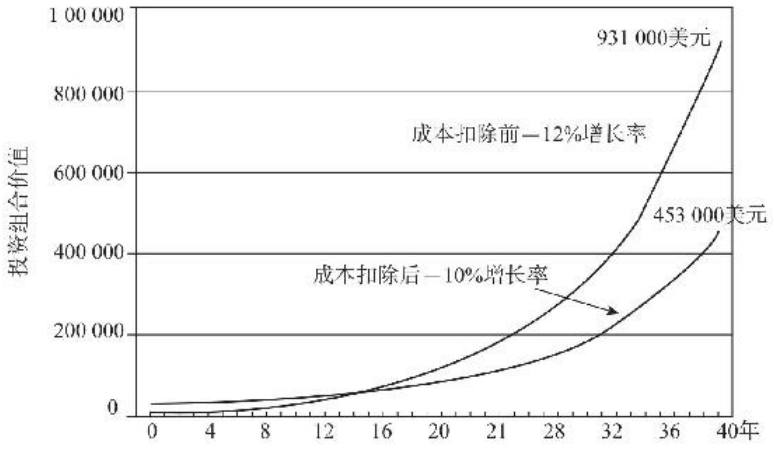


图14-5a　时间和成本的相互影响关系：10 000美元在40年间的增长

十年以后

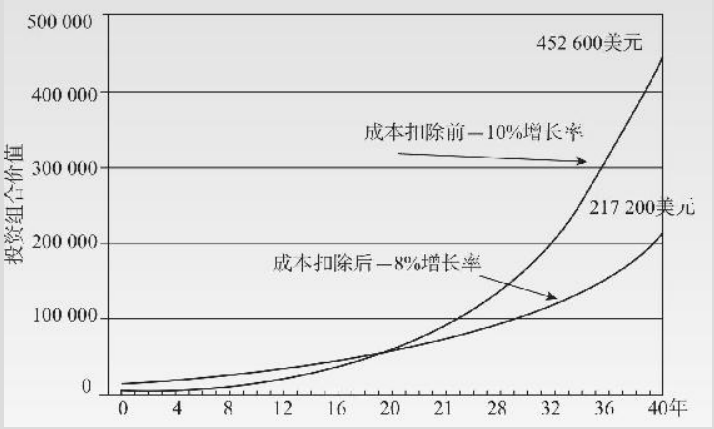


图14-5b　时间和成本的相互影响关系：10 000美元在40年间的增长

这一证据尽管严酷但却是事实，反映了复利的专制[(61)]。图14-6比较了以12%的毛回报率获得的额外资本（超过初始投资）和以10%的净回报率（扣除成本之后）获得的资本。第1年，12%的毛回报率使10 000美元的投资增加了1 200美元，但以净回报率10%的投资只增长了1 000美元，仅得到1 200美元的83%。10年之后，高成本投资的价值已经降到了市场的76%，25年之后只有61%。40年之后，基金获得的资本只占市场本应累积资本的48%。

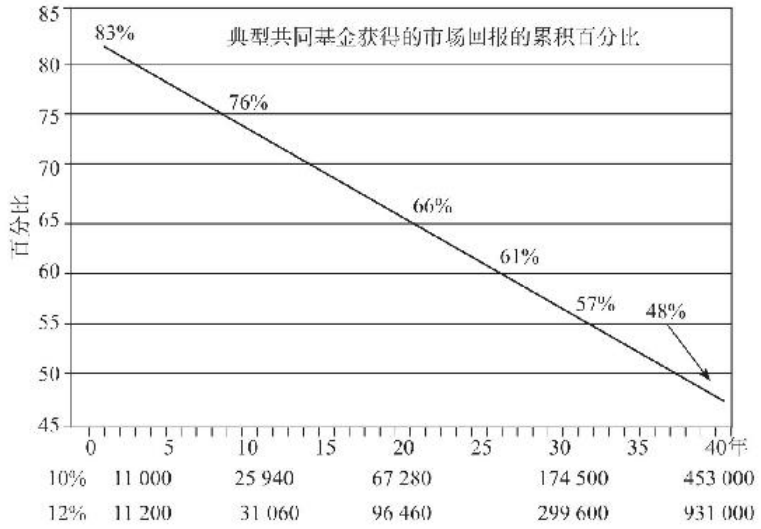


图14-6a　第三维度：成本与复利的专制

十年以后

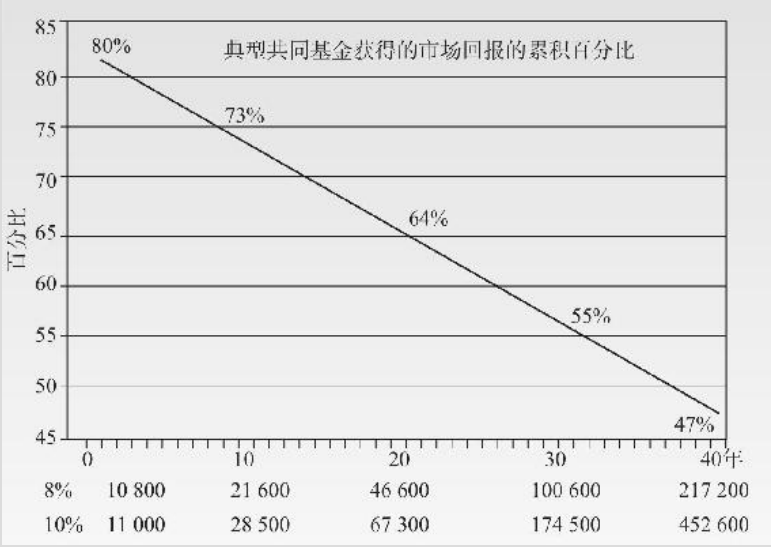


图14-6b　第三维度：成本与复利的专制

十年以后

复利的专制

正如之前提到的，我将假定的股票回报率从12%降到了10%，并假设共同基金的成本是每年2%。（实际水平肯定更高。）图14-5b和图14-6b精确地反映了同样的模式，尽管比之前版本中的缺口更小。与我之前更好的判断不同，我在此假定基金的净基金回报率（时间加权）为8%，而不是基金投资者可能获得的更低的（市值加权的）回报率。

成本是重要的，我再次重复这句话。复利的微小差别会导致资本积累出现不断增加，最终形成令人震惊的差异。然而，这句话不仅表明了复利的魔力，也表明了它的专制。随着时间推移，高成本的投资会比低成本投资失去更多，导致资本积累急剧减少。就像时间和回报以及时间和风险一样，时间和成本也是相互紧密联系的两个维度。

另外，随着时间的推移，税收这一主要的投资成本也会使相对回报率急剧下降，因而复利的专制作用会更进一步。在第13章的分析中，假定市场回报率为12%，扣除税收和成本之后的共同基金回报率为8%，由此，我们可以得到结论：支出和税收这两个食人恶魔合起来，在25年里带来了回报率令人震惊的落后程度。相比扣除成本和税收之前的市场回报所能提供的价值，最终的资本价值将仅为前者的37%。使用同样的净回报率，如果将时间扩展至40年，最终价值将分别是931 000美元和217 200美元。预计仅有23%的资本能积累下来。基金支出加之为基金分红和资本利得分配而支付的税收，它们残酷的影响就算完全被基金业所忽略，也不能再被基金投资者忽略了。表明成本重要性的证据是非常确凿的。

维度的训诫

在闯荡金融市场时，长期投资者必须牢记长期回报的4个基本维度：回报、风险、成本和时间，并且要将这些维度应用于管理每一个资产类型之中。永远记住，这4个维度在很大程度上是相互依赖的。

> 回报和风险相伴而行。金融的传统智慧教导人们，如果其中一个上升（或下降），另外一个必然同样变化。成本对回报和风险都有着显著的影响。较低的成本使得投资者可能获得较高的回报而不承担过多的风险，或者保持回报不变而降低风险。而且，由于时间的流逝，能使得总回报成倍增长，使得波动性风险得以缓解，也使得成本负担被放大，因而时间和投资的三个空间性维度都是相互作用的。

如果你的基本目标是长期投资，那么明白这一相互依赖关系，将在制订旗舰的航程计划时赋予你极强的优势，而你所拥有的投资账户就代表着这一旗舰。在你达到累积资本目标的漫长航程中，金融市场将不可避免地经历逆流、潮汐转移、飓风、巨浪滔天的海面和严酷无常的风暴。如今，普照的阳光、轻快的微风和平静的水面不会永远持续。但是，作为投资者的你只要有远见，能在追求长期回报时接受更高的短期风险，意识到成本的破坏性，并能够利用时间发挥最大优势，那么你就将在投资的生存之战中获胜。只要你能有足够的聪明才智把握未来的方向，投资就会获得成功。

十年以后

维度的训诫

> 本章的启示与上一版完全相同。时间与回报、风险和成本相互交叉影响。而且，随着时间流逝，复合回报率的魔力不可避免地将被复合成本的专制所压倒。（做一下数学计算吧）事实上，这一教训是永恒不变的。

第四部分
基金管理

导读

这一部分，将从本书前三部分对投资的关注，转向考察为何有如此众多的基金没能达到投资者的期待。问题在于当今共同基金业的本质和结构。我们让基金业抛弃了原先的指导原则，转而采取不利于基金投资者的新原则。对基金投资组合审慎、有纪律的管理再也不是核心职责，所有其他职责也都只是附属品。而通过积极的广告和销售技术发行基金份额，反倒成了基金业的核心职责，由此指引着基金的管理方式和所推出基金的种类，决定了认购基金的价格。营销已取代管理成为行业法宝。技术虽然给了基金投资者大量信息，并改进了所提供的服务，带来了巨大的福祉，但也已成为了祸根。事实上，技术促使共同基金从合理的长期投资项目转变为普通个股的替代品，使其在类似赌场的市场中被短期投资者进行积极的交易。

由于共同基金事务由外部管理公司控制，基金份额持有人和基金经理之间利益关系非常紧张，所有权和控制权的分离也损害了基金份额持有人的利益。然而，大多数基金董事似乎都对这些问题浑然不觉。而明显缺乏批判力的基金董事会，对于业绩不佳的管理人的缔约总是例行公事般地予以批准；对于管理费用的不断增加，也是睁一只眼闭一只眼。也许，需要一种新的治理结构来使基金可以自行管理。在第四部分的最后一章，我将探究如何能更好地服务于基金持有人利益的新的治理结构。我认为，这种常识性的结构转变，能让审慎的投

资管理再次超越积极的市场营销，成为基金业的关注焦点，并极大地惠及基金投资者。

第15章
投资原则：重要的原则不可动摇

1864年，在最后一次公开演讲中，亚伯拉罕·林肯说：“重要的原则不可动摇。”他是对的。在我看来，这条共同基金业在其基础上建立并凭此而欣欣向荣的最重要原则，不但已变得过于灵活，而且正逐渐被丢弃。本章将描绘这一过程是如何将我们拖离根基的，并给出了一些解决方案，对共同基金份额持有人在这一产业的复兴可能扮演的角色提供建议。

共同基金业的基本原则是什么？管理、分散化、服务（包括基金份额的每日估值、流动性、完全的信息披露和便利性）。在这些原则中，管理最为重要。在我看来，基金管理应被定义为信托责任精神、专业竞争力和自律，以及着眼于长期。这一重要原则及其三个关键组成部分，正在丧失它们在共同基金业中作为驱动力（在长期是生命力）的地位。

以下说法可能刻薄了些，但我认为它是对基金业现状的公正描述：

- 信托责任。这意味着将基金份额持有人的利益置于首要位置，并为我们的服务收取一个合理的价格。而这正被对资产聚集，即对基金份额发行的关注所取代。我们似乎拜倒在“市场份额之神”的神殿前，由此产生的过高成本则要由基金份额持有人承担。
- 专业竞争力和自律。它最初适用于投资基本面，现在则集中于投机活动。其标志就包括基金投资组合中过高的换手率（平均每年85%！），基金对不断细化的股市板块的关注，以及数量众多的“快枪手”式投资组合经理们。

- 着眼于长期。它曾经被定义为长期投资者对共同基金的良好适应性，现已变成对短期基金份额所有权的强调，可以说是二级投机。更致命的是，基金份额持有人被诱使去将其共同基金作为快速换手的投资工具，有时是为了利用市场时机，但更经常的仅仅是为了能跳到最新的热门基金上去。这也是投机。

无论对投资者还是对基金业来说，这些趋势都是不祥之兆。更重要的是，这些趋势对我们国家的资本形成体系也不是好事。60年前，凯恩斯写道：“当一个国家的资本发展变成赌博活动的副产品时，结果可能会很糟糕”。他的警告今天依旧成立。共同基金业正变成一种赌场资本主义，以金融市场和共同基金市场中的频繁交易为特色，其中很多的资金量正被赌场经理收入囊中。很不幸，赌博术语已经开始渗透进投资世界了。

十年以后

重要原则

10年前我确定的趋势，确实证明了对投资者和基金业都是不祥的。赌场资本主义坐上了驾驶席，而信托责任、专业竞争力和自律，以及对长期的关注，则在这次洗牌中出局了。但回归行业基本原则的需要，仍然迫切存在。

发行驱动基金业

在共同基金业中，发行已变得比管理更重要，而资产聚集则取代了信托责任。[(62)]我对这些趋势的担忧并不是最近才开始的。1951年，我在普林斯顿大学写研究论文时，就将一个管理着区区20亿美元（大概是今天5万亿美元规模的0.04%）的幼小行业选作我的课题了。即便

在那时，我也明确地总结说，基金应该给予他们的份额持有人一个更公平的待遇，即减少管理和销售费用，同时还“不号称能跑赢市场平均水平”。更基本的是，我主张基金业的焦点应首先集中于基金份额持有人身上，“所有其他职能都是附属品”。在我论文最后一章的结尾，我强调了以下引文：**“投资公司的首要职责是管理它们的投资组合。其他所有事情对这一职责来说，都是次要的。”**

如果这条原则曾经存在过，今天它也正在消亡。共同基金份额的发行似乎已成为投资公司的首要职责了。听听最大共同基金的经理是怎么说的：“这就像制作电影和发行电影的区别。做发行更好，因为你有机会接近所有其他业务。”这当然是对共同基金赌场，即所谓基金市场的宣传。它宣传的观点是：“买进任何吸引你的基金，不过只从我们这里买就好了。”频繁地交易，同时将交易费用从自己的账户转嫁到大批无组织的、沉默的长期基金份额持有人身上，这就是“免费交易”。今天，股票型基金投资者的平均持有期大约是三年；而在20世纪70年代，即“免费换手”时代之前，平均持有期差不多是12年半。

管理与发行

我认为投资共同基金两个最基本的原则是：进行长期投资，及其推论，即不要期待管理能带来奇迹（这是我在普林斯顿大学写的论文中的一句话）。我所称的赌场资本主义与这两条原则全然相悖。自相矛盾的是，迄今最大的共同基金赌场（准确的名字为“基金超市”）的老板居然赞同这两者。他的个人投资原则为他的行为所印证：他持有长期投资的基金。用他自己的话来说，“在市场择时中……有太多东西与你作对……决策、情绪化、做出正确决定的分析……成本、税收。”他持有消极管理的指数基金。“我更多地是个指数投资者……如果你得到标准普尔500指数回报率，你的表现会好于85%的人。为什

么要把这些搞糟呢？”可是，他创建的公司似乎建立在两个相反的原则上：“挑选当红的基金经理”，以及“换手以致富”。也许我有加尔文主义倾向，但我确实被这一观念弄糊涂了：一个人的个人投资原则竟能公然与他的公司所持的投资原则相矛盾。林肯总统要是知道，不会觉得高兴的。

这些来自我们行业两位领导者的例子，进一步证实了我的担心，即基金业正逐渐放弃它的基本原则：管理。取而代之的是另一原则：不惜一切代价去发行。为什么这是个问题？首先，发行的代价极其高昂，而这些成本都由共同基金份额持有人以不断提高的费率的形式来承担。股票型基金的年费率在15年中上升了大约50%（从1981年的0.97%提高到了1997年的1.55%），即使资产已经爆炸式增长了（见图15-1）。随着股票型基金的资产从400亿美元飙升至2.8万亿美元，我估计，在此期间仅股票型基金份额持有人付出的年度成本一项（考虑到大盘基金一般比小盘基金具有较低的费率），就从3.2亿美元增加至340亿美元，成本100倍的增幅远远超过股票型基金资产70倍的增幅。如果这个行业的基金费率保持不变，共同基金份额持有人现在所承担的成本将会是270亿美元，能省下70亿美元。并且，因为投资组合的管理和研究存在大得惊人的规模经济，所以费率其实还应该大幅降低，那样，省下来的钱还将增加数十亿。

一般来说，关注发行的第二个问题是，扩大规模并不会带给基金份额持有人太多好处；事实上，扩大规模一般都会对份额持有人不利。份额持有人付钱给吹笛人，却没能听到更好的旋律。在真实世界中，更高的成本会损害基金份额持有人的利益，因为这会扩大金融市场回报率（实际中一般指市场指数回报）和市场参与者实际获得的回报率之间的差距。对期限和品质都受联邦监管限制的货币市场基金来说，这显然正确。对高等级债券型基金来说这也极其正确（比如说，一只短期美国国债基金），这种情形在股票型基金领域更是日益明

显，因为其中消极管理的低成本市场指数基金跑赢了大多数主动管理的股票型基金。

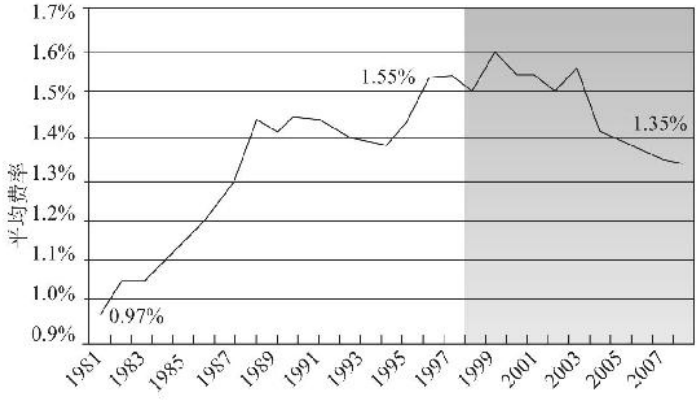


图15-1　股票型基金费率（1981—1928年）

这两种趋势的分离产生了一种巨大的讽刺：基金份额持有人支付的大量费用对他们自己而言并无价值。实际上，高费用给基金经理带来了（或他们公司随大流的公众股东）巨大收益，而他们整体却持续跑输他们所参与的金融市场。

这一状况能得以产生，基本上是因为“管理是共同基金公司的中心职责”这一指导原则的变质，而除它之外的职责都本应是它的附属品。这不只是原则的问题，还关系到遵守联邦法律的问题，即《1940年投资公司法》（*The Investment Company Act of 1940*）所清晰地陈述的：投资公司必须为其基金份额持有人的利益而经营。

怎样才能扭转这些不祥的趋势？基金投资者们如何才能得到公平对待？对代表基金份额持有人利益的共同基金独立董事们，法律要求他们阻止确实需要被扭转的趋势，但倡导了这么久之后，我对这一可能性已经开始丧失信心了。我们能不能依靠竞争来完成这一任务？依靠竞争来完成任务在经济运行中通常做得很好，但在共同基金业中却不行。价格竞争的现象已被证明在大牛市中不太可能出现，而此时股票型基金16.5%的年回报率已是我们终生难遇的大奖。别去奢想整体股

市的年回报率是18.9%，而且在我们的一生中很难再见到如此高的回报率。基金回报率与市场回报率之间的差距，是由共同基金成本所导致的。在一个不那么繁荣的股票市场中，要是投资者消息灵通，竞争最终应该会成功。

但是，如果要让竞争起作用，投资者在获得知识之前需要信息，在形成智慧之前需要知识，在制定出一个符合常识的金融计划之前需要智慧。关于历史回报率、预期风险和共同基金实际成本的信息都已非常充分。问题是并非所有这些信息都会对外公布。经常出现的情况是，人们受害于不充分或选择性被披露的信息，甚至是不被披露的信息。就算是被完全披露时，信息的重要性也往往被投资者们忽略。他们没有认识到，或者认为信息在今天繁荣的市场环境中不是特别有用。要求投资者们注意这些，特别是由尖锐善思的评论家们来提醒他们，在促使基金业回归其基本原则的进程中将起重要作用。

十年以后

共同基金成本

过去10年中，一般股票型基金的费率逐渐稳定下来，实际上还略有下降，但股票型基金的费用（以美元计）却猛增了。2008年，平均资产大约为5.2万亿美元，而总费用从1997年的约240亿美元增至2008年的430亿美元。

我承认，自己已对遏制基金费用的增长趋势失去了信心，但一些令人鼓舞的信号已然出现。首先，虽然基金发起人没有认真地去试着减少费用，但基金投资者正变得有所选择，倾向于低成本基金，或者至少是低于平均成本的基金，远离高成本基金。2005—2007年，投资者们净购入

的股票型基金份额中的93%，都是成本低于行业常规的基金。

第二大趋势是投资者更多地使用指数基金。这些（一般）成本超低的基金分散于整个股票市场和／或债券市场或各自不同板块中，现在足足占到股票型基金资产的22%，这与10年前的10%相比翻了一番还多。正如我当时写到的，“要求投资者们注意这些……能在促使基金业回归其基本原则的进程中起重要作用。”这似乎就是正在发生的事情，虽然还未达到所需的程度。

能使你的基金投资有所不同的信息

让我指出6方面的信息，以便你作为投资者能更好地自我教育：（1）成本；（2）费用豁免；（3）业绩；（4）代理权投票；（5）另类投资策略；（6）投资指导。

你能在基金选择和代理权投票的过程中，以及在决定投资组合中将不再持有哪只基金时，利用这些信息获利。“用脚投票”是带来积极改变的最有效方式。但如果你打算赎回你的基金份额，别忘了考虑它们的税收成本基础。在市场上行的丰裕岁月，你持有的基金很容易锁住你的资金。

成本信息

对基金投资者来说，成本和风险、回报率一样重要。因为如果其他条件相同，多余的成本要么直接减少回报率，要么增加达到目标回报率所承担的潜在风险。正如第3章中讨论过的，对投资者所面对的最关键的决定——资产配置策略来说，成本具有深远意义。一个高成本

投资组合必须显著地持有更多的股票头寸和更少的债券头寸，以产生和一个低成本投资组合相同的回报率。这个要点你必须铭记在心。

多亏美国证券与交易委员会（SEC）的高度警觉性，如今的基金招募说明书在说明费率和销售费用的影响时，已经做得够好了。招募说明书展示了两者的实际成本，以及它们对共同基金投资者回报率复合影响的假设性例子，投资者持有基金份额的时间为1年、3年、5年和10年。实际上，SEC已经提高了参照标准，成本披露的旧标准基于极小的1 000美元来进行投资，所以拥有一只普通基金10年一共185美元的成本就显得很少了。现在的披露标准是基于10 000美元进行的投资，成本就是1 850美元了。投资者，至少看了基金招募说明书的投资者，可能就会觉得这不是个小数目。在任何情况下，10年后，成本都会足足消耗掉初始基金投资的18.5%，这是一条清晰而有说服力的信息。对一只成本非常低的基金来说，成本可能仅有200美元，或者说仅有10 000美元的2%，这可与1 850美元有天壤之别。我几年前曾向SEC建议做此改变，我很高兴这个建议现已落实。它会帮助投资者关注成本这一关键因素。但持有基金的另一沉重成本尚未披露：基金在更换其投资组合时引起的交易成本。这些成本仅能从招募说明书中报告的换手率数字里模糊地推断出来。但是换手率的间接成本常常与被披露的直接基金成本不相上下。投资者应该要求基金估计出这些成本，并在招募说明书里披露。

我还敦促，年报中应要求一只基金将其费率与同档次组的成员进行比较，但这个建议迄今尚未被采纳。从更长的时期来看，成本往往在排名前1/4（或者，后1/4）的回报率和平均回报率之间造成较大差别。但是在今天一份典型的年报中，甚至很难找到一个基金费率的强制性参考。（提示：在报告结尾处查找，有那么一行，深埋于一个14行的“财务要点”表格中，就在明显的“财务报表备忘录”和“独立会计报告”之前。）SEC对招募说明书要求得更多；看看我之前提到的10年期的成本表格。投资者应该督促基金给予成本更多关注，并讨论

它们对回报率的影响。投资者还应得到关于被成本消耗掉的可怕的基金收入的信息。在当今，成本使得一般股票型基金的收入足足减少75%，从1.9%的总收入变成不到0.5%的净收入（扣去费用之后），显然这点收入根本微不足道。但收入的扣减比例仍然没有被披露。

费用豁免信息

不要只听我“成本很重要”的话。基金业知道这个，一些为高净值（high-net-worth）投资者设计的低成本基金，甚至让人感觉它是在被迫宣传“如果其他条件相同，低成本会产生高回报”。当成本被用做行业内的营销武器时，我们看到的不是有利于基金份额持有人的真实的成本削减，而是货币市场基金收益的诱惑利率（Teaser Rate）[(63)]。比如，一段临时（未具体指定）的时间段内的费用豁免与合并。设计这样的成本削减，是为了在货币市场基金的可持续回报率问题上误导投资者。而广告出现后只持续一天的货币市场回报率怎么能代表合适的年收益率呢？毫无疑问：成本是货币市场基金相对收益的唯一关键的决定性因素，而且，投资者会很在乎这些收益。

看看这个例子：一只货币市场基金在1989年诞生之后不到两年的时间，就靠着临时性的费用豁免，其规模从100 000美元增长至90亿美元。接下来，投资顾问开始收取非常沉重的全额费用，却将基金份额持有人蒙在鼓里。然后，基金资产逐渐缩水至16亿美元。显然，聪明的投资者在渐渐感受到回报率减少后会逃离，但许多不那么有洞察力的投资者依然会持有这只基金。这是一段对成功的营销与失败的管理之间可悲关系的评述。

投资者们应寻求能说明扣除所有预期成本，以及忽略费用豁免造成的诱惑利率后的基金真实回报率。不应再允许基金公布受补助的回报率，除非这份补助能保证持续，比如说，至少三年。这一规定也应适用于临时提供低费用以在市场中显得有竞争力的指数基金。（最大

的标准普尔500指数基金之一就豁免了费用，以显得自己是此类基金中的费用最低者，它向交易媒体公开承认自己并不打算在补助过期后继续保留这个令人艳羡的位置。但有意思的是，它在招募说明书里没向投资者披露这些内容。）可以认为，投资者应考虑在低费率存在时利用它们。这么做当然需要在此后相当警惕，以注意到什么时候它的费用豁免终止了。让人气馁的是，基金发起人忽略了通知份额持有人这一事件的明确职责。

业绩信息

在基金业内，用来衡量基金业绩的传统回报率（在每股基础上进行时间加权），除了极少数例外，大都明显比份额持有人实际所得的回报率（总净资产基础上进行市值加权）更高，很多情况下还高得离谱，这已经不是什么秘密了。当下这种传统的度量标准虽然简单、方便、实用，却没能揭露全部真相。比如说，这一度量标准如何与一个起初为5 000万美元、最后有30亿美元资产的基金相关联？是不是管理乃至（但愿不是如此）操纵一只小基金的投资组合更容易？一个没有参与首次公开发行（IPO）市场的基金经理，能在他管理的基金变成原来的60倍之后，依然延续他的成功吗？

这些问题的答案对投资者来说并非不重要。无论出于什么原因，在截至1996年7月31日的上个10年中，以传统标准衡量，每年有大约20%这样的行业最高回报率的基金，同一时期内市值加权的回报率是-4%。这里的明显差别，投资者应该加以注意。应敦促你的基金在招募说明书和年报里，与时间加权的回报率一起报告市值加权的回报率。(64)

在这样的背景下，你有权在投资之前得到该基金早期业绩的清晰解释。基金经理很可能会对此守口如瓶，但通常都有应该得以陈述的重要情况。比如说，在1995年里，排名前10的一般股票型基金上涨了

67%，是普通的一般股票型基金31%收益的两倍多。它们都很新，而且平均资产少于1亿美元。这是如何做到的呢？20个5%的头寸，每个都上涨67%？难以想象。还是20个头寸，其中4个上涨180%，剩下16个平均上涨39%？有可能，但不是很可能。持有80个头寸，其中20只股票的平均持有期是三个月？这是最可能的。没有哪个明智的观察者会期待这些基金再跑赢市场三倍。而且它们确实没有。1996年它们的回报率是5.9%，1997年是5.6%，这让它们的收益在整个三年期中比总体股票市场低25%。基于历史业绩进行投资决策的缺乏经验的观察者们，如果能获得关于这些惊人高回报率本质的信息，就可以远离这些危险的。

十年以后

业绩信息

我以前曾要求：共同基金投资者实际所得的回报率（市值加权回报率）要和基金自己报告的传统回报率（时间加权回报率）一起报告，我当然会为以前的这项要求最终得到回应而高兴。虽然据我所知，还没有共同基金向投资者报告它实际获得的回报率，但晨星现在已经定期报告两组数据了。

要明白为什么基金依然在回避这样的信息披露，我们只需要看看数据就明白了。正如我在第11章讨论过的，到2000年年初为止的10年里，在最大的200只共同基金中，基金投资者所获得的6.5%年回报率，比基金自己报告的9.8%的年回报率低了3.3%。（基金的累计回报是+152%，投资者的累计回报是+88%。）这些数字明白无误地证实了我10年前的话：“（我们用以）衡量基金业绩的传统回报率……都明显比份额持有人实际所得的回报率更高，很多情况下

高得离谱。”随着这一宝贵信息为投资者们所知，他们实际拥有的回报率将被提高。

你有权得到更好的风险披露，虽然这个明显的需求说起来容易做起来难。风险是个高度复杂的议题，我相信中心议题是一只基金相对于总体股票市场的个别风险。大多数投资者已大体了解股票市场风险的性质，所以我们应该关注第二和第三种风险要素：目标风险（比如，大盘价值型基金对小盘成长型基金）和管理人风险（在其投资的目标组中，基金顾问表现如何）。虽然管理人风险无法预测，但目标风险随着时间推移保持得相当稳定。在对基金季度总回报率与更广的市场指数的简单比较之中，两种风险要素都包括在内。图15-2显示了这两种回报率，并展示了基金风险容忍（或不容忍）的大体性质。在大盘指数基金中，图中的柱形基本相等；在小盘积极成长型基金中，它们就参差不齐了。我强调相对风险比未来回报更易预测，由此我建议在基金招募说明书中添加这样的一个图表。SEC虽然没有采纳该建议，但增加了一项要求，基金需披露此前10年中它获得的最高和最低回报率。这种披露是向前迈出的一大步，但它如果能显示每个季度的股票市场回报率，以指出基金比投资者所希望的承担了更多或更少的风险，会更加有用的。

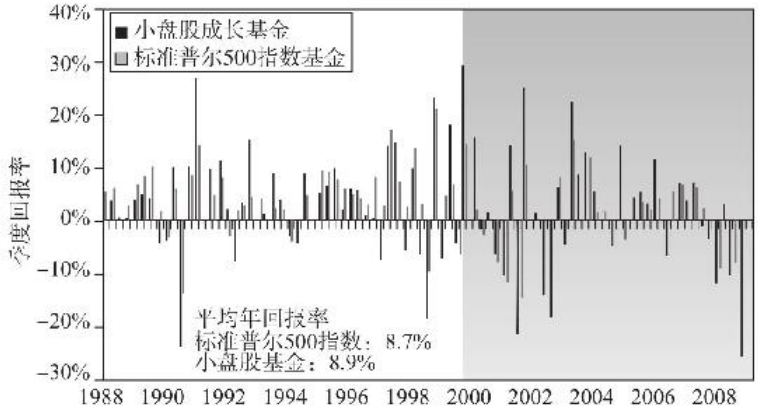


图15-2　风险衡量：对比季度回报率（1988—2008年）

代理权投票信息

很少有共同基金投资者会不厌其烦地阅读基金的委托声明。这些声明极少强调关于基金份额持有人同意增加顾问费的提议，也从不宣传它们。媒体经常收到的是对业绩的吹嘘，或者明星经理，或者创纪录现金流的消息，而不会讨论那些基金经理不希望让份额持有人知道的事情。基金经理们知道，如果投资者们更充分地享有了知情权，他们便很可能“就说不”，或者“用脚投票”赎回他们的份额。让你自己拥有这一机会的唯一方法，就是注意基金的代理权，即使其中充满了含糊的行文。你作为一个份额持有人，只要你为自己的利益投票，那么共同基金业无节制的增加顾问费和发行费的倾向就将会受到约束。

倘若份额持有人对此漠不关心，或者相信基金董事将保护他们的利益，就可能发生权力滥用。比如说，通过在公众所不知的幕后运作，一个主要的基金集团就能在一年内将它的费率提高100%。1991年12月，基金份额持有人收到要求同意将投资顾问费提高50%的新合约委托书。基本费用将增加25个基点，从资产的0.50%升至0.75%。原因是成本的增加，投资管理和研究活动的复杂性，还有基金费用低于平均水平的事实。而没有披露（在我看来是严重缺乏披露的）是费用增加对顾问机构税前利润的影响：大约提高了100%。份额持有人按时批准了该提议。

在盈利如此飙升之后，仅仅7个月（这可能不会让你觉得惊奇），这家顾问机构将自己以10亿美元出售给了它的一个竞争者。然后它就要求基金份额持有人不只批准控制权的变更，而且批准费用再次增加0.25%，这一回，是12b-1发行费。顾问机构（及其新的所有者）获得又一次的盈利飙升肯定是毫无疑问了，大概又能给销售价格增加可观的价值。新费用使得费率增至1.19%，或者说比它一年之前收取的0.75%的水平高出了60%。（随着资产增长，付给顾问的年费从大约4

500万美元增至1亿美元，提高了125%。）尽管如此，基金董事们还是按照法律规定审查了这项提议，裁定新增费用作为并购交易的一部分，对基金“没有造成不公平的负担”。份额持有人大概是被该基金表面上独立的董事们的拥护行为所打动，对顾问机构利润的剧增浑然不知，再次忠实地同意增加费用。

这则简短的轶事展示了基金业中并不罕见的两阶段过程缩影：增加投资者为管理而支付的费用，对其中有多少（如果有的话）用于额外的投资组合管理和研究支出，又有多少用于市场营销支出和成为顾问的利润，不做任何特别披露；然后增加更多的发行费（因为交易商的报酬变得更具吸引力，基金份额销售可能会增长），而不披露更高的销售量对份额持有人并无好处的事实。就管理和发行之间的文化冲突而言，我很难找到比这更好的例子了。基金顾问应被要求披露他们的收入、支出（分别说明管理、营销和行政成本），以及他们从其管理的每只基金和作为一组的几只基金中获得的利润。

想象一下，如果三大汽车制造商之一，将其新车均价提高了60%，比如，从16 000美元提高至26 000美元，消费者会作何反应。这绝不会在竞争性的汽车市场中出现，因为那里有着真实的价格竞争，但这却不时地在共同基金市场中发生。基金支付的顾问费并非由市场来决定，通常是经过由同一人担任的基金董事长和投资顾问机构董事长同意，然后被提交至基金董事会。（现在要想保持距离进行协商可有困难了。）份额持有人应该像关心他们买车的价格一样，关心他们为自己基金所付的价格。

十年以后

代理权投票信息

还没有多少基金经理披露他们的收入来源和支出的分配，比如投资组合管理与市场营销，更不用提他们自己的盈利了。但最近出现了一个给人以希望的信号，自由竞争（即降低费用）可能会最终降临于共同基金业。

美国联邦最高法院已经同意（定于2009年11月2日）听取关于基金业费用的设置惯例存在缺陷的抗辩。这些惯例在很大程度上依靠将一只基金的费率（而不是金额），与另一只相比（一个类似的也同样有缺陷的惯例是以同行薪酬而非公司业绩所定的标准，它要为我们看到的在公司首席执行官报酬上的超额花费负责）。如果最高法院裁定这些惯例违反了《1940年投资公司法》中规定的关于费用的信托责任，自由竞争最终将为基金投资者降低成本。

有关另类投资策略的信息

共同基金业在某种意义上是建立于迷信之上的。投资者们被大牛市和“专业人士”，特别是“当红经理”能比普通人做得更好的传统（且虚幻）的说法所迷惑，忽略了经验的规律：基金的净回报迟早都会回复至市场平均水平，并最终低于平均水平。投资者们应该意识到，以传统方式管理的共同基金不是投资的唯一途径。长期持有个股也许不仅是明智的，还能更有效避税。市场指数基金虽然违反直觉，但同样是一个有价值的选择。历史记录很清楚地表明，低成本指数基金已经为长期投资者提供了更高的回报率。之前提到的赌场老板，甚至还说它的回报率将超过85%的股票型基金（“你为什么要搞砸呢？”）。

我知道指数基金让人乏味。它们并不吸引人；它们不制造新闻；其基金经理即使不是低能，也远非天才；它们不会“击败市场”。具

有讽刺意味的是，仅仅在近些年，已有超过20年运营经验的指数基金才开始获得关注。很悲哀，这种认可更多地是基于标准普尔500指数在过去三年相当轰动性的成果（在基金中排名前6%，这肯定不可能在未来的任何三年期中再重复了），而不是它卓越的长期表现。指数基金现在很热门，但这是个愚蠢的投资理由。现在是关注它们的原则，而不是短期业绩的时候。现在应该不只关注指数基金，还要关注低成本指数基金。实际上，**低成本、广泛的分散化和税收有效性，是这一消极投资策略最核心的优点**。大约40只指数基金有销售费，其中25只的费率为1%或更多。就像威廉·萨菲尔（William Safire）说的，“算了吧。”

投资指导信息

无论你同意与否，我对基金业绩回复均值的长期影响和成本对业绩的作用的看法，你最终都希望得到应该投资哪只基金的建议。对太多的投资者来说，这一选择取决于他们相信哪只基金的预期回报率最高。投资者们一般都不会考虑成本的作用或均值回复法则，往往只看历史记录。他们被出版物误导，这些出版物总是乐衷于吹捧最新的超级明星经理，或公布下一个10年（或明年，或一段未具体说明的时间）最佳共同基金的名单。不过如果这些出版物承担了以下义务：像评判基金业绩一样去回顾评判它们自己的表现，那么投资者们会受益良多。己所不欲，勿施于人。披露推荐名单上的基金后来的业绩，肯定会让投资者们对这些名单的预见结果的可信度有所怀疑。无论从媒体还是从基金获得信息，聪明的投资者都应该要求其负起责任。

一家全国性的双周刊每年都会刊出一份基金荣誉榜，而且已经做了差不多有25年了。荣誉榜上的基金，自1973年起，平均每年会产生+12.5%的回报率，而威尔逊5 000指数的回报率是+14.7%，在15年中的14年里，该指数都跑赢了上榜基金的平均水平。更要命的是，上榜基

金似乎还比威尔逊5 000指数的风险更大，它们在24年期中的4个熊市年份里，比指数下跌得还多。这家杂志既然每年都会更新数据，从榜上删去一些基金，那它为什么不向读者们报告这些事实？

一家全国性月刊在最近的一篇文章里公布了它“过去选择”的结果，但没有将它们的收益与市场指数相比较，也没有介绍它挑选的10只基金的累计平均回报率。它告知读者们：“我们有理由对我们的选择感到满意。”而对为什么他们应该满意，读者只能想象了。他们提供了入选基金为期两年14.7%的回报率，仅仅是同期指数每年20.1%收益的2/3。有哪个投资者对这样的业绩会“有理由感到满意”？为什么？投资者们理应从那些声称向他们提供投资指导的人那里得到全面的相关信息。

世界语型的怪人

回到我的中心主题：如果你同意我的论点，你就能通过寻求以下事项信息的完全披露而进行自我帮助，这些事项包括：基金成本、费用增加、业绩与风险、另类投资策略，以及基金指导、帮助你切实评估共同基金的重要信息。去做这些，你就能纠正由于日益倾向于基金发行而偏离了基金管理的失衡状态。我坚信，回归我们最初的原则将会给共同基金投资者带来丰厚的收益。

让我用政治和共同基金的对比来展开这个主题。我借助世界语这一“具有最高普适性的语言”来阐述。根据《纽约客》杂志的政治记者迈克尔·凯利（Michael Kelly）的说法，世界语的提倡者是一个“统一场论者，相信存在着一个能解决任何问题的伟大理念，一个能将任何事物统一于其环境中的总体概念的人”。

凯利先生举出1996年副总统候选人杰克·开普（Jack Kemp）和阿尔·戈尔（Al Gore）作为“世界语型的怪人，即那种即便没有过人智

慧，也有成为拥有过人智慧者之雄心的人”的例子。凯利写道，杰克·开普是“资本主义者的光荣，相信如果赚钱机器被正确打造并且上了油，它就会在幸福的嗡嗡声中运转并永远驱动世界”。戈尔被描绘成“一个相信系统学的人，即相信每个事物都与所有其他事物整体地相联系着，而要解决所有问题，就是要让所有系统正确运作，从自己的部分开始向外起作用”。凯利总结说：“驱使着每个世界语型怪人的梦想就是，如果他能足够详尽、彻底、深思熟虑地向足够多的人进行解释，最终每个人都会理解，然后每个问题都会被解决。”

如果他思考的不是政治，而是共同基金，凯利先生会很容易以同样的方式来描述我坚定而简单的信念。请不要把我仅仅当作另一个世界语型怪人。**仔细想想那驱使着我的梦想，即如果回归我们最初的原则：关注管理而非发行；关注专业竞争力和自律而非在赌场中投机；关注信托责任和以低成本增加价值，而非资产聚集和以过高的成本损耗价值，这个行业大部分的缺陷都将被修正。**

只要我们建立了一个新的共同基金治理和控制系统，那么就会产生这一转变，而且这就是那一个“伟大的理念”。今天，焦点总被集中于共同基金管理公司的执行官和所有者身上。没错，他们寻求良好的基金业绩，但他们也寻求巨大的个人收益，似乎还不能成功地平衡两者明显而直接的冲突。这一冲突亟待解决。共同基金必须在董事们开明的治理下运营。董事们仅仅向共同基金的份额持有人们负责，对后者来说，基金业绩是利润的唯一衡量标准。

近些年来，包括信托责任、专业竞争力与纪律，以及着眼于长期的管理原则，已经被凌驾于其上的对发行和资产聚集的需求牺牲掉了。它们要回归卓越，似乎还有很长的路要走。但明天还能改变，既然我已经解释给你听了，我希望我已解释得“足够详尽、彻底和完备了，最终每个人都会理解，然后每个问题都将被解决”，这正如迈克尔·凯利所写的。就像托马斯·潘恩（Thomas Paine）雄辩地陈述

的，“适度好的总是没有它原本应是的那么好。中庸之道是美德；但原则上的妥协是罪恶。”关于共同基金原则最诚恳的话就是，他们已成为“适度的”了。现在是要求共同基金业重要而传统的原则不可动摇的时候了。只有投资者们要求改变，他们的利益才会得到保障。

十年以后

世界语型的怪人

我继续坚持我10年前所坚持的每项基金管理原则，即使我很失望地看到这些原则继续更多地被众多的基金经理们违反而不是遵守。即使我要很高兴地报告这些信息公开化的进展，帮助投资者为他们的利益做出更好的决策，我依然坚持我在当时所呼吁的全部6点信息的重要性。

而且，如果我当时是个世界语型的怪人，那么现在我更是如此了。驱使着我的梦想还在：只要我能足够详尽、彻底、完备地向足够多的人进行解释，最终每个人都将会理解，然后每个问题都将会被解决。没错，投资者们最终将看到，必将有那么一天，每个问题都会被解决。

第16章
基金营销：信息即媒介

1967年，一个名叫马歇尔·麦克卢汉（Marshall McLuhan）的“新时代”作家写了本题为《媒介即篡改》（*The Medium is the Massage*）[(65)]的书。他的观点是，在当今社会忙乱的节奏中，传媒借助电波已经以闪电般的速度掌控了信息。我们在电视上看到的娱乐类或新闻类的节目，与我们在书本和报纸上读到的东西有很大差别。比如说，在新闻媒体中，平实而细节丰富的报道，曾经是最佳报纸的标志性特征，但现在已经让位于电视报道，而这些报道往往是对当日事件肤浅的30秒钟剪辑。在麦克卢汉的著做出版30年后的今天，互联网已成为接收和处理信息的全新媒介，并且，通信的速度和范围都在以指数级增长。麦克卢汉超越了他的时代，他的洞察力在今天显得尤为深刻。

为讨论市场营销在共同基金业中的地位，我将冒昧地修改麦克卢汉先生标题中的两处：颠倒其顺序，并将“篡改”（Massage）一词换成“信息”（Message）。这样就给了本章一个恰当的副标题：“信息即媒介”。因为在这个行业，市场营销正成为主要的驱动力量。基金业提供给投资者的，正在影响着基金实际供应的服务和成本。用一个古老而又带有贬义的商业说法就是：“以往我们出售我们所制造的产品，但现在我们是制造任何可出售的产品。”市场营销的信息已压倒了投资这一媒介，现在是马车拖着马儿走。

自基金业1924年诞生起的前半个世纪的大多数时间里，共同基金主要关注份额持有人的资产管理。基金由负责管理他人资金的投资顾问来管理，并由独立的主要承销商来发行。事实上，许多大型的基金公司既不负责基金发行和市场营销，也不承担相应的成本。但在过去

的10年中，基金公司关注的重点，从管理明显加速转向了市场营销。这是一个不祥的趋势。

对市场营销的过分重视产生了4个主要的问题。首先，它消耗了共同基金份额持有人高达数以十亿计的额外基金费用，减少了份额持有人获得的回报。其次，这一大笔开支不但没有以份额持有人所得回报的形式带来补偿收益，反而在某种程度上因为将多余的资产带入了基金，将进一步减少基金的回报率。再次，共同基金经常把自己吹得天花乱坠，信以为真的投资者可能陷于基金的风险之中，其潜在回报率可能受损。最后，或许也是最重要的，发行基金的驱动力使得投资者和基金的关系发生了改变。份额持有人不再被作为基金的所有者，而仅仅被作为投资顾问的客户来对待。在这一点上，共同基金不再主要是职业基金经理管理之下的投资账户，而变成了专业营销商控制之下的投资产品。

十年以后

基金营销

过去10年中的事件只是证实了我当年的深切担忧，即共同基金业里的市场营销和推销术，胜过了本行业早期典型的管理责任。正如前一章提到的，基金费用继续飙升，而且，特别在2000—2002年崩盘之前科技股泡沫的最后岁月，基金发行商们吹嘘他们最热门的基金，在报纸、财经杂志和电视上大做历史回报率的广告。而投资者的回报率实际上毁在了接下来的股灾中，这正是这些基金承担重大风险的直接后果。

市场营销和发行的开销巨大，对钱的需求自然不在话下，而他们惦记的，却是基金份额持有人的钱。基金经理利用这些资金来获益，他们在资产滚滚而来时可以挣得不断增加的费用。在这增长曲线的起点，一些有益的规模经济可能会让基金份额持有人得利，但增长的主要收益还是归于基金经理。而且随着基金资产扩大到相当高的规模，基金经常会变得失去活力，不再有能力去执行那些使它们获得早期成功的投资策略。

当下报纸、杂志以及电视上那些孕育了“品牌”形象的广告，每年让基金投资者花费多达十亿美元。其他诸如直接邮寄广告、宣传品和促销活动之类的营销措施同样耗资巨大，而且基金为了争取在市场上占据一席之地所花的大笔费用，也进一步增加了营销预算。基金经理每年花在营销上的费用多达100亿美元，这占了1998年投资者们为其共同基金支付的500亿美元的很大一部分。毫不夸张的是，这也远多于为了持有基金份额而表面上支付的每年30亿～40亿美元的服务费。**正是基金份额持有人支付的所谓“管理”费，被源源不断地用于这些营销活动上。**

基金发行成本令人厌恶的不断增加，很大一部分来自共同基金费用的一种新型费率制度：12b-1费（如此命名是因为这一费用是在证券交易委员会[SEC]第270条规则第12b-1条款下获准收取）。直到1980年10月，证券交易委员会（SEC）采取的立场都还是禁止基金经理将基金资产花在发行上。在此之前，基金业的发行活动基本都由申购费（基金份额申购人支付给股票经纪公司的佣金）来提供资金。当时最高申购费是交易总金额的8%（所申购基金份额价值的8.7%）。自1924年美国第一只共同基金开始运作以来，就采用了这种传统的制度。但在1973—1974年的熊市之后，这一制度逐渐变得难以为继了。同时，免佣基金即无需支付销售佣金即可申购的基金，开始进入了基金市场。新的竞争结果是，典型的最高申购费慢慢减至了6%。

因为渴望获得等额收入以确保有足够资金来支付发行活动，为了使附佣基金看起来和免佣基金一样，基金业和销售基金份额的经纪商制定了一套极富想象力的计划，让他们可以持续获利。他们提出一个选项：将明确的6%的前端收费换成两项界定模糊的费用：一项是年度发行费（比如说，每年1%），按基金资产收取；另一项是递减的一次性赎回费（所谓的后端收费），即在所有1%的年度费用累积至6%之前，如果投资者要赎回的话，就需要弥补其差额。举例来说，如果投资者在两年中支付了两次1%的费用后赎回，赎回费将是4%；如果是6年之后，通常（但并非总是这样）就没有赎回费了。这样的算法不太合乎情理。（因为当基金资产在大牛市中增值时，份额持有人的总成本实际上是增加了。）但其效果相当于以相等的累积年费取代一次性的前端收费。

潘多拉魔盒已被打开

但是，在这项似乎无害的改变之后，更不祥的转变来临了。证券交易委员会规定：基金在服从有关征收12b-1费的详细规定的条件下（包括获得大多数独立董事的同意），基金资产可被用于支付发行费用。无论基金是否改变了其销售收费结构，都应允许收取12b-1费作为简单的附加费。事实上，甚至还允许免佣基金收取这些费用。当代的潘多拉魔盒被以潘多拉都想象不到的方式打开了，几乎是无限的资源都可被用于促成基金业向以营销为重点的转变。

在20世纪70年代的最后几个月，在市场崩盘之后，基金业与净赎回和股票共同基金资产不断缩水的灾难而斗争。基金经理们声称，如果基金业要为份额持有人建立规模经济，就需要收取费用来遏制赎回并鼓励增长。但是，这个药方比疾病本身还要糟糕得多。即使12b-1费用低至基金资产的0.25%（能被称作“免佣”基金的最高收费水平），也明显超过了可预见的任何规模经济所带来的收益。

举例来说，如果一只基金成功地将其资产从5亿美元扩张至50亿美元，它早先的费率可能会从1.10%降到1.00%。但是加上0.25%的12b-1费后，新的费率就变成了1.25%，在原费用基础上净增加了0.15个百分点。当基金规模尚小时，其总年费为550万美元，在它扩大规模后，就将上升至6250万美元。在这一点上，基金公司每年靠12b-1费就能获得1250万美元用于营销开支，而基金份额持有人获得的收入则相应减少了。

在20世纪90年代末，12b-1费盛行起来了。13 000只共同基金中有大约7 000家都在收取这笔繁重的费用，包括60%的股票型基金，67%的债券型基金，以及35%的货币市场基金。[(66)]随着基金业资产的增长，12b-1费用的总水平也在增长。自1980年以来，基金管理的资产已上升了35倍，达到了5万亿美元。12b-1费在1980年还不存在，在1984年也只占基金管理资产规模的0.08%。而到了1998年，12b-1费在2/3的基金中平均达到了资产规模的0.40%。每年12b-1费的总额超过了60亿美元。自1980年以来，基金数量增长到了原先的10倍，基金管理的资产也变成了原先的20倍。但收取12b-1费的基金比例是原先的30倍，12b-1费的水平也有了大幅的飙升。表16-1展示了12b-1费占基金管理资产比例的上升速度，以及基金份额持有人支付市场营销活动的金额。

无论你如何评价这些费用的正当性，1998年的65亿美元可是一笔巨资，这也是加在基金份额持有人身上的巨大负担。它带来的后果最多是中性的，最坏的可能就是负面的。基金份额持有人付了钱，但基金公司用这些钱揽来更多的受管理资产，获取更高的管理费以及更高的利润率，从中得益。说来奇怪，没有任何迹象表明，收取12b-1费的基金比从未收取这些费用的基金得到了更多的市场份额。看起来，12b-1费并没有实现其增加市场份额以追求规模经济的初衷。

悲哀的是，即便份额持有人于1998年支付了高达60多亿美元的12b-1费，也没有完全弥补基金在发行和市场营销上的支出。一些基金

顾问靠投资顾问的服务赚取了大笔利润，而不是削减费用以利于基金份额持有人，他们将费用中的一部分用于基金发行，没有取得份额持有人的批准就收取12b-1费；他们也没有受到独立董事的监督（无论这对份额持有人来说，价值是多么有限）；而且12b-1费在基金发行中的恶名也未受到新闻媒体和统计服务的谴责。事实上，没有什么能阻止一只基金将它的顾问费提高到0.25%，并将这一整笔横财花在市场营销上。许多基金看起来正是这么做的。

表16-1　12b-1费的上升　　单位：美元

	1980年	1984年	1988年	1990年	1996年	1998年
年终基金资产（10亿美元）	135	371	810	1 067	3 539	5 100
12b-1费率[a]	0%	0.08%	0.33%	0.36%	0.39%	0.40%
总的年发行费用（10亿美元）	0	0.10	0.85	1.20	4.40	6.50
	2000年	2002年	2004年	2006年	2008年	
年终基金资产（10亿美元）	5 425	5 382	7 170	9 823	9 580	
12b-1费率[a]	0.58%	0.59%	0.59%	0.58%	0.57%	
总的年发行费用（10亿美元）	15.10	14.50	20.20	26.60	21.40	

注：a，收取12b-1费的基金资产的百分比。

十年以后

12b-1费

10年以后，12b-1费的荒谬依然如故：用基金资产来为销售和发行活动融资已证明只是浪费钱财，不会为投资者

带任何来好处。我还从没见过一个例子表明12b-1费有助于增加基金资产而减少基金投资者总费率的。尽管用来将前端申购费分散在若干年的12b-1费正在消亡（这很好），但至少到现在为止，证券交易委员会都没有勇气取消12b-1费（这很坏！）。

与此同时，12b-1费继续不停地上涨，从2000年的150亿美元变成了2009年的280亿美元左右。基金发行商对基金份额持有人取得的这一胜利，让我们看清了在共同基金的舞台上，谁的利益才是第一位的。（提示：不是基金份额持有人的。）

赌场总管的收入

仍然有更多的发行成本被计入基金超市的成本中，这意味着基金发行的快速增长。“货架空间”（一个借自杂货店和药房的术语）的现行费率将继续上升。它现在占到了从基金超市顾客那里获得的基金资产的0.35%。基金份额持有人每年要以这一比率，为最大的基金超市的货架空间支付将近2.5亿美元。而在“免费”市场上，也销售了大约700亿美元的基金。这些费用可能直接由基金支付，或由强加于基金上的12b-1费提取，或通过提高基金交易成本的佣金安排来直接扣除中介费，若投资顾问愿意接受更低的利润，还可从基金超市中的资产扣除。当然，如果没有超市费用，削减的利润率可以很容易地返还基金份额持有人。

这些费用可在赌场中找到类比。随着更多的共同基金投资者在更短的持有期内交易基金份额，赌场总管的收入也在增长。蜂拥而至的投资者并不知道，其实“免费”的赌场使参与其中的基金必须承担沉重的成本。赌场中的资产增加了，赌场总管的口袋也鼓了起来。基金

投资者们在赌场中以各种方式掏钱交易，赌场总管则在最后赚个盆满钵满。

但是，无论基金超市通过它购买基金份额的投资者带来了多少价值（如果有的话），也不论交易与否，成本都由份额持有人支付。因为所有基金份额持有人都被摊派了这些营销费用。但份额持有人很少被告知有关的超市费用，也许是因为投资顾问有权自主使用这些费用。尽管如此，如果投资顾问愿意从基金超市带来的新持有人所交的管理费中拿出1/3支付给基金超市，那他也可以容易地削减现有份额持有人的费用。但这并没有发生。

充分披露的12b-1费用

对基金投资者来说更糟糕的是（对基金经理而言当然是好事），基金超市的成功会对基金的投资策略带来严重挑战，这个挑战对于采取进取型基金投资策略的基金而言，可能无法克服。有着高换手率和侧重于小盘股的基金，其投资活动会被基金超市投资者们频繁进出的现金流搅乱。对于策略不那么激进或持有大盘股的基金来说，这种损害会小一点，但依然存在。基金份额持有人为基金的成长买单，却以遭受损失作为回报。

最近，一篇哈佛大学商学院的博士论文得出了这样的结论：“没有证据表明12b-1费为支付这笔费用的基金份额持有人带来了好处。”相反，这项研究还发现它将带给基金份额持有人不少损害。该项分析表明，不收取12b-1费的股票型基金的收益，每年超过收取12b-1费的股票型基金1.5%，这是一个惊人而显著的差距。

收取12b-1费的债券型基金的总回报率，也仅仅略微高过不收取该项费用的债券型基金。但收取这些费用的基金要明显比不收取者更具风险性。该项研究注意到，收取12b-1费会消耗掉债券型基金回报的

25%，对此，一个相当简单的“疗法”就是增加风险。对于未被告知这种权衡关系的持有人而言，这是一个不怎么让人开心的结果。正常的风险和收益之间的权衡是一对一的。而在这里变成了零对一的权衡，除了对基金经理外，对其他人没有任何经济意义。

即使对最幼稚的观察者而言，很明显，基金不能靠自我消耗来获得成功。举例来说，一只业绩欠佳的基金，可能白白花掉数百万美元也难以克服其投资顾问的缺点。基金，就像商业企业一样，不应得到担保的生存权。

12b-1计划在理论上不一定是必然错误的。但这应由支付发行费用的基金份额持有人来决断，只有通过降低未来的成本才能补偿份额持有人，并向投资者们清楚完整地披露此项费用，收取12b-1费才是正当的。但在实际中，12b-1计划没能证明其理论上的正当性。份额持有人的代理人应该说但没说的事实是：“这一计划会增加基金支出，并相应地减少回报率。没有证据表明现金流入会提升基金业绩，或现金流出会降低基金业绩。基金资产的增加不一定会有利于份额持有人，但肯定会增加顾问费。这些额外收入可能会被用于增加投资顾问的利润，支付有利于基金投资者的研究费用；或者用在无益于基金投资者的基金份额销售上。”也许，这样的披露永远不会出现，对此不必感到惊奇。

兜售产品、掩盖风险

不仅营销成本是投资者的负担，基金贪得无厌地追求更多资产，同样有恶性副作用：无数未经检验的新产品被创造和推出，却仅能风行一时。这对一度将稳健投资作为其终生事业的行业来说，不是一个很可靠的策略。但在最近几年，基金业已带给投资者至少三种新奇的基金品种，它们都具有市场营销上的意义，但毫无投资价值：政府债券类基金（the government-plus fund）、短期全球收入基金（the

short-term globle income fund），以及可调整利率抵押贷款基金（adjustable-rate mortgage fund）。

政府债券类基金，“投资于安全的美国政府证券并提供高回报率”，在1987年达到了其顶峰。其时，此前两年才冒出来的12只该类基金的总资产共计300亿美元。其中的一只在美国长期国债回报率低于8%时，竟宣称自己能获得12%的回报率。只需常识便可看出这个回报率有多么虚假，净资产价值将会下降，而其收入也不可能持续。这也正是接下来7年所发生的事情。该基金那些正派、无辜、年长的份额持有人，再也没能挽回他们损失的资本，政府债券类基金的资产也从此一蹶不振。最终，它们放弃了这个毫无成果的策略，并经常变换名称，从此销声匿迹。

然后是短期全球收入基金。这个概念于1989年突然出现，当时短期国际债券的回报率超过了10%。这一回报率迅速吸引了投资者共计250亿美元的资产，近40只基金加入了争抢的行列。但这个概念很快就陨落了。在1992—1996年间，该类基金的平均年回报率仅为2%，其净资产价值的暴跌更是几乎抵消了所有的净收入。短期全球收益基金当时几乎化作一堆废纸，到了1996年总资产跌至25亿美元，此后，这种策略也破灭了。

最后是可调整利率抵押贷款基金，它在这三类拙劣基金中表现最优，但最终依然难逃失败。它被宣传成类似货币市场基金，价格相当稳定且有更高的回报率，于是很快流行起来。到1992年为止，37只该类基金吸引到了200亿美元的资产。唉，在接下来的三年时间里，它们的年回报率平均只有1.5%。而在那时，它们的资产已降至50亿美元以下，许多基金更改了目标和名字。到1996年，这一类型的基金同样消失殆尽。

这三个例子说明，当允许流行趋势支配提供给投资者的新型金融产品时，也就是当信息被允许作为媒介时会出现什么问题。在每个例

子中，基金份额持有人都把钱付给了定调子的吹笛人。基金业证明了其营销头脑，但它的管理才能却未达到理性投资者期待的水平。份额持有人无谓地损失了资本，甚至连声道歉都没得到。过去10年或许是创新营销的伟大时代，但对投资业的信誉而言，很难说有多么伟大。

这些唠唠叨叨的抱怨来自我担心，即共同基金业曾经为他人的资金提供谨慎管理的信托服务，现在却仅仅是又一个消费品行业。这两个要素始终并存于该行业中，但我相信，从20世纪80年代起，平衡已被打破了。商业的一面，即对市场份额不计代价的追求急剧增长，而信托的一面，即稳健的投资项目、公平定价和充分解释，却已相应下降了。投资者不再是基金所有者；他们仅是基金的顾客而已。

十年以后

兜售产品

在过去10年中，基金业转向立足于产品的步伐并未放缓。事实上，基金投资管理现在经常被称作“制造业”，这又是一个标志，表明该金融部门确信共同基金在概念上与汽车、香烟、牙膏或其他商业产品并无不同。所以，没错，我仍然深切担忧基金业继续变成“仅仅是又一个消费品行业”。（我的异议可由下面的事实体现：当我创办领航基金时，我禁止用“产品”一词描述我们的基金。）所以我将继续战斗，将投资于共同基金的人们作为所有者而非仅仅是顾客来对待。

是所有者还是顾客

基金投资者是顾客而不是份额持有人的这一时髦理念，在多大程度上被人们所接受呢？不妨看看最近晨星公司总裁唐·菲利普斯（Don Phillips）与共同基金业的争论。菲利普斯先生敦促新的招募说明书摘要应使投资者更易获取并理解共同基金的信息，以如下段落开始：

> 当您购买共同基金份额时，您就成为了投资公司的股东。作为所有者，您享有特定的权利并受保护，其中首要的是大体上独立的董事会，其主要职责是保护您的利益。

反对者也直言不讳。投资公司协会（ICI，the Investment Company Institute即基金业交易协会）的总裁，立即反对了这一提议，他说菲利普斯先生是“整个行业中唯一”采取这一立场的人。证券交易委员会也支持投资公司协会，不要求在招募说明书摘要里提到所有权的概念，甚至在更长的法定招募说明书里也不做要求。

立此存照，我就是个坚定地站在菲利普斯先生一边的人。接受共同基金仅仅是个产品（或者用可怕的行业用语来说，是“打包产品”），进一步以市场营销信息取代信托责任。投资者是所有者而不是顾客。与会计或律师一样，共同基金对其投资者负有信托责任。

是投资公司还是营销公司

当营销能力取代信托责任成为共同基金运作的驱动力时，投资者为什么要担心呢？因为其结果与投资者利益直接冲突。受人尊敬的金融记者杰森·茨威格（Jason Zweig）在1997年中期的一个行业论坛上，用华丽却相当深刻的语言表述了这种矛盾：

> 今天，当我们面对未来时，你们必须决定的问题很清楚：你主要是一家营销公司，还是一家投资公司？大体上，你能成为前者，也能成为后者，但不可能在同等标准下同时兼具两者。

营销公司和投资公司有什么区别？让我们逐一道来：

- 营销公司有一群疯狂科学家在实验室“孵化”新基金，若新基金不奏效，就抛弃掉。投资公司不这么做。
- 营销公司无论旗下基金增长到多大的规模，都收取固定的管理费。其费率也保持在难以接受的高水平。投资公司不这么做。
- 营销公司不管基金已变得多么庞大和重以控制，都不会向新投资者关闭旗下的基金，投资公司不这么做。
- 营销公司大肆鼓吹旗下最小基金的历史业绩，尽管知道基金的回报率会随着基金成长而下降。投资公司不这么做。
- 营销公司创造新的基金，是因为它们容易买得出去，而非因为它们是好的投资。投资公司不这么做。
- 营销公司靠债券型基金的回报率进行推广，在它所有的股票型基金广告中，不时使用“第一名”的字眼，在其所有促销材料中使用如阿尔卑斯山一般陡峭的峰状图。投资公司不会做这些事情。
- 营销公司不仅仅根据投资业绩，还根据基金资产和现金流，来给投资组合经理支付薪水。投资公司不这么做。
- 营销公司渴望它现有的顾客支付任意价格，承担任何费用，这样就能在所谓共同基金超市里吸引无数新顾客。而投资公司会设定限度。
- 营销公司很少或根本不警示客户，提醒他们市场并不总是上行，历史业绩没什么意义，市场在看起来最安全时其实最危险。而投资公司则反复告知其顾客这些事情。
- 营销公司只想“跟着潮流走”。投资公司则会问：“如果市场明天下跌67%，会对运营的每个方面有什么影响？我们又该怎么应对？需要什么样的计划来渡过难关？”

所以，你必须做出选择。你可以大体上做一家营销公司，或者你可以大体上做一个投资公司。但你不可能两者兼备。只要你给予其中之一以优先地位，就必须放弃另一个。

基金业是一项信托业务；我认识到这个说法有两层意义。你是受托人，没错；你也是寻求利润最大化的企业，也没错，这理当如此。但在长期，如果你不首先强调自己是受托人，你就无法作为一个企业生存下去。

在短期，主要做一家营销公司而非投资公司是赚钱。但长期来看，这不可能成就一个伟大的企业。

我非常赞同这位坚持原则的记者的观点。但在晚餐会上，他被闹哄哄地轰下台并被几位听众质问。他对于当前很多人把投资原则放到次要位置，而认为营销优先于管理的坦率批评让一些人感到非常愤怒。碰巧，他的听众大部分都是挥金如土的共同基金的广告商。但我毫不怀疑，如果论坛中都是共同基金投资组合经理和分析师，他将受到热烈欢迎。

媒体嗅到了信息

营销是基金业的主要驱动力，而产品就是基金业所提供的，这一说法现在已经被如此广泛地接受，以至于几乎无需证明了。但是，为了打消任何疑虑，让我来展示若干金融出版物近来的一系列言论：

- 《投资新闻》（*Investment News*）

标题：“对营销商来说基金是什么？又一罐豌豆而已。”

内容：“基金经理面临的挑战是：如何在群体中脱颖而出，卖掉你的产品……基金正变成就像牙膏销售商一样的消费品营销商，试图在竞争者中赢得优势……基金业绩和投资技能都是艰难的领域……但营销的基本原则是一样的，无论你卖的是一罐豌豆还是一只共同基金。”

● 《机构投资者》（*Institutional Investor*）

图片标题引用某大型基金集团高级经理的话：“在长期，我们相信，销售为王。”

● 《基金营销警示》（*Fund Marketing Alert*）

标题：“投资者看重品牌，但他们对费用却一无所知。”

内容：“70%的投资者说一个知名的品牌很重要，但大部分人没有意识到他们支付的费用——60%的人不知道他们是否支付12b-1（发行）费，被问到他们是否支付顾问费时，40%的人说没有。”

● 《华尔街日报》

标题：“共同基金使用新招术来出售产品。”

内容：“基金公司已开始用消费品公司销售麦片和洗洁剂的方式，来推销他们的产品……（基金）超市货架很拥挤，所以促销预算也达到了创纪录的水平。”

标题：“由于优秀的业绩更难实现，共同基金公司开始计划闪电战。”

内容：“基金经理们发现跑赢市场平均水平越来越难，所以知名度成为争夺顾客的另一个武器……业绩不再是基金能控制的变量。”

● 《共同基金市场新闻》（*Mutual Fund Market News*）

标题：“更多的基金顾问寻求营销的支持。”

内容：“类似有形的消费品，基金制造商们希望得到主要的货架空间……他们想要投资者热爱其品牌，成为回头客……成功的决定因素不是资产管理的专业技能，而是把合适的产品置于合适的受众面前的能力。”

● 《财经世界》（*Financial World*）

标题：“华尔街上的品牌战争：金融服务公司在其品牌名称上花费数百万，以控制你的资产。”

内容：“品牌公司不再靠低费率和高回报率进行推销……它们正为品牌形象而努力……‘我们希望我们的名字出现在百威、麦当劳、IBM、微软和汽车公司旁边’，一位行业领导者说，‘创造需求对基金发行商来说已变得至为关键’。当然，除非基金公司能给人以有价值的印象，否则他们就无法证明其高佣金或费用的合理性。”

十年以后

是投资公司还是营销公司？

让我们承认吧，当年《华尔街日报》专栏作家的贾森·茨威格的观点是完全正确的。他列举了10种营销公司区别于投资公司的方式，每种都恰如其分。然而，自那时起，情况没有任何改变。据我估计，这一领域内几乎所有的公司在本质上都是营销商；只有极少数满足“投资管理”的标准。奇怪的悖论是，领航是这极少数之一，因为我们基金的主导投资方针之一是指数化和虚拟指数化，而在这里，投资管理（在传统意义上）根本不起作用。

真正的业务：聚集资产

尽管如此，几乎没人对今天基金业的发展方向有疑问。权威的投资银行高盛公司（Goldman Sachs & Co.）在1995年的一份题为《共同基金业的持续演进》（*The Continuing Evolution of the Mutual Fund Industry*）的报告中说得很好：“资产管理不是资产管理业的真正业务，聚集和保持资产才是。”1998年更新的一份报告更强调重申了这一结论：“成功的关键要素正在从制造资产管理产品转移到发行资产管理产品。”从媒介到信息，就是这样。

尽管只有一名记者意识到了这一有害趋势对基金份额持有人的负面影响，但媒体很清楚今天这项业务的本质。有一点必须清楚的是：由于不能提供超越市场的回报率，实际上已落后于大牛市的回报率了，共同基金业在事实上已经抛弃了传统的“管理”口号，采用了新的口号“营销”。说服的技术已经取代了创造业绩的技艺。

既然基金在营销方面的支出减少了其回报率，那么让现有的基金份额持有人去承担吸引新份额持有人所需的成本，似乎既反常又不公平。逻辑表明，新的份额持有人被超市最新的“大减价”（最近业绩最好的基金）和“免费”等广告诱惑进来，他们的投资期限更短。他们对短期回报高度敏感，能够自由地转移他们的资金。所以，他们频繁地更换基金，基金必须不断买卖股票以适应这种资金流入流出，现有的份额持有人则要承担这笔额外投资组合的换手成本。以长期投资者为代价，为短期交易者或赌徒服务，这对营销公司来说可能是个成功的策略，但对投资公司来说则绝对不是。

基金公司滥用高成本的发行策略取代良好的管理策略，已到了无可救药的地步。如果有足够的信息，个人投资者可以很简单地拒绝那些直接、公开收取12b-1费的基金。基金份额持有人可以投票反对收取这些费用，尽管他们过去基本没有这么做过，将来也许也得不到什么

机会（大多数想要收取这些费用的基金经理已经这么做了）。他们可以恳求基金的独立董事改变原先的决议，尽管基金董事未按基金顾问的意见行动，但记录表明，对此不要有什么指望。

有治12b-1病的药吗？最好的药方是阳光；我们要让更多的阳光照进窗户。证券交易委员会的官员们应将这些问题交给公众去辩论，收集并发布详细的行业统计信息，包括顾问与发行费用、投资组合管理和投资研究服务的费用、广告和营销服务费用、基金运作的支出，以及投资顾问赚取的利润。

共同基金应遵循更高的标准。我们不是在售卖皮肤护理液或者出国旅行的服务。我们不应兜售希望、梦想、青春或健康。我们也不应像宝洁、百威或可口可乐那样出售品牌专营权。我们不应像兜售消费品那样，或者模仿对它们来说很自然的激进的产品营销策略。共同基金是，或至少应该是，投资者储蓄最优先且最优秀的保管员。

在共同基金业中，我们需要的是对份额持有人的资产给予更多的关注，而不是对基金份额营销的关注。我们需要对基金是什么，以及为谁服务的理念进行重新定位。将投资者作为份额持有人而不是顾客来对待，是向古老的信托责任原则的回归。早该如此。将共同基金作为信托机构或信托资产而非产品来对待，将是迈向改善今天的基金份额持有人利益的一大步。制造所有能卖掉的东西，不管它是否经得起时间考验，这实际上忽略了我们客户的福利。打造出好东西，然后出售所制造的东西，才能表明我们把客户利益放在第一位的意愿。

对于需要帮助的投资者，我们对其资产的信托责任远远比我们从基金交易中所收取的费用重要。这样将给我们的基金持有者们公平的待遇。只有当管理取代营销，坐上共同基金的驾驶席时，我们才能做到这点。在写下这些话时，我很惊讶地发现它们和共同基金业基本原则的相似之处。这些原则我在前一章已探讨过，在大约50年前，我在普林斯顿大学的研究论文中便已提到了：“投资公司的首要职责是管

理其投资组合。所有其他事情对这一职责的表现来说，都是次要的。”

现在是我们恢复这一使命的时候了。

十年以后

营销和管理

在过去10年中，基金业在与我呼吁的相反方向上前进。仅在过去的两年中，关于共同基金的广告就花掉了近十亿美元（你的钱）。大宗商品基金、绝对回报率基金、新兴市场基金和各种新型的退休基金等新产品，都是以牺牲传统中庸的股票型共同基金为代价发展起来。即使是指数基金的可观增长，也主要是因为新的指数基金能在股票市场上每日进行全天候的实时交易，交易型开放式指数基金（ETF）就是这一发展。ETF基金主要用于投机，持冒险策略的基金发起人经常发售这样的基金：杠杆、双倍杠杆、对市场的微薄价差进行交易，甚至采取貌似聪明但未经检验的方法，试图跑赢传统的指数基金。

我们已经与为投资者提供服务这一使命渐行渐远了。

第17章
现代科技：又有何益

让我们从一个有事实基础的共同基金的寓言开始。1996年5月23日，一位典型的共同基金投资者，在他的“加速”（Quicken）电脑程序上完成了对价值15万美元的15只共同基金投资组合的日常检查。这位投资者确定，他已在股票市场中错过了太多的行动机会。在美国在线（America Online）的网站上，他得知“彩衣弄臣”（The Motley Fool）公司的人认为应该跟进热门股票，所以他决定将他的10万美元的货币市场基金投资转换为热门的“动量”新兴成长型基金。

该投资者浏览了用于交易基金的无交易费用的共同基金市场网站，他注意到这只热门基金在第一年就上涨了60%。其投资经理极为成功地运作过另一只基金。并且，通过花费新基金持有人支付的一部分顾问费，他跻身于基金市场中，吸引到了超过10万名投资者和近10亿美元的资产。该经理在报纸和电视中出尽风头，并很快在6月成为晨星年会的明星。在晨星网站上快速检索，即可让我们的投资者得到一整套能想象到的关于该投资组合经理早期业绩的所有数据，包括他最偏爱的10只股票，投资组合的核心组成部分的股票市盈率为45，中位市值为7亿美元，53%的资产集中投资于科技和医疗股，500%的组合换手率等。

这位投资者再次访问基金市场的网站，在电脑上敲了几个键，马上就将他的货币市场基金换成了新兴成长型基金。两边的交易在市场关闭前的半小时已经执行，没有可见的佣金或成本。该投资者对当天的工作很满意，关掉了电脑。

两个月后，到了7月底，该投资者开始发愁了。市场下跌，而他的基金跌得更快，自他申购至今已跌了22%。而一家全国性的共同基金杂

志依然宣称这只基金是下一只“麦哲伦基金”。该投资者决定继续持有，等待必将到来的市场反弹。

几个月后，到了1996年年底，该投资者在“加速”上详细检查了他的投资组合后，感到相当的不安。他猜对了：牛市回来了。标准普尔500指数自5月23日起上涨了11%，但是，根据电脑上的数据，他的新基金还是下跌了超过20%。他提醒自己要关注这只基金。市场继续其趋势，到1997年3月中，又上涨了6%，但他的基金又损失了18%，现在共下跌了35%，虽然同期市场反弹了18%。他的投资现在与标准普尔500指数相比，相差了53%。

他迅速行动，在基金市场网站上，把那只已是明日黄花的基金换成了一只新的基金。指数基金对他没有吸引力（对于消极管理、拥有市场、成本优势、大盘股和长期投资等，他感到厌倦），但他从最佳业绩基金的每周回顾中知道，标准普尔500指数基金很热门，跑赢了90%的主动管理型基金。在他的基金市场中，他买不到想买的那只被《华尔街日报》称为“行业至爱”的标准普尔指数基金。（显然该基金负担不起进入这个基金市场的成本。）但他找到了另一只差不多一样好的基金，进行了交易，又一次只是在电脑上敲了几个键。他会先试试这只基金。如果他又猜错了，他还能改变想法，只需轻点鼠标即可……

十年以后

又有何益？

我所描述的第一只基金（没有提到它的名字）是冯·凡谷纳（Van Wagoner），一只新兴成长型基金。我们假想的投资者将它清盘是对的。在接下来的10年中，这只基金的业绩让其成为了这一领域中业绩最差的基金。2008年，

整个冯·凡谷纳基金集团被并入另一家公司，但这可是投资者在其共同基金上遭受了30亿美元损失之后的事情，对那些不明智地将赌注押在这位“明星”经理身上的人来说，代价惨重。像许多其他基金一样，他管理的基金只是个彗星，在天空中昙花一现后，便无影无踪了。

悖谬的是，这位过分活跃的投资者是由于错误的原因购入了标准普尔500指数基金。没错，10年前，指数本身很“热门”，跑赢了90%的股票型基金。但这90%的优势（正如我在本书旧版中所写的）只是个随机和不大可能出现的结果。指数基金通常在任一指定年份里只能跑赢60%的基金，尽管在更长的期限里可以跑赢80%或更多。令人欣慰的是：自1997年3月起到2009年年中，虽然标准普尔500指数只有3.3%的年回报率，但还是跑赢了超过60%的大盘股共同基金。

我刚才描述的，是共同基金业在计算机技术新兴时代的缩影。这个简短例子里的基金都是真实存在的，但投资者是虚构出来的吗？我举这个例子只是要向你介绍科技进步带给共同基金业的影响：

- 一个金融体系，使专业的基金经理能提供全新的投资产品，为交易提供充足的流动性，并以光速在全球范围内展开交易。
- 一个随时更新的信息网络，可提供关于共同基金投资组合和业绩的数据，信息量之大，超出了人类心智所能把握的范围。
- 一个极有效率的通信网络，任何基金投资者都能即时下达交易指令（虽然迄今交易还是以每小时执行一次的频率进行），无需离开他的台式电脑寸步。

可是，即使投资者可以利用如此非凡的技术手段，我要问：又有何益？

我完全承认计算机技术在共同基金业的增长中所起的重要作用。基金业成功和被广泛接受的首要原因是过去16年从未间断的不可思议的大牛市。但计算机让这一行业的增长多了一个数量级。而且在某种程度上，正是计算机让基金业成为一个与其之前古板保守，明显不同的全新产业：在品种、概念、投资者参与程度、服务质量以及定价方面，都是全新的。

最明显的是，共同基金的数量呈现了爆炸式增长，这给投资者在基金目标、投资策略和基金经理等方面带来了无比多样的选择。原先的基金业，在仅仅20年前只有300只股票型基金，它们是1973—1974年大熊市后舔舐着伤口并严阵以待的幸存者。如今的新基金业，包括3300只股票型基金，其中一半都是在过去5年成立的。当下股票型基金的数目，已超过在纽约证券交易所上市的全部的2 900只美国公司普通股的数量。

如今，平心而论，在很大程度上，股票是“过时”的，而共同基金正当“时髦”。我想，就现实来说，这个说法还没错。但只讲到这还不够。事实是，共同基金像股票一样被估值、被申购、被交易，在商业圈里和鸡尾酒会上被广泛讨论。对数百万投资者来说，基金就是股票。

想想最近的这个例子。《晨星投资者》（*Morning Investor*）上的一篇文章不带感情色彩地展示了一位投资顾问向一对距退休仅有5年，打算进行35万美元投资的夫妇的建议。他推荐了一个几乎全部由17只股票型基金构成的投资组合，包括小盘股基金和国际基金。我们可以预计到，这17只基金组合中的总共2 000只股票很可能在扣除费用之前，至多能获得市场平均回报率。扣除平均多达资产1.6%的基金费率，因每年平均92%的投资组合换手率而产生的基金交易成本，以及1%的顾问费用后，将总的成本算作3.5%，或者每年12 250美元。这样看来，要让这对夫妇对他们退休时的投资结果满意，几无可能。这对夫

妇将所得回报的一大部分付给了投资顾问和共同基金管理公司等公认的投资专家。而他们自己顶多只能获得与市场回报率相当的回报率，而且是在扣除成本之前。一个包括2 000只股票的投资组合，真有机会能跑赢市场吗？

十年以后

作为股票的基金

随着从互联网上可获得价格信息的股票和基金（以及所有其他金融数据）的数量呈指数级增长，《纽约时报》如今只公布了数量极其有限的股票的价格，以及更少量（时断时续的）基金的价格。但把基金作为股票来看待的观念却迅速流行开了，交易型开放式指数基金现在以远高于个股的换手率进行交易。在纽约证券交易所上市的股票在2009年上半年的年平均换手率为155%，而ETF换手率竟达到了令人难以置信的3 000%。我为此很难过，对基金份额更类似于股票的积极交易和过分投机感到担忧，事实证明，我的担心不无道理。实际上，基金交易已然压倒了股票交易。荒谬的是，大多数基金交易产生于指数基金（通过ETF），可指数基金本来是为长期投资者设计的。

那对夫妇的顾问在1997年建议他们的投资应更进取一些，并要他们投资于含有17只（大部分高成本）股票型基金的投资组合，放弃他们持有的30%的债券型基金和现金，以达到至少10%的年回报率目标，现在他们怎么样了？我当时说：“要让这对夫妇对他们退休时的投资结果满意，几无可能。”事实证明，我的警告很有预见性。在受推荐的投资组合中的17只基金中，足有8只（近一半！）在接下来

几年中倒闭，仅有9只幸存。的确有些幸存者在后续时期跑赢了标准普尔500指数，但我们永远无法知道，那8只倒闭的基金如果继续经营下去会有何表现（虽然我们可以设想他们的业绩会很差）。一个含有17只股票型基金的投资组合与“选股者的投资组合”很难说有什么不同。我相信，这个例子不是此类策略损害投资者财富的孤证。

将基金转变成股票的趋势是逐渐形成的，但对我而言，有个特别的日子清楚地标志着这一转变的发生：1995年3月19日。这一天，即使不会被钉在历史的耻辱柱上，也是我眼中的里程碑。在那个星期天，《纽约时报》的编辑们将共同基金的价格和业绩列在了纽约证券交易所的股价行情表之前。很久以来（肯定超过一个世纪），纽约证券交易所股价表一直是《纽约时报》读者第一眼看到的内容，但自那天起，纽交所的股票行情表只能在共同基金这位巨大的暴发户面前，退居次席了。

投资技术：更大、更快、更复杂

这种转变是如何发生的？让我们从投资技术和金融市场体系开始。想想我们今天拥有的那些投资工具，如果没有计算机，它们的存在几乎难以想象，也肯定不会得到如此广泛的应用，更不会有如此高的流动性：

- 未偿付的名义价值高达20万亿美元的金融衍生产品。
- 世界外汇市场上估计有1.5万亿美元的日交易量。
- 活跃的金融期货市场，包括名义价值近2 000亿美元且实时更新的标准普尔500指数期货。
- 多种市场指数（据我们最近统计已超过3 000种！），以及由此而来的指数基金。

- 巨大的市场交易量，在较繁忙的交易日，大约10亿股股票在纽约证券交易所里交易，另有10亿股股票在纳斯达克市场（NASDAQ）上交易。每天总共有价值300亿美元的股票换手。

在这种狂热的交易氛围中，共同基金业已经开发出了我们在15年前无从想象的激进而复杂的投资技术。我们有了微型股票型基金、数量管理型基金，基于价格动量理论、盈利预期理论、市场技术判断和基于多元回归的基金，还有可调整利率抵押贷款基金、备兑看涨期权基金和外汇基金，另有投资于越南、印度尼西亚和捷克共和国股票的基金，这些国家迄今尚未作为资本主义的堡垒而为人所知。许多作风传统的基金改弦更张，仅仅采用过去都会被认为是耸人听闻的策略。一般说来，在20世纪五六十年代，共同基金经理以15%的换手率来调整他们的投资组合。即使在1965～1968年的活跃期，换手率也只升至40%。但在1997年，平均换手率竟高达85%，这表明，一只股票的平均持有期只有一年多一点。专业投资者的长期投资怎么了？

随着专业投资者和个人投资者的趋同，两者都变了成积极交易者，大肆利用今天受计算机驱动的金融体系及其创造的流动性，曾被认为是长期投资的共同基金，在很大程度上，已变成了短期投机工具。许多以前的牧羊人自己成了绵羊：游移、反复无常、狂乱，放任、冲动地做出决策（这种冲动有时可以量化），完全破坏了以公司价值为基础的传统投资标准。投资技术使我们能够参与到所有这些狂躁的行动中。技术只给了我们工具，却没有给我们如何有效使用它们的智慧。

十年以后

投资技术

我先前关于衍生工具的担忧已变成现实。衍生品的名义价值从1998年的20万亿美元飙升至2008年的600万亿美元，当衍生品的巨大风险累积起来后，沉重打击了世界各大金融市场和经济体。没错，虽然衍生品变得更大、更快、更复杂了，但它们也变成了金融市场的阿喀琉斯之踵[67]。机构投资者们不仅缺乏驾驭这些复杂衍生品建设性的智慧，也过于享受已被证明是极具缺陷的风险测度方法。

信息技术：信息还是智慧

计算机与互联网让我们可以不停地获取数据，使我们能够对共同基金随心所欲地分析和估值，并根据触手可及的海量信息做出选择。共同基金投资者再也不会因缺乏充分的信息而无法做出投资决策了。共同基金投资者应该是计算机革命最大的受益者之一。

或许如此，但他们也可能是最大的受害者之一。正像本章开头的例子中所描述的投资行为一样，每一天共同基金投资者的行为都表明（如我们一直以来知道的），在投资活动中，信息经常被误认为是知识，而知识极少转化为智慧。可是，智慧远胜于堆积如山的数据，并且常识远胜于机会主义，二者注定是长期投资成功的首要因素。

当我们考虑基金的投资决策，在购买、持有、加仓或减仓和完全退出时，通信技术让我们能随时获得大量信息。多少信息？即使是今天最寻常的电脑和通信技术，也能在几秒钟内将你带进晨星的网站，或将其“普林西皮亚”（Principia）数据库下载到你的电脑上。打开“普林西皮亚”程序，比如说，点击某个特别大的平衡型基金的名字，然后点击“打印”，会打印出来37页（数数吧）的数据和图表，内容有：

- 股票投资组合：市盈率和市净率、盈利增长率、市值和行业分散度。
- 债券投资组合：到期日、信用等级和息票。
- 全部投资组合：换手率、持有最多的25只证券和总发行量。
- 风险：R^2、β、α、标准差、夏普比率。
- 回报率：以往25年的业绩，月度和滚动3个月的业绩，与指数和目标组比较的排名，税后调整回报率。
- 每年的投资风格：股票的9个风格箱[(68)]，债券的9个风格箱。
- 成本：销售费用、12b-1费用、费率比较。（不要忽略成本！）
- 结果：获得的星数。（很高兴，我们的平衡型基金获得了“四星级”。）

毫不夸张地说，晨星的一流服务给投资者评估基金特征、理解基金风格，做出有根据的决策所需的一切信息。实际上，公平地讲，如果投资者有“普林西皮亚”的输出结果，使其在做出投资决策时具有一定优势，那么，许多基金经理在测试中可能顶多也就拿到个C。

依赖这些信息的投资者，我想他们最多也就是看看基金业绩和星级等内容。投资者信任的是“我们的星级，而不是我们自己”（与卡修斯[Cassius]告诉布鲁图斯[Brutus][(69)]的相反）。在1997年流入股票型基金的1 600亿美元中，大约有85%流入了四星级或五星级的基金，只有15%流入了一星、两星、三星级的基金。（或许更糟糕的是，另有600亿美元流入了未经检验的基金，它们往往有着不错的记录，但还没有获得评级。它们尚未达到能建立基金经理信誉的持续期：只有三年，而且是在一段牛市时期。）

如果知识可以转化为智慧的话，那么实际上，知识就是力量。但是，仅靠信息和对“星级”的信任，并不会提高投资者的回报率，除非投资者能明智地使用这些信息。简单地说，虽然晨星的网站和软件对理解基金投资风格、历史回报率和当前投资组合来说，都是无价之

宝。但确凿的证据表明，这对投资者挑选出未来业绩最好的基金来说，毫无价值。技术让信息更易获得，但技术并不提供知识，也不产生智慧。也许重读《箴言》篇，能够提醒我们，什么才是真正重要的：“要得智慧，要得聪明。”(70)

交易技术：趁热换铁

交易技术给予我们超乎想象的交易基金的能力，但这对基金投资者和基金经理来说，毫无益处。投资者确实利用了这种能力，股票型基金份额的换手率飙升。在20世纪60年代和70年代，股票型基金份额每年的赎回份额（和出售）平均占资产总额的9%。但是到了20世纪90年代，这一比率已经增加了两倍多，达到了31%。基金投资者变换其基金经理，就像改变其所持有的个股一样迅捷。

把这些数字的倒数作为股票型基金份额平均持有年数的替代变量（这是相当好的替代变量），持有期从20世纪60年代70年代的11年下降到90年代的略多于三年。三年而已(71)。在我看来，这一趋势已削弱了广泛分散化、扎实管理、有效运作的共同基金作为最佳长期投资手段的目的。共同基金持有人的长期投资到底做了什么？我们时代最伟大的投资者沃伦·巴菲特的策略就是买入并持有，而他也在年报里向全世界阐述了他的策略。但我们还是无视了他的忠告。

也许正是对投资技术、信息技术和交易技术结合的顶礼膜拜，所以在一个免交易费用的共同基金市场的基金赌场里，基金可以买下一块网上的广告牌，让份额持有人能够快速交易其份额，而表面看上去无需缴纳佣金。这个体系的成本被遮蔽了。首先，在大多数情况下，所有份额持有人都为一小部分使用者付费。基金向持有基金资产的赌场支付每年大约35个基点的费用。其次，所有份额持有人都承担了因少数人的资本流入流出而导致的投资组合交易成本。赌场中的基金份

额持有人对股票市场波动的敏感度，明显高于其他基金份额持有人（虽然之前的数据表明换手率已很高，但后者的换手率更高）。

至少还有几位和我一样，对于投资世界中技术的作用和投资者基金份额换手率的不断加速而感到担心。《纽约客》最近的一篇文章以严肃的口吻写道：“轻浮的基金经理（我还要说，包括主动管理其基金投资组合的投资者）都被新奇玩意儿迷住了，如今，技术在宗教般虔诚的投机癫狂和金融狂热中占据了中心位置。”

这个谴责似乎过于强烈，但其中不乏真理。不过，我承认，技术在某个方面为基金份额持有人带来了极大的好处：基金份额交易和基金投资组合交易的单位成本急剧降低。实际上，这种降低确实有助于减少共同基金的运作成本。计算机成本几乎下降了99%，从1985年的每秒每百万条指令（MIPS）的150 000美元，降至1998年的每MIPS不到2 000美元。1985年的人工电话答复成本为10美元；今天自动电话答复的成本（对许多投资者来说有点不舒服）仅需2美元。投递一份印刷版招募说明书的成本为8美元；同样的招募说明书在互联网上投递，成本不到1美元。基金可以实施电子化交易，只需在个人电脑上敲几个键，这又省了一大笔费用。

最近有人估计，5 000万基金投资者中的2 000万有家庭电脑，1 000万将其用于投资。（另一项估计认为在最大的基金市场中30%的份额持有人在其网站上进行交易。）今天的1 000万用户将很快变成1 500万，然后是2 000万，所有的持有人都能在弹指之间赎回他们的份额。稍微动动脑筋便可知道，如果有一半人对一次地震（字面意义上的或者比喻意义上的）新闻事件有所反应，金融市场将发生怎样的变化。无论是好是坏，电话忙音说明这一基金业的老看门人要退休了。或许只有当互联网服务提供商的线路繁忙，或者网络崩溃，才会“保护”我们。说实话，这是更大的恐慌。

像共同基金提供给投资者的大多数有用和节省成本的服务一样，技术导致成本下降所带来的好处，主要由基金经理而非份额持有人享受了。实际上，基金业总是宣称新服务增加了成本而不是降低了成本。不过新的服务大多是被设计来吸引投资者及其资金的市场营销服务，这提高了顾问费和记录维护费用，增加了基金管理公司的利润。

十年以后

交易技术

现在我们知道，前文在引用的《纽约客》的文章中表达的担忧恰当其分。10年前，技术确实“处于宗教般虔诚的投机癫狂和金融狂热中的中心位置”。早先，科技股的“新经济”泡沫在2000—2002年间破裂，这导致股市整体下跌了50%。但那时我们还不知道，很快将面临另一场更大的“宗教般虔诚的投机癫狂、金融狂热的泡沫”，这次泡沫将于2007—2009年间破灭。产生这次泡沫的部分原因是技术因素，这种操纵数字的技术容许将抵押贷款组合转为债务担保债券（CDOs），也容许证券化、房地产投机、质量可疑的（甚至欺诈性质的）抵押贷款、评级机构的失败、缺乏足够储备的保险金融工具等。后一场泡沫的破裂比前者的结果更糟：股价下跌了57%，这是自大萧条以来最大幅度的下跌。随着2009年3月以来市场的复苏，最坏的时候似乎已经过去了。我希望将来也是如此，但我还是会保持警惕，以防万一。

关于通信成本和交易服务成本的下降，没有什么确切的信息，因为基金经理们很少披露他们如何花掉所收取的费用。不过一家很大的基于“按成本定价”运作的基金公司，已经将其持有人的总单位支出减少了超过50%，从15年前占资产近20个基点到1998年的不到10个基点，每年为其基金持有人节省了4亿美元。相应地，这家公司管理的基金资产增长到了原先的近20倍，规模经济的好处全部给予了基金持有人。有一个1 000亿美元的基金集团采取了类似的措施，可能会将2亿美元的成本降至1亿美元，但是未将节余部分回馈给份额持有人。

对基金投资组合的换手率而言，技术也削减了成本——但可能仅是单位成本。举例来说，如果股票交易的成本降低了50%，而换手率增长了两倍（事实正是如此），基金持有人承担的总成本将会增加50%。又一次是基金持有人而不是基金经理承担了这笔费用，同时没有任何证据表明，这些疯狂的交易活动增加了持有人的净回报。

报告卡片

让我们为当前共同基金投资中使用的各方面技术手段打分：

- 投资技术：创新金融工具，A+；流动性，A+；基金的丰富性，A+；新基金的稳健性，C；基金经理的投资行为，D。
- 信息技术：数据对投资者的可得性，A+；完整性和范围，A+；重要知识的可得性，A；知识的有效利用，D；考虑未来业绩的基金的理性选择，D；持有人的投资行为，E。
- 交易技术：易用性和便利性，A+；暗中鼓励基金交易，A+；效率和费用节省，A+；持有人获得低成本的好处，F；有助于提高持有人的回报率，F。

我们的报告卡片显示，技术对信息的贡献是A+；对知识的贡献是C；对智慧的贡献是D或者是E。总的来看，技术得分较高，而用户得分

较差。

技术革命对明天的启示是什么呢？更多的网站、更多的公告牌、更多的信息、更多的交易，交易更便利、更快速，以及节省更多成本（虽然持有人可能得不到好处）。而且我还要加上一点，就是风险更大。计算机科技的力量所创设的大多数新型金融工具，从未经过熊市的严峻考验。大多数现在可以随心所欲进行交易的基金持有人也一样没有经过这种考验。并且，当有了互联网以后，无论好坏，他们都可以不再因基金公司电话线上人手不足的问题而停止交易。在我看来，任何人若没有认识到这些风险正在形成，都将会犯下严重错误。

但我并不是一个否定未来、呼吁回到过去的腐朽的勒德主义者(72)。我们不可能回到过去，不过我的确希望能尽快回归到基本原则，即共同基金最好被用来长期投资。我是个十足的理想主义者，相信今天流行的赌场资本主义不会在基金业内永存。基金份额的交易不只阻碍了基金策略的施行，还引致了所有基金持有人共同承担额外的成本。更重要的是，对采取积极交易策略的基金持有人来说，这也是一个失败者的游戏。技术，就其所创造的所有奇迹而言，是祸福相倚的。

技术的普遍影响

这种两面性在其他领域同样存在。想想医药界：伯纳德·罗恩（Bernard Lown）医生，杰出的心脏病学家，其医术让我从1967年一直活到我接受心脏移植手术（这是现代医学科技的一个奇迹）的1996年。他最近评论道：“医学极度依赖科学，但它本身不是科学。医学和技术做了个浮士德式(73)的交易，其以贪婪作为润滑剂。以此我们创造了一个古怪的体系。”共同基金业亦是如此。

畅销书作家迈克尔·克莱顿（Michael Crichton）将信息技术革命浓缩进了从A到Z的范围——从空中交通（air transportation）到动物学（zoology）。在《机架》（*Airframe*）这本书里，68岁的资深记者约翰·劳顿（John Lawton）评论道："信息时代的讽刺在于，无知的观点得到了尊敬。现在，每个人似乎都相信圣诞老人，相信天上会掉馅饼。"在《失落的世界》（*The Lost World*）中，莎拉·哈丁（Sarah Harding），一个迷人而年轻的生物学家告诉她的学生："在踏入野外之前，动物学家会阅读关于他将要研究的动物的所有读物，如通俗著作、新闻报道、科学论文等，然后走出去自己观察动物。你知道他一般会发现什么吗？那就是几乎所有之前人们写下或说出的都是错的……夸张，或误解，或只是凭空的幻想。"基金业只能希望克莱顿先生接下来不要将他的批判性眼光投向共同基金，因为在那里，天上掉馅饼的理念盛行，而且充斥着大量关于未来回报率的凭空幻想。

我之前的问题，"又有何益？"，并未打算贬低技术应用的非凡作用。我只是要求投资者更全面地考虑如何驯服我们创造的这个强大的怪物，要弄明白怎样让它向我们低头，而不是相反的效果。我们必须抛弃以下观点，即基金像可以像个股一样积极地交易（有时以奇异的形式），而管理可以产生奇迹。还要摒弃大量的广告宣传，即像啤酒、牙膏、香水那样为基金大做广告，这才是朝正确方向迈出的第一步。我们也应认真考虑适当限制交易频率，限制电话交易（虽然随着互联网变成我们更偏好的交易模式后，这不会有太大帮助），以及对短暂持有后赎回份额的投资者采取费用惩罚措施。对所有这些措施的憎恶，不仅来自于把基金视作股票的短期投资者，还来自于只寻求增加资产而不关心持久性的基金经理。但这每一条措施，都会有助于我们誓言为之服务的长期投资者。

想想本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）在1787年制宪会议闭幕时的讲话。谈到刚刚创立的新美利坚合众国时，他指向华盛顿将

军的座椅，上面用金箔绘制了一个太阳。他说：“我在会议议程中，希望与恐惧交替，看着这个太阳，分辨不出它是正在升起还是正在落下。但现在，我很高兴地知道，它是旭日而非夕阳。”

类似地，关于计算机技术对我们创造的新兴共同基金业的影响，我对此也充满了希望和恐惧，它是旭日还是夕阳，这由共同基金投资者决定的。

十年以后

技术的普遍影响

正如我们现在所知的，技术已被证明是旭日，而它的上升阶段（也许还包括它对投资过程的支配）尚未结束。但技术带给金融机构和基金投资者的自虐式损害，已远超它潜在的益处和实惠——技术对这些机构和投资者来说，显然是夕阳。就像我在第5章提到的，晨星的数据清楚地（而且也基本一致地）确认，指数ETF的交易者获得的回报率远低于那些ETF分别跟踪的指数的回报率。2009年年中之前的5年，典型ETF的年回报率保持在0%，而其投资者获得的年回报率是－4.2%。这意味着他们的资本在5年内的累计损失达20%左右。

当所有这些交易成功完成时，将会产生额外的税款，这对积极的个人投资者来说是很大一笔成本。（对买入并持有的投资者来说，资本所得税的大部分被推迟了。）我本应在本书前一个版本中加上一段关于税收的话的。倾向于限制交易活动的传统成本几乎消失了，税收也不再为大多数机构投资者造成明显的摩擦成本。捐赠基金免交联邦税，大约一半的股票型共同基金属于税款递延的退休金计

划和储蓄计划。（另外，那余下的一半资产也被当作像税收递延一样来管理，这让基金投资者支付多余的税收成本。）我相信联邦税收政策应被用于阻止赌场式的交易，我还建议，应创设一个新的税种，即对交易的每份股票征税5美分。这种税既能帮助平衡联邦预算，又能减少我们留给后代的赤字。

第18章
基金董事：一仆事二主

“一仆不能事二主。”[(74)]大约在2 000年前，《马太福音》记录下了基督这句铿锵有力的话语。在美国证券法规的发展中，这一原则被充分尊崇。**公司董事的基本职责就是事奉唯一的主人，即公司股东，用具有操作性的话语可表述为：专心照顾股东的利益。**董事们已自愿接受了这种信托责任标准。举例来说，一家《财富》500强公司董事会将使命陈述为：

> 董事会的任务是使股东获得长期的经济价值。董事会相信本公司在反映股东获得的总回报的经济价值上，应位居行业前三位。董事会成员应将自己视作其他股东的代表，也就是公司的所有者。

我相信这份陈述中的原则，即使措辞不同，今天也已被美国几乎所有主要的公众持股公司所奉行。

除了那些共同基金公司。

大多数基金董事似乎是根据一份完全不同的使命陈述来开展工作的。共同基金的董事所遵循的信条，与所有其他公司不同，他们可以事奉二主。虽然基金因缺乏使命陈述而格外刺眼，但从基金董事的行为可以想见，他们的使命陈述可能是这样的：

> 董事会的任务是对基金管理公司控制和运作基金各方面事务进行监督，批准一份与基金管理公司的合同，允许其向基金持有人收费，以充分保证基金管理公司的资产增长和盈取利润。董事会可考虑其基金持有人相对同行和无需管理的

市场指数的所获回报的经济价值，但即使是在长期，也可接受落后于其中任一标准的长期价值水平。

对比来看，公司使命陈述表达的正是美国当下的办事方式。创造股东价值已变成了口号、真理和命令。挣得“资本成本”已成为战斗方针，获得金融市场上可比较的投资回报是必要的。无法挣得资本成本的基金经理要么丢掉他们的工作，要么失去他们的公司。

十年以后

一仆事二主

10年的时间再次确证了我的担忧，即共同基金董事的行为依然过分倾向于为基金管理公司的利益服务，而基金份额持有人（毕竟正是他们选出了这些董事）的利益仍在其次。奇怪的是，我对公司董事会事奉一主（股东）的信心被严重动摇了。特别是在最近的金融危机之后，公司经理将他们自己的利益（经常是短期的）置于公司所有者利益（必定是长期的）之上的趋势愈加明显。看来问题的一部分就在于将长期经济价值定义为公司股价，而非公司业务的内在价值……盈利、现金流，以及长期中产生的股利。

另一方面，基金的使命陈述，是对“股东优先”的敷衍。这意味着，基金董事应尽力维护基金持有人的经济利益，但是他们也要维护基金管理公司的经济利益。结果，不论基金持有人得到的服务是好是坏，基金经理们一般既不会丢掉他们的工作，也不会失去合同。今天的利益天平明显是倾向基金管理公司的。

控制的手段

为什么？首先，想想基金治理的控制手段。基金董事会主席，通常也是基金管理公司的主席和首席执行官。往往大约1/3或1/4的基金董事是关联董事——高级职员或基金管理公司的主要所有者。一般来说，关联董事是公司的全职雇员，公司付给他们全额薪酬。基金董事通常每年只开4次会。常规情况下，即使不是全部，基金的大部分独立董事都是由基金经理事先选择或批准的（并且在其成为独立董事之前就与首席执行官有着深厚的私人关系）。这会使人们难以相信董事的独立性，至少在一定程度上，这会威胁到他们履行自己的使命。

而且，支付给本应保持独立（用法律术语来说是无利害关系）的董事的薪水，常常远高于公司预设的标准，这就引发了很严重的问题，即独立董事和管理公司之间可能存在某些微妙的暗箱交易。10大高薪的基金集团董事，平均薪资是每年15万美元，这几乎是美国《财富》500强中10大高薪公司董事7.7万美元薪资的两倍。为其董事支付最高薪水的5家基金公司的平均薪资如表18-1所示。

表18-1　高薪基金董事的平均薪资

排名	1996 年	2008 年
1	$240 986	$312 794
2	184 750	294 115[a]
3	172 532[b]	289 071
4	145 629	260 211
5	141 683	258 175
平均	$177 116	$282 873

注：a，该基金集团的董事会主席薪水为40.8万美元。

b，该基金公司的董事会主席，被认为是独立的（与经理无关联），薪水为43.1万美元。

根据晨星1996年的一项研究，支付董事高薪的基金公司，其管理费可能也很高。这项研究认为，“受托人得到的钱越多，持有人支付

的费用就越高”。理性的人可能不同意仅凭这一关系就能充分证明暗箱交易的存在（“如果你想要得到更多的管理费，就要给董事更高的薪水”），但事实却很难让人安心。

最后，大多数基金董事都不大认为自己是“公司其他所有人的代表”。他们持有的基金份额很少公布，更少在媒体中报道，通常只是象征性的或根本就不存在。最近一家大型基金集团的声明，虽然是个轶闻，但这种情况却很寻常。这家基金集团有24只基金，一位典型的独立董事持有其中10只基金的份额；总量为1 900份，或者说每只基金190份，平均市值仅为3 000美元。总计是这位董事在所有他所供职的基金中一共持有价值3万美元的份额。一般人都会认为，这样的财务利益对防止过错来说，根本微不足道。在这种情况下，“董事个人投资极少”这一现象的普遍性，很清楚地表明了董事与其他持有人的利益不存在必然的一致。

总之，共同基金的治理充满利益冲突，从董事会的人员构成、董事会会议的性质和频率，直到董事的薪资水平，甚至这种情况因独立董事几乎不持有基金份额而恶化。如果这种情况还不足以使基金管理公司对基金拥有事实上的控制权，那么实际上公司最后提供给基金所必需的每项服务（包括行政管理、投资组合管理，以及在一定规模下采用单一捆绑合约的基金发行）这个事实，更加充分说明，是基金管理公司，而非基金持有人，才是真正被事奉的主人。

十年以后

控制的手段

表18-1反映了过去10年中基金董事薪资惊人上升的情况，一般来说，他们的薪资都会高于巨型工业企业董事的

薪资将近20%。后者最终要为公司的管理负责，而基金董事则主要只负责雇用公司来管理基金。

颇具讽刺意味的是，在另一个关于基金管理公司权力的例子里，它们尽量减少信息充分披露的程度，而充分的信息披露曾是基金业品质的证明。基金不再需要报告它们的董事所持的基金份额数，只需报告持有的金额，最高为10万美元或更多。所以，如果一个持有100万美元基金份额的董事出售了899 999美元的基金份额，只留下100 001美元来继续持有，那么基金持有人不可能知道这个变化。为什么证券交易委员会允许共同基金与其他公众持股公司不同，并能免于完全披露董事持有的基金份额，这依然是个谜。同样，SEC也未要求披露基金高管的薪水。事情越来越复杂了。

尽管如此，我们确实知道董事们往往不持有基金份额。在最大的基金集团中，可以确定的典型情况是，在154只基金中的121只里，独立董事们不持有基金份额。对于基金营销人士在过去10年中创立的新型基金，基金董事似乎特别厌恶持有其份额。这是个警告信号，它埋没在了基金招募说明书的冗长词句中，说明那些得到基金董事批准的基金，不足以吸引他们的投资注意力。这对正在考虑投资于这些基金的投资者来说，可千万要注意呀！

控制的结果

这一治理结构造成的后果很明显。首先，共同基金持有人得到的回报率远低于市场回报率。过去的16年里，在258只专业化管理的股票型基金中，只有42只跑赢了不受管理的威尔逊5000股票指数。相对于

不受管理的债券指数而言，债券型基金的表现更加暗淡。而货币市场基金要跑赢不受管理的短期利率指数，根本没戏。没有哪只基金做得到。

产生这些持续差距的主要原因是基金费用的拖累。**让我用法律术语来类比金融服务。我把“总回报－费用＝净回报”这个等式叫作宪法原则，把“在有效市场中，平凡即是标准”的信条叫作成文法。**在金融服务的舞台上，宪法原则不能加以修订，成文法也不能废止。它们代表了金融世界不可改变的事实。

虽然基金资产有了惊人的增长，但其费率也在加速上升。这种费率不断攀升的情况由来已久；实际上，它看起来似乎还会持续下去。自1924年美国基金业诞生以来，新基金的最低费率就越来越高了；在最初的60年中，最低费率从0.38%上升到了0.58%。（这些最低费率是费用清单上的最低者，通常，仅在未来基金资产规模足够大时才生效，而这一规模可能永远无法达到。平均费率显然更高，而且通常要高得多。）然而，在20世纪80年代和90年代，增长速度提高了两倍：最低费率从0.58%升至0.72%，上升了差不多有25%。而在费率增长的同时，基金资产变成了原来的37倍，导致费用金额增长得更多。图18-1显示，在基金业历史中，基金的平均最低费率几乎翻了一倍。

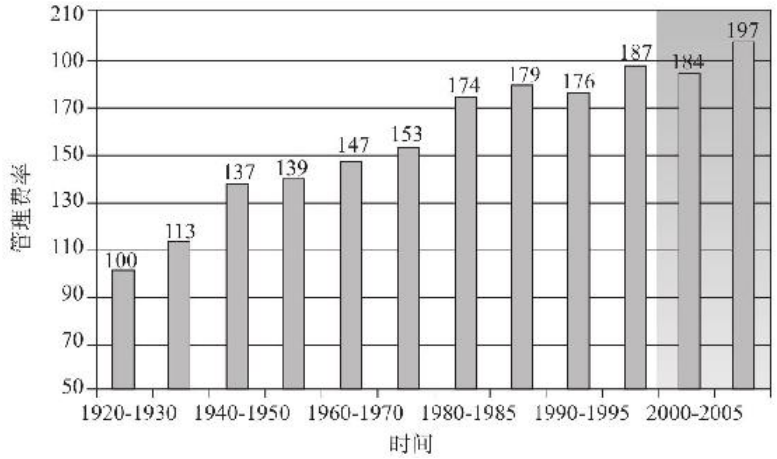


图18-1　管理费率随时间的变化（1920—2008年，基点为100）

此外，新型费用被加入到了费用结构中。最近才出现的现象是，我们还要付费给投资顾问们，让他们挑选次一级的投资顾问，而后者又因实际管理投资组合而获得薪酬。自1980年起，从基金资产中直接扣除发行费用已变得非常普遍。这些仅用于促进新基金份额销售的所谓12b-1费用，现在有60%的基金都要收取。

提高顾问费用和新的发行费用，以及更高的基金运营费用，这些合起来急剧地提高了基金费率。举例来说，在过去的15年里，股票型基金的平均费率从1.04%升至1.55%。同期股票型基金资产从800亿美元变成了原来的35倍，达到了2.8万亿美元。股票型基金费用估计从6亿美元增长到了340亿美元，几乎增长了60倍。

基金经理的利润增长得更快。虽然基金经理普遍未能跑赢不受管理的基准指数，而如今他们的税前利润率却定在了40%或更高的水平上。先不考虑营销费用的话，50%～70%的利润率无疑也是存在的，营销增加了资产，有利于基金经理，却由基金持有人承担相应的成本。如果这些利润率看起来太高，那么想想那些正在兴旺发展的金融机构，它们付高价收购投资顾问公司，无非也就是为了有权获得它们50%的收入。即使这些顾问公司出让了自己一半的收入，也能照样持续运营，大赚特赚。

基金管理公司也以假定这些可观的利润率还会持续的价值，被出售给大型金融服务集团。这些金融集团急于实施“一站式购物”，为了收购这些基金管理公司，它们一般要付出相当于其所管理基金资产的3%～5%。比如说，一家管理100亿美元资产的基金管理公司，其价格为3亿～5亿美元，而首先创造了这些价值的基金持有人却分文未取。

在基金管理公司转让时，更重要的是在设定顾问费率以确定各方获得基金回报的份额时，基金管理公司的所有人，和基金的所有人在利益分配上有明显的冲突。这是共同基金业面临的中心议题，基金董

事们有责任予以解决。我相信，如果基金董事试图事奉两个主人，那么他们就不能公平地解决这个问题。

十年以后

控制的结果

在过去的十几年中，普通股票型基金的费率从1983年的1.04%升至1997年的1.55%，在足足上升了50%后，终于稳定下来，并有所下降，到2008年平均为1.3%。但基金费用的总金额还在继续飙升。股票型基金的总成本，1981年估计为6亿美元，十几年前为300亿美元，而2008年估计高达430亿美元左右。总体来说，对于持续跑输股票大市的基金管理公司群体而言，付给它们的钱太多了。

法律怎么说

当投资公司以投资顾问而非基金持有人的利益来组织、运作和管理时，或当投资公司不受充分独立的监督时，国家公共利益和投资者利益都将受到负面影响。

这些话都是法律条款，在《1940年投资公司法》的序言中有明确陈述。该项立法的精神清楚地表明“基金持有人必须优先”。很显然，没有任何条文表明，公司应该同时服务于两个主人：一个是拥有基金的份额持有人，另一个是控制基金的投资顾问。很难想象，在共同基金业中，法律的字面意义或其精神有任何一个得到了践行。

但是，至今尚无任何正式的抗议声出现。实际上，投资公司协会的《投资公司董事指南》（*Introductory Guide for Investment*

Company Directors）重点关注的是相当琐碎的行政事务，而忽略了关于基金控制的主要议题。该《指南》明确接受了目前的外部管理公司的理念。虽然它也承认董事的职责是对基金业绩进行持续评估，但它没有提到业绩的比较标准，也未说明基金费用对基金回报的影响，或是其他可行的治理结构。该协会的官方立场是：基金董事是基金业的“监察人”，这已经足够了。

美国律师协会（American Bar Association）的《基金董事指南手册》（*Fund Director's Guide Book*）重申了这一基调。它引用美国联邦最高法院的裁定，声称，基金非关联董事的角色是“独立监察人”，被授予“保护份额持有人利益的首要责任”。这已接近于建立一个有价值的标准了。但《手册》接着却纠缠于无数董事会需要考虑的技术性和细节性的问题，未触及问题的核心：**投资顾问对基金事实上的控制，会导致基金持有人不堪费用之重负；而顾问所得回报之高，令大多数其他公司相形见绌；缺乏评估基金业绩的明确标准；基金董事会可以连招呼也不打就撤掉外部的管理组织机构，进而雇用自己的班子。**

独立董事真的是专心照顾基金持有人利益的监察人吗？在考虑共同基金业治理结构有效性时，这是必须要回答的核心问题。不断上升的基金成本和落后于市场的回报率记录、糟糕的董事会结构，以及董事会成员基金份额持有量的稀少，都表明监察人实在不够警觉。独立观察家们已开始表达他们对情势的担忧了。沃伦·巴菲特以其一贯的尖锐措辞发表了观点：

> 我觉得独立董事们一点也不独立。《1940年投资公司法》为独立董事做出这些规定，是基于独立董事会成为代表所有投资者的监察人的理论。总体来说，1940年以来，独立董事们的行为，就是为来自管理层的每一笔交易盖上橡皮图章——不论管理层是好是坏，抑或漠不关心，更没协商费用

削减等问题。很久以前一个律师说过，在挑选董事时，管理层找的是西班牙长耳狗而非德国短毛猎犬。我要说，他们确实找到了不少西班牙长耳狗。

毋须多言，大家都知道，西班牙长耳狗可不是凶猛的、极具攻击性的护家犬。

另一种备选结构

没有人对下述问题问过为什么：在基金董事会懈于监督的情况下，今天的外部管理结构要如何为基金持有人服务？为什么一个100亿美元的基金集团需要一家管理公司？典型的情况是，联合体中的基金费率为每年1.2%，即每年花费1.2亿美元：2 000万用于投资管理，2 000万用于营销和广告，3 000万用于行政管理，这总共是7 000万美元，剩下的5 000万美元就是基金管理公司的税前利润了。为什么不进行内部管理，砍掉无益于基金持有人的营销成本，每年省下7 000万美元？这会对投资顾问的经济利益有好处吗？几乎不会。会对基金持有人有益吗？会的。

今天外部管理体系之所以存在，仅仅因为其代表了现状而已。它不会很快消失。但如果基金董事们停下来观察并听取关于业绩和费用之间因果关系的统计证据，他们将会认识到一个简单的原则：当区分经济价值受损的原因时，成本很关键。

这很清楚地表明：一只基金要在同类基金中达到投资业绩的前1/4，最简单和最可靠的方式就是使自身的费用排名降为靠后的1/4。统计数据证实了这个原则，它并不复杂。当基金董事们掌握了这一事实，要求大幅削减费用并分享基金的规模经济时，基金投资者就会得到好处。

今天的问题在于，基金董事们没能认识到，基金业绩和费用之间存在着反向因果关系。相反，在用投资顾问与同类基金比较费率来证明其提高费率之合理性的过程中，基金董事起了一部分作用。在基金董事会对有着相似投资目标和资产规模的基金费率进行研究前，貌似独立的基金顾问就会加入进来。特别是如果该基金的费率被认为是低于平均水平的（这显然是十恶不赦的重罪，需要立即修正），投资顾问就会让董事们相信，在管理公司推荐的更高的新费率结构之下，基金仍会保持竞争力。这一建议当然会获得受雇于同一家基金公司的董事们的衷心拥护；而独立董事们也不会指手划脚了。

我的理解是，至少有一个咨询顾问在上述比较中遗漏了事实，即基金业中成本最低的基金恰好是按照成本定价运营的。结果是，竞争性基金的成本被高估了，导致基金费率进一步增加了。假定出现了这种遗漏，那么基金董事在研究费率时，就无法得知基金运营的其他可能方式。这种情况表明，咨询顾问很清楚他或她的工作是什么：为正当地提高费率的动议提供素材。

无论如何，这个棘轮效应与美国公司制定高管薪酬的过程几乎完全一样。（有没有过哪个咨询顾问建议削减CEO薪酬的？）这只会导致管理层工资、奖金和股票期权呈螺旋式上升。在当今活跃而自由的金融环境中，我们观察到同样的现象出现在共同基金费率上。更有甚者，不断上涨的费率因迅速扩大的基金资产而被严重放大了，使费用总额非常庞大且不断增长。已经开始关心费率水平的基金持有人的典型反应是：“应该有部法律”来对付它们。确实有这么一部法律，即之前引用过的《1940年投资公司法》，但是好像没有人特别关注它。

法律行动是否将要来临

也许我们将会制定一部新法律，或者至少根据现行法律来更新追索权（renewed legal recourse）。早先，我注意到相关性分析显

示，基金董事报酬高的公司，其持有人支付的费用也更高。特别是，在股票型基金中，支付至少10万美元的酬金给董事的基金公司所收取的费率，要比支付给董事不足2.5万美元薪酬的基金公司的费率高16%。格外惊人的是，那些支付更多给薪酬董事的基金，拥有比其他基金高许多倍的资产。结果，巨型基金支付的费用远多于小型同类基金支付的费用。

最近，《哥伦比亚法律评论》（*Columbia Law Review*）上的一篇文章表明，晨星的那项研究结果非常符合我们对“不当影响”的法律定义。文章指出，若“不当影响”作为案由被呈交法庭，为了证明批准过多管理费的基金董事会的确有不当影响，原告的证据需满足三个标准：机会、动机和受影响程度。文章继续说：“既然基金由顾问机构创建和管理，这就提供了机会以显示外部董事对顾问机构的依赖，这相当简单，因为管理费按比例提取，顾问机构有充分的动机去影响董事，使其批准有利于顾问机构，但却有害基金持有人的顾问合同。（晨星对费用研究的结果）显示，外部董事易受顾问机构影响，因为后者拥有对前者的控制权。”

这篇文章正确地指出，共同基金的收益“不能使投资顾问从他人的投资资本中获得的不义之财正当化”。这才是关键的问题，无论它在法律上有多么难以解决。[(75)]迄今为止，基金业在法庭上还没有真正输过。基金经理即使未被顾问机构支配，也充分认识到可以收回支付给管理公司的费用，如果他仍然做出放弃索回的理性商业决策，那么法庭对基金董事批准增加管理费就需要仔细考虑了。在这样的法律背景下，不管推行新法的优点有多清楚，想要针对这种不当得利的法律行动奏效，还有很长的路要走。但是，更奇怪的事情已经发生了。更有可能的是，期待已久的减免基金高额管理费用的解决方案将另有出处，诸如来自立法和监管官员的道义劝告。

十年以后

法律行动将要来临？

在本书1999年版中，我注意到，尽管将遭遇强烈反对，但法律行动可能会最终澄清共同基金业中费率设定的性质。正如我在第15章中提到的，目前摆在美国联邦最高法院法官面前的一个案子，主要是关于基金顾问向独立的非基金客户（大多为养老基金）收取的费用，远低于向其控制的共同基金客户收取的顾问费用，基金持有人有权对此提起诉讼。早先最高法院复审一个基本维持现状的上诉法院的裁定，促使最高法院采取行动的关键因素，显然是广受尊敬的理查德·波斯纳（Richard Posner）法官所撰写的强有力的不同意见。

有趣的是，波斯纳法官对我在1999年版中描述的“棘轮”效应给予很高的关注；他对基于同行标准的薪酬体系进行了比较，发现该薪酬体系是根据同行标准来设定基金费率的，以使基金公司高管大获其利。在上述两种情形中，投资价值的创造都被忽略了（或者，更可能的是被破坏了）。使情况更糟糕的是，典型的基金费用的比较仅仅是基于费率的，往往忽视了庞大的费用金额。0.8%的年费率相对于一只同类基金0.65%的年费率来说，可能并不过分。但假设那只“低成本”基金拥有500亿美元的资产，将产生3.25亿美元的管理费用；而“高成本”的基金只有10亿美元资产，却仅产生了800万美元的管理费用。谁不会因为这3.17亿美元的巨大差距而感到良心不安呢？

在波斯纳法官的不同意见中，他写道，“大型公众持股公司中的高管薪酬往往过高，这是因为董事会缺少监督薪酬的激励。产品和资本市场上的竞争无助于解决这一问题，因为在所有大公司和包括共同基金在内的这一类实体中，相同的激励结构都在运作。”我们只能希望像波斯纳法官这样的睿智观点，可以占据上风。

国会与证券交易委员会

在华盛顿特区，已有些微弱迹象表明，对顾问机构来说，如今舒适的现状可能即将改变。证券交易委员会的投资管理部门正“开始严厉审视那些享受高额利润，却带给基金持有人相对较差业绩和较高费用的基金”。国会议员吉尔曼（Gillman，来自俄亥俄州的共和党人）和马吉（Markey，来自马萨诸塞州的民主党人），已经对基金费用和董事的勤勉程度表示出了严重关切。

最近，证券交易委员会主席阿瑟·列维特（Arthur Levitt），这位我心目中证券交易委员会历史上最支持共同基金持有人权利的人，已经开始关注这个问题了。在最近一次投资公司协会成员的会议上，列维特主席提出了他的观点。他关注的第一个层次，是基金费用对回报率影响的信息披露得普遍不完善：“我没必要告诉这些听众，增加1%的费用将在10年后使期末账户余额减少17%。”事实上，一般股票型基金超过2%的总成本，在10年后将使资本积累减少24%，在25年后会减少39%。（具体数字取决于实际回报率。）

在同一次讲话中，对于基金董事会的适当地位，列维特主席也表达了关切。他反问道：“董事什么时候才能独立？在选择和终止基金顾问时，董事会和基金持有人各自的作用又是什么？”在谈及“费用应接受质问”时，他补充说，“没人应该接受这个‘神话’，即基金

董事不需要像公司董事那样强健、警觉和独立。那些真的（接受这个神话）的人，是在为那些没有时间或兴趣代表基金持有人的董事开脱，如果基金董事忘记了自己代表谁的利益，那些基金是难以基业长青的。”

证券交易委员会主席还宣布，他不久将会召集一个圆桌会议，“以争取在是否需要改变当前基金治理体系的问题上达成共识”。他用下面的话结束了他的评论：“我希望基金董事们记住自己的服务对象是基金持有人。我还希望基金董事们不懈地为基金持有人谋取利益。”

这些话，很可能是期待已久的改进基金治理体系的起点。列维特主席在其位上迄今为止最为强硬的措辞，应有助于推动公众拓宽对基金负面作用的认知程度，这个负面作用是由于基金成本、董事职责和产业结构的相互纠缠而形成的。国会的质询有可能将引发进一步的思考，其内容是关于《1940年投资公司法》的序言与基金业令人尴尬的收费记录之间的关系。一个新的关于董事信托责任的联邦标准，将很好地为基金持有人的利益服务。并且，媒体如能积极作为，更多地关注传统投资组合管理的不足和成本对长期回报的不利影响，也将对此多有助益。总之，这一道义劝告若转化为投资者提高的认知和谨慎的决策，可能最终会唤醒董事们的信托责任。

空架子(76)

尽管有些犹疑不决，但财经媒体已经开始关注共同基金董事是否履行其责任了。在1998年中期，《纽约时报》的一篇头版文章标题为“当空架子填充满了董事会会议室时”，其所配的大照片上是董事会的会议桌周围空空的架子。文章注意到，“董事们一犹豫，个人投资者就会遭受损失”，并且直言不讳地比较了公众持股公司董事会和共

同基金董事会。《纽约时报》继续描述了“权力的天平是如何从基金董事向那些建立、营销和管理共同基金的公司倾斜的”。

文章以两个惊人观点结束。首先，美国似乎没有令人满意的基金治理结构，在这种治理结构下，“基金董事可以不负责地设定基金的管理费率，也无需推敲基金管理合同的损益，由此董事们就可以把时间花在监督基金经理的业务操作上，比如投资方针是否得到遵守。”然而，忽略实质而重视过程，似乎就是为公共利益解决基金业“空架子”董事综合征的独特路径。文章的第二个惊人之处是，公众根本没有认识到，一家大型共同基金综合体采用完全不同的治理结构，拥有并控制其自己的管理公司，后者将以低于行业标准75%的成本运营，每年将为其基金持有人节省30亿美元。沃伦·巴菲特曾说过，如果基金董事们将这一不同的治理结构派生出的若干政策付诸实施，每年就可为投资者节省100亿美元。其实，这些节余很容易达到每年300亿美元。

总结

在美国，公司董事对股东价值的关注，实际上已经革命性地改变了全世界公司的运营方式。相较之下，共同基金董事没能以基金持有人的价值为先，是因为董事会像温顺的看门狗一样，不但疏于监督，而且似乎一直未能认识到成本至关重要的原则。

这一区别来自于对董事的使命陈述。一般公司的董事的使命是“不去做，就去死”，除了提高股东价值，别无选择。而对基金董事来说，则是“接受现状”，基金董事疏于监督，持有人价值的创造远

低于最优水平。或者，采用巴菲特先生的表述：他们不想把自己塑造成德国短毛猎犬，而是想成为西班牙长耳狗。

基金业如何才能尽量让董事和基金持有人的利益协调一致？常识指出，一个有效而简单的开始是：让基金董事会起草自己的使命陈述，并在基金年报中公布。这将是一个良好的开端。

大约有5 000万个面目模糊、默默无闻的基金持有人，因享受到了长期牛市的盛景而神魂颠倒，而他们没有认识到自己所得的份额远远少于应得的。他们本应从自己选出来并代表其利益的基金董事那里得到更好的服务。这些基金董事必须事奉一个、而且是唯一的一个主人：那就是相信基金董事能保护他们利益的基金持有人。

《马太福音》中完整的那一节是：“一仆不事二主。不是恶这个爱那个，就是厚此薄彼。你们不能又事奉神，又事奉玛门(77)。”事实上，根据《1940年投资公司法》，基金持有人就是应被事奉的主人。但他们本应拥有的财富被过高的基金费用严重侵蚀，而大笔的财富（显然是玛门的代表）却持续被共同基金经理所获得。基金董事有责任服务于那些选举出他们、相信他们、用自己的投资资金创建了基金的人们。基金持有人才应该是基金的主人。

十年以后

基金董事

尽管证券交易委员会怀着最美好的意愿，当时的主席阿瑟·列维特也强烈督促，但仍没有任何证据表明基金董事已经变得“不懈地追求份额持有人的利益”。所以在董事们做“西班牙长耳狗”而非“德国短毛猎犬”的又一个10年以后，我开始相信，不仅是共同基金经理，而是所有

的机构资金管理人，都应遵行信托责任的联邦标准，这是一个基于原则（而非基于规则）的标准，在当今这个疏于代理责任的社会，它列举出了代人理财者的责任，以及委托人不言自明的权利，即代理人有义务为委托人服务。以下这6大原则将构建起我理想中新的信托社会框架：

1 投资者有权让他们的资金管理人 / 代理人仅为其利益行事。简而言之，客户就是国王。

2 投资者对基金投资组合证券进行评估时，有权根据资金管理人和证券分析师的职业勤勉精神和高度专业标准来进行。

3 应保证代理人作为负责的商业人士行事的权利，恢复被忽视的委托人作为股东的权利，还应要求公司董事和经理们履行对股东应尽的信托责任。

4 投资者有权要求共同基金在发行中遵守纪律并保持诚信，这同样也适用于基金营销者所提供的金融产品。

5 顾问费用的结构必须满足“合理”标准，该标准不仅基于费率设定，而且要基于总金额设定，更要参考该管理人其他客户的费用结构情况。

6 消除所有妨碍达成上述目标的利益冲突，包括阻止公众（或联合）拥有共同基金管理公司。

这6大原则要求共同基金“以基金持有人而非投资顾问的利益来组织、运作和管理”，这是《1940年投资公司法》中明确规定却备受忽略的标准。让我们依照《马太福音》来表述这些原则，即“一个基金经理不事二主”，而那些将资金投资于共同基金的人，最终将成为唯一的主人。

第19章
基金治理结构：策略规则

大多数共同基金投资者不知道他们的基金公司是如何组织的。事实上，可能我们并没多少人去想过与之合作的公司的组织结构。为什么我们要关心呢？我们的银行是储蓄贷款协会还是商业银行，有什么关系吗？在这个例子里，既然每个账户有高达10万美元的保险(78)，我们大多数人也许就不应该关心其他事情，只需得到最好的服务和最高的利率就行了。

但在共同基金业里，我们应该关心公司的治理结构。基金的组织结构能对我们的回报产生重大影响。可是，几乎没人关注这个问题。媒体不知道这个问题，也不关心或者只是接受现状。但共同基金的公司治理结构不只是一个法律上的新问题，它还是决定基金集团和基金持有人之间关系的根本因素。

除了某个明显的例外，所有共同基金集团都在一个单一结构下运作：股东拥有（更不常见的情况下，是受益人有效拥有信托资产）一组相互关联的投资公司（共同基金），并由其董事进行治理。该组中的每只基金都与一个外部管理公司签约，并由后者进行管理，同时支付后者管理费。管理公司提供基金存续所需的所有必要服务：投资顾问服务、发行与营销服务，以及运营、法律和金融服务。

虽然基本公司结构和其他的共同基金组织相同，但那个唯一的例外自有其独到之处。这就是我于1974年创建的领航集团，它不是花上一笔费用雇用外部公司来完成所需的服务，而是按成本定价来管理自身事务。这两种结构的区别如图19-1所示。

《1940年投资公司法》对这两种结构都有考虑。该法案客观而公平地对待这两种结构，实际上，它并未确定表明要选择哪一种结构。但无论是哪种情况，《1940年投资公司法》清楚地阐明，共同基金由其持有人完全拥有，只能根据其所有者的利益运作。这条原则在该法案序言中也得以明确表述。但是，在现行法律框架下，要实现这一基本原则几乎不可能。基金业的传统结构深陷于利益冲突之中，即共同基金持有人和运作共同基金、追逐高利润的基金管理公司所有者之间尖锐的利益冲突。当分配投资回报时，基金管理公司得到的越多，基金持有人得到的就越少。基金管理公司得到的一美元利润，就是共同基金持有人一美元的损失。就这么简单。

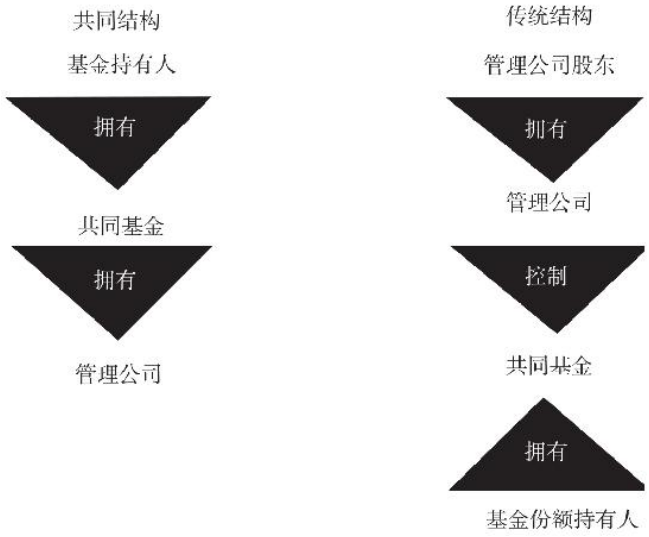


图19-1　共同所有权结构与传统公司结构

所有权结构的对比

在传统的治理结构中，基金仅仅是一个公司化的外壳。它的唯一角色是投资证券组合的法定所有者。基金通常只是名义上的存在。基金持有人是其最终的所有者，但是，因为这种所有权经常分散在成千上万的投资者那里，基金持有人其实并未控制基金。控制权实际上属于外部管理公司，它创设基金，取得经营权、挑选（绝大多数本应独

立于管理公司的）董事。基金管理公司为基金提供高管和基金存续所需的所有服务。作为回报，每年基金付给管理公司管理费，一般按基金资产的一定百分比来计算。基金管理公司通常为共同基金集团中的5～50只，或者更多的姊妹基金提供同样的服务。而基金管理公司的控制权往往属于一两个所有者，或一小群其雇用的合伙人，甚或是些外部的公众股东。

实际上，在基金业现行结构下，基金家族由顾问机构控制；控制权与所有权完全分离。与之形成对比的是，在真正的共同治理结构下，基金由其持有人拥有和控制，且完全根据持有人的利益进行运作。就像普通公司雇用自己的高管和职员一样，基金家族管理着自己的事务，不过，为了方便管理，它通过一个分离的管理公司来处理这些事务，但这个管理公司为基金家族100%所有和控制。在管理公司和基金家族中，他们的高管，董事，包括独立董事，都是同样的人员。他们都不持有管理公司的股票。这种共同治理结构的效率很高，意味着基金董事们不只为基金本身，还为基金集团这个将很多基金作为一个整体来运营的商业实体提供指导和监督，并负责管理。在真正的共同治理组织中，只有一个主人得到服务，就是基金持有人。

这两种完全不同的公司结构之间的根本区别，产生了迥然相异的公司策略。在共同治理结构下，该组织除了服务其所有者，即共同基金持有人之外，别无其他策略可以选择。相较之下，因为需要同时服务于基金持有人和管理公司股东这两个主人，传统的共同基金集团执行的是同时服务于两个群体的策略，而这两个群体又有不同的需要。简单的逻辑表明，这些组织结构形式的根本差异会导致明显不同的公司策略。情况确实如此。在基金业中，形式决定功能。这一原则与伟大的路易斯·沙利文（Louis Sullivan）的建筑原则“功能决定形式”正好相反。实际上（即便是非常有限的），**基金业的历史已然证实了这一重要关系，即结构决定策略。**

在讨论区分两种结构的不同策略之前，让我们先来挖掘所有权问题的更多细节，特别是形成基金业惯例的强大财务激励问题。

形成中的历史

想象一下，假如有个刚刚从外星球来的投资者见到我们的共同基金业，他的第一反应会是困惑。很难想象共同基金的运作方式与资本主义市场中的其他领域有何相似之处。将资本投资于基金中并承受风险的基金持有人，却要等运营基金的管理公司收到费用、花掉支出并收获报酬之后，才能拿到他们自己那份报酬。基金管理公司没有承担显著（如果有的话）的风险，却享受着一大部分的报酬。基金持有人所得报酬仅由基金获得的净回报决定，而基金管理公司所得回报大体上则由其为基金持有人管理的资产规模决定。也许令人吃惊的是，基金的相对回报，即长期中它跑赢或跑输市场回报率或同类基金回报率的幅度，似乎对顾问机构的报酬没什么影响。

对一个不了解传统基金结构的外星观察者来说，这种情形看起来肯定很奇怪。为什么大型基金集团不管理自己的事务？为什么它不像美国其他公司那样仅为股东的利益服务？（尽管这一系统运行得并不完美，但已经相当好了。）这些问题用逻辑无法解决。只有历史才能提供答案。

许多早期的共同基金由受托人建立，目的是为了服务于信托受益人；他们只是集中个人投资账户中较少的资本，以达到分散化和高效率。但是，使这个主导的行业出现了变异并在今天盛行一时的，就是由企业家组建的基金集团。这些企业家将他们的资本和商誉投资于一家公司，其目标就是开发、营销和管理多只基金，使其资产增长到很高的水平。

经济利益的分量已经变得很大了。几乎所有的基金管理公司，开始时都是由创立者完全拥有，但后来逐渐变为合伙人和高管所私有。后来，在20世纪70年代和80年代，公募的趋势不断加速，这就带来了一批与基金集团无关的新投资者。他们唯一的兴趣就是分享基金管理公司不断增长的利润。如今，到了20世纪90年代末，更多的基金组织被卖给其他公司。早期私人和公众所有权相结合的关系，正以巨型金融集团的形式出现。

基金管理公司的价值根据现行酬金率来确定，即基金管理公司所有权换手的价格，该价格通常（虽然变化很大）为其管理下基金资产市值的4%左右。随着共同基金业资产规模超过5万亿美元，分立的管理公司的价值至少为2 000亿美元。无论以什么标准衡量，这都是个巨大的数字。要证明这一估值的合理性，欲收购管理公司的集团（或者基金业中现有的私人合伙人和公众所有者）必须要看到其资本有一个丰厚的预期回报率。比如，税后年回报率为12%，或者税前回报率达到17%。若基金管理公司的所有者以2 000亿美元的投资获得17%的税前回报率，则基金持有人每年需要支付基金管理公司340亿美元，该笔费用远高于提供给基金用于管理、营销和行政服务的实际成本。这种治理结构给共同基金持有人造成的问题包括：

- 考虑到金融市场上可获得的投资回报从基金投资者流向基金经理，这种传统的基金治理结构是否应该普及？
- 支持这种治理结构的顾问费用的设定是否公平合理？
- 对基金持有人和管理公司股东利益的不平衡，基金治理会做出反应吗？或者，是否最终会有若干种可接受的共同治理结构出现？

十年以后

基金所有权结构

在过去10年，基金业忽视了上面的每一个问题。现状一次又一次被证实。传统的基金外部管理人结构毫发无伤。没有一家公司像领航那样以真正的共同治理结构来运作。尽管（在第15章和第18章中有所提及）联邦最高法院对顾问费用的设定过程提出了挑战，迄今为止，现行模式仍未改变。在我看来，这对基金投资者而言既不合理也不公平。虽然证券交易委员会的一些规定要求基金董事做出更多的改进，但基金治理结构对此要求还是没什么回应。

一个已经发展得如此庞大的产业一直抗拒改革，不禁使人感到痛心。这个10年前高达5万亿美元规模的产业，到2007年已增长至12万亿美元，只是在最近的股市崩盘后，才于2009年回落到9.7万亿美元。所以，现在的基金费用和成本水平可能至少是10年前350亿美元的两倍。

实际上，可以说治理结构问题已经恶化了。巨型金融集团拥有基金管理公司的趋势还在继续。这些集团公司如今拥有并控制着40家最大基金管理公司中的21家；另外有13家主要由公众股东所有。只有6家仍为私人所有。如果“一仆不事二主”是信托责任的标准，那么，基金管理公司由公众拥有怎么能是合理的呢？

结构决定策略

依我看，上述问题的答案应该取决于哪种公司策略能最好地服务于基金持有人的长期利益。两种结构的不同是导致策略差异的关键。其中一种是传统的产业结构，该结构同时服务于常有利益冲突的两类所有者；另一种是共同治理、内部管理的基金结构，该结构仅为基金所有者的利益服务。如图19-2所示，在今天我们唯一的共同化结构的

例子中，其策略与传统结构下的策略有许多显著的差异。二者唯一的相同之处是服务策略。

策略	共同治理结构	传统结构
1. 利润	高（对基金持有人来说）	非常高（对管理人来说）
2. 定价	按成本定价	尽量高
3. 服务	优秀	优秀
4. 风险管理	不容忍风险	容忍风险
5. 产品	切合实际	追逐时尚
6. 营销化	传教士般热心	哭天抢地说不要
7. 营销	保守	激进

图19-2　结构决定策略

利润策略

毫无疑问，最佳的外部管理公司也会努力为基金持有人获取尽可能高的回报率，这当然是指在扣减其费用之前。同样，它们也会力争最大化自己的利润。这种最大化公司利润（与基金利润迥异）的取向是它们的义务。基金管理公司对其股东也负有信托责任，而其股东像任何组织的资本所有者一样，期望投资能获得高额回报。这些组织期望（也的确是这么做的）能从其共同基金持有人处收取费用以弥补自身的开支。当收取的费用相对于其他基金较低时，它们就向基金董事提出（且通常能得逞）增加费用的要求。即使当飙升的股市带给管理公司三年前做梦也想不到的利润水平时，它们也未实施过真正的费率削减。既然事实是基金持有人将其资产委托给受托人，即资产管理公司，这或许也没错，但这些资产却成为使管理公司股东暴富的基础。确实，这就是资本主义运行的公认方式，但与信托责任迥异。但是，恕我直言，也许还有种更好的方式。

共同治理的基金组织也力争为基金持有人获取尽可能高的回报率。在理想情况下，正是共同基金的这种结构，才使其将大部分利润返还给基金持有人。这些所谓的利润仅代表一个差额，即共同治理结

构下运营基金的实际开支，与按业界规范以分立的管理公司运营基金所得收入之间的差额。**共同治理的基金公司多省下的一美元成本，就是共同基金持有人多获得的一美元利润。**就这么简单。所以，共同治理结构的单一取向，提高基金持有人的回报率和基金业界的双重取向，既能增加基金持有人的回报率，也能提高管理公司股东的回报率，两者之间形成了鲜明对比。

图19-2列出了为基金持有人获取“高”利润的导向和为管理公司获取“非常高”利润的导向之间的差异。这反映了一个符合直觉的简单观念，即为基金持有人赚钱的动力，可能不如通过持有管理公司所有权为自己赚钱的动力那么强烈。当亚当·斯密在描绘“看不见的手”这个概念时，他总结认为个体商人“基本上既不想去促进公共利益，也不知道他在多大程度上正促进着公共利益”。因此，斯密称“我们每天所需的食料和饮料，不是出自屠户、啤酒商人或面包师的恩惠，而是出于他们的自利打算……他们的利己之心。”传统的共同基金业也一样。我们不能期望基金管理公司为公共利益服务。我们必须认清这个现实，即它们用别人的钱进行投资以最大化其自身的利润，即使这些利润是以牺牲基金持有人的利益为代价换来的。

定价策略

坦率地说，传统的外部管理基金集团的定价策略，就是收取现状所允许的尽可能高的费用。这一策略的产生，或许是出于公众对共同基金的默许，因为后者在这些年的大牛市中为投资者提供了相当丰厚的绝对回报，即使扣减了成本后也仍然如此。或许是由于公众对成本在形成回报中的作用并不清楚。可能并非巧合，在20世纪40年代更为平静的投资环境中，当时的情况只允许股票型基金每年的费率为资产规模的0.75%，而这就是酬金率。在今天这个活跃的市场环境，则可以承受两倍的费用：股票型基金的费率平均超过了1.50%。基金业者运用

其创造性的精神，证明了一系列用于基金销售和营销的附加费用是正当的。如今，由共同基金（包括债券型基金和货币市场基金）持有人支付的全行业平均费率已经接近1.2%，并且还在继续上升。在外部管理的基金集团之间的竞争中，价格是被这样设定的：在不损害基金持有人回报的条件下，使基金经理的投资回报最大化。结果是：投资者支付了很高的价格。

长久以来，顾问机构都知道：基金持有人对费用的小幅增加几乎是视而不见的，但这却对基金管理公司的利润有重大影响。如果一个顾问机构管理着250亿美元的股票型基金集团，它要提高顾问费用（或增加发行费用），使基金费率从0.80%升至1.00%，大多数基金持有人对此是不会察觉的，并将按法律规定投出赞成票。这些基金的成本依然会低于平均水平。但顾问机构的收费将会提高0.20个百分点，或者说5 000万美元。假设顾问机构未增加额外费用，那么增加的收入都将成为顾问机构的税前利润。提升费用对利润有很大的杠杆效应。当公众不太关心其成本时，就会有如此顺理成章的结果，尽管这对基金持有人不利。

公司治理结构差异造成的结果是，具有共同治理结构的基金公司所提供的基金，其成本远低于现状。根据记录显示，迄今为止由基金业中唯一采用共同治理结构所管理的基金，成本是全行业最低的。其运营成本、顾问成本和发行成本加起来，平均每年不到其资产规模的0.30%，或者说比1.20%的基金业标准低0.90%还多。假设某小型共同治理结构的基金集团，其运行成本是50个基点，结果是每年可省下70个基点变成利润（这也就是为基金持有人省下的成本）。对一只100亿美元资产的基金来说，每年就可节省7 000万美元。共同基金业是个非常赚钱的行业，这对基金经理来说的确如此。

对于共同基金投资的成本，人们歧见重重。不过就如本书所反复证明的那样，**成本至关重要**。在货币市场共同基金中，保持信用等级

不变的话，投资者净收益的差异实际上完全由成本差异造成。在债券型基金中，当信用等级和期限保持不变时，成本差异可能会造成80%的回报率差异。由于在货币市场基金和债券型基金中，成本和回报率之间的直接关系非常明显，它们的出现以及在过去20年中的异军突起，引发了对于行业定价的质疑，并最终会引起投资者、基金销售商和监管者对“现状所能允许”这一陈腐标准的质疑。

在回报更低的股票市场中，股票型基金的投资者也要求一个更开明的标准。如果我们假设股票回报率大约为10%，经过通胀和税收的调整，扣除基金成本前的年回报率可能只有5%。而如果股票型基金每年的总成本是2.5%，那就会消耗掉50%的税后实际回报率，信不信由你。一只低成本基金的费率为每年0.2%，则只会消耗不到5%的回报率。不要忘了，虽然实际回报率（名义回报率减去通胀率）是投资者可支配的，但还必须考虑名义成本，它是对投资者支付过高成本的惩罚。无论你的投资回报率是10%还是5%，也不论你是以名义值还是真实值来衡量的，你的成本都将在2.5%～0.20%的范围之间。聪明的投资者必须认识到投资中的过高成本的惩罚效果相当惊人，要考虑到潜在的未来回报率，首先调整税收，其次调整通胀。

服务策略

共同基金业不仅要达到，还要超过客户的期望标准，优秀服务正在成一种商品。共同基金投资者服务的提供者有好坏之分吗？当然有。但两者之间的差距正迅速缩小，但可悲的是，无论哪种组织形式都未能达到高标准。

在这里，两种基金组织形式之间的区别不大。在传统的治理结构下，顾问机构出于明确的私利目的而为基金持有人服务。毕竟，至少在短期，个体持有人更注重其对服务的满意程度（或不满意程度），而非成本及其对回报率的影响。满意的基金持有人不会赎回他们的基

金份额；实际上，在当今金融市场走强的日子里，满意的基金持有人可能会不断增加投资，并且还会投资于同一联合体内的其他基金。对基金经理来说，一个满意的共同基金持有人可被视为银行提款机。

然而，一个共同治理的基金公司享有内在的优势，这可能会增强其对优秀服务的承诺。在共同治理结构下，其所提供的服务会略有不同，基金持有人通过他们对基金份额的所有权，同时也拥有基金管理公司的股份。许多公司都崇尚这一信条：“像对待公司的所有者一样对待你的顾客”。而采取共同治理的基金公司可以在后面准确地附上一句：“因为他们就是我们的业主”。这可能是基金对其客户服务态度差异的关键之处。更有甚者，因为共同治理的基金公司以低成本运作，所以它在服务上更具优势，轻易地多花费一点就可提高投资者服务，而不会对其巨大的成本优势产生明显影响。相形之下，传统基金公司的基金管理，可能对是否在服务上投入更多而变得心态矛盾，因为这些开支会减少基金管理公司的利润，至少在短期如此。

风险管理策略

传统运作的股票型基金，其风险管理策略最明显的特征就是“相对无差异”。所谓“相对”，是因为不同种类的基金（大盘成长型、小盘价值型等）所承担的风险大体上符合其类别。在股票型基金里，风险充其量只是一个难以掌握的概念，而短期价格波动率的使用，虽然很容易量化，却是个粗糙的代理变量。然而通常来说，投资者对风险的期望基本上还是把基金价格的波动率（无论怎样衡量）与同类投资特征的基金做比较。这些特征可按晨星九宫格风格箱进行分类：横轴上是价值型、混合型和成长型；纵轴上是大盘股、中盘股和小盘股。真实的风险当然出现在股市重挫时，但历史表明，这9种类型的基金下降幅度趋于重复与过去保持一致：比如，大盘价值型基金通常跌幅最小，而小盘成长型基金则跌幅最大。

然而，当我们考虑债券型基金和货币市场基金时，许多以传统方式运作的基金展示出了相当大的风险承受力。影响投资者选择收入取向型（income-oriented）基金的主要因素之一是回报率，而基金净回报率很大程度上是由其总回报率和费用之间的关系决定，即一美元的费用直接去掉一美元的收益。随着时间的推移，回报率成为固定收益型基金总回报最主要的组成部分。净回报率的差距在很大程度上决定了长期回报的差距。高费用的基金顾问机构不得不满足于缺乏竞争力的回报率，假设市场具有洞察力，它们用来获得较高费用的资产规模也很有限。作为另一种选择，这些顾问机构只能提高风险，相对于其对手的低成本基金，它们不得不接受某些质量更低或期限更长的投资组合，并以此将其净回报率提高至市场水平。

债券型基金投资组合的统计显示，事实上这种不同信用质量和期限的混合组合正在出现。更高成本的债券型基金倾向于持有低等级的投资组合（参见第7章）。令人惊奇的是，有时这种组合可能会提高回报率（比如在市场繁荣且利率下降的环境下）。但在长期，这种组合肯定会降低回报率。高成本自身会消耗掉大部分甚至全部来自持有低等级和更长期限债券的风险溢价。

然而在货币市场上，因为美国证券交易委员会对信用等级和期限实施严格的监管，几乎没有增加风险的空间了。另外，基金管理公司必须考虑自己的“名誉风险”。如果一只基金的资产净值从大众期望的（如果未被保险或担保的话）的每股1.00美元跌到了每股0.99美元，它实际上就把自己从货币市场基金业中除名了。红字（a scarlet letter）[(79)]就将伴随着该基金管理公司，而其管理的债券型基金和股票型基金也将声名狼藉。正因为如此，还没有哪个主要的基金管理公司的货币市场基金因为1.00美元的份额净值出过问题。当货币市场基金承担着过多的风险（经常是为了补偿其高额费用）且最终要面对这一问题时，就会得到其管理公司的救助。后者将按账面面值收购有问题的货币市场基金。

作为对比，共同治理结构下的基金公司的风险管理策略是规避风险。因为这类基金的低成本具有着竞争力，它已经提供了一个溢价的回报率，那还需要再去债券型基金或货币市场基金那里寻求更高的回报率么？如果对传统基金来说，承担最大可能风险的诱惑实际上是不可抗拒的，那么对共同治理结构下运作的基金，特别是对保持信用等级并控制期限的基金来说，这种诱惑会被断然拒绝。如果回报率相等（它们本来就类似），聪明的投资者难道都不会更青睐于运作良好、低成本、AAA级的中期受担保市政债券型基金，而选择其他A级中期债券型基金或AAA级受担保长期债券型基金？很明显，常识会指导我们做出选择。与广为接受的格言“天下没有免费的午餐”相反，在共同基金世界中确实有免费的午餐。高回报并不一定带来高风险。**当风险保持不变时，通过更低的成本可获得更高的回报。**

十年以后

风险管理策略

我10年前担心的事情，从现在看确实值得担心。虽然正如我所描述的，基金业唯一真正共同治理的共同基金公司（因其低成本），其管理的共同基金投资组合表现出风险的规避，而许多高成本的基金，特别是一些债券型基金和货币市场基金，也如我所预期的，体现出了增长的风险规避意识。为什么呢？因为高成本固定收益型基金的管理人仅有两条现实的途径可以提供有竞争力的回报率：（1）减少费用以获得更高的净回报率；（2）增加风险以产生更高的总回报率。

关于债券型基金，我曾警告说：“在长期，（低等级的债券投资组合）……其回报率肯定会下降。”2008年，

这种情况在全国市政债券型基金中确实发生了。185只此类基金中只有两只跑赢了其基准，其中26只的价值下降了10%～32%！在1 025只应缴税的债券型基金（公司债券或长期国债）中，虽然债券指数在当年上升了5%，但实际上，633只基金（超过半数）的回报率却下跌了（高达79%）。事实上，跑赢泛债券市场指数的基金数目（182）甚至还少于落后该指数超过20%的基金数目（186）。

对某个杰出的固定收益型基金经理所管理的封闭式债券型基金，其份额持有人面临的情况更加严峻。在该基金经理管理的100只封闭式基金中，仅有两只在2008年实现了增值。这100只基金中有47只当年的损失超过20%，有25只的损失超过33%。

没错，在货币市场基金中，历史上第一次因采用“有问题的货币市场投资”，导致某巨型基金的资产净值跌到了每份1.00美元以下。也没错，该基金经理因为缺乏以1.00美元净值救助份额持有人的资源，无法阻止基金净值跌到约0.97美元，从而导致了一场赎回风波。随着“红字”烙在其名号上，这只基金实际上破产了。很难想象同样的命运不会降临到它的管理公司头上。

产品策略

我厌恶用“产品”这个词来描绘共同基金。毕竟，共同基金代表了谨慎信托责任下的分散化投资组合。但今天我们的产业与新产品的开发绑在了一起。这些新产品的设计更多的是为了赢得投资大众的注意力，而非凭借其专业的投资原则。“热门的新产品”就是今天这场游戏的名字，深受基金营销者欢迎，而其实是一个让人反感的词组。

基金如能获得越多的资产，就越能让其发起人获得更多的费用和利润。

在当前市场环境中，传统的共同基金管理公司似乎有义务去追上新产品的开发。如果新兴市场火爆，就能迅速组建起一个新兴市场基金产品，诸如此类。当投资顾问公司所有者的关键目标是积累其管理的资产时，他们就有很强的动机去创造公众需要的基金品种，而不管其内在的长期价值。

痛苦的经历应该能给基金业以教训，当公众对一个新概念产品需求最强烈的时候，很可能就是气球被吹到最大的时候。我们已经知道，出售新概念的最好时机可能恰是购买它的最差时机。有可能“起一大早，赶一晚集”，基金持有人承担了这个后果。当然，这并非罕见，并且这些都被政府债券类基金、可调整利率抵押贷款基金，及短期全球收入基金的经历所印证，所有这些在第16章中均有记述。

然而，**共同治理结构的基金公司没有特别的需要去参与这场所谓的新产品竞赛。它不需要吸引最多的资金。它的工作不是引进无法明显增加基金持有人回报率的时尚新产品，而是为其所有者获得最佳的净回报率。**如果一种投资理念稳健而合理，那么即使它暂时被市场风尚所低估(80)，最终也会成为基金家族有用的一员，因为它向其他基金的持有人提供了一个具有吸引力的低成本选择，否则他们就不得不投资于别处。但是，就时间的充裕性而言，共同治理结构的基金公司有充足的机会，能够基于投资价值而非市场营销机会选择它的进入点。

如果一个真正的共同基金集团不是在传统意义上最大化其利润，也就是说，不为其管理层寻求商业利润，那它就能在狂热兴起而常识缺失时，承受住共同基金市场的纷扰。仅仅因为所有其他人都在做新产品，并且整个行业因此大赚特赚，这些都不是共同治理的基金公司

跟风的理由。因为这一治理结构下的基金公司可相对免受某些市场压力的影响，它应该能以谨慎的态度对所谓的产品策略说“不”。

指数化策略

几乎所有共同基金都是主动管理的投资组合。但目前消极管理的指数投资组合受投资者欢迎的程度，远远超过其有限的数量（大约300只基金中才有一只）。指数基金成功的秘密并不神奇，正是因为其以非同寻常的低成本，提供了超常的广泛分散化的投资（近些年因为复制标准普尔500指数的指数基金取得了惊人业绩优势，才使指数基金获得了支持）。几乎可以肯定，那些高利润导向和高定价策略的基金管理公司，如果只创建低成本的指数基金，就无法为其自己的股东创造丰厚的价值。与此相反，许多基金管理公司编织出含混的理由来否定指数化的成功，尽量让投资者集中留在高成本的主动管理型基金中。

不过，指数基金是一种迥然不同的新“产品”（如果你想这么叫的话），特别是其在机构的401（k）储蓄和退休金计划中，它的迅速发展已经对传统的基金经理进入该领域形成了巨大压力。让一家经营高成本的主动管理型基金的公司，又提供低成本的指数基金，这种做法是自相矛盾的，不过，对此我们不必介意。但是，因为担心而不为退休金计划的客户提供一只指数基金，基金管理公司自我吹嘘的市场销售份额就可能会下降了，因此，这些传统的经理已开始不情愿地提供指数化投资组合，削减临时补贴费用，并将成本降至这个更成熟的市场所能承受的水平。这些公司几乎不得不寄希望于以下想法：这种特别的新产品只是短期的潮流，在长期注定要失败。否则，它将严重损害基金管理公司股东的长期回报。

对于这些人，我既有好消息，也有坏消息。好消息是，建立在标准普尔500指数基础上的指数基金的业绩很少会像近年来那么强劲。实际上，在作为该指数主要成分的超大盘股经历了一轮强劲的行情之

后，标准普尔500指数甚至可能会落后于市场一段时间，同时，中小盘股迟早会引领市场。坏消息是，指数基金的长期回报率肯定会超过那些可比较的主动管理型基金，并且应能跑赢3/4的此类基金。初等数学、基金业现行的成本结构，以及历史经验教训综合在一起，让上述结果几乎无可避免。

共同治理结构的基金公司是指数基金这一事物的天然拥护者。就算不想这么做，它也难免要提供指数基金。低成本是指数基金所必需的。指数化可能对基金业就是赔本赚吆喝，但对于投资者肯定是叫好又叫座。尽管机构市场正呼天抢地挣扎着把传统基金公司拖进指数化领域，共同治理结构的基金却是以传教士般的狂热来完成这项任务的。指数化对基金管理公司来说注定获利最少，因为投资者不只对指数基金有需求（事实无可辩驳），而且最终还会抵制那些收取申购费用、运营成本也很高的指数基金。对决定采取指数化路线的投资者而言，只需凭常识便可以选择最低成本的无申购费用指数基金，而这类基金更有可能是由共同治理的基金公司所提供的。

十年以后

产品策略与指数化策略

我之前关于“热门新产品”的警告，在很大程度上被基金业忽视了。过去10年，新产品的开发很普遍，而且不少产品极其复杂。我们现在有了市场中性（对冲）基金；试图用投资者的资本提供退休“收入”的基金；十分接近承诺高于短期国库券利率1%、3%、5%、7%（由你来选）的“绝对回报”基金；允许你押注股市下跌的基金；具有杠杆效应，让你如果选对就能将利润放大到两倍（或甚至三倍），将市场上涨的赌注放大至两倍或三倍的基金；或者

集中于细微市场板块的基金。是的，新千年的头一个10年已然见证了一场“产品开发”的狂欢，似乎正不顾一切地服务于基金营销者而不是基金持有人的利益。

在本书这一更新的版本中，我将指数化策略和产品策略合起来，极端讽刺的是，新基金产品的绝大多数竟是指数基金！10年前，指数化领域主要是由实施了充分而广泛分散化的投资策略、具有极低成本并盯住类似标准普尔500指数或全股票市场（或全债券市场）指数的基金所占据。但这些经典的指数基金现已退居次席，而另一种使用指数化原则的“热门新产品”，也许史上最热门产品的交易型开放式指数基金（ETF）正大行其道。事实上，自1999年以来，在指数基金5.46万亿美元的增长量中，超过75%都来自ETF，仅有23%来自经典的指数基金。

尽管这一发展对ETF的管理人来说很棒，记录却清楚地表明，正如我在第5章提到的，这些新的投资工具被投资者们用得很糟糕。这种奇异基金（exotic fund）中的绝大多数似乎正被用于投机而不是投资。事实证明，普通ETF投资者获得的回报与ETF基金本身取得的回报之间存在巨大差距。

底线是：（1）无论大多数ETF的构建多么合理，投资于它们的投资者的回报普遍减少了；（2）激动人心的ETF领域在过去10年中孕育了大多数奇异基金，而它们的成绩并不好。发行人说，错在投资者，不在基金。但我坚持认为，受托人不应该创设极具风险的产品，以及利用投资者的极端行为缺陷而获利的产品。

市场营销策略

如果基金业增长的经济利益大都归于基金管理公司而不是基金份额持有人，那么，基金管理公司的股东就是积极的资产聚集者。基金业最大的几家基金集团每年仅在媒体广告上就投入了上亿美元。在较早的时期，基金业平凡的发行广告还藏在日报商业版用5.5号字印刷的共同基金回报栏里。今天，取代这些保守广告的是黄金时间的电视栏目：大肆宣扬历史业绩的摇滚乐伴奏影像和20秒夸张短剧。这些方式最终可能会导致投资者期望落空，近而引发不满。

这种高压式的营销方式不仅是误导性的，而且还对基金持有人的投资结果有恶性影响。营销和发行都是高成本活动，但其成本却由基金持有人负担，而非那些推销基金的人。在追求市场份额和更多管理公司利润的过程中，“钱不是问题”这句话似乎已经成了行业颂歌。基金管理公司为什么要担心营销预算呢？基金持有人支付的费用就是资金来源，所以营销成本就将出自基金持有人的投资利润。投资者付钱培育基金并使其成长，反过来却在回报上遭受损失。

具有传统治理结构的基金集团将其管理费的一部分用于获取未来更多的管理费，所以它采取激进的营销策略必然是富有成效的。相应地，对于共同治理结构的基金集团而言，它会按成本价运营并尽可能地控制成本，故其采取首先强调信息而非推销的保守营销策略，也必然是富有成效的。和其他的商业组织一样，共同治理结构的基金公司也会关注它的市场份额，但仅将其作为一个满足投资公众需求的粗略指标。共同治理结构的基金公司有两条原则：市场份额只是指标，不是目标；市场份额只能赢得，不能买得。

“辛巴和食物链”

关于投资管理的治理结构问题，能在投资界找到一个与我观点一致的志同道合者实在是罕见的快事。基思·阿巴切希尔（Keith Ambachtsheer），一位广受尊敬的养老

基金投资管理评论家，最近比较了基金管理公司的实际治理结构与理想治理结构。以下内容来自他那篇简讯的摘录，以迪士尼动画片《狮子王》中关于辛巴（Simba）心态的对话开始：

问：“谁会吃掉他？”

答：“谁也不会——他在食物链的顶端了！”

投资管理产业的所有者、高管和专业人士是今天金融食物链中毫无争议的辛巴。从个人财富创造的角度来看，他们明显位于食物链的顶端。然而，还有某个东西正在吃掉他们中的许多人。基金业为顾客“以合理价格产出高质量产品”来决定如何运作，与其实际如何运作，两者之间持续而巨大的差距，就是上文提及的“某个东西”。任何“理想与实际”间差距的缩小，都会让顾客兜里的钱更多，而供应商兜里的钱更少。

市场：应该如何运作

理想的投资管理产业应该具备三个关键属性：（1）公众交易的金融资产中的很大一部分，应由少数几家大型、综合性的供应商以很低的费用消极管理，将其内在的巨大规模经济反馈给顾客；（2）公众交易的金融资产中的一小部分，应由很多小型供应商主动管理，并基于业绩收取费用，因为真正增加价值的主动管理在能力和数量方面都是稀缺资源；（3）基金业的投资业绩信息发布时，应由风险调整的净回报率，与预先确定的、反映基金投资组合既定投资方针的投资基准组合进行比较。

评估“理想与实际”的差距

基金业的实际特征与理想状况大为不同：（1）金融资产的一小部分是被消极管理的；（2）金融资产的大部分是被主动管理的，并主要基于资产的规模而非业绩来收费；（3）养老基金的受托人日益察觉到，主动管理策略正在损害养老基金的价值。几乎没什么疑问的是，如果度量得当的话，共同基金部门中的价值损失将比养老基金部门更大，这仅是因为共同基金的费用普遍高于养老基金的费用。

今天，“理想与实际”的差距似乎在加大。居于顶层的供应商收取基于资产的主动管理费用，而处于底层的顾客支付了这些费用，却没有获得足够的价值。

为什么金融食物链会反向运作？

首先，对很多在其他方面都非常理性的人来说反直觉的是：在股票和债券市场中，如果你放任数万非常聪明的投资专业人士去控制几十亿美元的资产，你的额外收入会很少。投资专业人士的内心深处明白这个事实。但是让顾客们也明白这个事实，明显不符合他们的经济利益。

其次，大多数顾客仍然不理解高额费用对长期投资回报的破坏性影响。这一经济现实尚未在共同基金的世界中被广泛了解。

事实是，在投资管理产业中，金融食物链的反向运作尚未消失。困境在于，顾客所得与供应商所得之间更好的“价值”平衡，通常意味着顾客赚得更多，而很多供应商赚得更少。

缩小“理想与实际”的差距

因为费用更高，（共同基金业的）平均回报结果会比养老基金部门里不太好的回报结果还要差很多。即将到来的个位数回报率的世界不会那么仁慈。若股票回报率为8%，债券回报率为6%，那么高额费用就不会盛行。消极管理的基金经理通过削减费用，并以极低的成本提供指数基金，会更具竞争力。对自己的技能足够自信的主动管理型基金经理，可能开始认识到，按业绩收费符合其自身和其客户的利益。这些因素会将顾客提升至金融食物链的顶端，他们本就应该在那里。

明智的基金业专业人士、机构的401（k）储蓄计划、普通投资者、证券监管者、智库、金融学教授，以及诺贝尔奖得主，都想在客户和基金经理之间确立更好的利益平衡。如果他们像基思·阿巴切希尔一样直言不讳，在为21世纪塑造一个更好的共同基金业方面，也许我们能取得些许进步。

在这两条指导方针下，共同治理结构的基金公司会遵循一个更为保守的营销策略。因为在成本方面，基金持有人和基金管理公司的利益是一致的，所以共同治理结构的基金公司需要的无疑是低预算的营销手段。不像依赖激进营销策略的股东结构的基金公司那样，共同治理结构的基金公司更容易认识到，基金不是每当投资公众想要时就卖给他们的产品。它将遵守有纪律约束的营销策略，拒绝采取无益于其基金持有人的高成本推销活动。

展望未来

共同基金公司的治理结构决定了它的基本策略，即对投资的4个维度相互作用的依赖：我在第14章曾描述过的风险、回报、时间和成

本。投资者、投资顾问和学者都认为，风险和回报是并存的。但正如歌曲《奇异恩典》（*Amazing Grace*）[(81)]所说，投资者很快会发现他们失去了什么：成本因素，以及它如何随时间而放大。而当投资者发现了这些时，基金业将不得不更加关注基金费用、投资组合的高换手率和税收过重的问题，并开始考虑指数化的内在优势。

关于或将到来的变革，让我提出一些预想，变革的结果最终可能会采取更关注基金持有人利益的策略。如果基金业要变革，这场变革必须出于基金持有人的要求，就像当年美利坚的被殖民者为了实施自己的权利需要进行斗争一样。毕竟，基金管理公司就像1776年的英国国王，凭借现状来获得巨大的利益。没有来自基金持有人的压力，基金管理公司就没有进行变革的动力。

当投资者作为一个整体开始要求公平待遇的时候，供需力量就会最终改变这个行业，将基金持有人置于他们本应位于的金融食物链顶部。促使投资者要求更公平待遇的会是什么呢？试错会是一种可能。被股票的长期不佳表现甚或（更刻骨铭心！）股价的大幅下挫严重伤害了的投资者，不会马上重回这个行业的怀抱。对于购买热门基金、试验市场择时且过分频繁地选购和交易基金的投资者来说，终有一天他们会通过惨痛的经历认识到，这些短期手段不仅是无效的，而且会适得其反。

信息时代的营救

更让人乐观的是，更好的信息传播会逐渐扭转局势。投资者将会了解到最必要的投资原则之一：**成本至关重要。**

那些负责为资产规模达1万亿美元的税收递延的雇员持股计划挑选基金的公司高管人员、拥有大量资产且自我激励的投资者、在岗位上更为有力的证券与交易委员会，以及日益老练的金融媒体，都会使成

本至关重要的理念最终深入人心。但这些都需要时间。只要现行的过高成本持续下去，基金持有人的利益就无法得到保证。

如果投资者们用脚投票，表示他们倾向于长期而非短期投资、倾向于低成本而非高成本，基金经理最终会醒悟的。那么，对长期投资组合策略的关注就将会取代当下混乱且高昂的投资组合证券交易。基金将更清楚地界定其投资目标，陈述其业绩标准，坦诚地报告其结果与期望之间的差距。股票型基金经理隐含承诺的“我们能比市场做得更好”将被下述承诺所取代，即“我们能比其他目标和策略相似的基金更接近100%的市场年回报率”。届时，向投资者描述基金经理如何达到这一目标以及定期披露其完成目标的程度，将会是一项义务。

投资者必须要求基金业不要把创新能力用在昂贵的营销活动和媒体广告上。鼓吹几乎肯定无法重复的历史业绩有什么意义？兜售希望又有什么价值？（一个资深的基金业营销人士对以香水作为类比表示赞同。）基金业必须关注如何更好地满足投资者的需要。最缺乏好奇心的投资者都会知道，取得最佳业绩最简捷且最有把握的路径就是费用最低。毋需多言，基金业中的应纳税投资者，超过一半的基金持有人，由于有害的税收和投资组合高换手率，并未得到良好的服务。因此，必须优先考虑降低成本和减少税收的新方法。

来自另一职业的启示

在第17章中，我提到了卓越的心脏病学家伯纳德·罗恩医生关于执业医生和医药技术提供商之间的浮士德式交易的若干评论。最近，罗恩医生撰文评论维护健康组织（health maintenance organizations, HMOs）发起的商业化浪潮。他担心长期被尊奉的商业底线会破坏“看门人服务于主人，而不是想要破门而入的人”这样的医患关系。

在本章中，我将自己的担心都反映在字里行间，正如共同基金业的发展历程所表明的那样。下面的引文出自罗恩医生的近作，我把医学术语都换成了共同基金术语（比如，“患者”变成了“客户”或“基金持有人”；“医生”变成了“基金经理”）。这种相似性令人不安且引人注目：

我们职业的基本道德准则正受到威胁。投资管理是这样一个职业，其核心价值建立在基金经理与基金持有人的信托契约之上。基金经理的首要任务就是明智地投资，为提升客户的经济福利而工作。这一关系的中心是期望基金经理会将基金持有人的需要置于首位，置于任何第三方的利益之上。

相比之下，今天基金业的组织结构像其他任何企业一样，更关注收入流、市场份额、管理公司的股票市值，而不是客户的财富。然而，像医生一样，基金经理绝不能背弃他们的承诺：作为共同基金及其投资者，即所有者资产的诚实管理人。

修正还是重组

一旦基金业的唯一关注点转向尽可能有效地服务于投资者，其未来的演化就将有两种重要的方式：修正现状，让基金持有人掌握更多权力，或者彻底重组。彻底重组至少将使部分美国的基金采用共同治理结构。基金，至少大型基金家族，将能自我运营。基金将不再与外部基金管理公司签约来运作和管理其投资组合。这些职能将在基金内部完成。共同基金持有人实际上拥有监督基金的管理公司。他们会拥有自己的高管和职员，而曾由外部基金管理公司获得的巨额利润，将

会转移给基金持有人。他们不会把钱浪费在以牺牲现有投资者为代价来吸引新投资者的昂贵的营销活动中。因为成本较低，他们会带来更高的回报率，或承担更低的风险。他们会改进信息披露，更加诚实地向其持有人，即所有者报告，甚至还会认识到市场指数基金的价值。

另一个更有可能的选项是，出现更多积极的共同基金独立董事。正如第18章中提到的，基金董事会迄今为止在基金业的传统结构中一直是个“温驯的身体”[(82)]。有朝一日，独立的董事会成员会变成他们所代表的共同基金持有人权利和利益的热烈拥护者。如果是这样，他们会与共同基金顾问机构积极地协商，允许基金管理公司获得公平的利润，但要承认共同基金持有人的利益必须永远摆在第一位。这些积极的董事将会分析基金管理公司的费用计划和财务报表，以确保支付的顾问服务费用不会被挪用到顾问机构的营销预算中去。他们将要求费用与业绩相联系，只有当使基金投资者获得丰厚回报时，基金管理公司才能获利。他们会质疑12b-1发行费用。独立董事还将对基金集团提供的投资组合进行仔细分析，也不会再成为橡皮图章，轻易地批准由营销管理人员炮制出来的，用于在日益拥挤的市场中吸引眼球的花哨基金。他们只会批准基于稳健投资原则并满足合理投资需要的投资组合。市场指数基金的建立也将提上议事日程的前列。简而言之，独立董事将按照法律成为受托人，积极地代表共同基金持有人的利益。这将是令人难忘的巨大进步。

如果被这样积极的董事会监督，传统治理结构的基金公司将更可能类似于共同治理结构的基金公司，并承认共同基金持有人的利益永远至上。相对于美国共同基金业大规模的重组，如果创造和鼓励积极的独立董事是更可行的解决方案，那这也许是个值得我们努力和奋斗的目标。不过谁知道呢？随着重新定位的基金公司的价值观向共同治理结构的基金公司的价值观趋同，完全的共同治理或许只有一步之遥。

增加经济价值

无论具体的治理结构是共同治理，还是传统的治理结构，只要由基金持有人及其董事来控制基金，而不是基金经理控制，都将会让基金真正地服务其持有人。在任一治理结构下，基金业都将为基金持有人增加经济价值。基金公司将集中于本章列出的7种策略，力争为投资者提供更多的投资收益、更合理的价格、更高质量的服务、更好的风险控制、更切合实际的产品开发和更多的指数基金，以及更加自律的营销活动。不管共同基金业的具体做法如何，都将是结构决定策略，形式决定功能。本质上，“形式就是全部，由头至尾，再到每处细节，都体现着同样的理念”。

十年以后

修正、重组及经济价值

10年已然过去，我当年的希望，即要么修正现状，并使基金经理在共同基金治理实质上拥有的绝对权力，要么彻底重建（真正共同的共同基金），将权力交到基金持有人手中，迄今没有任何回应。我还没听说过，有哪个独立董事成为基金持有人权利和利益的热烈拥护者，或者开始“积极协商”以削减基金费率。虽然我选择了一个意为“新趋势领导者”的词语来作为我公司的名称，领航仍是采用共同治理结构的唯一一家基金公司。本公司尚未发现它有任何追随者。

第五部分
基金精神

导读

我坚信第四部分讲述的法则将服务于共同基金业的投资方，从而将服务于共同基金投资者。然而，鉴于当前基金管理公司的经营模式，这些法则不太可能满足行业交易方的需求。当看到书中所讨论的关于投资的常识性法则问题时，读者可能会感到很惊讶，但对于投资者而言，这是至关重要的。

第五部分会让你觉得更加惊讶。我将探讨我的经营哲学，它主要反映在企业家精神、领导才能和个人价值等三个方面。在创建领航集团的过程中，我试图表现出我的经营哲学。领航集团的结构与共同基金业的标准是对立的。尽管集团的成长表明，这种结构能够有效地运行，但历史经验告诉我们，仅仅是一个文明的管理结构可能还不够。比如说，人寿保险公司坚持互助保险结构已有100多年的历史，但他们好像从很早以前就已经放弃了共同治理的法则，现在也正式地放弃了它的结构。

在共同基金业，结构仍然能够大行其道吗？不，除了结构，还需要其他的东西。无论企业的结构如何，管理别人资产的行业，必须将注意力集中于服务对象和提供服务的人身上。对于提供最佳服务、最大化基金持有人的回报率而言，共同治理的结构是必要条件，但并不是充分条件。在基金精神方面，共同基金必须是共同治理的，其中既包括组织原则，也包括人的准则。

我关于这些内容的讨论，几乎忽略了提供金融服务的各个方面（包括管理职员和信托责任），而我必须提及“领航”基金的名号。到目前为止，我已经基于领航集团的经历强调了投资法则——常识性的法则，比如保守、指数化、低成本等，我认为这些都是稳健的长期投资的基本要素。但是，不到万不得已时，我是不会提及公司名称的。此事我有言在先，以下三章内容除外。

第20章
企业家精神：创造的喜悦

领航集团是如何产生的？它的结构源自何处？为什么它的结构决定了投资策略而不是反其道而行之？当基金的丛林中出现分叉路口时，为什么我要选择这条人迹罕至的路？我猜，这些问题的答案可能与理想主义、想象力、机遇、挫折和纯粹的运气有关。但我确信，领航集团之所以被称为是企业家精神的经典案例，创造喜悦是主要原因。我不确信这种描述是否合理。我讲个故事吧，然后你自己来决定是否合理。

我们现在所享受的成功而繁荣的美国经济，主要来自于企业家们的想象力和能量。从大革命之前托马斯·潘恩希望殖民地独立的改革梦想到近代（或者更早些），当今美国大多数的大型企业都始于创始人的个人梦想。直到几年前，我才开始从历史的角度而非个人角度来思考企业家精神。在1997年年初，当我收到一封来自耶鲁大学高年级学生长达25页的论文复印稿时，我漫不经心的想法被彻底粉碎了。作者将我描述成了熊彼特式企业家的典范。

约瑟夫·熊彼特（Joseph A. Schumpeter），是哈佛大学教授、奥地利学派经济学家。在他1911年的著作《经济发展理论》（*The Theory of Economic Development*）中，首次意识到企业家是经济发展的推动力。虽然他是以一位受欢迎的供给学派英雄的身份出现的，但这并无损于熊彼特所提出的经济学开创性的方法。确实，作为经济蓬勃发展的驱动力之一，企业家精神在最近几年已经席卷全球，特别在如火如荼的技术革命中表现得相当淋漓尽致。毫不夸张地说，20世纪90年代是“企业家的时代”。

30年前，我甚至都没有意识到，自己会从一个在传统企业的可信忠诚的传统职业经理转变成一个企业家。在那时，许多人都认为企业家精神已经不复存在了。1967年，约翰·肯尼思·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）在《新工业国》（*The New Industrial State*）中认为，具有企业家精神的企业基本上已经不复存在了，他假定新经济的显著特征是计划、寡头垄断和规模效应。在美国经济中，财富500强（当时还未命名）企业支配着整个美国经济，跨行业经营的集团公司成为了未来发展的典范。加尔布雷思教授绝对没有意识到整个美国随后将面临的变革。

我遇到的一位真正的企业家

我认为我踏上创业之路，部分是因为工作需要，部分是因为个人冲动，部分是因为机遇，还有部分原因是因为我的导师沃尔特·摩根（Walter L. Mogan）的指引。摩根先生确实是一位企业家，1920年毕业于普林斯顿大学，是注册会计师兼投资顾问，最重要的是，他是一个富有使命感的人。他敏锐地觉察到，尽管购买个股在当时很流行，但对投资者而言，最适当的方法并不是去购买个股，而是去购买由专业投资经理所管理的分散化了的股票和债券投资组合。投资者需要的是多元化、组合管理和投资便利，而不是复杂性。我导师的投资智慧和营销直觉使他坚信，共同基金将是一个绝佳的商业机会。1928年，在他31岁时，这位共同基金的先驱者，创立了惠灵顿基金（Wellington Fund）。

在摩根先生毕业27年后的1947年，我也成为普林斯顿大学的一名学生。在大学三年级的时候，我构思着我的毕业论文，希望找到一个在学术论文中没人写过的话题。1949年12月，我在《财富》杂志上无意中发现了题为“在波士顿赚大钱”（*Big money in Boston*）的文章，从此我便知道了共同基金业的存在。当我读到“共同基金可能看

上去变化非常小”，但却构成了一个“快速扩张而稍有争议、可能对美国经济有重大潜在意义的行业”时，我马上意识到，我已经找到了论文的题目。经过一年多的认真研究，我完成了论文并将它送给几位业界领袖。其中有一位便是摩根先生。他很喜欢我的作品，他后来写道：“对于一个没有任何实践经验的在校大学生而言，这是一件相当不错的作品。我们邀请博格先生加盟惠灵顿组织，很大程度上是因为这件作品。”1951年毕业以后，我就开始在惠灵顿工作。

在20世纪30年代的大萧条时期，很少有年轻人投身投资领域，更少有人进入到规模很小的共同基金业。在1951年，当我加盟管理着惠灵顿基金的惠灵顿管理公司时，它还只是个小公司。我进步很快，在不到10年的时间里，我就成为沃尔特·摩根的接班人了。到了20世纪60年代早期，我就相当熟悉公司各方面的业务，在1965年早期，那时的我仅有35岁，摩根先生告诉我，我将成为他的继任者。当时公司正陷入困境之中，为了解决投资管理的问题，摩根先生就叫我“放手去干”。我意识到，一个大好的机会摆在我的面前了。

一次合并，一次被炒，一个想法

当时，刚愎自用、冲动且幼稚的我，发现合并波士顿的一家企业将有助于解决我们公司的困境。于是我们两家公司于1966年合并了。可惜，尽管早期还不错，但实际上不是那么回事。合并后的公司在前5年运转顺利，但是我过于机会主义地找到的新合伙人是激进的投资管理者，他们让基金持有人大失所望。首先，在1972年股市持续上涨时，我们的基金就落后于市场；随后，在市场灾难性地缩水50%之时，它们又领跌市场。我们管理的基金资产规模从1973年年初的25亿美元缩水至1974年年末的13亿美元。毫无意外，我和我的合伙人闹翻了。

在公司里，对手的投票权多于我，因此，他们把我从所谓的“我的”公司中解雇了。我企业家精神的首次实践——公司合并，以失败

而告终。我的失败并不是因为我被炒鱿鱼，而是因为我从一开始就踏上了积极投资的投机浪潮。回想起来，这次失败并非不光彩，我唯一感觉窘迫的就是因为我草率的决定、我的幼稚和急功近利以致于忽略了历史教训，从而误导我做出如此错误的判断。生活是公平的：犯下严重的错误，就得付出惨痛的代价。

我的前任合伙人胜利之后，他们打算将整个惠灵顿管理公司迁至波士顿。但我并不想让这发生。我想让惠灵顿基金留在费城，因为它是在这里创立并扎根的，它属于这里。我想到了一个如何阻止它迁移的办法。当一扇门关闭时，另一扇窗将会为你而开。我找到了第二次实践企业家精神的机会。惠灵顿基金是由基金持有人和惠灵顿管理公司共同所有的，主要由我的前任合伙人所控制。我的主意是在惠灵顿基金的管理结构上做一个微小的变动，期望通过改变原有管理结构，能以共同基金的模式来经营一种新的事业。成功完成这一转变并不容易，我正在做一件前无古人的事情。

这种想法来源于我在普林斯顿大学的那篇毕业论文。在文章末尾，我得出了几个主要的结论：**行业未来的快速增长可能将依赖于“削减销售负担和管理费用”；“基金的投资目标必须阐述清楚”；共同基金应当避免创造“管理会带来奇迹的预期”；“共同基金的主要职责应当是稳健的管理（而不是一些次要的活动）”。**简单的说，我的想法就是，如果共同基金业为基金持有人做得更好，它自身也将运行得更好。这个给投资者以公平待遇的简单概念，将是新公司成立的基石。

但是，这个目标如何才能达成？答案还是简单化。当基金能够自我运营，并且还能够节省一小部分费用时，为什么我们的共同基金还需要外部公司来管理呢？依靠外部的公司来管理共同基金正是行业当前的普遍做法。共同基金应该是完全共同治理的。这场斗争非常艰难，基金董事会意见分歧很大。但是最终，新的治理结构获胜了。

十年以后

企业家精神

我于1951年在普林斯顿大学毕业论文中所引述的内容，并没有包含能最为贴切地描述推动领航集团显著增长的关键因素：共同基金必须以“尽可能经济、尽可能有效和尽可能诚实的方式”进行运营。这是我犯下的一个奇怪的失误。

2009年早期，当读到由著名的普林斯顿大学工程学教授戴维·比林顿（David Billington）和他儿子小戴维·比林顿（David Billington Jr.）合著的《力量、速度和结构》（*Power, Speed and Form*）一书时，我发现了一个本质上相同的句子。“在工程学中最根本的创新，”他们父子写道，“并不是基于复杂性，而是基于基本思想的简单性。”他们特别提到，工程师们追求经济效益而非高成本，追求高效率而非低效率，如果可能的话，同时追求优美而非丑陋。

前两个句子与我毕业论文里的内容相同，或许稍微延伸一下，就可将投资领域的优美看成是少有的淳朴诚实。这是我漫长的职业生涯中的两个主要创新：（1）领航集团的共同治理结构，这是为了消除传统基金结构中存在的巨大利益冲突而设计的；（2）创造了世界上第一只指数共同基金。如果你愿意这么认为的话，领航基金是创业工程的产物。

进步与阻碍

在新的治理结构下，我们需要成立新的公司，我也一直想找到一个合适的公司名称。正如1949年我在《财富》杂志上突然找到了灵感一样，这回我又在一本古籍中找到了灵感。当我正准备给办公室买些旧书籍时，我突然碰到了这本书：《大英帝国的海军成就——1789到1817》（*The Naval Achievements of Great Britain——1789 to 1817*）。其中有一章讲述了在1798年的尼罗河战争中，大英帝国军队打败拿破仑舰队的故事。当我读到纳尔逊（Nelson）勋爵在他的旗舰先锋号（HMS Vanguard）的甲板上向全体船员宣布胜利消息时，我立马就知道我已经找到了公司的名字。即“领航集团投资管理公司”，并于1974年9月26日开始运营。如同在拿破仑战争中纳尔逊的舰队占领了大片海域一样，我希望我们这个新的舰队可以控制共同基金的海域。

当基金董事们只允许领航集团（在新的共同治理结构下，由基金自己所有）负责基金的行政管理事务时，我的想法受到了阻碍。这只是共同基金运营中的三个方面之一。当1975年5月我们开始启航时，我仅有的28名全体船员只需负责基金在运作、法律和财务等方面的事务。共同基金三角关系中最重要的两边，即投资管理和基金发行，仍然在对手手中。

在这种阻碍之下，我根本就没有多少空间来发展我所设想的完整的共同治理结构。如果不能掌握投资管理和基金发行，我们就不能掌控自己的命运。针对投资管理不在领航的授权内的事实，我在数月之后采取了一项措施，尽管这在今天看来很容易理解，但在当时却史无前例。我终于实现了我考虑多年的想法。基于我在毕业论文中所确定的证据，我曾写道：共同基金“不应该主张能获得优于市场的平均回报”。这个想法是我后来将市场与指数基金相匹配的先兆吗？说实话，我也不知道。在1975年9月，我向董事局建言，领航将着手组建历史上第一只市场指数共同基金。如果一定要我说出是什么时候撒下建言的种子，那应该是在我1951年写下那些话的时候。

在1975年年底之前，我们就启动了指数基金。基于标准普尔500股票价格指数的第一指数投资信托基金（First Index Investment Trust），现在被命名为领航500指数，它被取笑了很多年，直到整整10年之后才被首次模仿。然而，在新世纪伊始，这只曾经被称作“博格的傻瓜”（Bogle's Folly）的指数基金，现在可能已是全球最大的基金。我在1975年向董事局坚决主张，这只基金并不需要“投资管理”。它只是简单购买标准普尔500指数所包含的所有股票。这个有点不够坦诚的想法勉强获胜。有了这个“准管理”上的进步，我们已经跻身于基金三角关系中的第二个方面——投资管理。

我们最终是如何进入第三个方面——基金发行呢？和我们新颖的公司结构和指数基金一样，对于这个看上去很复杂的问题，我们设计了新颖的解决方案。我们消除了对分配的迫切需求。废除了惠灵顿的经纪人网络，不再依赖销售商来销售基金份额，而是依靠买方市场来购买基金份额。在1977年2月的又一场分裂战后，我们取得了前所未有的进步。一夜之间，我们从传统的“经纪商—交易商”销售模式转变为无销售费用、无营销负担的模式。

超低的运营费用已经成为我们的标志了，我们无需销售佣金就可以获得基金份额，这是我们共同治理结构和成本法则的联合产物。事实证明，这是非常及时的一步。很久以前，在电影《梦幻之地》（*Field of Dreams*）中，为了鼓励在爱荷华建立棒球场，曾流行这样一句话：“只要你建造，他们就会来。”我们最根本的营销策略就是基于这条原则。用了许多年的时间，我们才让投资界认识到我们新的结构和在此结构下的共同基金的内在价值。投资者终于来了，而且是数以百万计地蜂拥而至。

然而，通过不懈努力而建立的治理结构仍然如同建立在沙子上一样，并不牢靠。1977年，美国证券交易委员会只给我们颁发了一个临时牌照，只允许我们采取一些关键的、史无前例的改革措施。在1978

年，我们忍受了一个长达两周的监管听证会，然后就是浩如山海的文档和法律争辩。在今天看来，这可能非常令人吃惊，但是在1980年，在我们使用临时牌照的第三年，证券交易委员会突然改变立场，规定我们不能够继续经营。我们当时惊呆了，因为我知道我们所做的都是有益于基金持有人的事情，我们坚决提起上诉并最终获胜。经过我们长达4年的斗争，证券交易委员会终于在1981年彻底改变了态度，最终通过了我们的计划。委员会以如下强有力的认可结束了它的评语：

> 领航基金的计划确保了基金的董事们能够更好的评估自身对基金的服务质量，实际上深化了（1940年投资公司法案的）目标。这个计划促进了信息披露……显著提高了基金的独立性……创立了一个健康、可行的基金集团组织。

委员会的评语使这场斗争变得富有意义。最终我们拥有了坚实的基础。

十年以后

进步与阻碍

多年之后，我才系统性地组织起关于企业家精神在领航的创立过程中所扮演角色的观点。当你读完本章前面的内容时，你将很容易理解这17条创业经验。在2004年6月的普林斯顿企业家网络大会上，我曾以此为内容做过一次演讲：

创业经验：

1. 靠好运气。

2. 化危为机。

3．有一位导师。

4．被炒过鱿鱼。

5．敢于放手一搏。

6．好运一直相伴胜过一次走运。

7．从不泄气。

8．爱默生[83]是对的。一招鲜，吃遍天。

9．绝不放弃。绝不。绝不。绝不。绝不。绝不。

10．做一个数学天才吧。（只是开个玩笑！）

11．不要低估显而易见的事物的力量。

12．如果竞争对手不愿也无法在成本上与你竞争，则你更容易赢得竞争。

13．“我是一位政府官员，是来帮你的。”这句话有时是对的。

14．一个内部一致的策略是商业成功的关键要素之一。

15．不走寻常路。可能会使一切都有所不同。

16．（借用约翰·多恩[84]的话）“没有人是座孤岛，只生活在自己的世界里。”

17．在我们促进经济进步并帮助建立一个更美好世界的同时，我们自然会得到巨大的回报。

熊彼特描述的企业家精神

领航集团的简史能否证明我就是一名合格的企业家，这要留待你们来评判。但请允许我讲述一下耶鲁大学毕业生在其论文中所提到的内容。论文基于熊彼特的如下观点，**一个成功的企业家应具备的以下三个个人特征：“建立一个王国的梦想和意愿；攻克困难的意志和为成功而战的决心；创造和锻炼他人能力和独创力的喜悦感。”**

“首先，建立一个王国的梦想和意愿。”耶鲁大学毕业生借用熊彼特的话，说我的梦想是在我的普林斯顿大学的论文中首次出现的。他指出：

> 梦想内生于心也很平常，特别是对于一个年轻的理想主义者而言。而不同寻常的是，他具有坚持梦想的意愿和决心。正是梦想一直保持的年轻的理想主义之火花不被熄灭，才让他一直等待时机，直到为投资者创造了一种新型的投资公司。这种公司属于、听从于并服务于投资者，而不是投资经理。

这位作者准确地抓住了领航集团的精髓。

他提到领航集团有“一个真实而明确的目标”，但是，作者指出（我并不赞同）我的普林斯顿大学的毕业论文只提供了关于新行业的“一个设想的核心”，并且只是“一个模糊不清的设想”。领航集团并不是如大众所认为的那样，是受理想主义驱动或是命中注定而产生的。在这个角度来看，他认为领航集团的创立是个神话，尽管是“一个好的神话”。但是，对于第一条标准而言，“博格已经实现了他的梦想”。

“第二，攻克困难的意志、拼搏的激情，为了成功本身而非成功后的结果而努力。”

再看看熊彼特的下一个标准，这篇论文描述了在创建领航以及领航早期的发展过程中，我是如何凭借着“意志的巨大力量”与困难作斗争的。然而，他质疑到，如果没有这些外部环境，内在的意志是否

有机会发挥作用。他总结道：“若不是被迫，博格是不愿意采取不寻常举措的……因为他保守的本性决定了，除非环境需要，否则他的企业家激情在很大程度上都会处于抑制状态。”我不得不承认，这种评论对我而言相当有吸引力，但事实如何仍然难以琢磨。

再来看看拼搏的激情，他指出：

> 自1974年以来，博格一生的故事首先是为了寻求领航集团的独立性而拼搏，然后就是看着领航集团成功。事实上，博格的一生是充满拼搏的一生，为了他一流的学历，为了他公司的创立与成长，为了他自己的生命而不懈拼搏。

（这里是指，我35年来一直与脆弱的心脏作斗争，在1996年接受了一个全新的心脏移植，还奇迹般地活了下来。）他将领航基金与富达基金（Fidelity）的争雄称之为“世仇”，尽管我只是将这场斗争看成是两个公司在投资方法上的公平较量。这两个公司的投资方法，不管是从哲学上，概念上还是战略上，都截然相反。无论如何，为了使共同基金业更有益于投资者，心脏移植成功所赐予我的第二条生命，将促使我继续拼搏。然而，不管我是不是企业家，我绝不是惟一一位坚持自己信仰并终身奋斗的人。我坚信，我只是这样做的千百万人中的一员。

再来看看“成功的结果”，耶鲁大学毕业生同意熊彼特的观点：物质和金钱的收获并不是创业过程中的主要动力。他认为我的动机并不是“如领航基金神话所暗示的那样，是纯粹利他的”，因为我早期的行动主要是由于我想掌控自己的事业。然而，他总结道，我享受的是成功本身，而非成功所带来的结果。他是这样描述的：“（在1997年年初）他本来可以拥有一个价值50亿～100亿美元的公司，但是他没有这样做，而是更热衷于创建一个昌盛的企业，而不是它的货币价值。”甚至正如他所指出的，从财务的角度来看，我做得也还算不错。话题一转，他接着说：“当一个人所拥有的超过自己的所需时，

用金钱来衡量他的成功是愚蠢的做法。”不管是不是企业家，我们都应该遵循这种想法。

“第三，创造、执行和锻炼他人的能力和独创力的喜悦感。”作者声称，第三个标准是熊彼特对企业家精神理解的核心。他的论文指出，创造的喜悦在领航集团独特的结构中和第一只指数基金的成立中体现得最为明显。尽管当时这个概念被投资界所蔑视。如今它却是作为有责任投资的标志。他补充道：“企业家必须愿意奉献出他的创意，并为其付出和努力工作，以使他们的创造能够被延续和被关注。”他将我描述为“一个不会坐等自己的想法自动实现的人，他会去积极实践，促使自己的想法不断进步，并寻求外界来接受他的想法”。

贡献自己的微薄力量

总之，耶鲁大学的这位年轻作者认为，我是一位符合熊彼特三条标准的企业家：建立一个王国的梦想和意愿；攻克困难的意志和为成功而战的决心；创造和锻炼他人能力和独创力的喜悦感。当我向他坦诚“我并没有超凡的智力”时，他称赞我“有化模糊为清晰、化抽象为通俗的天赋，有为理想而不懈战斗的决心和能力。因为最优秀的企业家必然是一位受过良好教育的人”。论文中还补充到，我即使不是才华卓越，至少也有“认清楚明显事物的超凡能力”。老实说，我认为这句自相矛盾的话几乎是对我职业生涯近乎完美的比喻。（毕竟，明显的事物无论谁都可以认识清楚。）他称赞道，我的才能“来源于与生俱来的好奇心和自由宽松的教育，这促进了对基金业本质的理解，也为投资界贡献了自己的一份力量”。

我将以自己微不足道的人生成就来结束本章。自1974年领航集团成立以来，时代已经完全不同了。最明显的是，我们的资产规模已经从最初的13亿美元增加到了超过4 500亿美元。我们最初的员工只有28

人，现在总人数规模超过了8 000人，几乎可以组建一支海军。我们为投资者提供优质的服务，我们的服务、我们投资者的忠诚度以及我们的投资业绩在行业内具有良好的口碑。梦想的确已经变成现实。

倘若企业家被定义为将一个想法变成一个公司的领导者，那么，我确实是一名成功的企业家。对此我乐于承认。但是另一方面，倘若企业家被定义为他的想法最终能被主流所接受，那么我的创业成就就是失败的，因为我的想法并没有被基金业普遍模仿。**在共同基金业，只在高质量的股票和债券上进行简单的长期投资的想法仍然只是个美好的期待，远未成为行业规则；对我们的同行而言，指数基金只是一项营销需要而并非是使命；高度自律的债券和货币市场投资组合很少被人接受；有益于投资者的低成本驱动力也明显缺失。**与其说领航基金代表着行业的方向，不如说“共同治理”的基金公司结构这一伟大的想法还未有追随者。我并没有坐等我“想象力的精华”（用他论文里的话说）自动实现。但是，我还真的不如就把它们锁在保险箱里。这些精华已经得到了一定程度的认可，但也只有假以时日才能知道它是否真的经得起时间的考验。

我希望你现在对领航集团已经有了足够的了解。你也能够决定我是否真正是“一个标准的熊彼特式的企业家”（用耶鲁大学毕业生的话说），或者根本就算不上一位企业家。但是，领航集团的创造者继续沉浸在创造的喜悦之中，仍然保留着创业精神和使命感。我们的使命未曾改变：为世界各地的基金持有人提供他们应得的公平利益。

十年以后

投资世界

自从本书的上一版发行以来，我们的增长是多么迅速呀！领航集团旗下的资产规模在1999年年底时只有5 400亿

美元，而在2009年中期已经高达11 000亿美元。然而，这8%的年增长率水平还远低于历史上27%的年均增长率。但是，在新千年前10年金融系统的紧张压力下，能有这样的成绩已经相当不错了。或许并不奇怪的是，我们的增长率远远高于竞争对手。（在这10年间，许多1999年的基金巨头的资产规模事实上已经缩水了50%～75%之多。）

结果，我们基金资产的市场份额不断上升，从1999年的7.9%上升到了2009年的11.2%。（市场份额占有率增加3.3%，相当于领航集团管理下的资产规模增加了3 400亿美元。）并且，没有任何征兆显示这种势头将会减弱，实际上，基金份额占比还在不断上升之中。在过去三年中，有4200亿美元流入了长期投资的（股票型和债券型）共同基金，其中就有接近一半的比例，即1 920亿美元投资于领航基金。尽管领航集团的结构得到了基金投资者的强烈认可，但我们仍然期待着出现我们的第一个追随者。

驱使我们不断增长的动力恰恰是之前提到的工程学里的想法：领航基金诚实的结构、有效的指数化投资概念和经济的运营方式。我们发行的产品绝大部分是我们的“核心”基金，包括指数基金、“虚拟”指数基金（有明确到期日、高的投资质量、极广的分散化程度的、高评级的固定收益证券组合）和我们的多基金经理的股票型基金。多基金经理的股票型基金主要是为了复制“利基”（niches）市场的回报率（比如大盘增长基金等），由于提供高度的相对可预测性。当达到这个目标时（事实上这一目标我们常常达到而极少落空），我们的低成本策略通常意味着我们的年回报率要远远超过我们的同类。结果是：我们大约85%的基金资产，都遵循了植根于领航投资策略之中的初始创业理念。

领航集团的资产构成[85]

	资产规模（10亿美元）		
	1989年	1999年	2009年中
指数基金			
股票	2.3	229.1	413.1
债券	0.1	15.3	100.5
总计	2.4	244.3	513.6
虚拟指数基金			
债券	8.1	43.5	156.2
货币市场	16.6	72.0	199.0
总计	24.6	115.5	355.1
多基金经理的股票型基金	11.1	84.8	95.1
总计核心基金	38.1	444.7	963.9
主动管理型基金			
股票	4.1	66.5	124.0
债券	3.1	18.2	43.5
总计	7.2	84.7	167.5
总资产规模	45.3	529.4	1 131.3

第21章
领导力：目标意识

企业家的洞察力和勇敢是否是领航集团成立的主要原因，或者更通俗地说，新公司是否仅仅因拥有“认清楚显而易见事物的超凡能力”就能发展壮大起来，这其实并不重要。经过1974—1981年的艰苦创业，公司建立了全方位的经营业务，组织结构也已经搭建起来，然而在此结构下实施共同治理结构所要求的投资策略，依然面临着更为困难的挑战。这需要怎样的领导力品质呢？领导力应包括哪些内容呢？

创建一个新的企业，往往需要创造性的领导力，而最重要的就是要有目标意识。领导力的类型不仅与企业的本质相关，还与领导者的性格相关。什么样的人能成为领导者？在此我坦言相告，与所有人一样，我是一个独特的矛盾结合体：既拥有强大的自我，又有深深的谦卑；既具聪明才智（仅此而已），又有很多不时发作的盲点和愚笨；既镇定自若，又有强烈的不安全感；既有惊人的自信，却又常常充满怀疑；既有善于思维的偏好，却又缺乏学术的深度；既是一个有抱负、热忱的领导者，却也是一个缺乏所需的技能或兴趣的管理者。

我絮叨这些是想说，与其他人相比，我既不多什么，也不少什么。我仅仅是一个普通人而已。不过，等我讲完人生经历中的几个例子，或许你们就会知道是什么事情使我的生活和职业生涯如此精彩。在本章中，我将集中研究领航集团的领导力的内涵。近25年来，我为这个由我设想、建立并命名的企业不断努力，并试图为其建立正确的价值观。

在领航集团成立之时，它有新的名字，又如一张可以谱写蓝图的白纸，而我只有一个目标，这个目标却既不是拥有庞大的资产规模和

占绝对优势的市场份额，也不是拥有巨大的个人财富，或者拥有可以衡量的任何东西。正如我最初告诉董事们的，我的目标很简单：使领航集团成为共同基金业最响亮的名字。而且，我将坚定地带领着领航集团朝目标迈进。

简单化是王道

公司的业务应该建立在“简单化”这个崇高而基本的想法之上。我们的基金产品应该清楚地陈述投资目标、有清晰的投资策略和精确的业绩衡量标准，其资产组合应该是广泛分散化的、稳健管理的，也应该大部分投资于高质量的有价证券。我们将坚持成本最小化原则。（我几乎独自发现了投资业最易保守的秘密：总投资收益－管理成本＝投资者净收益。这并不是很复杂。）

尽管有那么几年，我们不敢在公共场合承认，但领航集团证明了这一点：通过构造资产集合（股票、债券或者货币市场工具等），投资的核心任务是尽可能地接近金融市场所获得的平均年回报率，同时必须承认和接受个人赚取的回报率要低于市场平均年回报率(86)。我们的低成本指数基金和明确定义的固定收益类基金就是这一事实的完美典型，它们提供的年回报率几乎接近市场年回报率的99%。需要指出的是，主动管理型（股票、债券和货币市场）基金的平均回报率大约只有市场回报率的85%。领航集团的以客户为导向、共同的治理结构、侧重低成本管理等策略，都是为了实现把客户利益放在第一位的目标。正因为此，我们才最有可能获得接近100%的市场回报率的机会。这就是“简单化”价值最有力的体现。

设立了首要目标后，简单化将有助于企业设定领导力策略。为了实现所设想的企业成长速度，我们需要的不是一个、而是许多个领导者。在这艘船上，我们不仅需要大人物，还需要团队中的各种领导者：在甲板上的人和船舱中的人，为大炮装火药的人和开火的人，扬

帆的人和控制缆绳的人，驾船航行的人和制定航线的人——多年来，他们尽忠尽职，都应该得到相应的回报。即便如此，掌舵的船长仍然担负着每次航行的最终责任。因此，**我要简单概述那些在我看来很重要的领导素质：机遇，充足的准备、预见性、目标意识、激情、仆从式领导、挫折、执著、耐心和勇气。**通过回顾一些重要的历史事件，我们来看看这些素质是如何决定领导力的。在某种程度上来说，领航集团的所有领导或多或少都具备这些素质，绝大多数人也是如此。这些素质的强弱，它们之间的平衡，以及在适当的时刻能否发挥作用，可能才是至关重要的。

幸运的历史

首先从大环境开始谈起，25年前，领航集团刚刚建立，当时只是一家管理着10亿美元资产的小企业，它是如何成长为今天这个管理着4500亿美元资产的共同基金集团的呢？实话实说，公司创立于1974年，当时是最糟糕的年代，是自大萧条之后最糟糕的熊市底部。而如今，我们处于巅峰时期，即美国股票史上最伟大、持续时间最长的牛市顶端。差点忘记了，当前也是美国债券市场的黄金时期。我说过千百次：“永远不要把天才和运气与牛市相混淆。”然而如今，运气和牛市二者我们都有幸享有了。

在第15章和第20章中，我介绍了运气如何引领我跨入基金业之门并帮助我发展的：1949年《财富》杂志上刊登的那篇关于共同基金业的文章；我在普林斯顿大学的毕业论文；我的导师沃尔特·摩根；《大英帝国的海军成就》和领航集团的名字；萨缪尔森、埃利斯和埃尔巴在1975和1976年所写并启发我建立第一只指数基金的文章。当这些偶然事件串联到一起时，弥漫在领航集团发展历程中的运气几乎起了神奇般的作用。事实确实如此。好运，我将其尊称为机遇，它常常

是，也可能一直都是领导力的前兆。（考虑到生活中运气所扮演的角色，那些领导者必须懂得谦逊。）

充足的准备、预见性、目标和激情

可是，只有运气还远远不够。**当机遇来临时，领导者需要做好充足的准备。在生活中，若我们一直不交好运，那是很可悲的；但若机遇出现而我们没有意识到，则更可悲；但最可悲的是，机遇来了而我们却没有准备好来充分利用它们。**法国伟大的化学家拉瓦锡（Antoine-Laurent Lavoisier）曾说过：机会总是偏爱有准备的人。当机会来敲门时，我已准备好了一套与时俱进的投资策略。在即将到来的时代里，美国家庭的收入和财富不断增加，金融知识不断丰富，投资者教育无处不在。有眼光的、聪明的投资者的时代接踵而来。所以，**我们认为充足的准备是领导力的首要素质，至少是最先需要的素质。**

当早期的准备工作已经就绪，领航集团便诞生了。我们开始为投资者提供所能创造的最好价值。这一投资策略要求稳健的投资决策、极低的运营成本和无销售佣金。这种投资理念将被广为接受。领航基金成为全球成本最低的金融服务提供商，从而为基金持有人提供更高的回报率。目前，投资环境的变化似乎显而易见了，投资策略也应该随之变化。还要说的一点就是，早在1974年，投资环境的变化对我而言就是显而易见的。我认为，**预见性是领导力的第二大素质。**

第三个素质是我在本章开始时所提到的目标意识。1974年我们找到了奋斗目标，并决定要合乎道德地去努力实现它。基金持有人信任我们，把他们的财富委托我们来管理，因此我们唯一的宗旨就是为基金持有人服务。“把你的客户当成老板一样来对待。”这一流行格言对我们来说意义非凡。一般的基金是被某些私下或公开持股并追逐利润的管理公司所控制。与同行不同的是，我们公司把所有权交给了共

同基金持有人。由此开创了一种新的公司结构——让客户成为我们的老板。直至今日，这种结构在共同基金业仍然很独特。为此，人们说我是傻瓜，是共产主义者，甚至有人公开说我是马克思主义者。然而在我看来，这种公司结构代表了资本主义的本质：由股东掌控公司。

由成立的目的产生了一个简单的经营策略：在行业中以成本最低化的公司结构来经营，明智地进行投资，为基金持有人赚取最大的回报率。我们在经营过程中严格地最小化不必要的花销。公司领导没有巨额津贴，没有头等舱旅行，也没有高管专用餐厅。我们保留了共同基金的外部投资顾问，在协商咨询费用时与他们保持一定的距离，以此保证支付的咨询费用对投资顾问和基金持有人都很公平。我们也没有将投资者的钱花在昂贵的营销活动中。同行们并不认为低成本很重要。**但我们每天都不可辩驳地证明着：当其他因素不变时，成本越低，投资者的回报率就会越高。成本至关重要！**

目标意识不仅激励我们自我实现目标，并以此谋生，还要求我们将此信息传递给投资者。华丽的英语是最佳的宣传媒介，能够以上千种不同的方式灵活地传递信息。我负责撰写我们的共同基金年报已逾20年，对全体员工做过50多次讲话，也在美国和大西洋、太平洋地区做过公开演说，尽我所能地使投资者能够理解驱动领航集团使命的强有力的目标。

然而，缺乏激情的目标是很难起作用的。黑格尔（Hegel）曾说过：“没有激情，就不能成就世界上的任何伟大事业。”我也认为，**激情是领导力的主要特点——领导力的第四个素质。**夸张的激情展示当然毫无必要，但温和的热情（它的强度不容质疑）很适合，甚至可能会更有效。同样，引人注目的激情与活力可能较容易被认为是好动的，这主要取决于领导本人的看法。但无论如何，激情是鼓舞人心的关键。管理与领导力有很大区别。**管理主要靠完成工作来实现目标；而领导力要设立目标、设想未来并招募人才来开创一项事业。很显**

然，领导力决定着梦想能否变成现实。但当企业的原则和价值观经受住时间的考验时，当公司由成长型逐渐转变为成熟型时，最终可能、或者必须由管理者来发号施令。对一个充满激情的领导来说，可能多年的努力奋斗比稳步前进更能让他获得满足感。伟大的拉什莫尔山雕塑家加特森·鲍格勒姆（Gutzon Borglum）说：“生活如同运动，奋力拼搏后，一种未知的力量会走进人们的灵魂深处。”可以确信，创业初期，我们很需要加特森·鲍格勒姆的话来唤醒激情。

言辞的力量

在向员工传达任务目标、工作激情时，我很注意措辞。在领航集团，我们禁止使用雇员、消费者、产品等字眼，而代之以船员（crew member），客户和共同基金。雇员暗含着主仆间的关系；顾客则往往代表与不同的供应商偶然达成一次商品交易的购买者；而产品则像牙膏、啤酒、灌装汤等为满足日常生活而生产的消费品。相反，船员是任何一次成功航行所必需的团队的一部分；客户，表明我们要与他们建立长期的金融业务往来；共同基金则反映了我们所提供的服务的信托本质。这些精选的词汇有助于形成投资者对我们的看法和我们看待自己的方式。

在没找到适当的词语之前，我不会使用其他言辞，尤其是当这些词语涉及航海或者是鼓舞人心等方面时。当我为领航集团总部举行开幕式活动时，想起受人尊敬的华盛顿大教堂主教小弗朗西斯·塞尔（Francis B. Sayre Jr.）于1976年7月4日在“高桅船”驶入罗德岛新港时所做的布道。他的话使我想起了“领航”这一词。在创业初期，我们顶着狂风巨浪前进。成功似乎遥遥无期，我们不得不顶着逆风，与命运抗争。而从1983年总部落成典礼至

今，我们经历了一段风平浪静的美好时光，微风和潮水伴我们前行。这与塞尔主教关于美国的充满激情的演讲何其相似：

水手们知道人们后来会慢慢忘记这一切：在上帝的海洋里航行，只有随风起帆，据风向和深海潮水的流向适时转舵，否则任何航线都无法到达目的地。

在云朵中，在天际线边，在巨浪喧嚣的波浪中，航海家细心观察着各种迹象。敏锐是航海家识别有效迹象的眼睛。有了这双眼睛，航海家才能判断出上帝为他准备的是狂风暴雨还是丽日和风。

若船长足够幸运，发现天堂吹来的风向恰好与他的目的地方向一致，那船长只需扬满船帆，任船在风中摇晃，一路轻松而愉悦地急速飞驰。这与美国现代的情形一致：富裕而轻松，在整个航行中，人们只需乘着潮流和微风航行，人们都懒洋洋地躺在在甲板上。

但是，大部分时候，我们需要逆风前进。尽管与到达目的地的方向完全一样，但我们必须抢风行驶：不断来往反复，迎风航行，风拂过脸庞，雨撒落腿上，紧绷着身体以发白的手指按压住浸湿的航柄，谨慎调整着载货量使船只到达最佳状态，在逆风中争夺自己梦寐以求的命运。

此时，你的航船一定要牢靠坚固、结实紧凑，如有生命般灵活地穿梭于风浪之中；此时，水手们也斗志昂扬，在面对比他们更强大的力量时自强自尊，毫不怯懦。

仆从式领导

第五个领导力素质是具备仆从式领导（Servant Leadership）的观念。这看起来似乎有点自相矛盾。最初我也并未很轻易地理解这个观念。事实上，至少在领航集团创立的前10年里，在我们还是一个小公司时，我很可能被认为是个独裁者。我认为，自己使用权力并不是为了获得权力本身，而是为了在现实世界中实现我的创意（尽管人们对此持怀疑态度），也是为了组建一个比传统商业企业所预期的具有更高价值的公司。我一直在努力尝试，用我的才智去开发和执行新的投资方案，运用我的道德力量向企业里注入诚信、公平交易、正直和尊重个体等品质，以期其在激烈的竞争中能够生存下来并蓬勃发展。

很多年来，关于如何运营企业，我仍然思绪紊乱。而自经营理念形成以来，我在日常的全公司会议上向我们的船员讲解它，我甚至还在1987年推出了一个很详尽的“领航集团价值手册”。也正是在那段时间，我开始阅读罗伯特·格林利夫（Rober Green-leaf）的著作。罗伯特·格林利夫是美国电话电报公司的高级执行官，MIT斯隆商学院和哈佛商学院的客座讲师。他向我介绍了“仆从式领导”的概念，以及这样的一个模型结构：在其中，每个人既是领导，也是仆从。

格林利夫论“仆从式领导”

格林利夫相信，仆从式领导的观念在使企业更加人性化和事业更成功方面，能发挥重要作用。在职业生涯中，他为此进行了大量的演讲、教学和写作。对我而言，我对他的观点非常熟悉。他在《仆从式领导》（*Servant Leadership*）一书中写道，领导力的真谛是在前领路，这种态度源自对奇思妙想超乎寻常的开放心态。尽管领导者知道前面充满了不确定性，甚至充满了艰险，但他依然号召：我要向前，跟我来！（我相信他说的不仅是一种关于

公司领导力的新想法，还包括企业倘若要成功，其中各种形式的领导力所必须处理的无数任务。）

他认为商业并非是次要的，而是核心的内容。他非常关注如何建立一个具有开放性视野的卓越公司：

让我们能从众多竞争对手中辨别出一家卓越公司的，并不是那些通常用来区分公司的指标，比如优秀的科技，出色的市场分析或者更好的财务基础等；而是关于梦想的非常规思维：商业目的何在，如何分清主次，以及如何组织。它有激进的哲学体系和自我形象。从传统的商业智慧来看，它根本就不可能成功。但是显然，极少成功的竞争者会说：“企业所拥有的这种想法没有用，我们没能从中学到什么。”

有时候，企业关于自身梦想的非常规思维来自于开放性视野。在现代社会里，开放性视野难能可贵。在一个稳定的社会中很难提出强有力的开放性视野。但是，完全缺失这一视野，会禁锢我们的命运。尽管怀念过去那个完全传统的社会令人欣慰，但我们不可能倒转回去。世界一定会改变，有时甚至是巨大的改变。

然而，很难提出开放性视野只是原因之一，另一原因是能够概述自己的想象并能够清楚地表达出来，同时兼有尝试的冲动和勇气的人太少。但仆从式领导能清晰地预言，他们将会带来这种充满关爱和服务型社会所依赖的开放性视野。因此，世界上肯定会有他们的一席之地。

领航集团能否称得上是一个优秀的企业，我把这个问题留给比我更聪明和更客观的人来评判。但是，我相信领航集团已经做到了。我可以果断地说，它是一个目标明

确、主次分明、为客户服务组织得当的非常规思维的产物。我们敢于与众不同，而且看上去经营得还很好。

领航集团从一个小企业成长为巨型企业，其领导力的挑战已经发生了根本性变化。格林利夫先生对此也有一些想法：

小企业与大企业的分界线在于：在一个人的领导下，企业能否运行良好。如果企业在很大程度上依赖于某个人的驱动力、想象力、鉴赏力和判断力，那么它将很难意识到什么时候已经越过这个分界线了。而企业最大的风险可能就是维持现状、停滞不前。

在这一点上，领导者必须建立一个管理工作流程的机制，要达到一个大企业长期最佳的业绩表现，第一步就是由作为受托人的董事会来管理。这样的机制更有可能吸引并保留大量有能力的人才。以便使企业更大、更强、更有持续性。若企业在小规模时运营很好，在大规模时也能够继续运营。

成功的领导者必须接受把个人企业转变为机构这种令人兴奋的挑战。这一机构由一群能力出众的人组成，具有自治和创造的动力，对其已有的显赫声望能够进行扩张甚至继续强化具有包容性。

只有时间能够证明我们能否迎接这一挑战。用格林利夫的话来说就是：

当目标清晰而且全面，机构的员工知道应该做什么，并且无需指示就能各司其职，这样，他们才能够在正确的时间做正确的事情。这需要一个强势的领导将所服务对象的利益置于首位，这样做是为了确保每个人都能够贡献出

自己的全部力量，以确保企业能够在所在的领域里持续领先。

只有这样，我们的目标才可能达到。

格林利夫先生清楚地阐述了卓越的服务机构这一概念，卓越的服务机构有极好的声望和更高的效率。他认为，应该正确理解领导者和追随者的关系。因为“在机构中，每个人既是领导者，也是追随者”。他又补充了很重要的一点：“如果机构想以一个仆从的身份获得成功（这正是领航集团所要求的使命），那么只有那些愿意帮助他人的仆从，才适合被授权做领导。”对于这一点，我想补充道（我认为格林利夫先生会同意的）：

正如领导给予追随者力量一样，领导也从追随者那里聚集了力量。无论如何，很难知道这种哲学与我的哲学相一致，是否仅仅是一个如黑夜中随机分子相碰撞那样令人高兴的意外，还是一个伟大理念的神秘多面性的强有力证据，或许兼而有之。无论如何，它都是我对领航集团管理之道的重要部分。

挫折和执著

可能会令你吃惊，**我认为挫折是领导力的另一个重要素质**。生活中，来之不易的东西往往更美好。1951年我加入了惠灵顿基金公司，后来成为它的总裁，但在1974年我被解雇了，有点心灰意冷。但恰如凤凰涅槃，过去痛苦燃成的灰烬有了神奇的改变。如今的公司出现在共同基金业的“先锋部队中”。挫折，在早期创业时如瘟疫般折磨着我们。想象一下吧，我们的新公司所管理的共同基金曾连续80个月出现净现金流出。但从这些逆境中，我们学到了很多重要的原则，也增

强了实力。多年后的今天，我们仍然不时遭遇挫折。我们的成功早已淹没了这些挫折，当然这是题外话了，但我们必须不断从挫折中学习。

如果你注定会遇到挫折，那么就务必要努力奋斗。**另一个领导力素质——执著，在奋斗中至关重要。**因为将我们的公司结构和经营策略带到全面开花的阶段，需要花不少时间。由于我们极其谨慎的董事们不乐意再次尝试这种新的共同治理结构，我们从一开始时就遇到了重重困难。早些年，我们不断努力，一直坚持追寻最初梦想。开始时我们只做基金公司的行政管理者，后来成为指数基金经理，又成为基金发行者，直至后来征服了出于好意但被误导了的证券交易委员会。1981年，我们为传统的积极投资管理承担第一直接责任，而到今天，我们完成了最后一步，形成了产品齐全的基金集团。7年之后，我们的共同治理结构终于准备就绪了。（当前内部管理的资产高达2 600亿美元，占总资产的60%。）这并不容易，毕竟任何珍贵的东西都来之不易。**我想我们能把坚定（如果你乐意也可称之为执著）列为领导力的第六个素质。**

耐心和勇气

同时，**执著也是与领导力的另一个特征——耐心相伴相随的。**我最喜欢提及的例子是我们开创了市场指数基金。如今，市场指数基金已经成为“行业的宠儿”和“热门产品”。我着迷于以下见解：以最小的成本匹配股票市场，随着时间的推移，一个低成本的被动管理型基金几乎已确定会超过大多数高成本的主动管理型基金的业绩。1975年，领航集团创立了第一只指数基金。但是，这个全新的具有创造性的想法却遭到了同行的鄙视。然而，我们的耐心和执著使我们坚持了下来。

未来的领导力

成功的领导力包括哪些要素？在《金融服务业的领导力》（*Leadership in Financial Service*）中，史蒂文·戴维斯（Steven I. Davis）通过对全球金融服务行业的调查，找出了20世纪最成功的金融领袖所具备的特征。他的观点与我非常类似，只是他的观点是建立在大量的客观事实基础上，而这正是我所缺乏的。以下内容是戴维斯在他的研究过程中所找出的领导力所需具备的特征：

视野。成功的领袖拥有领导者所具备的广阔视野：奋斗的方向或者洞察力，为达成目标所需的整个流程，以及每个人在这个流程中的职责。

核心价值。成功的领导力要求尊重个体和正直的人品。从长期来看，领导力的连续性对于共同的价值观、企业文化至关重要。

领导力的执行力。既然已经确定了方向和价值观，领导者的下一步任务便是表示达成目标的坚定决心。领导者必须花费大量的时间与公司的各个阶层进行交流，从一对一的对话，到在成百上千的同事面前演讲。领导者必须为艰难的决定负直接责任，必须展现出个人的性格特征，以便他的追随者能够知道，与他们共事的是一个他们可以认识清楚的实实在在的人。

化解冲突。虽然领导者渴望尊重他人意见、让公司的每位员工团结一致，但有时候他必须做出或许与同事观点完全相反的决定。因为公司的创立者必然会选择他认为最佳的方向。

精力。在令人疲惫不堪的传达领导信息的过程中，领导者也要事必躬亲，以身作则。它要求对制度和信息负完全责任，这不仅仅是一项任务，更是对个人精力的极高要求。

毫无疑问，领导力所具有的某些特征，并不能够划分到某个简单的原则集合中。它们是个人独特的特征，随着个人的经历、智力和性格特征的不同而不同。即便如此，戴维斯还是为未来的领导者建立了一个前行的路标。

1976年，我们的指数基金首次发行规模预期为15 000万美元，但最后仅达到1 100万美元的规模。在1977—1982年间，与大多数的基金经理相比，标准普尔500指数的回报率显著落后。6年之后，我们的指数基金规模才达到初始的募集目标15 000万美元。即使在共同基金业急速发展时期，直到1990年，第一只指数基金的规模才达到10亿美元。此时距其成立已有15年时间。但我们耐心而有效地经营着基金，见证着它超过主动管理型的基金经理们，额外回报率稳步增长。我们曾经很确信，指数基金将如我们所期望的一样运行，这被证明是对的，甚至不止于此。指数化现已迅猛发展，指数化资产规模已达15 000万美元的领航集团，有28只基金跟踪着各种市场指数，这无疑已经成为基金业的领袖了。耐心最终获胜了。（笔者注：我曾经收到了一位基金持有人的来信，他在信中是这样描述我的：“对于操作缺乏耐心，但对于结果非常有耐心。”这好像是对于指数化方法足够精确的描述。）

作为我冗长论述的结束语，我试着谦卑地给你们讲述领导力的最后一项特征：勇气。有时候，一家公司必须有一个艰苦的创业过程，必须有坚持自己信念的勇气，不管是逆境还是嘲笑，都要奋勇前行。领航集团在共同治理的结构上，在低成本和投资者公平待遇的推

行上，在稳健的投资哲学上，在市场指数基金上，在回避热门产品、市场营销策略、地毯式轰炸的广告策略上，都是一个完全与传统观念背道而驰的公司。尽管在当今的基金业，地毯式轰炸的广告策略是如此的大行其道。有时候，当变化无常的风格处于支配地位时，坚持到底需要巨大的勇气。但是，我们始终坚守自己的信念：**尽管感知和现实间存在一定差距，但从长期来看，现实获胜只是个时间问题。**

命运伸出援助之手

机遇、充足的准备、预见性、目标意识、激情、仆从式领导、挫折、执著、耐心和勇气。就我个人的经历而言，这9条主要特征对有效的领导力至关重要。在我职业生涯的暗淡岁月里，对我个人而言，命运昭示我最好能够拥有这些特征。为了应对身体的衰弱（特别心脏衰弱），我深深地学会了我能够、也是每个人都能够掌握的特征：执著、耐心和勇气。1995—1996年间，在接受心脏移植手术之前，依靠静脉注射维持生命，我在医院忍受了128天的煎熬。没人能够想象我得到的新的心脏（生命中奇迹般的第二次机会），赐予给我重生的力量和十足的喜悦。奇迹给予我的部分喜悦，来自于余下的年份里，我能够继续引领和拓展我的智力工作，将常识引入到共同基金投资和共同基金业的结构中。我也能够继续我的道德追求，将更高级的商业管理理念带给全世界。

十年以后

领导力

1996年，我从领航集团董事长兼首席执行官的职位上卸任了。1999年，我的领航集团高级委员会主席的职务生涯也结束了。即便如此，虽然10年时间过去了，对于前一

版的关于领导力章节的内容，我觉得并没有多少新内容可以添加。我现在的官方管理职务，仅限于博格金融市场研究中心，其为2000年设立的领航集团下属的一个单位。包括我在内只有4名职员，主要研究共同基金、证券市场、美国企业、经济和金融体系等。大多数研究在我持续的演讲中可以找到（在我的电子博客www.johncbogle.com上，你可以找到400多份演讲稿）；在我持续写作的专栏中可以找到（包括2009年的两个，总共有20多个专栏吧）；在我所著作的书中可以找到，包括新版的《共同基金常识》，总共有8本，还有几本正在筹划中。

虽已是耄耋之年，但为了帮投资者构建一个更好的金融世界，我仍然在继续奋力前行。我的精力依然旺盛，也有种深深的责任感，我应该充分利用老天赐予我的余下时间（13年前，我接受了心脏移植手术，并且奇迹般的活了下来）。当然，不管我喜不喜欢，我确实老了！但是，正如我在2009年晨星会议上所说的一样，最近这些年，当我面对身体的严峻挑战时，对于一个已经多活了13年的人来说，我认为去抱怨人类生存这个微不足道的挑战是很不明智的。

正如我在2009年写道的，我突然发现，我在本书第一版最后一段中所暗示的领导力很有先见之明：智力领导力和道德领导力。当然，这些品质要求的是不同于传统的公司领导者或者投资领导者所需具备的领导才能。即便如此，我仍然坚信，即使在传统的分类中，最好的领导将会在智力和道德领导力上都表现完美。这个无法动摇！

在过去的10年间，我极力展示的智力和道德领导力的主要形式已经在我的书中显示出来。（是的，是我用灌墨

水的钢笔和带条纹的便签簿亲自写的。对我而言，将一个人的名字写在其他人的著作中，并不是很道德。）我的第一本著作《博格漫谈共同基金》（*Bogle on Mutual Funds*）写于1993年。本书的第一版于1999年出版发行，接下来出版发行的是，2001年的《约翰·博格论投资：最初的50年》（（*John Bogle on Investing: The First 50 Years*）“金融领域的伟大理念”系列书籍中的一部分）；在2003年出版的《品质制胜》（（*Character Counts*）收录了我对领航集团员工做的演讲含评注）；在2005年出版《为资本主义的精髓而战》（*The Battle for the Soul of Capitalism*）；在2007年出版《投资常识》（*The Little Book of Common Sense Investing*）和《够了》（*Enough*）；在2008年出版《货币、商业和生命的真实测量》（*True Measures of Money, Business, and Life*）。

我热爱写作、热爱英语，热爱所从事的研究，热爱严苛地编辑自己的文档，我（通常）热爱评论家、媒体、博客主，特别是读者的反馈。他们并不都是很友善、支持的，有一小部分人根本就不在乎我的作品，他们的行为让我很失望，甚至很生气。（毕竟我也是一个人啊！）但是，绝大部分人给了我作品很高的评价。比如说，在亚马逊上的300条评论中，有90%的评论给了我的作品四星级或者四星级以上的评价，其中有80%的评价是五星级。我的书籍总共已经出售了80多万册。谁知道呢？或许某天会超过100万册。然而对于我而言，真正的奖励并不是看到作品被大家接受的喜悦（也不是版税收入，我都捐给了慈善机构），而是我一直努力尝试在公民之中推广的智力和道德

领导力，已经找到了大量的受众，不仅仅是在美国，还包括全世界。

第22章
人性化：客户和员工

从领航集团的创立，到1974—1981年间的顽强拼博，再到个人领导力在磨炼当中的提升，这些对我而言，都是喜忧参半的事情。每次刻骨铭心的失败后，最终都会是柳暗花明。直到1981年现代领航集团完全形成时，我们才开始踏上坦途。但即使在早年经历惊涛骇浪、前途未卜和生死难料的时候，我仍然想着那些人，那些与我们一同奋斗的和我们为之努力服务的人们：这就是我所说的人性化（Human beings）。

如果简单化是我们投资法则的核心，那么人性化便是我们管理法则的核心。这么多年来，当描述我的客户和员工时，我逐渐喜欢提到“人性化”这个词。1997年12月，我在哈佛大学商学院做了一场报告，关于人性化是如何促使领航集团成为哈佛大学所谓的“服务杰出公司”。我曾要求同学在他们读过的关于公司战略的书中找找“人性化”这个词，据我所知，没人能够完成这一任务。但“人性化”确实是我们发展的关键要素之一。

这么多年来，我经常说，应该把服务对象看成“怀揣个人理财目标、诚实而又踏实的人们。”这则信条既没有提到总的资产规模，也没有提到广大的投资者；既没有提到市场份额，也没有提到公司战略；更没有提到对于财务控制、技术支持和关注市场营销的需求，尽管在某些程度上，这些都是必须的。但较之于我们的首要目标：为客户提供力所能及的服务，它们仍然是次要的。坦率、诚实而公平地为他们提供服务。踏踏实实管理好客户委托给我们的资产，就如同对待我们自己的资产一样去对待他们的资产。这项任务并不复杂，但既然说到，最好每天都能够做到。

无须多言，“人性化”的概念也应该能够适用于领航集团的员工。大家都在领航集团谋一口饭吃，推己及人。这其中的关键是：**尊重他人，意识到即便只是一个人，也能够有所作为。**基于我们的员工为基金持有人所创造的价值来论功行赏。我们的员工几乎让我舒舒服服地过了25年，这些功劳应归功于他们。

在最后一章，我对于与客户和员工如何相处有一些看法，这个看法并不复杂，但是它会对与投资者、与员工之间的传统关系产生深远影响。当你把投资者当作一个个体时，你肯定会寻求与客户之间的信托关系，而非与消费者之间的商业关系。当你将同事当作一个个体、而非是简单的雇用关系时，你就会采取一些尊重他人、奖励他人付出的措施。总之，“人性化”必须体现在公司的方方面面。

十年以后

博格迷组织[87]的兴起

在1999年此书前一版出版时，有些人就问我：“在一本关于投资的书籍中，还有一章专门讲述人性化，这到底是为什么？”我稍显严肃地回答说：“你认为我们的投资是为了谁？”无论如何，对于关注“人性化”的策略，我一点都不后悔。“人性化”以各种各样的方式出现在我所著的每本书中。

我逐渐认识、喜欢上了成千上万谦卑的人们，这些好公民是数以百万计采纳书中所描述的稳健投资策略的投资者中的典范。他们也享受了这种策略的好处。

《共同基金常识》前一版在1999年出版后没多久，我关于人性化是稳健投资过程的核心和灵魂的观点就得到了

证实。2000年3月10日，在佛罗里达州（Florida）的奥兰多（Orlando）的《金钱秀》（*the Money Show*）访谈节目中，我首次遇到了泰勒·拉里莫尔（Taylor Larimore）。他是一名退伍军人，曾经在美国“最伟大的时代”[88]服役，现在是一个快速成长的组织的非正式领导人。这个组织是由一群有社区意识的、主要依靠自学的和正直的投资者组成，他们很快成立“博格迷”（Bogleheads，原来被称作“领航的死忠分子”[Van-guard Diehard]）这个组织。泰勒和我一见如故，10年时间过去了，我们的友情日笃。

不管是从个人的角度，还是全局的角度来说，博格迷组织都积极拥护领航集团投资简单化的理念——经济、效率、高质量的广泛分散化投资组合和低成本，最重要的是，常识性的关注长期投资的明智以及短期投机的愚蠢。他们也相信领航集团的信托哲学，坚信基金持有人的利益高于一切。

在晨星网（Morningstar.com）的一个专用网站上聚集了许多年后，2007年博格迷组织成立了自己的网站（Bogleheads.org），代表他们使命的口号如野火般迅速蔓延开。现在每天大约有9 000人访问博格迷组织的网站；每个月有超过10万名投资者访问该网站，点击率超过30万次，集体钻研着网站上的上百万条帖子。这个论坛是信息的聚宝盆，关于投资领域的各种话题，撰稿人和网站访问者都毫无私心地互相帮助着。

在2006年，博格迷组织中的三个人泰勒·拉里莫尔（Taylor Larimore）、迈克·林道尔（Mel Lindauer）和迈克尔·勒伯夫（Michael LeBoeuf）聚在一起，为投资者

撰写了一本杰出的自助书籍《博格迷投资指南》（*The Bogleheads' Guide to Investing*），此书很快成了畅销书。在2009年，博格迷组织成员理查德·费里（Richard Ferri）和劳拉·多乌（Laura Dogu）邀请原书的两位作者泰勒·拉里莫尔和迈克·林道尔出版了续集《博格迷退休计划指南》（The Bogleheads' Guide to Retirement Planning），此书很快赢得了读者的赞赏。博格迷的故事就是成功的投资者聚在一起，形成一个交流社区，传播他们简单投资智慧哲学的，分享他们的个人投资经历。

2000年在泰勒的迈阿密公寓中，享受着泰勒妻子做的丰盛晚餐，我第一次与大约20位博格迷们见面（“博格迷Ⅰ”），自那以后，这些对领航集团的法则抱着坚定信仰的人们每年都会聚一次。比如说，2004年在丹佛（Denver），2006年在拉斯维加斯（Las Vegas），2008年在圣地亚哥（San Diego），最近的一次在2009年，在达拉斯（Dallas）（“博格迷Ⅷ”）。在那里，这些聪明、愉悦的投资战士们被再次召集在一起，分享他们的投资智慧、投资经验，分享他们生活和职业生涯中的故事。

除了2009年由于疾病原因不能够前往，我参加了每一场聚会。与这些“怀揣个人理财目标的、诚实而又踏实的人们”（我曾经如此描述领航投资者们，并且将一直这样描述他们）相聚，是我漫长的职业生涯中最精彩的事情之一。

是的，投资就是与人性化密不可分。

把投资者当成个体对待

当“人性化”成为公司的核心时，一些举措自然随之而至。**我们的首要目标就是帮助客户在投资活动中追求个人的成功，达到个人经济上的和情感上的目标。**成功的投资能够帮助客户完成个人目标，比如买房子、支付孩子的教育费用、享受舒适的退休生活。倘若投资失败，则这些基本的个人目标就无法达到。在长期的牛市中，共同基金业看上去就忽视了这些现实。基金公司不是为了帮助投资者建立长期、谨慎的投资计划，相反，它们采取了激进的营销策略。许多基金都采取了不够谨慎的投资策略，尽管身处长期的大牛市中，但他们的基金持有人仍付出了巨大的代价。当投资回报率最终回复到基准水平时，许多基金持有人会大失所望。另一方面，**“人性化”的公司所扮演的是受托人的角色，而不是激进的资产集聚者的角色。他们努力维护受托人的价值：坦率、正直、信任和公平交易。**这些公司更可能预测到金融市场中即将到来的风暴。

这些价值是如何对领航集团的交易产生重要影响的？坦率，就意味着在与基金持有人交流时，我们必须遵循完全公开的策略：告知基金持有人全部事实，别无他法。这个策略看上去并没有什么特别之处，但是在共同基金业的促销材料和与基金持有人的交流中，却明显缺乏足够的坦率。股票市场的长期回报率没有经过持股成本的调整。基金广告大肆宣扬它们过去的业绩，而过去的业绩在将来却不可能重复。基金的章程中也没有陈述成本的重要性。基金年报中也往往疏于探讨特定投资策略中的内在风险。当我们把投资者看成是个体而非目标市场时，我们就会意识到，当顾客想要获得成功的投资时，他们需要的是直言相告和常识：坦率地谈论风险和回报率；与基准和同行相比基金成功或失败的概率；对平衡投资项目的基本原理进行评价；关注成本对长期投资回报率的影响。

坦率加强了受托人和客户之间关系的第二个因素：正直。归根结底，正直就是信托的能力：当机构投资者自身利益与客户利益相冲突时，客户利益应当放在第一位。领航集团投资成功所赚取的收益累积

到了基金持有人身上，而不是管理公司身上。领航集团这种独特的公司结构减少了许多金融机构及其客户之间潜在的利益冲突。然而，正直需要一些额外的举措，这些在公司结构中并没有被提到。**正直意味着在各种关系中，需将客户放在第一位；意味着应当进行谨慎性投资，满足特定的投资目标是唯一的目的；也意味着要在广为接受的商业指导法则下严格地经营运作。**这些举措并不是来源于组织结构或者策略手册，而是来源于这样一种认识：客户作为个体，应该得到最大程度的尊重。

与正直紧密相关的是信托关系中的第三个因素：公平交易。我们保证尽力来服务客户，与他们所投资的资产类别或市场板块相比较而言，我们确信他们的投资成本是低廉的，且投资回报率是尽可能高的。商业利益和组织的信托责任之间经常产生冲突。服务于个人的组织结构需确保信托责任置于首位。以一个潜在的冲突为例，在1996年，一个机构投资者想在领航短期固定收益基金中投入4 000万美元，这笔资金约占基金资产规模的10%。为了满足它预定的财务计划，他打算在2个月之后赎回他的财产。在这位客户的角度来看，这个协议是双赢的：对于领航集团而言，这名新的基金持有人带来了一笔巨大的资产；对于这名客户而言，通过买进、卖出投资组合而无须支付交易费用，这么一大笔资产能够为他赚得相当可观的回报。

对于致力于客户利益最大化，而不是盈利、资产规模和市场份额最大化的机构来说，是不会对一个临时基金持有人感兴趣的。通过买入、卖出投资组合，如此大规模的短期交易，势必会强加给其他基金持有人不必要的交易成本。我们拒绝接受这笔单子。这位投资者恼羞成怒地告知我们，他将告知他的同行“再也别与领航集团有生意上的往来”。另外，他将此事见诸报端，出现在《华尔街日报》“货币与投资”版的头条上。报道称，这位客户“毫无疑问，在其他共同基金公司中发现了许多同样愤怒的人们，特别是当如此大的一笔投资能够为基金公司带来约3万美元的管理费用时”。然而，如果接受这笔投

资，赚取这笔费用，将会使基金公司的商业利益凌驾于其余基金持有人的信托责任之上。对于这篇描述我们拒绝了一笔4 000万美元单子的文章，外界反应异常激烈。我收到了大量来自于我们基金持有人的信件，他们100%都支持领航集团的立场，这些信件都称赞这种行为，以至于我觉得应该给《华尔街日报》的编辑写封信，称“我仅仅是选择这条光荣而合乎道德的道路，就受到了公众如此拥护的关注，内心反而觉得有点局促不安。”

十年以后

信托价值

在前一版中，我将正直作为信托价值的关键因素之一，其实并不是很乐意，原因有二：（1）正直虽然重要，但吹嘘它似乎有点太过自私自利；（2）尽管我认识或者熟悉的所有领导都将正直看成是领导力的主要素质，但并不是每个人都在他们的商业生涯和个人生活中履行了自己的诺言。但是，我一直都是正直、坦率、信任和公平交易的。然而在这过去的10年间，金融系统中传统信托价值的履行情况，每况愈下。

信托责任在英美法系下已经存在了几百年。我最近的工作是要求我们的货币市场基金经理达到信托责任的传统标准。共同基金持有人和养老金受益人将其资产用于股权投资之中，但货币市场基金经理并没有充分尊重他们作为投资个体的权利，让他们的储蓄处在危险之中。而一个信用社会本应该保障最终所有者权益的。（在第18章中，我曾描述过我的工作日程。）

为了培育我设想的新型信用社会，必须要求联邦政府采取措施。最重要的是，请政府来设计并负责推行托管制度和信托责任是绝不会有错的。在此情况下，货币市场基金经理能够唯一地、排他地为受益人的利益服务，简而言之，就是“一仆不事二主”。

基金持有人的反应

每个人都想被当作个体来对待，没人想成为目标市场的一部分。我认为，领航集团之所以有最近几年的发展，部分原因来源于公众对它的认识。公众认为，领航集团将投资者当做一个有价值的个体，而非货币符号。在我收到的许多来自于基金持有人的信件中，一个共同的主题是称赞我们是坦率、公平、正直地与他们进行交易，帮助他们达成重要的投资目标。现在来看看一些信件的摘要。第一段来自于一位读过刚才提到过的《华尔街日报》上的基金持有人的文章：

我一直都清楚您说得对，如今我知道，您也行得正。

我和我妻子现在已经年逾50，身家过百万，无负债、已经还清了房贷。想到我们之前在一年内还从未赚过4万美元以上，想到我在30岁来美国时，几乎一无所有，头4年还在大学学习，想到这些，心里就感觉还不错。我希望您能够了解到对于像我这样的人，您有着多么大的影响，帮助我们实现了美国梦。

我投资领航的一个原因，是因为它是由博格的旧约主教形象所指导的。……将老博格比做摩西（Moses），在雷鸣电闪、乌云密布中给西纳山带来上帝旨意：简单化、简单化、简单化……其实，这并不荒唐。我希望看到领航一直坚持它的根本法则。我确定博格是一位很严厉的雇主。人们希望这

种状况能够一直持续下去。我理解，在我的家庭里，也有一位这样的成员，尽管他在53年前就去世了，但他的影响力并未减少。但是，这在公众中已经产生了共鸣，人们都乐于接受，因为这些代表着美好、纯真而真实的事物。

您已经发出的冲击波不会很快被行业中其他人所遏制，相反，会在未来很长一段时间影响深远。而那些人们，应该为他们的许多行为感到羞耻。我要心悦诚服地道一声：“谢谢您，博格！”

您“能够看清楚显而易见的事物，通过准时的操作来践行这个伟大的想法，无论如何都坚持奋勇向前”……无论在怎样的海域航行，您的智慧都会帮您选择一条正确的航线。我欠您一份人情。

您提倡回到这样一个时代：商人间的一次握手远比一纸合同更有价值。当前流行趋势只关注高薪，而不关注高质量的业绩表现和服务水平。谢谢您抵制了这一潮流。再一次代表美国所有的劳动者：谢谢您！

不管是在风格上还是在本质上，您都让我想起了我的父亲。他也经常谈起低成本、回避错误和长期的买入并持有的投资哲学的智慧。当然，他也因此收益颇丰。也请您继续传播这些常识性的投资知识吧。在一个越来越被骗子所统治的行业中，您发出了重要而嘹亮的声音。

十年以后

更多基金持有人的反应

尽管我已经很多年没有管理领航集团，但我几乎每天都呆在办公室里。并且，几乎每天，我都可以收到来自客户的精彩信件。下面有些例子：

我原以为您高高在上，但令我惊讶的是，您却站在我们中间教导我们。这令我非常感动，因为您是我们中的一员，与我们同在。谢谢您一直坚持做着正确的事情，为我们留下了一笔宝贵的财富。（这是来自于一名基金持有人的信件，在前往博格迷Ⅶ的途中，我与他在飞往加利福尼亚的航班上相遇。）

非常感激您，是您让我相信指数基金和稳健资产配置的智慧。看着我的养老金规模在不断变大，涨到想象不到的规模；对于最近的市场调整，我也并不是特别担忧。晚上，我睡得很踏实，原来一切是如此简单。谢谢。

谢谢您给我们讲述的这些古老智慧，这些智慧在您的书中四处闪光。我甚至无法想象出您体内那股激人奋进的力量。尽管克服了重重障碍，您仍然在不懈努力着，将金融福祉带给个人投资者。

这些趣闻轶事能够精确地表明关注领航集团的人很多吗？答案是：是的，确实很多。克真特研究公司[89]（Cogent Research）最近的一项研究表明：“领航集团客户的忠诚度远远高于其他的基金公司……它比其他的同行做得更出色。”其研究方法主要是针对基金客户的民意调查。调查的主要内容是询问基金客户，他们是否“肯定会”或者“肯定不会”将自己所持有的基金推荐给亲人朋友，回答的结果分为10个等级，从10（代表肯定会）到1（代表肯定不会）。

克真特研究公司将基金“支持者”的比例（等级为9和10的百分比）减去基金“诋毁者”的比例（等级从1到5的百分比），即得到了“净客户忠诚度”。领航集团获得＋44分的评定成绩，以压倒优势遥遥领先。而接下来的三家公司其评定成绩大约在＋25分左右，排名第11位（总共有38家公司）的公司评定成绩刚刚为正数，为＋1分。剩余27家公司的净客户忠诚度都为负，其中最低的公司评定成绩为－45分（！）。除了领航集团，若将其余的基金公司看成一个整体，其平均的净客户忠诚度为－13分。这个令人惊讶的结果显示出投资者对共同基金广泛的不满。尽管到目前为止，这种不满还未得到行业的重视，但迟早会被重视的。

领航集团的船员

这些信件不仅是对坦率、正直、公平交易等信托价值的称赞，同时也是对履行这些价值的人们——领航集团的员工称赞。我们于1975年开始运营，选择“船员”（crew）这个词，看上去有点过时老套了。但是如今，它已经被广为接受。它继承了英国皇家海军旗舰领航号上船员的传统：团结合作；共同抗击在航海过程中出现的每个问题（因为任何一位船员的错误操作都可能导致轮船沉没）；尽最大努力来确保航行安全平稳；不管是风平浪静还是波涛汹涌，我们都要坚定地按照既定的航线前行。

毫无疑问，任何渴望符合战舰标准的企业，都必须依赖船员的忠诚度。无论是在完成一个共同任务，或者是实施薪酬奖励，或者是面对恶劣的气候，没有领导不渴求船员忠诚的。然而，忠诚度必须植根在企业的价值观和特征中，有则教训必须提到：忠诚绝非单行道。无

论一个企业经营多么努力，倘若它不能够向员工保证并提供自己的忠诚，那么，它就没有任何权利要求为它努力工作的员工为之付出忠诚。如果一个机构关心它的客户，那么它必定会很在乎那些负责服务其客户的人们。员工是企业的核心和灵魂，没有他们的付出与努力，企业必败无疑。

在给员工做的日常报告中，好几次我都引用了MIT前主席霍华德·约翰逊（Howard M. Johnson）关于机构是如何需要员工关心的至理名言：

> 我们需要那些关心机构的人们。在一个日益冷漠的世界里，我逐渐意识到个人对机构的关心，是机构成功的必要条件。
>
> 机构是个人关心和耕耘的对象：即使它可能出现错误，做错事，但它仍应该被它的所有者、服务人员、服务对象、管理者等关心。
>
> 我们都知道，关心他人是一件很费神的事情。它不仅需要兴趣、怜悯和挂念，还需要无私奉献、智慧、刚毅和纪律。每一位有责任心的人，都应该关心在他生命中所接触过的机构。

倘若为了满足我们客户的需求，而要求领航集团的员工好好对待领航集团，我们也应该关心我们的员工。我们应当尊重领航集团的所有员工，不管是级别最高的，还是级别最低的，都应该尊重他们。我们无法容忍所谓的“大人物”瞧不起“员工”。（如果他或者她这样做，倘若让我知道了，他将会被解雇。）这项政策导致“没有额外补贴”的规则——没有租赁的汽车，没有预定的停车位，没有头等仓，没有行政餐厅。每天工作时候，我最好的方式便是能够在食堂与那些服务于基金持有人的员工一起聊天吃饭，我非常信任他们。这么多年

来，我告诉我的员工们，我们只有一条商业指导法则：**“做正确的事情，如果你不能确定，请问你的老板。”**

除了这些，为了鼓励员工的努力工作，我们也建立了正式的激励机制。其中，最重要的是“卓越奖”（Award for Excellence）和“领航团队计划奖”（Vanguard Partnership Plan）。前者是为了奖励个人杰出的成就；后者是为了奖励员工的集体努力。总而言之，这两项奖项都是为了奖励那些为客户提供有价值服务的员工。我们需要那些维护我们的价值观、公司品格和精神的员工。

卓越奖：一个人也能够有所作为

在1984年设置“卓越奖”时，我的初衷是为了奖励那些具有“领航集团精神”的员工，这项奖励每个季度颁发一次，每次获奖人数从5名到10名不等，奖励那些在工作中表现特别优秀的员工。自从那时起，有超过350名员工获此奖励。这项奖项的特别意义在于获奖者是由同事提名选出的。在颁奖午宴上，我们报出这些由广大的员工提名出来的候选人，称赞他们“付出了110%的努力”，表现出了“速度、决心、精力和聪颖”，他们是“镇定、可靠、有责任感和不屈不挠的”（仅仅是举出有代表性的评论）。作为一个服务于个体、也被个体所服务的机构，这个仪式是一个重申我们尊重个人这个核心价值的机会。

在这个日益冷漠的社会中，当官僚主义和科学技术逐渐模糊了个人的贡献的时候，卓越奖是对个人努力的肯定。每位获胜者都将获得一块刻有**“我相信即使是一个人也能够有所作为”**这句话的奖章。在我的整个职业生涯，我用这句话来认可个人潜能。在领航集团，个人能够如此，并且也确实做到了。尽管我们的规模在不断的增长，我们也承认员工是由个人组成的团队，并且，无论我们的团队规模有多大，一个人也能够有所作为。

团队：分享我们的劳动成果

如果说卓越奖是为了奖励个人的努力，那么领航团队计划奖是为了奖励在为基金持有人创造价值的过程中，集体所付出的努力。自从第一天开始上班，每位员工都是领航集团的一部分。领航集团的员工不能够投资于领航集团，也不能享有领航集团的收入分成。领航集团是由共同基金的基金持有人，而非被第三方的股东所拥有。领航集团的收入主要由相对于基金持有人回报率的价值增值部分组成，主要有两个部分：（1）若我们的平均费率与最大的竞争对手相当的话，就是我们的费用和普遍费用的差额；（2）由基金经理独特的组合管理技巧以及基金的投资策略所赚取的额外回报率（净回报率差额）。单单1998年，基于所管理的资产，我们就为客户创造了超过30亿美元的价值增值。毫无疑问，为了答谢公司员工为了基金持有人的价值增值所做出的贡献，每年节省下来的一定比例的价值必须在公司员工中分成，这些分成也仅仅是我们经营中的效率和生产率所创造价值的一部分。

自公司成立以来，我们就一直在削减平均费率。这项成绩得归功于我们独特的共同治理结构和成千上万名员工的精力和积极性。员工们不辞辛苦地为基金所有者提供着更好的服务。他们都在不断地想方设法改善服务质量，为基金持有人节约大量的费用：在万维网上引入节约费用的服务，开发更有用的会计财务报表，减少重复邮件，提供大信息量的税负报告等，这些仅仅只是列出了一些。领航团队计划奖是为了奖励这些集体所付出的努力。

每年春季，我们会在领航集团集体郊游时派发集体支票。支票面额大约占一名员工年薪的30%。毫不奇怪，为什么如此多的员工对在瓦利福奇（Valley Forge）公园的一个硕大帐篷下的聚会如此感兴趣，他们还可以倾听关于领航集团公司价值的饱含信息、极富希望、具有启发性的评论（我的评论被称之为“布道”，但我不确定这话是否是

赞美之词）。这些年来，我定期地提醒团队，我们参与的是一项重要的工作——为基金持有人服务，而领航集团的每个员工所付出的努力都产生了巨大的影响。在一个尊重个人价值的公司里，每个人的参与感是很明显的。下面的内容摘录于我现在或以前收到的员工信件(90)，即可证明这点：

恭喜你创立了领航集团，它是我们所有员工引以为豪的资本。很少有公司拥有如此高的道德和诚实标准。你所谈到的最美好事情是，你总提醒我们在别人的生活中，我们的重要性与我们肩负的伟大责任。

离开领航集团已经有4个月时间，我也终于有机会来仔细想想这个机构，以及对于它的领导和员工而言，领航集团意味着什么。有三件事情最让我怀念：员工、对这项事业的热爱和一个显而易见的强有力的领导。

这家公司给我印象最深的，是所有同事积极向上的态度。这里的环境很独特，在行业中很难再找到。我所接触的每个人，看上去都在享受自己的工作。我曾经自问，为什么所有人都对领航集团如此满意呢？因为领航集团优先考虑员工的个人福利——提供广泛的受益和晋升的机会，培育友好互助的氛围，以及管理层真正的关注员工的福利等。

谢谢你给我的这个机会，能够为您这位伟大的船长服务，我感到很荣幸。你的领导才能、细致入微和正直不屈的精神是我努力模仿学习的榜样。你每天以身作则，对我的生活产生了巨大的影响。

领航集团今天的成功，在很大程度上归结于你教给我和成千上万的现在及以前员工的价值观。你的价值观渗透到了机构之中，它确实起到了作用！在公司为员工“做了正确的事情”的时候，也要求员工为客户“做正确的事情”。通过

每天简单而强有力的生活教训，这种理念不断在我们身上得以加强。

十年以后

领航集团的员工

当我结束了在领航集团的管理工作后，就经常与获得卓越奖的员工（每个季度大概有10人）聊天。每次交谈的时间大约一个小时，谈话的内容广泛，涉及私人、行业以及投资问题等。到目前为止，谈话的次数已经超过300多次，我确信我对员工高昂斗志非常了解。以下三封来自员工的邮件就可证明我的自信：

我们当中的许多人都坚信你合乎道德的投资方法。你创造的文化成就了一个如此伟大的公司，最重要的是，对于我们的客户而言，这也是一种了不起的经历。

谢谢你创立了这个公司，作为其中的一员，能够为它效力，我感到无比荣幸。在我第一天加入领航集团的时候（在1988年），你欢迎我的手势令我无法忘怀。当时，你在走廊里拦住了我，不但做了自我介绍，还与我握手示意。

10年前，在我获得领航集团卓越奖时，曾与你一起共进过午餐。我们一起聊天，谈论我喜爱的考古学，谈论你参观史前巨石柱的经历，谈论你看见太阳透过浓密的乌云普照大地时的感受。从那时起，每当我看到阳光透过乌云射穿云层的时候，我就想起了那次谈话。我曾告诉你，我没打算在领航集团呆太久，但你说，即使我在领航集团再

工作10年，你也不会感觉到诧异。确实，我确实在领航集团扎根了。我拥有一位美丽的妻子和三个漂亮的女儿，在我们的机构中从事着一些极富兴趣的挑战性工作。谢谢那天的谈话，谢谢在领航集团的美好回忆，谢谢你创立了一个如此好的公司。

当然，从我收到的来自于员工的千百封信件中只引用这几个例子是很有限的。但是，我没有其他的表达途径了，我们称之为战舰的领航集团拥有如此多优秀的员工，他们都深刻领悟了我们成立公司的价值所在。信任与被信任，不仅是一种合适的道德策略，它有可能还是一种获胜的营销策略。

黄金法则

领航集团的经历，是未曾料到的环境和不寻常理念的独特结合体，这些理念关乎企业家精神和领导力，在第20章、第21章中，曾有过详述。部分原因归结于命运的转变和灵感的突现，但我认为领航集团现在的成就其关键在于它秉承着“人性化”的理念。如同本书中的其他道理一样，将人们看成是单个个体的想法是一种常识。简而言之，黄金法则就是：**己所不欲，勿施于人。**一旦一个公司将这些理念奉为组织的核心价值，将客户和员工们看成是“怀揣个人理财目标的、诚实而又踏实的人们”的时候，最终结果就能够实现公司的成就。

许多人认为这种愿景是乌托邦式的。我也不会傻到希望共同基金业里的每家公司都是这样的金融服务机构：**严格要求自己、遵守纪律，遵循简单的投资策略和黄金法则的服务策略，将自己的将来寄托在极易犯错误的人们手中，并且不管在惊涛骇浪还是风平浪静的**

时候，都与客户保持着友好的关系。然而，正如《国家》杂志的专栏作家克里斯多夫·希钦斯（Christopher Hitchens）最近所说：“人不能仅仅生活在乌托邦的世界里，但是正如奥斯卡·王尔德（Oscar Wilde）的诙谐评论，一个没有乌托邦的世界根本不值得一看。”以托马斯·潘恩所固有的常识，他也会极其赞同这一点的。

十年以后

依然是一个乌托邦愿景

10年时间，沧桑巨变！过去的10年里发生了很多意想不到的事情，有些令人愉快，有些让人恐惧，然而它们之中有很多注定要载入史册。然而，和我2009年所写的一样，1999版《共同基金常识》总结部分的乌托邦式愿景至今仍然如故，还是一座未被认识的、尚需多年才能发出智慧的光芒与希望的灯塔。但为投资者培育一个健康的共同基金业，依然是我矢志不渝的使命。

后记

为了构建一个简单、合理、有效的基金组合，我们已经穿越了关于投资策略、投资选择，以及投资业绩等方面的知识海洋，结束了我们的常识之旅。如果能够遵循前面所阐述的投资原则，那么，我确信你将成为一名非常出色的长期投资者。同样，我也毫不怀疑，较之于传统谨慎、严守纪律的投资组合管理，共同基金业将会成为回报极高的投资工具。当然，这种变化最好是基于一个适当的治理结构，其中关注的利益主体并非基金经理，而是基金持有人，即基金业需要为之负责的个体。

正如我最后一次提醒你的，在构建投资组合或是在基金治理过程中，常识十分重要，同时我还要重点指出的是，把“常识”作为本书题目具有启发意义。托马斯·潘恩所描述的美国殖民地居民所遭受的不公正待遇和共同基金持有人回报不足的现象之间的相似性，并不仅仅是一个偶然。了解了共同基金与基金持有人关系的背景情况，我们就会发现，潘恩在《常识》中的一些话看起来具有石破天惊般的先见之明。

> 潘恩论代议政制的逻辑：“……随着殖民地的扩张，公众关注点将不断趋同，但社会成员之间的地理性分割会造成社会成员集体出席于每个场合变得相对不便……这就会催生便利的代议制度，即社会成员同意每个人让渡一定的立法权力，由一个选定的成员代为管理，这位个体成员应该站在选举人的角度，按照成员整体的行为方式代为表达所有成员所关注的公共事项……我提出了我对政府形式的本质的想法——它不能够被任何权术颠覆。越简单的事物，它就越不容易失调；当失调时，它也更容易修复。”

理论上，由数量众多、个体权力有限的基金持有人集体选举出来的董事会，应代表基金持有人的整体利益。在共同基金业中，董事会成员忽视自身使命时，与政府结构中相似的情况就发生了。这种制度安排的优越性在于其简单易行，但实际上却出现了无序的结果。现实中，如果共同基金通过合同把所有的操作都委托给外部管理公司，那么基金就不再能够控制外部管理层，而是被外部管理层所控制。经验结果显示，由管理层选举出来的高管或者是董事会成员，他们都没有像宣传中的那样与基金持有人休戚与共。董事会通常更倾向于先满足共同基金管理公司的需求，其次才关注基金持有人的利益诉求。以下是潘恩论对独立性似是而非的辩解：

> 这些殖民地持续承受很多实质性伤害……都源于与大英帝国的联系或身不由己的依附。当然，我也听闻一些人断言，美洲的繁荣正是过去同大英帝国联系的结果，他们通向未来幸福的必经之路就是保持相同的联系，发挥相同的作用。没有什么能比这样的辩解更虚伪的。按照以上论断的逻辑，我们可以得出这样的结论，一个孩子如果能够通过喝奶而茁壮成长，那么他永远都不需要吃肉，或者说我们生命的头20年将成为接下来20年的前例。

在将近20年的时间里，基金持有人已经从他们的基金投资中获得了可观的回报。但考虑其成本较高，他们也错过了在蓬勃发展的股市中获得更多收益的机会。我们未来要面对的经济环境可能并不十分乐观，大量的机会成本可能对基金回报率产生更重要的影响。更需要关注的是，共同基金业如同一个孩子，已经进入了他的成熟期，其资产已经比20年前增加了90倍之多。既然他们已经成人，那么就不再需要慈祥的父母来照顾，另一方面，基金管理公司的服务费持续飙升就显得越发不合时宜了。如果这正是基金持有人独立的时机（我坚信是），如果基金未来的运营模式与过去有所不同，基金持有人理应得到更好的服务。以下是潘恩论理想政府成本：

> 以下的摘录来自于一位聪明的观察家对意大利的德拉果内蒂（Dragonetti）政府的论述。（《论德行与回报》[*On Virtue and Rewards*]）。“科学研究表明，政治家的主要组成部分是确定幸福与自由的真正含义。如果他们发现一种在国民支出最小的前提下，公民能够达到个体幸福最大化的政府模式，那么这些人就应该能够得到长时间的感激。”

共同基金持有人在投资中表现出相同的诉求。正如政府可以在国民支出的最小前提下最大化地实现个体幸福一样，共同基金应该能够在管理支出最小化的前提下，让投资人能够得到最大化收益。以下是潘恩论领袖与国民间的权力平衡：

> 不能自我保护的小岛是一个帝国统辖的合适目标；但假如一块陆地永久的处于一个岛屿的控制之下，这听起来就颇为荒谬。卫星比它所围绕的行星大这样的情况在自然界中是根本不存在的。(91)

所以，在共同基金业同样如此，自然秩序已然颠倒。通常只需要极少资本的管理公司是一个高效运行的小岛，管理着一块资本的大陆，这些资本就是共同基金持有人所持有的巨额资产。在今天的共同基金世界里，主星正在其卫星的轨道上运行。这种结果不仅是对自然规律的藐视，同样完全违背常理。

在以上摘录的片段中，托马斯·潘恩痛斥了一个与我们距离遥远却权力无限的领导阶层，以无数被统治的殖民地居民的利益为代价，政府仅服务于自身的利益。如果说现在共同基金持有人的境况同两个世纪前美国殖民地居民的境况相同，可能有些极端，但他们的确明显有相似之处。对于基金投资者来说，能够得到公平对待的最好方式就是让基金完全代表自身利益，在管理重点、营销策略和成本结构等各个方面有共同的目标。长期来看，那些将常识应用于投资策略、投资

选择和投资业绩的基金持有人，或认识到常识就是让基金反映其拥有者利益的基金持有人，更容易获得成功。

十年以后

更新后记

如同1999年版一样，托马斯·潘恩的《常识》与2009年版也密切相关。特别是“越简单的事物，它就越不容易失调”的论断。共同基金业深奥复杂的结构，连同基金经理们不纯动机和别有用心，毫无疑问，这对基金持有人的投资回报会产生负面影响。

哎，然而，在过去75年中（1924—1999年）盛行的管理结构，同时也在后10年中普遍盛行，现在已经到了终结的时候。正如我之前警告的，“未来我们可能面对的经济环境并不十分乐观（当然，我们已经目睹了它的发生！），大量的机会成本可能对基金回报率产生更重要的影响”。显然，这些都已经发生了。

基金经理直接服务于基金持有人的自然秩序已被破坏，并且，管理公司所有权也开始朝着金融混业经营方向加速迈进。但再浓密的乌云也无法完全遮住阳光。越来越多的基金投资者开始寻找成本更低廉的基金。这些基金主要是由私人控股的管理公司或者单一的共同治理的基金公司（例如领航集团）所发行，它们具有最低廉的成本、简单的结构和更符合“常识”的投资原则。

附录一

2010年年初对股票市场的一些思考

如今，很难想象出1999年股市的繁荣景象，那里正值第一版《共同基金常识》付梓之时。最佳例证或许是新闻工作者詹姆斯·格拉斯曼（James K. Glass-man ）和美国企业研究所的凯文·哈希特（Kevin A. Hassett）在《华尔街日报》上的评论文章。文章已于我的书出版后数月的1999年年末扩展为一本书出版，书名为《道氏36 000》（*Dow 36 000*）。那时，道琼斯工业平均指数在10 273点的水平，而在2000年1月，迅速上涨至11 722点，在2002年10月，滑落至7 286点后，于2007年10月又上升到新的高点14 164点，此时仍是一片大好的牛市景象。然而，在2009年3月，道指暴跌至6 547点，到2009年秋天，此书写作之时，才回调到10 000点左右。

36 000点的水平，看上去就如白日梦般不可能达到。当然，道琼斯工业平均指数肯定有一天会达到这个水平。比如，如果道琼斯工业平均指数所包括的30家企业的回报率以历史年增长率为5%的平均水平增长，股票价格也以同比例增长（这仅仅是一种假设，而非预测），则道琼斯工业平均指数将于28年之后，即2037年达到36 000点，几乎比格拉斯曼和哈西特预测的时期晚了近40年。（确实，他们的文章指出，25倍的市盈率交易能够安全地短暂支持的市盈率为50倍的价格。）

当然，我必须对这些荒谬的预测提出质疑。在1999年版的《共同基金常识》中，我写道：“我并不想承认股票没有风险溢价。”一些简单的想法让我不得不对“未来股票市场的回报率产生强烈的关注”。我个人认为，在未来10年中，股票的名义回报率可能在年均5%～8%的区间。而令人尊敬的货币市场基金经理加里·布林森（Gary

Brinson）和杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）分别预测了这期间的股票回报率为7%和3%，与我的预测大致持平。

在牛市的“非理性繁荣”时期，这些预测都显得低得荒唐。但真实情况是，与随之而来的实际情况相比，我们三位还是很乐观的。在接下来的10年间，股票的回报率转为负值，年均回报率在－1.5%左右，是在过去两个世纪中，第二低的10年期回报率。从预测股市的回报率转为负值的角度来看，我们三个都预测错误，但是，从预测股市将从前20年的年均17%的回报率上掉下来的角度来看，我们三人的预测是正确的。

我们三人相同的地方便是坚信：**从长期来看，股票的价格不能脱离潜在的基本面。**对于我个人而言，我仍然没能够预测到10年以后实体经济有如此糟糕的衰退，尤其是在2007—2009年间对金融服务部门产生的冲击。事实上，以标准普尔500指数计算的金融服务部门的每股账面收入从2006年的37.59美元下降到2008年的—37.77美元，令人震惊地下降了200%。而与此同时，以标准普尔500指数计算的其余部门的回报率“只”下降了31%。

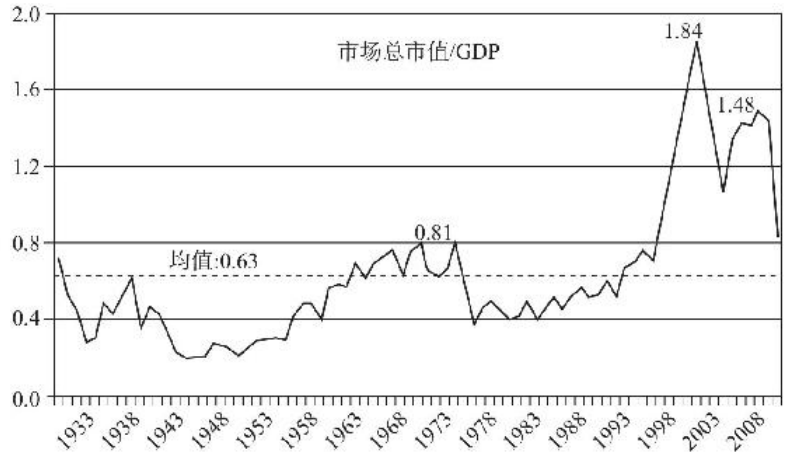
在本书的原版中，我提到了本杰明·格雷厄姆和戴维·多德于1934年首次出版的经典著作《证券分析》（*Security Analysis*）。他们警告说：忽略经济体基本面状况，比如股息率和资产价值，仅仅依靠预测公司的未来盈利情况是很愚蠢的行为。然而，后来版本的《证券分析》竟然把关于“新时代理论”之愚蠢的内容删节了。在1999年版的最后一章中，我得出了结论：“这一处的删节，可能是最不祥的信号。”后来，事实证明的确如此。

预测未来

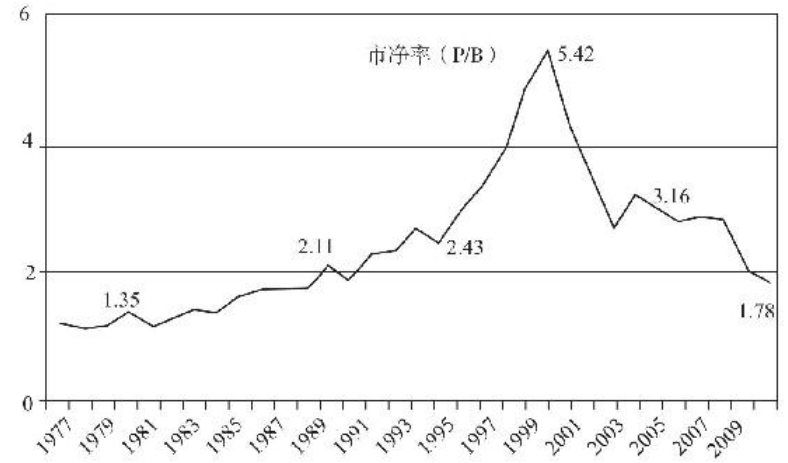
在2009年中期，我们的经济体仍处于不明朗的状态。股票市场已经经历了自它的现代历史以来的第二次大暴跌，从2007年10月的最高点下降到了2009年3月的最低点，降幅达57%。到2009年中期，已经反弹了57%。（提示：先下降了57%，然后反弹57%，并不能够让投资者盈亏平衡，投资者将总共亏损35%。算算看！）

但依据定义，股票的价格越低，预期的未来回报率越高。有许多种方法来测量这种效应，我们仅仅关注其中的两种。第一种主要是依据这种看法：股票的市场价值最终将跟踪经济体的价值。如图I-1所示，市场的总市值一般是国民生产总值的63%。这比例在1929年达到了72%的高点，在1972年达到了81%的高点（最终证明，这两点都是市场的高点），在2000年，又高至184%（又一个高点），出现一段时间的下降后，于2006年又回复到了148%的高位。在股票价格下跌之后（国民生产总值下跌的幅度比这小多了），如今这一比例维持在82%。启示：尽管便宜得还不够多，但股票已经便宜多了。

另一个指标（本杰明·格雷厄姆和戴维·多德将会喜欢）是股票市场价格和公司账面价值（现金、应收账款，工厂和机械设备，特许权价值和研发费用等）间的关系。如图I-2所示，在有数据记载的三十年间，以标准普尔500指数计算，平均每一美元的账面价值对应着2.4美元的股票市场价格。从1977年到20世纪90年代早期，这一比例一直都很稳定，但是在2000年，这一比例已经翻番至高达5.42美元。（投资者都在想些什么呢？）经过几年时间，市净率（price-to-book ratio）下降至大约3美元，然而，在2007—2009年间，这一比例骤降至1.78美元。同样的启示：尽管便宜得还不够多，但股票已经便宜很多了。



图I-1　股票市场总市值占美国GDP百分比（1929—2008年）



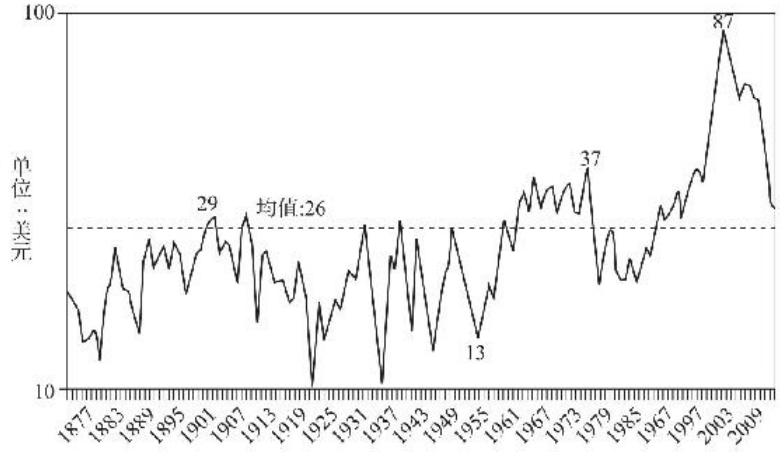
图I-2　标准普尔500指数市场价格与账面价值之比，即市净率（1977—2009年3月）

未来的投资回报率

现在，让我们通过第2章中的视角来看看未来的股票回报率。我们若想预测未来，首先从投资回报率开始，它主要由两部分组成：（1）当前的股息率；（2）未来的盈利增长率。其中，股息率差不多是个已知要素，因为整个美国的股息长期以来一直都在上升，很少有急剧下降的。也就是说，2009年以标准普尔500指数计算的股息下降了22%，是在过去的100年来股息下降最显著的10次之一（都超过了10%），也

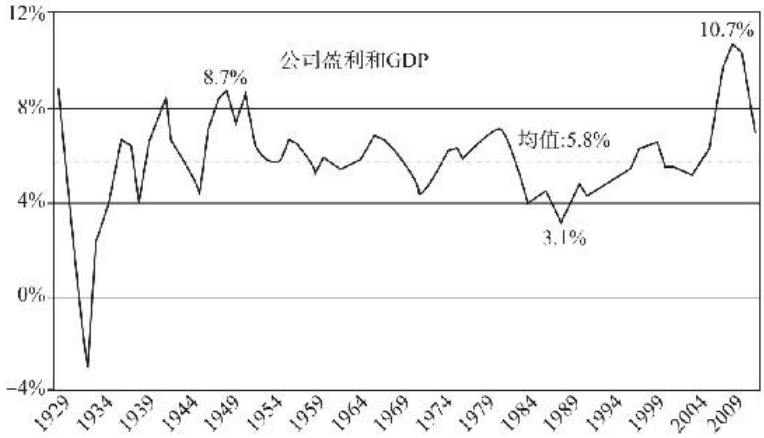
是下降最厉害的三次之一。（请注意，这里指的是每股的股息下降的水平）。

预期2009年每股股息为21.97美元，标准普尔500指数的回报率大约为2.1%，这是我们基于基本面分析投资回报率的第一步。但是请记住，2.1%的回报率相当于为每美元股息支付47美元，这个价格大致是长期平均水平26美元的两倍，尽管只是1999年最高水平87美元的一半（见图I-3）。在确定长期价值的公式中，股息率是很重要的组成部分，与过去的回报率相比，股息率所产生的缺口必然会对未来的回报率造成损失。（过去的100年来，回报率的平均水平为4.3%）。



图I-3　每一美元股息的价格（1981—2009年3月）

至于未来的盈利增长率，我们了解的信息非常多。因为，不仅在长期（当然，这是我们能预料到的），而且逐年来看，公司的盈利增长率都与经济体的增长率大致持平，年与年之间的环比也是如此。事实上，税后的公司盈利很少超过GDP的8%的水平，当然，也不会少于4%的，这一个非常窄的区间的平均水平为6%。图I-4展示了一种很强的趋势：每股GDP的回报率趋向于恢复到其长期的平均水平。所以在2005—2007年间，当每股GDP的回报率达到其创纪录的高水平10%时，我们已经被告诫，公司的盈利能力将会很快下降的。确实如此，已从2007年的1.44万亿美元下降至2009年的9 700亿美元的水平。



图I-4　税后每股GDP的公司盈利能力（1929—2009年3月）

合理的预期表明，从现在的水平来看，以标准普尔500指数计算的回报率的增长率，将与长期趋势水平4.5%相当，或者略高。（注意，此处的增长率不同于图I-4中所描述的每股GDP的平均增长率5.8%。）因此，如果我们将这个增长率与2.1%的股息率相加，我们就可以得出在未来10年，投资回报率大约在6%～8%这个区间。

未来的投机性回报率

简单地说，股票市场的总回报率，是投资回报率与市场的投机性回报率之和。而依定义，投机性回报率是股票市盈率年变化的百分比。（正如同在第2章中所述，对于每一美元的收益，投资者所愿意支付的美元数的变化百分比。）预测未来的市盈率可能是件简单的事情，因为，当市盈率高于25时，它们更可能下降；而当市盈率低于10时，它们更可能上升。

但是，预测长期的市盈率其实比这复杂得多，为什么呢？因为在最近这些年，盈利被太多的公司管理者所操纵而被夸大了。不仅仅是金融工程曲解了盈利的数据（比如说，公司所假设的养老金计划的未来回报率很可能达不到），而且，正如第2章中所说，营业收入和账面收入之间存在差异。营业收入反映了当前的经营结果，而账面收入反

映的是营业收入减去（总是减去）管理层在早期的错误判断造成的损失，比如说公司的资产价值或者资产负债表的恶化（比如说2008年的银行业），不明智的、失败的合并、兼并和收购等行为造成的损失等，诸如此类。这之间的差异极其巨大。在过去10年间，标准普尔500指数的营业收入平均为每股61美元，而账面收入平均为每股49美元，几乎减少了25%。

那到底哪些数据有用呢？华尔街的策略分析师指出，任何时候都应该满怀信心，他们明确地认为，所使用的数据越高（营业收入数据），股市看起来越便宜。然而真实的情况是，公司必须为他们错误的财务决策付出惨痛代价。从长期来看，较低的数据（账面收入数据）占主导地位。因此，如果用过去10年回报率的平均值来计算市盈率，当前每美元收益的价格是16～20美元。前一个数据高于长期的平均水平，但却是合理的；后一个数据显示，市盈率很可能会下降，在未来10年时间内导致投机性回报率为负。

但假设当今的公司管理者已经吸取了过去10年间的各种惨痛教训，那么正如20世纪90年代的那个10年，接下来的10年时间只是反映了两个回报率间的细小差距。因此，市盈率可以在10年时间内保持稳定，或者缓慢上升。我猜测，仅仅是猜测，鉴于当前稍高的盈利增长率和稍高的市盈率，以及公司股息的快速恢复，在接下来的10年间，将会导致股票的名义回报率（包括投资回报率和投机性回报率）在7%～10%。

与什么相比较？

以上仅仅是个人的合理预期，并不是基于历史的市场回报率。虽参考了一个多世纪的股市回报率，但没有考虑对于经济体的“新模式”。我们可能会面临一个长期缓慢的经济增长周期，而很难知道这一前景有几分反映在了当前的市场估值中。对于市场回报率，其他聪

明的评估员是怎么认为的呢？其中杰里米·格兰瑟姆是评估最准确也最直率的人之一。他现在认为，在未来7年时间内，美国股票的真实回报率为3.5%，大致相当于没有考虑通货膨胀率之前约6.5%的名义回报率，与我预测值的下限大致差不多。

或许有人会问，与什么进行比较呢？在2009年中期，10年期美国国债的回报率为3.7%，正如此书的前面提到一样，在接下来的10年，现在国债的回报率是一个很好的参照系。国库券的回报率低于1.5%，两年期的国债其回报率不可能更高，大约为1.5%。因此在我看来，对于当前股票的估值情况，股票应该是大多数资产组合中的重要组成部分，其中资产配置情况应该与我在第3章中所提到的一样。

可以肯定的是，金融市场回报率也受到强大的外部力量的影响。如今是一个纷争频仍的世界，伊拉克和阿富汗战争以及一直存在的核扩散和恐怖主义威胁；奥巴马政府寻求经济刺激政策，处理规模空前的赤字，还包括社会保障和医疗保健；全球环境变暖；一个竞争性的国际化经济体中，最穷的与最富的经济体的差距拉大等等。这里不仅有我们“知道的未知领域”(92)，还有我们视野之外的“不知道的未知领域”。

然而，尽管有这些风险，但若我们想保证自己的财务安全，则必须投资，仔细地权衡在接下来10年或者更远的时间里，可能对的概率与可能错的概率。然而，概率仅仅是概率，并不是实实在在的事实。正如罗伯特·布伦斯（Robert Burns）所说：“即使计划很完美，人们也经常出错。”因此，请别忘了，考虑未来回报率的概率，仅仅是做决策过程中的第一步。决策有其后果。如果关于未来回报率最坏的结果危及到了你未来的金融财富，那就请保守些。(93)**遵循一个平衡的投资项目；寻求最低的成本；依赖高度分散化的债券和股票型指数基金；要求税收有效；交易不过于频繁；对过去的市场回报率和**

热门基金经理的业绩表现重复表示怀疑；眼光放长远些。然后，坚持到底。

附录二
1999年年初对股票市场的一些思考

回顾20世纪90年代这10年，对聪明的投资者有许多教训。但我们大多数人想知道即将发生的各种可能性。在第2章中，我曾讲述过关于未来股票的回报率所面临的富有挑战性的任务，所以在附录部分我补充了一些关于我对这些内容的深层次思考。我也想对照在第2章中所讲述的未来10年的股票回报率的范围，这可能会给部分读者非常普通的印象。因为当前的股票市场流行着“新时代”的想法：市场上升得越高，能够赚取的现金也越多。

由于1998年股市飙升，那些断言股票市场被高估的怀疑论者的人数持续减少。例如，股票型基金的现金头寸空前的低。在金融市场上历来如此。牛市开始于1982年，当时股票的市盈率定价为8倍，小心谨慎是当时的主基调。16年后，市盈率达到27倍，市场一派繁荣。仅仅这一个改变，股票价格的投机成分就往股票的基本面回报率中每年增加了8个百分点。在12.1%的基本面回报率中，有4.5%为初始股息率，7.6%的稳健收益增长率。投机成分增加的8%，占过去的16年期里市场年回报率20%的40%。

100倍市盈率的公平估值？

事实上，在20世纪末期，观察家们提供了市场上实际被低估的强有力证据。在1998年3月的《华尔街日报》社论版的一篇文章，詹姆斯·格拉斯曼和美国企业研究所的凯文·哈西特及时予以肯定。一个大号标题问道：“难道股票高估了？”立即接着答案：“不可能。”作者认为，当时市盈率为25倍的股票可以安全地让价格翻倍到50倍的市

盈率。“我们没有那么愚蠢，以此来预测股市的短期趋势，但我们认为，在关于利率和利润水平的适度的假设下，目前的市盈率水平不会让我们有多担忧，即便是翻至两倍的水平也不会。”

他们的分析主要依赖于两个假设。**第一个假设是，与债券相比，股票不应该获得风险溢价。**援引沃顿商学院杰雷米·西格尔教授的研究，股票长期的真实回报率波动性低于债券和票据。格拉斯曼和哈西特认为，股票要求的超过债券3.5%的历史风险溢价可以完全消失。由于风险溢价下降，股票价格上涨。

他们的第二个假设是，从长期来看，流向股票投资者的现金流速度大体和经济增长速率持平。当两个假设被代入简单的数学模型中时，结果是在那些被高估的股票中，市盈率几乎为零。在他们的文章中，作者报告说：“我们发现，与从股票及债券流出的现金流的现值相等的市盈率大约为100倍。股市由此被低估了4倍。”这表明，股市大约在25倍的市盈率处定价，可以翻两番。这一分析强烈地反映了当时的乐观情绪。

但是，这种情况没过多久就被反驳了。“股市低估了？嗯，不确定。”数周后，在《华尔街日报》上，可以看到上述的两列小标题。这次攻击来自西格尔教授本人，其研究支持他原来文章中的结论。他指出，关于每股现金流增长率的格拉斯曼—哈西特假设是错误的。“尽管假设公司的回报率以经济增长的速度增长是合理的，但若不考虑从当前的或者潜在的投资者‘借钱’的话，每股现金流将以此速度增长是不现实的，也与历史数据相左。”

西格尔说，文章中的模型没有观察到持续的收入增长将导致对新资产的额外投资，比如工厂和设备等。为了筹措投资资金，公司必须发行新股，或借钱，或保留再投资收益，所有这些都将减少每股现金流。因此，西格尔说：“当前股价的水平被低估的说法是错误的……过去5年甚至是过去15年的高股票回报率不可能再持续下去。”

格拉斯曼—哈西特，西格尔和奥卡姆

无论哪种情况发生，这些预言家们都以奥卡姆的风格工作着，主要依靠股息回报率和盈利增长率的长期基本面来进行估值。格拉斯曼和哈西特在他们的论文中又添加了一个看似简单的变量。随着他们的大笔一挥，他们去掉了无限可变的风险溢价，以一个一成不变的标准取代：零溢价。但愿投资真的这么简单！假定股票有上升空间，使股票回报率与债券回报率相等，便消除了投机的空间。当然，依据这一假定，股票所提供的未来回报率将等同于现在美国国债的回报率。就是这么简单。

格拉斯曼—哈西特的论点虽是如此，但我仍不太愿意承认股市没有风险溢价。根据当前股票和债券的基本投资价值，甚至也没有需要承担的超薄溢价。简单的逻辑显示，随着时间的推移，按直线法所预测的最终结果（例如零息国债的复利），比大幅波动下同样的最终结果（比如一个有保本的长期回报率的股票投资组合）更有吸引力。尽管如此，说我们确实还处于新经济时代的黎明是可能的，这里股票的风险是适度的，股票的回报更加确定，而且风险溢价相对较低。

不管正确与否，许多机构投资者似乎甚至比我更担忧未来股票回报率的走势。杰里米·格兰瑟姆，[(94)]GMO的创始合伙人，预测在未来10年，股票有3%的名义回报率，远低于我分析建议的5%～8%的范围，而我的分析是建立在良好的基本面和对市盈率适当的缩减基础上的。加里·布林森，任职于国际银行业巨头瑞银集团，是管理着大约1万亿美元资产的投资策略主管，他预测美国股票的未来名义回报率在7%范围内。正如他所说的，他关于奥卡姆剃刀的版本是基于“简单的数学。该股息回报率为1.5%，实际增长率的历史水平为2.8%，让我们再英勇点，说它将迈向3.5%……于是我有了5%。再加上2%的通货膨胀率，这就是我得到的7%的水平。**从长期来看，股票的价格不能脱离于潜在的基本面”。**

历史是否总是相似的

最后一个想法：今天的投资思想和1929年盛行的投资思想有一些引人注目的相似之处。1929年的投资风格被格雷厄姆和多德在其《证券分析》的原版（1934）中很好的诠释了——这也许是本世纪最权威的金融教科书。在第27章中，作者在回顾了1929—1933年市场崩盘的原因时作了研究。摘录如下：

新时代的理论

在1929年牛市顶峰的后期，公众对于普通股的投资价值有了截然不同的态度。新的理论可以概括为一句话："普通股的价值完全取决于它在未来的收益。"因此，股息率和资产价值的重要性完全被泯灭。这种普通股票的投资理念彻底发生了变革，而购买股票的大众还没有意识到。

对盈利的趋势判断这个新的概念获得了核心的重要性。迄今为止，历史之所以重要，是因为它给出了未来预期的变动方向。随着这个想法出现了一个伴生理论，即对于长期投资而言，普通股代表了最有利可图、最理想的投资媒介。这个结论是基于这样的研究：过去许多年中，普通股组成的多元化证券是按照稳定的时间间隔有规则地增值的。这两个理念的结合暗含着1927—1929年股市运行所依据的"投资理论"。该理论可归纳为如下：

- 普通股价值取决于未来的盈利能力。
- 优质的普通股将是稳健的、有利可图的投资标的。
- 优质的普通股过去的回报率是不断上升的。

这些陈述听起来是简单而可信的。然而，它们隐瞒了两个理论弱点，其可能会、也确实导致了无尽的恶果。第一个方面是他们忽略了投资和投机之间的根本区别。第二个方面是，他们在决定是否是一项合意的交易时忽略了股票的价格。

按照代表性投资信托公司所实践的，“新时代的投资”几乎等同于投机，买股票而非债券，强调资本而非收入的增值，强调未来而非过去事实的变化。新时代的投资只仅限于盈利趋势令人满意的普通股的简单旧式投机。普通股的需求完全与股票价格无关，这个念头看起来极其荒唐。然而，新时代理论却直接推出了这些观点。

此原则的一个诱人推论是：在股票市场上获利是世界上最容易的事情。唯一有必要的是购买“优质”股票，根本无须考虑价格，然后让其自然向上发展。信奉这一信条会落得个悲剧性的结局。无数人自问道：“当在华尔街无需工作即可积累大量财富时，为什么还要为生计而到处奔波呢？”随后，从实业向金融业的迁移类似于著名的到克朗代克河（Klondike）的淘金潮，其中一个非常重要的区别就是，在克朗代克河真的有黄金。

投资信托成立的初衷，是为那些未经训练的公众提供共同基金的专业化管理，这是一个看似合理的想法。最早期的信托相当重视成功投资的时间管理原则。然而这些传统原则，已从投资信托技术中消失了。投资程序仅仅包括购买收益有上升趋势的著名公司的股票，而无须考虑价格。这些高度受欢迎并以超高价发行的证券组合，被称之为“蓝筹股”。

投资信托基金实际上吹嘘，它们的投资组合都是由最流行和最高价值的普通股组成。略微有点夸张的是，它们可能宣称，在合适的投资技术下，一个聪明的、经过训练的、周薪只有30美元的劳动力就可以管理1 000万美元的信托投资基金。为了丰富的报酬，普通人被怂恿着把自己的基金委托给有卓越投资技巧的专家。但他很快被告知，这笔信托基金只会很小心地购买普通人也曾购买的股票。

在新时代的牛市中，“理性”的基础就是分散化普通股投资所表现的，长期的、有所提升的收益记录……作为例证，由埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）编写并于1924年出版的名为《作为长期投资的普通股》（*Common Stocks as Long-Term Investments*）中，普通股被证明有随着时间而增值的趋势，其简单的原因就是它们所赚取的比在分红时支付的多，因此再投资收益增加了它们的价值。但是在新时代套用这一历史事实，就是一个激进的谬论。

长期持有普通股的吸引力在于：扣除成本后，普通股能够赚取比债券利率更高的收益。例如，一只股票的收益为10美元，并以100美元出售。但只要相对于收益将股票价格提高到比收益更高的水平，这种优势就不复存在了。随着它一起消失的，还有整个购买普通股投资的理论依据。当投资者为了获取10美元收益而必须为每只股票支付200美元时，他们所购买股票的盈利能力并不比债券利率更高，还没有后者的额外保护。因此，在因为普通股的历史业绩而支付20～40倍回报率的价格之时，新时代理论的倡导者将稳健的假设前提，扭曲成了一个可悲的不可靠的结果。

除了以下这种情况：在当今的市场上，为每只股票支付200美元所获取的收益少于8美元；如果格雷厄姆和多德描述的1929年的投资环境听起来就像你今天所处的环境，我并不会感到惊讶。想想埃德加·劳伦斯·史密斯在他1924年的书中以及教授杰里米·西格尔在他1998年的书中表述的类似观点；想想今天类似的市盈率；想想那个时代的投资信托和时代的共同基金类似的角色；再想想1929年所关注的投资组合与当今所流行的指数基金是否类似。1929年所关注的投资组合，由被“一个员工所管理的”投资信托中最流行和价格最昂贵的蓝筹股所组成；而当今所流行的指数基金主要是以标准普尔500指数为蓝本，因为其中主要囊括了大市值的成长型股票，想想两者是否相似。

但事情总在变化。当今有趣的情形类似于20世纪20年代末的历史，可能产生相似的破坏性后果，或许不会。然而，更好地了解过去，要好于对已有的可能教训的一无所知。

10周年纪念版致谢

我要再次特别感谢我的长期助理（长达19年）埃米莉·斯奈德（Emily Snyder），与萨拉·霍夫曼（Sara Hoffman）一样，她在博格金融市场研究中心忠实地服务了4年。还有安德鲁·克拉克（Andrew Clarke），在1999年原版中，他曾与我亲密高效地合作，在这本更新版本中，他也提供了宝贵帮助。谢谢他们。

除了领航集团之外，作家威廉·伯恩斯坦也提供了许多有益的建议，对于全文的组织结构给予了许多有建设性的批评意见。我还特别感谢大卫·斯文森，他欣然为这本10周年纪念版作序，能够得到品行和专业成就如大卫这么高的人的尊重和敬佩，是我职业生涯中的最佳回报之一。

感谢我今年52岁的太太伊芙（Eve），感谢你的耐心和理解。在生活中，这已成为我品行的一部分。

最后，我要感谢为我工作了10年的凯文·劳克林（Kevin Laughlin）。我能够想象，再也找不到其他能够如此帮助我的人了，提供数据、做研究、编辑、处理好与出版商之间的关系。因此，谢谢你，凯文。对于你的专业技能、耐心、职业素质和沉着，我不应感到惊讶，因为我每天都能亲眼看到它们。

原版致谢

感谢所有为此书付出努力的人们，这是一件很重要的事情。先从我认识的一些作家开始，是他们的智慧助我增进了对投资的见解，首先是保罗·萨缪尔森博士，1948年我在普林斯顿大学学习的时候，曾读过他的教科书，然后（大致按照我阅读的先后顺序排序）是亚当·斯密、约翰·梅纳德·凯恩斯、查尔斯·埃利斯、威廉·夏普博士、彼得·伯恩斯坦、沃伦·巴菲特、阿瑟·杰科尔、拜伦·韦恩和杰雷米·西格尔。

如果说这些作家的思维帮助我构成了本书的框架（即使他们可能并不完全同意书中所有的观点），其他一些优秀的人们则帮助我将初稿修改为如我所期望的终稿。普林斯顿大学教授伯顿·马尔基尔（Burton G. Malkiel）、《金钱》杂志（*Money*）副主编杰森·茨威格（Jason Zweig）、领航集团主管克雷格·斯托克（Craig Stock）和詹姆斯·诺里斯（James M. Norris）等几位慷慨地付出了时间，并直率地提出了评论。当然，本书终稿的全部文责都由我一人承担。

然而，安德鲁·克拉克的作用最为重要，他是领航集团高级主席助理（请原谅我用第三人称的形式）。在处理无数的数据和图表时，他提供了始终如一、及时的支持，还帮助编辑了书中的部分章节，将我潦草改动的手稿转化为打印机可以识别的文档。他从晨星到领航还不到两年时间，其中就有一年时间与我共事。现在，他已经经历了这次锤炼，他的表现远远超过了我的最高预期。

安德鲁是从前任助手沃尔特·伦霍德（Walter H. Lenhard）手中接过工作的。在许多章节的数据方面，沃尔特·伦霍德投入了大量的心血，我深深地亏欠于他。我还歉疚于领航集团的其他一些同事，包括约翰·沃尔斯（John S. Woerth）、莫蒂默·巴克利（Mortimer J.

Buckley）、格斯·索特（Gus Sauter）（特别是在指数型基金的章节）、玛丽·肯尼迪（Mary Lowe Kennedy）等，他们在一路上提供了许多评论和帮助。

从本书的酝酿到排版编辑再到出版发行，约翰·威立父子公司的帕梅拉·吉森（Pamela Van Giessen）都功不可没。最后要感谢的是我的长期助理、得力膀臂、耐心和忠诚的典范——埃米莉·斯奈德，在将一个想法变成眼前这本书的过程中，她做的工作远远超过她的职责所在。

除了共同基金业的朋友们，我还要衷心感谢由F.A.C.C医学博士苏珊·布罗泽娜（Susan C. Brozena）所领导的费城哈尼曼医院的我的守护天使们的大力支持。三年前的心脏移植手术真的是一个奇迹，倘若手术不成功，这本书根本就不可能问世。我最大的心愿是在我的第二次生命中继续我的职业生涯，为全美的共同基金持有人提供更好的服务。

最后，谨将我最诚挚的谢意献给我亲爱的妻子伊芙，在我写作此书的无数个小时中，她都坚强地支持着。她一直都希望我在从事基金业近50年后，可以将工作节奏缓和下来。尽管现在还没到那个时候，但我向她保证：再也不为下一部著作设定时间期限了。

未来，属于终身学习者

我遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种留在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读APP：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当做阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
"读书破万卷"不仅仅在"万"，更重要的是在"破"！

现在，我们构建了全新的"湛庐阅读"APP。它将成为你"破万卷"的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以领取纸质书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和割舍不断的内在力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个"与最聪明的人共同进化"的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你关于学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读APP玩转指南

湛庐阅读APP结构图：

三步玩转湛庐阅读APP：

APP获取方式：

安卓用户到各大应用市场、苹果用户前往APP Store
直接下载“湛庐阅读”APP，与最聪明的人共同进化！

使用APP扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

湛庐文化 Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

延伸阅读

《3G资本帝国》

◎ 一段精彩绝伦的逆袭故事，3位依靠梦想缔造3 000亿美元奇迹的传奇人物，10条让所有人受益匪浅的黄金法则。

◎ 深度揭秘鲸吞百威、汉堡王、亨氏、卡夫、提姆霍顿的超级帝国。

◎ 3G资本“千亿美元并购大战”亲历者、百威英博亚太副总裁王仁荣亲笔翻译。

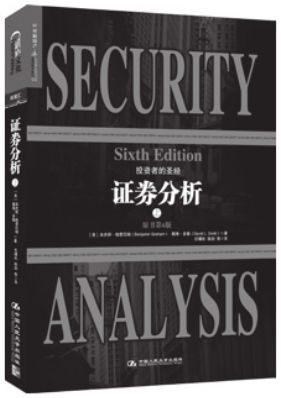
使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-5596-0379-1
9 787559 603791

《证券分析》（原书第六版）

◎ 投资者的圣经，巴菲特亲笔作序推荐图书，自1934年出版以来，八十年畅销不衰。

◎ 作者本杰明·格雷厄姆被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人，其在投资界的地位，相当于物理学界的爱因斯坦。

◎ 《证券分析》（原书第6版）新增了巴菲特的亲笔序言，以及十位当今华尔街的知名基金经理针对每一部分内容撰写的导读等。

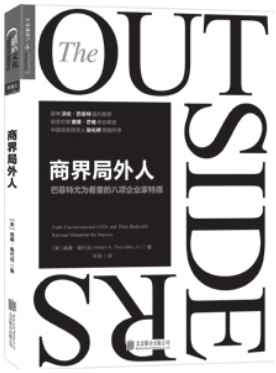


使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-300-17342-9
9 787300 173429

《商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业家特质》

◎ 股神巴菲特、戴尔公司董事长兼CEO迈克尔·戴尔、投资新贵比尔·阿克曼强烈推荐，查理·芒格亲自审定。中国知名投资人张化桥倾情作序。

◎ 《福布斯》杂志号召“美国商界人士人手一本”的杰作。



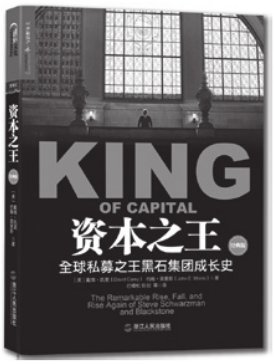
使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-5502-7801-1
9 787550 278011

《资本之王》（经典版）

◎ 《资本之王》（经典版）全球私募之王黑石集团成长史。

◎ 唯一一部透视黑石集团运作内幕的权威巨作。

◎　首度展现黑石创始人史蒂夫·施瓦茨曼叱咤风云的私募传奇。



使用“湛庐阅读”APP，
"扫一扫"获取本书更多精彩内容
ISBN 978-7-213-07782-1
9 787213 077821

---

(1)　领航集团（The Vanguard Group, Inc.）以前也被称作先锋集团。——编者注

(2)　《金钱万能》（*Mad Money*）是美国财经电视台CNBC的一档财经股票评论节目，股票分析师吉姆·克拉默是主持人。——译者注

(3)　强斯即英文的“chance”，意为“机会”，此处为双关语。——译者注

(4)　玛士撒拉是《圣经》里诺亚（Noah）的祖先，据说活到969岁。毫无疑问，他的寿命足够长到能培养出独一无二的洞察力，去发现经济和金融市场的周期。

(5)　第一阶段的数据，在一定程度上可视为轶闻；对于第二个阶段，数据来自考尔斯委员会（Cowles Commission）1938年的研究，该委员会是一个令人尊敬的独立研究团体；第三个阶段涵盖了完整的、高度可信的标准普尔指数系列的历史数据。

(6)　即股票未来的回报率无法预测。——译者注

(7)　表示自相矛盾，与后面两个比喻“女子泥浆摔跤选手”以及“廉价的律师”相同。——译者注

(8)　见《旧约·传道书》1:11。——译者注

(9)　这些数据基于1871—1997年间历史股息率和盈利增长率，总回报率（而并非其组成部分），只有1802—1870年的数据可用。然而，对我们预期寿命更短的凡人而言，用两个世纪的数据足以保证股票实际回报率的一贯性，7%的股票实际回报率在这两个时段内很普遍。

(10)　如果我们查看1926—1997年间所有61个滚动的10年期，结果实际上相等。

(11) 原文为15.9%到15.5%，疑有误。——译者注

(12) 这个趋势被称为均值回复，我称之为金融市场的引力定律，这部分的内容将在第10章详细讨论。

(13) 很多颁奖礼上，获奖者的名字装于信封中，如有两位颁奖嘉宾，则在揭晓前其中一人会对持信封的另一人说这句话，让他／她把信封拿出来拆封。此处意指作者的预测准确。——译者注

(14) 全球最大的证券交易商之一，1997年并购零售金融服务公司“添惠”（Dean Witter）之后改名为摩根士丹利添惠（Morgan Stanley Dean Witter）。2001年4月公司更名为摩根士丹利，本书统一采用现名。——译者注

(15) 针对关于股市前景的专业意见，我已增加了附录二，“1999年年初对股票市场的一些思考”。

(16) 法国19世纪著名的印象派画家。——译者注

(17) “现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人。其经典著作《证券分析》（原书第六版）由巴菲特亲笔作序推荐，该书已由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。——编者注

(18) 犹太教法典。——译者注

(19) 如果我们将基金销售费用考虑进来，共同基金的缺点将更明显。对于收费基金（那些收取销售佣金者），销售费用将消耗掉每年0.6%的总回报。收费基金和免佣基金合在一起的回报率将减少约0.4%。

(20) 夏普比率由诺贝尔奖获得者威廉·夏普提出，它是计算风险调整回报率的基础指标。该比率基于单位风险的年回报率，它更准确、更易变，并由标准差来衡量超过美国政府短期债券的无风险回报率的部分。

(21) 美国公司的一种延后课税的退休账户，于1981年创立。员工可在一定额度内，每月提拨薪资的一定比例（1%～15%）到其退休金账户，在年老提领时再纳入所得进行课税。由于在国税条例第401（K）条中规定，故简称为401（K）计划。——译者注

(22) 震颤派教徒为18世纪时基督教的一歌派系；信徒祭神时的颤抖狂舞。——译者注

(23) 即成本至关重要。——译者注

(24) 100个基点等于1%。

(25) 1节＝1海里／小时。——译者注

(26) 12b-1费用主要用于补偿财务顾问或销售机构在基金宣传，打印、发送招募说明书，以及打印、发送传单等方面的营销花费。这部分费用会转嫁到基金中，支付的方式以年费的方式平均分摊于基金的交易日中，并最终反映到基金净值的报价上。——译者注

(27) 美国资产管理公司名称。——译者注

(28) 基金巨头，曾因欺诈入狱。——译者注

(29) 此处指基金管理公司。——译者注

(30) 根据图中所示，应是40年期限的回报率差异，而非文中提到的30年期限的回报率差异。——译者注

(31) 主显节原本是东方教会庆祝耶稣诞生的节日。——译者注

(32) 原文是“1.4%的50年期差额”，与图5-1不符，改作“1.4%的40年期差额”。——译者注

(33) 市场中剩余的股票以威尔逊4 500股票指数衡量，该指数包括全市场威尔逊5 000股票指数中的所有股票除去那些同样存在于标准普尔500指数中的部分股票。

(34) 特大盘、大盘、中盘以及小盘股各自的百分比权重，在威尔逊5 000指数中为48、28、15、9，在大盘共同基金中为47、35、16、2。

(35) 这个简单的等式忽略了现金储备头寸给基金带来的不利，在该牛市期间这可能会形成年均约0.6%的负担。（根据定义，指数基金是没有现金储备的。）另一方面，生存偏差至少可能算作类似程度上的一种优势，大致抵消了成长价值型基金的这一负担。所以上述对比仍然是有效的。

(36) 在后来的研究中，马克·卡哈特（Mark Carhart）教授发现，在1962年到1993年期间，全部股票型基金中有整整1/3都消失了，而马尔基尔的研究则显示，即使在1988—1992年的这一较短时期内，期初686只基金中有100只也不复存在了，死亡率为15%。在更近一段时期，1993—1998年，也是共同基金兴盛的太平时期，却有约600只股票型基金消失了。

(37) MSCI Barra又称摩根士丹利资本国际公司，是美国著名指数编制公司，也是全球首家同时提供指数产品和量化投资工具的公司。——译者注

(38) 马友友为著名华裔大提琴演奏家。——译者注

(39) 尽管久期是一个复杂的数学概念，但是它衡量了一个重要的因素：债券价格相对于利率水平正常变动的敏感度。如果一只短期债券型基金的投资组合久期是2.0，那么利率每变动1个百分点，该基金的价格将上升或下降2%；一只长期债券型基金的投资组合久期是12.0，那么利率每变动1个百分点，其价格上升或下降12%。

(40) R平方是衡量任意两个因素之间相互关系的工具。在这个案例中，平均来说，投资费用水平解释了0.36或者36%的债券型基金的回报率水平。所有其他的因素联合起来，比如风险、投资组合换手率以及管理能力和运气，解释了剩余比例0.64或者64%的回报率水平。

(41) 这些问题在货币市场基金类型中更为可预见也更加明显。然而它们在那里也同样完全被忽略了。

(42) 国际投资组合只包括境外证券。全球投资组合包括美国证券和境外证券。这些定义与行业用语是一致的。

(43) Lake Wobegon Effect，意思是把自己高估了。——译者注

(44) 2.4%的差额（18.9～16.5）相比我早期所估计的2%的基金成本稍微较大，部分是因为由主动管理型基金典型持有的现金储备较低的回报率带来的阻力。

(45) 一件私人轶事：罗伯特·马克曼（Robert Markman）这位长期与指数化投资为敌的独立投资顾问早在1995年创建他的“基金中的基金”之时，我不顾唐突地跟他赌了25美元，赌基于标准普尔500指数的一只指数基金，比他的多元化基金适度成长型投资组合（MultiFund Moderate Growth Portfolio）更好。而他认定该投资组合的策略在随后5年里会跑赢标准普尔500指数。3年半过去了，目前为止的结果是：领航500指数基金回报率为+124%，多元化基金适度成长型投资组合回报率为+58%。这一赌注直至2000年4月1日才会揭晓，所以我还没有将钱存入银行。但是在接下来的1年半里，如果标准普尔500指数产生了比方说6%的年回报率，马克曼的投资组合就必须上升至34%的年回报率！那对这一基金中基金的投资组合而言将是非比寻常的挑战。

(46) 在1968年公布这两类基金的行业标准之前，我采用了一个基金的样本，清晰地区别其目标、投资组合和年度回报率。

(47) 对这一定律，牛顿的公式是：重力等于重力常数乘以两个物体的相对质量，再除以两者间距离的平方。

(48) 早在1500年的苏格兰文学中，“博格”（bogle）一词就有妖魔之意，我必须承认这一讽刺让我发笑。几年以前，我曾被称作“贝塔·博格（Beta Bogle），数据的魔鬼”。鉴于我在第一只指数共同基金形成过程中的作用，那些积极的基金经理完全有可能把我归为妖魔一类。

(49) 犹太教、基督教中有“十诫”（Ten Commandments）之说。——译者注

(50) 一只指数基金没有特定的规模限制，仅仅是因为它的投资组合与每个公司的份额相一致。它并不需要积极地交易这些股票，只是为了与投资者购买（或者赎回）指数基金的份额所造成的净现金流的变化相适应而买卖股票。

(51) 指单赛季平均击球率达到或超过0.400的成功率的棒球击球手，此处意指投资选择精准的投资专家。——译者注

(52) 歌利亚（Goliath）：旧约圣经里的非利士巨人勇士，最终被大卫（David）用石头打死。——译者注

(53) 事实上，如果在投资者死亡的时候这项投资将遗赠给一位受益人，那么税收将永不需要支付。这样，受赠人的初始成本基数将接近于捐赠人死亡时的市场价值。

(54) 原文为7%，应为笔误。——译者注

(55) 《爱丽丝梦游仙境》是英国作家查尔斯·路德维希·道奇森于1865年出版的儿童文学作品。讲述了一个名叫爱丽丝的女孩从兔子洞进入一处神奇国度，遇到许多会讲话的生物以及像人一般活动的纸牌，最后发现原来是一场梦。——译者注

(56) 一个由普莱斯基金（T. Rowe Price Associates）所做的研究估计，截至1996年的20年间，税收对税前（以及公开报道）的回报率的降低程度更大，多达3.9%。

(57) 现在对长期利得的最大税率是20%，而对短期利得（以及一般收入）的最大税率是40%。

(58) 美国最大的抵押贷款保险公司。——译者注

(59) 棒球击球员打出绕球场一周然后回到本垒得分的一球，此处指能带来稳定盈利的优质股票。——译者注

(60) 独立研究显示，这样的另类投资在1992—1997年间已经提供了15%～20%的年度回报率。与同期标准普尔500指数的18%的回报率相比，并考虑许多另类投资的杠杆效应，这样的回报率并不非常抢眼。

(61) 新闻记者贾森·泽韦格（Jason Zweig）将这一影响称为“反复利的黑色魔力”。

(62) 我相信我对共同基金业的总体描述是公正的，但如果不承认一些行业参与者变得更开明的话，那也不公平。他们是存在的，虽然我敢说他们只占很小的一部分。

(63) 诱惑利率是一些银行在发放贷款的初始阶段，用来吸引贷款人的低于水平的优惠利率。这段时间过去后，利率逐渐上升至一个相当高的水平。——译者注

(64) 传统的时间加权总回报率仅仅衡量了基金份额净资产价值的变化，该部分变化已调节过股利的影响。而市值加权总回报率将使基金获得的不同回报率，与该基金管理的不同规模资产联系起来。基金管理更大规模资产时获得的回报率，与管理更小规模资产相比被赋予更大的权重。实际上，市值加权回报率反映了拥有该基金份额的普通投资者的经历。

(65) Massage这个词与Message（信息）仅差一个字母。此书标题系麦克卢汉对自己1964年成名作《理解媒介》第一章标题“媒介即信息”（The Medium is the message）的调侃。此后麦氏还曾将这两个相近的词各自分拆，提出“媒介即混乱时代”（The Medium is the mess age）和“媒介即大众时代”（The Medium is the mass age）等变种。——译者注

(66) 虽然目前股票型和债券型基金的数量超过了13 000只，许多基金代表了同一个基础投资组合中不同的股票类别。一个投资组合可能分为多达三四种不同的股票类别（如A、B、C等）每个类别的费用结构不同。如果我们仅以基础投资组合来划分，大约有8 000只不同的股票型、债券型和货币市场基金。

(67) 阿喀琉斯是荷马史诗《伊利亚特》中的英雄，传说他除了脚踵外，周身刀枪不入。此处意为致命之处。——译者注

(68) 晨星于1992年创立的投资分析方法，以九宫格的形式为股票或债券投资的风格进行分类，详见本书第六章。——译者注

(69) 此二人皆为古罗马时代凯撒的反对者，这是当时的一个典故。——译者注

(70) 《箴言》篇出自《圣经》旧约。该句为4:5第一句，原文为Get wisdom, get insight. 此处取和合本译法。——译者注

(71) 那正是三年的好年景。在1987年的惨淡气氛下，基金的赎回／交易率惊人地跳升至资产规模的62%，这可能是下一次市场衰退令人不安的预兆。

(72) 英国1811—1816年以捣毁纺织机械为手段抗议资本家降低工资和解雇工人的团体的成员。——译者注

(73) 歌德作品《浮士德》中的主人公，为了获得知识而向魔鬼出卖自己的灵魂。——译者注

(74) 《圣经·新约》马太福音6:24。——译者注

(75) 这种未经审理的诉讼，取决于每个案例的具体情况，可能胜诉，亦可能败诉。

(76) 原文为empty suit，指不成功的管理者，在此比喻董事会成员西装笔挺参加会议，却不为投资者做主，仿佛只是空架子。——译者注

(77) 玛门是财利的意思。——译者注

(78) 指美国的联邦储蓄保险制度。——译者注

(79) 此处借用小说《红字》的典故，即身败名裂。——译者注

(80) 原文为“高估”（overvalued），疑误。——译者注

(81) 基督教经典福音歌曲。——译者注

(82) docile body，语出福柯《规范与惩罚》，指人体的实用性和驯服性。——译者注

(83) 全名为Ralph Waldo Emerson（1803.5—1882.4），美国哲学家，演说家，评论家和诗人。——译者注

(84) 全名为John Donne（1572—1631），英国诗人。——译者注

(85) 原书为7.1，疑错误。——译者注

(86) 1997年年中，在《洛杉矶时报》（*Los Angeles Times*）的一次投资策略会议的演讲中，我首次公开提出这个简单而又大胆的观点，当时观众达7 000人。这一观点再次出现在本书第4章中。

(87) 简单的说，就是相信指数化投资的人。——译者注

(88) The Greatest Generation，最伟大的时代，指经历过第二次世界大战，并启发后续变革的时代。——译者注

(89) Cogent Research是1996年建立于马萨诸塞州剑桥的市场研究机构，致力于研究设计、数据收集和市场分析研究，其客户很多为大型金融机构。——译者注

(90) 或许这些言语应该打个折扣，因为员工写给他老板的信件，并不能够完全确定他的动机所在。

(91) 讽刺的是，我在1951年的普林斯顿大学毕业论文中运用了相同的表述方式：“为了优先保证共同基金投资人的利益，所有其他职能都应向卫星一样围绕这一中心运行。”最近，在《博格漫谈共同基金》中，我提到在共同基金业，哥白尼将会很惊讶的发现“巨大的太阳围绕它的小卫星旋转”。

(92) 此处借用美国前国防部长拉姆斯菲尔德在一次回答记者提问时的有趣说法，即在伊拉克既有美军知道自己不知道的情况，还有美军不知道自己不知道的东西。——译者注

(93) “结果一定比可能性更加重要”，正如帕斯卡（Pascal）告诫我们的，在第6章的结尾处我也提到过。

(94) GMO，成立于1977年，是一家国际化的私有控股投资管理公司。——译者注

湛庐文化
cheersPublishing

COMMON SENSE ON MUTUAL FUNDS
FULLY UPDATED
10TH ANNIVERSARY EDITION

张磊
高瓴资本创始人兼首席执行官

我庆幸能在投资生涯早期就读到约翰·博格先生所著的《共同基金常识》，书中用大量篇幅论述基金投资的常识性智慧，这无疑成为我投资笔记中始终恪守的投资哲学。本书自出版以来，始终是投资领域的必读书目。我们相信，价值投资在中国会获得更多的期待和回报，因为对于我们来说，时间是最好的朋友。

缪建民
中国人民保险集团副董事长、总裁、副书记

《共同基金常识》10周年纪念版是美国基金界最为经典的专业著作，本书总结的投资理念和信号的管理方法，对当今中国基金投资者和基金业尤其富有启发意义和参考价值。

金旭
招商基金管理有限公司总经理

尽管经历了多次金融危机的冲击，美国基金市场依然是全球最富有活力的市场，而约翰·博格则是美国基金业发展的标志性人物之一。他不仅是领航集团的创始人，也是第一只指数型基金的建立者。

高良玉
前南方基金管理有限公司副董事长

中国基金业在经历了起步阶段的快速发展之后，开始进入以质量提升和创新发展为重点的探索时期。本书对危机冲击下美国基金行业改革和发展的反思，不仅对中国的基金投资者有重要的参考价值，对基金行业的发展同样具有启发意义。

万放
平安资产管理有限责任公司董事长

《共同基金常识》不仅仅是一部关于基金行业发展深入浅出的奠基之作，还是一部学习资本市场投资理念源流归真的入门之作，也是管理一家良好资产管理公司现身说法的反思之作。

沃伦·巴菲特
伯克希尔·哈撒韦公司董事长

这是每位投资者的必读书，令人信服、组织严密且切中要害。全书精彩绝伦，特别是第四部分“基金管理”。

大卫·斯文森
耶鲁大学首席投资官

约翰·博格为公众奉献了两份大礼：领航集团和《共同基金常识》。这是一本关于如何管理个人投资组合的入门书籍，简单易懂。好好利用博格的礼物，并请将它传送给你所爱的人。

下载“湛庐阅读”APP，“扫一扫”本书封底条形码，即可获得：
听课、书单、更多优质资源推荐！

上架指导：基金投资/投资经典

ISBN 978-7-5596-0531-5

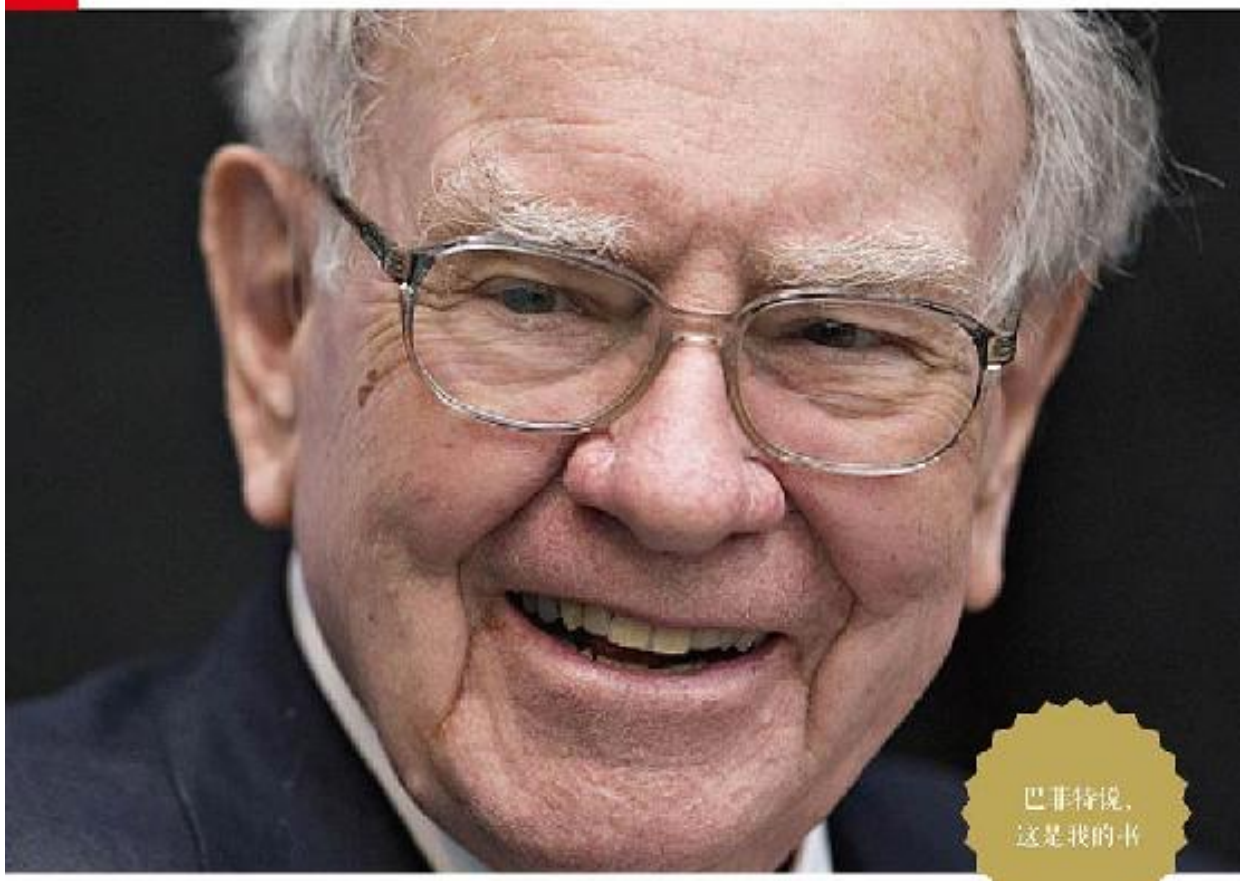
定价：109.90元

WILEY

请声明，不要吵，自己点。
每口一更，轮回听说给你听。

Business 人一与思想有关

TAP DANCING TO WORK



跳着踢踏舞去上班

巴菲特的快乐投资与人生智慧

[美] 卡萝尔·卢米斯（Carol J.Loomis）◎编
张敏◎译

北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co.,Ltd.

版权信息

本书纸版由北京联合出版公司于2017年10月出版

Portfolio, a member of Penguin Group（USA）Inc.授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有·侵权必究

书名：跳着踢踏舞去上班

作者：卡萝尔·卢米斯（Carol.J.Loomis）

译者：张敏

字数：436千

电子书定价：98.99

Tap dancing to work：Warren Buffett on practically everything，1966—2012：a Fortune

magazine book/collected and expanded by Carol Loomis.

Copyright©Time Inc.，2012

目　录

版权信息
测试题 股神巴菲特的秘密你知道多少
推荐序1 快乐投资的源泉
推荐序2 一个聪明家伙的伟大故事
前言 我的老朋友，巴菲特
01 没有人比得上琼斯
02 对冲基金遭遇艰难岁月（节选）
03 通货膨胀如何欺诈股票投资者
04 小学院在投资游戏中取得大成功
伯克希尔哈撒韦公司股东的捐赠
05 股东的慈善捐赠权利
06 伯克希尔哈撒韦公司搁置捐赠
07 巴菲特的信
08 你能跑赢股市吗（节选）
巴菲特和首府/美国广播公司
09 首府广播的资本政变（节选）
10 改变决策的合并费用（节选）
11 时代华纳不为人知的故事（节选）
12 巴菲特与迪士尼：竖起大拇指（节选）
13 通过回购股票来打败市场（节选）
14 猜猜是谁购买了“倒霉”债券
15 巴菲特语录
16 一切都该留给子孙吗（节选）
17 打电话给巴菲特谈合并（节选）
18 对于指数期货的早期恐惧

19 巴菲特内幕
巴菲特和所罗门兄弟公司
20 所罗门的智慧
21 巴菲特在所罗门力挽狂澜
22 巴菲特语录
23 内布拉斯加的特别待遇
24 巴菲特温馨提示：是时候出手房地美了
桥牌桌边发生了什么
25 一整副牌
26 提问凯恩
27 如何与亿万富翁共处（节选）
28 巴菲特语录
巴菲特与新一代“巴菲特”
29 谁将成为新的巴菲特（节选）
30 现在，看看老巴菲特
31 我是怎么搞砸的（节选）
32 富人和名人的子女（节选）
33 “点金石”也打折了
34 巴菲特买进垃圾债券
35 巴菲特语录
巴菲特和可口可乐公司
36 世界上最好的品牌（节选）
37 可口可乐公司到底发生了什么（节选）
38 价值机器（节选）
39 巴菲特如何看待风险
40 巴菲特抵挡住2亿美元的“下冲气流”
巴菲特与盖茨
41 亿万富翁的伙伴

42 盖茨眼中的巴菲特
43 解开衍生品的乱麻（节选）
44 巴菲特语录
45 缘何沃伦·巴菲特对美国运通公司下大赌注（节选）
46 给予的礼物，巴菲特点滴
47 比尔·盖茨和沃伦·巴菲特秀
48 建在沙丘上的房子
49 吉米·巴菲特和沃伦·巴菲特是亲戚吗
50 大咬一口审计委员会
51 巴菲特先生谈股票市场
52 巴菲特主义
53 支持奥巴马和希拉里的“政治重婚犯”
最受赞赏——一次又一次
54 价值机器
55 《财富》杂志来信选摘
56 巴菲特谈股票市场
57 每个人都渴望的情书（节选）
58 一切的神谕
59 《财富》杂志来信选登
60 大规模杀伤性金融武器
61 现在我们要把钱放到哪里去呢
62 7倍回报的中石油
影响力问题
63 商界最有影响力的25人（节选）
64 最有影响力的商人：沃伦·巴菲特（节选）
65 不断增长的贸易赤字等于在出卖我们的国家。现在有一个方法可以解决这个问题——我们需要马上行动
66 “巴菲特”周边产品

67 我得到过的最好建议
68 910亿美元的对话
69 致命的“交易费用”
70 身居幕后的查理·芒格
71 巴菲特支持通用汽车公司，并购买了一辆凯迪拉克
成为慈善家
72 巴菲特捐出财产
73 巴菲特的捐赠将如何分配
74 20多年历史的110亿美元
75 巴菲特对盖茨说：把钱花掉
76 按照“神话”定价
77 先知的信用危机
78 巴菲特是怎么想的
79 巴菲特的豪赌
80 奥巴马的商业观（节选）
81 “巴菲特的市场指标”显示：购买股票正逢其时
82 暴风骑士（节选）
83 让巴菲特“出轨”的比亚迪
84 最受赞赏的人们赞赏谁（节选）
85 巴菲特的“修复”先生
捐赠承诺
86 6000亿美元的挑战
87 我的慈善承诺
88 小巴菲特造访北京
89 为何股票胜过黄金和债券
致谢 致敬巴菲特的精彩人生

1巴菲特在（）年清算了巴菲特合伙公司。

A.1965年

B.1969年

2在巴菲特收购伯克希尔哈撒韦公司时，其主营业务是（）

A.纺织

B.制鞋

3巴菲特投资中石油获得了（）回报。

A.7倍

B.10倍

4巴菲特认为股市回报率走高，必须具备的条件是（）

A.利率下降，企业总利润占GDP的比重上升

5在收购德克斯特鞋业公司时，（）让巴菲特后悔不已。

B.净流入股市的资金大幅增加，初次进入股市的投资者人数增多

A.选择以伯克希尔哈撒韦公司的股票作为付款方式

B.选择以现金作为付款方式

6在决定收购对象时，巴菲特最看重的是（）

A.被收购公司的现金流

7巴菲特认为，普通投资者最适合购买（）。

B.被收购公司是否能和伯克希尔哈撒韦公司的其他下属企业产生协同效应

A.指数型基金

B.组合式基金

8根据巴菲特捐赠决定，（）将获得他的大部分财富。

A.苏珊·汤普森·巴菲特基金会

B.比尔和梅琳达·盖茨基金会

想了解更多巴菲特对股票市场的洞见吗？

扫码下载“湛庐阅读”APP，“扫一扫”本书封底条形码，

获取测试题答案及其他丰富的内容。

TAP
DANCING
TO
WORK

推荐序 1

快乐投资的源泉

邱国鹭
高毅资产董事长

投资可以是很煎熬的一件事，也可以是很快乐的一件事。对于巴菲特而言，“跳着踢踏舞去上班”其实很好地描述了他每天的工作状态，因为他在生命中的每一天都只做自己喜欢的事，只和自己欣赏的人一起工作。不论资本市场如何千变万化，他只做自己擅长的事，投自己看得懂的企业。懂得取舍，是快乐投资的源泉。

投资中的每一个选择都是取舍。能力圈本身就是一种取舍，不熟不做是“舍”，在自己熟悉的领域中出重手则是“取”。避开瞬息万变的行业和复杂的商业模式是“舍”，选择有持续竞争力的简单生意是“取”。避开繁星满天、百舸争流的高度竞争性行业，在月朗星稀、胜负已分的行业里买赢家，“不数星星、数月亮”，又何尝不是一种取舍？

所谓取舍，先“舍”而后“取”，只有放得下才能拿得起，对于职业投资人而言，只有把短期排名压力放下，长期的优秀业绩才能拿

得起；只有把短期的股价波动和当下的热点主题放下，企业的长期价值才能拿得起。

股市中获利的方式很多，但是，对于长期投资者而言，本质上投资的利润来源只有两种，一种是企业成长带来的内在价值增长，另一种是股价从低估回归到合理带来的估值提升。在喧嚣纷乱的股市中，能够静下心来关注投资的本质，平心静气地去挣企业低估的钱和企业成长的钱，而不受股市中各种噪音、各种诱惑的干扰，这也是一种取舍。

取舍有时是一种守拙，就如同曾国藩“结硬寨、打呆仗”那样，用一套稳定的打法，不急于求成，在自己的能力圈内用自己熟悉的打法打自己擅长的仗。即便巴菲特因此错过了一些高科技的投资机会，这也并不妨碍他在过去50年创造了令他人望尘莫及的可持续的高收益。

有取舍之后自然有聚焦，把资源和精力聚焦在自己擅长的领域里，少下注、下重注。古今中外的许多兵法书，如果非要找一个共同点，就是“集中优势兵力打歼灭战”。做投资，深度比广度重要，对少量的公司有很多了解的人，投资决策的准确性往往远胜于对很多公司有少量了解的人。毕竟，只有对所投公司基本面的深度研究和对其所在行业内在规律的切实把握，才有可能建立起自己的比较优势。“弱水三千，但取一瓢”，投资成败的关键是你对所取的那“一瓢”到底有多深的了解。

迄今为止，我只为三本书做过序，它们分别代表了价值投资的三种流派。第一本是《3G资本帝国》，3G资本擅长通过并购来控股品牌消费品企业，主动介入公司的经营管理，削减成本、提升效率来改善企业的盈利能力，这种积极行动主义的投资方式（Activist Investing），不局限于发现价值，而是直接参与到创造价值、释放价值的过程

中去。第二本书是巴菲特的老师格雷厄姆的自传。格雷厄姆关于“市场先生”、“安全边际”和“买股票就是买企业”的基本思想一直是价值投资的基石，他的投资更注重低估值带来的安全边际，强调便宜是硬道理，赚企业价值被市场低估的钱。第三本即《跳着踢踏舞去上班》，收集了过去半个多世纪很多关于巴菲特的优秀文章。巴菲特早期的投资方式深受格雷厄姆的影响，以买便宜货为主。投资生涯中后期，巴菲特更注重企业的质地、生意的属性和管理层的能力和诚信，长期持有优秀的企业，做时间的朋友，赚企业内在价值增长的钱。

以上这三种投资方式，都是价值投资的康庄大道，都有集大成者。但是，第三种方式也许是最快乐的。之所以快乐，是因为你知道时间是你的朋友，你知道在等待的过程中，你所投资的公司的内在价值正在与日俱增。

快乐也来自于投资的社会意义。资本是稀缺的社会资源之一，把资本投给自己尊敬、欣赏和钦佩的企业家，让优秀的企业有更低的融资成本和更充足的资源，知道自己的投资优化了社会资源的配置，这也是快乐的源泉。

愿本书的每位读者都能够快乐地投资，快乐地生活。

TAP
DANCING
TO
WORK

推荐序 2

一个聪明家伙的伟大故事

比尔·盖茨
微软创始人

在万众期待中，卡萝尔·卢米斯关于巴菲特的书终于问世了，我对此的兴奋之情绝对是不言而喻的。在漫长的40多年中，《财富》杂志一直不遗余力地关注巴菲特，并发表了多篇关于他的深度报道。《跳着踢踏舞去上班》一书异常巧妙地将这些很有价值的文章结集成册，而且这项工作由巴菲特最亲密的朋友卡萝尔·卢米斯亲自操刀。在这些文章中，有的是卢米斯写的，有的是《财富》杂志其他资深作家写的，有的是巴菲特自己写的，还有一篇是我写的。在追述我和巴菲特友谊的这篇文章中，我披露了不太为人所知的一点：对于结识巴菲特，起初我并不太情愿。当时，我父母邀请巴菲特、凯瑟琳·格雷厄姆、梅格·格林菲尔德一起来我家的度假屋过周末。和“这位擅长挑选股票的家伙”会面实在提不起我的兴趣，况且当时我还有很多正经的事要忙，于是我一再推脱。不过，我的母亲却不依不饶，非要我也出席。然而，聊了几句话，我立刻发现这是一位不同凡响的人，他

的智慧和对商业的洞见绝对可以用石破天惊来形容。1991年7月的那个午后，我意识到自己遇见了一位罕见的天才，而且这种感觉一直持续到现在。从那以后，我开始不放过任何一个机会汲取其商业理念的精髓。在这个过程中，我才发现巴菲特对人生的认识同样能带给人无穷的启发。

《跳着踢踏舞去上班》以一种非常轻松的方式，将巴菲特对于企业和投资的思考淋漓尽致地展现了出来。书中的故事大致是以年代为线索而串联起来的。我相信，任何逐字逐句阅读完本书的人，都会有两种反应：第一，在漫长的职业生涯中，巴菲特难以置信地始终坚持着自己的洞察力和投资原则；第二，他对商业和企业的分析和思考直到如今都是无与伦比的。在1996年的那篇文章中，我写到，在自己认识的人当中，能将商业看得如此通透的人，除了巴菲特，绝无二人。直到今天，我仍然坚持这种看法。

显然，对于我们这些读者而言，卡萝尔·卢米斯为我们送上了一份丰厚的大礼。她不但在烟波浩渺的资料中将这些文章搜集起来，而且还对其中非常重要的文章添加了引人深思的说明文字。巴菲特商业生涯的各种言论，以卡萝尔·卢米斯本人为代表的极具天赋的观察家的言论，透过这些文字中闪烁的思维弧光，我们能够一览这位商界领袖和大慈善家的意识深处，这绝对是一件很有收获、值得花时间去做的事情。我希望所有人，包括那些自认为已经很了解巴菲特的人，都应该逐字逐句地阅读一下这本书。不论如何，我知道，我自己是一定会这么做的。

TAP
DANCING
TO
WORK

前言

我的老朋友，巴菲特

在《财富》杂志供职期间，我一直是“巴菲特”系列的主要撰稿人，这使得几十年来，相较于其他出版商，我对巴菲特有着更近距离的观察。很多人因此经常向我表达他们的意愿，希望我能写一部巴菲特的传记。我的答复总是“不”，因为我坚信对某一话题的熟稔并不一定能成就一部精彩的传记。事实上，我与巴菲特是超过40年的老朋友，而且刚认识他没多久，我就买入了伯克希尔哈撒韦公司的股票。这35年来，我每年还无偿地编订了巴菲特致股东的信。在为《财富》杂志撰写文章时，只要告诉读者这些事情，就能使我的文章受到欢迎。然而，以此为基础，去创作一部内容更为广泛的、关乎个人和专业领域的全新传记，我觉得并不妥。一般而言，传记的作者最好与当事人之间保持一定的距离。如果我和巴菲特没有这么熟，那么这个问题就不存在了。

想到这一点，我恍然大悟，过去在《财富》杂志发表的文章，本身就是货真价实的商业传记。只要稍加编辑，就能变成一本好书。您手中的这本《跳着踢踏舞去上班》，真实地展现了巴菲特多年来倾注

满腔热忱经营伯克希尔哈撒韦公司的过程。本书大体上以时间为轴，辑录了一些关于巴菲特的重要文章。其中也包括一些短篇，比如《吉米·巴菲特和沃伦·巴菲特是亲戚吗》*（Are Jimmy and Warren Buffett Related）*。对于重要文章，我都做了介绍或是评注，总数大约40篇。评注的主要目的是解释，比如，故事中的哪个问题尤为重要，巴菲特所预见的是否成真，他本人如今对整件事有何看法等。总体来说，本书涵盖了相当长的一段历史，差不多有46年之久。这段时间不仅对巴菲特个人，对支撑巴菲特成功的美国经济来说也是相当重要的。“嗯……46年，”巴菲特若有所思地说，“真是很久啊！差不多有美国历史的五分之一那么长。”

书中的文章和摘录大部分是由我和其他大约40位《财富》杂志的撰稿人完成的，其中约翰·休伊（John Huey）、瑞克·柯克兰（Rik Kirkland）和安迪·瑟沃（Andy Serwer）都先后升至主编，休伊后来还担任了《时代周刊》的总编。巴菲特自己也是作者之一，他曾特意为我们撰写了两篇重要文章。另外，巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司年报的草稿中透露过许多内幕故事，我们在编辑时都删掉了，这次也会加入本书中单独成文。众所周知的商界写手比尔·盖茨也会在本书中出现。

本书的内容，如同作者的人数一样，也是极为丰富的。我们一直秉持的原则是，避免重复。整理成书的过程中，重复的内容基本都被剔除。事实上，做到这一点相当容易，因为巴菲特自己就一直走在创新的道路上。

读完此书，你将能够看到巴菲特在商业领域的人生轨迹。提及他的第一个故事发生于1966年，其实文中只有一句话提到了巴菲特，当时我的笔墨主要着力在另一个人身上，他就是阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）。不仅如此，我还把巴菲特的名字拼

错了，少写了一个“t”。尽管有些徒劳，我还是试图宽恕自己的失误，自我安慰道：“1966年那会儿，在奥马哈，有很多投资人知道巴菲特，因为他使他们大富大贵，但在除此之外的地方，几乎无人知晓巴菲特是何方神圣。一晃到了20世纪80年代初。他也仍未站稳脚跟。”当《财富》杂志在1983年聘请自由作家安德鲁·托拜厄斯（Andrew Tobias）写一篇关于巴菲特致股东的信的文章时，托拜厄斯还没听说过这号人物。这也就意味着，托拜厄斯错过了一个大题材，巴菲特于1977年写给我们的有关通货膨胀的文章。巴菲特至今还会不断收到有关这个话题的邮件。

本书的中间部分，起始于1988年我写的一篇文章《巴菲特内幕》（*The Inside Story of Warren Buffett*），主要讲述巴菲特成为投资家之后，是如何迈向企业家的新领域的。接下来，当然就是他如何将伯克希尔哈撒韦变成美国企业巨擘的故事。其实，现在几乎已经没人知道伯克希尔哈撒韦当初有多么微不足道。1965年，巴菲特接管该公司之时，它只是新英格兰地区的一家纺织厂，其距离《财富》世界500强榜单的门槛绝对是遥不可及的。然而，到2011年时，在500强榜单上它已经跃居第7位。这个排名是以公司总收入为根据的，这是世界500强排行榜最看重的一项数据。而按照巴菲特所最认可的一项数据，即市场价值，伯克希尔哈撒韦公司则排在第9位。

这一切居然都发生在一个人身上，而且他的传奇还远未结束。

本书最后的内容，也是巴菲特事业轨迹的完结部分。之所以这么说，是因为巴菲特已决定把他的投资和商业活动转向慈善事业。踏出这一步并不需要他发明某种理念。他从不相信继承遗产这回事，所有的钱几乎都被他投向了慈善事业。巴菲特曾一度觉得小他两岁的妻子苏珊·巴菲特（Susan Buffett）会比自己长寿，由她将所有的钱用于慈善事业是最好的选择。然而2004年的时候，苏珊却因突发脑卒中去

世了。这使得慈善事业的重任又重新落到巴菲特的肩头，因此，他才在2006年声明将立即捐出自己的巨额财产。紧接着，他又在2010年，与盖茨夫妇共同发起了“捐赠承诺”（Giving Pledge）。《财富》杂志总是会率先报道这些事件，其实本书所有的封面故事都是如此。

你可以让一个人脱离投资行业，但是你不能剥夺他与生俱来的投资能力，这点毫无疑问。书中的最后一个故事，节选自巴菲特2011年致股东的信，他阐释了三种不同的投资类型以及他自己所偏爱的类型。他的选择并不出人意料，但是读完这本书，收获一些巴菲特的投资建议应该也不是坏事。

对于我来说，为了完成这本书，相当于重温了1954年至今，我在《财富》杂志的整个职业生涯，其间我总是不断提醒自己：“别忘了巴菲特名字里有两个t。”不过，这项工作更长远的意义，则在于我们能从巴菲特身上受益终身。巴菲特出色的投资和经商天赋、卓越的创造力以及同样重要的一点，永不停止的思考，都值得我们体会。

知名作家威廉·巴克利（William Buckley）的一位朋友曾这样评说过巴菲特和《财富》杂志之间的关系，我援引至此：“在沃伦·巴菲特成长为沃伦·巴菲特的过程中，《财富》杂志和我非常幸运地一直站在他身旁。”

01

没有人比得上琼斯

1966 年 4 月

卡萝尔·卢米斯

本是关于沃伦·巴菲特的一本书，却以阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯作为开端，未免有点儿让人摸不着头脑。但事实上，将1966年有关琼斯的这段历史作为开篇，再合适不过了。这是巴菲特的名字第一次出现在《财富》杂志的版面上，不过令人羞愧的是，我们把巴菲特的名字拼错了，漏掉了一个“t”。这是我犯下的低级错误。当我和约翰·卢米斯（John Loomis，那时还是一位机构证券推销员，后来成为我先生）见过巴菲特本人后不久，他还致电小小嘲笑了我一番。不久，巴菲特和他的妻子苏珊，邀请我和约翰去纽约和他们共进午餐，也就是从那时起，我们之间建立起了朋友关系，也可以说，为本书的撰写埋下了种子。

另外值得一提的一点是，本文将琼斯以及其“对冲”的理念介绍给了全世界。琼斯并不是华尔街第一个创建私募基金的人：本杰明·格雷厄姆很早之前就成立了私募性质的合伙公司了。不过琼斯所取得的非凡成就激发起了大众对对冲的兴趣。对于那些急于践行“琼斯式”基金理念的人，这篇极为通俗易懂的文章可谓正当其时，因此也

产生了巨大的影响。此后，人们总爱将本文视为对冲基金历史上一个重要的里程碑。

细心的读者往往会注意到，本文第一句话充满着难以掩饰的疑虑：“有理由使我们相信……”这实在不像是斩钉截铁的宣言。当然，我的疑虑不是空穴来风，尽管我查阅了琼斯公司的历史，几乎认定无人能出其右，但我的调查并未能穷尽其他所有投资者，所以我也不敢下十足的论断。

随后，我们拿到了奥马哈的巴菲特合伙公司（Buffett Partnership, Ltd.）的成绩单，而之前我们已掌握了琼斯公司10年的业绩记录。对这两家公司的业绩进行对比固然是一件很有趣的事，但又很难得出什么结论。巴菲特合伙公司的会计年度主要是以自然年度为准的，其中只有9项财务数据滞后于自然年度。琼斯公司1965年的会计年度结束于5月，这期间，它的成绩是325%，而巴菲特合伙公司的会计年度结束于12月，成绩是334%。

这些都早已成了历史的烟云，二人的职业生涯也随之分道扬镳：正如下一篇文章所讨论的，巴菲特关闭了他的合伙公司，而琼斯仍然坚持战斗在不断成长的股市上。对对冲基金来说，当时可是一段相当艰难的时期。

——卡萝尔·卢米斯

有理由使我们相信，少言寡语，不喜曝光的阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯是如今最专业的投资经理人。在商界可能很少有人听说过他，记性特别好的人或许还记得他曾为《财富》杂志写过文章。20世纪40年代初，他担任过《财富》杂志的特约撰稿人。然而，在股市中，他近些年的表现已经将他送上了神坛，荣膺华尔街的传奇人物。同时，他也让他的几位投资者成为百万富翁。1963年5月31日之

前的5年中，琼斯持有的投资组合创下了325%的总回报率。相较之下，在共同基金领域中叱咤风云的富达趋势基金（Fidelity Trend Fund）也只有225%的总回报率。在这之前的10年中，琼斯创下了惊人的670%的总回报率，而作为过去10年表现最佳的德雷福斯基金（Dreyfus Fund），总回报率为358%。

实际上，琼斯经营的并非是共同基金公司，而是一个有限合伙公司。琼斯旗下有两家这样的合伙公司，它们有着不尽相同的投资目标。尽管如此，每家公司的基本投资策略还是一样的：使用杠杆并进行对冲。杠杆意味着它们总是尽可能将自有资金充作保证金，以扩大交易规模。对冲则与空头头寸密切相关，在这两家公司的投资组合中往往都会持有空头头寸。每家公司都大约有60位投资者，他们的平均投资额大约为46万美元。

琼斯的成就带动了“对冲基金”的大繁荣。在1965年之前的两年中，琼斯的两个得力助手先后离开了他，建立了自己的合伙公司；一家叫作城市联合合伙企业（City Associates），资本额约为1750万美元；另一家是费尔菲尔德合伙企业（Fairfield Partners），资本额约1400万美元。两家公司都取得了辉煌的业绩。

1965年4月，一家新的合伙公司弗莱世贝克联合公司（Fleschner Becker Associates）也加入了对冲基金的阵营。该公司的负责人都是华尔街的经纪人，而且在过去几年均与琼斯保持着生意上的往来。除此以外，还有为数不少的小型对冲基金如雨后春笋般涌现出来。

不止于此，曾与琼斯做过生意的哈布斯曼经纪行（L.Hubshman&Co.）竟绕过了合伙公司的形式，直接设立了开放式基金，也就是共同基金。哈布斯曼基金（Hubsh-man Fund）的操作也将按照对冲基金的模式进行。当然，一家受到管控的投资公司能否像小型的私人合伙公司那样，充分有效运用琼斯的理念，还有待观察。不过，不论怎样，

对大批有意在对冲领域分一杯羹的投资者，哈布斯曼基金的出现还是开辟了一条新路径。

琼斯已年逾65岁了，他人生的大半时间都贡献给了社会学以及对股市的研究。1938年，他前往哥伦比亚大学攻读社会学博士学位。在这期间，他同时担任了哥伦比亚应用社会研究所（Columbia’s Institute for Applied Social Analysis）的主任一职，承担着一项研究美国社会等级差别的重要课题。这个课题成了其博士论文《生命、自由和财产》*（Life, Liberty, and Property）*的基础。1964年，该作品由奥塔哥书局（Octagon Books）再版。1941年2月，《财富》杂志邀请琼斯将这部书浓缩成为一篇文章，并聘请他为撰稿人。在此后5年的时间里，他成为《财富》杂志的一员，撰写了不少非金融类的文章，比如大西洋船队、农场合作化以及男孩的学前教育等。1946年，他离开了《财富》杂志。1949年3月，他以自由撰稿人的身份为《财富》杂志撰写了一篇《预测的时尚》*（Fashions in Forecasting）*，在该文中，他从各个方面探讨了股市中的“技术”方法。

对这个问题的深入探讨，使他坚信自己可以在股市中站稳脚跟。1949年年初，他和4个朋友一起，以合伙的形式成立了琼斯公司。他们的初始资金只有10万美元，其中四成来自琼斯本人。公司成立的第一个年头，他们就以17.3%的资本收益率一鸣惊人。然而，这不过是“小荷才露尖尖角”，如果初始资本全部留在公司的话，扣除合伙人各种税负之前，如今的资本额将高达492万多美元。

早前，琼斯对各种投资方式进行了尝试，包括几乎是由他首创的“对冲”技术。慢慢地，他开始专精于完善和实践这种新技术。

实际上，无论股票市场是上涨还是下跌，对冲理念都能保证琼斯拥有获利的空间。而且，即便他对股市的走向判断失误，对冲也能给予他一定的庇护。他认为精明的投资者总会想方设法保护其资本免受

误判的风险。大多数投资者会持有现金或是债券来应对突发情况，但琼斯则通过卖空来保护自己。

很多投资者对卖空心怀疑虑，但琼斯告诉他们，他只是“用投机的技巧来达成保守的目标”。为了证明自己的观点，他将自己的方法与其他投资者进行了对比。通常，一个手持10万美元的投资者，会抽出8万美元购买股票，剩下的部分则选择“安全”的债券。而如果琼斯有10万美元，他会用其做抵押再借5万美元。以目前70%保证金的要求而言，他无法借到如此大笔的款项去购买上市的股票；但是，假如去购买可转换债券和未上市的股票，他就可以借到这笔钱。有了这笔总额达15万美元的巨款，他可以将11万美元投资到自己喜欢的股票上，卖空价值为4万美元的他认为被高估的股票。通过此操作，他最终锁定了4万美元的多头仓位，还剩下7万美元的多头敞口。

7万美元大约占了其初始资本的70%，因此琼斯把他的“风险值”定义为70。但实际操作要比这复杂得多：琼斯对这些数字进行了“调整”。他假定某些个股稳定性较差，因此比其他个股风险更高。琼斯会为其投资组合中的每只股票都进行“速度”评级，比如新聚思（Syntex）是6.61，克尔-麦吉公司（Kerr-McGee）是1.72。接着他将用投资金额乘以这些系数。“调整”后的数字就被用来衡量风险的高低。比较传统的投资者会将2万美元投入债券，既不借钱，也不卖空，利用琼斯的方式来衡量，其风险值就是80。如果股市下跌10%，这两类投资组合中的股票也跟随大势，表现不佳。不过，由于在琼斯的投资组合中对冲的部分会反方向获利，因此其损失就将少于那些未对冲的投资者：琼斯的亏损额将小于7000美元，而其他投资者的亏损额为8000美元。然而，如果股市大涨10%，琼斯的收益也会少于其他投资者。

因此，琼斯所面临的问题就是，购买那些涨势高于市场平均值的股票，卖空涨势乏力或下跌的股票。如果他的理论奏效，那么其回报

也会是成倍的，因为他可不只是利用手头的金额，而是150%的资金。对冲概念的最大优势在于，投资者的空头头寸使得他能够集中火力最大化地操作多头。

琼斯对股市走向的预测能力和记录，恐怕只能算“成绩平平”。1962年初，他曾让自己的投资者担负着140的极高风险值。随着行情下行，他渐渐开始增加空头头寸，但是手脚略慢了一些。那年春季，他损失惨重，但当该财年结束的时候，他的投资者只受到了一点小小的打击，这是琼斯历史上唯一一个“亏损”年度。经过上述转变之后，他逐渐开始加大空头的操作，因此错过了随后的市场反弹。1965年，相同的情况再次发生了，当年五六月市场处于低潮时，琼斯保持着相当乐观的态度，而当行情大反弹到来的前夜，琼斯又转而看跌。在股价大涨的8月，琼斯的风险值实际上已经降至负18。换句话说，随着空头敞口已达到合伙公司资本额的18%，他的空头头寸超过了多头头寸。

抛开琼斯对股市走向的判断失误不谈，他在选择个股方面还是相当出色的。当他终于在1962年秋天转为看涨时，手头正持有许多“正确”的股票，比如，新聚思、国家影像公司（National Video）、仙童（Fairchild Camera）和航空股。到了2月底，他旗下的一家公司获得了高达38%的回报率，另一家也收获了不俗的31%的回报率，而同期道琼斯工业平均指数只有6%的回报率，包括股息。

“没有对冲，我连安稳觉都睡不成。”尽管很多对冲基金的操盘手会这样说，但他们仍认为自己成功的真正秘诀是，掌握有效的股票信息的能力及快速行动的决断力。合伙公司的形式对这两方面都很有裨益，因此对琼斯的安排进行一番细致的观察显然是非常有意义的。

1952年，琼斯把一家很普通的公司转型为有限合伙公司，因为他的很多朋友迫切希望琼斯能够帮他们打理资金。琼斯在吸纳资金的同时也告诫这些新合伙人，他们可以从合伙公司取走资金，亦可投入新

资金，但这只能在每个财年即将结束的时候进行。这个协议至今有效。不仅如此，琼斯和其他负无限责任的普通合伙人要从负有限责任的合伙人赚取的净利润中，收取20%的提成。如今这已成为所有私募基金的常规做法。大名鼎鼎的本杰明·格雷厄姆就曾按照这种分配方案经营过有限合伙公司。现在，奥本海默基金（Oppenheimer Fund）、股权基金（Equity Fund）以及利昂·艾伦基金（Leon B.Allen Fund）等共同基金的经理人都根据回报率来收取提成。当然，他们的所得可能比琼斯要差远了。哈布施曼基金也将采取这种分配方案。

鉴于琼斯为有限责任合伙人所带来的丰厚回报，他们似乎没有理由抱怨高额的佣金。那些鼓舞人心又在业界名列前茅的回报率数据，实际上已经扣除了普通合伙人拿走的那部分提成。换句话说，有限责任合伙人所获得的回报率数据远未能真正体现出琼斯的辉煌业绩。显然，与富达趋势和德雷福斯相比，他的业绩绝对算得上是硕果累累。

许多人由此会产生一些小疑问：这么多年过去了，应该有大批的投资者挤破头地涌入琼斯的合伙公司。不过，由于公司属于私募，并未注册，所以琼斯每年只是吸收为数不多的几位合伙人加入，而且常常是现任合伙人的亲人或密友。

尽管如此，发展至今，合伙人的组成仍可谓形形色色。路易斯·史蒂文斯（Louis E.Stephens）大概是有限责任合伙人当中收益最高的一位。这位来自墨西哥城的商人，退休前，曾是大众用品化学公司（General Products S.A.）的总经理。在1966财年年初，他向琼斯旗下的一家合伙公司投入了226万美元。由医生改行做雕塑家的阿里·西奈可（A.Arlie Sinaiko）分走了另一块大蛋糕，他以及其家族共向琼斯投资了200万美元，而整个投资组合如今增值了近一倍。理查德森家族的成员通过理查德森-梅里尔（Richardson-Merrell）的关系成了重要的合伙人，包括公司董事长史密斯·理查德森（Smith Richardson

Jr.）。《列宁的一生》（*The Life of Lenin*）等书的作者路易斯·费希尔（Louis Fischer），还有享誉世界的桥牌大师萨缪尔·斯泰曼（Samuel Stayman），也都是琼斯的合伙人。斯泰曼的财富积累主要来自羊毛生意。除了琼斯以外，他还投资给了另外两家著名的对冲基金公司，分别是城市联合基金和费尔菲尔德基金。奥马哈的巴菲特（此处少拼写一个“t”）合伙公司是一家具有私募性质的公司，它专精于长线投资，并且颇为成功。其资本额约为4500万美元，它也吸纳了斯泰曼的部分投资。在对冲基金领域中，其他比较知名的人物还有洛伊剧院（Loew’s Theatre）的董事长劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch），凯勒伍德公司（Kellwood Company）的前董事长莫里斯·伯尔斯坦（Maurice Perlstein）。

到了1966年6月1日，琼斯的有限责任合伙人的投资总额达到了4489.8万美元。其中500万美元来自10位普通合伙人的直系亲属。普通合伙人不仅同意将自己的投资一直保留在公司内，还增加了500万美元的新投资。其中，琼斯一个人就独占了200万美元。他的两个儿子，同时也是有限责任合伙人，也共同投资了250万美元。即便算上1966财年内已经获得的收益，琼斯一共也只管理着7000万美元的资金。就算再加上借的钱，这个数字也不会大于一家中等规模的共同基金。

不过，尽管琼斯掌管的资金规模不大，但他却在华尔街制造了轰动效应。如同所有对冲基金的经营者一样，琼斯极高的交易频率总能产生大量的手续费。由于短期卖空的得与失无足重轻，所以对冲者会频繁地进进出出。同样，当卖空造成损失的时候，他很容易从多头操作的短期回报中得到补偿。因此，从总体看来，对冲基金所掌握的资产组合会呈现出很高的换手率。

对冲基金之所以表现出大规模地在一只股票上进进出出的天性，有一个原因至关重要。相比于其他基金公司，它有一种独特的能力，

能确保其可以从股票经纪人那里第一时间获得有效的消息。大多数共同基金只能无奈地将自己收到的大部分手续费（可能高达90%）支付给向大众兜售基金份额的经纪人。对于那些无助于共同基金的销售、但研究能力很强的公司，它能投入的资金就所剩无几了。与此正好相反，合伙人私募基金，不需出售股份，因此可以为调研提供充足资金。以琼斯为例，这笔支出形成了一个闭环。琼斯所有的交易指令均由经纪商纽博格巴曼（Neuberger Berman）负责，不过，后者通常只保留大约50%的手续费，剩下的一半儿将以“交易转移”（give-up）的形式交给琼斯指定的经纪人。有一家琼斯非常倚重的经纪公司，每年因此能得到近5万美元的“交易转移”资金。超过1/3的资金将奖励给负责交易账户并提供有价值信息的业务员，于是这些业务员自然就非常乐意及时与琼斯共享信息。

琼斯的组织结构能保证他及时做出买卖的决策，而无须高层集体磋商。琼斯一共有5位投资组合经理，他们都是普通合伙人，而且每位都有动用一定比例合伙资金的权力。不止于此，由一位投资顾问和几位经纪公司分析师或业务员构成的外部“顾问”团，也有权操作大笔资金。不论是琼斯，还是二号人物唐纳德·伍德沃德（Donald Woodward），一般只是在指令执行前过目一下。只有当合伙人过量购买某只股票，比如，如果某些投资经理人同时在抛售该股票，或者其排兵布阵明显是把自己逼入“死地”时，他们才会出面干涉。

投资经理人会告诉你，鉴于市场正处于大牛市，他们最棘手的工作其实是发现优质的卖空机会。华尔街的分析师全都集中精力去发现那些涨势良好的企业，极少建议琼斯做空。这样一来，即便在短线投资组合仅仅达到盈亏平衡时，琼斯和其他对冲基金经理人就认为自己是幸运儿了。上个月初，琼斯做空了60只不同的股票，包括科尔维特（Korvette）、安德美（Admiral）、百时美施贵公司（Bristol-Myer

s）和杜邦公司（Du Pont）等的股票。然而，当时所有大型的对冲基金都在做空控制数据（Control Data）。

最近，琼斯把大部分时间花在了旅行和慈善项目上，所用的资金主要来自他私有的志愿服务基金（Foundation for Voluntary Service）。他已经多次赞助美国和平工作队（Peace Corps）的实地考察工作。**有趣的是，即使在公益组织中，琼斯也坚持对冲的概念，他自己的基金目前还支持着由5位来自印度的年轻社会工作者成立的、号称“反和平工作队”（Reverse Peace Corps）的活动。**他还在考虑撰写另一本关于如何解决美国贫困问题的著作。

02

对冲基金遭遇艰难岁月（节选）

1970年1月

卡萝尔·卢米斯

这一波大牛市持续了多年，并于1968年达到顶峰，很多人在疯狂投机的市场中赚得盆满钵盈。然而，1969年，对冲基金领域却被熊市狠狠地扇了一巴掌，本以为能够保护基金免受损失的对冲战略大都功亏一篑。大多数基金公司都报亏，很多公司面临合伙人撤资的窘境，有些甚至关门大吉。

与之形成鲜明对照的是，巴菲特合伙公司（本文并未着墨许多的话题）却在1969年大赚了一笔，保持了它不间断盈利的战绩；同时，该公司规模不断壮大，资产额达到1亿美元（琼斯经营的两只基金总额约1.6亿美元）。

尽管如此，当时39岁的巴菲特还是对股市的现状充满了忧虑。他认为，1968年的过度投机是一种很疯狂的行为。“这是一个我不了解的市场。”他说。不仅如此，他还认为依靠投资股票来获取回报将会变得越来越难。因此，1969年，即创办该公司的15年之后，他宣布将在年底清算巴菲特合伙公司。

我们援引的文章将以此为起点，用了两段的篇幅来讨论巴菲特。从这两段摘录中，我们还了解到，巴菲特为他的有限责任合伙人带来了丰厚的回报：23.8%的复合年回报率，并保持了13年。如果不扣除巴菲特的激励薪酬，该公司的复合年回报率更是达到了令人咋舌的29.

5%，而同期道琼斯工业平均指数的回报率只有7.4%。巴菲特本人也因成功经营合伙公司而积累了2500万美元的资产。

巴菲特之所以关闭合伙公司，最主要的原因还是股市的回报率越来越低了。这是实情，因为随后股市就进入了一段很艰难的时期，尤其是在1973—1974年。尽管如此，在接下来的几十年，投资者还是从股市中获得了相当大的回报。巴菲特是幸运的，作为伯克希尔哈撒韦公司董事长兼首席执行官和巨额资金的掌舵人，他重新回到了充满惊涛骇浪的市场。当然，那些追随巴菲特的投资者也是最幸运的人。

巴菲特还谈到了关闭公司的其他原因，如停下积累资金的脚步，去开始一些新的事业，当然这并未成真。金钱，并不是驱使他前行的动力，他至今十分低调、朴实的生活就是证明。创造财富，对他而言更像是永不休止而无比刺激的游戏，关闭合伙公司只是一局游戏的结束，接手伯克希尔哈撒韦则使他重整旗鼓、卷土重来。

——卡萝尔·卢米斯

1970年注定是很不同寻常一年。正是在这一年中，很多经营不善的基金公司走向末路，另一些公司则在调整和挣扎。另外，美国持续时间最久、规模最大也是最成功的投资合伙公司，即巴菲特合伙公司，也宣布要清算了。将巴菲特的合伙公司称作私募基金，可能有点不精准。显然，只有当巴菲特分割有限合伙人的利润时，他的合伙公司被称为私募基金才显恰当。按照他不同寻常的分配方式，回报率低于6%时，有限合伙人保留全部年收益；回报率高于6%时，他对超过的部分抽成25%。除此之外，他的公司和一般的私募对冲基金还是有很大区别的：公司的资金几乎全部用于长线的“价值”投资。在这点上，巴菲特的业绩是卓越的。13年的经营（包括1969年）全部实现了盈利，复合年回报率接近24%。

然而，令他的有限合伙人无比遗憾的是，巴菲特现在要退出比赛。他这么做的原因有很多，包括他强烈地感觉到自己的时间和金钱（他的身家远不止百万）应该以其他的目标为导向，而不是一味机械地赚钱。而且，他对市场前景也持保留态度，股市的油水已经流干了，未来再想获得可观的回报恐怕很难。因此，他建议投资者应该采取“消极”的方式，与其投资股市，倒不如在市政债券方面动动脑筋。

03

通货膨胀如何欺诈股票投资者

1977 年 5 月

沃伦·巴菲特

本书收录了巴菲特撰写的12篇文章，其中两篇是当初他给《财富》杂志的投稿，本文就是其中的一篇。在其他的篇目中，有两篇来自他的两次重要演讲，我们将其整理成文；一封是他写给国会议员的重要信件；另外还有他的《慈善承诺》以及6篇伯克希尔哈撒韦公司的年报摘要。

作为本书第一篇巴菲特亲笔撰写的文章，它的背后还藏有一段往事。丹尼尔·塞利格曼（Daniel Seligman）是《财富》杂志非常出色的高级编辑，他曾专门前往奥马哈与巴菲特沟通本文第一稿的修订问题。塞利格曼发现这位只收1美元稿费的作者基本拒绝删减，也不太同意做任何改动。塞利格曼一度非常沮丧，于是致电《财富》杂志的主编鲍勃·卢巴（Bob Lubar），建议不要刊登这篇文章。然而，卢巴认为，这篇文章很有价值，而且不需要修改。

于是，这篇文章最终面世了，当然还是看得出塞利格曼做了一些修改。早期巴菲特在思考复杂问题方面的超群才能，无疑在这篇文章中得到了完美展现。直至今日，文中的真知灼见仍然熠熠生辉。巴菲特和《财富》杂志都还保留着当时讨论问题时的来往信件。

尽管如此，本文仍有许多不够准确的地方。首先，巴菲特以及当时的整个商业界都认为，高通货膨胀率将会持续，而且会成为笼罩在

投资者头上的挥之不去的阴影。然而，他没有预料到的是，天才保罗·沃尔克（Paul Volcker）在1979年就任美联储主席，一举击碎了猖獗的高通货膨胀率。

其次，巴菲特还错判了企业税率的走向，他认为其“不太可能”下降。不过事实上，自1979年起，随着一系列减税政策的出台，美国的边际税率从当时的48%降到如今的35%。

透过上述的前提，我们才能明白，为什么巴菲特坚信，如果购买大企业的股票，回报率必将徘徊在12%左右。1981年，我在《突破瓶颈的盈利》（*Profitability Breaks Through a Ceiling*）一文中指出，尽管过去的5年仍旧难以摆脱高通货膨胀率，但《财富》500强企业的净利润率的中位值已经提高到14.8%。文章还提到，这一飞跃应归功于财务杠杆比率的提高，税率减免以及税前利润率的增长。

如今，巴菲特认为，如果资本主义制度持续完美地运行，竞争压力必将导致企业的利润率下滑。尽管如此，他还是补充道：“我的猜测被证明是错误的，尤其是关于税率的部分，这是无可争议的事实。”

然而，他仍然坚信，高通货膨胀率一定会榨取股票投资者的资金，而且他还用大量数据来佐证自己的观点。这些数据均来自那些有着惊人通货膨胀率的年份。巴菲特回忆说，1982年之前，也就是沃尔克还没将通货膨胀率降至8%以下的那些年，尤其是1977年，股票投资者的购买力损失惨烈。

——卡萝尔·卢米斯

在高通货膨胀率的环境中，股票和债券一样表现不佳，这已经不是什么秘密了。在过去10年的大部分年份里，我们就处于

这样的市场环境中。对于股票投资而言，这的确是一段艰难岁月。然而，股市为什么会在这个阶段遭遇困境，其原因仍然没有被人们完全理解。

在通货膨胀时期，证券持有者所遇到的问题一点也不神秘。在美元逐月贬值的情况下，想依靠那些用美元结算收益和偿付本金的证券来获利，显然是非常困难的。你根本不需要读个经济学博士学位就能明白其中的道理。

然而，长期以来，人们一直假设，股票并不是普通的证券。很多年来，传统的观念坚持认为，股票是对通货膨胀的对冲。这种主张基于的理由是，股票并不像债券那样，与美元直接挂钩，它代表着对制造业企业所有权的享有。因此，股票投资者认为，无论政客们如何操纵印钞机，他们仍然能保持其投资的实际价值。

那么，为何事实却与此背道而驰呢？我认为最主要的原因是，经济实体中的股票和债券非常相似。

我知道这个观点对于很多投资者而言有些离经叛道。他们肯定会立刻反驳道，债券的回报率（息票）是固定的，而股票投资的回报率（企业净利润）则可能像过山车一般大起大落。看起来的确如此。不过，如果你认真研究过第二次世界大战后企业每年的净利润，就会发现很不寻常的情形：其实，净资产收益率的起伏并不大。

第二次世界大战结束之后的第一个10年，也就是到1955年之前，道琼斯30种工业股票的年均净资产收益率为12.8%。在接下来的第二个10年，这项数据为10.1%。在之后的第三个10年，这一数字为10.9%。如果把视野拓宽至《财富》500强企业，通过追溯自20世纪50年代中期以来的数据，也会发现相似的结论：1965年前的10年内，它们的年均净资产收益率为11.2%，此后10年为11.8%。在某些特殊年份，这一数

字则大幅提高，比如，在1974年，《财富》500强企业的净资产收益率达到了14.1%，而在某些年份则比较低，比如1958年和1970年，这一项数据只有9.5%。**不过，纵观这些年，总体来看，净资产收益率有回归至12%左右的趋势。在通货膨胀的年份里，没有迹象显示出，该数据会大幅超过这一水平，物价稳定的年份也是如此。**

说到这儿，让我们思考一下企业的本质：它们并不是交易所中的那些抽象的代码，而是具有生产性的企业。我们假设企业的股东是以企业账面净资产的价值获得了企业所有权。因此，他们自己的回报率也应该是在12%左右。又因回报是持续性的，所以我们有理由将其看作“股票息票”。

在现实情境中，投资者当然不会只是简单地买进和持有，很多人会研究对策，以保证能击败其他投资者，最大化自己所占有的企业盈利比例。事实上，这种折腾对大局并无补益，不仅对股票息票不会造成什么影响，还可能减少投资者的回报，因为在这个过程中难以避免地会滋生大量交易费用，比如咨询费和手续费等。引入一个活跃的期权市场，并不会提升美国企业的实际生产效率，相反，这个赌场需要配置数以千计的人手，这使得交易费用进一步增加。

另外，在真实世界中，投资者通常很难以企业净资产的账面价值购买到股票。有时，他们的运气不错，能以低于账面价值的价格买入。不过，更常见的情况是，他们必须溢价买入，而这对于12%的回报率来说又是一大压力。我会在稍后探讨这其中的关系。现在，让我们把注意力放在一个要点上：通货膨胀率上升了，净资产收益率却没有。从本质上来说，买入股票，就相当于获得了拥有固定收益的“有价证券”，这跟购买债券没有什么区别。

当然，从形式上看，债券和股票的区别还是很大的。首先，债券终将会到期，尽管这可能需要等待很长时间，但债券投资者终会等到

重新谈判合约条款的那一天。如果当前和预期的通货膨胀率很高，从而使以前的债券票面利息显得过低，那么投资者就会拒绝再买。除非提高当前的票面利息，重新燃起他的兴趣。近几年，这种情况总是频繁出现。

然而，股票则是无期限的，它们天然地被盖上了“永久”的戳子。股市的投资者要听命于美国企业的利润。如果美国企业注定要赚12%，那么投资者就必须学会接受这个数字。作为一个庞大的群体，股市投资者既不能退出，也无权重新讨论条款。所以综合来看，他们承担的义务增加了。个别企业可能被出售、清算或者回购自己的股票，但总体而言，新股发行以及留存利润，可以确保锁定在企业系统里的权益资本不断增加。

综上所述，债券要略胜一筹。债券息票最后会被重新协定，而股票“息票”不会。当然，12%的回报率在很长的一段时期内似乎不需要大的修正。

拥有独特的12%的息票率，身着“股票”的华美外衣，“股票债券”（equity bond）翩然而至华尔街的化装舞会。它与普通债券还有另一个显著的差别。

在一般情况下，债券投资者在兑现息票获得现金之后，会再次择优进行投资；而股票投资者的股票“息票”，会部分保留在企业手里。企业会根据自身的盈利情况进行再投资。换句话说，每年12%的利润中的一部分将被当作股息支付给投资者，而剩下的部分又滚入下一个12%的生产过程中。

股票的这一特性，即部分回报用于再投资，既可算优点又可算缺点，这取决于12%的回报率到底有多诱人。在整个20世纪50年代和60年代早期，这的确是个好消息。当债券的回报率只有3%～4%时，能够

有权自动把股票收益的一部分，以12%的回报率进行再投资，这具有极大的价值。不过，需要提醒的是，投资者不可能在投入自有资金后就自动获得12%的回报，因为在那个时期，股票价格已大大地超过了它对应的净资产账面价值，所以，不论股票的回报率是多少，溢价使得投资者不可能完整地获得这个回报率。这就好比息票率为12%的债券，如果你以远远超过票面价值的价格购买，那么就无法获得12%的回报。

不过，股票投资者仍然可以享有留存利润所带来的12%的回报。事实上，留存利润意味着投资者可以按账面净资产的价格买下这家企业的一部分，而在当时的经济环境下，购买企业所要支付的价格会远高于企业账面净资产的价值。

在这种情况下，人们自然对现金股息敬而远之，而对留存利润趋之若鹜。实际上，想以12%的回报率进行再投资的资金越多，这种特性就会愈加珍贵，而投资者愿为此付出的价格也就越高。20世纪60年代早期，投资者就曾心甘情愿地为经济高速增长地区的电力公司股票支付高溢价。因为他们知道这些成长型公司有能力将大部分利润再投资以赚取更多回报。与此形成鲜明对照的是，那些受经营环境所迫，只能大量派发现金股息的公用事业企业的股票价格则相对较低。

如果在那一时期，存在一种高等级、不可赎回、息票率为12%的长期债券，它肯定会以远远高于其票面价值的价格出售。此外，假设这种债券还有另外一个不同寻常的特性，如该债券的大部分利息可以自动再投资于类似的债券，那这些债券必将享受更高的发行溢价。从本质上来说，成长股正是此类证券的代表，它们通常会保留大部分利润进行再投资。当新增的权益资本再投资的回报率是12%，而普通债券的票息率只有4%左右时，股票投资者必定是非常满意的。当然，他们也为此付出了过高的价格。

仔细回顾一下就会发现，1946—1966年期间，股票投资者实际上获得了三重好礼。**第一，企业的净资产收益率远远高于当时的基准利率；第二，企业的大部分利润都被留存起来，以很高的回报率进行再投资，而其他途径难以获得这么高的回报率；第三，随着人们普遍认识到前两个优势，除了最基本的约12%的净资产收益率外，股票投资者还获得了额外奖励。**道琼斯30种工业股票的市净率从1946年的133%涨到1966年的220%，在这个过程中，投资者确实在短期内获得了超过所投资企业内在盈利能力的回报率。

到了20世纪60年代中期，众多大型投资机构终于发现了这一“至宝”。然而，就在这些金融巨头开始争相买入股票时，高通货膨胀率、高利率时代到来了。很自然地，股票价格上涨的趋势开始逆转。利率的上涨无情地降低了所有固定收益类投资品种的价值。随着企业长期债券的回报率开始上升（最终升至10%左右），股票12%的回报率和再投资特性也开始被人们遗弃了。

投资者普遍认为股票的风险比债券大，这一点无可厚非。虽然股票回报率长期来看大致固定，但每年的确有波动。这种波动大大影响了投资者对未来的态度，尽管这种影响经常具有误导性。投资者认为股票风险大的另一个原因是到期日遥遥无期。由于这层额外风险，投资者自然期望股票的回报率“稳稳”高于债券的回报率。例如，如果债券的回报率为10%，而同一类型企业的股票的回报率为12%，那么这就不能算“稳稳”。随着回报率之间的差距缩小，股票投资者就开始另寻出路了。

当然，无论如何，股票投资者作为一个整体是不可能彻底退出的。他们所得到的只是更多的换手、大量的交易费用以及被不断创新低的估值。这反映出，在高通货膨胀的环境下，回报率为12%的股票，其吸引力在降低。过去的10年里，在经历了接二连三的打击之后，债

券投资者认识到，再高的利息都不保险，无论是6%、8%还是10%，都无法阻止债券价格的崩溃。由于股票投资者还没有完全意识到自己持有的也是一种“债券”，所以他们还得继续接受市场的教育。

12%的净资产收益率注定是一成不变的吗？是否存在着某条法律，禁止企业提高其净资产收益率，以应对似乎永远在不断攀升的通货膨胀率呢？

事实上，并不存在这样的法律。美国企业并不能随心所欲或通过制定法律来提高企业利润。要提高净资产收益率，企业至少需要做到以下其中一点：

- 提高周转率，即销售收入与总资产的比率
- 更便宜的杠杆
- 更高的杠杆率
- 降低企业所得税
- 更高的营业利润率

除此之外，没有其他途径能提高净资产收益率了。因此我们来谈谈自己对此可以做点儿什么。

提高周转率

先从周转率开始。关于这个问题，我们必须考虑三类主要的资产：应收账款、存货和固定资产，比如厂房和机器设备等。

不管是由销量增加引起的还是由通货膨胀引起的，只要以美元计的销售收入增加，应收账款也会成比例增加。这里没有改善应收账款周转率的空间。

至于存货，情况就没这么简单了。从长期来看，一般认为，单位存货的变动趋势会与单位成品的销售趋势吻合。不过，在短期内，存货实物的周转率会因特殊因素而变化无常，比如，成本预期或生产瓶颈问题等。

在通货膨胀时期，采用“后进先出法”（LIFO）的会计方法来计算存货的价值，将有助于提高报表上的存货周转率。当通货膨胀引起销售收入增加时，对于采用“后进先出法”的企业而言，如果销售单价没有上涨，存货的总价值将维持不变；而如果单位售价提高了，存货的总价值将随着销售收入的增加而增加。无论哪种情况，存货周转率都将增加。

20世纪70年代的早期，“后进先出法”为各企业所青睐，并逐渐成为一种显著的趋势，因为这样做会降低企业报表上的利润和税收。目前这种趋势有减缓的迹象，但仍有不少已经采用这个原则或有意实施这个原则的企业不愿放弃，以期进一步增加报表上的存货周转率。

在固定资产方面，假设通货膨胀对所有产品的影响都一样，那么，通货膨胀率的任何增长，将首先提高固定资产周转率。这是因为，销售收入会立即反映新的价格水平，而固定资产只能逐步地反映变化。比如，只有在现有设备被淘汰之后，才能以新价格购买新设备来取代它。因此，很明显，公司的设备更新过程越缓慢，固定资产周转率上涨得越多。只有当更新周期完成后，这个过程才会停止。假设通货膨胀率不变，销售收入和固定资产会以通货膨胀率的节奏增长。

总的来说，通货膨胀将会提升企业的总资产周转率。这种提升部分源自“后进先出法”的会计方法。如果通货膨胀加速，由于销售收入的上升快于固定资产的上升，这也会对周转率起到促进作用。不过，通货膨胀所带来的总资产周转率上升是有限的，其程度不足以使净资产收益率大幅上升。截至1975年的这10年间，尽管从总体上来

说，通货膨胀在加速，企业广泛采用“后进先出法”，但500强企业的总资产周转率仅仅从1.18/1上升到1.29/1。

更便宜的杠杆

使用便宜的杠杆呢？不太可能。高通货膨胀率通常会导致借贷成本大幅上升，而不是下降。恶性的通货膨胀率会催生急性的资本需求，由于贷款人对长期合同的不信任感日渐加深，他们开始索要得更多。即使利率不再进一步上升，杠杆也会变得更贵，因为公司账面上的平均债务成本低于替代成本。现有债务到期后，就需要用成本更高的新债务来替代。整体而言，杠杆成本在未来的变化会对净资产收益率产生轻微的抑制作用。

更高的杠杆率

使用更高的杠杆率呢？美国企业早已消耗了太多（如果不是大多数的话）能使用的“杠杆型”子弹。证明这一论点的证据，可在500强企业的另外一组统计数据中找到：1956—1975年的20年里，500强企业的净资产占总资产的比例从63%降到了50%以下。换句话说，每一美元的净资产已经比过去利用了更多的杠杆。

通货膨胀引发的融资需求颇具讽刺意味。高盈利企业通常是那些信用等级最好的企业，它们对债务的需求也相对较少，而盈利较差的企业似乎永远欲壑难填。放贷者对这个问题的理解要比10年前深刻多了，所以，他们不愿意贷款给资金匮乏、盈利不佳的企业，让它们将杠杆抬高到天上去。

尽管如此，鉴于通货膨胀日益严重，许多企业似乎已下决心在未来通过提高杠杆率来提高净资产收益率。企业管理层做出此决策，是因为他们需要比往日更多的资金才能维持企业的业务规模。在不能减少股息以及无法增发新股（因为通货膨胀的关系，股票的吸引力大大减小）的情况下，要想得到额外的资金，一个自然而然的选择便是增加债务，而几乎无暇顾及债务的成本。它们往往会像那些公用事业企业一样，在20世纪60年代中期，为8%的利息争论不休；而到了1974年，为了能得到利息为12%的借款而感激涕零。

不过，在当前的利率下，新增债务对净资产收益率的贡献，要小于20世纪60年代早期成本为4%的债务。还有一个问题就是，负债率上升还会导致信用评级被下调，引发融资成本进一步上升。

这一点再加上前面讨论的几点可以说明，未来的杠杆成本必将上升。总的来看，杠杆成本的上升很可能抵消提高杠杆率所带来的好处。

除此之外，与传统的资产负债表相比，美国企业如今早已债台高筑。许多企业还承担着庞大的养老金债务，当现任员工退休时，企业必须根据当时的实际物价水平调整退休工资的数额。在通货膨胀率很低的1955—1965年，这种养老金计划所带来的债务还能得以合理预测。而今天，已经没有人能够真正搞清楚企业的最终债务是多少。如果未来通货膨胀率平均为7%，一名年薪为1.2万美元的25岁的员工，仅仅为了满足生活成本的增长，当他65岁退休时，他每年就可以从企业获得18万美元。

当然，企业每年的报表上都有一项关于未履行的养老金债务的精确数字。如果这个数字是真实可信的，那么企业可以预先支付等同于这个数字的一笔资金，将其加入到现有的养老金资产，然后将这笔钱移交给某一家保险公司，让这家保险公司承担该公司的所有的养老金

债务。不幸的是，在真实的世界里，恐怕根本找不到愿意听一听这笔交易的保险公司。

事实上，对于发行这种“生活成本”债券，即不可赎回的、利息与物价挂钩的债券，任何一家美国企业的财务主管都会打退堂鼓。然而，通过私人的养老金系统，美国企业实际上背负了大量相当于“生活成本”债券的债务。

对于杠杆的提高，不管是传统债务，还是账外的与物价挂钩的“养老金债务”，股东都应该持怀疑态度。企业在不负债的情况下获得12%的净资产收益率，要远远好于债台高筑的企业获得同样的净资产收益率。这也就意味着，如今企业12%的净资产收益率的价值要远低于20年前12%净资产收益率的价值。

降低企业所得税

降低企业所得税似乎不太可能。投资者所持有的美国企业股票只能算作D类。A、B和C三类股票分别由联邦、州和市政府所持有，分别代表着它们征收所得税的权利。没错，这些“投资人”对企业的资产并不拥有所有权，但他们可以在企业利润中分享一大份，对那些由D类股东的留存利润所创造出来的利润也不例外。

A、B、C三类股票的另一个诱人之处是，只要它们中任何一类“股东”进行单边投票，无须付款，就能立刻地、大幅地提高对企业利润的分成，例如对A类“股东”而言，只要美国国会采取行动即可。更有意思的是，任何一类“股东”都可以追溯式提高自己享有的企业利润的份额，比如1975年纽约的企业就经历了这种“出其不意”的追溯。每当A、B、C三类“股东”投票提高它们所占的份额时，剩下留给D类股东的部分，也就是普通股票投资者的部分，肯定就会减少。

在展望未来时，如果还认为那些控制着A、B、C三类股票的人会投票减少自己的份额，那似乎就太不明智了。D类股东必须致力于保留住自己的那一部分。

更高的营业利润率

在我们提高净资产收益率的5种方法中，最后一种是提高营业利润率。一些乐观主义者对此寄予了很大希望。没有证据表明他们是错误的。不过，每1美元的销售收入里面只有100美分，而在我们得到税前利润之前，这1美元中还要有多项支出被扣除。这其中主要包括人力成本、原材料、能源和各种各样的非所得税。这些成本的比重在通货膨胀时都不太可能会降低。

非但如此，近期的统计数据表明，在通货膨胀时营业利润率很难被大幅提高。1956—1965年，这是一段通货膨胀率相对较低的时期，美国联邦贸易委员会的季度报告显示，这一时期制造业企业的平均营业利润率为8.6%。1975年之前的10年间，制造业企业的平均营业利润率为8%。换句话说，尽管通货膨胀率有了相当大的增加，营业利润率却下降了。

如果企业能够根据重置成本定价，那么在通货膨胀时期利润就会增加。然而，一个简单的事实是，尽管大多数大型企业的市场影响力很大，却依然无法转嫁成本。重置成本的会计方法显示，企业利润在过去10年中显著下降。如果石油、钢铁、铝业等行业的企业寡头确实有垄断市场的实力却无法提价，能够得出的结论就只有一个，它们的定价权受到了明显的限制。

这5种可以提高净资产收益率的方法，我们已经全部罗列出来了，但根据我的分析，没有哪一种方法能在高通货膨胀的环境下真正帮到

我们。或许你可能会得出比我更乐观的结论。不过，请记住，12%左右的净资产回报率已经伴随我们很长时间了。

即便同意12%的净资产收益率或多或少是不可改变的，你肯定仍希望在未来能取得比这好的业绩。这是可以想见的。毕竟有很多投资者的长期业绩一直超过了12%。不过，你的未来业绩会受到三个变量的制约：它们是账面净资产与市值的关系、税率和通货膨胀率。

首先，我们花点时间来做些账面净资产和市值的计算。如果股票一直按企业账面净资产的价格出售，事情就变得非常简单。如果一只股票的账面净资产是100美元，其平均市值也是100美元，企业12%的利润就会转化为投资者12%的回报，当然要减去交易费用，不过我们暂时不去考虑它。如果派息率是50%，我们的投资者将会得到6美元的现金股息，又可以从账面净资产的增加中获得6美元。当然，股票增加的6美元账面净资产自然会在自身的市值中得到体现。

如果股票是按账面净资产的150%出售，情况就会有所改变。虽然投资者将收到相同的6美元现金分红，但是相对于150美元的购买成本，回报率只有4%。企业的账面净资产也会增加6%，达到106美元。如果还是按账面净资产的150%来定价，投资者所持有的股票市值也同样会增加6%，达到159美元。不过，投资者的总回报率，包括市价增值及现金分红，只有10%，比股票真正意义上12%的回报率要低。

如果投资者的买价低于账面价值，情况则恰好相反。比如，如果股票价格只有账面净资产的80%，在相同的利润和分配条件下，股息率将达到7.5%，即6美元现金股息除以80美元股价，市价增值6%，总回报率为13.5%。因此，要想业绩更漂亮，得以折扣价而非溢价买进，这是常识。

在第二次世界大战之后的那些年里，道琼斯30家工业股票的总市值曾低至它们账面净资产的84%（1974年），而最高则达到232%（1965年）。在大多数时间里，这个比例都超过100%，1977年早春，大约在110%。如果我们假设未来股票的市价与账面净资产的比例接近100%，就意味着股票投资者可以足额得到那12%的回报。至少，在扣除税收和通货膨胀之前，这个数字是可以保证的。

在这12%的回报中，税收会吞掉多大一口呢？对于个人投资者而言，如果将联邦、州和地方的税收相加，可以确信的是，税收会吞噬掉股息的50%以及资本收益的30%。多数投资者的边际税率可能会低于此税率，但那些大投资者将会承受比这高得多的税率。新税法颁布之后，在高税收的城市中，高收入者的资本收益的边际税率高达56%。

那么，我们就用50%的股息税和30%的资本利得税作为代表。根据近期的经验，我们假设，在公司12%的净资产收益中，以现金股息的形式派发5%（税后降为2.5%），留存以使市值得到相应增长的部分为7%（30%的资本利得税后降为4.9%）。这样，全部除税后回报率为7.4%。如果考虑到交易费用，回报率则会下降到7%。如果再将我们“股票伪装成债券”的理论阐述得更准确一些，那么，对个人而言，股票可以被认为是票息率为7%的免税永久债券。

这就让我们回到关键性的问题：通货膨胀率。没有人知道这个问题的答案，包括那些政治家、经济学家以及权威学者。就在几年前，这些人还觉得，只要这里或那里稍做调节，失业率和通货膨胀率就会像受过训练的海豹一样听话。

然而，许多迹象显示，让物价达到稳定状态将面临重重困难：目前的通货膨胀是全球性的；社会中大部分群体的倾向是，利用他们的选票转嫁经济方面的问题，而不是想办法解决；在重要问题上，政客们总是充耳不闻，即使是最重要的问题，比如能源、核扩散，他们也

不尽心尽力地去解决；我们的政治制度鼓励那些为了赢得竞选胜利而追求短期利益的行为，尽管这最终会招致长期的痛苦。

不难想见，多数政客都强烈反对通货膨胀，但他们都坚定支持制造通货膨胀的政策。这种精神分裂并没有导致他们与现实隔离，因为政客们早已确保他们的养老金会与退休后的生活成本挂钩，而这完全不同于私营部门的养老金。

人们对于未来通货膨胀率的讨论，通常会着眼于货币政策和财政政策的细微之处。这两者都是决定通货膨胀率高低的重要变量。不过，从本源上来说，和平时期的通货膨胀是政治问题而不是经济问题。所以，人的行为而非货币行为才是问题的关键。一个政客选择下一次的连任，还是下一代的福利，其结果是不言自明的。

尽管这种泛泛而论并不能得出精确的数字，但我认为，在未来几年里，通货膨胀率非常有可能维持在7%左右。我希望这个预测是错的，事实上也可能如此。对未来的预测通常更多地反映的是有关预测者的信息，而不是关于未来的。你完全可以将自己认定的通货膨胀率替换到投资公式中去。但是，如果你预测的通货膨胀率是2%～3%，那咱们俩的视角肯定不同。

我的结论是：在扣除通货膨胀和税收之前，会获得12%的净资产收益率；扣除税收但不扣除通货膨胀，股票的回报率还有7%；扣除税收和通货膨胀率之后，股票的回报率为零。这个公式可一点也不像电视上宣称的那样让人激情澎湃。

作为一名普通的投资者，你能得到更多的钱，而购买力却没得到提升。这与本杰明·富兰克林的“省钱就是赚钱”的说法大相径庭，但与米尔顿·弗里德曼的“投资还不如消费”的说法非常一致。

这种计算清楚地表明，通货膨胀率是一种更具破坏力的税收，远超于我们立法机构制定的任何税种。“通货膨胀税”具有奇异的吞噬资金的能力。对于一个拥有利息为5%的银行存款的寡妇来说，零通货膨胀时100%的所得税和零所得税时5%的通货膨胀率是一样的。无论如何，这两种“征税”的方式，都使她没有了任何实际收入。她所花出去的每一分钱都来自本金。然而，她无疑会对120%的所得税感到气愤，却不会注意到，6%的通货膨胀率在经济上等价于120%的所得税。

如果我对通货膨胀率的假设接近正确，那么，不仅市场下跌时的结果会令人失望，市场上升时的结果也会如此。上月初，道琼斯工业平均指数是920点，比10年前上涨55点。然而，经过通货膨胀调整之后，道琼斯工业平均指数实际下跌了大约345点，即从865点跌到520点。而且，为了取得这样的结果，道琼斯工业平均指数成分股企业的大约一半利润都被留存起来，用于再投资。

在接下来的10年里，只要股价保持12%的增长率，40%的派息率和110%的市净率不变，道琼斯工业平均指数将翻倍。如果通货膨胀率是7%，即使投资者是在道琼斯工业平均指数到达1800点时卖出股票，在支付了资本利得税之后，其实际购买力还不如今天的水平。

对于我的悲观预测，现在我几乎已经听见投资者的批评声了。可以预料到的是，无论新投资时代面临着何种困难，他们都会想方设法为自己谋划一个超级回报。然而，他们是不可能成功的。而对于股票投资者这个整体来看，这更加不可能。如果你觉得你可以通过买卖股票来击败通货膨胀税，我很乐意做你的经纪人，而不是合伙人。

即使那些所谓的免税投资者，比如说养老基金和大学捐赠基金，也无法回避通货膨胀税。如果我假设的7%的通货膨胀率是正确的，那么每年7%的回报率仅仅只能弥补购买力的损失。在通货膨胀率为7%的

水平下，如果回报率为8%，那么，那些自以为免税的机构实际上是被征收了87.5%的“所得税”。

不幸的是，高通货膨胀率造成的问题不仅困扰着投资者，而且影响了整个社会。投资收入只占国民收入的一小部分。如果人均实际收入能以健康的速度增长，只是实际投资回报为零，那么，整个社会的公平也许会进一步地发展。

市场经济往往会给参与者不成比例的回报。凭借嗓音、身体构造、体力或智力等天赋，人们拥有了大量从未来的国民产出中得到巨额的财富的凭证，这些凭证和股票、债券以及其他形式的资本没有什么不同。投对了胎也能在一出生就拥有一生都享用不尽的财富。如果通货膨胀造成的投资零回报能劫富济贫，从这些有着巨额财富的幸运儿手中，把国民产出的更大一部转移给其他人，比如那些努力工作，只是没那么幸运的公民，那么，这对一个公平的世界不会有什么损害。

然而，以牺牲富裕股东的利益为代价来改善工作者福利，这种做法的效果却并不明显。工作者所得的报酬已经是股息的28倍，而很多股息会流向养老基金、非营利组织，比如大学和并不富裕的个人投资者。在这种情况下，我们把所有富裕股东的股息都转移到工作者的报酬中，其实远比不过经济增长对提高实际工资所做的贡献；而且这种转移我们只能做一次，因为这无异于杀掉一头奶牛或者一头猪。

因此，对穷人来说，通过通货膨胀来减少贫富差距，甚至连短期的实际帮助都没有。穷人的经济状况会随通货膨胀对经济的总体影响而起伏，而通货膨胀对经济的影响不可能是好的。

要大幅改善普通人的经济状况，就需要足够的资本。只有大量新资本投入到现代的生产设施中，才能实现这个目的。如果产业缺乏资

本来创新以及购买昂贵的新设备，即使拥有优质的人力资源、巨大的消费需求和政府的许诺，也将一无所获。无论是苏联人还是洛克菲勒都理解这个公式。这一公式在日本和西德（原德意志联邦共和国的简称）已经被应用，并且产生了惊人的成功。高资本积累率让这些国家的生活水平快速提高。即便美国相对于它们有着能源优势，但它们的生活水平提高的速度也远超于我们。

为了理解通货膨胀对资本积累的真实影响，需要一点数学计算。让我们回到12%的净资产收益率。该收益率是除去了折旧之后的，也就是说这是扣除了厂房和设备损耗的收益率。当然，这其中存在一个假设，就是厂房和设备可以在未来能以与当初相似的价格买到。

让我们假设利润的一半用来股息，剩下的6%用于为未来增长提供资金。假如通货膨胀率很低，比如2%左右，那么该利润的大部分将源自实际产出的增长。在这一条件下，必须额外投入2%在应收账款、库存和固定资产上，明年的实际产出才能保持今年的水平。剩下的4%将会用于购置新设备或修建新厂房，这将带来更多的实际产出。显然，2%的虚幻利润反映的是通货膨胀，而只有剩下的4%能带来实际增长。如果人口增长1%，那么这4%的实际新增利润会转化为3%的人均纯收入的真实增长。这看似非常粗略的估算，却一直是我们经济增长的方式。

现在，让我们算算在7%的通货膨胀下，还有多少能剩下支持真实的增长。答案是，如果分红政策不变和杠杆率保持不变，什么都没有。12%的净利润中的一半用于股息，剩下的6%即使全部投入，也很难保持明年的实际产出与今年持平。

许多企业在正常的派息之后，所剩的留存利润实际上已无法为自身业务的扩张提供资金。面对这种窘境，它们就会各出奇招。它们暗

自发问，怎样才能在不触怒股东的情况下减少甚至停止支付股息？我给他们带来了一些好消息：现在已经有这样的方案了。

在最近几年，美国的公用电力企业几乎已经丧失了支付股息的能力。除非股东同意购买其增发的股票，否则它们就无法继续支付股息。1975年，电力企业支付了33亿美元的普通股股息，却要求投资者返还34亿美元。当然，电力企业这种拆东墙补西墙的做法并不是为了什么声誉。也许你还记得，1974年，爱迪生联合电气公司（Consolidated Edison Inc.）直截了当地告诉股东，公司再也没有钱可用于支付股息了，而市场用灾难“回馈”了这种坦诚。

现在，更精明的公用事业类企业继续甚至还增加季度股息，但要求不论新的还是老的股东返还这些钱。换句话说，企业会增发新股。在这一过程中，有大量资本被转给了税务部门和股票承销商。然而，每个人似乎都兴致勃勃，特别是承销商。

受到这些成功案例的鼓舞，一些公用事业企业想出了更便捷的方法：企业宣布支付股息，股东来交税，然后再快速发行更多的股票。虽然没有现金转手，但美国国税局一如既往地“剥削”股东。

比如，在1973年，美国电话电报公司（AT&T）推出了一项股息再投资计划。据说这家公司是非常关心股东利益的，考虑到金融界的风气，这种计划的实施是完全可以理解的，但这个计划的本质无异于《爱丽丝梦游仙境》*（Alice in Wonderland）*。

1976年，美国电话电报公司向其290万名普通股股东发放了23亿美元的股息。该年年底，共有64.8万名股东（前一年是60.1万美元）在该公司增发的股票上再投资了4.32亿美元（前一年为3.27亿美元）。

举个有趣的例子，假设所有美国电话电报公司的股东都参与了这项计划，那么，股东将收不到一分钱的现金，这与爱迪生联合电气公司决定不发放股息如出一辙。非但如此，290万股东还被要求为他们的留存利润支付所得税，因为那一年留存利润被改名为“股息”。假设1976年的“股息”总额为23亿美元，股东按平均为30%的所得税税率缴税，那么，为了这份不可思议的计划，他们最终将向美国国税局支付约7.3亿美元。此情此景，想象一下，如果董事会决定将股息加倍，股东们会有多高兴？

随着企业在积累真实资本的问题上的奋力挣扎，我们必将看到各种变着花样降低股息的做法。显然，从不同程度上克扣股东权益并不能完全解决问题。7%的通货膨胀率和12%的净资产回报率叠加在一起，会减少支持企业实际增长的资本。

因此，当传统的私人资本积累方式在通货膨胀条件下失效时，我们的政府就会更多地介入：以刺激资本流向工业部门。这样做可能像英格兰一样失败，也可能像日本一样成功。日本式的积极干预，需要政、商、劳工的热情结合，美国显然非常稀缺这种文化和历史基础。幸运的话，我们会避免重蹈英格兰的覆辙。在英格兰，所有部门争夺自己的那份蛋糕，而不是合力把蛋糕做大。

然而，总的来讲，在未来一段时间里，我们很有可能会听到更多有关投资不足、滞胀和私营部门无法满足市场需求的消息。

TAP DANCING TO WORK
巴菲特花絮

以下这个小花絮，或许让我们更能看清巴菲特究竟是谁。巴菲特在1977年还不为人所知。如今，他的很多故事已经家喻户晓，我们也

不想再赘述。但我想强调的是，当时，巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司市值为3500万美元，他的蓝筹印花公司（Blue Chip Stamps）的市值大约为1000万美元，而且两家公司都在投资领域异常活跃。所以，为什么一个对股市如此不乐观的人会购买那么多股票？“部分是因为习惯，”巴菲特回答说，“部分是因为股票意味着企业，经营企业远比拥有黄金或是大农场有意思多了。另外，在通货膨胀的时代，股票或许也是‘迫不得已’的最佳选择了，但前提要以比较合适的价格买进。”

——卡萝尔·卢米斯

04

小学院在投资游戏中取得大成功

1978年12月

李·史密斯

在巴菲特的帮助下，格林内尔学院（Grinnell College）捐赠资金的运作取得了巨大成功，然而，直至本文在《财富》杂志发表之前，这件事一直未被人所知。本文揭示了该事件的核心部分，1976年，格林内尔学院出人意料地花费1290万美元（其中只有200万现金，剩下的均为无追索权贷款）买下了代顿市的一家电视台，而巴菲特曾认为这或许是一项“实实在在的资产”。尽管电视媒体的价格持续看涨，但巴菲特没多久就准备让格林内尔学院撤出了。1980年，这家持有仅4年的电视台就被赫斯特集团（Hearst Corporation）以5000万美元的价格收购。

乔·罗森菲尔德（Joe Rosenfield）是说服巴菲特加入格林内尔学院董事会的关键人物。他为自己挚爱的这所学院奉献了终生，直至2000年去世。巴菲特将有经营权的信托人的身份保留至1987年，而作为终身信托人则持续到2011年。

在董事会任职期间，巴菲特也有过不少疑虑。最令他烦恼的是，他和罗森菲尔德为格林内尔基金会带来了60多倍的回报，但并未产生什么了不起的影响。巴菲特说：“当基金会拥有800万美元的时候，这个只有1200人的学校看起来挺好的；而当基金会拥有了5亿美元的时候，这个1200人的学校还是挺好。”

这里更新一下格林内尔学院的情况：在2011—2012年，学生总数为1600人，而基金会的资产额已达15亿美元左右。

——卡萝尔·卢米斯

格林内尔学院总让人感觉有点不太真实。36公顷的偌大校园坐落于爱达荷州中部一个典型的农业小镇的边缘，小镇里最高的建筑就是谷仓。按理说，这么一所学院理应以畜牧专业为主，而不该涉及人文学科。然而，与此恰恰相反的是，格林内尔学院的1200名学生所接受的是严格的传统式教育。美国殖民地历史、约翰·弥尔顿的诗歌、量子理论都是学院的基础课程，学校从而蜚声全美，被称作美国最优秀的文科学院之一。

最近，格林内尔学院因为另一件匪夷所思的事名声斐然。这所地处玉米带的小学校在捐赠资金的运营方面相当纯熟，取得了惊人的成绩。在过去5年内就将资金翻番，达到3750万美元，而且这还只是保守数字。如果将基金会的全部资产都按照市场价值折算的话，总额将接近6000万美元。与之相比，基金会收到的新捐赠仅有540万美元。基金会之所以成长如此之迅速，主要是由于其资产的大幅增值。即便是相对保守的评估，在过去5年中，其增值的速度（加上新收入）也达到了16.2%的复合年增长率。

与此同时，其他学院和大学的基金会运转得都相当沉闷，乏善可陈。AG贝克公司（A.G.Becker）曾追踪了150家基金会过去5年的运营情况，结果显示它们的中位数回报率仅为可怜的1.7%。

格林内尔学院取得如此佳绩并非偶然。它引进了投资战略，以企业化的方式来经营捐赠资金，而其他的教育机构对这种战略常常敬而远之。举个例子，一般的做法是：小心翼翼地把“鸡蛋”包好，然后放进传统的股票和债券市场的众多“篮子”里；而格林内尔学院却毫

不迟疑地将全部“鸡蛋”放到一两个篮子，并且还参与了更具冒险性的投机活动。其最具代表性、最引人注目，也是最不寻常的举动就是花费1290万美元购买了一家商业化的电视机构。

格林内尔学院的基金托管人和其他学院的不同之处在于，他们并未将基金会日常的管理事务让渡给银行、外部的投资经理人、甚或专业的内部经理人，而是审慎地将其掌握在自己手里。更确切地说，他们将其托付给了自己的财务委员会，尤其是委员会中的两位核心成员。这两位成员曾成功地为自己赢得过巨额财富，也向委员会证明了自己正是该职位的不二人选。其中一位是来自得梅因的罗森菲尔德，他是一位退休律师和活跃的投资人，并曾担任扬克兄弟公司（Younkers Brothers Co.）的董事长。这是一家遍布美国中西部的著名连锁百货公司。

另一位就是沃伦·巴菲特。这位声名显赫的奥马哈投资者，将一家由亲戚、朋友集资构成的“小作坊”发展为全国闻名的投资合伙公司，在存续的13年中其复合年回报率达29.5%。1969年，他清算公司账目、分配红利时，公司的资产已达1亿美元。他还持有很多公司的股份，其中包括金融机构和报业公司。

当罗森菲尔德在1941年进入基金会董事会时，手中的资金大约只有100万美元，其中包括学校继承下来的几个农场以及25万美元的有价证券。20世纪50年代初，石油商弗雷德·达比（Fred Darby）向学校捐赠了大约500万美元的资金，这可算早期最意外的一大笔钱。第二次大笔进账是在随后的60年代初，当时福特基金会（Ford Foundation）承诺，如果格林内尔学院能够自己募集到400万美元资金，福特将再贡献200万美元。格林内尔学院办到了，其中罗森菲尔德从自己的口袋中拿出了40万美元。

罗森菲尔德继续不遗余力地为学校贡献力量，其绝大多数的捐赠进入了以他的名字命名的罗森菲尔德基金（J.F.Rosenfield Fund），成为学校基金会中的一个特殊部分。罗森菲尔德和巴菲特对这笔钱的运作可谓费尽了心思。他们动用不大的一笔资金，进行了有一定风险的投资。显然如果这笔资金投入传统的蓝筹股票或者债券，回报将很有限。最终两人取得了令人瞩目的成功。假使该基金里也有“股东”的话，那么在过去的15年里，他们将取得18倍的回报。

罗森菲尔德基金第一笔引起轰动的投资发生在1968年。罗伯特·诺伊斯（Robert N.Noyce）是仙童半导体公司（Fairchild Semiconductor）的创始人之一，他也是格林内尔学院的校友。在学校期间，他一直是问题学生，曾因偷盗农户的猪去做烧烤而被停课。罗森菲尔德和另一位远见卓识的董事、芝加哥的律师塞缪尔·罗森塔尔（Samuel R.Rosenthal）认为，诺伊斯很有天分，可以为学校带来福音。“我们告诉诺伊斯，当他自己创业时，学校也愿意加入其中。”罗森菲尔德回忆说。因此，当诺伊斯1968年离开仙童半导体公司去创建英特尔公司时，他给予了格林内尔学院购买30万美元可转换债券的机会。为了抓住这个机会，罗森塔尔和罗森菲尔德两人每人拿出了10万美元，另外1/3的资金则来自罗森菲尔德基金。随着英特尔公司的蓬勃发展，这笔投资也收到了高达46倍的回报。捐赠基金会将债券转化成了股票，并在随后的日子里逐渐卖出了自己拥有的英特尔公司的股份，获利接近1200万美元。他手中仍旧持有的37000股市值约为200万美元。

巴菲特不是格林内尔学院的毕业生。他本科就读于沃顿商学院（Wharton School）和内布拉斯加大学（University of Nebraska），随后在哥伦比亚大学商学院取得了经济学硕士学位。他之所以能成为格林内尔学院的董事，完全是因为罗森菲尔德，两人是通过共同的朋友得以结识的。尽管两人不属于同一代人，罗森菲尔德74岁，巴菲特只有48岁，但两人还是成了忘年好友。1968年，应罗森菲尔德的邀请，

巴菲特加入了董事会。“有的人你很难对他说不，乔就是这样一种人，”巴菲特沉思地说，“答应他加入董事会，是因为他是我认识的唯一一个愿意将自己的资产贡献出来的人，而其他人往往是根据可减免税款的限额来捐赠。”两人常常交流意见，有时还会和财务委员会的其他成员交流，特别是38岁的董事长汤姆·哈奇森（Tom Hutchison）。哈奇森是得梅因一位非常富有的投资顾问。不过，巴菲特很少出席董事会全体会议，他不喜热闹。每年3次的董事会议，在格林内尔学院的图书馆一开就是一整天，让他焦躁不已。烦琐的会议进程，他也很难保持耐心。

巴菲特和罗森菲尔德在投资策略方面很有默契，但后者比前者更着迷于新观点。比如，在投资英特尔公司时，巴菲特就一直保持着冷眼旁观的态度。“我不是反对，”他解释说，“只是对半导体行业不太了解，我通常不会投入一个我不了解的行业，在这点上，我的姐妹很不理解。”

从本质上来说，巴菲特继承了其导师本杰明·格雷厄姆[1]的衣钵。他坚信，应该寻找被低估的企业，然后投以重资。不过，事实上，巴菲特进一步发展了格雷厄姆的思想体系。格雷厄姆主张在股票已经涨到其真实价值时，应该沽清，而巴菲特则会购买他愿意无限期持有的股票。**最近，他的观点被总结为：“以100万美元的价格购买实际价值200万美元、而5年之后会升至400万美元的生意。”**当然，这种机遇并不容易碰到。“好生意不常有，”他说，“因此，我们也不要贸然出手。”

1976年，几乎是在不经意间，巴菲特为格林内尔学院寻求到了重要的机遇。托马斯·墨菲（Thomas S.Murphy）是首府广播公司（Capital Cities Communications）的首席执行官，同时也是巴菲特的好友。在新奥尔良进行的一次有关报业经济的会议中，他和巴菲特一起

吃了一顿早饭，并向后者提及阿弗科公司（Avco Corp.）正打算出售旗下的辛辛那提电视台。按理说，要不是可能存在利益冲突，巴菲特本应有兴趣为自己或者伯克希尔哈撒韦公司收购这家电视台。伯克希尔哈撒韦公司拥有华盛顿邮报集团12%的股权。按照相关法律的规定，任何一个法人最多只能拥有5家电视台，或是7家，但其中至少要有2家受欢迎度不太高的超高频电视台。华盛顿邮报集团当时已经拥有4家甚高频电视台。显然即便伯克希尔哈撒韦公司所持有的并非是有表决权的股票，但监管机构还是会认为，不论是巴菲特还是伯克希尔哈撒韦公司，再收购一家电视台，都要被算在华盛顿邮报集团的账上。也就是说，这样一来，就把华盛顿邮报集团的“最后一发子弹”也用掉了。当他几乎快要忘记电视台收购案这件事的时候，罗森菲尔德的一通电话提醒了他，或许对于格林内尔学院这是一个千载难逢的机会。由于现金流的问题，阿弗科公司急于抛售旗下的电视台，所以这家电视台很可能就是巴菲特极力倡导的“被低估的可靠资产”。一所大学购买电视台，这几乎闻所未闻；当然也有例外，洛约拉大学（Loyola University）就拥有新奥尔良一家顶尖的商业电视台。然而，一所久居象牙塔的大学能够走向市场，参与经济活动，这无疑是一件鼓舞人心的事情。

格林内尔学院董事会通过了收购辛辛那提电视台的提议，但在商讨如何解决收购资金问题时耽搁了不少时间，以至于错失了第一次出手的机会。这家电视台被多媒体集团（Multimedia Inc.）以1600万美元的价格买走了。为了缓解失望的情绪，格林内尔学院迅速买下多媒体集团价值31.5万美元的股票，如今其市价已翻了三倍。阿弗科公司在代顿的电视台是第二个机会，这次巴菲特并未过多考虑资金问题，他毫不犹豫，全心投入，出价1290万美元买下美国全国广播公司的一个子台WLWD-TV 2，这个价格大约是该电视台总收入的2.5倍。对于至少3倍于总收入的报价惯例，这个数字并不算太吸引人，但是阿弗科公司还是接受了。

该电视台在当地的三家电视台中排名中游，它位于俄亥俄州代顿市区边缘的莫兰市（Moraine），那里原本是一个旱冰场。格林内尔学院接手后，将电视台的呼号改为WDTN，并组建了独立的格林内尔通信公司（Grinnell Communications）来运营它。公司利用自己的收入来支付各项税款，因此不管老板是教育机构还是别的组织，都没什么差别。格林内尔通信公司斥资130万美元进行设备改善，包括花费75万美元用于加高发射塔，以覆盖更广泛的受众。公司的运营相当顺利，基本没遇到什么问题出现。在电视台未被格林内尔学院收购之前，雷·科利（Ray W.Colie）就担任电视台的总经理，收购之后，他仍然掌管着电视台的运营。尽管公司的6人董事会受控于格林内尔学院，但他们给科利和员工们保留了相当大的自主权。

电视台的资金问题最终也解决了。罗森菲尔德基金提供了价值200万美元的股份，而格林内尔学院筹措到1100万美元，其中半数来自外部贷款，半数来自基金会自身。这笔投资真正引人注意的地方在于其可观的回报。排名前50的电视台（代顿电视台排名46）最新的成交价格一般都在其总收入的4倍左右。1978年，WDTN的总收入大约为900万美元，这也就意味着其市值达到了3500万美元左右，是其收购价的2.5倍。

在格林内尔学院的账目上，电视台的真正价值明显被低估了。初始的200万美元的股份是按成本计价法录入账目的，与此同时，该学院还欠着大约500万美元借债（有些贷款已被偿付）。如果以市场价格重新计算WDTN的价值，那么在减掉欠局外人的500万美元后，格林内尔学院的回报会猛增700万美元。而且，捐赠基金会的资产也将达到6000万美元而不是格林内尔学院评估的3750万美元。

巴菲特认为，那些拥有庞大捐赠基金会的大型学校可以借鉴格林内尔学院的投资战略，将投资组合限制在比较少的领域，这样就能产

生一些巨大的可能性。要是哈佛捐赠基金会能在1978年初获得美国广播公司的控制权，结果会是怎样的呢？当时该股票的总市值只有大约7亿美元，哈佛捐赠基金会只用自己一半的资金就可以买下它。按这个思路延伸一下，对美国广播公司7亿美元的投资，将带给哈佛捐赠基金会一笔可观的回报，其回报率将与格林内尔如今的回报率相差无几。

然而，事实是，很少会有大型学校有格林内尔学院那样大胆的行事风格。实际上，格林内尔董事会也开始出现分歧，有人担心投资组合的不平衡性。更荒谬的是，WDTN越是升值，他们反倒越是心神不宁：但这种担忧是完全可以理解的。电视台的市值目前大约占据了整个捐赠基金会资产数额的一半，作为基金受托人还是会疑虑，资金如此集中是否足够稳健。“我甚至可以预料到，如果电视台持续贬值，”格林内尔学院的一位董事说，“学生恐怕会在课堂上和我们起冲突，他们会说如果早点变卖掉这个赔钱的电视台，他们的学费估计还能低点儿。”

巴菲特说，当然，如果董事会最终决定卖掉电视台，也是他们的权力。但毫无疑问，他是不愿投赞成票的，至少现在不愿意。“我总是不断地进行再评估，”他说着，然后停顿了一下，“但那是实实在在的资产。”巴菲特眼中的未来，不是纠缠于是否会陷入官司，而是在于新的可能性。他相信，如果一个学校投资了很多项目，总额超过年度预算的20倍，那么5%的年回报率就可以支撑学校毫无压力地运转下去。简而言之，学校根本不需要收学费。

TAP
DANCING TO WORK

伯克希尔哈撒韦公司股东的捐赠

除了按照年代顺序编排的文章之外，本书还穿插了两篇相关文章。第一篇写于1981年，记叙了巴菲特的一个创举：伯克希尔哈撒韦公司的持股人可以指定公司捐赠的慈善机构；第二篇发表于22年之后，也就是2003年，讲的是巴菲特停止了这个项目，因其激怒了反对人工流产的慈善机构，它们认为伯克希尔哈撒韦公司支持了主张人工流产的合法性机构。

它们的愤怒当然不是基于接受捐赠的机构类型。以2002年为例，790所学校和437座教堂成为伯克希尔哈撒韦公司捐赠的受益方，这些数字都出现在巴菲特致股东的信中。此外，巴菲特也谈到了人工流产合法化的问题。他认为，伯克希尔哈撒韦公司股东内部也存在两个阵营，比例估计和美国本土人口的比例差不多。不过，巴菲特本人和他已故的妻子苏珊，以及伯克希尔哈撒韦公司副董事长、大股东查理·芒格都站在支持者一方。所以，反对人工流产合法化的组织就认为它们的反对者的力量壮大了，比如，美国计划生育协会（Planned Parenthood Federation of America）就获得了超出比例的捐赠。巴菲特指定给计划生育协会的捐赠直接流向了该组织，笔者是该组织的负责人。

反对人工流产的组织针对巴菲特和芒格两人的强烈反对并未动摇巴菲特的决心。然而，伯克希尔哈撒韦的子公司娇宠有限公司（The Pampered Chef）及其独立“顾问”们，也就是厨具产品的销售人员（多数是家庭主妇），也跟着遭殃。巴菲特认为，由于伯克希尔哈撒

韦公司对人工流产问题的立场而导致这些家庭主妇们失去赖以生存的工作，这是不公平的，所以，他停止了这一项目。

在该项目运行的22年中，伯克希尔哈撒韦公司派发了1.97亿美元的“慈善红利”，博得了许多股东的好感。随着这一项目的结束，很多伯克希尔哈撒韦公司的持股人毫无疑问地增加了向慈善机构的个人捐款。尽管这样，增加的这些部分似乎还是很难抵偿伯克希尔哈撒韦公司的捐赠，所以总的来说，捐款额还是下降了。

——卡萝尔·卢米斯

05

股东的慈善捐赠权利

1981 年 11 月 30 日

李·史密斯

事实上，很多大型企业常常剥夺股东决定慈善款项去向的权力，而由管理层直接决定，即便这很不合理。虽然员工们通过配套捐赠政策得到了一些话语权，但大多数的管理者在这方面的表现还是比较专制。

股东受到的这种不公正待遇，一直困扰着伯克希尔哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特，他是一位享有盛名的投资家。因此，上个月，巴菲特就把机会留给了伯克希尔哈撒韦公司的股东，让他们决定如何向学校、教堂、博物馆、社会机构和其他非营利机构分配200万美元的捐款。

“我不希望股东从我的银行账户签支票，然后拿着支票按照他们的选择去做慈善，”他说，“同理，我们拿股东账户的钱按照自己的选择去做慈善，也是不合适的。”正如巴菲特所看到的，为了争取同侪的支持，大多数企业管理者都会条件反射般地做出让步。

现年51岁的巴菲特，是一位特立独行的管理者。他刚踏出校门，就和亲友共同募集到了10万美元，创建了一家合伙公司。通过在股市

多年的摸爬滚打，加上后来不断增补的资金，巴菲特合伙公司的资本已增值到了1亿美元。1965年，他接管并重组了伯克希尔哈撒韦公司，旗下囊括了时思糖果公司（See’s Candies），蓝筹印花公司和十几家保险公司等，同时还握有通用食品公司（General Foods）5%和华盛顿邮报集团13%的股权。其利润也是相当可观，去年达到5300万美元，按每股计算是51.72美元。目前伯克希尔哈撒韦的股票在场外交易中的成交价约为500美元。自1967年起，伯克希尔哈撒韦公司就未曾分红过，但是其每年的资本收益率都维持在20%左右。相比之下，公司的慈善捐款就显得微薄了很多，每年只有20万美元左右。这仅相当于20世纪80年代公司税前利润的0.2%多一点，而同期其他美国企业的捐赠平均在1%左右。

巴菲特一度对于捐赠非常谨慎，因为他不知道如何改进其他大企业在选择受赠人方面的做法。他认为自己的新举措兼顾了公平性和可操作性。有些企业也允许股东投票选择他们青睐的慈善机构，巴菲特基本仿照了它们的做法，但有所不同的是，他号召了1500位股东来进行投票，而不是仅仅十几位。

投票通过邮件的方式进行。100万流通股，每一股的持有人都有权拨款2美元给慈善机构。也就是说，持有1000股的股东，可以命令公司捐赠2000美元给他指定的慈善机构。最重要的股东不一定必须进行投票。巴菲特和妻子占有公司47%的股份，于是有权分派93.5万美元给他们偏爱的慈善机构。这笔钱将首先进入15年前成立的巴菲特基金会，然后转入推进支持人工流产的组织。

巴菲特的计划符合税收优惠政策。伯克希尔哈撒韦公司本可以先支付股东股息，再由股东自行捐赠给慈善机构。然而，在将股息支付给股东之前，他们已经被征税了。而由公司操作整个捐赠事宜，将被

视作商业开支，是不用缴税的。因此，伯克希尔哈撒韦公司金库里的钱就最大化地进入了慈善机构而不是税务局。

乍听起来，如果要处理好捐赠事宜，可能会有大量的信件像雪花一样飞向巴菲特在奥马哈的办公室，堆满这个只有4个房间和5位工作人员的并不宽绰的地方。但事实上，巴菲特的股东只需要填写一个表格，署上名字和地址，列出有意捐赠的3家慈善机构就可以了。根据美国国内收入署（Internal Revenue Service）的政策，如果指定受益人的免税身份并不明显，那么，巴菲特的工作人员会要求出示证据。比如，对于温尼卡（Winnetka）小镇的寡妇来说“明显”的慈善机构，在巴菲特看来可能就要打个问号。

工作人员在核实投票人持有的股权后，填写支票并寄出，还要加注上这份捐赠是应持股人的要求。不过，持股人必须保证，这份赠予不能用作他途，否则国内收入署就会将这笔钱认定为股息，从而相应提高伯克希尔哈撒韦公司的税收。巴菲特说，除了这些，这些文书工作大致跟股东大会期间处理代理表决选票的事务差不多。“如果判断失误，”他说，“那我就只能周末来加班了。”

以股东名义进行的捐赠，会让伯克希尔哈撒韦公司的净收入减少100万美元或者更多。假设税率是46%，那么捐款200万美元的实际效果相当于税后利润减少了108万美元。但是，并非所有的慈善捐款都能按部就班地履行。由证券经纪公司代理的、以街道名命名的股票持有群体和其他机构不能参与投票，有些个体股东也不胜其烦，或者不想捐款给慈善机构。未分配的资金将会重新回到公司营收中来。

经过对即时反应的评估，巴菲特估计有85%的股东响应了这一项目。“人们对该项目满怀激情，”他说，“我认识一位老妇人，她是一位非常虔诚的信徒，因为收入不高，所以每月只能给教堂捐5块钱。

如果按照她持有的我们的股票来计算的话，现在她每月可以捐款60美元甚至70美元了。”

巴菲特的计划与罗切斯特大学（University of Rochester）校长罗伯特·斯普劳尔（Robert A.Sproull）的颇为相似，只不过遭受的质疑没那么多。斯普劳尔曾提议持股人向慈善机构进行的捐赠可以双倍于他应得的股息额，而且这对任何人来说都没有额外费用，除了美国财政部。股东只要告诉公司，他愿意放弃，比方说100美元，约占自己应得股息的3/4。当然，这一切的前提是，公司将这笔钱，加上本应扣除的收入税，捐献给美国红十字会、罗切斯特大学或其他慈善机构。斯普劳尔在计算之后认为，如果一家公司支付了46%的收入税，那么，它就应该不会在意究竟是税前捐赠了185美元给慈善机构，还是把这185美元拆解开来，100美元作为股息分给股东，85美元作为税金缴纳给政府。

斯普劳尔的策略虽然非常精明，但并不合法。参议员丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉（Daniel Patrick Moynihan）试图劝说国会通过这一提案，但鉴于目前的财政赤字，恐怕成功的概率不高。再加上众企业对这个提议也不温不火，没表现出什么积极性，其中的代表就是美国电话电报公司，它就很担心新提议可能会与原有体系相抵触，在原体系之下，公司股东可以自动将其股息再投入股票市场，仅仅1980年一年时间，母贝尔公司（Ma Bell）就通过股息再投资募集到了10亿美元。

巴菲特的举动是否会带动其他企业的效仿，这个还有待观察。很多企业的股东数远大于伯克希尔哈撒韦公司，所以它们也很担心处理这一繁杂工作的人手问题。《财富》杂志也跟不少企业谈及这个想法，虽然它们认为很有创意，但其态度还是有所保留。一位负责捐赠事务的管理者还担心股东会反对将钱投向宗教组织，因为按照巴菲特

的计划，伯克希尔哈撒韦公司捐款的主要流向就是宗教组织（教堂获得了超过半数的个人捐赠）。为了避免公开论战之类的麻烦，大多数的企业只是把钱捐向了非宗教组织。

不过，无论如何，至少有一点值得我们注意，伯克希尔哈撒韦公司不是一家普通的企业，这主要归功于巴菲特相当妥当的计划。巴菲特说，如果在一家企业里，由管理层而不是股东决定200万美元捐款的流向，那么，再谈什么先进的企业目标也都没有什么意义了。然而，其他企业的目标就是如此。雇用工程师的企业偏爱将钱捐给工程类院校，旨在激发研究能力，吸引更多的优秀毕业生；石油企业把钱捐给公共电视机构，一部分是为了向大众，尤其是立法者，展示它们是有责任感而不是赚“黑钱”的企业。

不过，尽管如此，还是会有企业仿效伯克希尔哈撒韦公司的做法，尤其是那些收益丰厚、公共关系问题较少而且慈善动机比较强的企业。巴菲特也曾对慈善事业有过不少思考。很多年以前，他曾建议爱达荷州的格林内尔学院捐赠基金会收购一家电视台，这对教育机构来说实属罕见。格林内尔学院接纳了这个提议，以1290万美元的价格买下了代顿市的一家电视台。就在两个月前，该学院又以5000万美元的价格将电视台卖出去了。因此，如果你看到巴菲特偏离了正轨，那么最好盯紧点儿，看看他会去往何方。

06

伯克希尔哈撒韦公司搁置捐赠

2003 年 8 月 11 日

尼古拉斯·瓦查维尔

沃伦·巴菲特因支持人工流产的合法性，近来饱受争议，但这并未影响伯克希尔哈撒韦公司的慈善捐赠事宜，也就是说，直至亚利桑那州皮奥里亚市的辛迪·库格伦（Cindy Coughlon）改变了这一切，这是一位34岁、不爱出门的妈妈。由于她发动了反对向支持人工流产自由组织捐款的运动，巴菲特这位商界最有影响力的人物终止了伯克希尔哈撒韦公司的全部捐助计划。在过去20年里，该公司曾向人工流产问题论战双方的学校、团体等各种机构捐助近2亿美元。

这个不同寻常的项目，也叫作“慈善红利”，它是指伯克希尔哈撒韦公司的股东每年可以向他们指定的多达3家慈善机构每股捐助18美元。有些股东，包括巴菲特在内，通过其基金会利用这一机制向诸如致力于“计划生育”等事业的机构捐款。

2002年冬天，库格伦发起了反对向支持人工流产自由组织捐款的活动。库格伦是3个孩子的母亲，曾想成为娇宠有限公司（伯克希尔哈撒韦公司最近将其收购，该公司营业收入为7.4亿美元）的销售员。公司有大约7万名兼职“咨询员”，进行特百惠式的上门推销厨房用品的活动。库格伦说，她被吸引到娇宠有限公司是因为她觉得公司跟她这种基督徒有着一样的传统生育的价值观。例如，公司陈述自己的使命时，就鼓励人们“发展上帝赋予他们的才能”。

然而，当库格伦惊愕地发现，伯克希尔哈撒韦公司收购娇宠有限公司，意味着公司赚来的部分利润将可能用来资助支持人工流产自由组织时，她非常沮丧。2003年1月，她通过电子邮件向100位朋友和他们的家庭发出呼吁，要求伯克希尔哈撒韦公司和巴菲特停止向这种组织捐款。“人命关天国际”（Life Decisions International）等反对人工流产的组织也开始大力宣传这份请愿书。

最初，在今年4月份的一份电子邮件中，娇宠有限公司公司董事长多丽丝·克里斯托弗（Doris Christopher）曾告诉她的顾问式销售员，尽管“我个人对某些问题的看法与巴菲特不同……但我没有立场要求什么，也无权评判”。然而，她传递的信息并没有压制住这场风波。库格伦说，在请愿书上签名的人“快到1000”了，销售员们纷纷辞职，客户不断投诉。到了6月底，公司压力大到不堪其重。于是，克里斯托弗“怀着沉重的心情去见了巴菲特”，她在写给销售员的一封电子邮件中这样说道：“伯克希尔哈撒韦公司的慈善捐款给你们造成的难题，令巴菲特很是困扰。”7月3日，伯克希尔哈撒韦公司宣布终止这项慈善计划。

不过，在今年之前，伯克希尔哈撒韦公司似乎不为这些压力所动。多年以来，反对人工流产自由组织的人士曾经常干扰和联合抵制伯克希尔哈撒韦公司的股东大会。去年，一份主张终止这项慈善计划的股东议案被彻底否决，因为97%的持股人投了反对票。在2001年股东大会上，巴菲特在伯克希尔哈撒韦也曾捍卫这项计划。他说，伯克希尔哈撒韦公司“除了股东指定的捐助之外，不做其他任何捐助项目”，股东“在人工流产问题上，支持者和反对者双方所占比例，可能大致与全美人口中的比例差不多”。

那么，为什么伯克希尔哈撒韦公司现在要放弃这项计划呢？公司宣布说，“它的所有权状况现在”不仅“损害到”一个附属公司，而

且还“损害到”个人。对于董事会来说，愿意接受联合抵制造成的一些破坏，是因为一个巨型公司可以消化这种破坏。然而，如今，这种破坏波及了娇宠有限公司的销售员，而他们与伯克希尔哈撒韦公司的政策毫无关系，不应该受到这项政策的伤害。因此，终止项目势在必行。

库格伦“对这一决定兴奋不已”。不过她说，只有她尊称为“巴菲特先生”的这个人停止向支持人工流产的自由组织捐款，她才会感到安心。她说：“他才是关键人物。”

07

巴菲特的信

1983 年 8 月 22 日

安德鲁·托拜厄斯

从1966年起，作为伯克希尔哈撒韦公司年报的一部分，巴菲特开始撰写致股东的信。10年之后，他参与了美国证券交易监督委员会的一个专门小组，并学习到了如何加强股东之间的交流。因此，在1977年的年报中，他进行了一定的革新。革新是以比较温和、渐进的方式进行的。到了20世纪80年代早期，这些集中了智慧、幽默与个性化的致股东的信引起了更广泛的注意。

于是，《财富》杂志决定将这些信做个整理，以类似书评的方式呈现出来。对于这项工作，我当时并没有多少时间来接手。当临近1977年年报发布期时，作为巴菲特10年的老友，我应他的邀请，与他商榷已基本完成的致股东的信。我唯一还记得的建议，就是将一个“the”改成“a”。也就是从那时起，我开始无偿地成为他的尽心尽责的编辑。而我也必须承认，从那时起，我的建议也逐年增加，但模式从未改变过：他写，我编辑。当然，有时候我也会在如何组织一个句子上屈服于他。

1983年，由于我无法承担撰写这篇文章的工作，《财富》杂志转而求助于一位自由作家安德鲁·托拜厄斯，早前他曾为《财富》杂志工作过数年（失去他是杂志的一大损失），后来转向写书，比如，他曾写过《你唯一需要的投资圣经》（*The Only Investment Guide You'll Ever Need*）以及一些自由撰稿文章。托拜厄斯说，当《财富》

杂志的编辑给他打电话商讨这篇文章的写作时，他还从未深入了解过巴菲特是何许人也，只听说过“他拥有一帮狂热的拥趸”。托拜厄斯欣然应约，着手写作，这篇文章展现了他自己的幽默感和个性特征，远超于一篇书评。

然而，写完这篇文章之后，他是不是接着就买了伯克希尔哈撒韦公司的股票，然后以每股1000美元（现价约为13万美元）的价格卖出呢？托拜厄斯回答说：“我不厌其烦地告诉人们，伯克希尔哈撒韦公司是我所做过的最糟糕的投资，因为我压根儿就没有买。如果当时我拿着《财富》杂志给我的1500美元稿费，再加些钱买两股，那么……”托拜厄斯回忆说。当时股价有点儿偏高，如果回落一点儿的话，他肯定就出手了。他说，同样的情况还发生在伯克希尔哈撒韦股价处于1万美元和3万美元的时候。

然而，让人宽慰的是，托拜厄斯和巴菲特成了好朋友，两人常常促膝聊天，这不光是为了文章，还因为两人都是民主党的支持者。

——卡萝尔·卢米斯

伯克希尔哈撒韦公司的股东对于年报有两大期待。一个是好消息，即账面净资产的增长，在过去的18年里其每股净资产从19美元升至737美元；另一个是来自他们的董事长致股东的信，从18年前开始，巴菲特每年都会给股东写一封信。事实上，每年巴菲特致股东的信几乎就等同于伯克希尔哈撒韦公司的年报。

股东收到的是没有照片、彩印、印花、柱状图、图表，甚至连个公司标志都没有的一份报告，看上去就像是一家泡沫最终破裂的公司在倾覆之前的惨淡年报。然而，伯克希尔哈撒韦公司并非是色彩斑斓的泡沫，这家涉足多个行业的商界巨擘，其股价从6年前的85美元已涨到了如今的955美元，并且没显示出任何要破裂的征兆。

一般来说，阅读年报最有效率的方式就是扫一眼审计员意见，然后查阅财务报告和脚注。那么，董事长致股东的信有什么意义呢？阅读信特别能节省你的时间。巴菲特致股东的信吸引了各方的关注和赞扬，甚至还收到了重印的邀约。该公司已经将过去5年的年信整理成册，以满足人们的需要。

“真是太棒了。”奥德赛合伙公司（Odyssey Partners）的利昂·利维（Leon Levy）说，他本人绝非华尔街的等闲之辈。他详细地引用上一封巴菲特致股东的信中几乎最让他忍俊不禁的一段：巴菲特谈及公司1982年的收购案时说，其中大部分都是不该进行的。**巴菲特写道：**

对于很多收购案来说，经营智慧被“肾上腺素”给打败了。一种追逐的狂热蒙蔽了购买者的双眼，他们的脑袋里只有“捕获”。帕斯卡尔（Pascal）的观察一语中的：“人们遭受厄运，其实只有一个原因，他们不能安静地待在房间里。这一点对我的震动很大。”显然，你们的董事长去年离开房间的次数太多了，在1982年的收购闹剧中，他差点儿就成了主角。回顾上一年，我们最大的成就来自于收购计划都未得到执行。由于种种不可控的原因，我们没有完全拿下我们已经有很多股份的企业。如果该计划付诸实施了，那么为此消耗的时间和金钱将是巨量的，而其结果却是难以预料的。如果我们在报告中引入图表来展示去年公司热衷的商业发展方向，用两页空白纸来代表这些天花乱坠的交易是最合适的。

“我喜欢他的幽默。”利维笑着说。

巴菲特自己说过，他试图像伴侣一样与股东交流。“我是这样试想的，我聪明智慧的伴侣离开我有一年了，所以，我要把一年来发生的事情都告诉她。”他甚至还设想和2000位股东转换角色。“与其每年重复同样的事情，”他说，“不如选取一些更有长远教育意义的话

题。”这就是他非常享受的一项工作：撰写致股东的信，目前大约12页，说不定以后会越写越长。1982年，在撰写致股东的信方面，另一位“异端”人物恐怕要数马歇尔&埃斯利银行（Marshall&Ilsley）的首席执行官杰克·普韦利克（Jack Puelicher）。这位特立独行的威斯康星州银行家，简洁地写道：“1982年，你们公司的运转良好，部分靠运气，部分靠好的规划和管理。我们希望大家能为这些数据和图表感到欣喜。”

1976年，美国证券交易监督委员会成立了专门研究信息披露制度的小组，巴菲特也参与其中。这件事显然强化了他对年信的关注。当时，该小组发布了一份长达1200页的文件，其结论是信息披露系统基本上是健全的。美国证券交易监督委员会前任委员小萨默（A.A.Sommer Jr）担任该小组的负责人，同时，他本人也是伯克希尔哈撒韦公司的股东。他说，小组成员都认为这种信是非常重要的。他还补充道：“巴菲特写给股东的信是非常独特的。像巴菲特这样有智慧的董事长是极少的，期望所有董事长都能有这种水平的探讨，简直比登天还难。”

难道巴菲特就没在信里写过什么出格的话题吗？当然有过，他回应说，他讲述了巴菲特的错误。

“纺织业再次遭遇了惨淡的一年，”巴菲特在1977年致股东的信中说，“我们过分乐观地预估了过去两年的业绩。由于工业环境的不景气，我们经历了不小的困难，不过，有些困难是我们自身造成的。”在此需要申明一点的是，巴菲特在1965年接管伯克希尔哈撒韦公司时，该公司仅仅是马萨诸塞州新贝德福德市的一家小型纺织厂。

“我们一直在寻求拓展保险业务的途径，”他在1979年的致股东的信中写道，“但你对这件事的反应，不应该盲目乐观。因为我们的

一些努力不是前景黯淡就是一败涂地，而大部分努力是由你们的董事长发起的。”

巴菲特不是好大喜功的人。他经常将自己的杰出贡献一笔带过，而像一位骄傲的教练一样，对自己队员的出色表现极力推崇。伯克希尔哈撒韦公司拥有政府雇员保险公司很大比重的股份，这是一家汽车保险公司。在该公司的纪念品上，他写道：“杰克·伯恩（Jack Byrne）和比尔·斯奈德（Bill Snyder）正向人类最难以企及的目标迈进，即保持事物的简单本性，并牢记所要达成的目标。”

吉尼·阿贝格（Gene Abegg）是伯克希尔哈撒韦的子公司大陆伊利诺伊国民银行（Continental Illinois National Bank）的总裁。**当他于81岁高龄去世后，巴菲特缅怀道：“根据我们的经验，一位习惯了高成本运作的管理者，总是想方设法增加管理支出，而资金不那么阔绰的管理者，常常致力于寻求缩减开支的新途径，即使他们的开销已经远远小于其竞争者。在后一点上，恐怕没人能比得上阿贝格。”**

人生总是散落着各种多愁善感。如果巴菲特要对华盛顿邮报集团和政府雇员保险公司说些肺腑之言，那么一定会有太多情绪可以宣泄了。他从13岁起就开始给前者当报童，从20岁起又对后者产生了浓厚的兴趣。需要记住的是，在短短10年之内，伯克希尔哈撒韦公司持有股份的这两家公司，一家市值从1100万美元升至1.03亿美元，另一家则从4700万美元增长到3.1亿美元。

巴菲特总是选择用他独有的幽默来表达自己的观点。他写道：“典型的冲动行为就是我们将世界总部扩大了28平方米（17%），而且又签署了下一个5年期的租约。”巴菲特口中的世界总部在奥马哈，除了巴菲特，还有5个人。**“一个紧凑型的结构可以让我们将所有的精力都投入到公司的经营中，而不是管理其他人上。”**

大多数董事长致股东的信都极力渲染一切进展得如何顺利，因此希望股东继续购买。而巴菲特则明知不可为而为之，着重强调消极方面的情况。

在最近的年报中，就在人们纷纷注意到，伯克希尔哈撒韦公司连续18年以22%的复合年增长率提升的账面净资产时，巴菲特却补充说："可以确定的是，未来的增长率一定会下降。这种几何级的速度，不会永远无止境地持续下去。"他是对的。如果再将这种速率保持18年，那就意味着公司的账面净资产将达到220亿美元，每股价格接近100万美元。即便在陈述伯克希尔哈撒韦公司投资组合的账面回报时（1982年达到40%），他也首先非常谨慎地扣除了必须支付的税金。

当傻瓜都看得出你有多优秀的时候，表现得坦率一些，自谦一些，会让人感到舒服，这点毫无疑问。在致股东的信中，巴菲特不仅回顾了自己的表现和疏忽，还会论及美国国内的其他管理者，这让巴菲特的同侪有些恼火。**他写道："有些迹象表明，一些大型的保险公司在1982年故意把自己的财务和储备金情况搞得很含糊，故意隐藏它们的业务正在明显下滑的事实。和其他行业一样，保险业毫无说服力的账目常常是管理失效、运营无力的最直接体现。"**他反复强调的一点是，股东的权益遭到了大批管理者的无情践踏和蹂躏。

我们常常见到的场景是，企业的管理者为了抵挡慷慨的收购，像史诗中的英雄一样英勇奋战。可是人们很少注意到的是，管理者急于通过收购来发展壮大，并为此付出了过多的代价。巴菲特略带讥讽意味地斥责说："管理者拿着股东的钱来开疆拓土，恐怕政府的职位更适合他们。"

在他看来，如果收购是通过股票完成的，情况则更糟，因为收购方的股票的市价常常低于其真实价值。**"收购方不顾一切地使用估值偏低的货币，即他的股票，去支付一个被高估的财产……满含笑意**

的投资银行家们总是会一再给收购方吃定心丸。所以，永远不要问理发师你是否应该修剪头发了。”

鉴于购买整家公司要支付的巨大溢价，巴菲特的策略一直是参股。如果另一家公司出价每股48美元来买下整家公司，而公司昨天的股价还只有25美元时，那么，巴菲特则满足于不动声色地以25美元将股票收入囊中。“能够真正使我们手舞足蹈的事情是，”他承认，“以令人心动的价格买下整家公司，但这是可遇不可求的事情。”到年终的时候，在众多伯克希尔哈撒韦公司持有股份的公司中，比较重要的有蓝筹印花公司（60%）、政府雇员保险公司（35%）、通用食品公司（4%）、贵金属制造商汉迪哈曼公司（Handy&Harman）（17%）、雷诺兹烟草公司（R.J.Reynolds Tobacco Co.）（2.7%）、埃培智集团（Interpublic Group）（15%）、奥美集团（Ogilvy&Mather）（9%）、《财富》杂志的发行商时代集团（2.7%）以及华盛顿邮报集团（13%）。

伯克希尔哈撒韦公司公布的盈利中包括了，它已经取得控股权的蓝筹印花公司的部分利润，以及投资其他公司所获得的股息收入。所以，巴菲特每年都会提醒股东，公司所公布的盈利其实掩盖了自己大部分的真实收益。“这不是苛责会计程序，”他马上补充道，“事实上，我们不希望有这个职位来设计一个更好的系统，只是说管理者和投资者一样，都必须理解账面数字对于评价一家公司的经营来说只是起点，而远不是终点。”

当被复杂的会计学搞得一头雾水时，他自我解嘲地说：“亚诺玛米（Yanomami）的印第安人一生中只认得三个数字：一、二和大于二。估计他们的时代快要来临了。”

由于公司未合并报表的参股越来越多，其重要性日趋提升。鉴于最近收到的建议，巴菲特认为，如果股东再用报告期盈利与净资产的

比率来衡量伯克希尔哈撒韦公司的表现，就有失妥当了。**他接着又补充说：“你肯定会对这种说法表示怀疑，当数字好看时，很少有人会将标准舍弃；但是当结果变糟时，管理者通常倾向将衡量标准而非自己给换掉。面对着不断恶化的业绩，管理者自然会搬出另一套标准来解释原因，这就像是射箭手先将箭射在空白的标靶上，然后再小心地将红心画在箭的周围。我们总是相信眼前所见的、长久的那个小靶心。”**

他认为相当乏味的一个“靶心”就是被广泛宣传的“报告期盈利”。他解释说：“毕竟，一个完全不动的存款账户，由于复利的作用，每年还能产生稳定的利息收入增长。”

现年52岁的巴菲特稳坐第一大股东的位置，他已经是一位久经沙场的专业级股东了，这是毫无争议的事实。他和妻子握有伯克希尔哈撒韦公司价值4.6亿美元的股份，而伯克希尔哈撒韦公司自身也像持股人一样，掌控着很多其他公司的股权。

在《超级金钱》*（Supermoney）*一书中，作家杰里·古德曼（Jerry Goodman）给巴菲特贴上了这样的标签：“巴菲特很可能是这个时代最杰出的、最会运作金钱的人。”他了解到，巴菲特于1956年开办巴菲特合伙公司，并在1969年很有远见地清算了公司，在此期间，复合年增长率达31%。“更了不起的是，”古德曼写道，“他继承了上一辈的卓越智慧，成就了自己了不起的事业。从他的身上，我们仿佛又看到了本杰明·格雷厄姆的影子，他们的理念有着高度纯粹的一致性。”已故的本杰明·格雷厄姆是《聪明的投资者》*（The Intelligent Investor）*的作者，该书自1949年问世以来就一直不断被重印。巴菲特选择了格雷厄姆作为导师，而格雷厄姆也选择巴菲特帮助他审定自己的著作。

尽管格雷厄姆和巴菲特并非在所有问题上都保持一致，但他们共同的观念就是：如果以非常低的价格购进某种资产，假以时日，基本上都能获得回报。不过，在运用这一理念时，需要绝对冷静的头脑和勤奋的研究。**“市场，就像上天，”巴菲特写道，“天助自助者。不过，和上天不一样的是，市场不会给那些不知道自己做了什么的人任何机会。”**

当一家持续运转的公司的股价低于其真实价值时，巴菲特的参股战略是行得通的。不过，如果市场进入周期性的大牛市时，就另当别论了。1972年，当雅芳（AVON）的股价飙升到了60倍市盈率时，伯克希尔哈撒韦公司的投资组合中大约只有15%的股票，而到1982年底，这个比重已经上升到了80%。“1972年和1982年的情形差不多，有价值的商业投资项目为数不少，”他写道，“但是在1972年，这些股票的价格荒诞至极。”如果股市持续爬升，巴菲特警告说：“伯克希尔哈撒韦公司参股的项目将会减少或者停止。目前，我们已经看到了这种苗头。可恶，又是一轮牛市！”

巴菲特致股东的每封信必定都会提及财产和意外保险业，即公司核心业务的经营状况。他在信中写道：“事实上，在20世纪前期，这个行业中的大部分公司都是在保险监管机构行政定价的系统下经营的。尽管价格竞争确实存在，却还没有渗透到大型公司内。”然而，巴菲特说，那些礼敬有加的日子已经不在了。“尽管老制度还有一些留存，但是新生力量很乐意利用价格作为竞争利器；不仅如此，它们还会让这场价格战有声有色。在这个过程中，消费者终于明白，保险业不再是单一价格的行业了。他们会牢记住这点。”

简而言之，巴菲特的计策就是将仓位保持在极低的水平，等待市场出现暴跌的局面。只有在大熊市里股价才会接近或低于其真实价值。

一年又一年，一封信接一封信，我们可以看出，巴菲特对纺织行业这类资本密集型的日用品行业的信心逐渐动摇起来。由于彼时银根紧缩，因此产品的价格愈发变得不合理起来，合理价格持续的时间“弥足珍贵”。尽管如此，出于对员工的责任心，又或许是出于对伯克希尔哈撒韦公司昔日时光的怀恋，巴菲特始终坚守在这个行业，不愿放弃。这样的决定似乎忽视了公司股东的利益。然而，巴菲特拥有伯克希尔哈撒韦公司47%的股权，这使他可以轻而易举地利用自己的影响力使决策获得通过，或者更确切地说，基本就是他自己支撑着这个决策。即便如此，他还是向股东一再保证，未来，他不会再轻易踏入这类行业了。

巴菲特致股东的信的末尾是实际“最想得到的企业”的类别，主要讲述巴菲特如何经营他的企业。**他写道：“伯克希尔哈撒韦公司时时刻刻都在寻找规模大而简单的企业，这样的企业还必须有能力保持盈利，负债少；而且经营得比较得当；还要有一个报价，在报价还未知的情况下，我们不想跟卖家白费口舌，哪怕是最初阶段的交涉。如果过多涉及高科技成分，恐怕我们胜任不了……我们不会涉足恶意收购。我们许诺严格保守商业机密，而且会对有意向的项目做出最迅速的反馈，通常是在5分钟之内。”**

显然，如果你是一位脑子里充满着有趣观点的董事长，写出的“致股东的信”也会很有趣。巴菲特自己就像是吹入商界的一阵新风，就像散文一样清新。

08

你能跑赢股市吗（节选）

1983 年 12 月 26 日

丹尼尔·塞利格曼

有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis，简称EMH）一度被认为保证了“股市不会被渺小的人类吞噬”。因此，对于那些信服这套理论的人，巴菲特在选择股票方面所保持的优秀纪录显得极其有悖常理。巴菲特的成功，在他们眼里只不过是幸运而已，而且是一种离奇的、无以复加的幸运。

巴菲特的名气越来越大，而很多人把他的成功看作“反常现象”。一位投资者成绩斐然，业绩出众，却仅仅被解释成“意外”。尽管这种论断甚嚣尘上，却未打动《财富》杂志编辑丹尼尔·塞利格曼。作为我的导师和亲密朋友，塞利格曼从理性上也非常赞同有效市场假说，我们从他的文章中不难看出这种倾向，但他更倾向于相信被证实的理论。他的诚实和新闻敏感性告诉自己，巴菲特身上一定有非常耐人寻味却未被人所知的故事，这就是他写这篇文章的初衷。

我们没有转载整篇文章，只转载了开头、核心部分以及记叙巴菲特和他的三个长期伙伴查理·芒格、已故的比尔·鲁安（Bill Ruane）和沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）的后续报道。

关于本文，还有个不得不提的重要补充：1984年5月2日，哥伦比亚大学上演了一场针对有效市场假说理论的辩论，将巴菲特推向了与著名学府罗切斯特大学商学院金融学教授迈克尔·詹森（Michael C.Jensen）针锋相对的风口浪尖。首先发言的詹森，阐述了他对有效市场假说的坚定信念，给出的理由也极其有说服力，最后还特意援引《财富》杂志一篇关于有效市场假说的文章《精彩评论》*（Excellent Review）*作为完结。或许有失准确，但他还是认为巴菲特及其三个伙伴出色的投资业绩毫无疑问是出自技巧。他把他们比作“幸运的金币”，以掷金币的概率论来解释他们的成功；他还认为，如果运气好的话，很容易获得杰出的业绩。

然而巴菲特说，其实不然。他意识到这将是他绝地反击的最佳时机。除了他自己以及上文提及的其他3位投资者，巴菲特又加了5位“幸运金币”，而且还起了个名字“格雷厄姆-多德都市的超级投资者”（The Superinvestors of Graham-and-Doddsville）”。他解释说，这9位拥有同一位“精神导师”，著名的投资家和作家本杰明·格雷厄姆，按照格雷厄姆的理论，当某投资品种的市场价格与其内在的商业价值之间发生了背离，投资者的机会就到来了。

巴菲特说，然而，这9位投资者是在不同领域缔造了自己的辉煌业绩，他们的投资组合中鲜有重复的股票。换句话说，他们虽然栖息在“同一个理念的国度”，却做着形形色色的生意。把这些人的成功都归结为“幸运”，实在荒谬。

作为这场著名论战的旁观者，我认为巴菲特打了一场漂亮仗，干脆利索地战胜了詹森。这个结论也成了大家的共识。巴菲特自己也觉得，在他自己写过的文章和做过的演讲中，这一次是逻辑最为缜密，理据最为充分，因而也是最好的一次。读者可以在网上找到“格雷厄姆-多德都市的超级投资者”的全文。

——卡萝尔·卢米斯

大多数痴迷于股市的人，逃不开以下三类派别：（1）那些怀疑人们是否真正懂得如何打败市场的学院派；（2）对此观点愤愤不平并持反对态度的专业投资人；（3）股市上的业余选手，信奉自己可以战胜市场，但没意识到自己的这种假想还有待论证。我一直认为自己板上钉钉地属于第一派别，然而，直至去年前后，一切发生了改变。

对于所谓的“有效市场假说”，专家、教授们似乎已经建立起了势不可当的强大理论体系。如果你认为该假说就是真实市场的原版写照，那你就会认为股市不可能被微不足道的凡夫俗子打败。那么，问题来了：这个假说距离事实有多近呢？在重新考察商学院的基本案例以及最近出现的一些悖逆情况之后，我对有效市场假说的回答是：对于了解股市，有效市场假说非常有用，但是否如我以前想象的那样贴近现实，还存在很大疑问。然而很显然的是，已经有一些杰出的投资者以自己的行动证明了自己的能力，他们打败了市场，从而获得高于市场平均水平的回报。

作为有效市场假说的追随者，和其他人一样，我的观念也被不断出现的“异常情况”所动摇。对于那些能颠覆有效市场假说的市场新情况，教授们经常会用这个术语来争辩。

令人不安的事情在于，有几位极其引人注意的投资者创造了一系列惊人的业绩。这些投资者凝聚成了一股不容忽视的力量，其中以沃伦·巴菲特的名声最盛。巴菲特非常清楚，自己的投资成就对于有效市场假说的挑战非常大。他坚信，市场中包含可大量可以利用的“无效率”，他曾多次在斯坦福大学商学院（巴菲特服务于学院的咨询委员会）为自己的案例争辩。斯坦福大学的教授威廉·夏普（William

F.Sharpe）是有效市场假说的坚定支持者，同时也是该大学的明星人物，其作品是有效市场假说的权威教材。他曾把巴菲特案例比作“五西格玛”事件[2]。用商学院的术语来解释，这么高的级别意味着你应该把他的投资表现看作高于平均值的5个标准误差；如果这基本属实，那么，巴菲特取得这种辉煌业绩的概率只有350万分之一。

只在3和0时击球

丹尼尔·塞利格曼的补充报道

有效市场假说认为，在理论上，没有人能够系统性地战胜股票市场。而将这套假说应用到沃伦·巴菲特、查理·芒格、比尔·鲁安、沃尔特·施洛斯这些人身上时，你会碰到三大疑问：（1）他们的长期表现优于市场；（2）不论牛市还是熊市，他们的表现一如既往，所以很难说他们的高回报只是他们承担了高风险的后果；（3）他们的战略都是遵循了本杰明·格雷厄姆的理念，所以很难将他们的表现定性为偶然事件。巴菲特、鲁安和施洛斯都曾是格雷厄姆的门生，而这4个人又都深受格雷厄姆与戴维·多德合著的《证券分析》一书的影响，格雷厄姆的核心观点是：寻找因某种原因而被市场低估的企业，然后耐心持有，等待市场最终认可其价值。显而易见，这种企业难以寻觅。巴菲特说：“你要等待最佳的击球时机。”下面这笔投资堪称等待最佳时机的范例：1974年，华盛顿邮报集团的市值为8000万美元，然而，仅其旗下的电视台就远不止这个价格。现在该集团的市值已达10亿美元，而巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司拥有其13%的股份。

1969年，巴菲特清算了经营14年的巴菲特合伙公司。从那时起，他本人就没有正式参与过资金管理业务。解散公司的原因之一是巴菲特不再寻求价值被低估的证券。在经营巴菲特合伙公司

期间，年回报率高达29.5%，而同期标准普尔500指数的回报率只有8.2%（和下面的数据一样，这些数据的前提都是股息用于再投资）。

1962—1975年，芒格经营着他的合伙公司惠勒·芒格合伙公司（Wheeler, Munger&Co.）。公司的年回报率达19.8%，而同期标准普尔500指数的回报率只有5.3%。鲁安的红杉基金（Sequoia Fund）也取得了显赫的成功，自1970年7月对公众开放以来，相较于同期标准普尔500指数10.6%的年回报率，红杉基金也达到了18.6%。目前，该基金的规模已达3.33亿美元，并且暂停对新投资者开放，“因为钱来得比我的新主意还快。”鲁安说。

施洛斯从1956年起经营的私人合伙公司，年回报率为21.3%，远胜于标准普尔500指数的8.7%。在最近一封致合伙人的信中，施洛斯饱含感情地向导师格雷厄姆及其著作《证券分析》致敬，他说；“正是有了他们，我们才能走过这段布满荆棘的道路。”

TAP
DANCING TO WORK

巴菲特和首府/美国广播公司

1985年，首府广播公司收购了美国广播公司。伯克希尔哈撒韦公司也参与其中，这种并购交易一直是巴菲特喜欢的类型，尤其还有机会和老朋友托马斯·墨菲一起合作。当时墨菲正担任首府广播公司的首席执行官。果然，这笔交易不负众望：首府/美国广播公司的发展势不可当，并于1996年被华特迪士尼公司（Walt Disney Co.）收购，伯克希尔哈撒韦公司因此获得了4倍于投资额的回报。下面是摘自《财富》杂志的4段文章，向您描述了这笔交易的几个关键性的时刻。

——卡萝尔·卢米斯

09

首府广播的资本政变（节选）

1985 年 4 月 15 日

斯特拉特福德·谢尔曼

巴菲特这样评价墨菲：“我觉得他是美国最顶尖的管理者。”自认不能胜任管理者角色的巴菲特，真真切切地把自己的未来部分地交到了墨菲手里。巴菲特同意以5.18亿美元购买合并后的首府/美国广播公司18%的股份，并促成了这笔交易在友好的氛围下实现……更超乎想象的是，巴菲特欣然同意连续11年向管理层投“赞成票”，条件是墨菲或者董事长丹尼尔·伯克掌管大局，并且接受了限制他本人买卖股票的严格要求。

10

改变决策的合并费用（节选）

1986 年 1 月 20 日

彼得·皮特

面对着不断剧增的交易费用，一些企业领袖开始自力更生，其中的成功者甚至打算凭借自身卓越的天赋转型成为金融家，去做并购评估。这些人中有一位甚至令两位享有盛名的华尔街“火枪手”都甘拜下风，他就是沃伦·巴菲特。巴菲特代表首府广播公司参与了美国广播公司的收购案，他在沃切尔·利普顿·罗森·卡茨律师事务所（Wachtell Lipton Rosen&Katz）合并案律师马丁·利普顿（Martin Lipton）的协助下坐到了谈判桌前。第一波士顿银行（First Boston）并购部门联合主管布鲁斯·沃瑟斯坦（Bruce Wasserstein）以及收购专家、世达律师事务所（Skadden, Arps, Slate, Meagher&Flom）的约瑟夫·弗洛姆（Joseph Flom），坐在了桌子对面。

随着谈判趋于尾声，专业的对手们为了获取更多利益而拒绝妥协。“巴菲特太聪明了，”沃瑟斯坦回忆说，“你要处处小心，以免被抓住小辫子。”正如这位并购专家所说的，他和弗洛姆坚持要求首府广播公司应该提高现金报价以换取美国广播公司的股权；但是巴菲特似乎并未受到多少牵制，只是抛出了一些小调整，即“虚伪”地承诺会把交易价格提高3%左右，并拒绝再度讨价还价。

11

时代华纳不为人知的故事（节选）

1989年11月20日

比尔·萨波里托

20世纪80年代中期，时代华纳公司首席执行官理查德·芒罗（J.Richard Munro）找到了还击所有问题的方式：收购或者合并另一家媒体巨头，首府/美国广播公司。

1988年秋，扮演主要投资人的沃伦·巴菲特和首府/美国广播公司的首席执行官托马斯·墨菲及董事长丹尼尔·伯克一起到访时代华纳公司。芒罗和该公司董事长小尼古拉斯（Nicholas Jr.）会见了巴菲特一行。这次会谈一直持续到12月。据小尼古拉斯和墨菲所述，焦点围绕在“无论如何，首府/美国广播公司的管理者人数必须比时代华纳公司的多出一到两个”。芒罗说，他告诉自己的好朋友墨菲：“非常感谢，但请记住，并不是时代华纳公司要被卖掉。”首府/美国广播公司有消息说，这两个人始终难分高下，谁来做老板，悬而未决。

巴菲特吃过时代华纳公司的闭门羹。1984年，他曾非正式地向芒罗提及购买时代华纳公司10%的股份，这是个十足惊人的提议。巴菲特的以往经验就是坚持大量持有股份几年甚至几十年，最终成为董事会信赖的成员和顾问。不过，当芒罗试探性地把巴菲特的提议转达给董事会后，令他非常遗憾的是，董事们极力劝他放弃这个念头。

12

巴菲特与迪士尼：竖起大拇指（节选）

1996年4月1日

卡萝尔·卢米斯

1996年3月5日，伯克希尔哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特刚在奥马哈做完演讲，他缓步走进曼哈顿中心区哈里斯信托储蓄银行（Harris Trust&Savings Bank）的办公室，将两个信封交给了工作人员。第一个信封装着伯克希尔哈撒韦公司掌有的2000万股首府/美国广播公司股票。这些价值25亿美元的股票将转交给公司买主迪士尼公司。

第二个信封被严实地封好，巴菲特在上面留言：“直至3月7日下午4点30分方可打开。”这里面装载着巴菲特的期待，即伯克希尔哈撒韦公司究竟能从第一个信封的内容中获益多少，他还提出，不要让任何迪士尼公司或者首府/美国广播公司的管理层知道。巴菲特期待着能像首府/美国广播公司普通持股人一样，可以遵照惯例选择“标准包”，即在迪士尼股票加现金、全部迪士尼股票或全部现金这3种获得回报的方式中，任意选择。

那么，信封是怎么回事？巴菲特非常赞赏迪士尼公司，为它竖起了大拇指，而他想要的只是该公司的股票。7日晚上，与迪士尼首席执行官迈克尔·埃斯纳（Michael Eisner）的谈话，让巴菲特对这家公司和它的老板大加赞赏，并许诺以伯克希尔哈撒韦公司的资金支持他。埃斯纳向巴菲特保证，他会努力工作，不负巴菲特的期望。

在即将出炉的伯克希尔哈撒韦公司1995年的年报中，巴菲特会宣告，他要重回“罪恶”的投资领域。1966年，迪士尼公司的电影资料

库以及迅猛发展的主题公园项目吸引了巴菲特。当时，该公司的股价一直低得可怜，整个公司的市价还不到9000万美元。于是，巴菲特利用巴菲特合伙公司的资金，以每股31美分的价格大笔购进迪士尼公司的股票，而目前股价已达65美元。那么，巴菲特有没有坐享其成呢？答案是否定的。1967年，他以每股48美分的价格出售了这些股票。“哦，好吧，”巴菲特皱眉蹙额地说，“回来真好。”

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

巴菲特确实又再次购买了迪士尼公司的股票，但是并没有持续很久。曾经一度，巴菲特的确非常喜欢迪士尼公司，甚至当交易结束之后，他还将伯克希尔哈撒韦公司获得的收益追加到庞大的迪士尼公司股票之上。然而，当迪士尼公司经历了一系列管理危机之后，也就是在弗兰克·威尔斯（Frank Wells）离世、迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）管理失当之后，巴菲特转而将大拇指朝下，到1999年，伯克希尔哈撒韦公司与迪士尼公司完全脱离了关系。

13

通过回购股票来打败市场（节选）

1985 年 4 月 29 日

卡萝尔·卢米斯

开创性的股票回购很值得深究。《财富》杂志发现，企业通过大宗回购自家股票可以获得巨大收益。

这篇文章同时揭示了很多正反面的观点。其中一些来自巴菲特，主要是关于回购的内容。彼时的巴菲特和如今一样，非常推崇那些能把握股票买卖时机的管理者，即在股票价值被低估时购入。同理，他非常鄙视另一些管理者，这些人购买股票只为支持自家股价或者为了抵消股票期权的相互影响。巴菲特常说：“只有在一种情况下，企业回购股票才是合理的，那就是自身价值被低估了。”

巴菲特关于回购的观点常常使人困惑，有时还会在伯克希尔哈撒韦公司的股东大会上招致责难、质询，因为他似乎并没有实践自己所宣扬的理念。持股人可能会问：“为什么伯克希尔哈撒韦公司从没有回购过自家被低估的股票？”事实上，2009年，一位质询者援引了文章中的观点提醒巴菲特，他曾经亲口说过，对于那些该回购股票而没这么做的企业，市场会给它们教训。

这些年以来，巴菲特对此曾以多种方式做出了回应。在互联网泡沫繁盛之时，当人们认为伯克希尔哈撒韦公司将被时代所抛弃，它的股票大跌至40000美元时，巴菲特承认，他做出过错误的决定，没有进行回购。他在1999年致股东的信中写道：“我对伯克希尔哈撒韦公司

价值的评估一度太保守，抑或是太醉心于将资金用作他途。”随即，这封信成为他开启回购的大门。他说，股东如有机会读完他的心路历程，了解问题症结，伯克希尔哈撒韦公司将会重新赢回企图卖掉股票的投资者的信心。

接着又发生了什么呢？伯克希尔哈撒韦公司没能成功回购股票。巴菲特说，投资者并不太愿意出售伯克希尔哈撒韦公司的股票，仅有的几笔也因报价太高而遭到了自己的拒绝。

在这件令人扫兴的事情之后，巴菲特不止在一个场合表达过，伯克希尔哈撒韦公司的回购举动最终弄巧成拙。公司曾鲜见地发表声明：“回购股票”会使股价上升，从而使回购变得不划算了。这个声明是用我自己的话解释的，而非巴菲特的。如果巴菲特这个善于挖掘被低估股票的天才指出，伯克希尔哈撒韦公司的股价过低，值得购买，那么将立即导致股价大涨，不再便宜。

2011年9月26日，这一主张遭到了严峻考验。当时伯克希尔哈撒韦公司的A股账面净资产约为96900美元，而数日以来它的股价却持续低于10万美元。巴菲特宣布伯克希尔哈撒韦董事会已经授权公司以不高于账面净资产110%的价格回购A股或B股股票。一天之内，股价大涨，超出巴菲特的设限。显然，如果按照伯克希尔哈撒韦公司本设定的回购价格，它几乎在市场买不到任何股票。虽然如此，还是有一些股东愿意接受巴菲特所定的回购价区间。伯克希尔哈撒韦公司此次一共回购了98股A股和802000股B股，总价6700万美元。对于公司来说，这点股票微不足道，如果要通过回购来显著提升股东权益，很可能要花数十亿美元。

从这个小片段中我们可以得知：如果伯克希尔哈撒韦公司的股价下跌，逼近账面净资产（当然每天都在改变），毫无疑问，巴菲特还

会再度认为价格过低。以下是摘自1985年这篇文章中关于巴菲特的部分。

——卡萝尔·卢米斯

那个痴迷回购的人就是来自奥马哈的沃伦·巴菲特，举世闻名的投资大师。他掌控的伯克希尔哈撒韦公司将从美国广播公司收购案中获得首府/美国广播公司18%的股份，而这也将成为他最大的一笔投资。不过，目前该公司持有的最大的4家公司的普通股已经完成了大规模的回购。这4大公司分别是政府雇员保险公司、通用食品公司、埃克森公司以及华盛顿邮报集团。其中，埃克森公司是巴菲特新近投资的，就在1983年该公司开始回购股票之后。**巴菲特说：“投资这4家公司的一个重大原因是，它们已经认识到股票的真正价值，并站在持股人的立场上回购股票。”**另一方面，巴菲特也卖掉了一些公司的股份，因为它们不打算进行回购。

他对此深信不疑，事实上，有很多公司本应实施回购却没有这么做。很多公司经常把资金挥霍到那些远低于实际价值的项目上，对于这样的公司，市场必定会给予教训的。他说，回购产生的必然结果是，它会提升公司的市值。因为投资者认定，回购行为是公司运营持续性地倒向投资者利益的信号。**他发现：“所有的管理者都宣称他们是投资者利益的代表人。或许，你非常乐意把这些人纠集起来，拉到一台测谎仪前，测一下他们是否说了实话。其实没有测谎仪也不要紧，管理者以投资者为本位的最佳标志就是，当股价被低估时，实施回购。这能替代测谎仪，而且非此莫属。”**

14

猜猜是谁购买了“倒霉”债券

1985 年 4 月 29 日

肯尼思·拉比什

20世纪80年代中期，巴菲特的声誉已如日中天，他的每个投资举动都会成为轰动一时的新闻事件。然而，在1985年初，让媒体津津乐道的是，伯克希尔哈撒韦公司屡次成为投资界的笑柄，因为它购买了“倒霉”债券。

就在本文发表的几天前，在1985年致股东的信中，巴菲特煞费苦心地解释了他异乎寻常的投资举动和考量，比如通货膨胀。巴菲特强调，投资者们需要考虑债券的价格，更准确地说，是被低估的价值，这是所有投资者都梦寐以求的东西。他在信里说：“我和查理·芒格一起评估了所购买债券的风险，确保相对于未来可能获得的收益，伯克希尔哈撒韦公司支付的价格（远低于现行价格）是划算的。”

在信中，巴菲特也像往年一样阐明了自己关于收购问题的观点，包括完全收购一家企业，以及通过股票或债券部分地参与某企业。他写道：“许多企业的基本面还是不错的。我觉得如果我们能以低于其净资产的折扣价买入一些股份，那么往往会有一些好事儿发生。”

这在“倒霉”案例中得到了应验。在整件事中，伯克希尔哈撒韦公司购进2.6亿美元债券，从1983年到20世纪90年代初期不断增持、减持。在持有期内，这桩投资给伯克希尔哈撒韦公司带来了2.63亿美元

的免税利息收入。当出售债券的时候，这笔投资还给巴菲特带来了6800万美元的资本收益。

——卡萝尔·罗米斯

在沃伦·巴菲特为自己赢得“全美最精明的投资人”这一声誉的过程中，他曾数次因大胆、出人意料的举动让华尔街瞠目结舌。最近一段时间，他总是每隔半个月就有一次突发奇想。刚在首府广播公司收购美国广播公司的交易中大秀了一把之后，伯克希尔哈撒韦公司54岁的董事长又有了惊人的举动。巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的年报中透露，他已经投资1.39亿美元购买了由华盛顿公共能源供应系统（Washington Public Power Supply System，简称“WPPSS”）发行的债券，这是设在华盛顿的一家“臭名昭著”的核能建设机构，1983年曾因无力偿还22.5亿美元的贷款，而被华尔街戏称为“倒霉”债券。

华盛顿公共能源供应系统是一家负责城镇设施以及公共设施的市政公司，从20世纪70年代起开始大规模兴建了5座大型核电站。巴菲特没有购买为四、五期电站募集资金的债券。由于投资超过预算，并且有证据显示该地区的能源供应大于需求，华盛顿公共能源供应系统在建设这两期电站的初期就搁置了该计划。巴菲特投资一、二、三期的债券不断为他赢回收益，因为和四、五两期债券不同的是，它们获得了该地区联邦能源机构的担保。

这一次，巴菲特似乎再一次取得了完胜。因为在华盛顿公共能源供应系统陷入危机。债券大幅跳水之后不久，他立刻买进，这为他锁定了诱人的16.3%的当期收益，而且是免税的，这意味着每年2270万美元的投资回报。不仅如此，到1984年为止，他持有的一、二、三期债券已经增值13%。

华盛顿公共能源供应系统的这次冒险经历对于巴菲特来说只是个开端。尽管伯克希尔哈撒韦公司，这个跨保险、零售和出版业务的大型集团，握有巨额债券，巴菲特的专长还是在于购买那些被证券市场低估了的公司股票。购买华盛顿公共能源供应系统的债券是个冒险的提议，他自己很快也承认了这点。债券支持建设的三个核反应堆，只有一个投入使用，其他两个因为处于供大于求的状态，一直拖到20世纪90年代中期才得以运转。这种停滞引起了人们对华盛顿公共能源供应系统长期投资的质疑。投资者手握不能履约的债券，一些团体屡次将华盛顿公共能源供应系统告上法庭，使它官司缠身，利息的支付也中断了。巴菲特提醒投资者：“‘企业’在一两年之内遇到一点轻微风险算不了什么。”

巴菲特似乎无暇顾及结果如何。他认为，不论自我评价还是外界对他的评价，都不能就凭一次投资妄下定论，整体评判才具有客观性。巴菲特握有伯克希尔哈撒韦公司41%的股份，还掌握着超过17亿美元的公司投资。他的这种成就着实令人震惊。在10年之前，伯克希尔哈撒韦公司的股价约为40美元，如今已经飙升到超过1800美元。

当这位内布拉斯加天才疲惫地躺在简朴的办公室的沙发上时，他开始将对华盛顿公共能源供应系统的投资与这些年来其他不同寻常的投资做比较。他想起了1963年购买了美国运通公司股票的经历。彼时恰逢该公司被卷入提诺·德安吉利斯（Tino De Angelis）的诈骗案中。这就是广为人知的“色拉油丑闻”。美国运通公司的一个不为人知的子公司无中生有，虚增棉花籽和色拉油的存储量，向银行骗取贷款。尽管很多华尔街人士担忧美国运通公司会受到波及而面临倒闭的困境，巴菲特和他的伙伴还是趁机以超低价购进了公司5%的股份。结果，美国运通公司所承担的连带责任远低于先前预期，公司股价一飞冲天，巴菲特逆流而上，赚得盆满钵满。**“不受追捧的东西，就没有可取之处？”巴菲特咯咯地笑着说，“其实这才是钓大鱼的地方。**

在华尔街，让人非常愉快的市场共识，通常会让你付出巨大的代价。”

华盛顿公共能源供应系统简直是“逆向投资者”的天堂。一、二、三期债券持有者刚从一场令人毛骨悚然的法律诉讼中侥幸存活。美国联邦政府的邦纳威尔电力管理局（Bonneville Power Administration）负责为西北部的城镇和公共设施机构提供水电，最终它同意从电费收入中拨出专款用于偿还一、二、三期债券，这使得债券持有者最终获得了利息。俄勒冈州的斯普林菲尔德市（Springfield）签订了从华盛顿公共能源供应系统采购核电的合同，但它又向法庭申请调查这笔交易，因为地方纳税人对合同的合法性提出了质疑。1985年2月，旧金山的一家美国地区法院裁定合同有效。

该系统很可能面临更多诉讼，以及许多其他的不利因素。为了支付利息，邦纳威尔电力管理局必须有可靠的现金流，而这部分取决于是否有丰沛的雨水供大坝发电。铝冶炼厂是本地区主要的工业能源消耗者，但它在与外国厂商的较量中受到了重创，邦纳威尔电力管理局不得不降低电价来保障该工厂的运转。另外，让一、二、三期债券持有者恐慌的是，法院裁定，四、五期债券持有者有权分享邦纳威尔电力管理局用于偿付给前者的专项资金。观察者打了个形象的比方，两类债券持有者之间筑起了坚不可摧的“长城”。对一、二、三期债券持有者来说，最危险的事莫过于，华盛顿公共能源供应系统随时可能宣布破产。美国此前从未有过如此规模的公共机构破产的先例，所以没人知道，如果真出现了破产的情况，这些债券的结局到底会怎样。

考虑到种种无法估量的因素，很多市政债券专家都建议自己的客户远离华盛顿公共能源供应系统。一位西海岸的专家甚至将其比做第二次世界大战时期穿越北大西洋的运兵船。“你很清楚，鱼雷已经瞄准了你，”他说，“但不确定的是，你是否会被击中。”穆迪（Mood

y’s Analytics）和标准普尔这两家华尔街最大的债券评级机构也双双拒绝为华盛顿公共能源供应系统的一、二、三期债券做出评级。

然而，也有一批债券专家站在巴菲特阵营，分享着华盛顿公共能源供应系统债券高回报的喜悦。雷曼兄弟公司（Shearson Lehman Brothers）市政债券投资部副总裁罗伯特·阿德勒（Robert Adler）说：“它不是投资级的优质债券，却可以为懂得其中风险的人带来高额利润。”很明显，雷曼兄弟公司的东家美国运通公司就没有那么乐观了。1984年，美国运通公司的保险子公司抛售了价值7600万美元的华盛顿公共能源供应系统一、二、三期的债券。尽管如此，汤姆森·麦金农证券公司（Thomson McKinnon Securities）的主管霍华德·希茨（Howard Sitzer）仍大力推荐华盛顿公共能源供应系统的一、二、三期债券。他指出，邦纳威尔电力管理局1984年的营业额高达27亿美元，在短期内这足以应付华盛顿公共能源供应系统的债务偿付。希茨还认为华盛顿公共能源供应系统破产的可能性微乎其微。

在对债券的价值做了冷静客观地评估之后，巴菲特还是像以往一样，坚持了他投资华盛顿公共能源供应系统的决定。他指出，如果投资在其他项目上，他需要用两倍的资金才能取得与投资该债券相同的收益。在推进这项计划之前，他做过周密的风险调查。**“我们不会根据评级来做决定，”他补充说道，“如果我们希望由穆迪或者标准普尔帮我们管理资金，那我们就直接把钱给他们了。”他还说：“令我们非常骄傲的是，奥马哈总部没有电脑，我们的分析不依赖于电子数据，而是靠阅读，仅此而已。”**

从1985年年底开始，巴菲特不再透露他是在增持还是减持了华盛顿公共能源供应系统的债券。他承诺投资5.175亿美元给美国广播公司，但这并不意味着他必须靠出售华盛顿公共能源供应系统的债券来募集资金。他完全可以通过现金流和流动资产，或者求助于外部资金

来实现。另外，伯克希尔哈撒韦公司还掌控着巨额的广播股股票，包括《财富》杂志发行商时代集团4%的股份，作为投资美国广播公司的条件，美国联邦通信委员会（Federal Communications Commission）可能会要求他卖掉部分时代集团的股份。

巴菲特说，未来购买债券的机遇可能会越来越少。他担心美国联邦政府的预算亏空会导致更高的通货膨胀率，从而推高利率，这对债券持有者来说将是一场灾难。**他说：“在物价飞涨、通货膨胀的时期，你买到的债券如同墙纸。”**

最近，巴菲特这边又有新闻发生了：他很少投资了。对此他的回应是：“我不可能每年都有50个好点子，能有一两个就很幸运了。”可是每当他决意投资的时候，总是下很大赌注。在最近一期年报中，巴菲特提醒投资者，投入重资去践行某些投资理念，偶尔会让这一整年都不好过，这是很有可能发生的。不过，伯克希尔哈撒韦公司现在已经有足够的资本去冒险赌一把了。

15

巴菲特语录

1986 年 4 月 28 日

本年度，我们的净资产增加了6.136亿美元，或者说是增长了48.2%。这样的净资产收益率就像哈雷彗星来访一样弥足珍贵。在我的生命中不会再有第二回了。

——沃伦·巴菲特

55岁，伯克希尔哈撒韦公司董事长

1985年年报

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

事实上，巴菲特错了，13年后的1998年，伯克希尔哈撒韦的净资产收益率再创新高，达到48.3%。显然出现这种情况的频率与哈雷慧星

的来访并不匹配。在1998年年报中，巴菲特并不认为该成就有多辉煌。他说，增长的净资产的大部分来自伯克希尔哈撒韦公司发行的新股。发行新股的目的是进行收购活动，主要指收购利捷公务航空公司和通用再保险公司，而每次股票的发行价都是高出账面净资产的。

当然，这样的高价并不算意外。新股的价格总是以该股票的市价为基础。当巴菲特选择在该年度发新股时，伯克希尔哈撒韦的股价正好维持在高位。可以这么说，如果伯克希尔哈撒韦的股价很低，那么巴菲特绝不会往外送股票的。

16

一切都该留给子孙吗（节选）

1986年9月29日

理查德·柯克兰

因为本文，沃伦·巴菲特的头像第一次出现在《财富》杂志的封面上。当然，这肯定不是最后一次。实际上，巴菲特只是这个长篇故事的一个主要演员。演员表上还有许多人，每个都是富商巨贾。因此，我们在此仅摘选关于巴菲特的段落，包括文章的开头。

巴菲特对于巨额遗产有着强烈的抵触情绪，据我所知，这也是本文的由来。后来成为《财富》杂志主编的作家理查德·柯克兰回忆说，当然也有很多富人持有不同意见。巴菲特在本文中的观念也在读者中引起了不小的震动。美联储主席保罗·沃尔克在华盛顿的一次聚会上认出了《财富》杂志的编辑，然后跟他说：“现在每个人都在谈论你的文章。”时至今日，在本文发表的25年之后，巴菲特还是会收到相关的问题，似乎读者们把这篇文章剪下来，做成了收藏品。

巴菲特有三个子女。他的女儿苏茜·巴菲特（Susie Buffett），是三个孩子中年纪最长的，其他两个是儿子，他们是霍华德·巴菲特（Howard Buffett）和彼得·巴菲特（Peter Buffett）。因为文中的一件趣闻，苏茜可能比巴菲特还忙于回答各种问题。苏茜说，至今仍有许多人问她很多不可思议的问题，比如：“他真的连修理厨房的钱都不给你吗？”

巴菲特曾认为，给孩子留“几十万美元”的遗产是比较合适的。即便现在，他还是保持着小气的作风。随着时间流逝，通货膨胀以及对自我的反思改变了他对子女继承遗产的一些观念，所以，他也将遗产的数字从原本“几十万美元”提高了不少。

多年以来，在遗产方面，他都不曾公开过自己的思考。直到2010年在纽约的一次晚宴上，巴菲特坐在一小群富豪中才首次公开谈及，自己的孩子已经得到了多少财产，并在他过世之后将继承多少遗产。巴菲特说，他第一任妻子苏珊在2004年去世时，在遗嘱中留给每个子女1000万美元，而巴菲特本人最近也修改了自己的遗嘱，每个子女将能够继承1500万美元。

因此，对于巴菲特的三个孩子来说，他们总共将获得7500万美元的遗产，也就是以“万”计。据巴菲特自己所说，相比之下，他自己的财富值已经接近500亿美元。显而易见，巴菲特仍然认为财富不应该全部留给孩子。

不仅如此，巴菲特也不希望把伯克希尔哈撒韦公司的管理权交给自己的子女，这个问题也是有些微妙的。不过，他也坚信，家庭成员能够最大限度地维系公司文化的延续，所以，他希望自己的长子霍华德在未来需要的时候能够胜任伯克希尔哈撒韦公司董事长一职，但公司的实际管理还是应由家族之外的人掌管。

随同遗产一起考量的还有慈善。1999年，就在巴菲特妻子苏珊去世之前，她和巴菲特为了鼓励子女积极参与慈善事业，给予每位子女1000万美元建立自己的慈善基金会。随后，为完成母亲的遗愿，巴菲特的每位子女都各自成立了超过1亿美元的基金会。他的小儿子。同时也是音乐家兼作家的彼得·巴菲特（详见本书《小巴菲特造访北京》）将其称作“大爆炸现象”。2006年时，巴菲特通过《财富》杂志发表了一则令众人哗然的声明，他打算逐步把自己绝大部分的财产捐献给5

家基金会，其中3家是由他的孩子运营的。从那时起，这3家基金会已经收到巴菲特捐出的接近4亿美元的股票。

这块肥硕的牛排到2012年8月30号那天变得更大更诱人了，因为巴菲特在这一天，也就是在庆祝他82岁生日的时候宣布，为了更大力度地支持子女的慈善事业，今后他将加倍地捐赠自己持有的伯克希尔哈撒韦公司的股份。也就是说，今后股票的价格将直接决定巴菲特的捐款量。不难想象，来源于“大爆炸”式的总捐款额将是怎样一笔不菲的数字。经过2012年的大调整，每家基金会的捐款额将达到20亿美元或者更多。《财富》杂志专门撰文讲述巴菲特巨额捐赠的故事，详见本书《巴菲特捐出财产》。

——卡萝尔·卢米斯

文章的开篇写道：

沃伦·巴菲特，56岁，伯克希尔哈撒韦公司董事长，也是一位天才的领路人。他掌控的这家控股公司成就卓著，市值至少为15亿美元。不过，你千万别嫉妒他的儿女们。巴菲特并不认为把巨额财富传承给下一代是明智的选择。实际上，他打算将自己大部分的钱都捐给慈善基金会。在资助子女完成大学学业之后，这位吝啬的奥马哈投资家认为，在圣诞节给孩子几千美元就已经算是相当仁慈了。不仅如此，他的女儿，33岁的苏茜还说过：“如果我给爸爸签一张哪怕只有20美元的支票，他一定会先去银行兑成现金。”

巴菲特之所以将孩子们排挤在巨额的家庭财富之外，并不是因为他们一无是处，也不是因为他们挥霍无度或是拒绝为家族生意出力，而是出于传统的理念：富有的父母不应该将财产传承给子女。他说：“我的孩子们要在这个世界上寻求自己的一席之地，他们知道，无论

他们想做什么，我都是坚定的支持者。”“就是因为子女们投对了胎就可以获得一个金饭碗，一辈子享用不尽的饭票”，巴菲特相信，这种观念是会“误人子弟”的，也很可能会“危害社会”。因此，给予子女最恰当的金额就是让他们觉得“足够做点儿什么，但又不至于躺在床上睡大觉，什么也不需要做”。巴菲特认为，对于大学毕业的人来说，“几十万美元”应该是个合理的数额。

应该留给孩子多少钱呢？这是美国人一直苦思冥想的问题。世界上绝大部分地方的习俗或是法律规定，子女们，除非犯了什么弥天大罪，否则都能在父母离世之后，自动获得其绝大部分的遗产。只有英国及其他英联邦国家有着不成文的规定，给予财产所有者权力按照自己的意愿分配财产的权力。

文章中间部分又写道：

有些富人争辩说，如果不将遗产留给子女，可能会影响与子女的关系。其中一位人士说：“如果你是孩子，看到你的父亲富可敌国，而你却没得到多少，心中会怎样想。我忍不住猜测，愤怒的种子会不会因此在他们心中萌芽。”在华盛顿《美国新闻与世界报道》（*U.S.News&World Report*）杂志任编辑的苏茜，承认自己的父亲有点难相处。“我父亲是我所认识的最好的人之一，最诚实、最有原则，”她说，“而且我基本上认同他的观点。不过，当你知道大多数的父母都愿意给孩子们买任何东西。而你只是想要点钱修缮一下厨房，并非是到海边度6个月的假，你的父母却以原则为由拒绝你的时候，心里还是觉得有点儿失落。我的这一生当中，父亲一直教导着我们。我觉得我已经吸取了教训，或许某个时候可以停一停了。”

后面还有：

巴菲特主张，大多数公司的所有人应该放弃将挚爱的公司留给家族内部经营的想法。他决定，即便在自己百年之后，公司也将坚持按照目前这种非家族化管理的模式继续运营下去。他也同意，在某些时候，子女可能是最适合经营公司的人选，但是概率并不高。巴菲特说：“难道有人说过，组建能赢得奥运会冠军的队伍，其人员就得从那些20年前的冠军的子女中选择吗？给予某人一个个待遇优厚的职位，仅仅是因为他老爸的成就，如果真是这样，这对于一个社会的竞争环境无疑是种残酷的打击。”

17

打电话给巴菲特谈合并（节选）

1986年12月22日

《新闻趋势》

《华尔街日报》刊登过的最不寻常的一则需求广告来自巴菲特。这则广告占据整个版面、价值47000美元，它的内容是：我们正努力寻求并渴望购买价值超过1亿美元的企业，截止日期是1986年12月31日之前。我们有充裕的资金，而且我们会以超乎想象的速度做出反应……如果你有意向，请立即致电。

行动如此迅速的原因是，美国新税法将在1987年1月1日开始施行。联邦资本利得税从20%一跃而至28%，这已经够令人担忧了，但巴菲特甚至还警告说，如果企业的所有者打算在12月31日之后再出卖资产，可能要支付高达52.5%的资本利得税。这个数据来自他的计算和考量：新税法规定，企业卖出业务将要支付34%的资本利得税以及股东应该缴纳的留存利润再投资收益的28%。巴菲特说：“很多企业都应该警觉起来了。”

然而，当你急匆匆地准备拿起话筒之时，还得注意一点，不是所有的潜在收购机会都能满足条件。根据广告，公司必须拥有“至少1000万美元的税后利润，当然越多越好”，必须自认有相当好的净资产收益率，很少或没有贷款，以及优良的管理水平。而且还得是一个“简单的生意”：“如果过多涉及高科技成分，恐怕我们理解不了。”

编者注：巴菲特没有得到任何回应。

18

对于指数期货的早期恐惧

1987 年 12 月 7 日

沃伦·巴菲特

1987年10月中旬，持续了一周的“超卖”情绪终于在该年第19个周一达到了顶点，道琼斯工业平均指数下跌了22.6%，人们把这一天称为“黑色星期一”。对市场崩盘原因的调查还在紧张地进行之中时，人们纷纷将注意力聚焦到了标准普尔500指数期货（S&P index futures）身上。很多人相信，在此次暴跌中，该指数期货扮演了重要“角色”。彼时，距标准普尔500指数期货获准交易的年头并不久。特别值得一提的是，根据“投资组合保险”策略，机构投资者不停做空标准普尔500指数期货，他们的行为带动了其他机构投资者的纷纷效仿，于是市场恐慌愈演愈烈。

很快，《财富》杂志得知，早在1982年，巴菲特给国会议员约翰·丁格尔（John Dingell，密歇根州民主党）写过一封信。对于《财富》杂志而言，这不仅是一个非常好的契机，更重要的是，这封信的内容能解释“黑色星期一”的成因。丁格尔当时正是调查委员会的主席。当年，美国国会曾就是否允许芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange）开展股指期货交易展开讨论。丁格尔持反对意见，而且据他所知，巴菲特也一样。因为很多年前，两人的父亲都是国会议员，所以他们彼此之间有所了解。尽管老霍华德·巴菲特（内布拉斯加州共和党）是极端的保守派，而老约翰·丁格尔（密歇根州民主

党）恰好相反，但这并未妨碍两人成为好友。鉴于这层关系，小丁格尔就邀请巴菲特写了这封信，详细阐述一下为什么他认为股指期货交易不是好事情。巴菲特欣然应邀，并在信的末尾写道：“我们不需要股指期货，它就是基于美国股市的一种赌博工具，证券经纪人也不该鼓励人们参与此类投资。”

当然，我们都知道，丁格尔和巴菲特在这场论战中失败了。1982年4月，标准普尔500指数期货开始在芝加哥商品交易所上市。尽管在1987年饱受人们的质疑，但股指期货还是以迅猛的速度发展着。然而，在25年之后，股指期货的交易量却开始大幅缩水，被“后辈”标准普尔500迷你电子盘（S&P E-mini futures）抢尽了风头。投资者可以选择相对比较小的交易量，而这慢慢成为交易的主流。2010年5月“闪电崩盘”（Flash Crash）发生时，很多投资者被吓坏了，其中绝大部分是标准普尔500迷你电子盘的投资者。

下面就是巴菲特写给国会议员丁格尔的信。

——卡萝尔·卢米斯

我写这封信主要是为了，对任何可能刺激包括股指期货在内的期货市场的交易活动做一番评论。凭着30多年在各投资领域的历练，以及多年从事一线证券销售人员的经验，我写下这封信，谈谈自己的思考。在过去的25年中，我一直在做着金融分析方面的工作，目前我独自掌控着一个总价值超过6亿美元的股票投资组合。

要想准确预测投资或投机市场是如何变化的，几乎是不可能的事情，而且，面对任何声称“准确”的言论，你也要保持高度的警惕。不过我想下面谈到的还是比较合理的推断：

第一，股指期货合约有助于减少投资者真正的风险。一个投资者也许可以非常有逻辑性地识别出被市场低估的有价证券，但无论如何也没法预知短期内股市的走向。这也是我在投资中一直秉持的观点。投资者都希望能完全规避股市的“震荡”。持续性地做空某些有代表性的股指期货或许可以帮助他做到这点。假设某个投资者拥有1000万美元的价值遭到低估的股票，并持续持有1000万美元的股指空头头寸，那么其赢亏将完全取决于个人的选股能力，而不必担心其操作受到大盘波动的影响。然而，因为交易费用的问题以及大多数投资者相信，长期来看，股价总体还是会上涨的，所以我认为，坚持以对冲理念来经营的投资专家相对还是比较少的。不过，我相信这也是一种比较理智的做法，而且真正坚持“市场中性”理念并以此行动的专家们也确实会采取这一策略。

第二，如前文所述，我认为降低风险比较理智的策略应该包括做空期货合约。在做多方面，我没有看到任何相对应的投资或者对冲策略。因此，按照定义来说，期货交易只有一半的目的是降低风险的，而另一半的合约（做多头）增大了风险或具有赌博性质。

第三，事实上，风险降低和风险增高之间的平衡跟理论上的“五五开”大相径庭。由于门槛低，而回报又非常诱人，所以不论真正的结果会有多惨，输得有多难看，赌博的情绪还是会被激发出来。这也就是为什么拉斯维加斯的赌场会在广告中大肆宣扬你会赢得多么不菲的赌金，而国家彩票中心也会把头奖金额做成大标题。在证券市场上，那些笨脑袋就会被类似的伎俩吸引住，包括：

- “仙股”，即低价股票“penny stocks”，这些东西之所以被推出来，就是为了蒙骗那些容易上当而又梦想一夜暴富的人。最后，当然会以一场又一场灾难收尾。
- 由于保证金的比例很低，很小的资金也可完成大额交易。

第四，在投资过程中，我们曾经有过不少高承诺、低保证金的情况，结果都陷入了困局。我们最熟悉的，莫过于刚刚过去二十多年的大牛市，而与之相伴的是10%的保证金。头脑理智的人们随后发现，这种低保证金的炒作活动并未帮到资本市场，反而从长期来看，还会伤害资本市场。于是，保证金的规范被引进了，并成为投资过程中不可或缺的部分。以10%的保证金从事股指期货投机的行为，只不过是一种绕过保证金规范的伎俩，而且会立即关注获得国内投机商人的关注。

第五，证券经纪人会自然而然地钟情于新的交易工具。他们的热情也随着交易越来越活跃而被点燃。交易活动越多，公众的开支就越大，而证券经纪业也就更加有利可图。每当一个合约结束时，结果都是输家付钱给赢家。然而，在由期货市场和在其中扮演重要角色的证券经纪人组成的“赌场”中，一旦有交易发生，经纪人都能从中收费，不论服务赢家还是输家，数量多多益善。不过，游乐其间的玩家们需要谨记“负和游戏”的属性。刨去开销之前，输和赢相互抵清，但是刨除开销之后的净损失是实打实的。事实上，这种损失非常大，不然赌场就会停业了，切记，因为玩家的净损失是赌场收益的唯一来源。用“负和游戏”来解释一般的股票投资是比较贴切的，近些年来之所以会出现“正和游戏”的情况，其实仅仅是因为从总体上来说，相关的公司赚得了比较丰厚的利润，最终让公司所有者，也就是股东有所回报。

第六，根据我的判断，高达95%甚至有可能更高比例的交易活动是由这种合约派生出来的，而其在本质上完全等同于赌博。很多人会根据股市的短期走势，以相当小的金额下一个相当大的赌注。投资者这么做，其实是受到股票经纪人的鼓动。经纪人希望客户资金能快速周转，这对他们来说恐怕是最喜闻乐见的事儿了，因为他们的收入与

之密切相关。由这95%合约产生的大量资金就这样留在了股票经纪人的口袋里。这也难怪，“赌场”对每个交易都会啃噬一口。

第七，从长期来看，与传统资本市场相关、带有赌博性质并伴有高亏损风险的市场活动，对于资本市场来说一定不是好事。不过，即便参与赌博活动的人们不是投资者，其买到的也不是股票，他们还是会觉得在股市的际遇糟糕透顶。领教过资本市场最为阴暗的一面之后，他们不可避免会对资本市场保持消极的态度。在经历过的跌宕起伏的投机活动之后，这些都是必然会出现的。你可能会问，证券经纪行业有没有足够的智慧去考虑自身的发展和长久的利益。然而，历史证明了股票经纪人的短视，20世纪60年代就是最好的例证；他们常常在自己做了最愚蠢的决定时表现得最开心。相比于客户或者说是证券行业的长期前景，证券经纪人更关心自己的荷包鼓不鼓。

我们不需要股指期货，它就是基于美国股市的一种赌博工具，证券经纪人也不应该鼓励人们参与此类投资。我们需要的是能为企业和投资做长远考虑的投资者和咨询师。我们需要理性的保证金，而不是杠杆化的市场“赌注”。如果“赌场”理念太过活跃，那么，尽管是同样的领域。语言和工作量，理智、合乎常规的市场操作还是会被打压，而非加强。

除此之外，股票等价物方面的低保证金也会对公共政策规定的保证金产生冲击。尽管股指期货会给希望能从事“套期保值”的专业投资人士带来些许的好处，但总体上讲，高容量的股指期货市场很有可能对购买证券的公众产生不利影响。因此，从长远来看，股指期货交易对于整个资本市场来说也是有害的。

19

巴菲特内幕

1988 年 4 月 11 日

卡萝尔·卢米斯

本文与个人经历的关系比其他文章都多些。我先是成了巴菲特好友，然后做了伯克希尔哈撒韦公司的股东，随即又在20年里一直免费编辑巴菲特致股东的信。在此期间我为《财富》杂志撰写的关于巴菲特的文章也仅限于一些零碎的段落。确实，随着巴菲特声名鹊起，我向大家推荐了一些关于巴菲特的故事，比如《小学院在投资游戏中取得大成功》和《猜猜是谁购买了“倒霉”债券》。当然，这些文章并不是我执笔的，而是由杂志的其他同仁撰写的，这也正暗合了我的心意。

1988年年初，《财富》杂志的总编马歇尔·洛布（Marshall Loeb）把我叫到他的办公室，让我做一个决断。他说，是时候把巴菲特全面生动地介绍给大众了。“你当时是首选，”他之所以这么说是因为

他知道我和巴菲特私交甚笃，“当然，如果你不愿写，那我就指派别人来写。”

经过一天的左右思量，我决定从“我”的角度出发来讲述他的故事。我想这对于《财富》杂志的读者来说是最好的选择，由于我对巴菲特了解得较深，他们将能从我的文字里得到最真实的“内幕”故事。当然，他们需要知道，我是巴菲特的好友。伯克希尔哈撒韦公司的股东，还是巴菲特致股东的信的编辑。这些事实在文中都有交代，而且在我所写的关于巴菲特的其他文章中也都一直在提及。

洛布的提议的时机真是恰到好处。我在文中写到的故事在当时还未被人们所知，即巴菲特是怎样从一位卓越的投资人变身成为卓越的企业家的。在他身边的，是跟他同样出色的查理·芒格。后者不仅是巴菲特的好友，而且还扮演至关重要的顾问角色。正是这两位的协同合作，才使伯克希尔哈撒韦公司取得了如此卓越的成就，而外人往往不知道这点。

——卡萝尔·卢米斯

沃伦·巴菲特是伯克希尔哈撒韦公司的董事长，他把自己挚爱的公司称作“油画布”。过不了几天，当该公司的年报发布时，全世界就会知道，在风起云涌的1987年，巴菲特在这幅巨型画布上绘制了什么。先做个预告：在这一年，巴菲特再一次完成了一幅鸿篇巨制。伯克希尔哈撒韦公司的股东，我希望既简洁而又满怀欢欣地承认自己长久以来一直是其中的一员，又增加了4.64亿美元的净资产，预计年净资产收益率将不低于19.5%。这个数字可能略低于巴菲特接手公司23年以来所创造的23.1%年净资产收益率。然而，这一年是很不同寻常的一年，很多专业投资者差点把命都搭上了。因此，巴菲特今年的成就无疑算得上又一幅“大师之作”。

公司年报是帮读者们梳理巴菲特过去一年间在证券市场所作所为的最佳依据，今年的年报会包含两条特殊新闻。第一，就在10月股市大崩盘之前，巴菲特为伯克希尔哈撒韦公司购买了价值7亿美元的所罗门兄弟公司的可赎回可转换优先股。他在董事长致信中明确表示自己坚定地支持该投资银行董事长约翰·古弗兰（John Gutfreund）的立场。这让关于两人分道扬镳的传闻不攻自破。第二，巴菲特透露，1987年，当德士古公司（Texaco）申请破产，大批股东纷纷抛售手中债券之时，伯克希尔哈撒韦公司开始收购该公司的短期债券。到了年末，伯克希尔哈撒韦手中的德士古公司债券已经出现了未实现利润。不过，不论是德士古公司的短期债券还是所罗门兄弟公司的优先股（巴菲特预计年底时的价值为6.85亿美元左右），在账面上都是以成本来计算它们的价值，在1987年年报中，它们被标注为值得期待但未实现的业务。

事实上，年报背后的故事或者说是关于巴菲特的故事比我们通常所知的更为复杂和精彩。我们所读到的关于巴菲特的文章一般是从单一维度来描述的，这使得人们为巴菲特打上了各式各样的标签：他是一位投资家、“奥马哈的魔法师”、一位选择股票的天才、凭借送报攒下的9800美元摇身一变为净资产达16亿美元的超级富豪、一个一直秉持长期投资观念的人。其优异的投资表现还被“有效市场假说”阵营归功于“幸运”。

在他人眼中，1987年的巴菲特无疑是一个另类。在过去两年中，他一直声称找不到定价合理的股票作为伯克希尔哈撒韦公司的投资方向，而在1987年10月19日，巴菲特“身负重甲”凯旋而归。此时，在伯克希尔哈撒韦公司的投资组合中，除了“三只永恒持有的股票”之外，几乎没有普通股。这“三只永恒持有的股票”尽管也在大崩盘时期遭遇重创，但从整年来看，还是表现得相当优异：政府雇员保险公

司，股价增长了12%；华盛顿邮报集团增长了20%；首府/美国广播公司则增长了29%。

对于投资家巴菲特来说，这样的业绩还算可以。不过，除了投资家的身份，巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司还扮演着不为外人所知的其他角色，比如企业家，在并购和管理企业这块，巴菲特也拥有卓越的才能。企业家巴菲特在自己的领域埋头苦干时，投资家巴菲特却在对投资市场进行各式各样的炮轰。1987年，伯克希尔哈撒韦公司的支出和收益取得了完美的平衡：作为投资家的巴菲特，其已实现和未实现的回报共达2.49亿美元（税后）；而作为企业家的巴菲特，通过经营伯克希尔哈撒韦公司已有的业务获得了2.15亿美元的税后利润，并使公司总的税后利润达到4.64亿美元。这比道琼斯公司、皮尔斯伯里公司（Pillsbury）以及康宁玻璃公司（Corning Glass Works）的净利润要高得多。

1965年，巴菲特接手伯克希尔哈撒韦时它的股价在12美元左右。经过巴菲特多年的经营，该公司的股价在1987年冲上了4200美元的高点，随后便稳定在了3100美元左右。巴菲特，这位年近花甲却又机智、直截了当的掌舵人，拥有公司42%的股权；他55岁的妻子苏姗拥有3%的股权。1987年，公司总收入超过20亿美元，在《财富》500强企业中排名30位左右，但不同于其他公司的是，这家公司的结构相当独特。

伯克希尔哈撒韦公司的核心业务是财产和意外伤害保险，由一系列并不知名的小公司负责经营，比如国民保险公司（National Indemnity）。这些保险企业为巴菲特提供了大量的浮存金，从而使他有充裕的资金进行投资。除了保险业之外，伯克希尔哈撒韦公司还拥有一系列颇具规模的公司，巴菲特称它们为“七圣徒”。它们是：《水牛城新闻报》*（Buffalo News）*；费切海默兄弟公司（fechheimer brothe

rs），辛辛那提的一家制服生产与批发商；内布拉斯加家具城（Nebraska Furniture Mart），奥马哈一家全美种类最全的家具零售商；时思糖果公司，加利福尼亚州著名的糖果生产和零售商；世界图书出版公司；柯比公司（Kirby Company），一家真空吸尘器和家居清洁配件制造商；此外，还有一家生产工业压缩机和燃烧器等产品的制造商。后三家企业是1986年伯克希尔哈撒韦在收购克利夫兰市斯科特费策公司（Scott&Fetzer）时，顺带获得的子公司。

看起来是不是相当庞杂。在1987年年报中，巴菲特对这些公司和它们的管理层赞赏有加。他说，如果将“七圣徒”看作一个整体，1987年它们的净资产约1.75亿美元，在扣除微不足道的200万美元利息支出后，税后利润高达1亿美元，也就是说净资本收益率达到了57%，这个成绩是相当出色的。正如巴菲特所说：“在任何地方，这么高的增长速度都是很少见的，更不用说一家几乎不用杠杆的多元化集团。”

很多年以前，一位著名的商学院教授试图调和有效市场假说与巴菲特所取得的成功，他把巴菲特的成就称作“五西格玛事件”。简单来说就是，根据统计学原理，出现巴菲特这样的人物的概率接近零。就其并购和经营整个公司的表现来看，企业家巴菲特同样异于常人。不论是作为企业家，还是投资家，巴菲特都有着同样的敏锐度和原则性。在企业经营方面，他不在意形式和惯例，总是坚持自己的原则，即他所谓的“简单、传统、无为”。

以伯克希尔哈撒韦公司为例，它从不忘记自己为之奋斗的目标。**巴菲特有言：“如果我们驶上了纽约到芝加哥的主干道，就不会在阿尔图纳拐上乡间小道。我们也对规律和逻辑保持着敬畏之心，不过，对超过我们每个人的能力的事，我们是决不会干的。经营和投资对我来说没什么差别，没有必要为了不同寻常的结果去做不同寻常的事。”**

在描述投资家巴菲特和企业家巴菲特时，我自认为自己有别人没有的独特优势。之所以这样，主要是因为除了在杂志工作了30多年的经历之外，我和巴菲特的私交也超过了20年之久。我经常会帮助他编辑年报，这也就是为什么我知道年报即将披露的内容的原因。同时，我也是巴菲特的忠实仰慕者。因此，在这篇出自巴菲特好友之手的文章里，有两点你必须注意：第一，本文是以内部人的角度讲述，巴菲特不为人知的内幕故事；第二，本文有的地方难免带着感情色彩。

巴菲特能赋予他所有的事业一种巨大的精神光辉，这是无可争辩的事实。41岁的迈克尔·戈德堡（Michael Goldberg）经营着伯克希尔哈撒韦公司的保险业务，其办公室与巴菲特的办公室只有一墙之隔。他说，在布朗士科学高中（Bronx High School of Science）自己见过许多聪明人，但他们都投身于数学和物理领域去了。巴菲特则将过人的才智全部集中在了商业领域，这恰恰也是他热爱和了解的行业。**戈德堡说：“巴菲特总是在检验着他所听到的东西。是不是合理的？是不是错了？整个世界的格局都在他的脑海里。那里似乎有台计算机，不停地对比着新鲜事物和他已有的经验和知识，并且还在不断地发问，这对于我们意味着什么？”**“我们”指的就是伯克希尔哈撒韦公司。巴菲特自己也买了一些股票，但是几乎无暇顾及。他说：“我的‘自我意识’已经和伯克希尔哈撒韦公司的命运裹挟在一起了。这点毫无疑问。”

所有见到巴菲特本尊的人都很难看到任何“自我意识”的影子。实际上，巴菲特是脚踏实地的人，平凡、有趣、值得信赖，看上去略带点美国中西部风格，穿衣打扮一点儿也不入时，轻易就能隐身于人群之中，就像是私家侦探。他喜欢麦当劳和樱桃口味的可乐，不喜欢大型派对和闲聊。不过，如果环境适合他，他也很合群，有时还特别欢快。在1987年冬天的首府/美国广播公司的管理层会议中，他身穿救

世军的制服，吹着喇叭，为该公司首席执行官托马斯·墨菲唱起了恩友歌小夜曲，还填上了自己写的歌词：“何其幸哉，吾友墨菲。”

有时候，特别是在讨论理智的、有深度的话题时，巴菲特的表达往往铿锵有力，而且语速特别快，仿佛在试图追赶他脑海里飞速运转的点子。年轻时，他很怕在公众面前演说。为了锻炼自己，他强迫自己参加了卡内基的培训班，和“一群跟我一样可怜的人”一起完成了这个课程。现在，讲演对他来说已经易如反掌，他可以很轻松地把自己脑海中的思考和盘托出，而且不用讲稿就能妙语连珠、举一反三、滔滔不绝地表达自己的观点，恐怕专业写手也望尘莫及。

巴菲特的工作和思考总是很复杂，但这并未影响他对简单生活的追求。投资家和企业家，巴菲特之所以能够在两种身份之间随意转换，关键就在于他看待“所有权”的方式是唯一的。**作为一名投资家，巴菲特建议并坚持，通过股市购买部分企业的价格应该低于其内在价值，即低于理智的买家愿意买进该企业所有股票的价格。作为一名企业家，巴菲特最希望的是，能以不高于内在价值的价格买下整个生意。**

巴菲特眼中的“好企业”要满足几个基本条件：具有较强的特许经营权；高于平均值的净资产收益率；相对较小的资金投入；释放现金流的能力。这些条件听起来充满“母性”般的慈爱，像苹果派一样甜蜜诱人，但是想要找到这样的企业并不容易。巴菲特将这种苦苦寻觅形象地比作猎捕一只“稀有的且行动迅速的大象”。不过，他一直未改初衷，坚决不在严苛的条件上让步。“七圣徒”就是能满足以上所有条件的典范。巴菲特参股的公司也不例外，比如，政府雇员保险公司、华盛顿邮报集团和首府/美国广播公司。

在年报中，巴菲特总是会赞扬上述公司的管理层。这些人中的大多数可以与巴菲特相媲美，在他们的信念里，工作是一种乐趣。巴菲

特衷心希望他们能够保持这种对事业的狂热。“出色的工作是由出色的人来完成的”，这是他最乐于见到的局面。

然而，他也相信，这些年来，在投资方面的最大失误就是，买了某些“好企业”，却没办法“消化”。“如果当时不完全买下来这些企业就好了。”他说。因此，有时他只会持有股份，而不是彻底收购。不过，这也使得某些时候，管理层的愚蠢常常让他有种“咬碎牙根往肚子里咽”的难以容忍的感觉。很多年前，他持有的股票比现在要多。有一次他向朋友大吐苦水说，他刚刚读完一份荒谬至极的年报，其内容充斥着管理层的欺骗误导和自私自利，“足以让你恶心得想吐”。这位朋友说：“可你还持有他们的股票呢。”他回答说：“是的，我看中这家企业是因为它太好了，连笨蛋都能赚到钱。”

自然，好企业的价钱不会低，尤其是在当今，全世界都已经意识到了它们的价值。不过巴菲特的眼光保持了一如既往的敏锐性，即他不会多付钱，而且会以最大的耐心等待最佳时机。他的年报中照例都有一则“广告”，征寻他有兴趣购买的企业。“对于正确的选择和正确的人，我们会提供一个舒适的家。”他说。据说在1986年，赫尔德曼就是看到了这则广告，才带着自己的费切海默兄弟公司找到了巴菲特。当时公司的利润只有600万美元，规模上并未达到巴菲特的要求，但赫尔德曼是巴菲特苦苦寻找的那种优秀管理者，“友好、聪明、诚实和目标导向”是他对赫尔德曼的评价。最终，巴菲特收购了这家公司，事后他也非常庆幸自己做了这个决定。

仅仅从一桩收购案，也就是《布法罗新闻报》收购案中，我们就能够看出巴菲特的远见。1977年，《布法罗新闻报》寻求出售时，华盛顿邮报集团和芝加哥的论坛报业集团（Tribune Co.）都拒绝了，或许因为这只不过是一家晚报，而且将来的势头也有点儿日薄西山。《布法罗新闻报》每周只发行6期，没有周日版，其主要竞争对手《Co

urier-Express》则每周发行7期。不过，在除了周日的其他6天，《布法罗新闻报》优势更明显。于是巴菲特得出结论，如果这家报纸周日也发行，局面会大有改观。

在以3250万美元的价格收购了《布法罗新闻报》之后，巴菲特快马加鞭地策划周日版的事情。新开的版面给予订阅者和想要登广告的人特别的优惠，这激怒了《Courier-Express》。后者发起了“反垄断”诉讼。当然，巴菲特最后赢得了这场官司。两家报社都经历了多年的亏损，到了1982年，《Courier-Express》放弃了最后的挣扎，关门大吉。去年，《布法罗新闻报》作为一家蒸蒸日上的“垄断”媒体，赢得了3900万美元的税前利润，而这显然不是通过节省纸张实现的。该报纸的新闻版和广告版穿插排列，对于相同规模甚至更大规模的报纸来说，这个比例都是不相称的，这全归功于巴菲特对新闻业的热爱。他说，如果不做投资者，他很可能会成为一名记者。因此，《布法罗新闻报》很可能是他最热爱的公司。

巴菲特的“好企业”投资哲学其实是很晚才形成的。在这之前他经过多年的摸索，并赚了不少钱。在奥马哈长大的巴菲特，从小就表现出超乎常人的少年老成，而且对数字和金钱方面的知识充满了求知欲。他的父亲霍华德·巴菲特，是一位股票经纪人，也是他心中的偶像。父子之间的感情相当深厚，霍华德常常亲昵地称呼儿子为“火球”。巴菲特记得自己从图书馆借过一本书《赚到1000美元的1000种方式》（*One Thousand Ways to Make$1，000*），并对其中称量便士的机器非常着迷。他曾梦想自己从一部小小的机器起家，逐渐积累财富，最终成为世界上最年轻的百万富翁。在基督教长老会，他计算赞美诗作曲家的寿命，调查他们的宗教信仰是否让他们活得更长，结论是，没有。在11岁时，他和朋友做起了比较“世俗化”的工作，开发了一个在赛马比赛中选拔冠军的识别系统，命名为“马童筛选器”。

然而，一路走来，巴菲特所想的都是股票。在8岁时，他就开始阅读关于市场方面的书籍，11岁时买了人生中第一只股票——城市服务公司的优先股，并实践各种交易方面的理论。十几岁的他还做过一阵“图表专家”，随后又成为市场时机方面的“专家”。从1943年起，因为父亲霍华德当选国会议员，他随家人搬到了华盛顿。由于太想念家乡奥马哈，年轻的巴菲特在学校表现不佳，甚至在他一向擅长的数学科目上，成绩也不是很理想。他还曾一度离家出走。只有当父亲迫使他放弃他热爱并为他带来收入的送报工作时，他的成绩才有所提高。16岁高中毕业之后，巴菲特在宾夕法尼亚大学度过了两年时光，然后转学到内布拉斯加大学。20世纪50年代初期，就是在那里，他读到了本杰明·格雷厄姆新出版的著作《聪明的投资者》。格雷厄姆在书中鼓励投资者多关注公司的真实价值，并根据“安全边际”进行投资，这些理念对于巴菲特来说，意义是无比巨大的。**时至今日，巴菲特的投资理念还带有格雷厄姆的印记：“第一条规则就是不要亏损，第二条规则就是不要忘记第一条规则。”**

1950年的夏天，巴菲特申请了哈佛大学商学院，他乘火车到了芝加哥，还接受了当地一位哈佛毕业生的面试。这位哈佛大学商学院的代表对巴菲特的印象是：“由于身材消瘦，19岁的他给人的感觉是，16岁的外貌，12岁少年的体重。”在两个人的会面结束之后，巴菲特进入哈佛大学的梦想也随之破灭了。哈佛大学的拒绝刺痛了巴菲特。然而，他现在再回想起当时的遭遇，却认为被拒绝是一件无比幸运的事，因为他回到奥马哈之后，偶然得知本杰明·格雷厄姆正在哥伦比亚大学商学院教书，于是他马上申请了哥伦比亚大学商学院，这次终于成功了。格雷厄姆的另一位高徒是威廉·鲁安，他也是巴菲特的密友，目前正运营着赫赫有名的红杉基金。鲁安说，格雷厄姆和巴菲特一进课堂，就开始不断擦出思想的火花，班上其他人几乎都成了观众。

在最后一学年，巴菲特希望为格雷厄姆的投资公司格雷厄姆-纽曼公司（Graham-Newman Corporation）工作，而且不图回报，巴菲特说：“然而，格雷厄姆按照自己的习惯进行了价值计算之后，对我说了不。”巴菲特一直希望能为格雷厄姆工作，但都未能如愿。直至1954年，他才以一个“杂工”的身份来到格雷厄姆·纽曼公司，跟随导师学习基于价值的机械式投资技巧。基本上，格雷厄姆都是在寻找“便宜货”，他对此有着严格定义：股价不应超过其每股净运营资本的2/3。他指出，很多公司至少可以按照它们的净运营资本被清算，所以，如果要购买股票，股价应该低于这个数额，他认为这是在构筑必要的安全边际。现在，鲜有股票能够满足格雷厄姆的要求了，但是在20世纪50年代初，情况则不一样。

1956年，25岁的巴菲特回到了奥马哈，承袭了导师格雷厄姆的理念，他准备在资本市场大显身手，在此奠定他将来的财富和名望。从家人和朋友那里募集了10.5万美元之后，他成立了巴菲特合伙公司。巴菲特合伙公司的运营模式相对很简单：有限合伙人的资金可以先获得6%的回报，超过这部分的收益，他们还能再拿走75%，而作为普通合伙人的巴菲特，拿走剩下的25%。巴菲特合伙公司从一开始就获得了令人瞩目的收益，人们开始谈论这个了不起的年轻人，而且很多人开始加入巴菲特合伙公司，当然其中的更多人是为了赚钱才加入的。

1969年，当巴菲特决定清算巴菲特合伙公司时，他已经不再着迷于那个投机色彩越来越浓的市场。当时他手中握有1亿美元，其中的2500万美元属于他自己，大多数来自收益分成。在巴菲特合伙公司存在的13年中，其复合年回报率达到了29.5%。这个数字也预示了他在伯克希尔哈撒韦公司将取得的成就：复合年回报率为23.1%。更神奇的是，巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司所取得的巨大成就完全基于公司的自有资本。另外，巴菲特还停止支付股息，从而把全部收益用于了再投资。这也意味着他需要为不断膨胀的资金寻找投资出路。今年年底，

公司权益资本已经增加到28亿美元，如果要计算复合增长率的话，其数字一定非常惊人的。

尽管巴菲特合伙公司被经营得风生水起，巴菲特至今仍觉得他的某些决策不够理智。在1987年年报上，巴菲特非常感慨地说自己曾经浪费了20年，其中包括了经营巴菲特合伙公司的那段时间。他一直苦苦追求“便宜货”，“有些时候也误入歧途”。“农具生产商、位居第三的百货公司和新英格兰地区的纺织公司让我交了学费”，就是对他的一种惩罚。这家农具生产商是内布拉斯加州的登普斯特农具机械制造公司（Dempster Mill Manufacturing Company），百货公司是巴尔的摩市的霍柴德·孔恩百货公司（Hochschild Kohn），而他提到的纺织公司就是伯克希尔哈撒韦公司本身。

20世纪60年代，巴菲特合伙公司曾快速入手并出手登普斯特农具机械制造公司和霍柴德·孔恩百货公司。而伯克希尔哈撒韦公司的纺织业务，是巴菲特合伙公司花了大约1100万美元收购的，最后却成了难以解决的长期困扰。巴菲特用心经营20载，哀叹因自己的无知将它带入产业的泥沼而不能自拔，他经营的纺织公司和其他公司并无二致，然而却找不到丝毫的竞争优势。巴菲特偶尔会在年报中解释为什么他要继续经营这家处境不堪的公司。他说，因为这家公司是马萨诸塞州新贝德福德市的一家重要公司，员工为数众多；公司的管理层与其他那些成功企业的经营者同样优秀，对他坦诚相见。不过，巴菲特最终还是于1985年告别了纺织业务，因为他不愿再追加投资去勉强维持这桩让人沮丧的生意了。

很多年前，巴菲特曾写过一段名言：“当一位声名卓著、才华横溢的经理人接管一家基本面出了名糟糕的公司时，最终纹丝不动的必将是公司糟糕的名声，这一点很少有例外。”作为巴菲特纺织生意的挽歌，一些感慨总是难免的。在他看来，这绝不仅仅是一个小规

模的失败案例。他算了一笔帐，如果伯克希尔哈撒韦公司把投入纺织业的资金放到其他行业，按照伯克希尔哈撒韦公司的年投资回报率计算，这笔钱如今将达到5亿美元之巨。

在他浪费掉的这些年份里，巴菲特偶尔也会碰到一些好企业。遇到这种情形，他就有点情不自禁，将非同寻常的重资投向这些企业。1951年，巴菲特迷上了政府雇员保险公司。它的销售成本很低，和其他保险公司相比，它还能为投保人提供更适合的保险套餐服务，这构成了该公司极具竞争力的优势，也像极了巴菲特利用自己的资金投资时尚服装公司（Timely Clothes）和德梅因铁路公司（Des Moines Railway）这两个“便宜货”时的情形。尽管政府雇员保险公司起初并没有通过本杰明·格雷厄姆的财务数据标准，巴菲特还是大胆投入10000美元买入该保险公司的股票，相当于他当时净资产的2/3。

一年之后，巴菲特以50%的回报率沽清了这家公司的股票，此后一直未曾问津，直至1976年。当时，政府雇员保险公司的规模已经相当大了，但是面临破产，因为公司错误地计算了索赔费用，将保单的价格定低了。不过，在巴菲特看来，公司的竞争优势毫发无损，而且新上任的首席执行官约翰·伯恩应该可以扭转局面。5年间，巴菲特向政府雇员保险公司投入了4500万美元。伯恩也完美地履行了自己的使命，还成了巴菲特的密友，常常征询他的意见。如今，该公司已成为业界翘楚，而伯克希尔哈撒韦公司持有的股份已价值8亿美元。

另一个机缘发生在1964年。巴菲特当时正在经营巴菲特合伙公司，他大举买进那时正陷入“色拉油丑闻”旋涡的美国运通公司的股票。美国运通公司的一家子公司被爆出虚报巨量色拉油库存以骗取银行抵押贷款。最坏的可能性是，这次危机也许会让美国运通公司葬送全部身家。该事件被爆出后，公司股价一落千丈。按照格雷厄姆的定义，这样的股票注定会遭受冷落，因为它提供不了任何安全边际。然

而，在评估了该公司的信用卡和旅行支票业务后，巴菲特认为这些业务足以帮助美国运通公司抵御任何风雨。巴菲特一度有个不成文的规定，那就是不会将超过25%的巴菲特合伙公司的资金放在同一只证券上。然而，这次他为美国运通公司打破了这条戒律，投放了40%的资金，总额高达1300万美元。大约两年之后，当他卖出这些股票时，获得了2000万美元的回报。

巴菲特认为，64岁的伯克希尔哈撒韦公司副董事长查理·芒格一直而非间歇性在自己背后敲着、戳着，甚至推搡着，就是为了让自己去挖掘、评估有潜在价值的好企业。在美国的公司系统中，副董事长的位置常常被认定是无关紧要的。不过，伯克希尔哈撒韦公司的情况看起来却不是这样的。

芒格的思考能力估计不输巴菲特，两人的交流也是非常平等的。然而，不论两人的政治立场还是行为举止都有些差别。芒格是一位共和党支持者，而巴菲特则在财政政策上倾向于民主党保守派。尽管巴菲特也会在年报中批评别人，但他总是表现得很机智和圆滑。芒格在这方面可要直率得多。去年，在主持伯克希尔哈撒韦公司控股80%的加利福尼亚州房屋互助协会威斯科金融公司（Wesco）的股东大会时，芒格自我评价道：“在我的一生中，还没有人认为我是个谦逊的人。尽管谦逊是一种美德，我也非常佩服具有这种美德的人，但我还是很难做到这一点。”

和巴菲特一样，芒格也是地地道道的奥马哈人。不过，两人年少时并不相识。在美国空军服役并获得相当于专科的学历之后，芒格进入哈佛大学法学院，并以优异的成绩毕业。之后，他去了洛杉矶，在那里开始经营他的芒格、托尔与欧森律师事务所（Munger, Tolles&Olson）。1959年回故乡探亲时，芒格参加了一场晚宴，见到了巴菲特。此前，芒格已听说过了这个29岁的年轻人震惊奥马哈投资界的故事，

但很不以为然。然而，与巴菲特真正交流过后，他被这位年轻的天才折服了。“必须得说，”芒格评价道，“我马上就意识到巴菲特是怎样一位了不起的人物。”

对于芒格的钦佩，巴菲特做出的反应则是，摇身变成“说客”。他确信以法律为职业通向财富的路是相当漫长的。于是，他开始劝说芒格放弃律师事务所的工作，转向开办自己的合伙公司。最终，1962年，尽管芒格并未完全放弃律师事业，但还是做出了转变。他开办了自己的合伙公司，虽然规模不如巴菲特的公司，但投资方向更为集中，稳定性也更高。1962—1975年，在公司存续的13年里，芒格取得了19.8%的复合年回报率。他的个人财富也正如巴菲特所预期的那样：在众多的股东中，他拥有接近2%的伯克希尔哈撒韦公司的股份，根据目前行情价值约7000万美元。

见到巴菲特的时候，芒格对好企业和坏企业的观点已经成型了。他曾担任位于贝克斯菲尔德市的国际收割机公司（International Harvester Co.）的董事，知道挽救一家处于颓势的企业有多么艰难。在洛杉矶期间，他见证了《洛杉矶时报》的辉煌。在他的脑海里，没有关于“便宜货”的教义，而且他认为这一点必须要抛弃。在这些年和巴菲特的探讨中，他都在不断地强调“好企业”的优点，而这后来也逐渐被巴菲特完全接受了。自被伯克希尔哈撒韦收购至1972年，蓝筹印花公司的帐面净资产已翻了三倍，从而鼓舞了伯克希尔哈撒韦公司对时思糖果的收购，“好企业”的时代到来了。“芒格对我的影响非常非常大，”巴菲特说，“如果当初我只按照格雷厄姆的理论行事，那我现在估计没有这么富有。”

去年，在洛杉矶的一场晚宴上，坐在芒格身边的朋友突然转向他，神色严肃地问道：“告诉我，是那种特质让你获得了如此辉煌的成功？”事后芒格回忆起这个美好的片段时说：“多么精彩的一个问

题呀！我回过头，看着这个充满了好奇心的人，我整个晚宴都想陪在他身边，然后说，‘我是理智的人，这就是答案。我很理智。’”这件趣事让我们看到了芒格和巴菲特之间的共性。巴菲特也认为伯克希尔哈撒韦公司之所以取得杰出的成就，也是因为他的理智，而这点在其他公司很难发现。

巴菲特认为自己之所以能够胜任这样的工作，从本质上来说，是因为自己有些特殊的能力，比如资本配置的能力、特定情况下的定价能力以及对经营数据的分析能力等。**“如果没有得到每月的数据，巴菲特就感到焦躁难耐。”芒格说。**只要数字在合理的范围内，巴菲特就不会干预运营事宜。并且让管理者按照自己的想法和智慧，在更自由的空间里去经营。当谈及自己有兴趣购买的公司时，巴菲特常常强调公司一定要管理得当，他说：“因为我们不能也不会提供管理方面帮助。”他求贤若渴，他的大多数高层管理者都相当富有，而且到了退休的年纪，经验相当丰富。巴菲特曾这样写过，也曾这样说过，他希望让他的同仁知道，他们不辞年迈地辛苦工作，是对巴菲特人生最大的褒奖。

巴菲特仅仅为公司最高层的管理者设定了收入方案，除此之外，他对公司的薪酬体系基本处于不管不问的状态。顶层管理者的收入方案有很强的激励性，巴菲特会根据公司需要为他们量身设定目标。比如，更高的利润率，减少耗费的运营资本，提升保险业务的承保效益，增加可供巴菲特投资所用的浮存金等。只要能完成巴菲特所定的目标，管理层的收入就是没有上限。迈克尔·戈德堡因为在保险业务方面表现出色，1986年拿到了260万美元，去年更是达到了310万美元。不过，在1983年和1984年保险业务遭遇萎缩时，戈德堡只拿到了大约10万美元的基本薪酬。戈德堡对保险生意的未来并不看好，他认为自己的收入很有可能会急剧下滑，到1990年时，他或许又要拿低薪

了。巴菲特自己在伯克希尔哈撒韦公司一直拿得都是底薪：每年10万美元。

按照这个价格来看，巴菲特无疑是最划算的咨询顾问了。他的管理者可以在任何时间、就任何他们所关注的话题给他打电话。斯坦福·利普西（Stanford Lipsey）是《布法罗新闻报》的发行者，每周要与巴菲特商谈一到两次，而且经常是在夜里。斯科特费策公司的董事长拉尔夫·舒伊（Ralph Schey）曾说过，他总是将问题集中起来，然后每周或隔一周与巴菲特探讨一次。巴菲特还经常谈到“了不起的布卢金斯家族”（the amazing Blumkins）。该家族经营着内布拉斯加州的一家家具公司，他们借助“晚餐”的机会与巴菲特沟通，每隔几周就会在奥马哈的餐馆举行一次。布卢金斯家族出席的人员通常包括68岁的路易·布卢金斯（Louie Blumkins）和他的儿子们，包括39岁的罗恩·布卢金斯（Ron Blumkins）、35岁的伊夫·布卢金斯（Irv Blumkins）和33岁的史蒂夫·布卢金斯（Steve Blumkins）。

该家族中的家长是罗丝·布卢金斯（Rose Blumkin）女士，她同时也是公司的董事长。罗斯年轻时从俄罗斯移居到美国，开办了一家规模很小的家具商店。她的座右铭是“价格低廉，诚信销售”，因此商店里的商品价格都很低。去年，该公司的年销售额已达1.4亿美元。94岁高龄的布卢金斯女士现在仍然坚持在地毯部门工作，而且每周工作7天。巴菲特在最新的年报中如此赞扬布卢金斯女士：她正全力以赴，“可能在未来5至10年左右释放她的全部潜力，因此，我敦促董事会废除我们的‘100岁强制退休’政策”。他还不忘开开自己的玩笑：“每一年匆匆而过时，我就会觉得这个政策对我来说也有点儿愚蠢。”

虽然是句玩笑话，但巴菲特确实并不把年龄当作衡量一名职业管理者的标准。或许这是因为他钟情于优秀的管理团队，并希望与他们

牢牢地捆绑在一起。当时，他手下拥有众多年迈的管理者，而且巴菲特也非常欣赏他们的能力。“我的天哪，”他说，“好的管理者太罕见了，我实在舍不得让他们离开我。而且，如果离开的原因仅仅是他们的年龄又增加了一岁，那实在太可惜了。”路易斯·文森蒂（Louis Vincenti）直到去世前不久一直担任着威斯科金融公司董事长一职，那时他都79岁了。他曾不止一次质疑过为什么不培养接班人，而巴菲特总是微笑着岔开话题：“文森蒂，你妈妈最近情况如何？”

伯克希尔哈撒韦公司不需要强调团结。这里没有公司范围的管理会议，大多数的管理者互相都不认识，或者只是点头之交而已。巴菲特从未去过辛辛那提的费切海默兄弟公司。尽管伯克希尔哈撒韦公司控股时思糖果公司已有16年了，但其董事长查尔斯·查克·哈金斯（Charles“Chuck”Huggins）从未到访过奥马哈。

巴菲特从不用所谓的管理制度来约束公司的实际管理者，因此，他们拥有充分的空间按照自己的想法或紧或松地管理公司。斯科特费策公司（1987年营业额为7.4亿美元）63岁的董事长拉尔夫·舒伊毕业于哈佛大学商学院，对各种专业的管理工具都了然于胸，比如详细预算、战略计划、高管年度秘密会议等。费切海默兄弟公司（1987年营业额为7500万美元）69岁的罗伯特·赫尔德曼（Robert Heldman）和他67岁的弟弟乔治·赫尔德曼（George Heldman）每天早上都会在一间乱糟糟的会议室碰面，查阅所有邮件。“当然，有人帮我们拆信。”罗伯特马上补充道，他可不想被人看作是独裁者。

作为伯克希尔哈撒韦公司最近收购的企业，斯科特费策公司和费切海默兄弟公司都已经习惯了奥马哈老板不同寻常的作风。很多年前，在还没成为伯克希尔哈撒韦公司旗下成员的时候，舒伊曾秘密地试图对斯科特费策公司进行管理层收购。不过，伊万·博斯基（Ivan Boesky）干预了这桩交易，公司前途未卜，而恰在此时，巴菲特给舒

伊写了一封颇具试探性的信。在一个星期二，巴菲特和芒格会见了舒伊，给他报了一个价，并承诺不走常规性“尽职调查”等烦琐程序。一周之后，斯科特费泽公司的董事会通过了收购案。

通过观察巴菲特处理这件事的过程，舒伊看出了巴菲特的行事风格是“民主、平等、无官僚作风”。“如果我自己不能拥有斯科特费策公司，就只能退而求其次了。”他觉得比起公开上市，现在的情况更好。他曾碰到过众口难调的情况，大家各执己见，纷纷施压，董事会也对授权问题表现得过度谨慎。现在的情况则完全不同了，其中的典型案例就是他最近打算对世界图书出版公司进行结构重组，因为其在芝加哥商业中心的表现不太好。舒伊说，如果是在以前，董事会可能会抗拒重组的风险；而现在巴菲特挡在了自己的前面。舒伊笑着说，巴菲特还解决了很多不断卷土重来的老问题，比如，斯科特费策公司曾碰到一些很好的投资机遇，却遭遇了阻力。“现在，”舒伊说，“我只要把钱交给巴菲特就行了。”

费切海默兄弟公司的赫尔德曼家族在1981年听从了投资咨询师的建议，将80%的股份出售给了一家风险投资集团，然后用部分收入购买了伯克希尔哈撒韦公司的股票。1985年，风险投资集团准备撤出时，鲍勃·赫尔德曼回忆起了巴菲特在年报中的广告，就联系了巴菲特，商讨加入巴菲特大家族的方式。尽管此前与风险投资集团的关系还算融洽，但赫尔德曼家族还是对每年6次的纽约董事大会不太满意，他们认为那是一种巨大的浪费。鲍勃·赫尔德曼说：“巴菲特从不审查我们。不过也许他该多做些类似的工作。”巴菲特听到这番评价之后，大笑不止：“相信我，如果他们需要审查，早就被审查了，关键是他们根本不需要审查。”

事实上，巴菲特是个相当强硬的人。他经常会提到多年前发生在运营部门的一个故事。当时，该部门决定启用“节约人力”的新数据

处理设备，可会计部门的总编制反而从16.5上升到了22.5。当获悉这一数字时，巴菲特一改往日“放任式”的管理模式，表示了强烈的反对。他当然明白不论公司好坏，各部门都需要一定数量的员工，他只是难以容忍那种毫无必要的花销以及允许这种事情发生的管理者。他说：“无论什么时候，只要我从媒体报道中得知，某家公司正准备推行成本削减计划，我就会认为这家公司并不清楚成本的真实含义，这并不是一个可以进行百米冲刺的领域。没有人会一觉醒来后，才决定练习如何呼吸空气，真正优秀的管理者也不会一大早醒来，拍拍脑袋就说，‘今天我要削减开支。’。”

有的管理者也会批评巴菲特的做法，当然是以非常温和的方式，他们总觉得巴菲特对于数字太过理智和苛刻。没人相信他会充当天使，投资种子期的企业。这些企业尽管未来充满了各种可能性，但眼前却看不到任何起色。巴菲特和芒格时刻保持着最高程度的理性，他们不愿多花一分冤枉钱，比如，花钱装修一间豪华气派的办公室。巴菲特说；“我们没有这种本事。当然，也可以说，我们对自己的能力边界有很清晰的认识。”

尽管如此，在生意场上，他们从不畏首畏尾。巴菲特每年都会与时思糖果和《布法罗新闻报》的高管商谈一次定价问题，而且他总是表现得主动进取。他说，作为整个集团的首席执行官，他对定价的问题有自己独特的视角：“很多管理者只负责一家企业。他脑中的方程式告诉他，如果定价有点儿过低，这不是什么大问题；但是如果定价过高，他就会觉得自己可能在毁灭人生中唯一的东西。没有人知道涨价会带来什么。对于下属企业的管理者来说，这就像是一场俄罗斯轮盘赌局，而对于整个集团的首席执行官来说，由于其生活中还有很多重要的工作，就不会感觉是在孤注一掷。因此，我认为，最好由经验丰富且与具体业务有一定距离的人，来针对某种情况处理定价问题。”

巴菲特还不忘拓展自己定价的领域，他凭借丰富的经验为高风险保单制定保险费率，比如，产品责任保险。这是一种涉及七或八位数的保费、概率以及“浮动金”的游戏。这场游戏似乎是为巴菲特量身订制的，因为他最擅长在脑中计算数据，然后得出价格。他从来不用计算器，也没有电脑或是算盘。他说，他也从不认为在数学方面需要任何的辅助。尽管这一点很难被直接证实，但他确实是当今唯一一个还自己计算收入税的亿万富翁。

事实上，在奥马哈的办公室里，他只做自己喜欢的事情，过着一种不紧不慢，处事不惊，而且没什么固定日程的舒适生活。算上他本人，总部也只有11个人。即使这样，巴菲特仍觉得公司的人手有些多了。在巴菲特的领导下，总部一直保持着很高的办事效率。59岁的格拉迪丝·凯泽（Gladys Kaiser）已经为巴菲特工作了20年，深得其信赖，巴菲特希望与她能一直共事下去。“如果凯泽认为某个计划不可行，”巴菲特说，“我也不会贸然行事。”

在办公室工作时，巴菲特或阅读、或打电话，几乎一刻都不停歇。从12月到次年3月期间，他主要忙于新年报的撰写。年报让巴菲特声名远播，这也是他人生中极其看重的一项工作，他也从中收获了很强的满足感。从巴菲特的身上，你看不到一丁点儿的忧郁，“我跟他说话时，”时思糖果的哈金斯说，“他总表现得精神饱满，态度非常积极向上。”然而，通常来说，他在办公室里更倾向于独处。与通过电话跟朋友或者管理者交流时的谈笑风生和和蔼可亲相比，巴菲特可能更喜欢静悄悄地一个人待着。芒格认为管理者与巴菲特同处在同一屋檐下，不是什么好事。“他太聪明，反应太快了。要想跟上他的节奏，和他一起工作的人总会感觉到一种无时无刻、无处不在的精神压力。想在总部生存，你得有过硬的心理素质。”戈德堡曾接受过这种考验，他直言不讳地说，实在不容易。“我曾有机会目睹过一个人是

如何创造惊天业绩的。这一点有时会让人很沮丧，因为跟巴菲特共事过之后，你对自己的能力就没有太大把握了。”

当巴菲特购进股票时，他常常会中断其他打电话的人，用三条专线与经纪公司直接沟通。不过，在最新的年报中，他总是说股市最近很难有什么作为。“在10月份的调整期，”他写道，“不少股票的价格跌到了极具吸引力的程度，但是我们还没买多少，市场就开始大幅反弹了，这一点股票对提升业绩几乎没什么意义。”年末，除了“永恒”持有的公司，以及阿吉斯公司（Allegis）市值7800万美元的股票之外，在伯克希尔哈撒韦公司持有的股票中没有一只的仓位超过了5000万美元。阿吉斯公司当时正计划重组，巴菲特因此打算利用这个机会短线套利。

经常与巴菲特保持通话和见面的朋友中包括不少首席执行官，比如华盛顿邮报集团的凯瑟琳·格雷厄姆（Katharine Graham）和首府/美国广播公司的墨菲。格雷厄姆在很多年中一直仰仗巴菲特的咨询建议。正如她自己所说：“我现在正在巴菲特商学院攻读学位。”尽管巴菲特认为墨菲是美国最好的首席执行官，但墨菲还是会找他商讨对策。“我会跟他讨论生意中所有的重要问题，”墨菲说，“他从不懈怠，总是不遗余力地支持我。他脑袋里的信息难以穷尽，又能被他出色地筛选出来。你知道，我们算得上比较优秀的管理者了，但是他旗下的报纸却把我们远远地甩在了身后。”

巴菲特说，他在商界打拼所积累的经验对自己的投资能力很有帮助，反之亦然。**他说：“投资可以帮你开阔眼界，接触到很多与你没有直接关系的新事物。作为投资者，你必须去搞清楚事物背后的原因，例如，为什么零售企业只会越来越少。如果你想成为一名真正优秀的投资者，就必须扭回头，从过去50年的投资经验中汲取养**

分，还要学习资本配置的知识。与其把水都装在一个桶里，你应该学会多找几只桶。”

“另一方面，”他继续说，“能请你向一条鱼解释一下在陆地上生活的感觉吗？可能你用1000年的时间都很难讲清楚陆地上一天的生活。而经营一天企业的感受，也具有同样的价值。这会让你有种用自己的脚走路的感觉。”最终结论就是：“脚踏两只船”的感觉真是好极了！

TAP
DANCING TO WORK

巴菲特和所罗门兄弟公司

如果要将所罗门兄弟公司的故事拍部电影，那么巴菲特这个角色是无论如何也绕不开的。他们确实应该考虑拍一部，而且电影可以叫《大而不倒》（*Too Big to Fail*）。尽管在2011年上映过一部同名电影，但两者的结局却天差地别。

巴菲特在1997年伯克希尔哈撒韦公司年报中评论了所罗门兄弟公司被旅行者集团（Travelers Group）收购（不久后，旅行者集团与花旗集团合并）一事，最后他还不忘加上一小段他特有的幽默调侃：“回顾过去，我认为自己这段与所罗门兄弟公司有关的经历，既妙趣横生又让我受益良多。尽管在1991—1992年的这段时间内，我对某位戏剧评论家的话深有感触。他说，‘如果能换一个位置，说不定我就会喜欢这部剧了，我那该死的位置正好正对着舞台。’”

为了避免您在阅读本文和接下来的两篇关于所罗门兄弟公司的文章时忽视日期，我要提醒一下，两篇文章是时隔9年先后发表的。第一篇就是你即将读到的《巴菲特内幕》一文的补充报道《所罗门的智慧》（*The Wisdom of Salomon*）。这篇短小的文章描述了所罗门事件的开端部分：1987年，伯克希尔哈撒韦公司出人意料地向该公司投资7亿美元。

多年之前，特别是巴菲特在上文提到的1991—1992年，有两件突发事件震惊了商业界。第一，所罗门兄弟公司因违规竞标美国国债而

遭到重罚，整个公司命悬一线；第二，巴菲特居然出手，他从天而降，拯救了危在旦夕的所罗门兄弟公司。这些事件被记录在《巴菲特在所罗门力挽狂澜》（*Warren Buffett's Wild Ride at Salomon*）一文中，但是那篇文章，不知出于何种原因，直至多年之后才与读者见面，当时已事过境迁了。故事的开篇，就解释了为什么发表会延宕了如此之久。

今天，当我们再次读到这个在1997年才揭秘的故事时，会惊叹于所罗门兄弟公司在1991年有多么命悬一线、几近破产，至少在巴菲特看来是这样的，这让人不禁联想到多年之后轰然倒塌的雷曼兄弟公司。在这一系列关于所罗门兄弟公司的文章中，情绪激动的巴菲特曾警告华盛顿，如果公司倒闭，混乱局面将会接踵而至。原文是这样的："他预言，所罗门兄弟公司的破产将是灾难性的，其'多米诺骨牌效应'会波及全球。对依赖即时支付的金融系统来说，这将是一场浩劫。"

我们永远也不会知道，如果所罗门兄弟公司倒闭将会带来怎样的危害，因为巴菲特的恳求拯救了它，然而，这番描述几乎成了预言。它提前告诉了人们，2008年雷曼兄弟公司倒闭后，金融系统将会出现的灾难。

——卡萝尔·卢米斯

20

所罗门的智慧

1988 年 4 月 11 日

卡萝尔·卢米斯

“对于投资银行未来的走向或者获利能力，我们没有什么特别的见解，”沃伦·巴菲特在1987年伯克希尔哈撒韦公司年报发布之前这样说道，“但我们对所罗门兄弟公司的首席执行官约翰·古弗兰的能力和刚正不阿充满敬佩。”这番言论粉碎了此前几个月盘旋在华尔街上空阴魂不散的谣言，人们传言巴菲特有意让古弗兰下台，让威廉·西蒙（William Simon）接替他的位置。

巴菲特一直秉持的一个原则是：对自己投资的公司，他决不会对管理层指手画脚或有敌意行为。因此，上面提到的谣言还处于可控的范围内。然而，去年，巴菲特对所罗门兄弟公司的大动作让这则谣言有了死灰复燃的可能性。1987年10月1日，伯克希尔哈撒韦公司花7亿美元购买了所罗门兄弟公司的可赎回可转换优先股，这是伯克希尔哈撒韦公司有史以来最大的一次投资。这些优先股的股息为9%，可以在3年以后以38美元的价格转换为所罗门兄弟公司普通股。如果巴菲特没有行使转换权，那么这些优先股将在2000年之后被所罗门兄弟公司赎

回。然而，症结就在这38美元的行权价上。巴菲特投资时，所罗门兄弟公司的股价大约在33美元，而到了10月19日之后，股价狂降至16美元左右，最后则稳定在23美元左右。

股价的狂跌改变了华尔街对巴菲特的看法。人们本以为他买到了一只“梦寐以求”的证券，内在价值肯定要高于他支付的价格。有传言说，所罗门兄弟公司因为害怕“秃鹫”罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）会趁火打劫，所以被迫同意了巴菲特自己的流氓条款。鉴于所罗门兄弟公司当时充斥着背叛和混乱，很多人认为巴菲特买到了烫手的山芋，而且他在投资圈的公信力也处于岌岌可危的境地。

巴菲特在年报中提到，投资银行的经济状况远不如他经营的其他业务那般稳健、可预见。他说，这正是他购买可转换优先股的一个原因。**不过，他对前景依然保持着很冷静的态度：“我们有理由相信，一家能提供高效融资和做市服务的第一梯队企业，其净资产收益率肯定会回升至行业平均水平。如果真是这样，那么，我们手里的可转换优先股的价值最终会得到证明。”**他顺便提到，他有意购买更多的所罗门兄弟公司可转换优先股。他说这话时的语气依旧那么沉静、稳健。

在所罗门兄弟公司的这笔投资中最有意思的是，巴菲特和很多华尔街人士建立起了同袍之谊。巴菲特对华尔街人士的贪婪早有领教。在1982年年报中，他曾嘲笑投资银行家们过分自私，只为了最大化自身的利益而向投资者提供建议。他告诫人们说：“这些投资银行家就如同理发师，所以，永远不要问理发师你是否应该修剪头发了。”不过，在今年的年报中，巴菲特似乎发现古弗兰有些与众不同。在与古弗兰交往的过程中，巴菲特说，他见过古弗兰建议顾客不要急于做出任何决定，哪怕这会让所罗门兄弟公司错失大笔生意。

我们注意到，巴菲特在描述所罗门兄弟公司的业务时，从不使用华尔街的那些时髦词儿，比如“商业银行业务”等。巴菲特认为，杠杆收购的盛行，很大程度是由过桥货款业务引发的，不过，这种业务对投资银行太危险了。在企业清算时，过桥货款的偿还顺序非常靠后，几乎等同于股票投资了。他和查理·芒格作为所罗门兄弟公司的董事，都主张公司应该避免发展过桥贷款业务。不过，巴菲特也补充说：“如果古弗兰最终认为公司需要过桥贷款业务，那么，我们也会坚定地支持他。我们的初衷并非深入公司的运营并进行大刀阔斧的改革，这就像结婚后强迫另一半改变一样，肯定不会有好结果的。”

21

巴菲特在所罗门力挽狂澜

1997 年 10 月 27 日

卡萝尔·卢米斯

究竟是什么样的罪行和错误将所罗门兄弟公司推向了悬崖的边缘？巴菲特一生中“最重要的一天”到底发生了什么事情？这正是这个令人痛心而又离奇的故事所要讲述的内容。

64岁的桑迪·威尔（Sanford I.Weill）是旅行者集团的首席执行官，他发起了自己人生中最大规模的一次投资，即以90亿美元的价格收购了在华尔街叱咤一时的所罗门兄弟公司。与此同时，67岁的沃伦·巴菲特也借此机会撤出了所罗门兄弟公司。巴菲特与所罗门兄弟公司的缘分始于10年前的秋季。当时，伯克希尔哈撒韦公司成为所罗门兄弟公司最大的股东，而他自己也加入了后者的董事会。1991—1992年，所罗门兄弟公司的非法交易使自己处在了漩涡的中心，巴菲特也被深深地卷入其中。为了力挽狂澜，巴菲特不得不亲自在所罗门兄弟公司驻扎了9个月。这段时间对巴菲特言，无论精神上还是身体上的消耗都是空前的。一开始，巴菲特只是扮演着旁观者的角色，但随后发生的事，却使他不得在“钢丝上骑起了独轮车。”

虽然此前已经发表了不少关于巴菲特和所罗门兄弟公司的文章，但在本文中你还是会读到很多新的内容。笔者是巴菲特30多年的老朋友，也是伯克希尔哈撒韦公司的老股东（但没购买过所罗门兄弟公司

的股票）。作为巴菲特的好友，我每年都为著名的巴菲特致股东的信当编辑，我们长久以来一直在讨论合著一本书关于巴菲特商业生涯的书。这层关系，使我能近距离地观察巴菲特是如何思考的。

通过《财富》杂志，特别是1988年4月11日我写的《巴菲特内幕》一文，以及紧随其后的《所罗门的智慧》一文，我将自己领悟到的巴菲特思想的精髓几乎都公布出来了。不过，关于巴菲特在所罗门兄弟公司中的经历，很多都属于机密，他不希望我向外界透露，因为当时所罗门兄弟公司一方面正想方设法保持稳定，另一方还必须处理巨大的法律方面的问题。尽管后来危机解除了，巴菲特的顾虑也烟消云散了，但大众对于这段内幕故事的兴趣也逐渐冷淡了下来，这篇文章也就没有必要发表了。如今，由于旅行者集团的收购，所罗门兄弟公司又重新成了舆论的焦点，这也给这篇文章提供了一个非常好的发表理由。除了这个原因之外，还需要加上一条：1991年戏剧性一幕其实给每个人发出了一个警示，在日渐复杂的金融系统中其实一直潜藏着巨大的风险。

在这个故事开头，我们必须提前明白一件事：身陷“所罗门风暴”的10个月，对于巴菲特的生活节奏造成了剧烈的冲击。**作为首席执行官的巴菲特，通常每一年顶多做出一项重大的投资决策，但是在所罗门兄弟公司，他可能每天要决定25件关系到公司生死的大事。**1991年8月18号是整个“所罗门风暴”的转折点，也被巴菲特认为是自己人生中最重要的一天。在这一天里，美国财政部下达禁令，剥夺了所罗门兄弟公司竞标美国国债的资格，这几乎要将所罗门兄弟公司推入死地。随后，通过巴菲特的不懈努力，该禁令最终被取消了。在两次国债拍卖中间悬而未决的四个小时中，巴菲特充满激情地奋斗着，终于将整个金融系统从他预感到的大灾难中拯救了出来。在巴菲特看来，该禁令肯定会导致所罗门兄弟公司（如今它卖了90亿美元）立刻申请破产。更为重要的是，他相信，所罗门兄弟公司的破产

将从根本上动摇当时的整个金融系统。即便到了现在，他还是对此坚信不疑。

1987年9月27日是一个周日，巴菲特和时任所罗门兄弟公司董事长和首席执行官的约翰·古弗兰达成协议，伯克希尔哈撒韦公司将购买价值7亿美元的所罗门兄弟公司的可转换优先股，占到后者总股份的8%。就商业性质而言，那个周日和1997年8月的周日有着天壤之别。约翰·古弗兰在签署该协议之后，终于可以从容地应对“大鳄”佩雷尔曼的恶意收购了。当时，南非投资者持有大笔所罗门兄弟公司的股票，他们正打算出售，而佩雷尔曼准备将这些股票都买下来。有了巴菲特的注资，所罗门兄弟公司自己就能够先于佩雷尔曼将这些股票买下，从而彻底挫败佩雷尔曼的企图。

约翰·古弗曼欢迎巴菲特的注资是可以理解的，因为巴菲特是“白衣骑士”。然而，巴菲特为何愿意入股所罗门兄弟公司却十足让人摸不着头脑。更让人难以理解的是他看起来信心满满，直接调动了7亿美元，在这之前，他没有在单一一家公司中，投入过如此巨额的资金。这么多年来，巴菲特对于投资银行一直极尽嘲弄之能事，说它们总是对于促成交易有着巨大的热情，因为这样能使它们获得巨额的佣金，而这对于它们的客户而言并不是好事。况且巴菲特一直都强调，他只愿意和自己喜欢的人一起工作。可是，涉足所罗门兄弟公司，就等于要将伯克希尔哈撒韦公司辛辛苦苦积攒下来的巨额资金，拱手送给一群“叼着雪茄、奢侈、爱走捷径”的人。随着《说谎者的扑克牌》这本书的流行，这些人不久之后就变得非常臭名昭著了。

市场观察人士普遍认为，有三个原因促使巴菲特走了这步棋。不过，以随后发生的事情来看，这三个原因都极为勉强。

第一个原因是，由于巴菲特这些年来一直找不到自己认为价格比较合适的股票，所以不得不转换思路，投资固定收益证券。

第二原因是，这笔交易是由约翰·古弗兰发起的，在巴菲特眼里，他是一位极有原则性、不贪婪的管理者，曾与政府雇员保险公司有过真诚友好的合作，而巴菲特是该保险公司的控股股东（现在更是由伯克希尔哈撒韦公司全资拥有）。巴菲特很喜欢古弗兰的为人，至今仍旧如此。

第三个原因很简单，巴菲特认为这笔交易的条款很划算。事实上，可转换优先股就像是在稳定回报上又捆绑了“彩票”。在这笔交易中，巴菲特每年可获得固定的9%的股息，三年以后他还可以按38美元的价格将优先股转换为所罗门兄弟公司普通股，而当时该股的市价已经达到30美元了。如果巴菲特不行使转换权，这些优先股则将在2000年之后被所罗门兄弟公司赎回。对于巴菲特来说这是相当好的方案。“你所希望的‘三倍收益’是‘不可能的’，”他在1987年对我说，“但这不能否定其价值。”

对于所罗门兄弟公司那些头脑聪明、精于计算的人士来说，这笔交易是全年中最“赔本”的交易了。从第一天起，他们就认为，巴菲特利用古弗兰对佩雷尔曼的惧怕，才锁定了“梦寐以求”的证券。这种债券具有非常高的股息，或者是非常低的转换价格，又或者是这两种优点兼顾。他们把这种看法透露给了媒体。在过去的这些年里，这种看法并未在所罗门兄弟公司绝迹，而且公司高管（当然绝不是古弗兰）曾不止一次地造访巴菲特，探讨收回优先股的办法。

我们可以这么说，如果巴菲特能预见到1991年8月使整个公司陷入巨大灾难、回报成为泡影的丑闻，他真可能会认真考虑那些高管的报价。这场灾难让所罗门兄弟公司和巴菲特本人遇到了天翻地覆的逆转。

在这儿补充一点当时的背景：在危机到来之前，一切似乎都预示着所罗门兄弟公司又将迎来一个大丰收的财年。唯一的问题可能就是

美国财政部关于5月份短期国债拍卖的调查，因为所罗门兄弟公司被怀疑策划了一次美国国债的“逼空”事件。除了这件麻烦事儿之外，所罗门兄弟公司的股价已爬升至每股37美元了，已经非常接近巴菲特38美元的行使转换权的价格。

谈到这场危机的发生，我们不妨从当时身在里诺（Reno）的巴菲特说起。里诺是伯克希尔哈撒韦子公司的两位高管选定和巴菲特共度小假期的地方。1997年8月8日是周四，当天下午，巴菲特抵达里诺，随即便接到了办公室的通知，当时正从伦敦飞回纽约的古弗兰希望当晚和他会谈。古弗兰办公室的秘书说，晚上他们的首席执行官会在为所罗门兄弟公司提供法律服务的沃切尔·利普顿·罗森·卡茨律师事务所，巴菲特同意纽约时间晚上10点半给他打电话。

思虑再三，巴菲特觉得应该不会是坏消息，因为古弗兰人不在纽约，不可能遇到什么棘手的事情。他猜想，古弗兰可能谈成了一笔出售所罗门兄弟公司的交易，需要董事会的认可。和朋友们去塔霍湖（Lake Tahoe）吃晚餐的时候，巴菲特还告诉大家，估计今晚会有“好消息”降临。有迹象显示，从4年前开始，巴菲特就有意退出，这笔收获颇丰的交易已经让他心满意足了。

按照约定的时间，巴菲特离开餐桌，使用付费电话拨通了古弗兰办公室的电话。稍微等了一会儿之后，他的电话被直接转接给了所罗门兄弟公司的董事长汤姆·施特劳斯（Tom Strauss）和公司内部律师唐纳德·福伊尔施泰因（Donald Feuerstein）。由于古弗兰的飞机延误，所以由他们两位向巴菲特简短地汇报了正愈演愈烈的“一个严重问题”。二人以相当冷静的语气告诉巴菲特，公司委托沃切尔·利普顿·罗森·卡茨律师事务所进行的调查发现，他们的两位美国国债交易员，包括最优秀的部门主管保罗·莫泽（Paul Mozer，巴菲特不知

道这个名字），在1990—1991年间，不止一次地破坏了美国财政部制定的国债投标规则。

施特劳斯和福伊尔施泰因告诉巴菲特，莫泽和他的同事已经被停职，公司即将通告监管方，并向媒体披露这件事。福伊尔施泰因接着给巴菲特读了一遍新闻稿草稿，还提及他当天早些时候与查理·芒格详细讨论了很多重要细节。

新闻稿只透露了一点点关于莫泽的违法行为。然而，接下来的几天内，有一份更详细的记录被曝光了，它详尽地讲述了莫泽与他所鄙夷的财政部投标规则相对抗的过程。为了防止像所罗门兄弟公司这样的巨头垄断国债市场，美国财政部1990年发布的新法规限定，每一家公司在任何一次竞标中，其竞购数额不得超过该批国债总额的35%。1990年12月和1991年2月，莫泽只通过几个简单步骤就僭越了美国财政部的法规：首先，他以所罗门兄弟公司的名义依法竞标35%的国债；然后在未被授权的情况下，私自用自己客户的名义再投标；最后，将以客户名义获得的国债再转到自己名下，而整个过程对客户只字未提。通过这一系列操作，所罗门兄弟公司最终获得了超过35%的拍卖国债，这样一来更有利于打压其他竞争对手。

在那个星期四的晚上，由于旁边还有很多人用公用电话聊天，巴菲特几乎没怎么听清楚细节，也没从施特劳斯和福伊尔施泰因平淡无奇的语气中洞察到什么特别值得引起关注的信息。因此他放下电话，径直走回了餐桌。

直到周六，当他联系上正在明尼苏达州北部岛屿度假的芒格时，巴菲特才意识到问题的严重性。芒格是一位训练有素的律师，两天前他打断了福伊尔施泰因的描述，希望对方清楚地说明，律师所草拟的“提要”中，“部分问题在4月底已经被察觉了”这一句的具体含义。按照语法来说，这句话使用了被动语态，那么被谁发现的呢？

芒格通过深入的调查发现，4月底时，莫泽相信自己的行为即将暴露，于是将2月份在国债竞标中的违规行为告诉了他的上司约翰·梅里威瑟（John Meriwether），梅里威瑟认为莫泽的劣迹“将终结其职业生涯”，并立即报告给了施特劳斯。几天后，他又和施特劳斯、古弗兰以及福伊尔施泰因一起商讨接下来的对策。

福伊尔施泰因提醒其他几位，莫泽的行为很可能是一种“犯罪”，必须将实情告知纽约联邦储备银行（New York Federal Reserve）。然而，没有一个人真正履行了“告知”的责任。4月份过去了，5、6、7月份过去了，这种懈怠和拖延，按照巴菲特后来的说法，“简直莫名其妙，不可原谅”，并让危机发展到了无法收拾的地步。

周六和巴菲特谈过之后，芒格认为管理层这种不可饶恕的错误就像婴儿“吸拇指”一样幼稚。尽管在巴菲特与施特劳斯和福伊尔施泰因谈话时，也一直听到他们不断重复着“吸拇指的幼稚行为”，但他并没听出这两个人在这场危机中尽到了任何高管应尽的责任。稍后，监管方也发出同样的声音，声称他们接到了一些关于公司高层玩忽职守的消息，但是这些消息的用词太含糊从而掩盖了问题的核心。

即便如此，他们知道得内情还是比公众要多。在8月9日的新闻发布会上，丝毫没有提及高管们知道什么，又是何时知道的，公众仍然被蒙在鼓里。在与福伊尔施泰因的电话交谈中，芒格尖锐地指出这种有意地忽略。不过，福伊尔施泰因辩解说，管理层和律师团一直认为公开太多信息会危及公司的“以长债换短债的能力”，公司必须发行长债以偿还每日到期的数十亿美元的短期债务。因此，所罗门兄弟公司的计划是告知董事和监管方，公司管理层早就知情莫泽的胡作非为，但要避开公众的视野。芒格不喜欢这样的举措，他认为这样做既不坦率也不够理智。不过，因为自己并非“以长债换短债”方面的专家，所以他选择了息事宁人。

然而，当周六和巴菲特讨论问题时，芒格发现所罗门兄弟公司的新闻在《纽约时报》头版占据了大幅版面，所以，他们下定决心立刻将整件事的全部事实公之于众。周一，芒格将他和巴菲特的强硬立场传达给了古弗兰的好友和谋士马丁·利普顿，并在周三下午的董事会电话会议中详细地讨论这件事。与此同时，巴菲特正与古弗兰谈话，后者同意了这个建议，因为他认为其影响无非就是“让所罗门兄弟公司的股价下降几个点”。

在周三的董事会议上，董事们听取了第二份新闻稿，其中用三页的篇幅陈述了整件事的细节，并坦承公司高层早在4月份就知晓了莫泽2月份的违法行为。然而，稿件中接下来的一句话让参与电话会议的董事们陷入一片哗然：由于“其他业务方面的压力”，所以管理层没能告知监管方。巴菲特在奥马哈听到这番言论时，直言这借口漏洞百出，简直“荒唐至极”。新闻稿的措辞随后增加了这样的说法，“因为缺乏足够的重视，所以决策没能被及时地贯彻”。又一个“被动语态”的表述，虽然听起来没那么荒唐了，但仍然坚定地拒绝承认一切指责。

显然，在周三董事会议中真正有杀伤力的不是某些措辞，而是明目张胆的蒙蔽事实：古弗兰没有告诉董事会，他在前一天收到了一封来自纽约联邦储备银行的信，信上透露出很多不祥的预兆。信是由该银行副行长签署的，但是，所有读过这封信的人都知道，其幕后的指使者肯定是行长杰拉德·科里根（Gerald Corrigan）。这位身高1米9的行长很有些爱尔兰式的脾气秉性。科里根得知在他的眼皮底下出现这种事情时，非常愤怒。信上说，所罗门兄弟公司在投标过程中的“不规范行为”让人们开始质疑其与纽约联邦储备银行的“持续性业务关系”，所罗门兄弟公司在获悉莫泽事件后没能适时公开，这一管理上的失败可能会牵连纽约联邦储备银行陷入“难以摆脱的麻烦”。

信上要求所罗门兄弟公司就已知情况，在10天之内递交一份涵盖所有“不规范、违法以及渎职”细节的综合报告。

巴菲特后来得知，科里根希望这封信能第一时间抵达所罗门兄弟公司的董事会手中，他相信董事会在认识到事情的严重性之后会立刻考虑更换公司管理层。然而，董事会没有任何反应，这让科里根感觉自己被蔑视了。不过，事实上，董事会一直被蒙在鼓里。周末，巴菲特与科里根交谈时，他还以为纽约联邦储备银行只是发了一封询问详细信息的请求。直至一个多月之后，巴菲特在美国国会的听证会上听到科里根提及这封信，才明确地得知了信的内容。

在巴菲特看来，纽约联邦储备银行因为信件被忽视而勃然大怒，直接导致监管方几天后直接进驻所罗门兄弟公司。巴菲特说，在过去的几个月里，古弗兰、施特劳斯和福伊尔施泰因假装一切正常，从而向董事会隐瞒了许多重大事件。然而，与这些隐瞒相比，没把纽约联邦储备银行的信件转呈给董事会简直是引爆了“原子弹”。“或许，用接地气的说法，”巴菲特说，“纽约联邦储备银行认为，董事会与管理层穿一条裤子，一起朝他们吐口水。”

当整件事败露之后，所罗门兄弟公司的股价表现如何呢？唯一的答案是：急转直下，在不到一周的时间内，从每股36美元降到了不足27美元。然而，股市的表现只是表象，更深层次的问题已经让公司摇摇欲坠。到8月15日时，由于信任危机，公司的整个财务结构已经开始出现巨大裂缝。如果一个公司过于依赖“信用”，那么它将无力承受负面评价的打击，而所罗门兄弟公司对“信用”的依赖已到了无以复加的地步。巴菲特说，信用对于所罗门兄弟公司的意义，就如同空气之于人类：当必需的东西随处可见时，人们从不会注意到它；只有当失去了它，所有人才会真正理解它的重要性。

不幸的是，在公司已经成长为巨擘之后，信用却突然坍塌了。1991年8月，所罗门兄弟公司的总资产已经达到惊人的1500亿美元（当然还未包括资产负债表之外的项目），荣膺美国最大的五大金融机构之一。而在资产负债表右边，支撑这艘“航母”的是什么呢？仅仅40亿美元的净资产以及160亿美元的中期票据、银行债务和商业票据。就是这总额约为200亿美元的基础资本，支撑起了1300亿美元的债务，其中大部分是1天到6个月到期的短期债务。

最严峻的事实莫过于，短期贷款机构随时都有可能弃逃。一旦它们察觉到自己的本金存在风险，它们就不会再有任何兴趣去赚取几个百分点的收益，只想尽早抽身。因此，在它们面前大谈特谈高收益只能起到反作用，只会让它们更加怀疑潜在危险的存在。此外，和其他商业银行不同的是：商业银行可以求救于联邦存款保险公司或者求助于“大而不倒”的惯例，而投资银行却没有过硬的靠山去阻止贷款机构的弃逃。

因此，8月15日，所罗门兄弟公司突然发现自己的债权人在大逃亡。投资者一窝蜂地下达了指令，期望卖掉这家超一流的交易商和做市商的债务证券，其中最突出的就是距离清偿遥遥无期的中期票据。所罗门兄弟公司一直都是这类票据的做市商，但由于人们一旦买入，就不会出售，所以这项业务基本无人问津。然而如今，卖家如潮水般涌入。所罗门兄弟公司的交易员只能降低报价，试图遏制这次风潮，这也是所罗门兄弟公司的唯一选择。事实上，所罗门兄弟公司每回购一笔这种票据，就意味着支撑自身财务结构的基础资产消融了一块。最终，在交易者购回了约7亿美元的票据之后，所罗门兄弟公司做了一件令人难以置信的事：停止交易自己公司的证券。华尔街其他交易商也同时叫停。如果所罗门兄弟公司自己都不愿交易自己发行的证券，当然没有任何一个人会信任他们。

当天晚上，各大报纸争相报道了所罗门兄弟公司白天所经历的超乎寻常的事件，当交易柜台的窗口猛然关闭的那一刻，就再也没有秘密可言了。古弗兰和施特劳斯通过电话和科里根进行了交谈。因为麻烦接踵而至，所以，在交谈的过程中，古弗兰和施特劳斯都表达了离职的意愿。

8月16日早上6：45，身处奥马哈的巴菲特被一阵急促的电话铃声吵醒。电话那头是古弗兰、施特劳斯和利普顿。古弗兰说，他和施特劳斯递交了辞呈，现在的问题是由谁来接手这个“烂摊子”。接着，古弗兰提议由巴菲特接管这项工作。巴菲特认为自己义不容辞。尽管如此，他还是没有在家就草草做出决定，而是先去到离家5分钟路程的办公室给《纽约客》打个电话，然后再决定。刚到办公室，他就看到了刚刚收到的一封传真，是当天《纽约时报》的头版新闻，上面赫然写着：华尔街目睹所罗门兄弟公司遭受严重威胁；高层引咎辞职，客户纷纷因恐惧而倒戈。奥马哈时间早上7：45，巴菲特召集了所罗门兄弟公司的高管团队，宣布他将临危受命，直至公司摆脱困境，步入正轨。

于是，这成了当天最轰动的新闻，媒体报道称巴菲特担当此职的主要目的是保护伯克希尔哈撒韦公司7亿美元的投资。这种观点实在太肤浅了。保护自身的投资安全是理所当然的，然而，除此之外，他还是这家深陷泥淖公司的董事。虽然鲜有董事如此行事，但他却认为对公司所有股东都负有责任。由于他还有另一个光辉的头衔，伯克希尔哈撒韦公司的首席执行官，所以他现在需要一只手掌控自己公司的运行，另一只手为所罗门兄弟公司的麻烦寻找出路。在所罗门兄弟公司，巴菲特的年薪只有1美元，根本无须费心起草什么雇用合同。好吧，他知道这是在改变自己的人生，而且不是往好的方向。“但是总得有人来承担这个责任，”他随后说，而且自此一直这样回应外界，“按道理来说，我就是那个人。”

8月16日早上，巴菲特决定立即飞往纽约。此前，所罗门兄弟公司的人员曾请他待在奥马哈的办公室，等待科里根的电话，但迟迟没有等到。当巴菲特正等待科里根的电话时，股市开盘了，然而所罗门兄弟公司的股票却处于停盘状态。此时，科里根的电话来了。两人通话的时间很短，寥寥数语就说完了，科里根在电话中透露，在巴菲特介入这件事之后，纽约联邦储备银行要求的“10天”期限将会延长。由于还没读过纽约联邦储备银行的来信，巴菲特还不清楚科里根说了什么，但是从当前的情况来看，纽约联邦储备银行肯定要求披露更多信息。两人谈话结束之后，巴菲特就匆匆飞往纽约，于下午4点抵达。此时，所罗门兄弟公司已经放出消息，巴菲特将担任临时董事长，纽约证券交易所已经开始交易所罗门兄弟公司的股票。尽管只有短暂的“曝光”，股票交易量还是相当大的，而且股价上涨了1美元，以接近28美元的价格报收。

巴菲特的“行程”包括了晚上和科里根在纽约联邦储备银行的办公室的会面，古弗兰和施特劳斯也一同前往。3人心情沉重地步入办公室，科里根对巴菲特的到来没有表现出丝毫的热情，和平日里欢迎巴菲特的场景大为不同。科里根严肃地说，他从未见过能够顺利开展工作的代理董事长，并警告巴菲特，不要试图动用“华盛顿友人”的关系来说服他。他还给巴菲特提了一条可怕而又神秘的建议，要为“任何结果”做好准备。

然后，当科里根与古弗兰和施特劳斯进行隐秘谈话时，他请求巴菲特回避。这两位曾是科里根多年的好友。他们走出办公室之后，古弗兰告诉巴菲特，科里根情绪激动地表达了对自己亲手结束好友职业生涯的愧疚之情。古弗兰向巴菲特讲述这件事时，语气生硬，愤怒地拒绝对方的歉意，他说自己不打算给予科里根“宽恕”。现在，每当巴菲特回忆起这段不同寻常的岁月时，总是会想起乔治·华盛顿在签署英国间谍安德雷上校（Major Andre）的死刑执行令时流下的泪水。

巴菲特在周五剩下的时间和整个周六都用在了制定重要决策上。其中一个重要决策就是决定约翰·梅里威瑟的去留。梅里威瑟在得知莫泽的违法行为之后，第一时间通知了他的上司，但另一方面，却又自愿或不自愿地加入了保密阵营。利普顿亲身经历了这些天来的深度危机，他认为梅里威瑟应该被解雇。许多管理者也抱有同样的看法，他们正在试图抓住一切可以挽救公司的救命稻草。

尽管如此，巴菲特还是不确定解雇梅里威瑟是否有失公平，他一直在试图更深入地了解4月份之后究竟发生了什么。8月17日，他终于得知了一些信息，沃切尔·利普顿·罗森·卡茨律师事务所的两位律师花了一个多小时向巴菲特和所罗门兄弟公司的管理层讲述了他们自7月初开始的调查的结果。然而，当天晚些时候，梅里威瑟的问题还是悬而未决，但他自己觉得最好的选择是辞职。

在失去了两位重量级人物古弗兰和施特劳斯之后，巴菲特面临着一个更大的问题，应该任用所罗门兄弟公司管理层中的哪一位来担任证券部门的负责人呢？因此，8月17日，在沃切尔·利普顿·罗森·卡茨律师事务所的办公室，巴菲特与所罗门管理层的10位成员先后进行了谈话。他问了他们同样一个问题：你认为公司里由谁来接管大任是最合适的？大多数人给出的答案是43岁的德里克·莫恩（Deryck Maughan），他最近刚从所罗门兄弟公司的东京办事处回到美国，并被任命为投资银行业务联席主管。莫恩自己的回答却很微妙：“我想，如果你去问其他人希望由谁来接管大任，你会发现答案往往是我。”巴菲特知道古弗兰的选择也会是莫恩。因此当天他就选定了莫恩。不过，他并没有急于告诉莫恩本人和全世界，因为所罗门兄弟公司的董事会需要对这一决定进行表决，他们已经准备好在8月18日上午10点召开紧急会议，当天是周日。届时，董事们会将通过该任命，并正式选举巴菲特为临时董事长。

如果整个监管机构在周末睡着了，那么董事会议就会成为“里程碑式”的事件。然而，事与愿违，周六，监管机构按下了“导弹发射的终止按钮”。在8月18日上午10点之前，美国财政部给公司打来电话说，几分钟之后将宣布，终止所罗门兄弟公司竞标美国国债的资格，不管是它自己购买，还是帮客户购买，都不行。这给了位于曼哈顿市中心的所罗门兄弟公司总部当头一棒。

在得知这个消息的时候，巴菲特正和古弗兰、施特劳斯等公司高管在一个小房间内开会。在会议上，古弗兰和施特劳斯正要提出自己的辞呈。得知消息的三人立刻意识到，这是在将所罗门兄弟公司推向死路。显然，财政部的禁令不但会给公司带来巨大的经济损失，还会让整个世界都将该禁令解读成：美国财政部对所罗门兄弟公司判了死刑。非但如此，新闻一出，会让已经处于信用危机中的公司更加风雨飘摇，难以为继，这是压垮骆驼的最后一根稻草。

留给他们调整的时间已经不多了。公司已放出消息，巴菲特将要出席在下午2：30召开的新闻发布会，到时候必定会有一大群记者进行“狂轰滥炸”式的提问。更糟糕的是，洪水猛兽般的全球市场将彻底击垮摇摇欲坠的所罗门兄弟公司。日本股市将在美国时间的下午开盘，接着是伦敦，然后是纽约。坏消息如同瘟疫一般，将从一个市场蔓延到另一个市场，其核心内容就是：所罗门兄弟公司的信用已经丧失殆尽。对于一个万分依赖信用的公司来说，恐怕再没有什么比这更具有打击力的了。单就这一条坏消息，就能让整个公司毁于一旦。

就在这个小房间里，在听闻这个消息之后，巴菲特和他的同僚们聚集在一起商量对策。他们认为眼下有三种选择。第一，劝说美国财政部撤销或者至少修改禁令。第二，佯装坚强，斗志昂扬地去游说，期望全世界能够买他们的账，或者换个词儿，谎言，用谎言换取别人

的信任。第三，宣告破产，实施清算。死也要死得光荣，将损失降低到最低程度，尽量公平地偿还所罗门兄弟公司债权人的损失。

第二个策略还没成形就被大家否决了。另外两条则继续接受大家的讨论。这也就意味着公司需要请破产清算律师到场。于是，沃切尔·利普顿·罗森·卡茨律师事务所的律师团队被请到公司，研究如何执行一家庞大的国际化证券公司的破产程序。这些律师可能正在享受愉快的周日，可能正手捧爆米花观看棒球赛，却突然被拽来处理一堆棘手的事。这些律师从没有接触过如此大的破产案，他们一开始，还以为是打字员搞错了，多打了一个0，将150亿美元打成了1500亿美元。这些律师也从没听说过金融衍生品、回购或是交割失败等专业词汇。简而言之，如果事态真的演化到必须破产清算的程度，那么光文案工作就将是一场梦魇。

对于巴菲特个人来说，这就像一场梦魇一样困扰着他。按照职责要求，巴菲特没有理由卷入这场风暴，但他还是临危受命。他告诉自己：他是来拯救所罗门兄弟公司的，而不是帮助它完成破产清算的烦冗程序的，能做这项工作的人大有人在。

因此，8月19日一大早，巴菲特就决定，如果走上破产程序，他会拒绝当公司的掌舵人。尽管他知道自己的退出会被视为对漏水的巨轮的彻底放弃，甚至更糟的是，会被指责为致使巨轮最终沉入大海的重要原因。不过，无论如何，他都不能以自己的名誉为儿戏，让别人以为，自己依靠董事长的身份，在破产清算中偏袒伯克希尔哈撒韦。巴菲特一直告诫自己的三个子女，人们穷尽一生去维护的名声，却只需要5分钟就能让它彻底粉碎。整个周日下来，他感到自己正在无限接近这5分钟。

不过，上述决定并没有影响他在第三个选择上所做的努力：试图劝说美国财政部改变它的禁令。巴菲特分配给自己的任务是，致电美

国财政部，并请求与美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）谈一谈。古弗兰和施特劳斯的任务则是去游说难以接触的科里根。梅里威瑟也伸出援手，他要去找美国证券交易监督委员会主席理查德·布里登（Richard Breeden）谈谈。然而，他的好意却没有什么收获。梅里威瑟找到布里登时，布里登说自己同意美国财政部的决定，并认为所罗门兄弟公司已经“烂到了骨头里”，他们别指望从他那里得到任何帮助。

在美国财政部方面，他们行动得更早。巴菲特在听说坏消息之后，差不多第一时间就致电他们，但美国财政部的电话一直处于占线状态。电话公司同意切换线路给他接通，但还是出现混乱、错误、延迟等各种状况，总之是一团乱麻。然而，当巴菲特终于千辛万苦地和美国财政部的发言人通上话时，财政部的禁令已经人尽皆知，成为街头巷尾讨论的热点了。

巴菲特随后联系上了时任美国财政部部长的尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady），后者当时正在纽约小镇萨拉托加（Saratoga Springs）观看赛马。巴菲特和布雷迪两人相熟多年，但从没料到会在这样一个周日的早上，在电话里为这个问题发生争辩。当巴菲特向他提及修改财政部的禁令时，布雷迪提高了声调，略显激动和愤怒。巴菲特则直抒己见，告诉布雷迪，所罗门兄弟公司不会配合美国财政部的禁令，而且公司已经请来了破产专家，正在准备破产程序的所需材料。巴菲特着重强调了所罗门兄弟公司结构的庞大及其遍及全世界的业务。他预言，所罗门兄弟公司的破产将是灾难性的，其“多米诺骨牌”效应会波及全球。对依赖即时支付的金融体系来说这将是一场浩劫。

“末日降临”的情节并不是特别容易理解。布雷迪对此表现得非常友好、动情，但他还是觉得关于破产和金融系统崩盘的言论有些危

言耸听。他很难相信巴菲特会拒绝承担这一重任，或者所罗门兄弟公司破产。布雷迪也非常清楚眼下的形势：禁令已经被宣布，如果再收回的话将引发巨大的反作用。

让巴菲特倍感欣慰的是，布雷迪并没有终止对话。相反，他还打了不少电话，给了巴菲特不少反馈。当天，巴菲特留意到了一个奇怪的小细节，所罗门兄弟公司的电话都被设置了静音，来电的时候，只有一个小绿灯会亮起来。巴菲特一直守候在电话机旁，满心期望布雷迪的来电让小绿灯亮起来。

每通电话，巴菲特都试图让布雷迪意识到局势的严重性，他们必须合力让这列疾驰向深渊的列车赶快停下来。一旦人人都意识到这是个不应发生的惨剧，那情势就可能会被逆转。在和布雷迪对话的某个节点上，巴菲特的苦恼和无助凝结成了一句话：“尼克，这是我人生中最重要的一天。”

布雷迪说：“别担心，沃伦，我们会平安度过的。”不过，这丝毫不意味着他改变了自己的看法。

下午，科里根的电话让局势发生了一些变化。正是科里根告诉巴菲特要为“任何结果”做好准备，而又是他的态度导致了美国财政部对所罗门兄弟公司的禁令。不过，这次科里根听得很认真，似乎真的是在思考所罗门破产以及巴菲特辞职的影响。科里根在电话里头跟布雷迪以及另一位监管者说：“有些事情我们之间最好先商量一下。”

巴菲特回到会议室，和其他几位董事一起等待新闻发布会的开始。在六层的大厅里，超过100位记者和摄影师聚集在那里，笔者也在其中，等候即将于2：30开始的新闻发布会。在会议室外面，前一天与巴菲特会过面的一些部门高管正左右踱步，他们是被刚上任的所罗门兄弟公司临时董事长召集起来的。

就在两点半，财政部部长的助理杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）给巴菲特打来电话，宣读了一份财政部的最新决议。这项新决议就像是给了所罗门兄弟公司“半个面包”，也可以说是“2/3个面包”。所罗门兄弟公司自己申购国债的禁令被解除了，不过，它被禁止为客户申购国债。“这样满意了吗？”鲍威尔问道。“我想，是的。”巴菲特回答说。于是，董事会立刻选举巴菲特为所罗门兄弟公司的临时董事长，莫恩为首席执行官。巴菲特找来了莫恩，对他说：“你也被套牢了。”然后两人共同步入新闻发布会现场，此时是2：45。

开场白相当突然：“我是沃伦·巴菲特，今天下午被选举为所罗门兄弟公司的临时董事长。”几分钟之后，他拿出刚刚收到的美国财政部通知，大声宣读起来。读罢，听众席的后排响起了几声不太响亮的欢呼，这条救命新闻点燃了公司员工的希望，他们匆匆奔走相告。接下来，巴菲特接受了记者长达两个小时的“狂轰滥炸”式的提问。“你要频繁穿梭于纽约和奥马哈之间，您能应付得了吗？”他立刻幽默地回应道：“我妈妈把我的名字缝在了我的内衣上，所以我不会迷路的。”

到8月20日时，关于所罗门兄弟公司的报纸头条并没有刊出“死刑”这样的字眼，而且它们的口风还有了些逆转的迹象。公司的股票如期开盘，交易也正常进行，收盘时下跌了大约1.5%。

如今巴菲特再说起与美国财政部的那段往事时认为，尽管它的政策的反复让人像坐着过山车，但它还是非常及时的。财政部的表态相当于给所罗门兄弟公司注了一剂强心针。局势的反转从当天下午的2：30开始，全能的监管机构、美国财政部向市场释放了信号，它认为所罗门兄弟公司没有太大的问题。要不是有这样的信任背书，那么周一的债务市场就被迫自行判断所罗门兄弟公司的商业信用问题，如此一来，它就必须依靠上天的启示来得出结论了。

正如世人所见，所罗门兄弟公司从那个周末复活了，并以超强的耐力步履蹒跚地挺过了接下来艰难的几个月。在此期间，它的临时董事长通过大幅缩减资产负债表来减少杠杆，与银行交涉所罗门兄弟公司急需的贷款。当然，在一切工作中，重中之重还是要设法使所罗门兄弟公司避免因莫泽的违法行为（莫泽承认了他对纽约联邦储备银行的欺诈行为之后，被判入狱近4个月）而遭受起诉。最后，公司向监管及司法机构支付了2.9亿美元，终于彻底了结了这一纠纷。这个数字可是巴菲特尽一切努力与上述机构合作后的成果。

在平息这场风波的过程中，不得不提的一位重要人物是，常常为伯克希尔哈撒韦公司工作的加利福尼亚律师罗伯特·德纳姆（Robert Denham），巴菲特把他拉到所罗门兄弟公司担任全职工作。1992年5月，在所罗门兄弟公司面临的严峻局面得到缓解之后，巴菲特回到了奥马哈，德纳姆接替了他的位置，成为所罗门兄弟公司的新任董事长以及股东权益的新的监管者。在所罗门兄弟公司被旅行者集团以90亿美元的价格兼并之后，德纳姆的目光又瞄准了别处。

在这90亿美元之中，伯克希尔哈撒韦公司所占的比重有多少？大约17亿美元。不过伯克希尔哈撒韦公司收到的部分旅行者集团的股票，将会转给伯克希尔哈撒韦公司可转换债券持有者的名下。当然，你可能不想知道这其中复杂的细节，也不想深入分析巴菲特在所罗门兄弟公司股票上运用了什么技巧。不过，你需要记住这点：所罗门兄弟公司是以每股约为81美元的估价换成旅行者集团的股票的。稍微对比一下，1987年，伯克希尔哈撒韦公司以38美元的价格行使了转换权，随后又以稍高的价格加仓，两者平均成本为48美元每股。

简而言之，1987年巴菲特预言对所罗门兄弟公司的这笔投资不会成为“三垒安打”，事实也确实是这样的。另一方面，这笔投资也不

能算是“三振出局”。“我得说我们获得了一个意外安打，”巴菲特说，“不过是在前两棒落空后击出的。”

要总结所罗门兄弟公司的得与失实在非一朝一夕能办到的，在此，巴菲特用自己最喜欢的一句话“一言以蔽之”：皆大欢喜。

22

巴菲特语录

1994 年 1 月 10 日

沃伦·巴菲特，现年63岁，伯克希尔哈撒韦公司董事长，所罗门兄弟公司大股东。在所罗门兄弟公司的国债舞弊丑闻曝光之后，案犯保罗·莫泽被判处罚款和监禁。**巴菲特就此调侃道：“莫泽支付了3万美元的罚款，并被判处4个月的监禁。所罗门兄弟公司的股东，包括我在内，却支付了2.9亿美元的罚款，而且我本人还被判处担任临时董事长长达10个月之久！”**

23

内布拉斯加的特别待遇

1988 年 9 月 26 日

特伦斯·佩尔

沃伦·巴菲特，奥马哈著名投资人，常常因为能在普通的事情上做出了不普通的成就而自豪不已。不过，最近他却为了平常的结果而干了一件不普通的事，在致股东的信中，58岁的巴菲特宣布，打算将伯克希尔哈撒韦公司股票的交易从场外市场移至纽约证券交易所。

这件事的不同寻常之处在于，申请在交易所挂牌的公司至少需要拥有2000位股东，且每位股东至少持有100股股票，这是每个交易指令必须包含的最小单位。伯克希尔哈撒韦公司显然满足不了这些条件，因为这家公司的股价为每股4300美元，并没有多少人能拥有100股，而且伯克希尔哈撒韦公司对外发行的股票数相对较少，还不到纽约证券交易所上市公司平均发行数的3%。为了在某种程度上抑制投机行为，巴菲特一向拒绝分拆股票，他宁愿等待纽约证券交易所改变规则。最近，纽约证券交易所终于有所行动，它将允许伯克希尔哈撒韦公司以每10股为一手进行交易。只要美国证券交易监督委员会批准该方案，巴菲特就会立刻申请上市。

这一举动并不是为了刺激股价上扬。事实上，巴菲特在致股东的信中写道：“在相似的经济环境下，伯克希尔哈撒韦公司在纽约证券

交易所的交易价格，应该与场外交易市场上的股价差不多。这也是我们希望看到的。”他的目标并不那么令人兴奋。因为纽约证券交易所里做市商报出的买卖差价相对较小，如果在那里进行股票交易，其价格会便宜一些。

24

巴菲特温馨提示：是时候出手房地美了

1988 年 12 月 19 日

布雷特·弗罗姆森

这篇文章绝对可谓罕见至极，因为巴菲特在其中给出了买股票的具体提示。通常，巴菲特几乎不会告诉你买哪只股票。然而，这次他破例了。由于伯克希尔哈撒韦公司旗下有一家储蓄信贷公司，所以它有权提前购买房地美公司的股票，不过，它现在所持有的数量已经达到了规定的上限。

那么，这条提示究竟有没有用呢？简直太有用了！1988年12月19日，当读者在《财富》杂志上读到这篇文章时，他可按照分拆调整之后每股4美元的价格购买房地美公司的股票。如果投资者坚持持有10年以上，直至1998年12月，那么，他将以60美元的价格出售。作为巴菲特的追随者，投资者所要做的就是坚守，长时间地坚守。伯克希尔哈撒韦公司手中大约6000万股房地美公司的股票几乎都持有了10年以上。

20世纪90年代末，巴菲特准备出售自己持有的房地美公司的股票。2000年，房地美的股票在37美元至70美元之间宽幅波动，伯克希尔哈撒韦公司减仓了95%的房地美公司股票，入账了令人惊叹的大约30亿美元的资本利得。不过，大众并没有意识到这笔交易，因为根据证券交易监督委员会的相关规定，这笔交易可以秘密地进行，也就是说，公司可以不在F-13表格[3]中提及房地美公司的头寸问题，直至交易完成。交易刚完成，伯克希尔哈撒韦公司就修改了F-13表格，而且巴菲特在2000年年报中也公开提到减持了大部分房地美公司的股票。至于出售原因等细节问题，巴菲特并未阐述。

不过，这次减持的根本原因最终还是水落石出了，因为房地美公司一直在作假。2003年，房地美公司长期“谎报”利润的传言满天飞，最终使得它不得不进行利润重述。到了2007年，房地美公司的监管方，美国联邦住房供

给机构监察办公室（OFHEO）试图迫使房地美公司已经卸任的首席执行官利兰·布伦德塞尔（Leland Brendsel）放弃他大部分补偿金。美国联邦住房供给机构监察办公室还要求巴菲特作为证人，证明他之所以在2000年出售股票，就是因为对房地美公司的管理层丧失了信心。

巴菲特对自己的减持行为做了详细的说明。他曾与布伦德塞尔多次会面，发现他只是一味追求“两位数”的利润率，比如，15%。对于金融公司来说，这样的利润率并不正常。因此，巴菲特说，管理层想要这样出色的业绩，只能“开始对数字造假”。房地美公司还曾有过很不合常理的投资行为，巴菲特甚为不解，他甚至怀疑房地美公司还做着其他什么他不知道的“坏事儿”。“如果你在厨房发现了蟑螂，那就意味着绝对不止一只。”巴菲特说。美国联邦住房供给机构监察办公室赢得了官司，布伦德塞尔被处以1600万美元的罚款。

根据后见之明，巴菲特卖掉房地美公司股票的时机有些偏早了。作为房地产泡沫的大赢家，熬过了伯克希尔哈撒韦公司的抛售、利润造假丑闻、管理层变动之后，房地美在股市一路高奏凯歌，直至2007年10月。随后，它的股价一落千丈，成为2008年金融危机中跌得最惨的企业之一。近期，房地美公司已经成为一只“分股”，股价约为25美分。

——卡萝尔·卢米斯

当优秀的公司因为极特殊的问题而导致股价被低估时，绝佳的投资机会也就到来了。

这是伯克希尔哈撒韦公司董事长巴菲特的金玉良言，这位卓越的股票投资专家，被尊崇为投资界的先知。在他看来，联邦住房贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corp.），也就是我们常说的房地美公司，就是这样一块肥肉。和它的“堂兄”房利美公司（Fannie Mae）一样，即联邦国家房屋贷款协会（Federal National Mortgage Association），作为一家准国营性质的公司，其年净资产收益率达到了惊人的23%，而市盈率却低于8倍。“房地美绝对算三重好礼，”巴菲特说，“这家公司业绩如此超群，市

盈率极低，而且它还有广阔的成长空间。这只股票注定会成为受投资者追捧的明星股。”

伯克希尔哈撒韦公司的储蓄信贷子公司持有或者申购成功了约1.08亿美元的房地美公司股票，已达到了规定的上限。巴菲特的很多朋友和合伙人也都进行了投资，包括政府雇员保险公司的副董事长路易斯·辛普森（Louis Simpson）以及红杉基金的董事长威廉·鲁安。那么普通投资者是不是应该考虑紧跟巴菲特的脚步呢？答案只有一个字：是！

在房地美公司的帮助下，很多美国人想拥有属于自己住房的梦想变成了现实。1970年，获得美国国会颁发的许可证之后，房地美公司就开始从贷方手中购买个人住房按揭贷款，对这些贷款进行违约担保，然后将其包装成证券，出售给包括很多储蓄信贷协会在内的投资者。1970—1987年，传统的住房贷款市场以超过13%的复合年增长率稳健成长，没有一年低于过5.5%。这个成绩确实可用辉煌来形容，其根本原因还是竞争的缺乏。房利美公司是唯一的另一个主要参与者；两者的主要不同在于：房地美公司会将打包后的债券都转售出去，而房利美公司则会自己持有相当数量的债券。

房地美和房利美一共控制了90%的市场份额。巴菲特说：“这是仅次于垄断的美事儿。”房地美和房利美这两家寡头的未来看起来着实令人鼓舞。目前，只有大约33%的传统个人住房按揭贷款被转化成了证券，还有很大的空间有待挖掘。不仅如此，很快储蓄信贷协会购买抵押贷款证券的动机将变得更加强烈。到1990年时，如果储蓄银行和储蓄信贷协会持有太多的抵押贷款，它们就必须为此提取大量的损失准备金，如果它们的资产组合中有大量的住房抵押证券，就可以大幅降低准备金的占用。

两家公司相比，房地美公司似乎更胜一筹。在过去的几十年里，其年净资产收益率超过房利美公司的两倍。由于房地美公司的管理者只购买顶级的抵押贷款，所以公司的传统固定利息独栋抵押贷款断贷率很低，仅占2300亿美元贷款的0.4%。相比之下，规模相当的房利美公司有着较高的1.1%的断贷率。房地美公司首席执行官利兰·布伦德塞尔和其他管理者致力于减少自己暴露在利率上扬中的风险，因为利率上扬会提高资金成本，并压低次级市场

上住房抵押证券的价格。布伦德塞尔在资产负债表上只保留价值150亿美元的抵押贷款，而房利美公司的数额是1020亿美元。

房地美公司应付利率上扬风险的做法，可能是伯克希尔哈撒韦公司不久前放弃房利美公司、转而购买更多房地美公司股票的原因之一。伯克希尔哈撒韦公司的副董事长查理·芒格说：“我找不到比最大限度购买某只股票更能体现对其喜爱和赞赏的方式了。”按照法律规定，任何一家机构都不能拥有超过4%的房地美公司已发行的股票。

房地美公司的股票有一些对投资者非常有利的特质。首先，其股票更恰当的叫法应该是“参与优先股”。通常而言，优先股持股人得到的是固定股息，然而房地美公司每年会先拿出1000万美元分配股息，并许诺将公司利润的90%用于进一步分配。对于想要入手该股票的投资者来说，还有第二重利好：该股票将先在场外市场进行“发行前交易”，直到1988年1月3日，才会转到纽约证券交易所挂牌。此前，美国联邦住房贷款银行理事会（Federal Home Loan Bank Board）规定，只允许其会员机构拥有参与优先股，因为是它们向房地美公司提供了种子基金。不过，理事会最后还是决定放宽该限制，因为这将导致该股的流动性极低，从而使得其股价远低于在自由市场中应该的价格。这一改变为那些亟需资金的储存信贷协会筹措到了大约20亿美元的资本。

房地美股票的“发行前市场”将在10月份开始。大多数的机构投资者还没有意识到其独特的“魅力”，或由于法规限制不能参与预发行的股票，比如共同基金和保险公司就很少持有该类股票。机构投资者一直以来似乎主导了整个证券市场，但对于房地美公司而言，天平倒向了个人投资者。此外还有额外的奖励。由于交易之后不能立刻收到预发行的股票，所以你可以先支付30%，剩下的部分在稍后支付。在房地美的例子里，直至1月10日，你都不用结清全款。

TAP
DANCING TO WORK

桥牌桌边发生了什么

25　一整副牌

25

一整副牌

1989 年 6 月 5 日

朱莉亚·利布里奇

受《财富》杂志封面人物、充满传奇色彩的亿万富翁和桥牌手沃伦·巴菲特故事的启发，美国定约桥牌联盟（American Contract Bridge League）力邀巴菲特和另外5位著名的银行家组成一支桥牌联队，挑战另一支由政治人物组成的团队。比赛结果是：商界精英队54分，政治人物队39分。观众需要花费100美元购买在华盛顿的观赛席位。此次比赛的收入将投向教育基金以及“阅读为本”（Reading

is Fundamental）项目。“每个人都表现得非常出色。”胜方队长、哥伦比亚广播公司首席执行官劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch）说。他的队员，除了巴菲特，还有贝尔斯登公司董事长艾伦·格林伯格（Alan Greenberg）、总裁吉米·凯恩（Jimmy Cayne），《福布斯》杂志董事长马尔科姆·福布斯（Malcolm Forbes）以及华尔街王牌律师事务所克劳瓦斯、斯温和摩尔律师事务所（Cravath, Swaine&Moore）的合伙人乔治·吉莱斯皮三世（George Gillespie III）。立法委员会领袖、明尼苏达州共和党人、国会议员阿兰·施坦格兰（Arlan Stangeland）看到最终比分时感叹道：“糟糕透了！”

26

提问凯恩

1990 年 1 月 15 日

艾伦·多伊奇曼

贝尔斯登公司总裁吉米·凯恩赢得了全国桥牌锦标赛，但当一家男性杂志《M》采访他，问及他对这项运动的看法时，这位“迟钝”的华尔街人竟不知如何作答。《M》杂志还让他评价一下他的队友，包括他的上司、号称“美国企业界六巨头”的业余魔术师格林伯格，蒂施，福布斯，吉莱斯皮三世和巴菲特。他不仅对这些人大肆调侃，说他们根本不知道好的桥牌选手是怎样的，还评论说女人缺乏理性和冷静，所以不可能成为顶级桥牌手或者股票交易员。52岁的凯恩说，当面对巨大的压力时，女性“很可能会跑去卫生间擦眼泪”。显然这些话对贝尔斯登公司涉及的两宗性别歧视索赔案毫无裨益，其中一宗的控告方就是一位女性交易员。

凯恩说，《M》杂志引用的话都是编造的、曲解的，甚至是无中生有。在给贝尔斯登公司员工的一封信中，他写道：“我向所有被这篇文章误导的人们真诚地道歉，但我向大家保证，我并不同意文中的内容。”不过，这篇文章的作者邓肯·克里斯蒂（Duncan Christy）则说，他的引文源自录音采访，丝毫无误，相当准确。

凯恩到底是怎样一个人呢？律师乔治·吉莱斯皮三世曾坦率地“招认”自己的牌技比不上这位队友。不过，凯恩至少认识一位顶级桥牌手，而且恰好是一位女性，即他的教练，39岁的桥牌大师朱迪·瑞丁（Judi Radin）。在瑞丁眼中：“或许凯恩对桥牌太过着迷了。他是个了不起的人，但有些太执着了。在文章发表之前，他就觉得我肯定不会喜欢。”瑞丁现在正在培训她的队伍，准备迎战来自英国议会的代表队，但遗憾的是，英国首相玛格丽特·撒切尔不会参加。

编者注：美国商界明星队打败了英国下议院代表队，但输给了英国上议院队。

27

如何与亿万富翁共处（节选）

1989年9月11日

艾伦·法纳姆

沃伦·巴菲特，这位资产达36亿美元却还坚持每天工作10小时的亿万富豪，曾说：“我只是在做这辈子自己最喜欢做的事情，这种状态从20岁起就开始了。”当被问及是什么让他坚定不移地坚持这份事业时，他回答说，是源于对商业伙伴的尊重和崇敬。“我对每一位共事的伙伴都有所选择。这也是我取得巨大成就的最重要的因素。我不会和自己不喜欢或者不欣赏的人打交道，就像选择婚姻伴侣一样。这就是关键。”

关于个人捐赠方面的问题，巴菲特感觉选择捐赠对象比选股更难。**“在股票方面，你寻求的东西都是很明显且很容易操作的。你努力去寻找只有‘一英尺’高的门槛，这样就能轻松地跨过去。然而，当我真正进入慈善领域时才发现，我所碰到的问题是有史以来最棘手、最难解决的。最关键的一点是，所有的门槛都是‘七英尺’高的。”**人口控制和防止核扩散是巴菲特基金会主要赞助的两个方向，“门槛如此之高，以至于我根本看不清其真实面貌，真的跟‘鬼魅’有得一比啊。”

巴菲特至今已经向他感兴趣的方向捐赠了1000万～1500万美元的巨款，在未来，他打算继续追加更多捐赠。著名基金专家、《大捐赠者传奇》（*The Golden Donors*）的作者沃尔德马·尼尔森（Waldemar

Nielsen）认为，巴菲特甚至还没完成“热身运动”：“他这种人极其稀有，不仅是商界奇才，在慈善界也有所建树。我们已经好久没有遇见过这样的人了。”

巴菲特基金会将在巴菲特去世之后得到他的绝大部分的股份。**他认为用条条框框去限制基金受托人实在不是明智之举：“那就好比告诉他们，我过世10年之后要投资什么。我宁愿去选择一位聪明、善意、格调高的人，通过他开阔的视野去看待这个问题，而不需要受制于躺在棺材里的我。最有效、成果最佳的运营方式，往往是让高水平的人在不受约束的情况下工作。坚持下去，如果你足够年轻，你肯定能看到会产生什效果。”**

正如我们在《巴菲特捐出财产》（*Warren Buffett Gives It Away*）一文中所描述的那样，在巴菲特第一任妻子苏珊于2004年去世之后，他改变了要将大部分财产捐献给巴菲特基金会的主意，而是一步一步地将资金捐献给了5家基金会，其中的一家就是巴菲特基金会。苏珊去世后，巴菲特以她的名字重新命名了基金会，即苏珊·汤普森·巴菲特基金会。其他4家分别是比尔和梅琳达·盖茨基金会以及巴菲特的3个子女各自经营的3家基金会，其中比尔和梅琳达·盖茨基金会是受赠最多的一方。

28

巴菲特语录

1989 年 10 月 23 日

沃伦·巴菲特，现年59岁，坐拥亿万资产的专业投资家，伯克希尔哈撒韦公司董事长。**当被问及为什么要借4亿美元现金去购买美国国债时，他回答说：“资金最紧张的时候就是投资的最佳时刻。”**

TAP
DANCING TO WORK

巴菲特与新一代“巴菲特”

这样一个震撼的大标题，无疑会让读者难以抗拒。作为1989年系列文章的开篇，本文中收录了巴菲特和12位年轻投资者的智慧箴言。这12位年轻投资者，是本文作者布雷特·杜瓦尔·弗罗姆森甄选出来的，他认为他们是可与巴菲特相媲美的新晋投资天才。

事实证明了弗罗姆森敏锐的眼光。在文章发表的20多年之后，12位中的9位依然叱咤在投资界，他们分别是：吉姆·查诺斯（Jim Chanos）、吉姆·克拉默（Jim Cramer）和凯伦·克拉默（Karen Cramer，当时二人是夫妻，现已离婚）、格伦·格林伯格（Glenn Greenberg）以及他当时的配偶约翰·夏皮罗（John Shapiro，两人2009年分手）、塞思·卡拉曼（Seth Klarman）、埃迪·兰珀特（Eddie Lampert）、理查德·佩里（Richard Perry）以及迈克尔·普赖斯（Michael Price）。其他几位也取得了很大的成就。约翰·康斯特布尔（John Constable）在费城郊区经营着一家很成功的货币管理公司；兰迪·厄普代克（Randy Updyke），弗罗姆森当时对他倍加赞赏，并着力去写的一位“独行侠”，目前在太阳谷经营着一家投资合伙公司；还有一位是汤姆·斯威尼（Tom Sweeney），在文章发表时，他是富达基金的基金经理，目前他已经不再是职业投资人了。

本书是关于巴菲特的，所以我们只摘取了关于他的部分，而没有过多提及这12位年轻的投资者。但您可以在http：//fortune.com上找

到全文，也可以通过谷歌搜索到，以便帮助您了解每位投资者的故事。

在第二篇《现在，看看老巴菲特》一文的开头，弗罗姆森讲到一个妙趣横生的故事：物理学教授霍默·道奇（Homer Dodge）驱车前往奥马哈，企图劝说巴菲特帮他管理资金。我们不得不提的一个插曲是，这位道奇教授的儿子诺顿·道奇（Norton Dodge），在2011年11月去世，享年84岁。《纽约时报》刊载了一篇长长的讣告，其篇幅足以让这位名不见经传的经济学教授受宠若惊。讣告中的一个段落提到诺顿·道奇乃是巴菲特早期的提携者霍默·道奇之子，进而阐述了诺顿是如何使用自己的大笔遗产的。他广泛搜罗了苏联不同政见艺术家的作品，这些作品都是为了抗议苏联政府的压迫而秘密创作的。他生前将不少具有很高价值的收藏品捐献给了罗格斯大学（Rutgers University）。他的妹妹爱丽丝·道奇（Alice Dodge）也是一位终生为教育做贡献的慈善家。

基于这些故事，我想谈谈我的观点：尽管巴菲特本人从未对文化或者教育机构有过捐赠，但是伯克希尔哈撒韦公司的其他股东一直从事这方面的活动，而且相当慷慨。有几个例子：布鲁克林理工学院（Polytechnic Institute of Brooklyn，现已并入纽约大学）从教授、内布拉斯加人唐纳德·奥思默（Donald Othmer）和其妻子爱丽丝·奥思默（Donald Othmer）留给学校的7.5亿美元资产中获益不菲；堪萨斯城的新表演艺术中心有一个赫尔兹伯格厅，是由巴尼特·赫尔兹伯格（Barnett Helzberg）和雪莉·赫尔兹伯格（Shirley Helzberg）捐赠的，他们夫妇将珠宝零售公司出售给了伯克希尔哈撒韦公司；在奥马哈也有一座霍兰表演艺术中心（Holland Performing Arts Center），是以理查德·霍兰（Richard Holland）和玛丽·霍兰（Mary Holland）夫妇命名的；比尔·斯科特（Bill Scott）和鲁思·斯科特（Ruth Scott）是内布拉斯加州立大学医学院索雷尔保健科学教育中

心（Sorrell Center for Health Science Education）最重要的捐赠者。不论是霍兰夫妇还是斯科特夫妇，都是从巴菲特合伙公司时期就开始追随他的投资者，当时比尔·斯科特是为巴菲特工作的证券经纪人。

到2012年时，伯克希尔哈撒韦公司的市值已经达到2020亿美元，位列《财富》500强的第九位。作为该公司最大股东的巴菲特，其个人资产超过400亿美元，这其中还不包括已经捐赠出去的几十亿美元。巴菲特承诺要将所有资产全部奉献给社会。没有人会知道伯克希尔哈撒韦公司还会有多少这样慷慨的投资者，但看起来，巴菲特的确引领着捐赠潮流。

——卡萝尔·卢米斯

29　谁将成为新的巴菲特（节选）

29

谁将成为新的巴菲特（节选）

1989 年 10 月 30 日

布雷特·弗罗姆森

如果一个人可以每三四年就能帮助你把资产翻倍，而且永不停歇，难道你不渴望与这样的人合作吗？换句话说，难道你不希望投资给下一位“沃伦·巴菲特”吗？凡是能在早期就为自己的资产找到可靠管理者的投资者，总能顺利晋级富豪阶层。巴菲特就是业已被证明的最佳资金管理人。他的早期客户现在都已是身家千万的富豪。凭借持续、稳定、可靠的25%的复合年回报率，他成就了自己和客户。而在本文中，你将看到的年轻投资者也有着与巴菲特相似的投资天赋。假设他们每年可以达到20%的投资回报率，那么，今天投资1万美元给他们，到了2025年，您将会获得590万美元。事实上，多数人已经取得了这样的成绩。

我们何以看出他们的天赋？当然是他们出色的业绩。不过，这还不够令人信服，尤其是对于初出茅庐、投资经验还不足10年的年轻投资经理人而言。因此更重要的是要看某种性格特质。巴菲特自己曾把“很高的道德标准”放在首位。他说：“投资经理人无论做什么，都要把客户的利益放在首位。”最后，他认为投资经理人应该将自己的资产与客户统一，以避免潜在的利益冲突。这种策略使投资经理人的大部分资产和客户的捆绑在一起。**巴菲特说过，他只会投资给同时经营自己母亲资产的投资经理人。**事实上，他就是这样的投资经理人。

聪明的大脑是很重要的，但是达到某种水平之后，智商就不再是评判投资经理人好坏的关键指标了。**巴菲特说：“你不需要一个研究火箭的科学家，投资不是智商160打败智商130的游戏。”**投资者剥离个人情绪、理智做出决定的能力可比他脑容量的大小重要多了。**“当别人都出于短期的贪婪或恐惧而做出决定时，理性至关重要，”巴菲特说，“这就是赚钱的时候。”**

30

现在，看看老巴菲特

1989年10月30日

布雷特·弗罗姆森

1956年的夏天异常闷热，一位来自佛蒙特州67岁的物理学教授把吉普车停在了奥马哈一条绿树成荫的街道上。霍默·道奇一个人驱车2414公里来到这座小城，只为寻找他认为会成为美国下一位最伟大投资家的人，他希望能够说服25岁的沃伦·巴菲特为他管理家庭储蓄资金。眼光独到的道奇一直是巴菲特的前老板、也就是“证券分析之父”本杰明·格雷厄姆的客户，但格雷厄姆最近打算关闭他的投资公司。

巴菲特回忆说：“道奇告诉我，‘我希望你来帮我打理我的资金。’我说，‘我现在的合伙人只有家人而已。’他说，‘好吧，算上我一个。’所以我就和道奇、他的妻子、孩子甚至孙子结下了不解之缘。”道奇于是投资10万美元给巴菲特，到1983年道奇去世时，这笔钱已经变成了几千万美元之巨。

道奇到底被巴菲特身上什么特质吸引，而这些特质恰恰被绝大多数人给忽视掉了呢？他的儿子诺顿·道奇说：“我父亲敏锐地发现，

巴菲特在金融分析方面具有无人企及的杰出天赋。但事实还不止如此。”慧眼识英才的老道奇看出了这位具有独特天赋的人才，他不仅热爱投资事业，而且已经具备了获得成功的所有条件。

道奇的家人把自己的想法分享给了朋友。到了20世纪60年代初期，巴菲特周围已经聚集起了一小批志同道合的合伙人。其中一位投资者甚至在没有见过巴菲特本人的情况下，就签了一张30万美元的支票给这位著名的投资“魔法师”，并给巴菲特留下一张卡片，上面写着：“我也入伙。”难道他天性如此，容易轻信别人？当然不是，这位投资者不是别人，正是未来的亿万富翁拉里·蒂施（Larry Tisch）。“巴菲特享有崇高的声望。我之所以投资给他是因为他是价值的信徒，而且正直诚实。”蒂施说：“我可不像看起来那么随意，当时的30万美元可不是一笔小数目，特别对于我来说。”

巴菲特总是时刻关注着证券投资，并随时做好出手的准备。他有自己的一套独特理念来使投资“落地”：不是以受欢迎度，而是以价值为基础来购买证券。他的家乡不大，却有着他需要的一切：家人、朋友、好吃的汉堡（巴菲特无比钟爱的食物）以及很少的纷扰，而且更为重要的是，巴菲特拥有超乎寻常的天赋。与他合作多年的老朋友、伯克希尔哈撒韦公司副董事长查理·芒格曾这样评价巴菲特：“在哈佛大学法学院我的那个班上有1000个人，我认识所有最顶尖的学生，但没有人能与巴菲特媲美。他的大脑就像一架超级理性、充满逻辑的机器，只要他一发声，你就能听见智慧在运转。”

巴菲特在组建自己的合伙公司时，有意识地将合伙人不必要的声音隔绝了。他说：“我告诉他们，我要成立一家合伙公司，管理投资组合，并将我自己的钱和你们的一道投进去。我向你们保证6%的回报率，剩下的我收取20%作为报酬。我不会告诉你们投资组合的构成，以免引起不必要的混乱。我所期望的，就像在离开高尔夫球场

的时候一样，只是递交上我的记分卡。我可不愿意看到大家都跟在我身后追踪我，看着我挥球杆。”他的合伙人都接受他的要求，因为他们知道巴菲特对投资事业的全神贯注。奥马哈投资银行家查尔斯·海德（Charles Heider）说：“我告诉家人，‘看，巴菲特一周7天都在思考帮我们赚钱的最佳方式。’”

巴菲特挖掘信息的深度是一般投资者难以企及的。以1963年美国运通公司色拉油丑闻为例，美国运通公司的一家子公司为根本不存在的色拉油申请损失赔偿，涉及数千万美元的金额，而这一骗局被戳穿之后，美国运通公司的股票一落千丈。巴菲特和他的团队在走访、调研了零售商之后认为，作为公司核心业务的信用卡和旅行支票业务仍然有利可图。这让他充满信心地大笔购进被市场疯狂抛售的股票。终于在5年之后，为他赢得了5倍的回报。

如同所有的工艺大师一样，巴菲特一直秉持着自己的原则。格兰托尔经纪公司（Gruntal&Co.）的马歇尔·温伯格（Marshall Weinberg）仍还记得他与巴菲特在曼哈顿共进晚餐的情景，他回忆道：“巴菲特点了一个很特别的火腿芝士三明治。很多天之后，我们又一起出去吃饭，他提议说，‘我们还是去那家吧。’我说，‘可我们不久刚去过了啊。’他说，‘没错。所以为什么要冒险去另一家你不了解的餐馆呢？我们都知道自己想吃什么。’而这也是巴菲特看待股票的方式。他只投资给胜算更大、不会令人失望的公司。”

31

我是怎么搞砸的（节选）

1990年4月9日

沃伦·巴菲特

本文节选自巴菲特致伯克希尔哈撒韦公司股东的信。通常来说，巴菲特每年致股东的信中大约有80%的内容都是阐述伯克希尔哈撒韦公司自身的情况。余下的那20%，则是海阔天空的话题，颇具巴菲特风格。无论是哪部分的报告，稍做整理都会成为一篇绝佳的《财富》杂志的文章，这些年来，我们一共发表了6篇这样的摘要文章，本文是第一篇。细心的读者会注意到，摘要的文章与巴菲特致股东的信会有不同的标题。巴菲特掌舵伯克希尔哈撒韦公司已经有1/4个世纪了，原文作为一个“毫无保留”的总结，题为《头25年里所犯的错误（浓缩版）》（*Mistakes of the First 25 Years[A Condensed Version]*）。而我们在杂志中将它改成了将题目改为《我是怎么搞砸的》。

本文内容的特殊之处在于，巴菲特这位德高望重的首席执行官坦白地承认了自己的过失，并将其作为致股东的信的内容，这点更是令人匪夷所思。然而，当你经营的公司在过去25年里股价上涨了超过400倍，即从每股18美元上涨到7450美元，估计也没什么值得忏悔的。即便如此，巴菲特却说，如果他在某些问题上表现得不那么迟钝，这个成绩会更光辉一些。

本书出版时距离巴菲特从业50周年这个里程碑只差了3年时间，此刻他又打算再一次梳理自己曾经犯过的错误。“这方面的材料不胜枚举。”他前不久对我说。

——卡萝尔·卢米斯

引用美国作家罗伯特·本奇利（Robert Benchley）的一句话：“狗能教会男孩忠诚、坚贞，还有就是在休息之前，先环顾周围三次。”这是经验不足时应该采取的方法。然而，在犯新错误之前，回想一下曾经所犯的错误，也是一个不错的点子。所以，我们在这里来快速回顾一下过去的25年。

我的第一个错误就是买下了伯克希尔哈撒韦公司的控制权。尽管我知道公司主营的纺织业务前途黯淡，我仍然因为难以抵御的低价诱惑而说服自己买下它。在我的职业生涯早期，购买这类股票还是相当有利可图的，然而经过在伯克希尔哈撒韦公司的经营实践，1965年时我已开始意识到这个策略并不是很理想。

如果你以足够低的价格购买了一只股票，通常这家公司的命运会有所起伏，然而，只要你能抓住合适的机会脱手就可以获得可观的收益。即使从长远来看，该公司业绩可能很糟糕也无所谓。我称这种投资理念为“烟屁股”法。在街上发现的烟头可能只剩下最后一口，无法让你过足瘾，但“足够的廉价”却使得这一口满满都是利润。

然而，以这种方法购买企业并不是明智的行为，除非你是公司资产清理人。其主要原因有两点。首先，初始的“低廉”价格可能最终被证实并没有那么便宜。在一家四面楚歌的公司里，一个问题解决了，另一个问题又接踵而来，这就像厨房里从来不会只有一只蟑螂。其次，你最初的价格优势很快会被企业的低利润所削弱。举个例子，

如果你花800万美元买了一家市场价格或清算价格为1000万美元的公司，而且迅速能再卖出去，那么高回报是有可能实现的；但是，如果这家公司在10年之后才以1000万美元出售，而在此期间每年的利润和股息仅有购买成本的几个百分点，那么，这就是一个令人失望的投资了。**时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人。**

虽然你可能认为这个道理很简单，但事实上，我是经过惨疼教训之后才领悟到得，而且为之付出了不小的代价。在购买伯克希尔哈撒韦公司之后不久，我通过后来与伯克希尔哈撒韦公司合并的多元化零售公司（Diversified Retailing Company），收购了一家巴尔的摩的百货公司霍克希尔德科恩百货公司（Hochschild Kohn&Co.）。我以大大低于账面净资产的价格将其收入囊中。这家公司的员工素质一流，而且这笔交易还附加了一些额外好处：未登记的房地产价值和数量可观的“后进先出”式的存货。我怎么能错过这种千载难逢的机会呢？所以，三年之后，我很“幸运”地以最初的买入价出售了这家公司，结束了与霍克希尔德科恩百货公司的缘分，这让我想起了乡村音乐里那些丈夫所唱得歌词：“我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念她。”

我个人还有其他“廉价收购”的愚蠢案例，但我确信你们已经明白了我的意思：以一个合理的价格买入一家优质的公司，远比以颇具诱惑力的价格买入一家表现平平的公司要好得多。查理·芒格很早就明白了这个道理，而我有些后知后觉。现在在购买公司或普通股票时，我们总是会寻求那些业务一流、管理也一流的公司。

过去这些年，我们获取的教训是：好骑师配好马才能出好成绩，一瘸一拐的老马恐怕会有些力不从心。伯克希尔哈撒韦公司的纺织厂和霍克希尔德科恩百货公司都由一批精明强干而又诚实的管理者负责经营。这批优秀的管理者如果受雇于经济特性良好的公司，一定

会取得优秀的业绩，而如果情况与之相反，那么再能跑的健将在流沙中恐怕也很难发挥实力。

这样的话我说过很多次，当一位声名卓著、才华横溢的经理人接管一家基本面出了名糟糕的公司时，最终纹丝不动的必将是公司糟糕的名声，这一点很少有例外。我真希望过去我在做蠢事方面没那么积极主动。我的做法就如同美国演员梅·韦斯特（Mae West）自己所承认的那样：“我曾如白雪公主般纯洁，但不幸的是，我走错了道。”

另一个更深层次的教训是，越简单越好。虽然有25年收购、督导及管理各类型企业的经验，我和芒格仍未学会该怎样解决商业困难，而我们学到的是要避开它们。在某种程度上，我们的成功就取决于，我们的注意力集中于可以轻松跨过的一英尺障碍，而不是非要寻求跨越七英尺障碍的能力。

这一结论可能有失公平，但是对于收购和投资来说，仅仅坚持做简单明了的事情通常会比攻克复杂的难题要获益更多。当然，在某些情况下，棘手的问题必须去解决，比如，我们增加《布法罗新闻报》周日版的案例。一般来说，千载难逢的投资机会往往具备这样的条件：一家超凡的企业遭遇一时的、棘手的而又能解决的困难。就像很多年前美国运通公司和政府雇员保险公司的情况。总的来说，我们是通过避开恶龙而不是同它厮杀而获得了成功的。

我最意外的发现是：在企业中存在着一种极其强大却看不到的力量，我们可以把它称作“制度性强制力”（the institutional imperative）。在读商学院的时候，我对这种强制力的存在毫不知情，甚至在进入商业领域后，我也没有任何直观感受。我那时认为，正直、聪明、有经验的管理者能够理所当然地做出理性的决策。然而随着时间的推移，我认识到事实并非如此。与当初的看法正相反，当制度性强制力开始起作用时，理性的花朵通常会枯萎。

以下这些例子能很好地证明制度性强制力的存在。**如同牛顿第一运动定律所描述的那样，一个组织会抵制与它目前方向不一致的任何变化；毫无意义的工作会不断膨胀以致填满人们的可用时间，企业的项目或者并购会不断发生并吸走可用资金；任何领导者的扩张欲望不管有多愚蠢，都会很快得到下属准备的详细的回报率和战略研究的支持；同行企业的行为，无论是扩张、收购、制定管理层的薪资标准还是其他方面的措施，都会被盲目模仿。**

因此，是制度性强制力而非腐败或者愚蠢让企业做出了最终误入歧途的决策。忽视了强制力的影响曾让我犯过一些昂贵的错误，在这之后，我试着用最小化这种影响的方式组织和管理伯克希尔哈撒韦公司。此外，我和芒格试图将我们的投资集中在那些看起来对这个问题保持警惕的企业。

在撞了很多次南墙之后，我学会了只与那些我喜欢、信任和赞赏的人共事。正如我之前提到的，这个原则本身不能保证成功，就好比一家二流的纺织公司或者百货公司不会仅仅因为它的管理者而成功，尽管他们是那种你想把女儿嫁给的人。然而，在拥有良好经济特性的公司中，如果公司所有者或者投资者能成功与理想的管理者协同合作，便可以创造奇迹。相反地，无论一家公司的前景看起来多么光明，我们也不愿与缺乏令人欣赏的特质的管理者合作。与坏人做生意，我们从未成功过。

在我所犯过的最糟糕的错误中，有很多并不为公众所知。那是一些我了解它们的优点，但最终没有做出购买决定的股票和公司。**这个世界上存在着大量绝佳投资机会，但它们处于你的个人能力范围之外，你错过它们并不是什么罪过。**不过，问题是，我错过了一些白送上门的，而且我完全有能力了解的好买卖。对于伯克希尔哈撒韦公司

的股东，包括我在内，“吮拇指”的幼稚行为让我们付出了巨大代价。

我们一直信奉保守的财务政策，虽然在大家看来这可能并不怎么明智，但是在我看来恰恰相反。回顾过去，你可以发现一个很明显的事实，如果使用更高（尽管仍符合行业惯例）的杠杆比率，伯克希尔哈撒韦公司业绩可以更加靓丽，获得比我们实际平均23.8%更高的净资产收益率。即使在1965年，或许我们也可以说，99%的可能性是，更高的杠杆只有好处没有坏处。相应地，我们应该看到，即便外部或内部变数的概率仅有1%，也会影响负债比率，而且会产生介于短暂困扰和违约之间的后果。

我们从不钟情于这99比1的概率，而且永远不会。在我们看来，不论危机或者羞耻的可能性有多小，也不论额外收益的可能性有多大，这两者都很难相互抵消。**如果你的做法是明智的，你必然会获得不错的结果；在大部分情况下，杠杆作用只会让事情演进得更快。我和芒格在这点上永远不会着急：相比于结果，我们更享受这个过程，尽管我们已经学会了承担结果。**

我们希望再过25年可以总结第一个50年里犯过的错误。如果2015年我们还健在，还有能力这么做，你可以数数忏悔过错的页数比现在多了多少。

32

富人和名人的子女（节选）

1990 年 9 月 10 日

艾伦·法纳姆

不奢侈、不买醉、不愚笨！这些亿万家产的继承者始终在努力地工作，即便他们不需要这么做。

他们是亿万富豪的子女，是人群中的“异类”；他们是一株株被金钱的旋风塑造出来的幼苗，有些甚至精神焦躁。

一些继承者善于使用他们的财富带来福祉，他们视金钱如工具。他们逃脱了枯燥的课堂，过上了充实而富有创造性的生活，完成了业已计划要做的事情。他们是如何成功的？什么激发了他们？原因不一而足，有的是个人荣誉感使然，有的则是追求刺激和冒险。这一切很大程度上取决于他们的成长环境。早一点儿直接坦率地告诉孩子，他们是否会继承遗产有利于他们做出正确的人生选择。

沃伦·巴菲特的儿子霍华德·巴菲特早就知道，他的父亲打算将伯克希尔哈撒韦公司赚到的钱捐献给有关控制人口增长和防止核扩散的基金会。尽管如此，35岁的霍华德并没有浪费时间跟父亲抱怨。他在奥马哈郊区种植玉米和大豆，1989年，被选举为内布拉斯加州道格拉斯市的政府官员。

拥有一个响当当的姓氏其实是件让人倍感压力的事儿。霍华德之所以从未在童年时摆过柠檬汁小摊儿，就是因为有个声名赫赫的老

爸。“我总感觉自己的面前有一道屏障。似乎我无论做什么，都不可能跟他一样成功。而且我做的事情很可能对他造成不利的影响。”老巴菲特的成功对他年仅6岁的孙子都产生了影响。霍华德说：“小霍伊用自己省下的钱买了10股可口可乐公司的股票。一天我妻子跟儿子说，任何事情都有第一次时，他回答说，‘我并不这样认为，我这辈子可能都没能力去购买1股伯克希尔哈撒韦公司的股票。’”

所有的富家子弟都会被冠以“富家公子”的名号，而霍华德对此看得很淡：“有些人兜里很有钱，而有些人穷困潦倒。”公众常常认为凡是姓“巴菲特”的就一定很有钱。“一天晚上，在一个餐馆里，”他回忆说，“我拿出支票本准备埋单，就听到有些人冷嘲热讽地说，‘哎，我希望那个支票本是我的！’我没耐心去告诉这些人，‘不，伙计，你肯定并不希望。’”尽管他努力生活得像个平常人，就当父亲的财富并不存在，可是这么久以来，这种努力似乎很难奏效。“我猜今天下午回到办公室以后，会有9个电话留言，其中有8个是希望跟我父亲取得联系。”

霍华德说：“不论你是否有钱，有些事儿是要教给孩子的。我父母亲曾教导我什么是责任，比如，清理小渠沟和修剪草坪。而且做错事情的时候，要为结果埋单。”他在教导自己的儿子霍伊时说，在名誉的光环下生活并不是那么容易。当篮球明星迈克尔·乔丹到访奥马哈时，霍伊想和其他高层人士一起坐在头桌，霍华德告诉儿子，他没有这种与生俱来的特权。

几乎所有亿万富翁的子女都真的想要工作，因为他们明白，拥有自己的职业或者生意才能为自己赢得自尊和独立。然而，凡是父母以资金大力支持的，结局总是很难让人满意。

霍华德耕种着164公顷的土地，他热爱自己的工作：“我已经当了9年的农夫了。这是一种非常独立的工作，而且一切都取决于你。它会

帮你树立起一套价值体系，并给予你达成目标的手段。”到目前为止，他对自己的生活很满意。

只有一件事例外。“父亲是农场土地的所有者，所以我需要将总收入的一定比例作为租金交给他。或许我不该告诉你这个，这租金是根据我的体重计算的。我身高174厘米，大约181斤重。他觉得我太胖了，认为165.5斤比较合适。如果我超过这个重量，租金就是总收入的26%；如果低于这个重量，租金就是22%。这就是巴菲特家族选择慧俪轻体公司（Weight Watchers）的初衷。这点我倒真的不介意，因为他关心的是我的健康。但我介意的是，即便是22%，他收的租金也比周围其他人高得多。不论如何，他总是设法控制所有局面。”

33

“点金石”也打折了

1990 年 11 月 5 日

埃德蒙·福尔特梅耶

动荡和困境有时会带来好生意。拿伯克希尔哈撒韦公司来说，即便它就像一艘航空母舰一样，有时也会不明缘由地在风浪中搁浅。萨达姆·侯赛因和经济衰退让美国的市场受到重创，在这种背景下，本年度这家公司的股价已经下跌至每股5500美元，跌幅为36%，超过标准普尔500指数跌幅的两倍。60岁的首席执行官巴菲特，拥有着42%伯克希尔哈撒韦公司股份的商业奇才，账面损失已达15亿美元，换算下来就是每小时损失215450美元。然而，这对买家来说绝对是一个买入良机。

麦克尔·普里斯掌管着31亿美元的共同股份基金（Mutual Shares Fund），是位鲜有败绩的投资专家，他说：“这是防守成长型投资者投资股票的方式。”其他货币管理者也推荐这只股票，包括约翰·蒂尔森（John Tilson），他为罗杰恩格曼联营公司（Roger Engemann Associates）经营着6300万美元的帕萨迪纳增长基金（Pasadena Growth Fund），且业绩颇佳。

尽管如此，巴菲特本人的自信却毫发无损，他甚至对巨额的账面损失也不以为然。爱吃汉堡的他说：“我可没有穷到把双层汉堡减成

单层汉堡的地步。”公司的商务飞机不是还好好的吗？“它肯定是最后离开公司的一员。”他打趣道。

巴菲特在1965年接手伯克希尔哈撒韦公司，到1989年年末，公司股价达到顶峰。在这段时间内，股价上涨了741倍，从每股的12美元增至8900美元。今年的颓势对巴菲特来说并不新鲜：伯克希尔哈撒韦公司的股票曾在1974年下跌了55%。伯克希尔哈撒韦就像是一辆坚实的马车，财产保险公司充当着巴菲特的领衔主角，此外还有制造业、出版业和零售业为左膀右臂。1989年，这些公司，包括世界出版社在内，平均净资产收益率达到令人震惊的57%。

伯克希尔哈撒韦公司今年股价下滑的最佳解释就是：公司控股的重头，比如广播、出版、保险以及工业方面，在近几个月内遭遇了严重打击。

“巴菲特”，这个名字曾推动公司股价远超每股账面净资产，如今多少也失去了些神秘色彩。对于他为所罗门兄弟公司、吉列公司、全美航空公司（US Air）和冠军国际公司（Champion International）充当“白衣骑士”（white squire）的决定，许多货币经理人开始指手画脚。为了帮助这些公司免受恶意收购，他购买了大笔可转换为普通股的优先股。先锋温莎基金公司（vanguard windsor fund）的投资经理人约翰·内夫（John Neff）说，他看到了“很多消极因素”，因为这会使每家公司的管理层更加自以为是。不过，巴菲特说，只有当这些公司的普通股表现良好时，伯克希尔哈撒韦公司才能在这些优先股上收获到满意的回报。

帕萨迪纳的蒂尔森说：“市场或许对巴菲特说，‘你已经输了，伙计。’可我不这么想。”蒂尔森的公司利用计算机模型计算出，近期伯克希尔哈撒韦公司的股价比实际价值低510美元。“正因为这个折

扣，”蒂尔森解释说，“你几乎是不花酬劳地雇用沃伦·巴菲特为你服务。”对于投资者来说，这无疑是值得出手的价格。

34

巴菲特买进垃圾债券

1991 年 4 月 22 日

珍妮弗·里斯

华尔街一直都有一个疑问，那些明星投资人是否有能力在混乱不堪的垃圾债券市场挖出宝来呢？现在，沃伦·巴菲特出手了。在伯克希尔哈撒韦公司1990年年报中，这位富可敌国的首席执行官公开承认，伯克希尔投资4.4亿美元购买了纳贝斯克（RJR Nabisco）的高息债券。去年，巴菲特对垃圾债券市场做了一番深入的调研，并在随后的访谈中说道：“那里有着比我预想中更多的杀戮。”

他认为纳贝斯克的债券比同领域的其他债券更有价值，因为公司一直运转良好，信贷情况也比此前猜测的要好。巴菲特估计，目前纳贝斯克债券的市场价值约比他的出价高出1.75亿美元。

他有没有想过多买些？**巴菲特说：“很多事情我都希望自己能有后见之明。但对于投资决定而言，我不认为后见之明有用，只有行动才有回报。”**

35

巴菲特语录

1993 年 4 月 5 日

沃伦·巴菲特，现年62岁，亿万富豪，伯克希尔哈撒韦公司董事长。当被问及管理者的股票期权计划为什么要被记入公司的损益表时，他说：“如果期权不是一种薪酬，那是什么？如果薪酬不是一种花费，那是什么？如果计算利润时不考虑花费，那花费究竟要算到谁头上？”

TAP
DANCING TO WORK

巴菲特和可口可乐公司

可口可乐公司董事长唐纳德·基奥（Donald Keough）与巴菲特是多年的好友，而且两人曾经在奥马哈是邻居。他们巴菲特询问了一件事：“沃伦，根据盘面的情况显示，有人正在大笔购买可口可乐的股票。那个人是不是你？”巴菲特说：“好吧，别让你和罗伯特以外的人知道这事儿。你说得对，这个人就是我。”基奥听后大感欢欣，挂了电话就告诉了自己的老板——首席执行官罗伯托·戈伊苏埃塔（Roberto Goizueta）。与此同时，巴菲特继续买入可口可乐公司的股票。

1987年发生的股票市场崩溃让可口可乐公司受到重创。在随后的1988年和1989年，巴菲特开始大笔购进可口可乐公司的股票，秉持着他一贯的著名理念：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”直至1994年他停止购进时，已经积累了4亿股（分拆调整后）之巨。1994年，伯克希尔哈撒韦公司手中的可口可乐股票已占其总股本的7.8%，它一共耗资13亿美元，每股均价不到3.25美元。

总的来说，这就是两家公司美好姻缘的起点。1989—2007年期间，巴菲特一直担任可口可乐公司的董事，他曾使用手中的权力罢免过一位首席执行官，还否决过他认为会对公司不利的管理决策。下面是三篇摘自《财富》杂志的文章，第一篇发表于巴菲特和可口可乐公司建立关系的和平初期，后两篇则发表于双方正处于论战的漩涡之时。

——卡萝尔·卢米斯

36　世界上最好的品牌（节选）

36

世界上最好的品牌（节选）

1993 年 5 月 31 日

约翰·休伊

巴菲特说过：“如果在一生中能撞见一家好企业，你就很幸运了。可口可乐基本上可以说是全世界最好的企业了。它的产品价格极其公道，而且无人不爱，在每个国家，它的人均消费几乎每年都在攀升。没有任何产品能与之媲美。”

关于戈伊苏埃塔和基奥，巴菲特是这样评价的：“如果你拥有1927年的洋基队（Yankees），那么你唯一的愿望就是它能长生不老。只要我们的团队中有他俩这样专注的人在，我就不用担心公司的生意。即便你给我1000亿美元，让我抢占可口可乐公司在全世界软饮料市场的领军地位，我也会把钱还给你，并告诉你，我办不到。”

编者注：戈伊苏埃塔于1997年离世，基奥也退休了。新任首席执行官道格拉斯·艾夫斯特（Douglas Ivester）既不是洋基队的贝比·鲁斯（Babe Ruth），也不是卢·格里克（Lou Gehrig），他表现得更像是个球童。所以，在2000年初，《财富》杂志就此刊发了下文这篇独家报道。

37　可口可乐公司到底发生了什么（节选）

37

可口可乐公司到底发生了什么（节选）

2000年1月10日

贝奇·莫里斯　帕特里夏·塞勒斯

首先，我们来澄清一下关于道格拉斯·艾夫斯特的一些谜团：他52岁，担任首席执行官刚过两年，突然辞去了可口可乐公司董事长和首席执行官的职务。事实上，他是被迫的，而且当时的压力很大。

当然，在这短暂、不快乐的任期内，艾夫斯特一直饱受争议。与他每天共事的助手在得知他们固执的老板撂挑子不干的消息后，和其他人一样大吃一惊。这位助手还透露说，12月的第一天，一个普通的星期三，跟往日没什么不同，艾夫斯特甚至还从亚特兰大飞往芝加哥参加了与麦当劳高管的例会。

可当艾夫斯特回来之后，一切似乎都改变了。直至最近消息披露之后，我们才知道，艾夫斯特在芝加哥期间，还参加了一个非常秘密的、由可口可乐公司两位最重要的股东沃伦·巴菲特和赫伯特·艾伦（Herbert Allen）召集的会议。在这次会议中，两位股东告诉艾夫斯特，对于他的领导能力，他们已经失去了信心。

在过去一年的大部分时间里，巴菲特都隐居幕后，艾伦则与艾夫斯特就其晦涩的管理风格有过多次讨论。不过，这次却大为不同，据可靠消息称，巴菲特和艾伦，作为董事会两位重量级人物，告知艾夫

斯特他们已经达成了一致意见：他不应该再继续掌舵可口可乐公司了。变革的时候到了。

这次会面没有一丝一毫的火药味儿，甚至充满了同情心，而且会面没有谈及公司下一步的计划，很快就结束了。可以想象，艾夫斯特本应该抗争、反击。同样，巴菲特和艾伦本也可以在两周后的股东大会上强制通过他们的决定。鉴于巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司（巴菲特本人控股31%）握有可口可乐公司2亿股或者说是8.1%的股份，艾伦握有900万股，这两位董事的地位可谓举足轻重。不论会议结束时每个人心里想些什么，艾夫斯特在回到亚特兰大后的那个周日，立即召集了董事会紧急会议，宣布了辞职的决定。他的声明震惊了管理层、董事会成员、公司职员乃至整个华尔街，甚至是即将接替他的人：道格·达夫特（Doug Daft）。这位56岁的澳大利亚人此前一直负责可口可乐公司在亚太地区的运营。

编者注：达夫特坚信，可口可乐公司应该致力于研发非可乐饮品。2000年初，在他接手之后，他开始推动157亿美元并购拥有佳得乐（Gatorade）品牌的桂格燕麦公司（Quaker Oats）的交易。按照约定，双方将运用可口可乐公司股票进行交易，而巴菲特坚信，运用股票进行并购会使收购方得不偿失。董事会就此问题展开了长达5个小时的激辩，巴菲特对该交易持反对态度。下文就是我对这场辩论的一段记述（选自2001年一篇的补充报道）。

38

价值机器（节选）

2001 年 2 月 19 日

卡萝尔·卢米斯

巴菲特果真是重量级的人物。尽管不止一位股东反对可口可乐公司收购桂格燕麦公司，但巴菲特的影响力显然要更大一些。如果董事会上的某个提议只是“小口啃咬”股东利益，巴菲特一般不会发表言论；可如果是狮子大开口，他就不会坐视不管了。在这个案例中，他认为可口可乐公司要用股票支付的价钱实在太高，它要付出自己超过10%的股份才能完成交易。即便从长期来看，强强联合有一定的互相促进的作用，但也没能打动巴菲特投赞成票。和巴菲特辩论，对大多数人来说是一场必输之仗，因为他太有逻辑性，也太聪明了。

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

内维尔·伊斯德尔（Neville Isdell）在达夫特之后接任了可口可乐公司首席执行官。在他掌舵期间，可口可乐公司的股价增长滞缓，遭受了市场的冷落。下一任首席执行官穆赫塔尔·肯特（Muhtar

Kent）于2008年接手可口可乐公司，当时恰逢次贷危机爆发。不过，在他的带领下，可口可乐公司在过去的这几年里涨势良好，到了2012年中期，可口可乐公司的股票已经涨到了每股39美元（在1998年的大牛市中，股价曾达到历史最高值41美元）。

伯克希尔哈撒韦公司依然紧握着手中的4亿股股票。相比于当初他们花费的13亿美元，2012年中期，这些股票的市值已达到156亿美元。可口可乐公司回购股票的举措更是让伯克希尔哈撒韦公司持股比重上升到8.9%。巴菲特（呃，暂时把伯克希尔哈撒韦公司放一边）仍然坚信这是全世界最好的企业。

——卡萝尔·卢米斯

39

巴菲特如何看待风险

1994 年 4 月 4 日

沃伦 · 巴菲特

我们采取的策略排除了传统的“多样化分散风险”的教条。许多权威人士会言之凿凿地说，我们的这种策略风险巨大，这点我们不敢苟同。我们相信集中持股的做法同样可以大幅降低风险。**通常风险低的股票，是那些我们非常熟悉的企业，而且在购买时，我们内心不会存在强烈的不舒服的感觉。在这里我们按照字典里的解释给风险下个定义：系指受到损失或伤害的可能性。**

然而在学术界，却喜欢给投资风险下不同的定义，坚持把它当作是股票价格或投资组合相对波动的程度，也即个别股票相较于大盘的波动幅度。运用历史数据与统计的方法，这些学者就能计算出一只股票“精确”的Beta值，代表其过去的相对波动幅度，然后根据这项公式建立一套晦涩难解的投资与资金分配理论。**他们渴望找出可以衡量风险的单一统计值，却忘了一项最基本的原则：宁要“模糊的正确”，也不要“精确的错误”。**

对于企业的所有人来说，在我们眼中持股人就是公司所有者，学术界对于风险的定义实在是有点儿离谱，甚至有点儿荒谬。举例来说，根据Beta理论，若是有一只股票的价格相对于大盘下跌的幅度更

高，就像我们在1973年买进华盛顿邮报集团的股票时一样，那么其风险远比原来高股价时还要“更高”，如此一来，要是哪天有人愿意以极低的价格把整家公司卖给你，你是否也会认为这样风险太高，而予以拒绝呢？

事实上，真正的投资人喜欢波动都还来不及……这是因为市场波动的幅度越大，就更有机会出现一些好公司的价格低廉的情况。很难想象这种低价的优惠会被睿智、精明、不放过任何机会的投资人视为“有害”。

40

巴菲特抵挡住 2 亿美元的“下冲气流”

1994 年 11 月 17 日

科林·伦斯特

问：如何在航空业以最快的速度成为百万富翁？

答：首先，你得有10亿美元做家底。这当然只是句玩笑话，据《财富》杂志估计，巴菲特投资全美航空公司的3.58亿美元已经遭遇了大约2亿美元的账面损失。

表象之外，巴菲特实则展现了自己强硬的一面。全美航空公司1994年的行为给人们敲响了警钟。如果公司不能让工会同意削减成本，他和查理·芒格（Charles Munger）将会辞去全美航空公司董事的职务。在所有经营国内航线的航空公司中，全美航空公司的成本是最高的，公司此次旨在削减10亿美元的经营费用，其中的半数来自工资的压缩。

和其他业内人士一样，巴菲特也不愿谈及全美航空公司未来将驶向何处。不过，1994年9月8日发生在匹兹堡附近的一场空难，造成132人死亡的惨剧，让公司的未来更加阴郁，甚至黯淡无光。观察者起初都希望这场灾难能够促使飞行员、机械师以及空乘人员同意削减开支的计划，但结果不遂人愿。航空公司飞行员协会（air line pilots association）的罗伯特·弗洛克（Robert Flocke）说：“每次公司陷入困境，都会首先拿飞行员开刀，然后把节省的钱乱花出去。”

运输集团的顾问约翰·平卡维奇（John Pincavage）指出，全美航空公司亏损严重，现金流枯竭，它对于如燃料方面的大笔开支捉襟见肘了。他说：“做错事之后的回旋余地并不大，全美航空公司正日薄西山。”

全美航空公司的发言人安德烈亚·巴特勒（Andrea Butler）坚持认为：“最后的补救办法是，管理层应该把重点放在制定出更有成效的劳资协议上。”公司必须在现有基础上增加利润分成的比重，提高董事会的代表性。美国西北航空公司（Northwest Airlines）和环球航空公司（Trans World Airlines）也是利用这些方法来解决它们与工会的矛盾和分歧的。

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

20世纪90年代初，巴菲特在全美航空公司上的巨额亏损引起了社会的极大关注，当然，也毫无疑问地遭到了很多人的嘲笑。至今很多人仍然认为，这对伯克希尔哈撒韦公司来说是一个巨大的、惨痛的教训。不过，1996年，新任首席执行官斯蒂芬·沃尔夫（Stephen Wolf）接手全美航空公司之后，就像巴菲特在1997年伯克希尔哈撒韦公司年报中提到的那样，为公司带来了“奇迹般”的“复苏”。全美航空公司的股价从可怜的每股4美元涨到了75美元，伯克希尔哈撒韦公司购买的该公司的可转换优先股的价值也因此扶摇直上。拖欠的优先股股息，再加上补偿支付的部分，巴菲特从这笔投资中获得了天文数字般的回报。随着1998年优先股被赎回，巴菲特在1997年伯克希尔哈撒韦公司年报中说：“现在几乎可以确定的是，我们在全美航空公司的股票上获得了不同凡响的回报，如果把我花在‘美乐事胃药’（Maalox）上的钱除外的话，这个回报甚至高得有些离谱。”至于获利的具体

金额，伯克希尔哈撒韦从未被披露过。多年之后，在2007年年报中，巴菲特又提起此事，将其形容为“硕大无朋”。他还说在那些年里，全美航空公司“破产过，而且是两次”。

TAP
DANCING TO WORK

巴菲特与盖茨

把这两篇文章放在一起，是因为它们有一定的连续性，并且读者可以从中看出这段友谊中两人共有的价值观。这段出人意料的友谊发生在巴菲特和比尔·盖茨早年交往的岁月。我们在这里所看到的，不只是25岁的年龄差距，更是横亘在两人兴趣间的巨大沟壑：为投资痴狂的巴菲特和为技术着迷的盖茨。

1991年，两人共同的朋友，也是盖茨母亲的多年老友、《华盛顿邮报》的编辑梅格·格林菲尔德（Meg Greenfield）安排他俩第一次会面。事实上，格林菲尔德也对自己当时的想法产生了好奇心：“我并没有意识到，这将是一次有趣的碰撞。”20世纪90年代中期她接受《财富》杂志访问时说道。

他们的会面地点在西雅图郊外、盖茨父母的乡间小屋。格林菲尔德在西雅图长大，在这里也有房产，于是带自己的房客巴菲特和华盛顿邮报集团的首席执行官凯瑟琳·格雷厄姆（Katharine Graham）来到这里。他们共同乘坐格林菲尔德那辆老旧、窄小的斯巴鲁一起前来。相比之下，和女朋友梅琳达·法兰奇（Melinda French，后来的妻子）一起乘坐私人直升机前来的盖茨就显得高端大气得多。盖茨甚

至在落地时就在盘算早点儿逃离这个地方，他本不想来，但又不愿辜负母亲的期望，所以硬着头皮来了。

可开始与巴菲特交谈之后，他的想法立刻改变了。他们的思想交融在了一起，彼此都很快地意识到了这点，旗鼓相当的才华较量成了沟通二人智慧的桥梁。从此之后，便缔结了这段忘年之交。直至今日，特别值得一提的是，两人携手开辟了慈善事业的新历史。

我们再回头来说说这两篇文章的内容。第一篇涉及不少关于盖茨的内容。第二篇则是由盖茨自己所写，虽然看起来像是对罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）所写的巴菲特传记的书评，但事实上，大部分篇幅却是盖茨在洋洋洒洒地叙述自己对巴菲特的印象。

据我所知，第二篇文章在《财富》杂志的历史上也有特殊意义，因为它可能是我们杂志创刊80多年以来，首次转载别家商业刊物的文章。它最先发表在《哈佛商业评论》。一位亿万富翁谈论另一位亿万富翁，如此有趣的文章吸引了《财富》杂志编辑们的注意，于是我们征得了作者的同意，再次将其刊发在我们的杂志上。在此，再次向作者表示感谢。

——卡萝尔·卢米斯

41

亿万富翁的伙伴

1995 年 1 月 16 日

布伦特·施兰德

谁说不能给友情定价？当友情的两端连接的是比尔·盖茨和沃伦·巴菲特时，这段友谊的价值将高达190亿美元，那是多少个百万啊！

4年了，美国最富有的两个人（目前巴菲特排行富豪榜首位）的这场忘年深交让全世界都充满了好奇心，在世人眼里，两人最大的共同点或许就是他们的财富了。“我们俩是一对看起来有点儿奇怪的伙伴，是不是？”患有“高科技恐惧症”的伯克希尔哈撒韦公司董事长巴菲特如是说。现年64岁的巴菲特是工业时代最具典型意义的投资家，他的数十亿美元主要投资在最基本的制造业上，比如生产鞋、汽水和刮胡刀的企业。盖茨则恰恰相反，他是信息时代的杰出代表，凭借纯脑力工作积累了数以十亿美元计的财富。

两人通过共同的朋友、《华盛顿邮报》的编辑梅格·格林菲尔德相识，她也是盖茨的老乡。两位亿万富翁常常互相交流意见。曾经一

度，盖茨试图劝说巴菲特至少考虑一下，购买一台个人电脑，但是无果。不过，巴菲特最终还是在另一位朋友的“命令”下购买了一台电脑，因为这样就可以在线打桥牌了。和他一起打桥牌的人就包括盖茨的父亲。盖茨总是乘坐他那架被称作“站不住脚号”的二手飞机飞来飞去，巴菲特也曾给盖茨很多关于企业形象方面的建议。巴菲特说：“我告诉他，直到55岁，我才购买了企业专机，他或许也把维护形象这事儿放在他年老之后了。”

在很多年以前，盖茨订婚的时候，巴菲特还帮他找到了一枚价格相当划算的钻戒。当时盖茨准备给未婚妻法兰奇来一个小惊喜，他专程前往奥马哈取钻戒。他购买钻石的地方恰是伯克希尔哈撒韦公司控股的著名珠宝商店波仙珠宝（Borsheim’s）。**盖茨谈起这段往事时不禁咯咯地笑了起来：“为了我，沃伦特地让珠宝商店周日也营业。他曾告诉我说，第一次订婚的时候，他花掉了自己全部资产的6%去购买钻戒，作为真诚爱情的见证，他觉得我也应该像他一样。”**

两人还偶尔会为谁更富有而互相开玩笑。巴菲特知道盖茨痴迷于打赌，就送他了一对儿很有意思的骰子。巴菲特说：“我想永远把他打压在第二的位置上，但比尔每次都是立刻迎头赶上。”巴菲特还开玩笑地说：“如果我之前知道参与竞拍达·芬奇笔记本的人之中有比尔，就应该把价格再抬得更高一点儿。”

那么，盖茨究竟最欣赏巴菲特哪点呢？答案是，与巴菲特交流。他说：“沃伦非常谦逊，在描述复杂问题时总是表述得那么清晰。当泛泛而谈时，他的引用也很有趣，比如，当谈及他的投资策略时，他会拿梅·韦斯特打比方，可他一旦认真起来，就会相当有深度。他总是那样令人捉摸不定，所以，我总能在他身上发现新东西。”

42　盖茨眼中的巴菲特

42

盖茨眼中的巴菲特

1996 年 2 月 5 日

比尔·盖茨

在罗杰·洛温斯坦所写的沃伦·巴菲特传记中，他一开篇就强调了自己的特殊身份。

他透露说，自己是伯克希尔哈撒韦公司长期的投资者，见证了该公司在巴菲特的领导下，股价从33年前的7.6美元涨到现今大约3万美元的历程。

在评论洛温斯坦的传记前，我也必须表明一下我的身份。我不太可能以中立或者冷静客观的眼光来看待巴菲特，因为我们是非常亲密的朋友。最近我们还一起带着家人去中国度假了。他的每个笑话都让我乐不可支。我觉得他的饮食习惯，汉堡加可乐，是绝佳搭配。总而言之，我是他的铁杆粉丝。

人们很容易成为巴菲特的粉丝。毫无疑问，很多人读过《巴菲特传：一个美国资本家的成长》（*Buffett: The Making of an American Capitalist*）之后，就会成为他的追随者。洛温斯坦的书记录了巴

菲特不平凡的一生。书中并没有把他描写成一个有趣、谦恭、颇有魅力的人，而是更侧重突出了他的与众不同。读完之后，恐怕没有人会感叹：“哦，我跟这家伙简直太像了。”

巴菲特的成就大家有目共睹，洛温斯坦的书中讲述了不少有趣的细节。作者从1930年巴菲特出生于奥马哈开始，讲到他11岁时买了第一只股票；又从他进入哥伦比亚大学、师从本杰明·格雷厄姆学习证券分析，讲到25岁时创立自己的巴菲特合伙公司。作者还描述了巴菲特在经营巴菲特合伙公司期间购买股票时的深藏不露，却又相当开明地介绍自己的指导原则，即在逢低时买入股票，然后耐心持有。**正如巴菲特曾在致股东的信中谈到的那样：“这是我们投资策略的基石：别指望靠卖得好赚钱，而是要让买入的价格足够有吸引力，以至于卖价一般也可以获得良好的收益。”**

洛温斯坦还讲述了巴菲特如何接管了伯克希尔哈撒韦公司，如何将濒临倒闭的纺织厂经营成摇钱树，从而有资金去购买其他公司的股票。书中追溯了伯克希尔哈撒韦公司转变成控股公司的历史，讲述了巴菲特的投资理念是怎样一步步演进到，能够透过财务数据看到企业独一无二的经济价值。如今，伯克希尔哈撒韦公司旗下的公司包括，时思糖果、《布法罗新闻报》、世界图书出版公司，以及持股比例很大的美国运通公司、首府/美国广播公司（即将被迪士尼收购）、可口可乐公司、报业巨头甘乃特（Gannett）、吉列公司以及华盛顿邮报集团等。

读罢此书，读者们似乎觉得上了一堂非常有意义的投资和商业课，但是这些伟大的投资理念能否真正转化为实际效益还是未知数。巴菲特的天赋就是能够先人一步地思考，所以，仅仅把他的格言牢记在心，恐怕是达不到他那样的成就的，当然巴菲特的精辟论断是值得铭记在心的。

举个例子，巴菲特喜欢说投资方面没有所谓“好球”。“好球”只会发生在你挥棒却没打中的时候。当你上场击球时，无须集中注意力对付每一个投球，也不需要为没有挥棒击打“好球”而懊恼。**换句话说，没有必要把每只股票或者每次投资机会都研究一遍，你买的股票表现不如人意时也不要过于自责。巴菲特说，人生只需挥棒数次，只要好好做准备，就能让你个个击中。**

他对长期投资的偏爱印证了他的另一句格言：“你应该投资一家连笨蛋都能经营的企业，因为说不定有一天真的会由笨蛋来经营。”如果企业的成功全赖于每一位员工的出色，那么这样的企业难以令他信任。当然他也不相信，如果一个企业的基本面很差，伟大的员工还能发挥出神奇的力量。他说，当一位声名卓著、才华横溢的经理人接管一家基本面出了名糟糕的公司时，最终纹丝不动的必将是公司糟糕的名声，这一点很少有例外。

巴菲特为伯克希尔哈撒韦公司控股的公司配备了有力的管理层，也愿意给予公司足够的自由权。他留给管理者的基本指令是，经营好手中的生意，努力创收，然后相信巴菲特，明智地进行投资。他不鼓励管理层进入新的商业领域。管理层只需要专注于自己了解的行业，这样巴菲特也就能集中他的注意力做他擅长的事情：投资。

对与巴菲特见面一事的反应，我自己也有点大吃一惊。每当有人对我说：“你一定要来见见我的朋友××，他真的是最最聪明的人。”马上就会激起我的抵触情绪。大多数人在见过某个出色的人之后，都会很快下结论说，此人是如何的非同凡响。这是人之常情。每个人都想结识出众的人物。然而，结果往往是，人们常常高估对方的优点和成就。因此，尽管人们把巴菲特称作天才，我也没怎么当回事儿。

事实上，1991年7月5日，在我母亲劝我从工作中抽身一天去见见巴菲特时，我心里打了几百个大问号。他是何方神圣？我们应该谈些什么，市盈率？我的意思是，跟一个只懂买股票的人待上一整天？特别是还有很多工作要做的时候，这不是在开玩笑吗？

我跟母亲说：“7月5日我还有工作，相当忙。对不起啦！”

她回答我：“凯瑟琳·格雷厄姆也在那儿。”

母亲的话一下子引起了我的兴趣。尽管我从未与格雷厄姆有过谋面，但她将《华盛顿邮报》经营得风生水起，并在政界享有一席之地，这让我印象很深刻。格雷厄姆和巴菲特是多年的好友，巴菲特最具眼光的投资案例就是入股华盛顿邮报集团。格雷厄姆、巴菲特和几位优秀的记者恰好同时都在西雅图。出于某些特殊原因，这几位大人物同时挤进一辆小车，一大早从老远的地方开到我父母位于市郊的度假屋。车里的某些人也和我一样满腹狐疑：“难道我们一整天都要待在那幢房子里？”逼仄的小车里有人问：“一整天的时间，我们该如何打发呢？”

母亲坚信我一定会来。“我只待几个小时，然后就要回去了。”我告诉她。

到达以后，我和巴菲特讨论起在零售商广告刊登量下降的情况下，报业将如何转变。接着他就开始问我关于IBM的问题：“如果你白手起家建立IBM，如何让这家公司独树一帜？IBM业务的成长点在哪儿？你又会做何种准备？”

他的问题颇有见地，还给我讲了几个很有教育意义的故事。我从未如此这般享受过学习，也从未遇见过商业思路如此清晰的人。第一次见面那天，他还给我推荐了他自己在做的分析力测试，非常有趣。

首先，他会选择一个年份，比如1970年，查看当时10家总市值最高的公司。然后前进到1990年，看看20年后这些公司发展得如何。他对这个测试的热情感染了我。我食言了，在那儿待了一整天，在他上车和朋友离开之前，还答应他飞到内布拉斯加跟他一起看球赛。

和巴菲特在一起时，你能明显地感受到他对工作的热爱，这会在很多方面都能体现出来。他向你讲解问题时，从不会显出“嗨，我是这方面的行家，我一定让你刮目相看”的样子，而更像是“这是个很有趣的问题，事实上很简单。我这就解释给你听，你会意识到这简直就是个傻问题，而我却花了那么久才搞明白”。他的分享，充满了幽默，让整个问题如春风化雨般迎刃而解，好似问题看起来就是那么简单。

和巴菲特在一起最有趣的事就是，当我们和其他人接收一样的信息时，他总能迸发新意，这种新意在某种意义上是一种很卓著的创见。我们都会用新的观点来改造自己的公司。巴菲特和我都特别享受这个过程，而且还常常交流彼此的心得。

我们彼此相当坦诚，从未把对方当作竞争对手。我们的公司业务内容很少有重合，就算有，也恐怕就是他的《世界图书百科全书》*（World Book Encyclopedia）*和我的《微软百科全书》*（Microsoft Encarta）*有些竞争关系。巴菲特从不涉足科技行业，因为他只想投资那些他能做出前瞻的公司，在他不太了解的科技领域却几乎做不到这点。这对巴菲特是不利的，因为科技世界打破了知识的界限。过不了多久，大多数行业都会被科技的发展所影响，但吉列公司、可口可乐公司和时思糖果应该还是比较安全的。

我和巴菲特时不时地会在数学方面斗智。有一次，巴菲特递给我4个很不寻常的骰子，每个骰子的6个面上都有0～12数字的独特组合。他解释说：“我们每人选取一只骰子，舍弃剩下的两个，然后打赌谁

掷出最大数字的次数最多。”他颇为慷慨地让我先选择。然后说：“好吧，既然你先选了，那你给我什么赔率？”

我知道这其中定有蹊跷，于是说：“我来看看那些骰子。”

研究了骰子各面的数字之后，我说：“这是个赔本买卖。你先选。”

有一次，他先选了一个骰子，然后我用了好长时间决定从剩下的三个中选择哪一个。每个骰子上的数字都要慎重选择，它们是非传递性的，四个骰子中的任何一个都可能被其他的打败：骰子A可能打败骰子B，骰子B可能打败骰子C，骰子C可能打败骰子D，骰子D可能打败骰子A。这意味着，第一个选择骰子的人没有胜算，只有第二个选择的才能赢。这跟我们的直觉是相反的，就像商业世界中的很多事情一样。

巴菲特对于数字的敏感性是极高的，而我也热爱数学。不过，数学好并不能保证你会成为一名优秀的投资者。**巴菲特并不是因为他更善于计算赔率而比其他投资者出色，完全不是这样的。他也绝不是通过计算小数点后的第二位数而取得今天的成绩的。他投资只有一种可能，那就是机会已经相当成熟，此时他才会挥起手中的棒球棒。**

巴菲特另一个让我钦佩的习惯是，他的日程表里总不见各种各样的会议。“拒绝”不是件容易的事，可是巴菲特却做得很好。他知道自己喜欢做什么；而且只要是他喜欢的，总是会做得难以置信地好。他喜欢坐在自己的办公室里，阅读，思考。除此之外，还有些事儿他也乐意去做，可是并不多。洛温斯坦在书中非常准确地总结说，巴菲特是一个按照习惯过活的生物。他在奥马哈长大，也愿意在奥马哈终老。他有自己固定的朋友圈子，而且他也更喜欢和他们待在一起。他不是个寻找刺激和新鲜事物的人。刚过65岁的巴菲特，还住在奥马哈

那幢他25岁时买的房子里。他对常规的坚持也延伸到了他所做的投资决定中。他总是坚守着那些令他舒心的公司。他也很少去美国之外的国度投资。

有一些公司是他认定的长期投资伙伴。尽管相关数字明白无误地显示，股价已经吸收了所有未来的利好消息，处于阶段性的顶部，但他就是不愿出售手中的股票，不论价格几何。我想，他不愿出售的原因主要是出于哲学考量而不是利益最优化的驱使，但是我又有何德何能去揣测世界上最成功的投资者呢？巴菲特不情愿出售其实也契合了他在其他方面的习惯。

在某些价值观方面，巴菲特和我颇有共通之处。我们都为自己生在一个能将自己的技能转化为财富的时代而感到庆幸。如果生在别的时期，那我们的天赋可能毫无价值。我们都不打算把自己积累的财富挥霍一空，我们想用它为社会带来福祉。从某种意义上来说，我们现在都在为慈善事业而努力。无论如何，我们的下一代都只能继承一小部分的财产，因为我们都相信，把大笔财富都装进子女的口袋既无益于他们自己，也无益于社会。巴菲特常说，他希望留给子女足够的钱去做些事情，但不希望留给他们足够的钱而无所事事。在见到巴菲特之前，我就听过他这样的言论，亲耳听他讲述更加强化了我的想法。

洛温斯坦是一位善于搜集事实的作家，而《巴菲特传：一个美国资本家的成长》写得也恰到好处。巴菲特曾经告诉我，这本书绝大部分是相当准确的。他说自己有一天也会写本自传。不过，鉴于他自己对工作的专注和写书的难度（我自己深有感触），我想这一天还来日方长。然而一旦他写成，我敢保证这将是史上最有价值的商业类著作。

其实，在伯克希尔哈撒韦公司年报中，巴菲特写给股东的信已经可以跻身最佳商业文学的范畴。洛温斯坦的很多分析都来自那些信，

这也是分析巴菲特的一种正确途径。读过《巴菲特传：一个美国资本家的成长》一书之后，你会对这个人和他的思想产生极大兴趣，所以，我强烈推荐你去读读他的年报，即便是10年或15年前的那些。这些资料图书馆里都能找得到。

关于巴菲特和他的投资战略的书可谓不少，但直至巴菲特自己动笔写自传之前，这本书还是值得一读的。

本文原题《我从巴菲特那里学到了什么》（*What I Learned from Warren Buffett*），作者比尔·盖茨，作于1995年，版权归属微软公司。首刊于《哈佛商业评论》（1996年1/2月刊）。由微软公司许可转载。

43

解开衍生品的乱麻（节选）

1995 年 3 月 20 日

卡萝尔·卢米斯

由于衍生品呈现出的复杂乱象，外部董事根本不可能近距离地知悉他们的公司手中攥着哪些合同。大多数首席执行官也无法掌控局面。结果，选择对冲什么风险，运用什么衍生品来实现，如何划出风险管理和投机之间的警戒线，很大程度上将依赖于华尔街的金融业人士，其中的一些人，尽管相当不靠谱，却自我感觉良好地认为自己创造着可观的利润。而电话的另一头，将会是衍生品的销售人员在极力推荐着他们最新的创意，所推荐的创意想必都充满蛊惑性。

这不是让人欣喜的局面，至少对于衍生品这样的大问题来说不是。因此，或许我们需要的是一些新观念、新途径，能够打开新局面的新建议。能够提供这些的人，这里就有一位：伯克希尔哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特。他认为，如果要与衍生品打交道，他会要求每位首席执行官在年报中确认自己了解公司参与的每项衍生品。“如果把这条写上，”巴菲特说，“我想你就能解决好存在的每一个问题。”在一个异常复杂和充满困惑的市场中，这样的解决方法是不会起作用的，因为它太简单了。不过，他是对的。

44

巴菲特语录

1995 年 4 月 3 日

沃伦·巴菲特，现年64岁，亿万富豪，伯克希尔哈撒韦公司董事长。他在股东大会期间也不忘推销其公司生产的糖果、鞋和其他各种产品，他说：“虽然我们都期待股东大会带给大家的是更偏重精神层面的体验，但也务必记住，即便圣洁如宗教，也会将捐献盘作为仪式的一部分。”

1995年5月29日

查理·芒格，现年71岁，亿万富豪，伯克希尔哈撒韦公司副董事长。他在谈到公司涉及的官司时说：“他们传唤我们提交公司的人员编制材料。我们不仅没有这类材料，甚至连员工都没有。”

45

缘何沃伦·巴菲特对美国运通公司下大赌注（节选）

1995年10月30日

琳达·格兰特

在不断购进某只股票时，巴菲特不希望该公司知情。当消息最终被爆料时——通常是因为证券交易监督委员会的留档，他还是会继续购进该只股票，但不愿过多透露自己为何对这只股票这么感兴趣。我们所说的就是1995年美国运通公司的案例。当时所有的商业媒体，包括《财富》杂志，都不断给巴菲特致电，但他就是讳莫如深。

因此，我们就写写自己所了解的故事，即便原来的封面标题比我们这里所用的更有“批判性”。封面上写着《缘何巴菲特对一个‘纸牌屋’下大赌注》（*Why Is Warren Buffett Betting Billions on This House of Cards*）。足见《财富》杂志的这位作者和编辑在创作这篇文章时认为，美国运通公司的前景相当不乐观，但令他们困惑和难以置信的是，巴菲特的态度似乎截然相反。

我们打算写一篇长文，以巴菲特开始，也以巴菲特结束的，再加上关于他的补充报道。不过，在探讨公司新任首席执行官哈维·戈卢布（Harvey Golub）的问题上，我们遇到了困难。戈卢布来自著名的咨询公司麦肯锡。《财富》杂志认为，一位咨询专家，特别是成本削减和销售方面的专家，在重建美国运通公司20世纪90年代初丧失殆尽的威望方面，可能不是理想人选。

下面这些章节就是《财富》对巴菲特的描写，其中还包括一些补充报道。结尾部分则是巴菲特自己对这个问题的看法。

——卡萝尔·卢米斯

事件缘起：

沃伦·巴菲特喜欢发表关于股市不合理之处的洞见。1963年，因牵涉进其子公司的色拉油丑闻，美国运通公司股价曾大跳水。情况到底有多糟呢？为了一探究竟，巴菲特一整个晚上都守候在奥马哈的罗斯牛排馆（Ross’s Steak House）的收银台旁，就是为了看看人们会不会停用手中的运通信用卡。这桩商业丑闻似乎并未让就餐的人“消化不良”，所以，巴菲特抓住机会以1300万美元的价格买进了5%的公司股份，最终这笔投资给他带来了2000万美元的纯收益。

现在，巴菲特似乎想要重温旧梦，而且出手更大。过去的这些年里，伯克希尔哈撒韦公司董事长已经购进了4900万股美国运通公司的股票，差不多占到该公司总股本的10.1%。其价值约为22亿美元，美国运通公司和可口可乐公司、吉列公司、首府/美国广播公司一道，成为巴菲特的重仓股。再一次地，巴菲特认为美国运通公司的股价被低估了，而这是由于华尔街的非理性恐慌造成的。这次麻烦的导火线不是色拉油，而是一连串广为人知的纷争：由詹姆斯·罗宾逊三世（James Robinson III）领衔的管理团队几乎陷入“机能失调”的状态，在20世纪90年代初公司的品牌影响力急剧下降，而他建立金融超市的伟大战略，即收购莱曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holdings Inc.）的举措，如同搭建纸牌屋一般不堪一击。莱曼兄弟控股公司耗尽了40亿美元的资金之后，终于在去年被出售。美国运通公司的状况江河日下，由于威望扫地，它逐渐失去了消费者的信任，市场份额拱手让给了维萨（Visa）和万事达（Master Card），自身也成为一块烫手山芋。据分析师说，美国运通公司国际市场方面的业务也显露出萧条之态。

作为一名一向充满耐心的投资者，身家142亿美元的巴菲特相信，最近的这些麻烦只不过是“打个喷嚏”而已。他喜爱的是强大品牌和

健康的现金流，也正是这些造就了他无穷的财富。毕竟，根据伦敦的综合性品牌咨询公司英特品牌（Interbrand）的分析，美国运通公司至今仍是全球认可度最高的十大品牌之一。巴菲特相信，“美国运通公司依旧是全球范围内财务诚信和货币替代品的代名词”。正如他在1994年股东大会上向伯克希尔哈撒韦公司股东们解释的那样：“至今，对美国运通公司未来很多年的发展来说，至关重要的因素将是信用卡业务。我们认为，公司管理层针对这方面的考虑还是比较好的，比如，对‘如何保持信用卡的差异化’这个问题的考虑。”巴菲特似乎并不太在意该公司市场份额的缩水。相反，他更像在赌博，即便美国运通公司不会出现爆发式的成长，仅在信用卡业务方面就能获得一定的回报。

然而，尽管肩负着巴菲特的殷切期待，美国运通公司还是需要向自己的品牌注入新鲜的血液和活力。这可不是一项轻松的任务。

下面是故事结尾：

不论人们认为美国运通公司面临的挑战有多艰难，跟巴菲特对赌绝不是一项太明智的举措。别忘了，他之前对可口可乐公司和吉列公司的赌注也同样是大手笔，并且大赚了一笔。他对汽车保险公司的投资也颇为成功。与美国运通公司相似，这些企业都有着相当强劲的现金流。巴菲特手中的王牌就是他所支持的强有力的管理层：一群咨询顾问。令人迷惑不解的是，这群咨询顾问是如何在这场真正残酷的游戏中厘清事实、找出头绪的。

巴菲特如何看待购买美国运通公司股票这一举措

1995年10月30日琳达·格兰特

众所周知，沃伦·巴菲特是价值投资的忠实支持者。“价值投资”的观念是由华尔街传奇人物本杰明·格雷厄姆在20世纪三四十年代提出的。价值投资者相信市场并不总是理性的，它总是时不时地低估一家公司的真实价值，这正是他们购买股票的原因。

不过，即使明白这些道理，还是有很多人对巴菲特花20亿美元购买美国运通公司的股票感到大惑不解。由于美国运通公司一直在损失市场份额，再加上附属该公司的前经纪公司莱曼兄弟控股公司出现了不少问题，近年来，华尔街一直对其报以躲避的姿态。也许起初，巴菲特正是被这一连串的坏消息所吸引的。毕竟，格雷厄姆的主要信条就是独立思考，理解价格和价值的区别。他也劝告追随者要在市场中寻找真正有价值的“便宜货”。

小罗伯特·海格士多姆（Robert G.Hagstrom Jr.）是《沃伦·巴菲特之路》（*The Warren Buffett Way*）一书的作者，同时也是费城福克斯基金会（Focus Trust）的投资经理，他自身也信奉价值投资的理念。他指出，想要了解巴菲特的投资行为，应该先从了解他在1989年致股东的信中所谈到的理念开始。**巴菲特在其中写到，现在所有企业的价值“都可通过计算企业未来的现金流来评估，包含流进与流出，并以现行的利率予以折现。不管是马鞭的制造者还是移动电话的经营者，都可以在同等的地位上，据此评估其经济价值”。**

换句话说，海格士多姆认为，巴菲特把股票当作债券来评估其价值。他首先提出“所有者权益净值（net owner earnings）”的概念，所有者权益净值是指报告期利润加上折旧及摊销再减去资本投资。对于美国运通公司来说，去年的这个数字是14亿美元，和公司的报告期利润持平，尽管这并不是常见的情况。

在提出这个概念之后，他又提了一个问题：如果美国运通公司是一只债券，而且当年的票息达到14亿美元，那么10年之后，票息将会涨到多少？到时债券又将价值几何呢？

“判断一家公司的票息是很难的，”海格士多姆说，“因为你必须对增长率做出最准确的估测。”

这是非常基本的金融理论，但秘诀在于如何操作。虽然至今仍无人能破解巴菲特的价值密码，但至少，海格士多姆做了尝试。他的模型计算出美国运通公司每股股票的真正价值约为86.77美元。而该公司近期的44美元股价与86.77美元之间的差距代表了安全边际。“这是相当宽阔的一个缓冲地带，”海格士多姆说，“即使在行情不好的年份里，美国运通公司面临亏损，也可以保护投资者。”基于这一结论，海格士多姆自己打算购买8000股美国运通公司的股票。

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

以上就是1995年10月30日发表于《财富》杂志上的关于巴菲特和美国运通公司的文章。不过，巴菲特究竟有没有详细列出一整套支撑他购买美国运通公司股票的行为准则呢？直到1997年，他是否在致股东的信中回答了这个问题——完全没有。他说，这只是在打高尔夫球时灵机一动想到的。

这个“灵机一动”的背景是，在1991年，伯克希尔哈撒韦公司斥资3亿美元购买了美国运通公司俗称“Percs”的股票，它本质上是一

种优先股，但在三年内可以转换。特别值得一提的是，伯克希尔哈撒韦公司在这三年里获取了一笔额外的股息，但也被限制了可能获得的价格增值。1994年8月，“Percs”股票到期，被转换为普通股，而在当年初夏的时候，巴菲特还在考虑是要保留美国运通公司的股票还是卖掉。

有两件事让他犹豫不决，巴菲特在1997年的信中写道：他觉得，美国运通公司的首席执行官哈维·戈卢布一定会明智地意识到公司蕴藏的巨大潜能。然而，对于美国运通公司面临的残酷竞争，特别是与维萨之间的对决，巴菲特仍旧忧心忡忡。“权衡利弊之后，”他说，“我倾向于出售。”

随后，1994年的某一天，在缅因州的普劳茨狭地（Prouts Neck）他与赫兹公司（Hertz）的首席执行官弗兰克·奥尔森（Frank Olson）一起打了几洞高尔夫球。巴菲特在信中写道：“弗兰克是一位才华横溢的经理人，精通信用卡业务。因此，从第一杆开球区起，我就不停地向他讨教有关信用卡行业的情况。到第二洞果岭时，弗兰克就已经使我相信，美国运通公司的公司卡是能带来惊人效益的经济特许权。因此，我决定继续持股。等第9洞时，我又转变成了买家。在后来几个月里，伯克希尔哈撒韦公司拥有了这家公司10%的股票。”

1994年年底是巴菲特购买美国运通公司股票的一个转折点。从那时开始直至2012年年终，伯克希尔哈撒韦公司已经取得了13%复合年回报率的卓越成绩。在2005年的配送日，美国运通公司拆分出的美国金融服务公司（Ameriprise）的价值与所有股息一样被计入总回报之中，这次配送被视为美国运通公司的特殊股息。到了2012年年中，伯克希尔哈撒韦公司持有的美国运通公司股票花去了公司13亿美元，而市值达88亿美元之巨。

这听起来的确振奋人心。不过，这并不意味着伯克希尔哈撒韦公司在持有美国运通公司股票期间就能一帆风顺。2007年7月到2009年3月期间，金融类股票一败涂地，美国运通公司的股价也从65美元跌到谷底——10美元。跟往常一样，巴菲特只是耐心地观察着这一变动。本书出版的时候，股价回归到了59美元。美国运通公司也回购了大量股票。如此一来，伯克希尔哈撒韦公司目前控制着该公司13%的股份。

——卡萝尔·卢米斯

46

给予的礼物，巴菲特点滴

1996年3月18日

贝萨妮·麦克莱恩

伯克希尔哈撒韦公司股价已达到了32800美元，这不但让持股人担心赠予时的赠予税（即使一股也会触发赠予税），也使资金有限的观望者只能远远垂涎巴菲特掌舵的大受欢迎的股票。5月6日，股东们将对巴菲特的提议进行投票表决，这项提议是，将至少发行1亿美元的B股（Class B Shares），每股的发行价为1000美元。而目前被重新命名为A股（Class A Shares）的股票，可以随时转换为B股。“我们只想吸引那些被我们吸引的投资者。”巴菲特说。为了避免出现大家抢着将A股转换成B股的情况，他提示投资者们，B股会稍微逊色于现有的A股：B股的投票权较小，也不能像A股持有者那样能利用企业的资金进行捐赠。不过，对于想赠予或者资金量较小的投资者，B股无疑给了他们投资伯克希尔哈撒韦公司的有效途径。

47

比尔·盖茨和沃伦·巴菲特秀

1998年7月20日

布伦特·施兰德

这是比尔·盖茨和沃伦·巴菲特在华盛顿大学的演讲记录。在他们演讲的过程中，绝大部分时间是在回答师生们的问题。《财富》杂志组织了这场颇具历史意义的尖峰对话，而我只是将布伦特·施兰德编纂的出色报道援引至此（做了稍许改动）。

——卡萝尔·卢米斯

5月末的一个温暖的周五下午，在华盛顿大学西雅图分校的赫斯基联合大楼（Husky Union Building）里，学生们排起了长队，从大厅一直延伸到大门外。从大家熨烫整齐的棉布裤和衬衫（而且没戴鼻环）的着装上，你就能分辨出，他们不是在排队购买费西乐队（Phish）的演唱会门票。相反地，这些衣冠楚楚的学生是在争相获得一场演讲的最佳坐席。这是场非常特别的演讲。学生们和一些比较幸运的嘉宾将会有幸聆听到全球最富有的两个人之间的公开对话：比尔·盖茨和沃伦·巴菲特。

在微软高管高峰会议刚刚结束的那个周末，巴菲特趁此机会造访了盖茨的家。其结果是，这对亿万富翁好友促成了这次讲演。超级投资家和计算机大亨邀请了350位商学院学生来参加会谈，美国公共广播

系统（Public Broadcasting System）和《财富》杂志对演讲进行了全面报道。

当学生们在楼下骚动一团的时候，盖茨和巴菲特正与他们的妻子、华盛顿邮报前任首席执行官凯瑟琳·格雷厄姆、比尔·盖茨的父母和姐姐以及几位好朋友谈笑风生。他们在休息室吃了点新鲜水果，化妆师给盖茨的鼻子上了点粉，给巴菲特修了一下杂乱的眉毛，这让巴菲特的妻子苏珊喜不自禁。这位“奥马哈先知”（Oracle of Omaha）甚至还笨拙地模仿理查德·尼克松（Richard Nixon）摆出了“V”形胜利手指。

上台之前，两人摆出英勇的姿态合影，还像大学室友般互相“击掌”。亲友们关心的则是，两人不要太啰唆，这样大家就能按时回到盖茨家打桥牌了。整个过程给人的感觉就像是分散各地的一家人又其乐融融地团聚在一起了。当然，这是世界上最有影响力的“家族”之一。

作为休息室里的客人，给我留下最深印象的莫过于这两位最知名的亿万富翁之间跨越年龄界限的深厚友情（当时，42岁的盖茨净资产约为480亿美元，巴菲特则为360亿美元左右。多年之前，年长盖茨25岁的巴菲特，其财富曾远远领先于盖茨）。巴菲特的出席，似乎安抚了盖茨，所以他表现得相当轻松友善，尽管微软公司正面临着美国司法部的“反垄断诉讼”，而且，前两天召开高管高峰会议的巨大压力还未完全释放。尽管鱼尾纹已经开始爬上盖茨的眼角，他慢慢意识到自己的年纪渐长，已不再是曾经的那个瘦高个儿了，但巴菲特和格雷厄姆仍旧视他为天资聪慧的神童。正因为这样，盖茨一反他平日里辩论家的姿态，给予了他们最多的温情和尊重。

在华盛顿大学商学院主任比尔·布拉德福德（Bill Bradford）的介绍结束之后，在台侧等待的两人走上了讲台。不幸的是，主任的介

绍，主旨在于赞扬微软公司雇用了很多华盛顿大学的毕业生，根本没说到点子上。

这场诙谐的、思辨的、出色的对话，远不止是一个雇用很多大学生的老板和他好友之间的互相打气。不信，你不妨自己看看。

——布伦特·施兰德

当亿万富翁面对350个学生时，大家又能从中获得什么启发呢？840亿美元的灵感。当两人无可比拟的智慧以及难以穷尽的财富碰撞时，会发生什么呢？实际上，他俩一起分享了如何承担风险、激励员工、面对挫折以及回馈社会。而这次分享的结果就是：我们离智慧越来越近了。

1.你们是如何走到现在这一步的

巴菲特和盖茨揭示自己如何成为比上帝还富有的人。

巴菲特：在开始之前，我想先声明一点，我和盖茨打了个小赌，看谁会获得最多的掌声。我提议将自己的房子作为赌注，但最后我们定下了一个小数目。不过，对盖茨来说显然不是那么小，因为就在我们走上台之前，他给了我一件内布拉斯加大学剥玉米人队（Nebraska Cornhuskers）的队服，然后他自己穿了一件华盛顿大学的紫色汗衫。

他们希望我们俩开场先来谈谈我们是如何走到今天的，然后再来回答你们的问题。就我而言，答案非常简单，成功与智商无关，我相信你们会很高兴听到这点，关键在于理智。**我一向将智商和天才看作汽车的马力，而最后输出功率的大小则取决于理智。许多人开着400马力的汽车却只发挥出100马力的功率。“最佳状态”应该是：200马力的车百分之百地发挥出200马力的功率。**

那么，为什么一些聪明人在做事情的时候却不能获得他们应得到的结果呢？这跟个人的习惯、性格及理智有关。首先，不要自己给自己设置障碍。可以说在座的诸位绝对有能力达到甚至超过我的业绩。然而，事实是，有些人能行，有些人还是不行。不行的人并非客观条件不允许，原因主要在于自身。**因此，在这儿我有一个小小的建议：先选择一个你最崇拜的人，并写出你崇拜的原因及他身上的优点；然后再选出你最厌恶的人，并写出使你厌恶的地方。只要经过一段实践，你所崇拜的对象的优点就会渐渐地成为你自己的，假以时日，就会全部成为你自己的了。**

很多时候，习惯的链条太过轻盈，以致人们往往感觉不到。如果它太重反而容易被截断。像我这个年纪，已经无法再改变任何习惯了，我已经定型了。然而，从现在开始起的20年里，只要你坚定地开始实践，便会养成某种习惯。所以，我建议你们从别人身上寻找你钦佩的行为举止，将之变为自己的习惯；同时从别人身上发现真正应该受到谴责的东西，并下决心不去做这些事情。如果坚持这么做，你将会发现你把自己所有的马力都转换成了输出功率。

盖茨：我非常赞同巴菲特刚才对于习惯的一番高论。幸运的是，我在很小的时候就接触到了计算机，这大概就是我成功的缘由及秘密所在。尽管当时计算机非常昂贵，功能开发也有限，但还是令人神往。一些朋友和我几经探讨之后，一致认定：这个神奇的芯片技术将会发展成为人人都能掌握的东西。我们认为，计算机的发展前途不可限量，编写程序将会成为一件非同寻常的大事。基于这点“先见之明”，我们就雇用了几个朋友编写软件，想看看计算机这个玩意儿到底有多神奇。结果表明，以计算机为主角的信息革命不仅节省了人们的体能，而且还大大拓展了人的智能。

计算机刚刚兴起时，我们就进入了这一领域，并倾注了大量心血，因此，我们创建的公司才在这场天翻地覆的巨大变革中得以成为中流砥柱。非常幸运的是，现在这场革命仍处于初始阶段。23年前，我们创建了这家公司，没人怀疑过我们是否形成并且保持了自己的习惯。接下来的23年，我们被赋予了更多的发展潜力，也许甚至让我们更接近最本真的愿望：“让每张桌上和每个家庭都能拥有电脑。”

Q：我很想知道，你们自己又是怎样定义成功的呢？

巴菲特：我个人的看法是，成功就是快乐，快乐是我安身立命之本。**我庆幸生命里的每一天都做着自己喜欢的事情，和自己欣赏的人一**

起工作，我也没必要和令我作呕的人合作。我跳着踢踏舞去上班，到了办公室以后，总觉得自己如同躺在沙发上绘制着天花板。这简直太有趣了。工作中唯一不喜欢的事情就是，我偶尔必须解雇某个员工，这种事每三四年发生一次。

有人说，成功是得到你想要的东西，而快乐是满足于自己拥有的东西。我不知道在这一句话中，哪一点更适用于我，但我的确知道自己不会去做任何别的事情。我想建议你们，当你们出去工作时，要与你钦佩的人共事，在他们的组织里工作，因为这将令你兴奋。我一直为这些人担忧，他们总会这么说："我准备先去干10年，尽管我真的不是很喜欢这份工作。然后我就去干这个……"这有点像储存你的性能力留待年老色衰之时，这实在不是什么好主意。

我曾经拒绝了一些本来可以接受的交易，原因就是我不喜欢那种不得不与某些人共事的感觉。我不愿见到任何装模作样的人，不愿与自己不喜欢的人纠缠不休，这就像纯粹为了钱而结婚一样。无论如何，这可能都是糟糕透顶的主意。不过，如果你已经非常富有，还要这样做，那绝对是神经有问题，是不是？

盖茨：我同意，关键在于你能否从自己每天的工作中得到乐趣。对于我来说，这种乐趣是与非常有魅力的人共事，致力于解决新问题。每当解决一个新问题，我们都会觉得："嗨，我们又获得了一点点成功。"我们相当谨慎，不会过多地纠缠在已有的成就上，因为我们对自己的要求也越来越高。我们总是从用户那里得到反馈信息，他们告诉我们机器太复杂，用起来不太顺手。解决复杂性的问题、实现技术的突破和研究计算机产业，特别是软件开发，是最有趣的工作，我想我正从事着最称心如意的工作。

巴菲特：你不觉得"奶品皇后"（Dairy Queen）比这更重要吗？（去年伯克希尔哈撒韦公司斥资5.85亿美元收购了奶品皇后公司）。

盖茨：沃伦，你可以经营奶品皇后公司，我去收购帝力棒（Dilly Bars）。

巴菲特：你收购我们就提价。

Q：创建一家新公司风险极大。你们是如何确定创建一家新公司的最佳时机的？

盖茨：当年创立微软时，我太兴奋了，以至于没有考虑任何相关的风险。这是事实，我有可能倒闭，但我具备一系列非常专业的技能，即便公司倒闭，我也会很容易找到工作。而我父母当时仍希望我回哈佛大学完成学业。

巴菲特：来我这儿，我们会永远给你留个位置，比尔。

盖茨：令我担忧的是，当我开始雇用朋友时，他们期望有所回报，但不久我们便有客户倒闭，那是我们赖以渡过难关的客户。因此，不久我便形成了一种保守得令人难以置信的观点：我希望银行账户上有足够的钱来支付员工一年的薪水，即便我们没有任何收入。这个习惯一直保持了下来，我们现在有100亿美元，对于来年的薪水来说绝对够用。

无论如何，如果准备创办一家公司，便需要有足够的精力，能使你有自信克服冒险所带来的后果。同时，我不认为你们有必要在创业阶段就开办自己的公司。为一家公司工作并学习它们如何做事，会令你受益匪浅。以我们自己为例，我和保罗·艾伦总是怕别人先我们一步，但结果往往是，我们延迟了一年又一年。事实上，很多事情就是因为有些滞后才未能早些启动，但在起跑线上多做准备似乎对我们也非常重要。

Q：怎样使人们支持你们？

盖茨：一开始，你会碰到一些怀疑你的人。如果你还年轻，要租一间办公室是很难的，不到25岁是无法租车的，所以，那时候我总是坐出租车去见客户。有时人们要我到酒吧去谈事情，但是当时我不能上酒吧（注：美国对饮用含酒精类饮料有年龄限制）。

非常有趣的是，开始时人们总是以怀疑的眼光观望着我们。他们会说：“噢，这个孩子什么也不懂。”但是当你确实做出了一种好的产品，也确实懂得了什么时，他们就会狂热地追随你。**因此，至少在这个国度，一旦我们迈过了某个门槛，年轻人将是一笔巨大的财富。**

2.全世界都是我们的地盘

巴菲特为什么那么肯定中国人也愿意喝可口可乐？

Q：作为商人，你们如何将企业推向世界？

巴菲特：站在伯克希尔哈撒韦公司的角度来看，我们并没有直接把触角伸到国际市场中去。我们最大的两笔投资是可口可乐和吉列剃须刀片。

可口可乐80%的利润来自国外，而吉列则有2/3的利润来自国外。因此，它们正参与着全球范围内改善生活质量的活动，我们是靠骑在它们的肩背上走向世界的。正因为如此，我才能安坐在奥马哈，让可口可乐公司首席执行官道格拉斯·艾夫斯特在世界各地飞来飞去。

盖茨：我们的业务确实是全球性的。个人计算机标准是全球性的。你在韩国或埃及所需的Excel，与你在美国所需的东西是大致相同的。不过，我们必须做某种变动，以适应当地的语言，而这也是我们业务中的一个很有趣的组成部分，即懂得双向语言，并在汉语、日语和韩国语方面积累大量的基础知识。

事实上，我们的市场份额在国外的比例要比国内高得多，因为相对说来，在当地建立分公司是很困难的，而且了解当地的条件、当地的销售渠道和关系也不是件轻而易举的事。由于我们大多数竞争对手来自美国，它们都不善于经营国际业务，所以，我们的业务在其他国家甚至更兴旺。

在未来，我们大部分的增长将来自国外。国内的市场即将发展到多半是一个替换市场的阶段。当然，这并不意味着，美国消费者不需要能看、能听和能学习的更好的软件。不过，在美国以外，我们仍能见到那种早期的业务大幅度增长的现象。

Q：是什么促使你俩于1995年一起前往中国的？那次旅行对你们此后的全球业务决策产生了什么影响？

盖茨：我们有许多理由前往中国，但部分是为了休息和娱乐。我们发现那儿有很多家麦当劳餐厅，因此，我们没觉得离家太遥远。去看看中国正在发生的各种变化，去领略这个国家不同地区的风情，去会晤一些组织的领导者，也是一件激动人心的事。

微软公司已经在投资中国的市场。自那时以来，我们增加了更多的投资，但是，就我们销售的比例来说，在中国的销售比例是微不足道的，还不到1%；而且，即使在今后5年内，中国的销售额翻上一番，情况也不会有大的改观。实际上，只有从未来10年的角度来衡量，我们才能说，我们对中国市场如此重视是值得的。

虽然每年在中国售出大约300万台计算机，可人们并不为软件付钱。不过，总有一天他们会为此买单的。**而且，如果他们想使用盗版软件，我们希望他们盗版我们的软件。在他们变得有点上瘾之后，在今后10年内的某个时候，我们将设法解决如何收钱的问题。**

巴菲特：我的家人对我前往中国感到很吃惊，因为我的旅行从来不越出内布拉斯加州奥马哈的边缘。在中国，我度过了一段非常美好的时光，而且还证实了我的一种预想，中国将是可口可乐的大市场。我对那儿的每一个人说，可口可乐的作用就像是一种催欲剂。

3.创新“改造”我们

巴菲特把因特网比作口香糖。

Q：你们两位都是各自行业的创新者。我很好奇，你们对创新的定义是什么？

巴菲特：实际上，在自己的工作中，我不怎么进行创新。我只有两项职责：一项是分配资金，我很喜欢做这件事；另一项是帮助15或20名高级管理者，使他们在没有任何经济顾虑的情况下，以极大的热情投入到工作当中。我们3/4的管理者算得上是富裕的，至少，在金钱方面的需要不会得不到满足。因此，我的职责是帮助我的高级员工，使他们早晨起床就能够点燃足够的工作兴趣，继续以钱包空空和初出茅庐时所抱有的那样的热情投入工作。如果说我做的是这两件事，那么，他们做的事就是创新。

盖茨：事实上，技术行业有许多曲折的变化。或许根本原因就在于，这是一个如此有趣的行业，所以没有一家公司会故步自封。IBM公司将永远在技术上比任何公司更占优势，但它错过了技术发展道路上的几个转折点。因此，你每天早晨醒来时就应该考虑：“嗯，我们一定要竭尽所能，不再错过今天技术发展道路上的重要转折。并仔细留意，在语言识别方面或在

人工智能方面，正在发生着什么。我们要确保我们雇用的正是那种能齐心协力地做好这些事情的员工，而且我们要确定，在工作时没有感到措手不及。”

然而，有时我们确实感到措手不及。比如说因特网出现时，我们把它作为第五或第六件优先考虑的事。当有人跟我提到因特网时，我没有说我根本不知道因特网如何拼写，而是回答说：“我已把因特网列入我的议事日程，所以我觉得没什么问题。”**可是，紧接着我们就认识到，因特网比我们的战略规划发展得更迅速、更深刻。因此，作为领导者，我必须营造一种危机感。**我们花了好几个月的时间向各地征询看法，发送电子邮件，我们还放弃了一些计划。最终，新的战略产生了，这时我们会说：“好吧，这就是我们想做的事情，这就是我们内心衡量自己的方式，这就是世人评价我们所作所为的依据。”

这种危机每隔三四年就会发生一次。你必须认真倾听微软公司内部所有聪明人的意见。这就是像我们这样的公司必须吸引许多具有不同思维方式的员工的原因。我们必须容忍许多不同的意见，也必须识别正确的意见，并给予支持。

Q：信息时代的到来，使社会发生了革命性剧变。你们认为有哪些国家和公司为此做好了最充分的准备？

巴菲特：仔细想想，在15年以前，这个国家甚至对其在世界上的竞争力有一种自卑情结。

盖茨：当时每个人都在谈论日本人如何垄断了民用电子产品，接下来将是计算机产业。此外，他们勤奋工作的制度不明缘由地竟是那么优秀。我们必须彻底地重新思考我们正在做的事情。可现在，如果你观察一下个人计算机产业或者整个工商业正在发生的情况，或者观察一下我们如何分配资金，如何让劳动力流动，美国已处于非常领先的地位。因此，整个信息技术的第一受益人，首先就是美国人。

在诸如新加坡、中国香港和斯堪的纳维亚半岛这样的国家和地区，人们采用信息技术的速度大致与我们相同。而且，部分国家和地区相对于其收入水平而言，紧跟信息技术的速度甚至超过了我们，因为这些国家对教育深信不疑。在韩国以及中国的许多地区，我们看到计算机难以置信地进入了收入水平很低的家庭，因为那里的人们坚信，计算机是帮助他们的孩子获得成功的工具。

整个世界将大大地受益于计算机的普及。可以预见的变化是，你的收入水平将不是取决于你来自哪个国家，而是取决于所受教育的程度。今天，一位印度的哲学博士很难赚到与美国的哲学博士一样多的钱。如果我们能使因特网像船舶运输货物那样有效地传送服务和建议，那么，你将拥有一个本质上开放的市场，这个市场既争取印度工程师的加入，也争取美国当地工程师的加入。而且，这有益于每一个人，因为这能使任何人更好地利用资源。因此，发达国家将是最早从中受益的。然而从长期来看，发展中国家中有幸获得良好教育的人们，完全应该从这一切中获得最大的利益。

巴菲特：一开始我并没有领悟到这将是一次巨大的技术革命。这次技术革命将以激动人心的方式改变世界，而且速度飞快。然而，颇具讽刺意味的是，我们对待技术革命的态度与盖茨是截然相反的。我在技术革命中寻找商机。我想我能通过这些商机预测，在未来的10年、15年或20年之后，世界将会变成什么模样？或许那时的商机将或多或少与今天的商机一样，除了规模可能会更大，国际交易可能会更多。

因此，我关注的中心是不变的东西。比如，我看待因特网的方式是，尽力确定一个行业或一个公司会受到因特网怎样的损害，或者如何被因特网改变。然后，我就要尽力避免这种情况发生。但这并不意味着，我否认能从这种变化中赚取很多钱，我只是不认为我会是那个人。

以箭牌口香糖为例。我不认为因特网将改变人们咀嚼口香糖的方式，盖茨或许会这么认为。而且我认为，因特网不可能会改变这样一个事实，可口可乐将会是人们最偏爱的饮料之一，而世界各地的人均消费量都将上升。我不认为因特网将改变人们是否或者如何刮胡子的习惯。**因此，我们正在寻求的是可预测的东西，而在盖茨所做的事情中发现不了这种可预测的东西。作为社会的一员，我赞同他所做的事情；但作为一名投资者，我始终以警惕的眼光看待这些技术变革。**

盖茨：在这一领域，我与巴菲特的看法十分一致。我想，许多技术股票的价格应该略低于诸如可口可乐公司和吉列公司这样的股票，因为我们正在经历着规则的彻底变化。我非常清楚地知道，在未来10年内，即使微软公司仍是行业领头羊，我们也将不得不经受至少3次危机。

4.法庭上见

盖茨和巴菲特探讨垄断问题。

Q：反垄断法在美国商界应该扮演怎样的角色？

巴菲特：1977年我们曾遭遇《布法罗晚报》（*Buffalo Evening News*）的反垄断官司。不论你相信与否，1991年，在所罗门兄弟公司处境艰难的情况下，我们还与纽约联邦储备银行、美国证券监督委员会以及财政部之间有着很多麻烦事儿。不仅如此，司法部反托拉斯署也在后面紧盯着我们。我不知道印第安人事务局（Bureau of Indian Affairs）是怎么回事，不知出于什么原因，它也惦记起我们。这是仅有的两次与反垄断问题的交锋。而我认为，任何一次我们都没做过任何有违法律的事情。我也必须得补充一点，这两次我们也都没有遭受任何宣判。

我不是反垄断问题的专家。8年前认识盖茨的时候，他扮演了一回出色的老师。他花了六七个小时向我解释微软公司的情况。坐在那儿听讲的我，或许是全世界对科技领域最一无所知的人，可他却向我解释得那么清楚。讲完之后，我打算购买微软公司100股的股票，这样我就能真正地追踪公司的发展。这说明了两件事：一是我的智商恐怕也就50左右，另一件就是我不认为他有任何垄断的嫌疑。

盖茨：竞争法的核心作用在于保护消费者，确保新产品的顺利问世以及产品本身的创新质量。你可以看看不同的行业，并扪心自问一下：“哪个行业发展得最好？”不论你的评分标准如何，当之无愧成为最好的、首屈一指的就是个人计算机产业。我并不是指广义的计算机行业，因为你要谨记，在个人计算机横空出世之前，整个行业的构架是非常不同的，而且困难重重。不论你是从IBM、惠普或者其他厂商购买的计算机，你创造的软件只能依赖那台计算机运行。

微软的观点是，所有的计算机应该以同样的模式工作。原因在于，如果你想获得既多又好的软件，就得拥有很多台计算机，或许是成百万上千万的计算机。因此，必须使计算机的价格降下来，模式统一起来，这样你就不需要在不同的计算机上测试软件。个人计算机产业的目标，就是让每家计算机

生产商参与竞争，去制造最轻便或是最快，抑或是最便宜的计算机。消费者无疑是最大的获益者，这同样也会带动软件市场的发展。

个人计算机出现之前，计算机的价格总是以一定速率下降，而自从个人计算机蓬勃兴起，其价格下滑的速度简直令人难以置信。软件的种类和质量也以显著的速度得到提升。今天，我们无疑是站在了历史的顶峰。新软件企业如雨后春笋般出现；新的就业岗位也涌现出来；投资的水平，上市公司的数量，呈现出一片繁荣的景象。现在的水平甚至远超过仅仅三年之前的水平。消费者方面也一直紧跟着时代的步伐。

与其让软件开发人员复制其他人的工作，不如让我们搜集所有应用中的典型特征，将其放到视窗操作系统中，这才是个人计算机源源不绝的发展动力所在。因此，像链接到因特网的性能一样，已经不必每个人自己都要做一遍，我们已经放到了视窗中。这是革命性的突破，用户图形界面出现了，硬盘支持、网络支持以及现在的因特网支持，甚至还包括浏览器也都应运而生。

我觉得反垄断法在原则上是非常好的。有些人会就它们是否应该被削弱而争辩，但那是学术界的兴趣所在。我进入商业领域时，总是很谨慎地和律师沟通，确保我们不越雷池半步。因此，当得知我们被牵涉进反垄断的官司中时，我还是有点儿吃惊。感谢司法的公正，让人们能够看清竞争是不是在保障消费者权益的大方向下进行。我们坚信在司法体系之下，一定会有公正的结果。

同时，我们周围也充斥着各种各样不同的声音，因为打官司可不是件小事。政府向我们提出了挑战，而且说了很多义正词严的话，但我们要保证自己不受干扰，继续执着于我们的事业。

5.一家公司的真正价值是什么

巴菲特解释，为什么伯克希尔哈撒韦公司的一股股票比一辆雷克萨斯轿车更值钱。

Q：巴菲特先生，我听说你有一项反对股票分拆的政策。你能否对微软公司分割股份的历史发表一点看法？

巴菲特：如果我走进一家餐厅，然后告诉服务员说：“我需要两个寄物牌，其中一个用来存放帽子。”我的心情也不可能会变得更好，同样的道理，股票分拆也不会让我变得更富裕。不过，我也不会与进行股票分拆的公司发生任何争执，我也不认为微软公司受到了股票分拆的损害。

我认为，我们的政策非常适合我们。在我的宗教教养中，没有任何东西使我对股票分拆持抵制态度。我是三家公司的董事会成员，其中两家公司在最近两三年里进行了股票分拆。我突然想到，不分拆伯克希尔哈撒韦公司的股票或许可以吸引一群更长期的投资者。正是我们的目标吸引了与我们非常相似的股东，他们具有与我们相同的投资时限和期待。我们不谈季度收益，不设投资者关系部门，不开让华尔街分析家参与的电话会议，因为我们不需要只着眼于下一个季度或者下一年业绩的人。我们需要的是这样的人：他加入我们队伍中来是希望与我们在一起工作，直到离开这个世界。

如果我大动干戈地分拆股票，是否会在很大程度上改变股东的构成？不会。不过，股东构成还是会发生些许变化。而且，请记住，股东席位都被占满，就像这所礼堂一样。如果我说了冒犯你们大家的话，你们全都离开了，但又进来了另外一群人，我的处境会变得更好还是更糟？好吧，这取决于他们是怎样的人，你们又是怎样的人。不过，我认为，我已经拥有了一群拥护公司政策的好股东。我还觉得，这种不分拆股票的政策增强了公司的吸引力。

盖茨：巴菲特做了一件非常值得钦佩的事，因为他向人们发出的信号表明，这是一种“与众不同的股票”，而他们应该予以考虑。伯克希尔哈撒韦公司与你们常见的典型公司略有不同。具有这种不寻常的股价或许是一件好事，只要媒体没把这事儿搞砸。由于股票版面上那些专栏的大幅报道，你们知道，他已经招致了很多非议。

Q：巴菲特先生，有一些人说，给一家公司估值的传统方法在目前的市场上已经过时，你对此有什么看法？

巴菲特：我想，根据我们的标准，很难在目前的市场上找到价值被低估的公司。不过，我不认为评价方法发生了变化。只是在某些市场上，一些公司的价值被低估了。比如在20世纪70年代中期的市场上，你所关注的每一种证券的价值实际上都被大大地低估了。我曾经营了大约13年的合伙公司，并于1969年将其关闭。关闭公司是因为我得不到任何东西。在当时，我

并没有丧失评价公司的能力，只是因为不再有足够便宜的股票值得购买，而我又不从事空头交易。

我觉得不存在任何如何正确评价金融资产的魔法。根据定义，一种金融资产意味着你现在把钱投进去，为的是在将来把钱赚回来。如果每一种金融资产的价值都能得到恰当的评估，它们将全都能以合理的价格被出售，直至上帝最后审判日，并以同样的利率贴现归还给提供者。这样就不会有任何风险溢价，因为不论何时，你已经知道，这种“债券”上印着怎样的优惠。无论在1974年，还是在1998年，都应该以这种方法评估金融资产。如果不能这么评估，那么我就不买任何金融资产。于是，我只能等待机会出现。

Q：你目前寻求的市盈率是否比您在1969年时所寻求的更高？

巴菲特：这种比率会受到利率的影响。就估价而言，现在与1969年或其他任何时期之间的估价差别，可能会受其他任何事情的影响。如今，如果你纵观整个市场，净资产回报率远远高于1969年或1974年，或者历史上的其他任何时期。因此，如果你想说你打算评估整个市场，问题就变成：“你是否迷恋于整个美国企业目前20%的净资产回报率，并认为这是一个可保持到无穷未来的切实可行的数字？”依我看，这是一种相当鲁莽的假设，因为没有留下很大的安全边际。此外，我还想说，目前的市场水平只有打一个很大的折扣才能形成安全边际，因此，我变得更加谨慎。

Q：你是否感受到高科技的发展提升了商业领域的效率，你愿意加大对科技方面的投入吗？

盖茨：当你开始使用高科技时，一定会感受到效率的骤然提升，特别是美国的企业在这方面比美国之外的竞争对手做得更好的时候。高科技能使你们得到更好地沟通，很多原本不可能在全球范围拓展的生意，现在也因此蓬勃发展起来。

当仔细观察那些真正的大赢家时，比如，可口可乐公司、微软公司、波音公司或通用电气公司，你就会发现，这些能够获得20%净资产收益率且正迈向全球化的公司无一例外地都受益于科技的发展。不过，这也不能保证10年之后它们依然可以获得这样高的净利润。几乎可以确定的是，目前的情形应该不会持续很久。

巴菲特：我也坚信高科技在企业效率方面起到了非常大的推动作用，如果我不真心这么认为，当着盖茨的面，下这样的论断一定会心虚。不过，问题是，你要考虑到这一点：比如，我找到了一条复制杰克·韦尔奇的成功之路，并且拷贝了499个“韦尔奇”。韦尔奇继续经营他的通用电气公司，另外的499位占据了《财富》500强的其他席位。如此的《财富》500强在5年之后会不会带来更高的净资产收益率呢？

我认为答案没有那么简单。因为如果你制造了500个杰克·韦尔奇，他们之间会形成一种竞争关系，如此一来，可能会拉低整个美国商业界的利润率水平。然而，如果这些人并非那么精明，而只有一个杰克·韦尔奇和他们竞争，情况则会大不相同。如果管理水平迥异，那么获得超高利润率的概率也会大为提高。

因此，我必须要说的是，商业上的很多事情，包括高科技行业，就如同一场盛大的乐队沿街演出，如果你想观看演出，就不得不踮起脚尖，而30秒之后，其他人也都踮起了脚尖，尽管你的双腿累得几乎抽筋，却还是很难看到想看的盛况。

当创新取得进步时，资本主义似乎自行失效了。这简直是太棒了，因为这意味着一切都会变得更好。不过，真正的难题在于，如何在踮起脚尖的同时又不让别人注意到你？

Q：最近的并购浪潮真是匪夷所思。你二位能否谈谈，这样的并购该如何为股东创造价值？

巴菲特：事实上，我们俩希望发表一个小小的声明……（笑声）

并购是不会停止的，而且经过周全的考虑之后，并购的浪潮还会被激起。在许多并购案中，确实存在增效作用。可无论是否存在增效作用，兼并还会继续发生。如果你是一个意志薄弱的人，就不可能成为大公司的首席执行官，而要想成为首席执行官，你身上就不能缺少动物的猎食本能。而且，并购是会传染的。我曾多年担任19家不同上市公司的董事，我可以告诉你们，交谈很可能变成收购和兼并，特别是当其竞争对手也参与到这场游戏中的时候。只要我们的经济以目前的方式运转，而且我认为目前的经济运转得非常好，你们将会看到大量的并购。一般情况下，一个活跃的市场环境往往是鼓励并购的，因为在这种情况下，每个人的通货将会更有用。在几周之后，伯克希尔哈撒韦公司就同意以价值235亿美元的股票收购世界上第三大再保险公司：通用再保险公司。

盖茨：我想，对并购抱有正当的怀疑是件好事。通用汽车公司的创立是汽车工业重建的结果，这种调整的目的在于让本来做所有工作的公司进行专门化生产。而且，错过这次机会的人基本上都被淘汰了。

我们收购了很多小公司，我认为这对我们来说是至关重要的。这些小公司单凭自己的力量可能很难有所作为。不过，如果把这些小公司的能力与我们的能力结合起来，就能创造出更好的产品。

我想，在今天的银行业中，如果你是一家中等规模的银行，就可能必须得参与这种正在发生的所有改变。在美国，银行数量多并没有多大意义。因此，一些银行无疑将追求规模。然而不得不说的是，愚蠢的并购同样很多。

Q：那么，并购之后股东们的境况是不是更好了呢？

巴菲特：在大多数并购案中，收购对象比收购者的情况要好一些。收购者拿出自己的资金是基于这样一个事实，即他得以把被征服的动物的尸体拖入自己的洞穴。

不过，我还是对每周进行收购的人表示怀疑。如果你观察那些出类拔萃的公司，比如，微软公司、英特尔公司、沃尔玛公司，它们的增长完全是内部的。通常来说，如果某个公司正处于真正的收购狂热中，它们往往会觉得自己正在花的是不值钱的钞票，而且这种收购具有“连锁信”游戏的一些特征。

除此之外，我非常希望看到在一段时期内，被收购的公司在交易完成后由它们自己进行经营，而不是围绕结算折腾，并提出巨额的改组费用。对过于折腾的兼并，我一直持怀疑态度。我希望看到健康有机的增长。

6.哎呀，哪有这回事

巴菲特和盖茨对自己的错误、自己的合作伙伴以及管理方式的连续性进行认真思考。

Q：你们做出的最好的经营决策是什么？

巴菲特：最好的经营决策基本上就是参与合伙经营。与投资有关的一件令人愉快的事情是，你不需要很多交易就能取得成功。如果你们从这儿的商学院毕业时，每人获得一张有20个孔的穿孔卡片，每做出一项投资决定，就用掉一个孔，这个孔就是你们将获得的全部东西。如果你们能做出20项很好的投资决定，就能变得非常富裕，而且根本不需要50个好主意。

我希望昨天所做的投资决定是一项合适的决定。然而，这些投资决定对我来说始终是简单明了的。事实是，如果看到这些投资决定，你就会知道，这些投资是十分便宜的。当我从哥伦比亚大学毕业时，为了解某些情况，我逐页阅读了《穆迪工业及其他行业证券指南》，其中包括工业指南、运输业指南、银行和金融业指南。在其中，我发现了一些曾经盈利的股票。

其中之一是杰纳西谷燃气公司（Genessee Valley Gas）的股票。这是一家位于纽约州北部的小公司，一个曾经盈利的公用事业公司。这本书中没有关于这家公司的管理者的报告，什么东西也没有，似乎你所要做的只是翻过这一页。但即便如此，其中还是有许多有意义的东西，所以我又把这些指南读了一遍。盖茨当时正在阅读《世界百科全书》。后来，他为了做生意才放下这本书。

盖茨：在今天早晨用早餐时，我们还在讨论哪个投资决定是巴菲特所做过的最糟糕的。事实证明，这不是件容易的事情，因为他的投资记录好得简直令人难以置信。不过，我们最终还是根据一些衡量标准确定，买下伯克希尔哈撒韦的公司，可能是最不理想的一个。

巴菲特：的确如此。我们只是因为贪图便宜而卷入了一家可怕的企业。这就是我常说的“烟屁股”投资法。你看到地上的烟头，虽然脏兮兮的不堪入目，但它还有一息尚存，而且是免费的。这就是买下伯克希尔哈撒韦公司时的真实情况：其售价低于营运资本，但这是一个十分可怕的错误。

我犯过各种各样糟糕的错误，并为之付出了数亿美元的代价。这些错误是疏忽导致的，而不是故意犯下的。我从不遗憾没有收购微软公司，因为我不了解这家企业，我也不了解英特尔公司。可是，有一些企业我还是了解的，房利美就是其中之一。我虽然做出了投资这家公司的决定，但根本没有执行。我们原本能赚上数十上百亿美元，但我们没有赚到。传统的记账方式没有记录下我们本应赚到的钱。这样的事，确实发生过。

盖茨：就我的情况来说，不得不坦陈，我最好的经营决策势必与所选择的伙伴有关。决定与保罗·艾伦一起创业或许是我做出过的最好的经营决策，其次是聘用一个朋友——史蒂夫·鲍尔默（Steve Ballmer），他一直是我最主要的经营伙伴。**有一个你完全信任并忠诚于你的人，你们有着相似的眼光，而且他具有各种不同的技能，他还能对你有所制约，这是非常重要的。**当你做出某项决策时，他会说："嗨，稍等片刻，你是否考虑过这个或那个？"与具有这种才华的人相处的好处是，这么做不仅使经营活动变得更有趣味，而且能获得更多的成功。

巴菲特：多年以来，我也有这样的合作伙伴，他就是查理·芒格，他为我所做的事，与盖茨所说的完全一样。不过，你必须得习惯芒格的表达方式。芒格经常说，我所做的每件事情都是愚蠢的。**然而，实际情况是，如果他说，这么做确实很愚蠢，我知道他说的是真的；但如果他只是说，这么做很愚蠢，我就当他投了赞成票。**

Q：这么看来，在你们的公司中，你们的成功是由你们自己和你们的领导技能推动的。然而如果一旦你们不在了，又会发生什么呢？

巴菲特：你的设想是错误的。我死后大约5年内，我都将一直工作。而且，我已经给了董事们一块"灵应牌"，因此，他们能与我保持联系。即使这块"灵应牌"不起作用，我们还拥有杰出的人才，他们能够做我所做的事情。因此，即使我在今夜死去，人们不会喝不到可口可乐，不会在今夜放弃刮胡子，不会少吃时思糖果或者帝力棒，或者不会出现任何诸如此类的情况。这些公司拥有非常好的产品，拥有杰出的管理人员，你所需要做的只是确保有人坐在伯克希尔哈撒韦公司的最高位置上，分配资金，并确保手下的各级管理者是合适的。我们已经确定了做这些事的人选，我们的董事会也知道他们是谁。

事实上，我已经发出了一封说明应该做什么的信，我还准备了另一封到时将发出的信，这封信以"昨天我死了"开头，接着会说明公司的计划。

盖茨：我对这个问题的看法与巴菲特非常相似。我希望在很长的一段时间内继续做我目前正在做的事。我想，或许从现在起再过10年左右，即使我将仍然完全参与微软公司的管理，我或许会挑选别人来担任首席执行官。

巴菲特：也许我就在今天的听众里发现了我的继任者。

盖茨：挑选首席执行官是很久以后的事。我们在公司内部提供了一种不断升迁提拔的机会，所以，高层管理者总是在空闲的时间谈论继承者的问题。我们从不想形成这种局面，即他们感到升迁之路被阻，不得不另谋高就。我们公司的蓬勃发展也提供了许多这样的机会。在挑选继任者这个问题上我想了很多，但在答案明确之前，大约还有5年的时间。

7.准备好的时候，就会启动慈善事业

巴菲特和盖茨解释为什么自己会在将来某一天捐出自己99%的财富。

Q：作为全世界最成功的商业人士，在回馈社会的问题上，你们如何看待自己的作用？如何运用自己的影响力来让更多的人投身这项事业？

巴菲特：我们俩在这个问题上的看法颇为相似。就我个人来说，99%以上的财富将会回馈给社会，因为我们从社会中得到的已经太多了。

我觉得自己很幸运。虽然我跑得不是很快，但是在资本主义经济的大环境下，我在自己擅长的领域努力工作，并且取得了骄人的成绩。我不适合做足球运动员，也没有音乐天赋去拉小提琴，但幸运的是，我所从事的工作恰好被这个社会给予丰厚的回报。盖茨说得没错，如果我出生在很久之前，命运可能会大相径庭，或许，成为猛兽的午餐也是有可能的。

我不相信天生好命这样的说法。坦白地说，我不觉得内布拉斯加球队明年的四分卫应该是22年前该球队同一位置球员的大儿子。我也不认为2000年我们出征奥运会的队伍应该从1976年那些队伍的家人中去挑选。

不论是竞技体育还是其他任何事情，我们信赖的只有精英。现在，当你凭借富有创造力的产品迈向全球市场时，为什么不让精英人士加入你的队伍呢？我认为应该让好的资源流向那些能够使它们发挥最大价值的人的手中。我也认为，当这些人有所成就之后，应该反哺于社会。

盖茨：这是一种很伟大的信条，况且把大笔财富都传承给子嗣对他们来说也未必有益。

巴菲特：你最好别拿这事儿来投票。

Q：你们如何运用自己的影响力去感染那些成功人士甚至还没那么成功的人去回馈社会呢？

巴菲特：我来提供另一条可供参考的思路。假设现在是你出生前的24小时，这时出现了一个基因，而且它告诉你：“你看起来像位成功者。我对你抱有充分的信心，我想让你自己制定你将出生的社会的生存法则。你可以制定经济法则、社会法则以及其他任何在你和你的子女人生中将要面临的法则。”

你可能会说：“好吧，这听起来很有意思，但是制定这些法则的前提条件是什么？”

基因回答说：“条件就是：你不知道将要出生在一个富有的还是贫穷的、非裔美国人还是白人的家庭里，你也不知道自己将是男性还是女性，体格健全还是羸弱，聪明还是愚钝。”你所知道的，就是你将是一大桶球中的一个，即58亿个中的一个。你要面对的是“子宫乐透”游戏。这对你来说，将是人生中最重要的一件事，你自己却无能为力。你的命运也远不是你的学习成绩或者人生中其他经历所能决定的。

那么，你想拥有怎样的法则呢？我不会告诉你法则究竟是怎样的，也没有人能够告诉你，但你必须要为自己制定一套法则。它们会影响你如何看待，你按照自己的意志所做的事以及诸如此类的事情。那么，你希望你的法则所形成的系统是什么样的呢？你想要的系统应该能带来更多的商品和服务。这个世界上有那么多人，你希望他们生活得好，你希望自己的孩子比自己生活得更好，而且还希望自己的孙辈超过他们的父辈。你想要的系统应该是让比尔·盖茨、安迪·格鲁夫和杰克·韦尔奇一直工作下去，甚至到他们不应该工作的年岁。你希望最有才能的人每天工作超过12小时。所以你得有一套系统源源不绝地刺激这些人工作，来提供商品和服务。

与此同时，你也希望你的系统可以照顾到那些不太完美、缺乏运气的“球”。如果你的系统可以提供足够多的商品和服务，你就有能力照顾这些人。你不希望人们在年迈时担忧自己生病了该怎么办，或者对晚上回家的路充满恐惧。你梦想中的系统是，在某种程度上，人们都不再恐惧。

因此，你就要尝试构想一些东西。假定你有一些商品和服务可以解决这些问题，就会渴望机会的均等，比如说完善的公立学校系统，确保每个人的天赋都能在社会上发挥应有的作用。税务系统也将据此运作。而你用自己赚的钱做什么将另当别论。在你完成这个流程的过程中，每个人都可以提供不同的意见。所以，我建议你们来玩玩这个小游戏。

Q：你们如何看待自己在人生阅历而不是商业方面的领导地位？

盖茨：你必须得小心，如果你在某个方面很优秀，也千万不要想当然地认为你在其他领域也有优越性。我每天在公司和一个卓越的团队共事，聆听反馈，进行调研，一起致力于研发更先进的软件。我在计算机方面具有代表性是因为我已经在这个方面做得非常成功，但人们总会认为我在自己不擅长的问题上也有同样的智慧。

实际上，我的确认为经营好一家公司是有一些方法的，比如招募优秀的员工、营建环境以及员工优先认购股权，这些方法对其他公司也很有借鉴意义。不过，我时刻警示自己，不要显得我们已经在所有问题上都找到了良好的对策。

巴菲特：从微软公司和盖茨身上，真的可以学到很多东西。而且从他年复一年的工作中，你可以学到和领悟得更多。然而，如果他只对这项事业倾注了5%或者10%的心血，然后把自己的注意力分散到很多其他事情上，在我看来，情况可能会很糟糕。

盖茨是对的，在某些事情上，比如竞选财务改革，他会坚持自己的立场。但这并不意味着整个世界都应该按照他的想法运转。然而，那些专精于一项技能的人，可能是优秀的运动员或是演员，企图向全世界宣扬自己是如何在各种领域叱咤风云的，我非常怀疑这种事。对我们来说也一样，不能因为我们赚了很多钱，就说明我们在一切问题上都能拿出最好的建议，如果真是这样，那就太狂妄了。

在巧妙地回答了最后一个问题之后，两位亿万富翁简短地对掌声表示了感谢，随后走下舞台。观众意犹未尽，挽留他们多谈两个小时，但他们没有停步，因为他们还要赶着打桥牌。

48

建在沙丘上的房子

1998 年 10 月 26 日

卡萝尔·卢米斯

在比尔·盖茨的所有成就之中，不得不提的一项重大突破是，成功劝说沃伦·巴菲特抽时间去度假。巴菲特将自己在奥马哈的办公室看作全世界最舒服的地方，所以，不论去哪儿对他来说都缺乏吸引力。即便如此，盖茨夫妇还是说服了他和第一任妻子，已故的苏珊·巴菲特，在1996年时与他们共同在中国待了两个星期，然后又于1998年在阿拉斯加和美国西部的公园停留了约两周的时间。

不过，不巧的是，当年8月，在巴菲特正准备出发前往阿拉斯加前的几个小时，他决定尝试收购规模庞大且麻烦缠身、甚至面临倒闭的对冲基金长期资本管理公司（Long Term Capital Management）掌控的交易组合。这篇文章就讲述了长期资本管理公司是如何在约翰·梅里韦瑟的管理之下踉跄前行的，而巴菲特又是如何从阿拉斯加的海湾地区进行远程操控，以及最终整个交易又是如何告吹的。

当时的实际情况是，14家银行联合起来很不情愿地将36亿美元投给了长期资本管理公司，以让它苟延残喘，因为它们害怕公司的破产

会导致它们的交易头寸承受损失。由银行组成的一个监督小组着手恢复长期资本管理公司巨大的60000个头寸。颇具讽刺意味的是，他们还与梅里韦瑟及其合作伙伴共事，坚持在将来为自己谋求一席之地。到了1999年年底，小组设法将36亿美元返还给了众银行，2000年，长期资本管理公司倒闭清算。

假使巴菲特成功收购了60000个头寸的投资组合，交易的结果又将是如何呢？答案是未知的，因为无从知道他的投标团队，其中包括高盛集团（Goldman Sachs），会如何推进对投资组合的拆解。在被问及长期资本管理公司的经历时，巴菲特说，至今令他难以置信的是，以才华出众闻名的公司管理者，却让自己陷入了可能丧失全部资产的境况。这种行为在伯克希尔哈撒韦公司中是不可能被认可的，因为伯克希尔哈撒韦公司秉持的信念是：“你只需要发一次财。”

显然梅里韦瑟并没有领悟这一点，自从长期资本管理公司“大厦将倾”那天起，他的努力就只是徒劳。在他尝试东山再起，第二次“发财”时，历史再度重演。1999年，他创办了对冲基金JWM合伙公司（JWM Partners），开始的几年赚了不少钱。资金规模一度达到20亿美元，但随后在次贷危机中遭受了巨额损失，2008年遭到清算。2009年，梅里韦瑟又开办了JM咨询公司（JM Advisors Management），其投资业绩还未公开。

——卡萝尔·卢米斯

对于许多读者而言，长期资本管理公司的轰然倒塌至今仍然是一个谜，虽然各大媒体连篇累牍、绞尽脑汁地解析过这件事。事实上，这件事的牵连面太广了，而且非常复杂，想厘清它的全貌几乎是不可能的。出于这个原因，《财富》杂志并没有将这篇文章定义为，告诉你所有你想知道的细节，或揭露那些从没人说过的内幕。著名投资家

沃伦·巴菲特是笔者的多年老友，由于他在这件事上所起的作用，所以在某种程度上，没有出版商比我们更了解长期资本管理公司的故事了。巴菲特在整个事件中所扮演的角色非常重要，而且充满戏剧性，不无幽默感，在1998年9月的4天里更是达到了顶峰。不仅如此，他的演出可能远未结束。

9月份，长期资本管理公司事件的大致脉络是，整个故事中为数不多的较为清晰的元素。在这个月的大部分时间里，该公司都处于破产的边缘，不过最终它还是由14家银行和经纪公司共同注入36亿美元而挽救了回来。所有的债权人都担心这家背负着1000亿美元债务的基金倒闭，因为这将给他们的财务带来深重的打击。在这个过程中，纽约联邦储备银行起到了至关重要的作用，它希望阻止“多米诺骨牌效应”的发生，因为长期资本管理公司一旦遭到清算，很可能会给全球证券市场带来严重冲击。因此，纽约联邦储备银行在这次营救行动中扮演了“教父”的角色，把所有债权人组织了起来，并督促他们就联手进行更深入的沟通。

约翰·梅里韦瑟被推到了旋涡的中心，这位所罗门兄弟公司的前高管是这家对冲基金的创立者兼总裁。他的身边环绕着众多精英同僚，其中很多人拥有数学和金融学的博士学位。他们合力研发出一套基于计算机模型的交易战略，并坚信它“坚不可摧”。在长期资本管理公司位于康涅狄格州格林尼治的总部，可以这么说，每平方英尺的智商点数比现存的任何其他机构都要高。同样，每平方英尺诺贝尔奖得主的数量估计可以堪称“举世无双”。这家公司拥有两位诺贝尔获奖者：迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert Merton）。1997年，他们俩刚兴冲冲地飞往瑞典，领取了象征全世界经济领域最高成就的诺贝尔经济学奖。

当灾难降临到这个以智慧头脑著称的公司时，不禁让人们回想起美国诗人艾伦·金斯伯格（Allen Ginsberg）的名句。在“披头士”式风格的《嚎叫》*（Howl）*中，这位诗人写道：“我看到这一代最杰出的头脑毁于疯狂……”在长期资本管理公司，最聪明的头脑被杠杆投资毁灭，这可算最古老、最臭名昭著的金融毒品了。如果不是在高风险的道路上“飙车”，这家公司很可能现如今依旧在投资领域独领风骚。然而，决策的错误让他们用桂冠换来了“末名奖”，其垮台和失败已成为业界的笑柄。

面对上述的情况，人们不禁会产生很大的疑惑。巴菲特真的要捡这些“路边的断臂残肢吗？”然而，他确实尝试这样做了。9月23日的星期三，他开始了行动。他的行动打断了，由纽约联邦储备银行组织的、长期资本管理公司的债权人（十几家银行和经纪公司）参与的持续数日的会议。在会议上，纽约联邦储备银行号召大家为了自身利益考虑，拿出一部分资金阻止长期资本管理公司的破产。与会的机构都派出了最有权力的代表，即它们的首席执行官或者其他高层首脑，会议气氛非常激烈，充满了唇枪舌剑。不过，没有一个机构愿意掏出这笔钱，可它们又不敢眼睁睁地看着这家公司倒闭。

债权人准备于周三上午再度商讨此事。这时，纽约联邦储备银行行长威廉·麦克多诺（William McDonough）听说高盛集团（高盛集团本身也是长期资本管理公司的债主）准备提出一个不同的融资方案。麦克多诺宣布暂时休会，了解了一下高盛集团的报价。该报价由巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司牵头，并准备接管公司。其条款是相当复杂的，而且越讨论越复杂，但本质上就是巴菲特领衔的团队准备投入40亿美元，接管长期资本管理公司。在这40亿美元之中，伯克希尔哈撒韦公司愿意出30亿，美国国际集团（American International Group）出7亿，剩下的3亿来自高盛集团。

随后，该报价被报告给梅里韦瑟，这成了公司正式走向末路的起点。对于这个提议，与业界盛传的说法不同的是，巴菲特认为，交易最终流产，就是因为梅里韦瑟和长期资本管理公司的其他主要高管压根儿不想接受他提出的条款。因为按照巴菲特的要求，公司高层管理者将会被彻底扫地出门。梅里韦瑟和其他高层管理者告诉麦克多诺，从他们的角度来看，巴菲特的报价有着结构性的缺陷，因此不予采纳。

麦克多诺只能无奈地接受了这个观点，重新召集债权人坐下来商谈，并告诉大家，他们又再次成了唯一的选择。其中一位首席执行官最近告诉《财富》杂志，麦克多诺向大家解释说其他方案都不可行，因为均存在“结构性问题”。极不情愿的债权人不得不再度商讨营救方案，找出拯救公司的方案。最终，每位债权人将分摊1亿～3.5亿美元的救济款。

《财富》杂志追问这位首席执行官，假设麦克多诺说交易失败的原因是长期资本管理公司不喜欢那些条款，你会怎样做？“我想，”他回答说，“我很可能会对梅里韦瑟说，‘见你的鬼去吧！’”随后，他还补充说，如果那样的话，协商也许会转变成老鹰捉小鸡的游戏。梅里韦瑟很可能会反唇相讥，他宁愿破产也不会接受巴菲特的条款。然后，债权人将要面临的问题就是他们能否忍受长期资本管理公司的破产。在无休无止的讨论中，哪一方会先退缩呢？

长期资本管理公司，它的债权人以及纽约联邦储备银行如何将彼此捆绑在一起，成为拴在同一根绳上的蚂蚱？巴菲特又为什么心甘情愿地插手这个烂摊子？要想搞清楚这些问题，就必须先审视一下这家对冲基金的性质以及它的老板梅里韦瑟其人。现年51岁的梅里韦瑟曾是所罗门兄弟公司的副董事长，负责固定收益业务以及自营交易业务（也就是公司用自己的资金进行投资），他一直在所罗门公司待到199

1年8月。梅里韦瑟曾为公司赚取了大笔利润，深受公司上下喜爱和尊崇。“让人们不禁联想到英属圭亚那，”所罗门兄弟公司一位前任高管最近说，“梅里韦瑟似乎拥有一种令人崇拜的力量。”

导致梅里韦瑟离开所罗门兄弟公司的原因是，他的下属保罗·莫泽在美国国债的竞标中舞弊。眼看着“纸包不住火了”，莫泽向梅里韦瑟承认了自己的作弊行为；梅里韦瑟立即向他的老板约翰·古弗兰和托马斯·斯特劳斯汇报了这件事情。众所周知，纽约联邦储备银行也应是被告知的对象，但是没有人这么做。当丑闻最终在8月份曝光之后，莫泽被解雇了，古弗兰和斯特劳斯也引咎辞职。巴菲特充当了白衣骑士的角色，作为所罗门兄弟公司的最大股东，他拯救了该公司。

就在巴菲特执掌所罗门兄弟公司之初，他就对如何处理梅里韦瑟拿不定主意。很多董事合伙人都认为他难辞其咎，希望他离开。不过，巴菲特却有些犹豫，这样做对梅里韦瑟显然并不公平，因为他恪守了自己的职责，在第一时间将莫泽的错误汇报给了自己的上司。最终，梅里韦瑟自己决定辞职，他告诉巴菲特，这对公司来说是最好的选择。

渐渐地，很多原本在梅里韦瑟手下工作的员工都离开了所罗门兄弟公司，加入了这位前任上司的团队。1993年，他们的宏图大志终于浮出水面，梅里韦瑟宣布，他将创办一家新的对冲基金，取名“长期资本”。事实上，长期资本是由许多投资主体构成，包括一些合伙公司和一些法人公司，它们有的在美国注册，有些在开曼群岛注册。为什么会在开曼群岛？因为这样一来那些境外投资者以及某些美国投资者就能规避美国的收入税。当回忆起纽约联邦储备银行为了该公司在9月份有多么焦头烂额时，所有人肯定会觉得，长期资本管理公司的这种做法真的很不厚道。这些投资主体会把钱都投入到主基金长期资产

投资组合（Long-Term Capital Portfolio L.P.）中，一家注册于开曼群岛的合伙公司。

长期资本管理公司的管理完全操控在梅里韦瑟和他的同僚手中。自从公司开张以来，它就显示出其与众不同之处：管理者奉行的交易策略，可能需要6—24个月或者更长时间能产生回报。基于这点，长期资本管理公司不允许投资者在季末或者年末赎回基金份额，这与其他对冲基金公司的惯常规定完全不同。长期资本管理公司对这一点非常坚持，投资人的钱要被锁定至1997年年底。

根据长期资本管理公司所奉行的策略，它基本不做会暴露在“方向性风险”中的交易，而是会通过锁单捕捉非常小的获利机会，经过持续不断的积累，这笔投资的回报就会变得十分可观。长期资本管理公司的主战场是固定收益业务。为了更清楚区分不同种类的风险，我们可以试举一例。由于圣达特集团（Cendant）是行业领头羊，所以有一位投资者决定买入它的股票。这就一笔方向性交易，并由此产生了“头寸风险”。假设他在购买股票时没有使用保证金，那么他所投资的每一块钱的涨跌幅都与圣达特股价的涨跌幅相同。

长期资本管理公司的主要策略则恰恰相反，它专注于对冲交易，这样就能保证，不管市场的大趋势如何，自己都能成功。该公司将金融科技和人类智慧相结合，去处理各式各样的问题，比如，将债券市场分块，把那些收益率密切相关的债券归入同一个板块。然后，它会买入一种债券，同时做空另一种。不论未来市场利率走高、走低又或是稳定不动，这种类型的交易都能带来稳定的回报。重要的是这两种债券的收益率之差最终会收窄。

在这种交易中，它不会冒风险去追求超高回报。长期资本管理公司的一位投资者回忆说，1996年，他跟公司高层通过一次电话，他正

好问及每美元实现的年回报率是多少，答案是67个基点，也就是0.67%。

除非资金的规模能够大幅增加，否则，这样的回报率肯定不能让投资人满意，这时杠杆的威力就突显出来了。基金引以为傲的头寸风险极低，于是承担起了巨量的所谓的“资产负债表风险”，将巨额债务夯在了相关零星资本上。1996年，在投资人得知答案为67个基点时，基金每一美元的资本已经负荷了30美元的资产负债表风险。当杠杆率提升至30倍，每一美元冒着风险赚得的67个基点却催生了高达20%的风险很低的资本收益率。

过高的杠杆率总是让你很恐惧，最终也确实应验了人们的感觉。不过，长期资本管理公司总是强调，先进的金融科技和精心设计的对冲组合能够使整个基金在低风险状态下运行。1994年10月，长期资本管理公司向投资者散发了针对这个问题的解释文件。文件上有一个表格，列出一系列公司在一年内所要达成的回报目标，每个目标还匹配了如果行情不好时的损失概率。比如，表上说，基金将努力达到25%的回报率（这是基金公司惯常的目标），如果行情与预期的相反，那么公司最终损失了20%的概率只有区区1%。表中甚至从未考虑会出更大损失的概率。

如果没有出现悲剧性情况，它所讲的无疑是很令人快乐的。1998年的前8个月，基金几乎输掉了半壁江山。到了9月，颓势加剧，整个基金的损失达到90%左右。**巴菲特说：“这告诉我们，在看似光鲜的数学模型之下，在各式各样惯常的风险之下，只有流沙。”**

长期资本管理公司至少有一位股东也因相同的观念而困扰不已。该投资者在得知每美元67个基点的回报率之后，给自己写了两条“注解”。最近他把这两条“注解”展示给了《财富》杂志。一条写着：“它是不是和所有的华尔街公司大同小异，比如贝尔斯登公司（Bear

Stearns Cos.）、所罗门兄弟公司或者高盛集团？这只是个自营部门而已，它没有人员、经营费用以及业务代理。”

另一条写着一个意第绪语单词“kishka”，这个词用比喻的方式形象地解释了“直觉”（gut instincts）的意义。注解上还写着：“整个投资组合并不是靠直觉，而是依赖于一个拥有诺贝尔奖头衔的计算机模型系统。它会不会在未来的某一天突然崩溃？如果它超越了人类，有了直觉，它还会甘心受控制吗？”

1994年冬到1998年春，长期资本管理公司看上去活力无穷，投资者似乎并不用为“直觉”担心。该公司的治理结构要求投资者支付高昂的管理费用：费用的第一部分是投资者每年投资总额的2%，第二部分是投资回报的25%。即使如此，投资者还是在开业之年1994年的前10个月，大赚了20%，1995年更是高达43%，1996年41%以及1997年17%。不仅如此，月度数据也显示该公司运行平稳，几乎没有太大的波动。

如同“塞王的歌声”一般，该公司吸引来了潮水般的资金。管理层对自己特殊的交易策略守口如瓶，基本不留下任何蛛丝马迹，让投资者可以搞清楚公司赚钱的方法。1997年秋天，新资金加上再投资的收益，使公司手中的资金总量达到了70亿美元左右。

接着，局面发生了意想不到的转折。长期资本管理公司断定，相对市场中存在的机会数量，自己拥的资金有点过多了。因此它开始强迫很多投资者撤资，比较晚加入的投资者成了被清理的重点。那些被公司“驱逐”的投资者义愤填膺，怨声载道，其中有一位投资者因其强烈的抗议，最终迫使长期资本管理公司保留了他的资金。投资者之所以如此群情激愤，很大程度上是因为长期资本管理公司的管理层和其他内部人士的资金全都纹丝不动。显然，这么看来，有吸引力的投资机会似乎并不稀缺。1997年年底，云雾终究被拨开之后，人们发现，在公司47亿美元的资金中，有15亿美元属于内部人员。

当时，该公司大约还有1250亿美元的贷款，也就意味着资产负债表中的杠杆率达到了25倍。不过，这一数字其实完全不能反映它承担的全部风险。因为它还广泛地涉足“表外”的衍生品交易，这等于变相地大幅提升了杠杆水平。在某种程度上，只有内部人士才可能知道真正的衍生品风险值究竟达到了多少。然而，可以肯定的是，如果在1997年年底，资产负债表中的杠杆率为25倍的话，那么其总体杠杆率比这还要高很多。

在某种意义上，长期资本管理公司之所以能借这么多钱一定程度上是因为人们对梅里韦瑟的盲目崇拜。银行和经纪公司都对与他打交道趋之若鹜。债权人都喜欢有实力、有活力而且坚实稳固的客户，而这正是长期资本管理公司一直在塑造的形象。公司的大部分债权人似乎并不十分在意它的杠杆率。事实上，债权人还给了它很多的贷款优惠政策，比如抵押豁免等。一些债权人甚至还很愉快地加入了公司的衍生品合约中，从而使自己暴露在完全不理解的风险中，一点没有意识到这辆列车正在迅速地驶向悬崖边。

1998年年初，市场一片安静祥和。然而，到了5月，市场的变动让公司损失了6%，6月又损失了10%。这一次次“鞭笞”，在公司历史上闻所未闻，梅里韦瑟不得不给他的投资者发了一封特殊的信，解释了一番。信上说，长期资本管理公司“可以理解”，他们为什么对5月和6月的结果感到“失望”，尽管如此，公司还是坚信，“基于公司的投资策略，未来的预期回报还是非常乐观的”。7月份的表现基本持平。

接着，恐怖的8月来临了。俄罗斯突然宣布卢布贬值，全世界的投资者纷纷退出，转向质量较高的债券品种。不过，在长期资本管理公司各式各样的交易策略中这种交易类型并不包括在内。它更喜欢配对交易，比如，在某一时刻，长期资本管理公司会赌AA级企业债券的收益率与美国国债的收益率之间的差幅会逐渐缩小。这场赌局看起来很

有胜算，因为从历史数据来看，当时两者之间的差幅已处在了极高水平。然而，当大批的投资者涌向高质量债券时，美国国债收益率快速下降，这使得企业债券的收益率和前者的差幅达到了令人咋舌的地步。这造成了灾难性的后果。仅仅在8月份，公司就失去了40%的资本，仅剩下25亿美元。更麻烦的是，这些资本上还扛着1000亿美元的外债。

在这段时期里，公司的主要负责人以及某些债权人提心吊胆起来。就当时的形势而言，他们不得不收起一直以来的傲慢态度。他们甚至已经开始想办法为自己的交易头存寻找买主了，别无他法，只有向公司注入新资金，才能使它的基础更稳健。公司的高层试图拉拢曾经在1997年年底被自己拒绝的部分投资者以及一些对冲基金巨头，如乔治·索罗斯（George Soros）和朱利安·罗伯逊（Julian Robertson），但均遭拒绝。

8月23日，一个星期天的晚上，长期资本管理公司敲响了伯克希尔哈撒韦公司的大门。被指派给巴菲特打电话的是埃里克·罗森菲尔德（Eric Rosenfeld），他曾是所罗门兄弟公司的交易员，现在则是长期资本管理公司的高管之一。1991年为了使所罗门兄弟公司爬出泥泞的旋涡，他几乎竭尽全力，这一点很受巴菲特的赏识。45岁的罗森菲尔德是深居幕后的人物，但是这一次，巴菲特说，罗森菲尔德亲自出面向他推销公司大额的套利头寸，让他感到了某种紧迫感。因此，巴菲特说了不。

星期三，梅里韦瑟和罗森菲尔德一起给巴菲特打了电话，请求巴菲特在奥马哈见一下长期资本管理公司的另一位高层管理者劳伦斯·希利布兰德（Lawrence Hilibrand）。最终，39岁的希利布兰德如愿见到了巴菲特，他也曾是所罗门兄弟公司的交易员，深受巴菲特器重。他有所保留地向巴菲特展示了长期资本管理公司投资组合的大概

情况，劝说巴菲特向公司大笔注资。希利布兰德还重点强调了这笔交易的紧迫性：8月份过去了，公司马上就必须向投资者和债权人解释本月份究竟损失了多少。梅里韦瑟等人希望能同时告诉他们新资金已经安排就绪，公司的杠杆率正在下降。不过，巴菲特只是彬彬有礼地回答了一声抱歉，他就是没有兴趣。

这次会面结束后不久，巴菲特就与伯克希尔哈撒韦公司的副董事长查理·芒格探讨了这件事，尽管他承认长期基本管理公司的头寸是非常合理的，但他还是无意让伯克希尔哈撒韦公司成为对冲基金的投资人。他还指出：“这10个或15个平均智商超过170的家伙，拥有这样的头寸却让自己陷入了可能丧失全部资金的窘境中。”

除此之外，巴菲特就再也没考虑过长期资本管理公司的问题。直至9月18日，一个周五的下午，他从高盛集团的合伙人彼得·克劳斯（Peter Kraus）那里得知，长期资本管理公司的净资产已经跌到了15亿美元，而高盛集团正在四处为它寻找合适的大资金。没兴趣，巴菲特再度回应。不过，两人还是灵光乍现，围绕着长期资本管理公司想出了一些其他主意。最终，巴菲特的注意力集中到一个更具有全局性的想法上，那就是伯克希尔哈撒韦公司和高盛集团或许可以联合起来买下整家公司，换掉梅里韦瑟，由他们自己来掌控公司的运营。关于这一想法，巴菲特如今解释说，我们所要做的就是耐心守住长期资本管理公司的大部分头寸，并逐步清算巴菲特认为回报良好的部分。

这一理念的主旨比较适合伯克希尔哈撒韦公司握有的几十亿美元现金。对于这样的资金规模，该想法其实非常妥帖的。不过，不幸的是，它出现的时机非常糟糕。当时，巴菲特正想着早点下班，去参加孙女的生日聚会。当晚他还计划飞到西雅图和比尔·盖茨一起去阿拉斯加和西部公园，度过为期两周的长假。巴菲特的这一举动还是挺出

人意料的，因为他通常对各式各样的风景区都毫无兴趣。这次主要是好朋友盖茨不断鼓动，他才同意和妻子苏珊一起参加这次行。

究竟要报一个什么价格？对于这个问题，巴菲特只能在野外和克劳斯通过电话协商。整个事情的经过就是这样，其中当然也有让人极度沮丧的时刻。显然，即使巴菲特是亿万富翁，他也没办法在阿拉斯加海湾的大峡谷中保证自己的电话畅通。

尽管如此，40亿美元的报价在经过4天的忙乱之后终于被敲定了。高盛集团只愿意拿出3亿美元，于是，在巴菲特的建议下美国国际集团加入了收购方。之所以邀请美国国际集团加入，是因为巴菲特和该集团董事长莫里斯·汉克·格林伯格（Maurice Hank Greenberg）有着很好的交情，通过这次合作，两方的关系将更加牢固。按照计划，一旦交易达成，长期资本管理公司将由收购方的团队接手，高盛集团将负责公司的管理。

我们要重点理解的是，竞价团队究竟希望以怎样的价格购买什么东西。他们希望拥有长期资本管理公司全部的投资组合，为了达成这个目标，他们希望购买主基金，即长期资本投资组合。9月18日的周五，这家公司的净资产为15亿美元。可是到了接下来的周三，当巴菲特的报价确定的时候，公司的净资产竟下降至了6亿美元左右。没人能够确认该消息是否属实。不过，巴菲特可不是一个会多付钱的人，他愿意以折扣价购买公司。他的报价是2.5亿美元。如果这个报价被接受，那么这些钱将会付给公司的资深投资人，包括梅里韦瑟的管理团队。这些人或许会在心里默默流泪，因为在1998年初价值47亿美元的公司如今一败涂地到只有原来价值的1/20。只要2.5亿美元交割完成，巴菲特一方还会马上追加37.5亿美元，来解决公司的资金短缺的问题。

对于这2.5亿美元，可以深入思考一下。只要摆到桌面上，它就成了本钱，假以时日，梅里韦瑟就可以用它来建立一支新基金，筹措到更多的资金。另外，当你坚持40亿美元的主张而市场环境却在急剧恶化时，将报价冷落一旁绝对是很不理智的行为。因此，巴菲特在他的报价上附加了一个相当紧急的时间期限：周三上午的11：40。梅里韦瑟收到了传真过来的报价，并且得知这个价格将在12：30过期，他必须在不到1个小时的时间里做出回应。

与此同时，多日以来，麦克多诺和债权人一直在讨论拯救该公司的方案。周三那天，他们又再度就此议题举行了会议。就在梅里韦瑟收到报价的前一天早上，高盛集团还向麦克多诺简要介绍了收购方案的概况。随后，麦克多诺拨通了巴菲特的电话进行确认，后者当时正在蒙大拿州的农场。巴菲特说，突然间出现的新计划让麦克多诺看起来非常欢欣鼓舞。随后，巴菲特拨通了梅里韦瑟的电话，告诉他报价正在酝酿之中。巴菲特极其清楚地阐明了自己的立场，他的团队希望和盘买下长期资本管理公司的整个投资组合。梅里韦瑟含含糊糊地未做表态。

然而，挂了电话之后，梅里韦瑟立即行动了起来，而且相当迅速。在和长期资本管理公司的律师进行了一番简短商谈之后，他接通了麦克多诺的电话，并告诉他，巴菲特的报价并不可行，因为他本人没有权力出售公司。公司还有其他合伙人，而他只是其中一位，他声称自己必须在公司合伙人投票同意之后才有权出售。而且他说，投票还得在12：30之前结束。戴维·马林斯（David Mullins）支持梅里韦瑟，他是该公司的高管，还曾是麦克多诺的同事。在1994年加入长期资本管理公司之前，他曾担任过美联储的副主席。

巴菲特一方原先并没有针对这笔交易征求法律方面的建议。通过研究长期资本管理公司可以查阅到的档案，虽然并不齐全，巴菲特一

方的律师还是认为，从梅里韦瑟的角度来说，这次报价还是可行的。不仅如此，巴菲特一方的每个人都相信，如果梅里韦瑟真的对报价产生过一丝兴趣的话，他本可以先应承下来，然后再着手处理后续的复杂问题。

然而，在与麦克多诺通话时，梅里韦瑟丝毫未表现出任何兴趣。纽约联邦储备银行行长明白，他没办法驳回梅里韦瑟提出的法律借口，作为美联储的代表，他没有权力强迫梅里韦瑟出售公司。因此，无可奈何的麦克多诺回到了着急上火的债权人这边，重新跟他们商量起36亿美元的拯救计划。

在纽约联邦储备银行36亿美元的拯救计划中，梅里韦瑟一方的命运又会如何呢？对于这个问题，我们只能知道部分答案。9月底，他们仍拥有几近干瘪、总数约为4亿美元的净资产。这个数字可以拿出来和巴菲特提出的2.5亿美元做个比较，值得一提的是，巴菲特提供的是现金，而这4亿美元还深深地处于被套牢的状态。

梅里韦瑟和长期资本管理公司的员工，还在苟延残喘地运营着公司，而债权人则豁免了近一半的各种费用。债权人还在公司内安插了6个人，他们的主要任务就是尽快合理变现。能够在一年之内完成是最好的，一位华尔街的高层人士这样说。

当然，还有另外一解决方案：尽快由债权人找到一个收购方，比如像巴菲特这样的人，能够迅速补位接管他们手中的烂摊子。巴菲特本人会不会这样做呢？谁知道，他的行动一向难以捉摸。不过，他很清楚，某些债权人肯定把他作为心中的理想的接棒人。

巴菲特休完假之后回到了“风暴中心”，他设法收听了美国有线电视频道C-SPAN 10月1日有关长期资本管理公司的众议院听证会的报道。他最喜欢的一个故事是，众议员詹姆斯·利奇（James Leach）记

得他的父亲曾告诉他，要避免同任何在开曼群岛注册的公司做生意。这让巴菲特回忆起了自己最喜欢的一句格言，恰好可以用来为长期资本管理公司做个总结：“只有在潮水退去时，你才会知道谁一直在裸泳。”

49

吉米·巴菲特和沃伦·巴菲特是亲戚吗

1999年6月21日

泰勒·马罗尼

如果想要搞清楚“奥马哈先知”沃伦·巴菲特和“玛格丽塔酒镇吟游诗人”吉米·巴菲特之间的血缘关系，得从他俩的相似之处说起。两人都爱好弦乐器：吉米喜欢热带吉他，巴菲特爱玩尤克里里，而且很在行。“我的乐队里可能有比我还糟糕的乐手呢。”吉米开玩笑说。两人都靠不可思议的投资赚过大钱：巴菲特将赌注押在家具行、保险公司、吸尘器上，现在的市值已达350亿美元；而吉米在可乐果飘香的沙滩上挥洒自己的才情，打造了价值数百万美元的文化品牌，出版过30多张唱片、8部电影、3本畅销小说，拥有一条服装生产线和一家定制唱片的公司，以及成百上千家的礼品店。巴菲特善于积累资金；吉米拥有极富创意的音乐家头脑。

两人都在自己熟知的领域，脚踏实地地前进：巴菲特从不涉足高科技股票，吉米依旧润色着他几十年前录制的歌。两人都吸引着众多拥趸：“鹦鹉头（Parrothead）”（吉米粉丝的昵称）蜂拥而至吉米的夏日音乐会；投资者们疯狂地涌向巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司的股东大会，巴菲特自己将其称为资本界的“伍德斯托克音乐节”。两人都不喜欢改变自己的行动坐标，也无意改变自己的处事态度。巴菲特是剥玉米人队的死忠球迷，吉米还坚守在神秘莫测的玛格丽塔酒镇。巴菲特将自己的风格特点戏称为“树懒天生懒散”。这是巴菲特投资时的风格，而不是吉米获得创作灵感时的状态。“天堂里的芝士

汉堡啊，”吉米轻唱道，“还有美妙的洋葱丝。”恰巧，汉堡是巴菲特的最爱。

可这是真的吗？他们真的有血缘关系吗？《财富》杂志愿意相信，但很难找到切实的证据。巴菲特的姐姐多丽丝·巴菲特（Doris Buffett）是一位系谱学家，她是第一个提议寻找与巴菲特家族有血亲关系的人。在向全美125位“巴菲特”发出调查问卷的两年之后，她接到了满腹疑问的吉米的电话，他说：“我很想成为你们家族的亲戚，因为你们既有钱又有名。”然后她也这样答道：“真是太有意思了，我们和你想得一样，也想和你攀亲戚，因为你也既有钱又有名。”

多丽丝的研究发现了一些可能与巴菲特有亲缘关系的人：17世纪时居住在长岛的一位穷苦农民约翰·巴菲特（John Buffett）；一位来自纽芬兰岛的水手，也就是吉米在《水手的后裔》那首歌中赞颂的那个人；南太平洋诺福克岛居住的成百上千位姓“巴菲特”的人；还有为数不少赏金反叛者（mutineers of the Bounty）的后代。当多丽丝和吉米发现诺福克岛曾是流放地时，他们的希望破灭了，因为数个世纪以来的近亲通婚已经让家族谱系模糊不清了。

尽管缺乏确凿的证据证明他们的血缘关系（截至本文发表时，DNA检测还没有问世），却不能阻碍巴菲特和吉米成为好朋友。吉米说“沃伦叔叔”从不向他透露任何投资技巧，但两个人曾一起唱过歌。“我认为他想让他的名字写进我的遗嘱里，”亿万富翁巴菲特开玩笑说：“不过，以现在的发展情况来看，我宁愿他的遗嘱名单上有我的名字。”

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

那么，最终的结果是什么呢？

8年之后，随着科技的发展，吉米和巴菲特做了血缘关系的鉴定。他们将自己的唾液装进一个小容器里，提交给了一家DNA鉴定机构23andMe，该公司的共同创办者之一是安妮·沃西基（Anne Wojcicki），她恰好是谷歌联合创始人谢尔盖·布林（Sergey Brin）的妻子。鉴定结果让人不免有些失望，吉米和巴菲特没有血缘关系。如果要为两人找到共同的祖先，需要追溯到一万年前，那时姓氏体系还未建立。至此，这段“公案”终于了结。

——卡萝尔·卢米斯

50

大咬一口审计委员会

1999 年 8 月 2 日

卡萝尔·卢米斯

在《萨班斯-奥克斯利法案》（*Sarbanes-Oxley Act*）颁布之前，监管机构一直致力于扼制“做假账”的形势，巴菲特在此问题上也做过思考。

——卡萝尔·卢米斯

各家企业都希望审计委员会能够更好地为企业服务、真正发挥作用，为了呼应这个渴求，美国证券交易监督委员会主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）成立了一个特别小组，专门为审计委员会的改进出谋划策，并希望得到采纳。然而，当纽约证券交易监督委员会要求名单上的公司对征求意见稿做出评价时，阿瑟却遭到了各方的指责。

各家公司尤其不喜欢这样一条提议：要求审计委员会在家多做做功课，在年报中证实自己的财务报告都符合公认会计准则（GAAP）。一些反对者提出，这样一条原则会导致针对审计委员会成员的诉讼。其他公司的观点则不太明确。其中一封信中说：“证实的工作是外聘审计员要干的活儿。”

巴菲特也发表了反对的声音。在将自己的反对票投出之前，他曾公开地、热情地为莱维特开展的反盈余管理运动喝彩。然而，对于“每年开几个小时的会议，审计委员会就能够证实任何对公司财务报告中有意义的东西”这一提议，巴菲特提出了质疑。他则认为，审计委员会需要了解一下外聘审计员所了解的事情，也就是那些“即便存在重大缺陷，通常也不会发生的事情”。

巴菲特说，审计委员会应该要求审计员在下列三个问题上提供详尽的答案：

- 如果是由某个审计员单独负责公司财务报表的审核，不管是以物质或者非物质的形式，审计员呈现的财务报表与公司管理层呈现的会不会有所不同？如果“不同”，审计员应该解释管理层的不同意见和自己的见解。
- 如果审计员是投资者的话，他所收到的报表信息，说得直白一点，是否足以让他了解报告期内公司的财务状况？
- 如果审计员是公司首席执行官，会认为公司遵循了相同的内部审计程序吗？如果没有，区别在哪里，为什么？

巴菲特还认为，审计员的回答应该在会议的短短几分钟之内完成。他说，关键是要在审计人员头上悬起“货币性惩罚”的警示。这能够驱使他们真正完成自己的工作，而不是成为唯管理层是从的马屁精。

《财富》杂志询问了奥利维娅·柯特利（Olivia Kirtley）对于巴菲特这番建议的看法，她是美国注册公共会计师协会（American Institute of Certified Public Accountants）主席，同时也是维蒙特美国公司（Vermont American Corp）的财务官。她说，巴菲特把问题的“水分都蒸发掉了”，美国注册公共会计师协会自己的审计委员会对外聘审计员的要求与巴菲特的建议在“精神上”是一致的。

她的审计事务所客户会不会推崇这样的计划？即旨在要求审计员尽职尽责地完成工作或是接受工作失误时的“货币性惩罚”，答案难以确定。在过去的10年中，审计员总是能轻松化解自己的法律问题，因为他们试图创制的财务报表是管理层的责任，而且他们还能从新法规和友善的高等法院裁决中得到帮助。结果就是，审计员必须进行辩护的官司数量直线下降。

就目前的情况而言，管理层已经知悉了为满足各方“期待”的所有潜规则。这只是简单的巧合，还是“货币性惩罚”的减轻可以让审计员比一般情况下更宽松和顺从？这个问题不好回答。不过，巴菲特所提出的三个问题的答案都是否定的。

51

巴菲特先生谈股票市场

1999 年 11 月 22 日

沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特几乎从未在公众面前谈论过证券市场的整体价格水平，既没在他著名的致股东的信中提到过，也没在伯克希尔哈撒韦公司宏大的股东大会上谈过。在他为数不多的几次演讲中对这个问题似乎也没有涉及。不过，在1999年下半年的4个不同场合中，巴菲特逐渐开始探讨这个问题，并围绕着股票的未来走向发表了自己的观点——他的观点既是一种分析，也是一种创见。第四次演讲时，我就在现场，那是在9月份，巴菲特当时正和他的一群朋友在一起。我也看过他第一次演讲的录像，那是7月在爱达荷州艾伦公司（Allen&Co.）的太阳谷峰会（Sun Valley）上，他严厉批评了一些企业家领袖的行径。从这些即席发言中（第一次发言时，道琼斯工业平均指数在11194点左右），我提炼了一些巴菲特的主要观点，把它们整合成一篇文章，巴菲特本人审阅过，也做了一些澄清。

在文章开头，笔者就点明了巴菲特的中心观点：“投资者最近对股市的期望值可能有点过高。”虽然近年来互联网迅速崛起，其前景让投资者的期望开始膨胀，但他以汽车业和航空业为例，解释了为什么没人能靠投资这两个行业而发财，它们同样深刻地改变了人们生活方式。

在演讲中，巴菲特当然没有预言到低利率会成为潮流，比如，短期国债的收益按“美分”计。事实证明，证券市场的回报率比巴菲特预想的还要冷酷无情。

不过，他对于市场整体将大幅下跌的看法，无疑是非常正确的。时至今日，他还说：“我对自己说过的话不会做任何更正。”在投资者已经习惯了12%市场年回报率的时候，他就曾做过这种判断。他还曾预估，在刨除通货膨胀率之前，7%的年回报率对投资者来说是比较合理的，而且，从1999年到2016股东大会一直维持这个水平，大约持续17年，在以下文章中会解释为什么他选择了这样两个看似奇怪的年份。不过，7%的年回报率只是个粗略的数字，还没有除去投资者所要承担的昂贵的交易费用：佣金、销售费用以及管理费用等。除去这些费用之后，巴菲特认为合理的预期年回报率约为6%。

令人惋惜的事实是，从1999年年底到2012年年中，道琼斯工业平均指数的复合年回报率仅为3.2%左右。同期标准普尔500指数（分红力度不及道琼斯，而且在互联网泡沫破损之后遭受了比道琼斯更大的打击）的回报率更是让人大跌眼镜，只有1.26%。

本文发表之际，距离2016年，也就是17年结束期，还有4年时间。如果投资者加速“收复失地”的话，就必须在所剩不多的时间里获得非常高的回报率，最终才有可能以6%的年回报率收官。

以下内容就是巴菲特提及的主要观点。

——卡萝尔·卢米斯

投资者最近对股市的期望值可能有点过高。我来解释一下原因，这不免又要触碰到股市这个敏感的话题了，而通常我对此都极力避而不谈。不过，我首先要清楚地声明一点，我并不是要预测它的下一步

走势。在伯克希尔哈撒韦公司，我们通常只专注于分析个别公司的价值，很少去谈论整个股市的情况，至于预测股市下周、下个月或是明年的走势，那更是想都不敢想。实际上，股市通常会在相当长的一段时间内偏离其实际的价值，虽然总有一天一切还是会回归基本面。因此，接下来我要讲的，如果正确的话，将会与所有美国投资者未来所能实现的投资绩效密切相关。

首先，让我们来定义一下何谓投资。其实，它的定义很简单，却常为人们所遗忘，即现在先投入一笔钱，在未来某个时间再拿回一笔更多的钱，拿回的这笔钱要先扣除此期间的通货膨胀。

我们从历史的角度分析一下股市的变化情况。假如回到34年前的股市，你会发现两个17年的萧条和繁荣呈现出完美对称的局面。我们可以从中分析一下股市的变化情况。先来看看前17年，也就是1964—1981年这段时间的股市状况：

道琼斯工业平均指数
1964年12月31日：874.12
1981年12月31日：875.00

即使是像我这种很有耐心、注重长期投资的人也看得出，这17年间的道琼斯工业平均指数几乎没有变动。

然而，在同一期间，美国经济发生了巨大变化：GDP增长了370%，《财富》500强的销售额（当然公司组成有所变动）增长近6倍，但奇怪的是，道琼斯工业平均指数竟在原地踏步。

为了要搞清楚这到底是怎么一回事，我们必须先看看影响投资结果的两个重要变数之一，那就是的利率。**利率之于投资就好比地心引**

力之于物体：利率越高，向下牵引的力量也就越大。这是因为投资的回报率与能从国债赚得的无风险利率直接相关联。因此，如果无风险利率提高了，其他所有投资品种的价格都必须相应下调，只有提升回报率，才能保证投资者不会转而去投资国债。相反地，如果无风险利率下跌，就会推动其他投资品种的价格上涨。因此，基本命题就是这样：投资者想在明天收获1美元，今天应该付出多少，只要先看看无风险利率水平就可以决定。

通常来说，每次当无风险利率波动1个基点时，也就是0.01%，市场中所有投种品种的价格都会随之变化。这一点在国债上表现得最鲜明，其价格通常只受到利率的影响。至于其他的投资品种，比如股票、不动产、农场等，由于存在其他重要的影响价格的因素，所以其价格与利率的关系不会那么直接。无论如何，这样的影响就像看不见的地心引力，无所不在。

1964—1981年，美国长期国债的利率呈现大幅上扬的态势，从1964年年底的4%飙升到1981年年末的15%。这对各投资品的价格都造成了很不好的影响，其中最引人瞩目的便是股票价格，这间接解释了为何在这段经济腾飞的时期，道琼斯工业平均指数却原地踏步。

另外一个原因是美国企业的利润，图51-1揭示了1929—1998年期间，美国企业税后利润占GDP的比重。从中可以看出，这个比重在1932年达到巅峰之后又大幅滑落，到了20世纪50年代开始在4%～6.5%间盘整，紧接着在1982年滑落到3.5%的低点。因此，当时的股市投资者同时承受着两项负面因素的煎熬，利润大幅衰减，而无风险利率一飞冲天。投资者总会将目前所面临的状况投射到对未来的看法上，这好比是开车不看前方却紧盯着后视镜看，人们以为企业获利将持续低迷，无风险利率也会一直维持在高位，这再次解释了为何即使GDP已增长了近4倍而股市却还在原地踏步。

不过，在20世纪80年代早期，情况发生了大逆转。大家或许还记得保罗·沃尔克在就任美联储主席时有多么不受欢迎。然而，看看他之后的英雄事迹吧：在经济领域推行紧缩政策，抑制通货膨胀，这使利率走势产生大逆转，并带来了辉煌的硕果。假设你在1981年11月16日拿出100万美元购买30年期、票息率为14%的美国国债，然后将利息进行再投资，即每次你拿到利息后，用这笔钱再去购买同样的债券。到了1998年年底，在长期国债的利率降为5%的情况下，你的投资将增值至8181219美元，相当于你获得了超过13%的复合年回报率。

别小瞧这13%的年回报率，它可比同时期内很多股票的表现抢眼多了，而且几乎胜过历史上任何一个17年的时间段。对于一只“貌不惊人”的国债来说，这样的回报可谓恢宏。

利率的下降对于股价的推升也有影响，当然，利率只是其中的一个因素，还有很多其他因素。我们来看看这17年内股市发生了什么：如果在这一期间，你以相同的100万美元投资道琼斯工业平均指数，到了1998年12月31日，你将会得到19720112美元，复合年回报率约为19%。

这在历史上是前所未有的成绩，甚至比在1932年股市大崩盘时的最低点购入股票（1932年7月8日，道琼斯工业平均指数收盘点数为41.22），然后持有17年还要好。

在这17年内，对股价产生影响的第二个因素就是企业的税后利润。图51-1向我们展示了企业的税后利润占GDP的比重的变化情况。通过这张图，我们能了解到，到了每年的年终，美国企业的股东们的所得究竟占GDP多大比重。

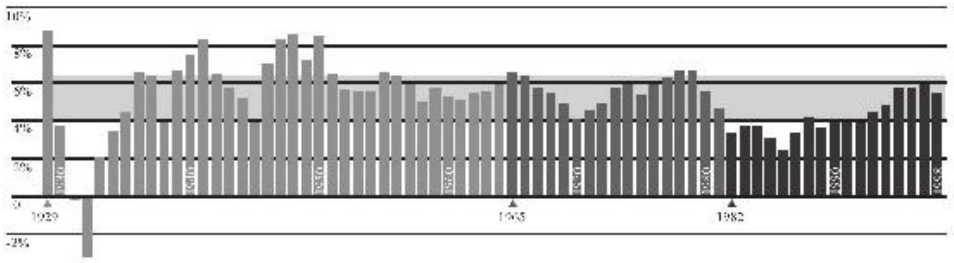


图51-1　1929—1998年美国企业税后利润占GDP的比重

正如你们看到的，这张图的起始年份是1929年。我个人非常喜欢这个年份，因为对于我来说，这是“一切”的起点。当时我父亲是一位股票销售员，在大崩盘到来之时，跟任何人打电话都会让他感到恐惧，因为电话那边的人的状况几乎都“惨不忍睹”。每天下午他就待在家里，当时还没有电视，所以……1929年11月30日前后，就有了我（9个月之后的1930年8月30日出生）。因此，大崩盘时常让我感到一种莫名的温暖。

正如你所看到的，在1929年，企业税后利润在GDP中的比重达到顶峰，然后就一蹶不振了。事实上，图表的左半边并不具有典型性：不仅包含了萧条期，还囊括了一段温和复苏的时期（这段时期受到超额利润税的制衡），以及战后另一段复苏期。从1951年起，该比重就开始固定了下来，一直保持在4%～6.5%的区间内。

然而，到了1981年，企业税后利润所占比重开始出现下滑的趋势，脱离了4%～6.5%这个区间。1982年时，该比重缩水到3.5%。因此，当时投资者正面临着两种失衡的状况：利润低于预期，而利率又堪比天高。

很典型的现象是，投资者往往会把自己现在看到的景象投射到未来。这是他们根深蒂固的习惯：总是朝后视镜里看风景，而不是从前挡风玻璃中。所以，在展望未来的前景时，他们对国家的未来充满忧虑和沮丧。他们预计利率会继续走高，而利润会持续走低。因此，他

们认为，道琼斯工业平均指数会回归到17年前的水平，即使GDP翻了接近两番。

那么，17年前的1982年究竟发生了什么呢？在第二个17年内，GDP方面没有发生可观的大幅提振。GDP的增长不足两倍，但是利率开始下调。沃尔克的“紧缩效应”逐步淡去之后，企业的税后利润率开始爬升，虽然还不太稳定，但无论如何，还是迈出了坚实的步伐。你可以从图51-1中看出税后利润的变化趋势，到了20世纪90年代后期，企业税后利润占GDP的比重已经接近6%，也可以说回归到了“常态”时的较高水平。1998年年底，美国长期国债的利率降至5%左右。

利率和企业税后利润，这两个投资者最在乎的要素的变化，虽然不是全部，但也部分解释了为何第二个17年美国股市的涨势超过10倍（道琼斯工业平均指数从875一路攀升到9181）。当然，大牛市也与市场心理因素有密切的关系。一旦牛市开始启动，人们会在某个时期发现，不管用什么方法都能赚大钱。因此，所有人蜂拥而至，不论利率如何，回报怎样，都不做考虑。他们认为，如果不投身股市，就会错失赚钱的良机，到时候追悔莫及。**“我可不能错过这个大狂欢”的心理已经超越所有基本因素，成为主导市场的重要动因。大家早已变成俄国著名心理学家伊万·巴甫洛夫（Ivan Pavlov）实验下的那条狗，只要听到纽约证券交易所早上9：30的钟响就知道有东西可以吃。**事实证明，他们的信心一天比一天强，甚至到最后还坚信，这一切都是老天爷所赐，是他老人家希望大家共同富裕。

此时通过回顾往昔，他们对未来更是充满了美好的期待。在1999年7月份，由佩因韦伯证券公司（Paine Webber）和盖洛普咨询公司（The Gallup Organization）公布的调查显示，投资经验不到5年的“菜鸟”投资者认为未来10年的复合年回报率竟高达22.6%，而即使是有20年以上投资经验的“老鸟”，也认为应该是12.9%。

现在，我要给大家泼一盆冷水，未来股市的复合年回报率可能连12.9%的边都沾不上，我将通过梳理几个决定性因素来证明我说的话。如果投资者想在未来的10年、17年甚至20年获得丰厚的回报，我预计的三件事中至少将发生一件。三件事的最后一件我会在后面再谈，现在先说说前两条：

●**利率必定会继续下跌。**如果现阶段美国国债的利率为6%，那么在将来会降到3%左右，仅凭这一个因素，普通股的价格将会翻倍。如果你也这么认为或者认为国债的利率会降到1%，就像日本曾经经历的那样，你就应该在会大赚一笔的债券期权上豪赌一把。

●**企业利润所占GDP的比重必定会大幅增长。**有人曾告诉我，纽约的律师比普通人还要多。我想这和某些人认为的利润率的增幅会比GDP增长率还高是一个道理。当你期待某个组成部分的增长率永远会领先于整体时，那你最好先去研究一下数学问题。在我看来，如果你相信企业利润占GDP的比重能够，而且，无论如何都会持续地超过6%，那你一定是盲目乐观了。实际上，企业利润所占的比重是会下降的，而使其下降的一个原因就是竞争。现阶段，美国国内竞争很活跃，而且氛围很不错。除此之外，公共政策方面的因素也会导致企业利润率下降。如果投资企业的人一起分吃美国经济增长所带来的这块大蛋糕，而且胃口越来越大，其他团体不得不面对盘中越来越小的食物时，就会自然而然地产生政治问题。我认为，大规模地重新分配这块大蛋糕的局面只是还未发生。

那么，合理的推算又会带给我们什么结果呢？我们假设GDP的年增长率是5%（实际年增长率为3%），这已经是非常乐观的估计了，此外，还有2%的通货膨胀。如果GDP的年增长率达到5%，而利率又没什么变化，那么，股票的总体价格将不会上涨很多。当然，你还可假设股息率会高一点，但以目前的股价水准来看，股息所占的比重已大不如前，而通过大规模回购提高每股盈余的方法也没什么用，因为同时期也会有许多公司发行新股，一部分通过一级市场，另一部分通过股票期权。

因此，回到之前假设的5%的GDP年增长率，我要提醒大家，你们未来的回报存在一个限制性条件：如果美国企业的利润率顶多只能达到5%。你就不能预期年投资回报率一直维持在12%（当然远低于22%）。**实际上，不论何种资产，它的价格的增长速度不可能长期高于其利润的增长速度，这是不可逃避的现实。**

或许你有不同的见解，想和我辩论一番，这也情有可原，那就把你的假设说给我听听。如果你觉得美国公众每年能够在股市上赚到12%的回报，我想你就必须得这样回答：“那是因为我预期GDP的年增长率应该在10%左右，回报上还要再加2%的股息，而利率又保持在恒定的水平。”或者你通过其他的方式重新设置了这些关键变量。如果你相信的话，奇妙仙子小叮当的魔法或许帮得上你，你可以拍拍手，只不过得拼命拍，可别停下来。

此外，你还必须考虑到的一点是，未来的回报总是与当下股市估值水平有密切的关系。让我们来看看现在投资美国股市到底能得到什么。以下是《财富》500强企业在1998年的两项重要数据。500强企业占据了美国股市总市值的75%，所以，它相当于美国企业的缩影。

《财富》500强

1998年利润：334 335 000 000美元

1999年3月15日市值：9 907 233 000 000美元

当你仔细研究这两项数据时，必须注意的是利润部分“事有蹊跷”。1998年的利润中包括了一些非同寻常的部分。福特汽车公司计入了分拆旗下第一联合资本（Associates First Capital）所获得的160亿美元；另外总利润中还包括了很多互助公司的收益，比如国家农场保险公司（State Farm Insurance Cos.），但该类公司没有参考市

值，这在《财富》500强企业中是常见的情况。此外，一项巨大的企业开销没有从利润中扣除，即股票期权的补偿成本。另一方面，一些不能反映经济现实的冲销，事实上是可以加回实际利润的。不过，抛开以上例外情形，按照1999年3月15日当日的行情来计算，美国股市的投资者等于每年花10万亿美元赚取了3000多亿美元的回报。

要特别注意的是，本质上除了企业真正的利润，股票投资者作为一个整体不可能从股市中多赚一分钱。我们或许可以低买高卖赚取差价。然而，如果假设《财富》500强企业合并成一家企业，而所有投资者都拥有一小部分股权，那么这样一来，我们就如同坐在同一间房子里，相互之间买进卖出，将股价越炒越高。**如果你比别人聪明，你确实可以逢低买入，逢高卖出，但事实上，你在游戏里拿走的钱都是另一个投资者投入的。与此同时，这种零和游戏对合并后的巨无霸“企业”的境遇并没有丝毫改变，因为它的命运完全取决于利润。无论是现在还是直至世界末日那一天，对于企业所有者来说，最重要的就是企业的实际利润，这是毫无疑问的。**

还有另一个非常重要的问题值得考虑。如果你我只是在这间小房子里相互交易，我们就可以规避交易费用，因为这里没有经纪人来收取每笔交易的佣金。然而，在真实世界里，投资者总是喜欢换“座位”，或者至少咨询一下是否应该换“座位”，无论如何，这都会是一笔开销，而且是一笔很大的开销。他们承担的这笔费用（我把它称为交易费用）涵盖的内容相当广泛，比如做市商的差价、佣金、认购/申购产生的销售费用、12b-1费用、管理费、保管费和包装费，甚至还有订阅金融出版物的费用。千万别把这些开销当作无关痛痒的东西一笔抹去。如果你要投资一块房地产，难道在计算回报时你会将自己花费的评估费用忽略掉吗？当然不会。同样地，股票投资者在计算回报时，也必须扣除高昂的交易费用。

那么投资者到底为此花了多少钱呢？我的估测是：美国股票市场的投资者每年要支付超过1000亿美元，准确一点是1300亿美元，来改变自己的投资去向，或者向咨询机构购买建议。每年大约有1000亿美元都花在了《财富》500强企业身上。换句话说，1998年，《财富》500强企业辛辛苦苦为投资者赚了3340亿美元，投资者却拱手将其中的1/3送给了各种各样的咨询和“帮助”机构。在这之后，《财富》500强企业的股东们用他们10万亿美元的投资只获得了不到2500亿美元的回报。在我看来，油水已经太少了。

或许你心里并不赞同，想和我辩论一下1000亿美元是如何流向那些“帮手”的。我们来看看他们是如何收取费用的吧。先从传统的佣金说起，这其中包括手续费、做市商的抽成以及承销发行的差价。除去重复计算的部分，今年股市的交易量大约为3500亿股，如果按照每股每方（也就是买和卖都要支付）的佣金平均为6美分来计算的话，统计下来，这笔佣金也将达到420亿美元。

再看看其他开销：拥有包管账户的小户要面对巨额开支，大户则要支付管理费用，股票型共同基金的投资者还要支付一大笔骇人听闻的开销。这些基金目前拥有3.5万亿美元资产，而它们的投资者每年所要支付的各种费用，如管理费用、认购/申购产生的销售费用、12b-1费用以及运营成本等，总计至少将达到资产额的1%，也就是350亿。

而且，以上我所提及的那些费用还未包括期权和期货的佣金和差价，或者是各种年费以及“帮手”们想出的层出不穷的各种费用。简而言之，《财富》500强企业的股东们无辜花掉了1000亿美元（相当于《财富》500强企业市场价值的1%）。在我看来，这1000亿美元的费用不是说多了，而是非常保守的估计。

我觉得这是一笔可怕的开支。我曾听说过一部动画片，其中有一位新闻评论员说：“纽约证券交易所今天没有发生任何交易。每个人

都满足于他们现在所拥有的。”好吧，如果这是事实，投资者每年就能为自己的口袋保住1300亿美元。

关于股市，我来总结一下自己的观点。我认为，实在很难找到一个具有说服力的证据来证明，在接下来的17年里，股市的回报率将会像它过去17年中的表现一样好。如果让我预测一个最有可能的回报率数字，包括增值和股息，在利率稳定、2%的通货膨胀率和居高不下的交易费用的基础上，投资者最后整体可能得到的结果是6%，我要强调一下，是整体。如果在这个基础上再刨除通货膨胀率（不论通货膨胀率涨跌情况如何，都要刨除这个部分），那就是4%。如果4%字有误，我相信正确的数字只可能更低。

回到我早先说过的话题上：投资者若想在未来的股市上获得丰厚的回报，有三件事不可或缺。第一，利率继续下跌；第二，企业利润所占GDP的比重大幅提升。现在我来谈谈第三点。或许你是一位乐观主义者并坚定地认为，尽管从整体上来说，股市投资者前景堪忧，但你自己总能成为股市中的佼佼者。在信息革命（我个人无比膜拜的时代）的初期，这种想法听起来颇具诱惑力。你的经纪人或许会告诉你，选择那些明显的大牛股，把握这波超级趋势！

回顾一下20世纪前半段改变我们生活的那些工业，比如汽车制造业和航空业，应该会对我们大有裨益。先来谈谈汽车制造业，美国汽车与卡车制造业者的名单能写满70页纸。其中两家制造商的名字很自然地引起我的注意，一家名叫伯克希尔，另一家叫奥马哈，当然还有许多其他汽车制造商。

正如你所听到的，汽车制造业是一个拥有超过2000家制造商的庞大工业，对人们的生活有着难以估量的影响。如果在当时你具有足够的见识，就一定会说“这是一条通往富裕的道路”。然而，情况发展到20世纪90年代又如何呢？这些公司经过多年的竞争厮杀之后，只剩

下三家，这对投资者来说全然不是好事。因此，可以这样说，这是一个对美国影响深远的产业，但对投资者的影响未必是那般辉煌。

在汽车制造业的蓬勃发展这种革命性的事件中，有时我们反而比较容易断定输家。人们很容易体会到汽车产业的重要性，却很难挑选出能为自己赚钱的企业。**如果时光可以倒流，我相信你就可能会做出这样一个决定：有时候把事情颠倒过来看可能更好，做空那些受负面影响最大的事物，比如马匹。**坦白地说，我很惋惜为何巴菲特家族当初没有做空马匹。而且这实在很难说得过去：住在内布拉斯加州，本可以很容易借到马匹以避免被别人“逼空”。

美国马匹数量

1900年：21 000 000
1998年：5 000 000

除了汽车产业之外，20世纪另外一个革命性产业就是航空业，这是一个让投资者想到美好未来便口水直流的新兴产业。我特地查阅了当初所有飞机制造商的资料，发现在1919—1939年，大约有300多家公司，但现今可能只剩下几家还在苟延残喘。当时生产的众多飞机中有两架名叫“内布拉斯加”和“奥马哈”号的飞机，现在即便是最忠诚的内布拉斯加人恐怕也不敢驾驶这样的飞机驶向蓝天吧。

接下来，我们来看看航空业是如何走向衰落的。最近20年宣告破产的航空公司有129家，大陆航空（Continental Air）甚是“明智”，名列该名单两次。截至1992年，尽管表面上看来情况有所好转，但事实上，自从航空业陷入不景气以来，所有航空公司加起来的净利润是零，也就是说连一毛钱也没赚过。

我在想，如果当初莱特兄弟的小鹰号（Kitty Hawk）第一次起飞时，我在现场，我很可能会极具远见地、充满公益心地（这点是为了未来的资本家）设法将它打下来。我的意思是，莱特兄弟对投资者的伤害是非常严重的。

对于其他深深地改变了美国人生活方式，但对投资者没什么好处的辉煌产业，比如收音机与电视等，我不再赘述。不过我从中得出这样一个结论：投资的要旨不在于评估这个产业对社会能有多大的影响，或是它有多大的发展空间，而主要应该看某家公司有多大的竞争优势，还有更为重要的一点是，这种优势能维持多久。拥有广阔而持久的“护城河”的产品或服务才能真正为投资者带来甜美的果实。

17年这样一个时间跨度不禁使我联想到17岁的“蝗虫”，虽然这么说有点儿突兀。这些计划飞进2016年的小生命，到时候又会有怎样的际遇呢？到那时对于股票的看法或许更冷静、理智，不像现在这般欢欣雀跃。自然，投资者对此可能会感到失望，不过，这只因为他们开始时期望得太多。

无论如何，他们那时一定比现在富裕得多，原因很简单，因为他们所拥有的美国企业将会继续发展，而且其利润以每年约3%的速度增长。最值得我们高兴的是，新生的财富将最终惠及美国大众，美国人整体的生活水平将比现在更上一个台阶。即便未来达不到在过去17年美国投资者业已习惯的那种大跨步式的发展，也注定不会是一个糟糕的世界。

52

巴菲特主义

2000 年 5 月 19 日

埃米·科福尔

伯克希尔哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特把他们的年度股东大会称作资本主义的“伍德斯托克音乐节”，但是投资者迈克尔·克利夫兰（Michael Cleveland）有个更绝妙的比喻：“这是一场宗教布道会，而巴菲特就是我们的福音布道者！”多年以来，每到春季，股东们就涌向奥马哈，聆听巴菲特宣讲的真理：投资那些基本面优秀，且已很成熟的企业，然后坚持持有，鉴于伯克希尔哈撒韦公司为投资者带来了不可思议的财富，人们已经将巴菲特的言论奉为“巴菲特主义”。

然而，去年，巴菲特似乎失去了他的超能力。这一财年，伯克希尔哈撒韦公司每股净资产的增长率不及标准普尔500指数的涨幅，低了20.5%，这是20年来该公司首次败给标准普尔500指数。造成这种局面的主要原因是：大部分巴菲特重仓持有的股票，包括可口可乐公司和吉列公司都遭遇了暴跌。与此同时，处于襁褓中的高科技股一飞冲天，造就了很多一夜暴富的百万富翁。然而，巴菲特拒绝进入这个领

域，因为在他不确定的企业和领域上押赌注，会让他觉得很不舒服。到了2000年3月初，伯克希尔哈撒韦公司的股价下跌了50%，达到52周以来的最低点，股价为40800美元。即便是最忠实的追随者，其信念恐怕也开始动摇了。

如同所有优秀的布道者一样，巴菲特拥有最强有力的支持者：市场。奇迹出现2000年4月下旬，就在股东大会召开前夕，伯克希尔哈撒韦的股票上演了大逆转，涨幅达到47%，股价接近6万美元。不仅如此，高科技股遭遇了“滑铁卢”。“无论如何，我们都将长期坚守伯克希尔哈撒韦的股票，”亨廷顿海滩（Huntington Beach）的布莱恩·戈贝尔（Brian Goebel）说，“我们可不是日内交易者。”

他们当然不是日内交易者。与互联网新富豪不同的是，巴菲特的追随者看起来并不是那么光鲜亮丽，他们既没有身穿普拉达（Prada）华服，也没有脚踩马诺洛（Manolo Blahnik）。所有来参加股东大会的投资者只获得了一件绿色的伯克希尔哈撒韦T恤衫，上面印着一大沓现金，此外还有一顶相配套的棒球帽。他们排起长队领取免费的丹麦面包和咖啡，看起来真不像买得起A股的有钱人，该股票每股的市价已高达6万美元。当巴菲特宣布身着时思糖果50年代销售小姐制服的芭比娃娃已经上市时，人群沸腾起来，每个人都在争抢订单。该产品是伯克希尔哈撒韦公司旗下的时思糖果和美泰公司（Mattel）合作推出的。

当然，芭比娃娃不是这个周末的唯一主题。周六，在奥马哈市民大礼堂举行的、时长7小时的股东大会才是重头戏。作为开场，巴菲特播放了一段长约1小时的搞笑视频，视频中，他拨弄着尤克里里和里吉斯·菲尔宾（Regis Philbin）一起唱着《谁想成为亿万富翁》*（Who Wants to Be a Jillionaire）*。其间，巴菲特解释了在新千禧年，什么样的投资才是万无一失的，以及为何“价值投资近来已经不那么火

了”。随后，他又拨通了比尔·盖茨的电话。热火朝天一番之后，投资者纷纷安坐下来讨论企业自身的问题。在接下来的近5个小时里，股东们频频向巴菲特和查理·芒格抛出问题，有些人甚至“出言不逊”，直指巴菲特去年领导不力，导致公司表现欠佳。一位15岁的投资者说：“为了上大学，我两年前买了伯克希尔哈撒韦公司的B股。但当股价跌至1500美元的时候，我已决定改修函授课程了。”巴菲特大笑了起来，那仿佛是在说：“你击中了我的要害。”

整个周末，奥马哈变成了伯克希尔哈撒韦公司旗下各家公司的内部产品展览会，参加展出的公司包括国际奶品皇后、时思糖果、德克斯特鞋业公司（Dexter Shoe）以及世界图书出版公司，流连于打折的刀具、床垫和钻石之中的股东们有如饥饿的捕猎者。周六晚上，巴菲特还会请他的信徒观看了一场乙级棒球联赛，但很多人为了排队等候巴菲特的亲笔签名错过了半场比赛。还有很多人参加了他们最喜欢的游戏：“交易”巴菲特的小故事。“你开车来的时候有没有路过他的住所？”一位女士问，“他的住所相当简朴！”另一位女士说，她曾与巴菲特上同一所高中，还有一张毕业聚餐时的合影。“第二天我就有了很多值得吹嘘的事情。”她大笑道。

还有一些人是带着十分恳切的心情踏上这次“朝圣之旅”的。邦·琼（Bong Jung）已经持有伯克希尔哈撒韦公司的股票长达10年时间了，他需要重新信奉巴菲特的价值观念。“抵制科技股的蛊惑是件很困难的事，”琼解释说，“在打高尔夫的时候，很多人总会谈论投资。我的朋友说，他在高科技股上已经赚了80%，而我的股票却下跌了30%。不羡慕是不可能的。因此，我要赶到这里来恢复我的信念。”“没错，”他妻子补充说，“恢复！”因此，“布道者”巴菲特再次给予他的追随者一些值得坚守的信念。

53

支持奥巴马和希拉里的“政治重婚犯”

2000年10月20日

杰弗里·伯恩鲍姆

巴菲特，在他人生的大部分时间里都是一位民主党人，多年以来他一直在支持该党的候选人。2000年，在巴菲特等人的支持下，希拉里·克林顿成功当选纽约州的参议员，这成为当时的热点新闻。然而，到了2008年，事情就变得有点儿复杂了，参议员希拉里试图代表民主党角逐总统。这让巴菲特感到左右为难，因为他和另一位总统竞选人也关系甚笃，这个人就是奥巴马。

巴菲特通过一个朋友认识了奥巴马，当时这位芝加哥人正在准备竞选伊利诺伊州的参议员。随后奥巴马又来到了奥马哈和巴菲特共进午餐，彼此有了一段愉快的交流。巴菲特很喜欢这个年轻人和他的观点，临走时，两人握手言别。

那么在2008年，当希拉里和奥巴马都角逐民主党候选人时发生了什么呢？巴菲特又是怎么解决这个问题的呢？他自我解嘲说：“政治重婚犯。”也就是说，他告诉两位候选人：“我会支持你们两个。”而事实上他也是这么做的。

当然，我们现在已经知道谁是最后的胜者。

——卡萝尔·卢米斯

起初，沃伦·巴菲特是一位共和党人。这主要是受他父亲的影响，其父亲曾4次代表共和党当选内布拉斯加州国会议员。在宾夕法尼

亚大学读书时，巴菲特非常热心政治，曾担任校青年共和党人俱乐部主席。1948年，他甚至打算骑着大象在费城大街上走一圈，以此来庆祝托马斯·杜威当选总统，直至哈里·杜鲁门在竞选中打败杜威，他才打消此念头。

时代的转换让人感叹。巴菲特现在已经成为一名坚定的民主党人。他甚至敢为人先地为希拉里募集资金和捐款。没错，“奥马哈先知”将赌注押在希拉里身上，支持她成为纽约州的参议员。此外，巴菲特曾代表这位第一夫人与前任财政部长罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）一起出现在哥伦比亚大学，还在曼哈顿俄国茶室（The Russian Tea Room）以及Info USA公司首席执行官韦恩·格普塔（Vin Gupta）的家中，协同组织了为希拉里募捐的活动。

他失去了自己的信念吗？根本不是这样的。“我支持政治人物，无关乎他们的派别，只在乎他们在重大问题上的观点是否与我同步。”巴菲特这位在册的民主党人说。他同意希拉里支持人工流产合法化的主张，也赞同她对竞选财务改革的努力，这也是巴菲特竭力推动的一个改革主张。“我支持她的想法，就这么简单，”巴菲特说，“也是基于同样的原因，我也曾投票给她的丈夫。”和其他希拉里的支持者不同的是，他从未在白宫或戴维营过过夜，甚至是沙发上，他强调说。他还与纽约有着特殊的亲密关系，伯克希尔哈撒韦公司控股着《布法罗新闻报》。而且他还说，这个州发生的事情，其影响力会远远超出它的边界。

出人意料的是，巴菲特也给政治人物“捐款”了。近些年来，他努力推动并公开支持对竞选财务进行改革。让他感到最愤怒的是，财务系统滥用所谓的“软钱”，也就是不受联邦竞选财务法约束的无穷尽的竞选资金。为避免被贴上“伪善”的标签，巴菲特只给联邦候选人捐献“硬钱”，也就是法律允许的向每位竞选人每次竞选捐献1000

美元。换句话说，他只为希拉里捐献过2000美元，第一次1000美元是初选阶段，第二次是在大选时。巴菲特也从未要求其他人为自己喜欢的候选人捐款。他说他只希望人们捐款是出于自愿，而不是被强迫。

当然，筹款时有巴菲特的名字在，肯定会引起其他人的注意。他对自己支持的候选人是非常慎重的。通常，他会支持民主党人，包括他的朋友内布拉斯加州参议员鲍勃·凯利（Bob Kerrey）以及曾竞选过总统的前新泽西州参议员比尔·布拉德利（Bill Bradley）。他还支持过威斯康星州民主党参议员拉斯·范戈尔德（Russ Feingold）以及康涅狄格州州代表、共和党人克里斯·谢伊斯（Chris Shays）捍卫竞选财务改革的活动。在过去这些年里，他还支持着地位崇高的堪萨斯州共和党参议员南希·卡斯鲍姆（Nancy Kassebaum）和丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉（Daniel Patrick Moynihan），而获得这些人的支持对于希拉里来说至关重要。“我认为她是非常有效率而且善于表达的人，”巴菲特这样评价希拉里，“如果她当选了，带来的绝对会不止一个100分。”这是不是意味着“第一夫人”是被低估的资产呢？

TAP
DANCING TO WORK

最受赞赏——一次又一次

《财富》杂志每年都会公布“最受赞赏公司的名单”，而今年（2001年），我们的编辑对排名第七的伯克希尔哈撒韦公司以及巴菲特进行了深度报道，并成了杂志的封面故事。历史，或许还有展望，见证了这一点。伯克希尔哈撒韦公司曾连续5年荣膺“最受赞赏公司”前10名，然后它的位置就不曾动摇过。即便《财富》杂志在2008年把“全美”的头衔换成了“全球”之后，伯克希尔哈撒韦公司仍旧岿然不动。在过去15年里，即1997—2012年，伯克希尔哈撒韦公司是唯一一家始终停留在榜单前10名的公司。

巴菲特很钟情“最受赞赏公司”这个名号。伯克希尔哈撒韦公司因其收入在《财富》500强企业中排名很高（排进前10），但这对于巴菲特来说，似乎不算什么，远不如他对公司的好名声的看重。2010年，在接受《财富》杂志专访，提及一家公司如何获得信誉时，巴菲特说：“这不是只花一天、一月或一年时间就能做到的事，而是需要一点一滴的积累。毁掉信誉是转眼之间的事，但把它树立起来却需要长久的功夫。”

作为企业界倾慕的对象，并不意味着公司在运营或资产的利用效率方面不存在问题。《价值机器》一文向我们讲述了伯克希尔哈撒韦公司在缅因州的子公司德克斯特鞋业公司遭遇棘手困难的故事。巴菲特并没能事先预料到会有麻烦发生。事实上，他是一位狂热的收购者，1993年，伯克希尔哈撒韦公司用价值4.19亿美元的股票收购了这

家公司，不过巴菲特严重低估了德克斯特鞋业公司遭受的海外低价产品的冲击，于是在1999年年报中，他不得不坦承德克斯特鞋业公司前景堪忧。2000年，伯克希尔哈撒韦公司注销了账面上2.19亿美元德克斯特鞋业公司的商誉。第二年，巴菲特“认输”。首先，他承认自己压根儿就不该收购这家公司；其次，特别不应该以股票的形式收购；最后，在解决问题方面也有拖延。

2001年，德克斯特鞋业公司的管理团队转战到了伯克希尔哈撒韦公司旗下的另一家制鞋公司，公司管理者弗兰克·鲁尼（Frank Rooney）和吉姆·艾斯勒（Jim Issler）则努力削减少了公司的业务，公司基本处于停工和裁员的状态，直至最后，只有所剩不多的生产线还在运营。到了2005年，“德克斯特”这个名字完全从伯克希尔哈撒韦公司年报中消失了。

时至今日，谈及“德克斯特”时，巴菲特还会说：“这无疑是迄今为止我做过的最差的一笔收购。”

当伯克希尔哈撒韦公司收购德克斯特鞋业公司时，哈罗德·阿方德（Harold Alfond）正好是后者的董事长和最大股东。他也是一位著名的慈善家，逝世于2007年。他把自己大部分的财产都捐献给了哈罗德·阿方德基金会。当他立完遗嘱之时，基金会的资产翻了5倍，达到5亿美元，其中80%是伯克希尔哈撒韦公司的股票。如今，该基金会主要的资助方向是缅因州的教育、医疗和青少年发展等项目。尽管有点儿不同寻常，但它还是提供了另外一个例子，证明伯克希尔哈撒韦公司的财富最终流向了慈善事业。

——卡萝尔·卢米斯

54

价值机器

2001 年 2 月 19 日

卡萝尔·卢米斯

如果大家不介意的话，我们首先来做个小测试：请描述一下排在“最受赞赏公司”榜单前10名的企业各自在你心目中的样子。

大多数读者可能对前10名中8家公司都了若指掌。因为在日常生活中，我们总是会接触到它们，比如，大型超市沃尔玛，证券经纪商嘉信理财以及制造电脑芯片的英特尔公司等。通用电气公司有点儿不好描述：它既提供金融服务，还运营着电视网络和电气设备，甚至还涉及航空领域，而且很快就要收购霍尼韦尔（Honeywell）了。不过，最难以解释的还是排名第七的这家公司：来自奥马哈的伯克希尔哈撒韦

公司。给你一支笔，你能否在500字之内将该公司的业务写明白、解释清楚呢？

如果你和其他人一样，或许这句话你一定不会漏掉：“那是沃伦·巴菲特的企业。”对于伯克希尔哈撒韦公司的铁杆粉丝来说，估计要几辆重型大卡车才能装载下对它的细节性描述：我们所讲述的是一家非比寻常的高收益综合性企业，其中保险业占据着核心，还包括很多其他行业。首席执行官是一位年届七旬的老人，正是他决定着公司的资金投向哪儿。一直以来，他在全球投资界都声名显赫，被誉为股神。

每股账面净资产是衡量保险公司成就的最佳指标。在巴菲特执掌公司的36年内，伯克希尔哈撒韦公司的每股账面净资产复合年增长率超过23%。当然这期间也有成绩不佳的年份，特别是1999年。不过，无论如何，36年中的32年，伯克希尔哈撒韦公司每股净资产收益率都战胜了标准普尔500指数，而且是大幅度的胜利。巴菲特一直不愿分拆公司的股票，在给某个朋友发去的生日祝福中，他说：“希望你活到伯克希尔哈撒韦公司股票分拆的那一天！”公司股价见证了公司这么多年的成长之路。在漫长的36年里，每股价格从12美元攀升到71000美元，平均每年的涨幅达到27%。

尽管伯克希尔哈撒韦公司成绩显赫，但是很多参与“最受赞赏公司”投票的商业人士并不理解主张价值投资的伯克希尔哈撒韦公司究竟是怎么运行的。尽管有些人甚至还不知道自己是在为一家保险公司投票，但是很显然，他们喜欢这家公司：伯克希尔哈撒韦公司连续5年位居“最受赞赏公司”前10名。

现在我们中断一下这个话题，说点儿别的。我也是巴菲特的崇拜者，更是他的老朋友，而且还一直为伯克希尔哈撒韦公司的年报当编辑，当然巴菲特是主要的作者。另外，我持有该公司股票已经有几十

年了。巴菲特和我一直都在讨论合作出版一本关于他的商业传奇的书，但就实际写成的东西来看，实在有点打肿脸充胖子。不过，这个计划却给我带来了实实在在的好处，通过这种不同寻常的方式，我更近距离地接触到了他的思想。

据我目前所知，2000年对于伯克希尔哈撒韦公司来说注定是一个里程碑式的年份，尽管很多人还未意识到这点。我不是在谈论股票问题，虽然股票一直是该公司追随者关注的焦点。随着高科技股在今年年初“一飞冲天”，伯克希尔哈撒韦公司的股票却陷入了低谷。3月份更是跌到了40800美元，当时巴菲特说：“在做空者评出的‘最受赞赏公司’名单中，我们的名字赫然在列。”不久股票就反弹到71000美元，这比低谷时期的价格大涨了74%。2011年1月底，其股价为68000美元，也就说伯克希尔哈撒韦公司在2000年内爬升了26.6%，而这一年对大多数企业，包括“最受赞赏公司”前10名中的7家来说，都是相当不景气的一年。

那又怎么样！我要讲述的是发生在伯克希尔哈撒韦公司的事情，而非股票。资本配置是最能体现巴菲特的天赋异禀的领域。在一次大手笔的操作中，巴菲特已拿下的或意图拿下的公司不下8家。因此，我们不在这儿讨论股票（虽然很多股票是公众持有的），而是着眼于整个公司。

宾夕法尼亚州韦恩市（Wayne）的美国责任保险集团（U.S.Liability Insurance Group）是最新被收购的企业之一，这次收购又为伯克希尔哈撒韦公司的保险帝国添砖加瓦。其他的收购案例也呈现出种类纷繁的局面，而且主要集中于传统的经济领域：位于沃思堡市（Fort Worth）生产砖块和靴子的贾斯丁工业（Justin Industries）、总部在西雅图的高级珠宝商本·布里吉连锁店（the Ben Bridge chain）以及佐治亚州道尔顿市（Dalton）的地毯生产商萧氏地毯（Shaw Indu

stries）等。总收购价格为80亿美元。虽然，这个价格比1998年伯克希尔哈撒韦公司收购通用再保险公司时所支付的价值220亿美元的股票低了不少，但这80亿美元主要是以现金形式支付的。该公司史上最大的一笔现金投资投向了美国运通公司，而这次收购所涉及的金额是其投资额的五倍之多。不仅如此，这80亿美元完全出自伯克希尔哈撒韦公司的腰包，没有一分是借来的。巴菲特只是静静守候着出手的时机，然后递上一捆又一捆的钞票。

在所有的收购完成之后，伯克希尔哈撒韦公司的员工数量将翻倍，而且收入将增加130亿美元，虽然其中的50亿美元来自中美能源控股公司（MidAmerican Energy Holding Company），因为监管限制的问题，这些不能合并到伯克希尔哈撒韦公司的账目中。即便如此，伯克希尔哈撒韦公司2000年度的收入也将接近300亿美元。今年，该公司将首次跻身《财富》500强企业的前50名。其利润也将达到30亿美元左右，这包括了该公司在本年度内卖掉部分股票所实现的资本收益，但究竟卖掉了哪些股票，巴菲特并未透露。

巴菲特从未打算要爬上《财富》500强企业前列。“并不像你在电话中说得那样。”巴菲特说，2000年的一系列收购绝不是有计划的，他并没有什么宏大的收购计划。显然，在如何为股东创造价值的问题上，他与同侪产生了分歧。他不会关注公司的股价，甚至可能根本不知道公司某日的股票行情。他也不想寻求协同效率，他喜欢购买能够产生健康现金流的公司并保持它们的独立性。他还是一位“左右手都能胜任的击球员”：他总是表达出购买整宗生意的意愿，或者购买某公司一定比例的股票。唯有2000年，他掀起了一股收购热潮。

那么，他现在是不是正往股市中投入新资金呢？不。他一直在购买垃圾债券，比如菲诺瓦公司（FinovabGroup）发行的债券。虽然最近出版的某些刊物报道他购买了康赛克公司（Conseco Inc.）的债

券，但这并不符合事实。在2000年以及此前的4年里，他确实是一位净卖方。这一举动暗合了他那番著名的观点：未来股市的回报不可能再与20世纪80年代或者90年代相媲美。众所周知，在过去这些年中被他“砍掉”的股票中，包括麦当劳和迪士尼这种公司的股票。

事实上，作为驰名全球的股神，巴菲特一直不希望，伯克希尔哈撒韦公司像大多数人认为的那样，主要依靠购买有潜来的股票来取得增长，他更愿意将发展引擎构建在新企业的加入上。虽然引入新企业也会带来问题，而且他已经碰到了不少，但他还是矢志不渝。

这种偏好显然是带有感情色彩的，他更喜欢和伯克希尔哈撒韦公司旗下子公司的管理者沟通，并建立一种真实有效的业务关系。当然，这种偏好也是具有经济价值的，原因就在于税金。试想一下，如果伯克希尔哈撒韦公司的一家子公司，比如时思糖果，获得了1000万美元的税后利润，与此同时，可口可乐公司获得了1.25亿美元的税后利润，这就意味着伯克希尔哈撒韦公司根据自己占有的股份（8%的可口可乐公司股份）将会分走1000万美元的利润。显然，思糖果赚得的1000万美元将全部属于伯克希尔哈撒韦公司，而可口可乐公司的1000万美元里却埋着一个“陷阱”。如果要获取可口可乐这笔收益，无论是可口可乐公司的股息还是通过售卖可口可乐公司股票获得的资本收益（当然还没出售过任何股份），伯克希尔哈撒韦公司都要支付额外的税金。如果可口可乐公司内部存在非常好的投资机会，将利润用于再投资就能获得更高的收益，那么，巴菲特会很乐意接受这样的税收制度。如果情况相反的话，他会毫不犹豫地倾向于从伯克希尔哈撒韦公司内部获得的那1000万美元收益。

巴菲特喜欢现金，在伯克希尔哈撒韦公司，他已经营建起了一架能生产大量现金的“机器”。机器的动力来自公司的保险业务。保险业务为公司带来美妙的“浮存金”，也就是说，保险公司可以利用这

笔钱进行投资，而投资的增值又可以用来支付索赔。巴菲特用浮存金购买的诸多企业最终变成了“价值机器”的重要部件，为后续的投资带来源源不断的现金。

巴菲特喜欢价位合理的公司，这使他不用去参加投资银行家们举办的拍卖会，省去了很多麻烦，当他买到这样的公司时，就一掷千金，雇用一批能干、诚实、信得过的人来经营。他希望看到扎实可靠的利润，这是一定的，但他又毫不在意这种利润是否连贯，他说：“我宁愿利润率在起伏中达到15%，也不希望它稳定在12%。”他还偏爱自己能懂而且不会发生巨大变化的企业。**高科技领域的日新月异令他敬而远之。他感到自己不能确定10年之后一家高科技公司能够创造多少现金流，所以，他选择了“绕道而行”。**

为了能以好价格拿到好公司，拥有“好东家”的名声一定是大有助益的，而巴菲特就是这样优秀的“好东家”。他旗下有许多家具零售商，这或多或少是依靠口口相传获得的，第一家在奥马哈，然后是犹他州、得克萨斯州、马萨诸塞州，接着是爱达荷州。对于很多卖家来说，伯克希尔哈撒韦公司是一座“避难所”，是停泊的港湾。比如，家族企业中的某些家庭成员急需现金，而其他人却想继续经营公司。如果巴菲特想收购这样的公司，他会承诺保证公司的独立性，并将尊重继续经营公司的人的决定，除非出现了什么不可调和的问题，不然他就会直接拿出收购合约。巴菲特说：“我们周围没有任何MBA跑来跑去告诉人们应该怎么做，天地为证，我根本不知道要告诉他们些什么。”上市公司也可能存在因家庭纠纷而出售的情况，或者只是为了逃离冰冷可悲的股市，逃离不切实际的季度需求和心怀恶意的买家（suitor），而巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司对这种寻求庇护的公司来说堪称天堂。

通常情况下，那些影响收购的因素都保持在合理区间。然而，2000年，整个金融环境变得严酷起来，这使得伯克希尔哈撒韦公司在收购企业方面占据了巨大的优势。随着这一年的时间慢慢流逝，市场上可用于收购的钱越来越紧缺，垃圾债券很难出手，而有实力的股票投资者又如惊弓之鸟一般。事实上，一位纽约的投资银行家前来拜访巴菲特并告诉他，伯克希尔哈撒韦公司是美国唯一一家有能力拿出50亿美元进行收购的公司。

约翰斯·曼威尔公司（Johns Manville）是伯克希尔哈撒韦公司今年收购的第八家企业，对于伯克希尔哈撒韦公司的优势，这笔交易就是最好的证据。显然，巴菲特非常善于将这种优势发挥到极致。2000年，约翰斯·曼威尔公司的保温和屋顶产品的销售收入为20亿美元，利润超过2亿美元，这家公司的控股股东是一家信托基金。约翰斯·曼威尔公司在1982年申请破产时，专门成立了一支基金负责石棉索赔。在2000年年中，有财团提出以28亿美元收购该公司。然而，该公司的业务紧接着就出现了周期性的下滑，而财团也遇到了融资问题。于是在12月8日，一个星期五，该财团退出了收购。这笔交易的“搁浅”让该公司的首席执行官查尔斯·“杰里”·亨利（Charles“Jerry”Henry）严重受挫，他本身就是收购财团的一员，而且一直在努力使公司与信托基金脱钩。

巴菲特和查理·芒格一直通过wind关注着整个事件，观察着约翰斯·曼威尔公司的一举一动。三天之后的星期一，他们打电话给信托基金，提出以22亿美元的价格收购约翰斯·曼威尔公司，而且是以现金的形式。双方在短短的24小时内，通过电话达成交易，并于12月20日发表了声明。那天下午，亨利来到约翰斯·曼威尔公司丹佛分公司的员工面前，称颂道：“朋友们，圣诞老人来了！但不是北极的那位，他住在奥马哈。”

时年59岁的亨利与巴菲特在奥马哈长谈了6个小时。去开会的路上，亨利说，如果他发现有任何无法与巴菲特共事的苗头，一定会想办法退休，并为“我要走了”做好时刻的准备。不过，事实与他想的大相径庭。他说，这场会面令他大受鼓舞：“结果，我又充满了斗志。人们很容易看到巴菲特的公司正发生着什么。最后你只想说，你不想让这位好东家失望。”

为了写这篇文章，我和伯克希尔哈撒韦公司收购的这8家公司的高管都谈过话。我从未听到有人对他们的新东家说过任何抱怨的话，只有赞美。当然，人们不会公开对自己的老板说三道四，特别是在老板的朋友面前。不过，我也听卖家们谈到过，很多交易之所以失败并不只是钱的问题，唯有伯克希尔哈撒韦公司是一家值得托付的交易伙伴。

44岁的埃德·布里吉（Ed Bridge）是本·布里吉珠宝公司的第四代联合负责人。在多年之前他得过一次病，这期间，他曾考虑过出售自家珍爱的珠宝产业、上市、杠杆收购或者引入“战略性”买家。不过，堪萨斯城的巴内特·赫尔兹伯格（Barnett Helzberg Jr）一直劝他考虑一下伯克希尔哈撒韦公司，因为他自己就在1995年将自营的珠宝企业出售给了巴菲特。不过，本·布里吉珠宝公司只是在11个州拥有65家门店的小企业而已，布里吉不认为巴菲特会对自己的小企业感兴趣。虽然如此，布里吉还是在去年上半年和巴菲特通了电话，并给他发去了财务数据。巴菲特热情地回复了布里吉，据布里吉回忆，巴菲特在信中说：“你们太棒了，太棒了，太棒了！”

随后，事情开始进入实质性操作阶段。然而，“战略”买家在听说布里吉有出售公司的意向后，又提供了一份报价。布里吉说：“相比于伯克希尔哈撒韦公司，我们本可能从这位买家手里多收20%。不过，我觉得如果真的那么做，会毁掉自己的企业。”因此，2000年5月

初，他和巴菲特就交易的细节达成了一致（包括未被公开的售价）。他们没有握手，因为当时两人根本没有见过面。这也符合巴菲特一向通过电话购买公司的风格，但是布里吉非常希望能见一见巴菲特本尊。五月末的时候，机会终于来了，巴菲特在去参加微软公司会议的途中，抽空见了布里吉。

据那天和巴菲特交流过的管理者和员工说：一旦从事自己喜爱的工作，他就会表现出非凡的耐力。当然他们也发现了一个非常普通的“巴菲特”：他是典型的中西部长相，戴着一副眼镜，顶着一头略显凌乱的花白头发，穿着一条背带裤和一件没系扣的外套，似乎还戴着一条近一个月未曾更换过的领带，语态平淡却暗藏玄机。**巴菲特当日所给的“指令”，他手下的所有公司都耳熟能详：“你们只要继续做你们正在从事的工作就可以了，我们永远不会让一位击中率四成的棒球手改变他的球风。”**

布里吉还回忆说，他和巴菲特开车经过时思糖果的一家门店时，巴菲特脱口说出了其销售额。巴菲特的记忆力令布里吉赞叹不已，而巴菲特回复说：“我只是很热爱数字而已。”这让布里吉想起伯克希尔哈撒韦公司的一家子公司的负责人曾经“警告”过他的一句话：“不要让他看到任何你不想让他看到的数字，因为他会记住的。”

巴菲特的收购热潮自然而然地引发了一个疑问：他以前收购的那些公司表现如何？总的来说，都是很成功的，但也不能说100%。比如，在1998年他用220亿美元股票收购通用再保险公司之后，遭遇了再保险市场的一个艰难期，直到2000年才恢复元气。然而，很多保险业专家还是分析说，巴菲特的这次收购其实搞砸了。他自己很不情愿用股票来进行收购，因为他非常舍不得出让伯克希尔哈撒韦公司的任何一份股权。不过，巴菲特也说了，他非常确信通用再保险公司会成为伯克希尔哈撒韦旗下珍贵的一分子。

巴菲特手中非保险类的公司，比如制造业、零售商和服务性企业，利润率总体看起来很好，特别是考虑到这些公司大多数都是传统产业。1999年，这些公司创造了7亿美元的税前利润和57亿美元的总收入。税后利润率约为7.7%，大幅超过了《财富》500强企业平均5%的水平。

不仅如此，很多伯克希尔哈撒韦公司的子公司的管理层都依照激励协定来工作，这鼓励他们珍惜自己的资金，并将多余资金给奥马哈总部。巴菲特说：“这也就是我常常周六到办公室亲自打开邮件的原因。”顺便提一下，一旦资金到了总部，并不会进入巴菲特的腰包，他在伯克希尔哈撒韦公司的年收入是10万美元，而且不会涨。另一方面，他拥有伯克希尔哈撒韦公司31%的股份，近期价值是320亿美元。因此，我们不需要为他巨大的付出感到歉意。

在他的制造业大军中，令巴菲特最失望的是德克斯特鞋业公司，这家位于缅因州的公司，是他在20世纪90年代初以价值4.4亿美元股票交换来的。在与国外公司展开的严酷竞争中，德克斯特鞋业公司一直设法坚持植根于美国本土，然而大幅锐减的利润和损失让公司痛苦不已。巴菲特本人也几乎没有经历过这种痛苦。他在公司年报中指出，支付给德克斯特鞋业公司的价钱无疑过高了，而用股票支付又加重了错误的后果。他还补充说，他不认为德克斯特鞋业公司的管理层有任何过失。

不过，管理层偶尔也会出现明显的过失，这时，他也不得不去“救火”，甚至还要解雇某些管理者。有些问题出现在他收购的那些家族企业中，原本负责经营的老一辈很有能力，但他们的后代没有同样的能力。巴菲特认为，这或许就是老一辈变卖家族产业的原因。这种问题他在费切海默兄弟公司身上就碰到过，这是辛辛那提一家生产制服的厂商，伯克希尔哈撒韦公司于1986年收购了它。当时，这家公

司由60多岁的两兄弟经营着，兄弟中的一人退休了，另一位，也就是首席执行官生病了，首席执行官的儿子接手了公司，但是可惜他能力不足，被罢免了职务。多年以来，首席执行官的人选一直摇摆不定。最终，在1999年，巴菲特采用了少有的“异花授粉”的方式，从他旗下的保险公司中挑选了一位管理者布拉德·金斯勒（Brad Kinstler）来执掌费切海默兄弟公司。“他真的不负众望，”巴菲特宽慰地说，“或许我们应该经常试试这种方法。”

巴菲特在“修理”伯克希尔哈撒韦这架庞大机器或者做任何事情时所表现的巨大活力，与他70岁的高龄很不相符。他的年龄也是公司股东们常常思考和探讨的问题。鉴于伯克希尔哈撒韦公司的未来，他们的担忧不是没有道理的。首先，伯克希尔哈撒韦拥有一笔硕大无朋的资产，如果没有巴菲特的操持，资产价值能否延续？其次，将资产所得的现金流进行投资是他的才能，而这种才能或许是无可替代的。

去年夏天，年龄的话题受到了特别的重视，因为巴菲特做了一次手术，摘除了结肠中的息肉（都是良性的）。不过，他迅速恢复了健康，又开始在跑步机上晨跑了，又回归到了吃汉堡和炸薯条的生活，偶尔还去吃点儿冰雪皇后的圣代，日常生活在樱桃味可乐的气泡中彻底恢复了。

虽然如此，媒体还是挖掘出他在年报中提及的关于管理继承的问题。如果他于今天去世，他46岁的儿子霍华德·巴菲特将会成为伯克希尔哈撒韦公司的非执行董事长。霍华德现在是一位农用设备公司的董事长，同时也是一位亲身耕作的农民，“大老板”的工作将会分配给两个人。现年64岁的路易斯·辛普森（Louis Simpson）目前管理着伯克希尔哈撒韦公司的政府雇员保险公司，他很有可能接管公司的投资组合。而监管伯克希尔哈撒韦各家子公司运营情况的工作将会交给巴菲特挑选好的另一位内部人士，但究竟是谁，巴菲特还未公开。据

《华尔街日报》10月份发表的一篇文章分析，伯克希尔哈撒韦公司子公司中的三位高管最具优势：时年49岁的伯克希尔哈撒韦再保险业务负责人阿吉特·贾因（Ajit Jain）；时年57岁的政府雇员保险公司负责人托尼·奈斯利（Tony Nicely）以及56岁的利捷公务航空公司的首席执行官理查德·圣图利（Richard Santulli）。

巴菲特说，他们中的任何一个人都比他更能胜任这份工作，“不过，不要把消息传播出去，”他有一个办法，“忘记分拆股票吧，我们只要‘分拆’我的年龄就行了。”

事实上，认真严肃地讨论继任者的问题是很难的，因为巴菲特和他的医生认为他的健康无虞，只要好好规划接下来的工作就可以了，不用考虑期限。而他也深深地爱着自己的工作，全心全意地爱着它！杰克·韦尔奇也是这样的人，但是通用电气公司有退休条例，幸好伯克希尔哈撒韦公司没有。**最近，“顽皮”的巴菲特就在韦尔奇刚刚度过自己65岁的生日之后，给他发了一封略带玩笑性的提示信。韦尔奇曾在《金融时报》上讨论过年龄的问题：“投资者最不想见到的情况，莫过于，一位年老体衰还流着口水的董事长坐在台上了。”巴菲特把这段话传真给了韦尔奇，还潦草地附加了注解。“杰克，我们不能允许此类言论在伯克希尔哈撒韦公司存在。我会让查理跟我一起留在台上，”查理是指时年77岁的副董事长查理·芒格，“台上”指的是伯克希尔哈撒韦公司股东大会的舞台，“这样投资者就会看到更糟糕的情况，董事长和副董事长一起在台上流口水”。**

如果询问一位77岁的老人，他70岁的老朋友是不是依旧“犀利无比”，可能有点不合时宜，但我们真这样做了。在众人眼中，芒格可是一个聪颖机敏的人。我们问他，他是否发现巴菲特的智力或者创造性思维有任何下降？芒格的第一反应相当直截了当：“没有。”然后

他详细解释说，今天的巴菲特或许还比以前的巴菲特“更棒一点儿”。“因为他的见识更广了，”芒格说，“随着年龄的增长，很多人身上的变化发生得相当快，这种事我见得太多了。比如，有的人能够以每小时145公里左右的时速前进，然后就会像一棵橘子树一样进入了快速衰退的阶段。然而，你很难在这件事上做出推断，对巴菲特的头脑而言，我没有看到一丁点儿退化的迹影。”芒格还补充说：“伯克希尔哈撒韦公司已经建立起了良好的声誉优势，这也给了我们捷径……收购约翰斯·曼威尔公司的过程很顺利，我们几乎没有会见过对方公司的任何人员。”

那些了解巴菲特的人，总觉得他经常能迸发出新点子。除了帮助时思糖果研发新口味的糖果之外，伯克希尔哈撒韦公司基本上并未在产品研发方面进行过创新。不过，该公司在创新性地处理股东关系方面取得了突破性进展，比如，将“股东手册”分发给大家，说明伯克希尔哈撒韦公司的经营原则；允许他们个人决定（基于个人持股的数量）公司的慈善捐款走向；甚至建立一套系统，在股东大会上给股东5个小时的时间，来问巴菲特和芒格任何与经营相关的问题。

每年在奥马哈举办的股东大会都相当特别。大约有1万名股东参加，其中有很多是董事会成员。大家整个周末都沉浸在节日的气氛中，其中的节目包括：一场由巴菲特开球的棒球赛，当然他球技往往不佳；去伯克希尔哈撒韦公司旗下的波仙珠宝商店的疯狂购物，“希望能如此”，巴菲特说；最后是每次股东大会的压轴好戏：聆听巴菲特和芒格的“教诲”。

总的来说，这是一家将股东权益放在首要位置的公司，尽管在某些事上巴菲特和他的部分同仁存在分歧。除了巴菲特，几乎任何一位首席执行官都会认为自己的股价被低估了。尽管如此，巴菲特还是经历了几个特殊时期。一次是在1998年，当时伯克希尔哈撒韦公司的股

价升至8万美元，他觉得股价被高估了，并为此感到苦闷，因为他不希望公司的股东在买进或者卖出股票时超出他认为的合理范围。“我会这么说，”他最近谈道，“相对于股价被低估而言，当伯克希尔哈撒韦公司的股价过高时，我反而更加焦虑。”他的这番“异端邪说”会不会导致伯克希尔哈撒韦公司从“最受赞赏公司”的前10名中除名呢？

在伯克希尔哈撒韦公司的股东看来，最重要的新点子可能均出自该公司的核心，即国民保险公司（National Indemnity）。多年以来，国民保险公司已经建立起享誉全球的好名声，因为只要溢价令人满意，公司就原意承保各式各样的风险。计算赔付率是巴菲特和贾因的共同任务，两人都非常适合这种工作，而且他俩还常常合谋把伯克希尔哈撒韦公司领向旁人难以理解的奇特领域。如果要写出全部的细节，估计要好几页纸才能说清楚，但我们这里试举一例：去年他们制定了一份保单，旨在保护Grab.com免于支付10亿美元的奖金，该网站的市值约为1.7亿美元。Grab.com曾经以巨额奖金来吸引数以百万计的人们登录网站，以此来搜集对于市场营销人员有用的信息。浏览网站的人们可以参与一个游戏，在1～77的数字中选取7个；公司告示上说，选出正确数字的概率是相当大的。可没人比巴菲特和贾因更明白其中的原委，事实上，几乎没有人能在游戏中胜出。不过，一旦有人在游戏中获胜，就有可能对伯克希尔哈撒韦公司的利润造成重创。巴菲特说：“假如我们要全部付清，恐怕就没有派对可开了。”“然而我们每次都能判断准确、抓住机会，这是因为我们做了其他任何人都不愿去做的事情。”

贾因的办公室位于辛辛那提，他真切地见证了巴菲特身上发生的改变。20世纪90年代初，两人每天直至奥马哈时间晚上9点左右都在谈论保险公司白天的运营情况。然而巴菲特现在几乎每天晚上9点钟都在

网上玩桥牌，无一例外。贾因说这个改变还是挺好的：“我们现在的谈话基本是在他玩桥牌之前或之后。”

由于常常和巴菲特一起玩桥牌，作为他的牌友和对手，我观察到他的牌风在某些方面和他的商业投资风格很相似，尽管他对桥牌对手比对手下的管理者要强硬很多。在桥牌中，他不太使用大多数人当作标准的、某些比较流行的叫牌惯例。他懂得游戏的所有概率，不论是叫牌还是出牌都尽在他的掌握之中。尽管他并不是桥牌圈所谓的“专家”，但他善于分析而且全神贯注，所以水平一直在提高。当他犯了低级错误时，就会对自己毫不留情。“真不相信我竟然那么做了，”在最近一次失误之后，他对自己说，“简直令人难以置信。”他自责的话让我想起某次商业失败之后他对自己的评价：“别人知不知道对我来说无关紧要，关键是我自己知道。”

光辉的历史记录告诉我们，失误只是鲜见的情形。尽管年事已高，但巴菲特的身体依旧很硬朗，很有可能继续刷新他的卓越纪录。值得一提的是，现阶段伯克希尔哈撒韦公司最大的三家参股公司，即可口可乐公司、美国运通公司和吉列公司，都有了新的首席执行官，他们分别是：可口可乐公司的道格拉斯·达夫特；美国运通公司的肯尼斯·钱纳特（Kenneth Chenault）以及刚刚入职吉列公司的纳贝斯克公司前任总经理詹姆斯·基尔茨（James Kilts）。这又给了巴菲特待在一旁的机会。他兴致盎然地说：“这些企业实在太棒了，我只要待在一旁看着就足够了。”

他手中还握有巨额现金。“我们的情况让我想起《幻想曲》（*Fantasia*）中作为魔法师学徒的米老鼠，它的问题是泛滥的洪水，而我们的是源源不绝的现金流。”不过，灼热的现金并不会将巴菲特的口袋烧出破洞，因为耐心是他的强项。现在他又进入连续收购的时期，不

过你应该不会想要打赌他会不会突然停止收购，除非你自己为此购买了伯克希尔哈撒韦公司的保单。

55 《财富》杂志来信选摘

55

《财富》杂志来信选摘

2001 年 3 月 26 日

查理·沃尔曼

《价值机器》是一篇很棒的文章，但是我想就您谈到的一点，即“巴菲特并不寻求协同效应”，说说自己的意见。不论他是否追求协同效应，他创造的不可思议的新纪录都证明了协同效应的存在。我们不妨看看时思糖果、《布法罗新闻报》、斯科特费泽公司等，一次又一次令人满意的净资本收益率已经成为伯克希尔哈撒韦公司的重要标记之一。净资产收益率翻倍，意味着公司的内在价值上涨幅度将远超于此。

尽管协同效应的记录比较有趣，但搞清楚协同效应的来源或许更重要一些。巴菲特是我能够想到的唯一一位企业领袖，他从不因循守旧、古板生硬地控制如此规模的大企业。就这一点来说，他甚至可以说已经创造了新的管理模式。

巴菲特是历史上最伟大的管理者之一。在20世纪60年代的企业并购中，他是最成功的；在20世纪70年代对抗通货膨胀中，他也是最成功的；他的胃口一直以来都五花八门，这使他造就了一家涉及诸多领域的巨型企业。在职业管理者的领域之内，他应有自己的一席之地。

56

巴菲特谈股票市场

2001 年 12 月 10 日

沃伦·巴菲特

1999年，在爱达荷州艾伦公司的太阳谷峰会上，巴菲特在众多商业领袖面前所做的演讲备受推崇。因此，该公司董事长赫伯特·艾伦邀请巴菲特在两年之后故地重游。我和巴菲特再次合作将他2001年7月的一次演讲编辑成文章，发表在《财富》杂志之上。作为开篇，我们先抛砖引玉，提一个问题：“股市的回报看起来每况愈下，反恐战争的未来扑朔迷离，消费者信心指数持续低迷，在这种情况我们该何去何从？”

巴菲特的论述，是他创造性思维的集中体现，主要围绕着他深切关注的几个问题展开：美国经济的回弹恢复力度；不考虑后视镜效应，投资者的投资意愿，包括养老基金；估值水平。

他的两次演讲相隔了两年的时间，在这期间互联网泡沫破裂了，道琼斯工业平均指数已经从11194点下跌到9500点。正是基于这一点，巴菲特对股市长期回报的期望值因而再度提高。

提高的幅度并不大。在文中，我根据巴菲特提供的数据绘制了一幅图表。该图表表明，与国民生产总值（以下简称GNP）相关的价格仍然处于历史高位。这张图表随即也受到大家的热议：接下来的这几年，我总是频繁地接打电话或者发送电子邮件与《财富》杂志交涉，希望他们能够更新图表的数据。事实上，我们也的确这么做了。大家可以看到，2009年年初，有了一个新版本的图表，该图表表明短期内股价不可能触底。

——卡萝尔·卢米斯

我上一次谈及这个话题是在1999年。当时我把过去的34年分成两个时间段，各17年，这两个时间段惊人地对称，分别对应着股市的熊市与牛年。先看第一个时间段。从下面这组数据中可以看出，在第一个时间段，道琼斯工业平均指数刚好增长了0.1%。

道琼斯工业平均指数

1964年12月31日：874.12
1981年12月31日：875.00

下面来看看第二个时间段，这一个时间段标志着一个不可思议的大牛市。这一牛市在我上次提出这一观点时已经接近尾声，虽然我当时并不知道。

道琼斯工业平均指数

1981年12月31日：875.00
1998年12月31日：9 181.43

不过，你不能用GNP涨幅的不同来解释这两个周期里股市的巨大差异。在第一个周期里，股市的表现惨淡至极，但这一段时期GNP增速却是后一个周期的两倍。

GNP增幅

1964—1981年：373%
1981—1998年：177%

这种现象该如何解释呢？我认为，股市在两个时间段里截然相反的动向是由两个重要的经济变量引发的，这两个经济变量发生了巨大的改变；此外，人们的某种心理因素最终也对市场变化产生了影响。

在这里，我需要再次提醒你们“投资”的定义，这个定义虽然简单，但是常常被忽视。投资就是为了明天获得更多的钱，今天先投入一笔钱。

在这两个时间段里影响股价走势的第一个经济变量是利率。在经济学里，利率的作用就好比是物质世界的地心引力。任何时间，任何市场，世界上的任何地方，利率的微小变化都会改变所有金融资产的价值。这点你可以在证券价格的波动中清晰地看到。不过，这条规律也同样适用于农田、石油储备、股票和任何其他金融资产，而且对其价值的影响也是巨大的。比如，如果利率是13%，你的投资在未来所获得的1美元回报的折现值将比不上利率是4%时的折现值。

下面就是在这34年里的几个关键日期的利率。1964—1981年，利率急剧升高，这对投资者极为不利。而在1981—1998年，利率急剧下降，这对投资者而言可谓福音。

长期国债的利率

1964年12月31日：4.20%
1981年12月31日：13.65%
1998年12月31日：5.09%

另外一个重要的经济变量就是，投资者的预期，即他们预期从投资的中获得多少回报。在第一个时间段内，由于公司盈利不佳，这个预期急剧下降。然而，到了20世纪80年代初，由于美联储主席保罗·沃尔克强有力的经济措施，实际上把企业的盈利能力推高到了20世纪30年代以来的前所未见的高度。

在第一个时间段内，投资者对美国经济丧失了信心，他们的未来被两大负面因素困扰。首先，他们在企业利润方面没看到多少利好；其次，高利率盛行又让可怜的企业利润打了折扣。这两个因素作用在一起，导致1964—1981年股市的停滞，即便在这个时期，GNP有了很大的增长。这个国家的实业在增长，但是投资者对这些实业的估值在萎缩。

然而，这些因素的逆转却创造了一个低GNP增长率而股市兴旺的时期。首先，盈利能力大大提高。其次，利率大降，使未来1美元的利润更加有价值。这两个现象都为大牛市的持续火爆提供了有效而强大的燃料。同时，我认为心理因素也起到了推波助澜的作用：投机交易爆炸性增长的原因很简单，就是因为人们看到了市场的行动。稍后我们会对股市这种危险的周期性疾病做病理分析。

两年前，我认为驱动股市大幅上涨的基本趋势已经大致走到了尽头。股市如果想从当时的位置接着大幅上升，长期利率就必须进一步下降，这是有可能的，或者企业盈利能力要有重大改善，这在当时看起来可能性不大。如果你看一下50年来企业税后利润占GDP的比重图，

就会发现这个比重一直维持在4%～6.5%之间。其中在1981年前后比较糟糕的日子，这一比例曾降至4%，而这个比例超过6.5%的情况很少见。在利润非常好的1999年和2000年，这个比例低于6%，而今年可能会低于5%。

我已经对两个截然不同的17年时间段做出了解释。不过，问题是，股市的过去能在多大程度上告诉我们它的未来呢？

为了获得答案，我们先回顾一下20世纪。众所周知，在这个世纪，我们有了汽车，有了飞机，有了无线电、电视和计算机。这是一个不可思议的时期。确实，刨除通货膨胀的影响，按美元计，美国人均实际产出增长率达到了惊人的702%。

当然，这个世纪中也有一些艰难的年份，比如1923—1933年的大萧条时期。不过，如果我们以10年为一个阶段来看美国人均GNP时，就会发现一个令人吃惊的现象：作为一个国家，我们保持了一致的进步并且贯穿于整个世纪。因此，你可能会这样想，如果用证券市场来衡量美国的经济价值，它至少也会以相当一致的节奏增长。

不过，事实并不是这样的。从我们之前对1964—1981年这个时期的研究可以知道，在那段时期，经济与股市之间的对应关系完全被打破了，在整个世纪也基本上如此。在开始的时候，比如，在1900—1920年，这个国家突飞猛进，电力、汽车、电话的应用方面呈现出爆炸性发展。然而，股市在这段时间内几乎没动，仅仅表现出0.4%的年增长率。这和1964—1981年间的停滞很相似。

道琼斯工业平均指数

1899年12月31日：66.08
1920年12月31日：71.95

在接下来的一个阶段，我们经历了20世纪20年代的市场繁荣。道琼斯工业平均指数增长了430%，在1929年9月达到了381点。19年之后，整整19年之后，道琼斯工业平均指数为177点，只有开始时的一半。然而，真实的情况是，在整个20世纪40年代，美国人均GDP增长了50%，是20世纪增长最快的10年。接下来的17年，股市终于开始上涨，出现了20%的年增长率。然后就是我们讨论过的两个时间段：1964—1981年的滞胀以及1981年到20世纪末的大牛市。

从另一个方面来解析，我们经历了3个长期的巨大牛市，历时44年，这期间道琼斯工业平均指数增长了11000点。我们也有3个停滞期，历时56年。在这56年中，美国取得了巨大的经济进步，但道琼斯工业平均指数实际上下跌了292点。

怎么会发生这样的情况呢？在一个欣欣向荣的国度里，每个人都集中精力挣钱，怎么会有三个长期而痛苦的停滞期呢？在这期间，撇开股息不算，股市怎么会让你亏钱呢？答案就在于投资者反复犯的一个错误，也就是我在前面提到的一种心理因素：人们习惯性地被后视镜所误导，即在极大程度上，是被当下发生的事所误。

美国从未停止前进的脚步

在20世纪初，GNP缓慢爬升。不过，如果把整个美国看作一只股票，则呈现出大幅上涨的趋势。

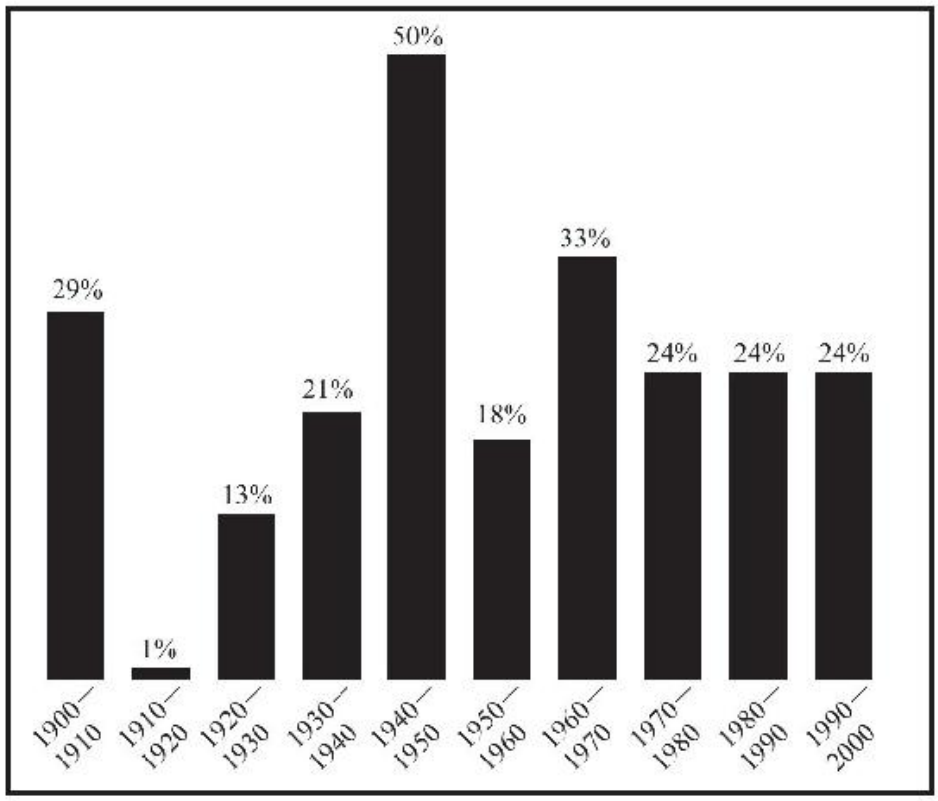


图56-1　20世纪美国人均GNP增长率

20世纪的第一个阶段就是这种短视的鲜明体现。在这个世纪的头20年里，股票的回报率一般超过高等级债券的利息。这种关系现在看起来很奇怪，但在那时几乎就是公理。众所周知，购买股票风险更高，除非获得更高回报。不然为什么还要购买股票呢？

1924年，一本横空出世的书解答了这个问题。这本书虽然很薄，最初毫无征兆，却注定以前所未有的方式改变了股市。其书名是《用普通股进行长期投资》（*Common Stocks as Long Term Investments*），作者是华尔街史上最伟大的投资专家埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）。书中记录了截至1922年的56年间，史密斯对证券价格变化所做的研究。史密斯的研究始于一个假设：股票在通货膨胀时期表现得更好，而债券在通货紧缩时期表现得更佳。这是一个完全合理的假设。

首先，我们来琢磨一下这本书的第一句话：“这本书记录了一个失败案例，其失败在于事实无法支持一个预先想好的理论。”史密斯接着说：“尽管如此，我们搜集的事实看起来值得进一步研究。如果这些事实无法证明我们希望证实的东西，那么就给事实松绑，看看它们会带给我们什么。”

如今，这个聪明人做了世界上最难的事情。**达尔文曾经说过，无论何时，当他发现任何一件与他珍视的结论相反的事情时，就认为自己有义务在30分钟内写下新的发现。否则，他的头脑就会像身体排斥移植器官一样排斥不一致的信息。**人类的本能就是坚守自己所相信的东西，特别是又被最近的经历再次证明的东西，正是我们自身的这一缺陷造成了长久的牛市和长期的停滞。

为了说明史密斯的发现，我在此引用传奇的思想家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）的一句原话，他在1925年评论了这本书，使这本书名声大噪。在评论中，凯恩斯写道：“或许，史密斯先生最重要的、也是最具创新性的观点就是：一般来说，管理有方的工业企业不会把所有利润都分发给股东。如果不是在所有年份，至少在那些较好的年景里，企业会保留一部分利润去扩大原来的业务。因此就有了复利的成分，它的运转支持着健康的产业投资。”

道理就这么简单，甚至算不上什么新颖。人们当然知道公司不会付出100%的利润。然而，人们从来没想过这一点意味着什么。然而史密斯先生说：“为什么股票的一般表现会超过债券的呢？一个主要原因就在于公司的留存利润，而留存利润将产生更多的利润和股息。”

这一发现点燃了一个前所未有的牛市。在史密斯的见解的激励之下，投资者纷纷投身股市，并期待双重回报：比债券要高的初始收益，不断地增值。对于美国公众来说，这一新领悟就像原始人发现火一样令人兴奋不已。

不过，不久之后，这些公众就被这“熊熊烈火”灼伤了。股价被推高，首先迫使股票的回报率降到债券的回报率的水平，直至最终使其远低于债券的回报率。下面发生的情境读者会很熟悉：股价上涨如此之快，以致股价上涨成了人们涌入股票市场的主要动力。**1925年，少数人出于正确的原因购买了股票，而在1929年，多数人由于错误的原因购买了股票。**

在1925年的书评里，史密斯敏锐地预见到了股市的这种不正常现象。他写道：“用基于过去的经历来推断未来是一件十分危险的事，除非能够从过去的经历中找出核心原因。如果做不到，就有可能陷入预期的陷阱。”在这种情况下，对未来的预期只有在各种条件与过去完全一样时才能实现。他脑海中的这种特殊条件，来自其对股市半个世纪的研究发现，即股票的回报率高于债券的回报率。

投资者在20世纪20年代做出了巨大误判，此后这种误判又以这样或那样的形式重复了很多次。正如我们所见，公众对20年代股市的疯狂一直心有余悸，直至1948年。当时，美国的内在价值已远超20年之前，股息率是债券收益率的2倍多；然而股价却不到1929年顶峰时的一半。毫无疑问，造成史密斯神奇结果的条件再次出现了。不过，投资者对40年代后期发生的一目了然的情形却视而不见，他们已经被30年代早期可怕的股市吓得呆若木鸡，对痛苦唯恐避之不及。

千万不要认为只有小投资者才是过多看“后视镜”的那批人。让我们看看专业的养老基金在近几十年的表现。1971年，也就是“漂亮50”[4]时期，养老基金管理者对市场感觉良好，于是把90%的净现金流投入到股市，这在当时是创纪录的。不过，几年后市场坍塌，股价大幅下跌。养老基金管理者又做了什么呢？他们因为股票太便宜而停止购买股票！

企业养老基金

现金流投入股票的百分比

1971：91%（创纪录的高点）

1974：13%

这是我永远都不可能理解的事情。按照自己的口味，恐怕生命里余下的时光我都要靠吃汉堡过活。如果汉堡降价，巴菲特一家一定会高唱《弥赛亚》*（Hallelujah Chorus）*，高兴得涕泗横流。对大多数人来说，如果在生活中买任何东西遇到降价，都会有这种感受，除了股票。当股价下跌时，同样的钱可以买更多股票，但人们却不喜欢这样做。

当养老基金的管理者也停止购买股票时，这种行为就尤其令人费解。客观地讲，他们比普通投资者有更多投资经验。他们的基金不可能明天就需要钱，明年或许也不需要钱，甚至下个10年也不需要钱，所以，他们完全可以有自由放松的心情。而且，由于他们不是在运作自己的钱，所以，“贪婪”也应该不会“扭曲”他们的决策。他们应该只想着什么是最合理的。然而他们的表现却像业余选手一样，可他们所拿的酬劳，却是高手级别的。

1979年，当我感觉股票非常值得一买时，曾写过一篇文章，其中提到：“养老基金的管理者仍把眼睛紧紧盯在后视镜上做投资决策。这种依靠经验主义带兵打仗式的投资方式在过去被证明其代价无比惨重，这次也将是同样的结果。”事实就是如此，因为“以股票现在的价位来说，应该产生远远超过债券的长期投资回报”。

考虑一下1972年的情况。当养老基金管理者还在重仓购买股票时，道琼斯工业平均指数在年底达到了1020点，成分股平均每股账面净资产为625美元，净资产收益率为11%。6年之后，道琼斯工业平均指

数便宜了20%，而成分股平均每股账面净资产增长了将近40%，年净资产收益率为13%。当时我写道：“在1978年股票确实很便宜的时候，养老基金管理者不愿意买，而1972年股票很贵时，基金管理者却以创纪录的方式大笔购进。”

当我写这篇文章时，企业长期债券的票息率为9.5%左右。因此，我问了一个不言自明的问题：“购买1999年到期、票息率为9.5%的20年期领先级美国公司的债券，或是以账面净资产的价格购买回报率有可能达到13%的道琼斯成分股，两者相比，前者会不会获得更好的回报呢？”答案显而易见。

如果你读过我在1979年的文章，那么在大约3年时间里，你可能遭受过损失，现在就会明白你当时经历了些什么！当时我并不擅长预测股价的短期变化，现在也做得不怎么样。我从来不知道股市在未来6个月、1年或2年的走势如何。

不过，我认为预见到股票长期将会发生什么是很容易的事情。**本杰明·格雷厄姆告诉过我们为什么：股市的短期运作像是一个“投票机”，而股市从长期看就像是一个“称重机”。恐惧与贪婪在投票时起着重要作用，但在称重时毫无作用。**

依照我的思路，很容易预测出，在未来的20年里，一只票息率为9.5%的债券显然比不过这种你可以以低于帐面净资产的价格购买的，被称作道琼斯工业平均指数的“伪装债券”，其年回报率可以达到13%。

我先解释一下自己所说的“伪装债券”的意思。众所周知，一般的债券有一定的到期时间和一系列的息票。比如，票息率为6%的债券每6个月要支付3%的息票。

相反，股票是对特定公司未来收益有要求权的金融工具，可能通过股息、股票回购、公司拍卖或者清算来实现。这些付款实际上就是“息票”。股东来来往往，收取息票的所有人也会改变。不过，作为一个整体，公司所有人的财务回报率决定于这些“息票”的规模和时机。投资分析就是对此进行预估。

现在，估计个股“息票”的规模是非常困难的。不过，预估几组股票的“息票”相对容易一些。回顾一下1978年，正如我前面提到的，道琼斯成分股的平均账面净资产为850美元，回报率为13%。这13%只能是基准，而不是很精确的数字。不过，如果你愿意投资一段时间股票，你实际上是在以891美元的本金买债券（购买价格在1979年几乎很少超过帐面净资产），并有可能会获得13%的票息率。

这怎么能不比票息率为9.5%的债券好？从那个起始点，股票的长期业绩一定会超越债券。巧的是，我商业生涯的大部分时间都被证明是对的。不过，就像史密斯告诫我们的那样，股票的优势不是必然的。只有满足一定条件时，股票才拥有优势。

我再来给你展示一下养老基金从众心理的另外一面，这一点恐怕由于基金管理者的一点儿利己主义而得到了加强。表56-1列举出的4家著名公司是我挑选的最具典型性的公司，另外还列出了这些企业的养老基金对自己的资产设定的预期回报率，显然，只有达到这个回报率，公司才有钱来支付养老金或有足够的储备以应对未来的养老金需求。

表 56-1　　养老基金的预期回报率

	1975	1982	2000
埃克森石油公司	7.0%	7.8%	9.5%
通用电气公司	6.0%	7.5%	9.5%
通用汽车公司	6.0%	7.0%	10.0%
IBM	4.8%	5.5%	10.0%
长期国债的票息率	8.0%	10.4%	5.5%

现在我们发现，公司设定的养老基金的预期回报率越高，公司的报告期利润也就越高。这就是养老金账户的运作方式。我希望为了相对简洁，大家可以先采纳我的观点。

如表56-1所示，1975年养老基金的预期回报率是比较谨慎的：埃克森7%，通用电气公司和通用汽车公司都是6%，IBM低于5%。令人感到奇怪的是，投资者当时可以通过购买不可赎回的长期国债而获得8%的回报率，换句话说，这些公司可以把所有养老基金都用来购买票息率为8%的无风险债券，但它们仍然选择了低预期回报率。到了1982年，大家可以看到，它们把预期回报率调高了一点，达到了7%左右。而与此同时，它们可以通过购买长期国债而获得10.4%的回报率。实际上，它们也可以通过购买被称为“迭期”（Strip）的金融工具，从而在未来几十年中锁定10.4%的再投资回报率。这就相当于你的傻侄子也能管理这些养老基金，并获得高于公司假设的投资回报率。

究竟为什么在国债的回报率接近10.5%的时候，公司却假设7.5%的收益率呢？答案还出在后视镜上：投资者经历了20世纪70年代早期股市繁荣之后的崩盘，心有余悸，在考虑回报率时就沿用了过时的思维。他们没能做出必需的心态调整。

我们再迅速快进到2000年，当时长期国债的票息率为5.4%。这4家公司的年报里有关养老基金的预期回报率是多少呢？它们的假设是9.5%，甚至10%。

我喜欢打赌，也很愿意与这4家公司中任何一家的首席财务官、精算师抑或者审计师打个赌。我敢说在未来15年，它们的平均回报率达不到它们假设的水平。首先，我们来做道数学题。一个养老基金的投资组合非常有可能包含1/3的债券，保守起见，这些债券有着不同的到期日，按照当下的行情，其回报率不会超过5%。那么余下占基金总资产2/3的股票要有超过11%的回报率才能保证投资组合的整体回报率达到9.5%。这是非常大胆的假设，特别是鉴于一般投资基金还要扣除大量的投资费用时。

然而，大胆的假设可以给公司的财务底线创造了奇迹。运用表56-1最右边一列的预期回报率，公司报告了非常高的利润，而且远高于它们设定低预期回报率时的利润。当然这对设定预期回报率的人没什么损失。在这场游戏中，精算师对未来的投资回报并无特别的认识。不过，他们知道客户渴望看到高预期回报率，客户高兴了，就意味着他会成为长期客户。

我们是在这儿谈论大数字吗？看看通用电气公司，这个国家最有价值、最受尊敬的公司的情况吧。我自己就是一个通用电气公司的狂热崇拜者。几十年以来，通用电气公司一直把养老基金管理得非常好。它的预期回报率是比较有代表性的。举通用电气公司的例子，只不过是因为这家公司鼎鼎有名。

退回到1982年，通用电气公司确定承担的养老金责任约5.7亿美元，大约占公司当年税前利润的20%。2000年，这个数字达到了17.4亿美元，占公司税前利润的9%，是通用电气公司的家用电器部门6.84亿美元利润的2.5倍。17.4亿美元是一大笔钱。如果将养老基金的预期回报率降低到一定程度，就必须用大笔的利润去填补养老金缺口。

和许多公司一样，根据美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board）在1987年实施的一条规定，养老基金在会

计上成了贷方中的独立科目。从那时起，公司可以根据合适的会计假设，将自己需要的养老基金贷方的收益录入公司损益表。2000年，根据高盛的估计，虽然养老基金的投资普遍缩水，标准普尔500成分股中的35家公司还是从养老基金贷方获得了10%以上的利润。

不幸的是，养老基金的预期回报率虽然重要，但是几乎从未成为公司董事会会议讨论的话题。我本人虽然跻身19个董事会，但从来没听过关于这一议题的严肃讨论。现如今，这个议题成为重中之重，因为人们基于20世纪90年代的辉煌业绩而设定的预期回报率达到了相当极端的程度。请你们去问问任意一家大大受益于养老基金的公司的首席财务官，如果养老基金的预期回报率降到6.5%，会对公司的利润产生怎样的影响。如果你想更苛刻一点，可以问问这家公司1975年养老基金的预期回报率，在当时，不论股票还是债券都比今天有着高得多的预期回报率。

2001年年报即将出炉，你们留心看看各家公司是不是降低了养老基金的未来预期回报率，这会是件很有趣的事。考虑到最近可怜的回报率和未来需要支付的养老金，我想任何人，无论是首席执行官、审计师还是精算师，都不会选择降低自己的假设，尽管他们可能面临因误导投资者而被起诉的风险。作为董事会成员，如果不对这种盲目乐观的预期提出质疑，那就是他们的失职。

20世纪的经验证明，股市非理性现象的爆发是周期性的。因此，我强烈建议那些想要好业绩的投资者，最好学会应对股市下一轮的非理性。**投资者需要的是一剂解毒剂，在我看来这解毒剂就是量化分析。如果加以量化，你不一定做得极端出色，但也不会堕入疯狂的深渊。**

从宏观角度来说，定量分析根本不必那么复杂。图56-2起始于80年前，图中所说的都是非常基本的东西。这张图揭示出所有上市公司

股票的总市值占GNP的比重。尽管这个比重所传递的信息量有一定的局限性，但也可能是衡量任何时候估值水平的最佳单一手段。从图中你可以看出，近两年前，该比重升高到了前所未有的水平。这应该是一个很明显的预警信号。

如果投资者要以超越美国实体经济发展的速度来增加财富，该比重必须不断持续上升再上升。如果GNP每年增加5%，而你想要股市总市值增加10%，那么，这条曲线需要直线上升，直至超出图表的范围。这种情况是不会发生的。

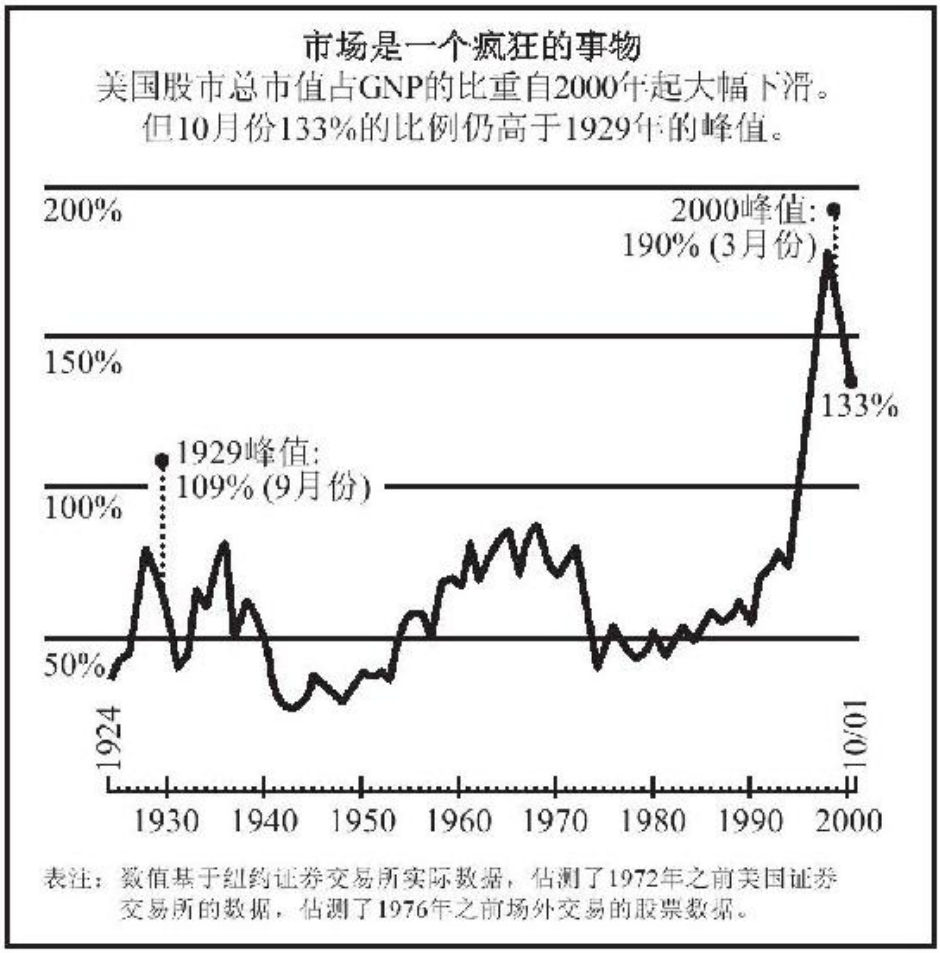


图56-2所有上市公司股票总市值占GNP的比重

对我来说，图56-2所传递的信息是：如果比重降至70%或80%附近，购买股票就会是很好的选择。如果这个数字接近200%，就像1999年和2000年部分时间段的情况那样，那你就是在玩火。可以看出，最近这个数字是133%。

即便如此，还是比1999年的高点下跌了很多。我曾大胆提出，美国的股票投资者在未来10～20年的预期回报率应该约为7%（包括股息和假定的2%通货膨胀率）。这只是一个粗略数字，还没算上交易费用，比如佣金和各种其他开支。我想，净回报应该可能在6%左右。

如此一来，如今股市的“汉堡”更便宜了。这个国家的经济在发展，但股票价格更低了，这意味着投资者将会用同样的钱获得更多的回报。我预计，除去成本，股市的长期回报率将为7%左右。这可是件好事啊，除非你还用20世纪90年代的思维来推演你对未来的预期。

57

每个人都渴望的情书（节选）

2002年9月16日

杰里·乌希姆

接下来这篇是后安然时代（post-Enron）一篇文章的补充报道，描述了企业争相成为商界典范的情形。

如今美国企业界最渴求的词儿是什么？

很简单：“诚挚地，沃伦。”（信件的落款）

随着企业间争相整顿自己的行为，股神沃伦·巴菲特的表扬信已经成为企业界的“产品质量许可证”（Good Housekeeping Seal of Approval）。通用电气公司就因宣布将把股票期权作为费用处理而得到了巴菲特的表扬信。巴菲特写道：“一直以来，通用电气公司不断让我们的生活变得更美好。现如今，它又把这种美好带进会计领域，成为企业财务方面的好榜样。”

标准普尔公司因为其新型的“核心利润”（core earnings）举措，也获得了一封表扬信。巴菲特在信中写道：“你们的措施既具激励性又十分正确。将来，投资者会将你们的这次行动看作里程碑式的事件。”标准普尔公司甚至有意将全文发布在其网站上。其他收到表扬信的幸运者还包括美国第一银行（Bank One）和亚马逊公司。

“在所有人乃至万物之中，只有他拥有无瑕的声誉。”标准普尔公司的分析师罗伯特·弗里德曼（Robert Friedman）说。我们再听听其他的声音，比如领航集团（Vanguard Group）创始人约翰·博格（John Bogle）[5]，他直言不讳地说：“巴菲特的演讲令我醍醐灌顶。”不过，博格又是怎么知道巴菲特关于企业责任的演讲大受欢迎的呢？原来他也读了巴菲特的演讲稿。

58

一切的神谕

2002 年 11 月 11 日

瑟沃·安迪

在沃伦·巴菲特执掌伯克希尔哈撒韦公司的47年间，公司股票曾在4个不同的时间段惨跌了40%～50%。我们先回顾一下前三个阶段：1973—1974年，1987—1988年以及2007—2008年，然后再延伸到第四个阶段，即互联网泡沫时期。当时泡沫破灭之后，伯克希尔哈撒韦公司A股价格已从2000年年初的4万美元回升至7万多美元。与此同时，越来越多的人意识到巴菲特绝不是老古董，尽管曾有许许多多的市场人士，在他们一头扎进市场泡沫当中的时候，曾坚决声称巴菲特是老古董无疑。

瑟沃·安迪，当时以“街头生活”（Street Life）的笔名为《财富》杂志写过大量文章，并于2006年成为杂志主编。他被委以撰写“幕后巴菲特”故事的任务，当时恰逢巴菲特和一众朋友前往加利福尼亚进行高尔夫球之旅。巴菲特因左肩旋转肌有伤，所以自己并不玩高尔夫球。不过，他的朋友们每隔一年都会聚到圆石海滩（Pebble Be

ach）、眺远山（Spyglass）以及柏树点（Cypress Point）等高尔夫球俱乐部一起玩玩，这个习惯已经持续了20多年，巴菲特不想放弃这样难得的社交机会。

因此，安迪也赶往圆石海滩。他一整天都围绕在巴菲特身旁：在两人房间都还没整理好时，他们挑了一处风景优美的景区谈话；巴菲特的房间准备好后，就去他的房间继续聊；晚上巴菲特和球手朋友们相聚时，安迪也来凑热闹。他的朋友中有查理·芒格、首府/美国广播公司的汤姆·墨菲、克劳瓦斯、斯温和摩尔律师事务所的乔治·吉莱斯皮、《华盛顿邮报》的唐·格拉汉姆、桑迪·戈特斯曼（Sandy Gottesman）以及第一曼哈顿公司的约翰·卢米斯（我的丈夫）。

安迪迅速意识到，如果能在圆石海滩完成他所有的报道内容，那就太好了。不出意料，从此杂志社再也没有派他去圆石海滩。

——卡萝尔·卢米斯

几十年以来，沃伦·巴菲特的名字一直和点石成金的投资家的形象密不可分，他人格可靠、坦白正直，拥有坚定的价值信仰，即坚信买“公司”而不是股票。他对美国股市的影响力堪比美联储主席和美国总统；上到华尔街下到小城镇，他的投资风格不断被其追随者学习和复制；他撰写的伯克希尔哈撒韦公司致股东的信被广泛地传阅、援引，好比投资界的圣经。

因此，当穿着一套睡衣的巴菲特本尊出现在你面前时，还是会让人略感奇怪的。一个美好的清晨，在圆石滩旅馆一楼，72岁的巴菲特先生和我相约在圆石海滩旅馆他租住的宽敞套间内。窗外，10月的阳光明媚无比。卡梅尔海湾（Carmel Bay）的风景真是美不胜收。右手边是第18洞的果岭，左边则矗立着一棵大柏树。这位“奥马哈先知”

完全是一副放松的状态，身着白毛圈布浴衣和一件色调柔和的蓝色睡衣，端着客房服务生送来的煎蛋，悠然自得地逛来逛去。

在左海岸（Left Coast）的完美氛围中，我们开始探讨20世纪刚刚结束的科技泡沫。“那是集体性幻觉，”巴菲特说，“是我有生以来所遭遇的最大规模的经济泡沫。”在这场惊心动魄的“泡沫”过后，巴菲特看起来却丝毫未受扰动。他的脸上看不到一丝懊恼。这或许是因为他从未在泡沫膨胀抑或是破裂时说过任何一句大空话。

这也让我们看到巴菲特的另一个侧面。没错，多年以来，巴菲特不仅在各投资领域内保持着辉煌的战绩，而且还以其独特的冷静、谦恭，甚至愚钝的处事方式，在其他事情上也一贯无误：在企业管理、股票期权和会计改革、企业家道德操守以及对股市的看法方面，都保持了惊人的准确性。

事实上，巴菲特在这些问题上的正确观点已经保持很多年了。最近几个月，公司丑闻频发、经济低迷、熊市大行其道，世界似乎正在回归到巴菲特的世界观中。更贴切地来说，越来越多的人似乎正在企盼（至少希望）巴菲特能够降临，并将他们从过去的错误中拯救出来。因为他通过伯克希尔哈撒韦公司掌控着全球最具流动性的资金源之一。最近，巴菲特已经迈开收购的步伐，购进了大批美国公司，特别是濒临破产的行业，比如，电信业、公用事业以及能源产业。这些年，他一直从事着自己擅长的工作：在市场触底的时候收购，而不是其达到顶峰时。

如此功绩虽然听起来简单，可至今无人能及。对于我们这些凡夫俗子来说，注视他的一举一动至关重要。这也是《财富》杂志再度回归到这个话题的原因。当我们向巴菲特“索要”一点儿宝贵的时间来采访他时，却意外地得到与这位“奥马哈先知”48小时近距离接触的

机会。于是，我们进行了一场马拉松式的会谈，话题从原子弹爆炸到垃圾债券，从巴里·邦兹到巴里·斯维泽再到艾略特·斯皮策[6]。

然而，眼下我们正在讨论的这个时间段，人们一度以为巴菲特的判断出现了错误。简直令人难以想象，但这就是发生在不久前的事。当时，相当多的华尔街和硅谷人士认为这位传奇的投资者已经落伍了，被时代抛弃了。他们认为，巴菲特处理问题的方式似乎已经不合时宜了，游戏的规则有所改变，而他却没有跟上时代的步伐。“巴菲特应该说，‘对此我感到非常遗憾。’”《技术投资者杂志》（*Technology Investor Magazine*）的哈里·牛顿（Harry Newton）在2000年早期说，“他怎么能错过电子、无线电、网络、电缆以及生物技术的革命呢？”

当时，纳斯达克指数迅速上升而伯克希尔哈撒韦公司的股价遭受重挫，我们无需强调，这一切是因为在虚假繁荣期时市场深陷于非理性之中。巴菲特对于价值地注重和坚持，对长线而不是短线的关注，都被看作陈腐老旧的观点。那么，股票期权的培植、金融工程以及“境遇伦理学”（用巴菲特自己的话来说）究竟出了什么问题？它们曾经发挥过作用，难道不是吗？

“人们说，虽然你曾经盛极一时，但你的时代已经过去了，”我问他，“这些言论有没有困扰过你？”

“从来没有，”他用平和而又沙哑的声音答道，“这些事情从来不会成为我的困扰。如果你不能独立思考，就不可能在投资上做得出色。事实不会因为人们赞成或者否定而发生改变。你被证明是对的，那是因为你能够看见客观事实并据此进行正确分析。只有这个才能决定最终结果。可是人们从未对事实是否客观或分析是否正确提出过疑问。”

周日，我和巴菲特在奥马哈碰了头，然后和他共乘利捷公务航空公司的湾流飞机飞往蒙特利半岛（Monterey），在那儿，他的妹妹柏蒂·巴菲特（Bertie Buffett）接我们到了圆石海滩。由于左肩旋转肌的问题，他在圆石海滩的大部分时间都逗留在房间里，而不是像往常一样和两年一聚的朋友们出去玩。肌肉损伤对于巴菲特来说并不是大问题。一方面，疼痛感并不强，另一方面，他对高尔夫球也没那么狂热。“我已经获得了奥古斯塔最高的差点。”他夸口说。肩伤让他有更多时间来工作，即阅读、写作以及打电话，这都是他热衷的事情。

当全世界最伟大的金融大脑因“折翼”而安静地坐在房间里，或许此刻唯一有价值的事情就是向他询问关于股市的问题。问题是，巴菲特根本不喜欢谈论股价的问题，尽管1999年11月他在《财富》杂志上发表了一篇文章，文中强烈暗示股市的估值太高了。20世纪20年代伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）也曾发出过著名警示，历史学家或许有兴趣对比研究一下两者之间的相似性。《财富》杂志去年曾针对他的观点做过补充报道，其中巴菲特说，很多公司可能将不得不降低他们对养老基金回报率的期望。事实证明他是对的。而且他还指出，当时美国股市总市值高出美国GNP的1/3，甚至超过1929年顶峰时的水平。其传递的信息再清楚不过了：股价会持续下跌。事实再次证明他是对的。

那么，巴菲特又如何看待如今的股市呢？他的回答言简意赅：“泡沫已经破裂，但股价依旧不便宜。”这点毫无疑问，尽管如此，他还是强调现在买股票也比1999年时强得多。巴菲特依旧坚守其投资理念：“投资者应该避免跟风购买，躲避劣质公司，还要把握出手的时机。购买长期的指数型证券投资基金是最合理的。”那么购买伯克希尔哈撒韦公司的股票如何呢？“这个我可不知道；现在股价有点儿高了，”他说，“尽管如此，我还是宁愿买它而不是标准普尔500指

数。当我们曾经讨论回购股票的问题时（2000年股价跌至4万美元左右时），那就是一种真正的信号！”谈到自己的“独家秘籍”时，巴菲特哈哈大笑了起来，用脚扣动着咖啡桌。从那时起，伯克希尔哈撒韦公司的股票已经回升到7万多美元了。投资者应该做个笔记：下一次巴菲特再谈回购问题时，就是出手的时机！

巴菲特的生活重心并不在股市，而是他的公司伯克希尔哈撒韦，了解该公司的运作方式是了解巴菲特思维方式的关键。针对这一点，我首先与巴菲特的好伙伴查理·芒格探讨过，他和首府/美国广播公司的前任总裁汤姆·墨菲、《华盛顿邮报》的唐·格拉汉姆都是高尔夫球聚会的成员。**“伯克希尔哈撒韦公司是在一种极端方式下运营的，我想这点很多人并不能完全理解，”芒格告诉我说，“相比世界上其他和我们规模相当的公司，我们的管理费用更少，决策速度更快。”**

想说清楚伯克希尔哈撒韦公司与其他企业有什么不同不是一件容易事。准确地来说，这是一家规模巨大的企业集团，手中还掌控着诸如可口可乐公司、吉列公司和美国运通公司等企业巨头的大比例股份。同时，伯克希尔哈撒韦公司也握有重要的公用事业以及输气管道企业的股份。不但如此，伯克希尔哈撒韦公司旗下还有很多业绩出众的家用产业，比如，家具连锁店、珠宝商店以及制鞋厂等。

伯克希尔哈撒韦公司并未依照什么总体蓝图或是战略规划图来发展，然而公司的整体架构却让投资者可以很好地一窥巴菲特思想的脉络。举个例子：多年以来，伯克希尔哈撒韦公司一直被认为是一家持有许多其他企业股票的保险公司。不过，这其间发生了很多事情。首先，巴菲特逐渐停止大规模购买其他公司股票的步伐。比如，他购买华盛顿邮报集团的股票，已经是20世纪70年代的事儿了。他为什么停止呢？原因很简单：这些年来，股价一直居高不下。“我第一次购买

股票已经是60年前的事了，”巴菲特说，“这60年以来，大约有50只普通股曾经吸引过我。而近10年以来，我几乎没有发现任何一只值得购买的股票。”他所说的这10年主要是指近几年。

相反地，巴菲特转而开始收购整个公司，通常是传统经济领域的非上市公司。在科技迅猛发展的时代，很多这类公司经常被以低价出售。伯克希尔哈撒韦的收购项目有许多是保险企业，当然还包括一些其他企业，比如上文提及的本杰明·摩尔公司、萧氏地毯、公用事业企业中美能源控股公司以及最近收购的娇宠有限公司。这一系列操作，使得伯克希尔哈撒韦公司逐渐成了一家控股集团，在保险业务不断发展的同时，伯克希尔哈撒韦旗下的制造业公司和服务业公司的比重已经较过去有了很大提高。保险业务仍旧占据伯克希尔哈撒韦公司的半壁江山，虽然相对而言，其比重有所下降。

通过收购这些种类繁多的企业（过去5年大约收购了20家公司），伯克希尔哈撒韦公司的雇员数量也相应增长。至今，全美国有超过14.5万名民众可以挺直身板骄傲地说：“沃伦·巴菲特是我的老板。”这也使得伯克希尔哈撒韦公司成为全美第25大私营企业雇主。其员工人数已超过百事可乐公司或者万豪酒店（Marriott）。

巴菲特是如何找到新收购对象并将其纳入囊中的呢？确切地说，其实是各家公司竞相投奔他。巴菲特说，这些天来，卖家可以分为两种类型：“我们现在通常接到两种电话。有的人打来电话说，他们只是需要我们，希望自己的企业能成为伯克希尔哈撒韦公司的一部分；还有人打电话说他们只想要现金，而且要快。我们是那种能够在一个周末之内筹集到足够现金的买家。”

巴菲特最近的一笔收购就属于前一类，娇宠有限公司就非常希望成为伯克希尔哈撒韦一部分。如果你是男人，或者不喜欢做饭，那可能没听说过这家公司。然而，如果你是喜欢做饭的女性，那你很可能

对它早有耳闻了。娇宠有限公司的“顾问”在她们自家的聚会上就可以销售厨房用具。这是一种升级版的特百惠模式。

22年前，娇宠有限公司创始人多丽丝·克里斯托弗利用人寿保险单借了3000美元，开始了她自己的创业之旅。如此一来，弹性的工作时间可以保证她照顾两个年幼的女儿。如今，她的公司营业收入已经超过7亿美元，共有大约7万名顾问式销售员，每周进行的室内演示超过19000场。至于利润，我们只能说娇宠有限公司是利润相当丰厚的企业，可谓令人垂涎。

尽管事业蒸蒸日上，克里斯托弗也清楚地知道要为将来早做打算，以免她自己猝然去世或是便于在年事已高之时决定隐退。很多年前她就听说过沃伦·巴菲特其人：“在内心深处，我觉得成为其公司的一员是很好的选择。不过，当时这个想法被驳回了。”尽管如此，9月中旬的时候，伯克希尔哈撒韦这个名字再次进入她的视野，克里斯托弗通过高盛集团的银行家联系了巴菲特，而巴菲特也立刻喜欢上了这家公司。

几天之内，克里斯托弗就和公司董事长希拉·奥康奈尔·库珀（Sheila O’Connell Cooper）一起从芝加哥飞往奥马哈，只为和这位“先知”促膝小谈。“短短几分钟我就感受到，克里斯托弗也是一样，我们是对方的最佳选择。”巴菲特说。当场巴菲特就提出了收购意向。当谈论娇宠有限公司时，他开始滔滔不绝起来：“两个月前，我还从未听说过这个名字，但我可以肯定的是，克里斯托弗和库珀非常热爱她们的事业。我要做的就是不要挡在她们前进的路上。她们的故事比我的精彩多了。”呃，这个也不尽然。

然而，对于巴菲特来说，这家企业符合所有的“收购条件”：娇宠有限公司属于专利产品，高利润，连锁经营模式处于成长上升阶段，作为一家刚刚起步的公司来说，规模已经够大了。事实上，规模

对于巴菲特还是很重要的。伯克希尔哈撒韦公司成长得很快，比起10年前，已经庞大了很多。年收入已经从30亿美元上涨到接近380亿美元，其中大部分增幅来自收购的通用再保险公司和萧氏地毯。“很多人说伯克希尔哈撒韦公司已经太大了，不可能再产生规模效应了。”79岁的芒格嘲讽道，“哈哈，他们错了。”

当伯克希尔哈撒韦公司向世人证明自己能够成长而且将继续成长时，巴菲特开始放缓收购的步伐，其目标主要转向“大鱼”。一家公司必须具有5000万美元左右的税前利润，巴菲特才会考虑购买它，在这点上很少有例外。这也就是为什么他告诉我，他很可能会去其他国家去寻找这种优质企业。

这样做的原因很简单：收购公司的规模必须足够大，才能对伯克希尔哈撒韦公司的利润表产生影响。我们应当指出，净到利润基数有时是“飘忽不定”的。部分原因在于，在某个特定年份，伯克希尔哈撒韦公司可能会获得巨大的资本收益，这会形成一个巨大的基数，使接下来公司在短期内的净利润显得可有可无。举例来说，由于9月11日的恐怖袭击事件，使得保险业损失惨重，2001年该公司的利润大幅跳水76%，跌至7.95亿美元，和1995年时齐平。然而在2000年，该公司的利润却是2001年的数倍，达到33亿美元。

如果这类理不清的问题困扰着你的话，不妨看看别处。令巴菲特感兴趣的投资者通常都具有长远的眼光。

圆石海滩的一个晚上，巴菲特邀请我和他的朋友一起去他妹妹柏蒂家吃晚餐，她家位于卡梅尔附近。这是一次很轻松的非正式聚会：一些饮品和自助晚餐，超大的电视屏幕上播放着柏蒂最爱的旧金山巨人队（San Francisco Giants）的比赛。大家谈论的话题和其他聚会也大同小异。巴菲特最擅长体育方面的话题，尽管当我提示他内布拉斯加大学剥玉米人队已经跌出前25名数十年时，他的脸上掠过了痛苦

的表情。整个晚上，巴菲特捧着樱桃口味可乐，近距离地和我交谈：“对于我来说，中美能源控股公司是从这里开始的，你知道，就在这座房子里。”他所指的是很可能成为伯克希尔哈撒韦公司另一个重要支柱的中美能源控股公司，一家总部在得梅因（Des Moines）、从事电力和输气管道业务的公用事业公司。不，我不知道，我对他说。他会解释吗？几乎就是在三年之前，柏蒂也举办了这样一场聚会，招待了她的哥哥和另一些朋友。客人中就有第三级通信公司（Level 3 Communications, Inc.）董事长沃尔特·司各特（Walter Scott），他曾是奥马哈一家大型建筑企业彼得·基威特父子公司（Peter Kiewit Son）的首席执行官。

“沃尔特把我拉到一边，问我是否可以和他到另一个房间单独聊会儿。”巴菲特说，“他谈到了公用事业公司中美能源，他对这家公司非常入迷，但其他人对这家公司则一点都不感兴趣。他试图跟华尔街解释这家企业的价值，然而分析师们并不为所动，他们只是一心寻找进行很多交易的企业，比如，爱依斯电力公司（AES Corporation）或者卡尔派电业公司（Calpine）。司各特说，他正在考虑将中美能源控股公司私有化，所以问问我是否有兴趣。我说有。”

你要记住，当时的情况是，很多公用事业股票就像互联网孵化器或者B2B股票一样炙手可热，受到市场的追捧。比如，爱伊斯电力公司和卡尔派电业公司顶峰时的股价分别为56美元和70美元。如今，它们都跌到了可怜的2美元左右。公用事业股票的飙升起始于1992年《能源政策法案》*（Energy Policy Act）*的实施，新措施的出台使得各家企业蜂拥进入看似诱人、无管制的时代。无管制的公用事业企业可以基于投机性的目的发电，没有稳定的客户源，但可以根据市场价格出售电力，而有管制的公用事业企业则拥有稳定的客户和受管控的电价。随着越来越多的资金涌入无管制业务，中美能源控股公司的首席执行

官戴维·索科尔（Daivd Sokol）看到了一个巨大商机：受管制的资产被忽视了。

到20世纪90年代中期，中美能源控股公司经营着加利福尼亚州、爱达荷州以及英国的受管制公用事业公司。当安然和其他同类公司股票市盈率达到30～50倍时，中美能源控股公司的市盈率只有6～8倍。“我们不知道其他公司是怎么做的，”索科尔说，“它们不断地建造新电厂，增加产能，我猜这是因为它们认为需求会永远上涨。它们的交易业务也是一个谜。它们的盈利能力对我们来说几乎不可能。”不仅如此，中美能源控股公司的股价还在持续下跌。因此，索科尔于1999年10月决定私有化，并将公司出售给巴菲特。最终伯克希尔哈撒韦公司以每股35.05美元的价格收购了该公司80%的股票，总计花费达到33亿美元。

巴菲特出手的时机并非最佳，但也相当接近。到2001年夏季，无管制的能源业务因安然丑闻的爆发，震惊全世界，其股价开始崩溃。到2002年年初，情况愈演愈烈，包括威廉姆斯公司（Williams Cos）在内的各家公司突然发现自己急需大量现金。威廉姆斯公司所能做的只有忍痛抛售科恩河输气管线设施（Kern River Pipeline），这家子公司每天运输8.5亿立方英尺的天然气，从落基山脉经过1489公里送抵赌城拉斯维加斯和加利福尼亚州。威廉姆斯公司开出的价格是9.5亿美元，这比两年前的市价少了好几亿美元。

让巴菲特更加心花怒放的是，2002年7月中美能源控股公司买下了北方天然气管道公司（Northern Natural Gas Pipeline）的输气管线，该输气管线每天运输量为43亿立方英尺，总长度为26715公里。巴菲特靠在沙发背上，愉快地讲述着这个故事，志得意满，仿佛钓到一条大金枪鱼：“北方天然气管道公司曾是奥马哈的一家非常杰出的公司。1986年有个休斯敦人来到这里，他自己的公司规模比较小，所以

提议与北方天然气管道公司合并，然后他就搬到奥马哈来。随后，奥马哈人都觉得自己上当了，因为这家公司在6或8个月之内就搬回休斯敦了。不用猜，这个休斯敦人就是肯·雷（Ken Lay），这家公司就是后来的安然公司。在一年之前安然公司出问题时，达力智公司（Dynegy）投入15亿美元买下了它，几乎相当于半买半送地获得了北方天然气管道公司，可是后来达力智公司又出了问题，某个周五他们打电话找我们，说他们在下周之前必须卖掉公司，而且要以现金的形式。于是我们派了一组人过去，周一早上就签好了合同。”

且来看看他是怎么做数学题的：1月份达力智公司花15亿美元买下安然公司，6个月后，巴菲特的中美能源控股公司买下达力智公司，却只花了9.28亿美元。真是太划算了！

如今，中美能源控股公司的管道输送着全美国10%的天然气。“我们可能再也没机会做成这样的交易了，很难有企业能达到如此的规模，”巴菲特说，“中美能源控股公司对伯克希尔哈撒韦公司非常有价值，因为其规模足够大。”鉴于该公司未来的发展空间，伯克希尔哈撒韦公司最终向公司投入了大约100亿～150亿美元，甚至更多。如果这个数字听起来大得超乎想象，那么你可以试想一下，伯克希尔哈撒韦公司目前每年从投资、保险业务以及旗下公司中收获约50亿美元的现金流。“我们每周的现金是1亿美元，而我要想办法把它花出去，”他说，“这虽然是一个让人快乐的麻烦，但始终还是个麻烦，特别是我做得不怎样时，而这一不小心就会发生。”

柏蒂家的晚宴过后，格拉汉姆、巴菲特和我钻进了格拉汉姆的福特车，准备回到圆石海滩去。赶夜路总是说起来容易做起来难。四处一片漆黑，我坐在后座拿着地图，担任起了导航员的角色。“我很庆幸是格拉汉姆在开车，”巴菲特说，因为一路上我们历尽了各种蜿蜒曲折，“我不喜欢在夜里开车，看不清楚。”

是的，这位先生也是凡人，而且还上了年纪。每周他能为1亿美元找到出路，却不能胜任在夜里开车。在专访刚开始的时候，巴菲特还说了些不雅的回文串，让我忍俊不禁。这还是那位在《纽约时报》专栏中对弄虚作假的股票期权会计处理方法口诛笔伐的公民代表吗？

另一个看起来矛盾的事实是：股东们正是依靠他一次又一次地战胜了“地心引力”，而他却告诉大家，“地心引力”通常才是最终获胜方。

鉴于伯克希尔哈撒韦公司的规模越来越庞大，巴菲特多年来一直提示伯克希尔哈撒韦公司的拥趸们，公司股票未来的表现不可能与过去同日而语。1999年当伯克希尔哈撒韦公司公布相对回报率时，他所说的“未来”到来了。巴菲特经常拿伯克希尔哈撒韦公司账面净资产的年增长率与标准普尔500指数的增长率做比较，以此来评估自己的表现。1999年，伯克希尔哈撒韦公司的账面净资产微涨了0.5%，而标准普尔500指数则飙升了21%，低了20.5%。然而，从那以后，公司的表现出现了逆转。不过，2001年公司的表现再次大幅下滑，这也是伯克希尔哈撒韦公司有史以来第一次出现账面净资产下降的情况，降幅为6.2%。出现这种情况的主要是，公司的保险业务因“9·11”事件损失了20亿美元。

这既是坏消息，也是好消息。由于“9·11”事件，保险业务的价格更为坚挺，这意味着保费收入会大幅增加，从而对保险业务的财务状况有着潜在好处。近期市场上有传闻说，伯克希尔哈撒韦公司将要购买通用电气公司旗下的雇主再保险公司（Employers Re）。标准普尔500指数到本财年为止已经下降了大约20%，而伯克希尔哈撒韦公司的生意却一路高歌猛进，到了6月30日，伯克希尔哈撒韦公司的账面净资产上涨了7.6%，这又是一个相对表现非常出众的年份。伯克希尔哈撒韦公司的股票也表现得相当稳健，这点毫无疑问。2000年3月10日，

纳斯达克指数冲到历史最高点：5132点。同日，伯克希尔哈撒韦公司的股价却创下了多年来的新低：40800美元。随后，纳斯达克指数暴跌至1270点，同比下降75%，而伯克希尔哈撒韦公司的股价则飙升至74000美元，上涨幅度高达81%。当然，伯克希尔哈撒韦公司在过去1年、2年、5年、10年，甚至15年里都让标准普尔500指数成了手下败将。

在和巴菲特共同出游的那周之后，我采访了伯克希尔哈撒韦公司一些子公司的首席执行官。目前其子公司已经接近40家，巴菲特开心地指出，经营伯克希尔哈撒韦公司38年以来，旗下没有任何一家子公司选择脱离母公司自立门户。这一切显然与巴菲特一个很少为人们所注意到的管理技巧有关：他为人处事很有一套。利捷公务航空公司的生意是出租飞机的部分所有权，其首席执行官里奇·圣图利（Rich Santulli）说：“他对人才的判断最准确，大家都想为他工作。”

从巴菲特旗下这些公司所取得的成就来看，圣图利的话确实有道理。这是一个了不起的首席执行官团队，不仅仅是因为他们个个能力过人，更因为他们对自己的工作如痴如醉。这个团队里甚至有好几位耄耋老人，包括现年85岁的飞安国际公司（Flight Safety International）首席执行官艾伯特·尤斯基（Albert Ueltschi）、80岁的布朗鞋业公司（Brown Shoe Co.，Inc.）首席执行官弗兰克·鲁尼（Frank Rooney）等。

另一方面，作为伯克希尔哈撒韦公司最年轻的首席执行官之一，43岁的乔·布兰登（Joe Brandon）一年前坐上了通用再保险公司的头把交椅，这个位置堪称伯克希尔哈撒韦公司最热门的宝座。然而，即便没有遭受“9·11”事件的冲击，自1998年伯克希尔哈撒韦公司花了220亿美元将其收入囊中之后，公司就麻烦不断：保险接单凌乱失序，利润达不到预期水平。巴菲特甚至还因公司绩效不佳而向股东致歉。

那么，布兰登，老头子对你怎么样？“各个方面他都全力支持，”布兰登毫不迟疑地说，“是的，你在和全世界最聪明的人共事，所以一定要做好万全准备。不过，人们似乎并不清楚他是多么优秀的一位管理者。”布兰登说得对极了，然而他的优秀依旧未引起人们的注意。部分原因在于巴菲特自己。“我买下企业之后，就立马转身离开。”巴菲特再三表示。呃，其实也不尽然。

再往深处挖掘，你会发现巴菲特其实对每一家子公司都有不同程度的介入，这要视他的兴趣和某个企业能否引起他的关切而定。比如，布兰登说他每周都会和巴菲特谈上两次话，可是巴菲特和另一家再保险公司的负责人阿吉特·贾因却要天天通电话。这并不是因为贾因做得不够好，恰恰相反，贾因是他手下最得力的高层主管之一。他们之所以通话这么勤，是因为承保超高风险保单，比如奥运会，对伯克希尔哈撒韦公司来说涉及巨大的经费问题。另一方面，巴菲特个人最爱的工作刚好就是为这类投保金额庞大的保单定价。至于其他子公司，巴菲特是这么说的：“政府雇员保险公司每周二都会把数据传送给我，包括网络点击率、网络成交额、电话询价成交额。这都是我喜欢的东西。萧氏地毯每天都会通过传真把销售数字发给我。圣诞节前后，从前一个月开始，每当接到我们的珠宝店、糖果店的日销数字，我都无比开心。”

尽管巴菲特经手的资金多得惊人，尽管他不知疲倦地勤奋工作，但他并不属于A型性格的老板。已经替他工作9年的秘书德比尔·波萨涅克（Debbie Bosanek）说：“没错，我得穿溜冰鞋才赶得上他的速度，可我从没见过他大发雷霆。不过我觉得他不喜欢人家骗他，如果你犯了错，向他承认就没事了，千万不要企图掩饰。”首府/美国广播公司的创办人汤姆·墨菲补充说：“他每天早晨起床去上班，为的是找乐子。对于他而言，那不是工作。他只和自己喜欢的人共处，这样就没有压力。”巴菲特很可能是全美国少数几个把每天的大半时间都

用于阅读的董事长，他不用电子邮件，伯克希尔哈撒韦公司总部也没有浪费时间的会议。“巴菲特只要坐在桌子旁边围满人的房间里，听很多人滔滔不绝地讲蠢话，就会感到头痛欲裂。”巴菲特的好伙伴查理·芒格如是说。巴菲特和芒格的交情超过40年，以前总是在一起聊天，现在次数比较少了。芒格说：“直到如今，沃伦对于我心里想什么还是一清二楚，偶尔我也会知道一些对他有用的东西。”

总的来说，巴菲特能游刃有余地在这么多公司之间分配时间和脑力，就如同他配置资金的能力一样。**巴菲特也是华盛顿邮报集团的董事，公司首席执行官唐·格拉汉姆说：“大部分聪明盖世的人喜欢把事情变得更复杂，可是巴菲特却与众不同，他总是能把事情说清楚，变简单。”**

不过，请先停止赞颂他。无论如何一定有人不喜欢这个家伙，是不是？据我所知，不喜欢他的人不但有，而且还很多。巴菲特一直努力游说立法机关，将股票期权列入公司账目中的费用项目，因此在硅谷，有一大群讨厌他的人。还有一些人牢骚满腹，抱怨巴菲特口口声声说重视公司管理，聘请的外部董事却少得可怜。此外，巴菲特还捐款给计划生育组织，因此反堕胎人士对他很有意见。许多投资银行也不喜欢巴菲特，因为忽悠不了他；华尔街分析师对他也不怎么友善，因为巴菲特不肯透露任何投资意向。作为一再打败市场的能人，唯一的能人，巴菲特简直快要把有效市场理论的信徒逼疯了。此外，证券交易监督委员会主席哈维·皮特（Harvey Pitt）可能也对巴菲特有些不满，因为在他任内，巴菲特常常不买他的账。最后，还有2002年年初投票表决巴菲特是否继续担任伯克希尔哈撒韦公司董事长时的16712张反对票（赞成票有1140816张）。

不论怎样，在人们眼中，巴菲特从来不是个桀骜不驯的人，而他也利用自己的声望在重要的经济问题和政治问题上发挥着影响力。除

了股票期权方面的斗争之外，他还一直为设立类似美国联邦存款保险公司（FDIC）的联邦恐怖主义保险基金大声疾呼。“核攻击会使保险产业破产，”他说，“联邦政府的使命是让国家摆脱困境，那么为什么不在事前就建立一个基金，而无需到事后才追悔莫及呢？”

在圆石海滩高尔夫球场的第六洞果岭上讨论原子弹的破坏力，听起来或许不太和谐，可是巴菲特却不以为意。**他说，“原子弹是最让人烦恼的事。并终将发生，避无可避。我看不出有任何办法能躲得过，但我们可以降低发生的概率。如果某年发生某事的可能性是10%，我不晓得这概率对不对，没人知道，那么这件事在50年内发生的概率将高达99.5%。如果把可能性降到3%，那么50年内发生的概率就可以降到78%左右；如能将可能性调低到每年1%，概率就只剩下40%。由此可见，降低任何事情的年度发生概率，就能够明显大幅减少我们下一代生命中发生某事的概率。知识无法抹灭。你能控制原料，却不能打消人的意图。这是人类的终极问题。”**

日暮时分，巴菲特窗外的后九洞，在夕阳映照下仿佛镀上了金光，我还是不能免俗地开口问他接班人的事。说白了，就是他过世后公司会怎样。这问题巴菲特已经回答过不下一百万次，他也想出了一百万种答案：“我希望股价不要涨太凶。”这是他自己最满意的回答之一。不过这次他倒是很正经。“听着，我死了以后公司还会经营很久，”他说，“这些企业会继续经营50年。我们有一个很棒的经营团队，他们晓得伯克希尔哈撒韦公司该如何运作，这真的是很简单的事。”

真的吗？好吧，这次恐怕我不敢苟同。经营企业并不是个大问题。我们还可以假设公司高管们能够维持他们创造利润的方式，甚至忽略保险业务该死的复杂性。就巴菲特天才般的资金配置技巧而言，

就绝对是后无来者的。即使他非常亲密的伙伴，也常常私下怀疑他是如何做到的。

至于巴菲特家族，他们已经同伯克希尔哈撒韦公司的前世今生紧密地联系起来了。巴菲特的妻子苏珊·巴菲特，是伯克希尔哈撒韦公司董事会成员，虽然居住在旧金山，但常常与巴菲特一起出行。20多年来，巴菲特在奥马哈一直和阿斯特丽德·门克斯（Astrid Menks）女士生活在一起。这个看似特殊的安排，却符合了各方利益。苏珊还是巴菲特基金会的首席执行官。巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的股份，目前价值约为340亿美元。如果他先离世的话，这些钱都将遗留给苏珊，而到苏珊去世的时候，她所有的资产将会进入巴菲特基金会，随后将会被分配。巴菲特的长子霍华德·巴菲特是一家农用设备公司的首席执行官，也是伯克希尔哈撒韦公司的董事会成员。父亲去世之后，他将会接任公司非执行董事长。巴菲特的另外两个孩子，苏茜·巴菲特是一位家庭主妇，彼得·巴菲特是一位音乐家，他们都是基金会的受托人。

巴菲特去世之后，巴菲特基金会将会成为全球规模最大的慈善组织之一。有趣的是，巴菲特并没有指定基金会的具体方向。基金会的受托人可全权酌情决定如何分配善款。现在，这可能是巴菲特光辉灿烂的一生中尚未清晰透彻的一部分。

59

《财富》杂志来信选登

2003 年 2 月 17 日

罗伯特·帕斯卡尔

《玩转股息市场》（*Playing the Dividend Market，一本投资者指南*）的黑体字写着：“并非任何股息支付者都是很好的投资对象。看起来最诱人的，往往是相当危险的。”这句话的确为我们敲响了警钟。1956年1月，我购买了某纺织企业的股票，因为有迹象显示股息将达到8.5%。然而，最终结果却是，不仅股息分文未见，净资产反而大幅减少。一年之后，我以亏损64%的代价出售了手中的股票。这几乎是我一生中犯过的最大的错误。这家公司就是后来的伯克希尔哈撒韦公司，多年之后，沃伦·巴菲特接手了公司。请不要告诉我，当年我割肉卖掉的股票现在价值几何。

60

大规模杀伤性金融武器

2003 年 3 月 17 日

沃伦·巴菲特

本文节选自2002年伯克希尔哈撒韦公司年报中巴菲特致股东的信。“大规模杀伤性金融武器”，这是巴菲特给衍生品起的绰号，并且瞬时在全球传开了。这个绰号首先出现在《财富》杂志中，因为在正式年报出台之前，我们已刊发了它的摘要。

然而，在2000年年中，也就是金融危机爆发之际，巴菲特为伯克希尔哈撒韦公司购买了一系列衍生工具合约，其中很多看似风险极高。查理·芒格的一番表态让事情变得更加复杂，如果他是金融界的老大，一定会消灭衍生品这种东西，因为他认为其社会价值远低于零。

这项举措可能令很多伯克希尔哈撒韦公司的股东大惑不解，甚至有人被股东大会上针锋相对的问题搞得有些愤怒。

首先要澄清的一点是，巴菲特本人是相信衍生品的，认为其就像其他有价证券一样，如果买家能够正确估量风险和价格，就可以安全购买。鉴于以往的辉煌经历，巴菲特展示出很强的自信，他认为自己能够平衡好这两方面的挑战。事实上，巴菲特一生都在试图寻找“价值被低估”的东西，不论何时何处，而且不论是股票、企业、债券、

商品、外汇期货甚至电视台（详见《小学院在投资游戏中取得大成功》）。没人可以否认他高超的“探测”本领。因此，近些年来，他将目标投向衍生品领域，或许衍生品就是他慧眼识别的另一种被低估的价值。在他眼中，这又是一片值得开垦的肥沃土地。当然，如果你是巴菲特，发现了一些超棒的东西，你也会付诸行动的。我不相信巴菲特会放过价值被低估的证券。

迄今为止，巴菲特在2000年年中购买的颇受争议的衍生品合约增加了伯克希尔哈撒韦公司投资组合的不稳定性（巴菲特却毫不在意）。不过，这种不稳定性带来的都是有益的影响。实际上，巴菲特一再在致股东的信中提到，首先，伯克希尔哈撒韦公司的衍生品合约创造了几十亿美元的浮存金；其次，巴菲特预计，承保的利润将是非常丰厚的。由于某些合约将延伸到2028年，也就是他100周岁生日的前两年，他也希望自己能够长寿，看看最终结果将会如何。

——卡萝尔·卢米斯

在金融衍生品以及衍生品交易的问题上，芒格和我的看法一致：无论是对参与交易各方还是对整个经济系统而言，它们的危险性都不亚于定时炸弹！

稍后我会更详细地论证我的这一看法。我先要解释一下什么是金融衍生品，尽管可能会有点儿流于空泛，因为金融领域的许多合约都可以归到这一个概念之下。基本上来讲，这类工具会要求在未来一段时间进行资金交割，其金额决定于某一个或几个参照变量，比如利率、股价或汇率等。举例来说，不论你做多或做空标准普尔500指数，都是参与了一项非常简单的衍生品交易，是赚还是赔取决于指数的变化。衍生品合约时间长短不一，有时甚至可能达到20年以上，其价值决定于许多变量。

除非衍生品交易有抵押或担保，否则其最终的价值还会取决于交易双方的信誉。与此同时，虽然在交易正式结算之前，交易双方都会记录各自的盈亏，而且其金额通常都相当庞大，但在当前的损益表上没有一分钱易手。

衍生品合约是一种全凭人或者说是疯狂的人的想象而产生的东西。比如，当初在安然，就有新闻用纸和宽带的金融衍生品，虽然许多年后才会到期结算，但还是可以记入到公司的账面上。再比如说，你想要签一个契约，赌一赌内布拉斯加州2020年出生的双胞胎数量。没问题，如果价格合理的话，保证你一定能找到肯跟你对赌的人。

当我买下通用再保险公司时，旗下还有一个叫通用再保险证券（General Re Securities）的部门，进行着金融衍生品交易。芒格跟我都认为这个部门的危险性太高，所以不想保留它。我们试图将其出售，但并没有成功，只得进行清算程序。

然而，关闭一个衍生品交易部门，又谈何容易。虽然我们逐日减少它的曝光率，但想要彻底结束可能需要耗费许多个年头。事实上，再保险业与金融衍生品交易有点类似：都像地狱一样，进来容易出去难。一旦签了合同，通常就摆脱不了它了，几十年之后可能还需要你支付一大笔钱。虽然也有些法子可以让你将风险转嫁给他人，但在大多数情况下，你还是无法免除剩余赔偿责任。

再保险业与金融衍生品交易的另一个共同点是，两者的账面利润都常有过度高估的情况。这是实情，因为目前的利润主要基于预估，准确与否却要在很多年之后才能大白于天下。

如果你过于轻信别人的承诺，你就会犯错误。错误本身是不会对人遮遮掩掩的。不过，衍生品交易的双方却有着极大的动机在会计账目上做手脚。负责买卖衍生性品的人士总是依市值来计算他们的利

润。然而，现实状况是，真实的市场（想想我们刚刚提到的双胞胎合约）根本就不存在，因此，取而代之的是“依模型定价”。这种替代性的做法会带来极大损害。按照惯例，牵涉多个变量且结算日期遥远的合约，会增加交易双方运用不实假设的机会。以我们刚刚提到的双胞胎案为例，立约双方可能会使用截然不同的模型，从而使交易双方的账面在多年中都显示为丰富的利润。在极端状况下，所谓的“按模型定价”甚至可能沦为“按神话定价”。

当然，不论是内部还是外部会计师都检查过这些数字，但这可不是一件容易事。举例来说，截至年底（在接手10个月之后）通用再保险证券部门仍有14384份未到期合约，672个交易对象遍布全世界。根据一项或几项参数，每一份合约都呈现出正或者负价值，其中一些复杂到让人难以置信。想要对这些交易组合进行评价，即便是专业会计师，也会很容易产生不同的意见与看法。

关于如何定价的问题早已超越学术范围。近年来，好几件大规模的舞弊案及疑似舞弊案件都源自金融衍生品交易。比如，在许多能源和电力公司，它们利用衍生品交易来报告巨额“利润”，直至东窗事发，它们还试图将资产负债表上与衍生品交易相关的应收账款转换成为现金。结果“按模型定价”真正地沦为了“按神话定价”。

我敢向大家保证，金融衍生品交易中的错误，并不是对称发生的。几乎一成不变地，它们要么是瞄准数百万美元奖金的交易员造成的，要么是希望账面有“漂亮数字”的首席执行官造成的，或者是这些人共同造成的。最终交易员拿到了奖金，首席执行官也从自己的选择中获益匪浅。只有可怜的股东迟些时候才会发现报告期利润根本就是一场骗局。

金融衍生品交易的另一个问题是，它们可能因为毫无关联的原因，加重公司的困境。这种堆积效应之所以会发生，主要在于许多金

融衍生品合约都要求，交易一方一旦遭到信用评级下降，就要立刻提供抵押担保给对方。试想一下，当公司面临困境而被降低信用评级时，衍生品交易却又横插一杠，雪上加霜，迫使公司提供事先完全没有准备且金额庞大的现金。为了满足这一要求，公司可能陷入清偿危机，进而导致公司的信用评级再度下降。由此形成的恶性循环将可能导致公司最终破产。

金融衍生品也有可能造成“雏菊链”式的风险，类似于许多保险业和再保险业企业将业务分担给其他保险公司所造成的风险。在这两种情形下，交易对象日渐复杂，巨额应收款项也因而积累成塔。距我们准备清算自己持有的衍生品合约已过了将近一年了，但通用再保险证券目前仍有高达65亿美元的应收款项。金融衍生品交易参与者或许认为自己考虑得相当周全，认为其信用风险已被分散，因而可以万事大吉。尽管如此，在某些特殊状况下，一个外部事件导致A公司的应收账款出问题，会影响到B公司，甚至如骨牌倒塌般一路影响到Z公司。历史告诉我们，危机造成的一连串相关问题，往往是我们在太平盛世时做梦也想不到的。

银行业对“连锁”问题的深刻认识，正是联邦储备银行制度（Federal Reserve System）形成的原因之一。在美联储成立以前，竞争力较差的银行倒闭，有时可能连带着造成一些原本业绩较好的银行陷入突然的、完全意料之外的流动性灾难之中，导致它们跟着出现问题。美联储目前已经将强健的公司与有问题的金融机构隔绝开。然而在保险业或是金融衍生品行业，却没有类似中央银行的机构来阻止多米诺骨牌效应的发生。在这些领域里，一家基础扎实的公司很有可能单单因为其他公司的困境而受到拖累。当这种“连锁反应”的风险存在于某个领域里时，就要尽量降低彼此间的关联。目前，我们在再保险业就采取了这种做法，这也是我们退出金融衍生品交易的原因之一。

许多人辩称金融衍生品交易可以降低系统性风险，借此让无力承担特定风险的参与方得以将风险转嫁给更有力的一方。这些人相信在金融衍生品的作用下，经济将得以加固，贸易能得到促进，个体参与者的风险将会被消除。从微观层面来看，他们的说法常常是事实。没错，在伯克希尔哈撒韦公司，有时为促进某些投资战略，我也会参与一些大规模的金融衍生品交易。

然而芒格查理和我都相信，从宏观层面来看这是相当危险的，且有日益加重的趋势。大量的风险，尤其是信用风险，已经集中到相对较少的几家衍生品交易商身上，而且彼此间关系相当密切。一家公司的问题将会快速地传染到其他公司。除此之外，这些交易商还背负着非交易商的巨额欠款。有些交易对方，如我前文提到的，由于彼此的亲密关系，将会因一个单一事件而遭受牵连，比如，电信产业的崩溃或者商业电力项目价值的大幅下滑等。问题突发时，高关联度有可能会引发系统性的风险。

1998年，长期资本管理公司一直依靠高杠杆操作金融衍生品，最终它搞得美联储异常焦虑，以致最后不得不火速紧急救援。在随后的美国国会听证会中，美联储官员公开承认，当初若不是他们的介入，长期资本管理公司，这一家并不为大众所知且仅有数百名员工的公司，很有可能对美国市场的稳定造成极其严重的威胁。换句话说，美联储之所以出手干预，主要是害怕一旦长期资本管理公司垮台，其他金融机构也会因多米诺骨牌效应而发生类似的事件。尽管这次事件导致部分固定收益业务的市场瘫痪达数个星期之久，但这算不上是最坏的状况。

在所有的金融衍生品中，总收益互换是长期资本管理公司使用过的工具之一，该合约鼓励了该公司运用100%的杠杆在各种市场进行套利，包含股市。举例来说，合约交易方A，通常是一家银行，提供购买

股票的全部资金，与此同时，合约另一方B，不必投入任何资金，却可以在未来的某个约定的日子，获得或补偿A银行所实现的利益或损失。

令人哭笑不得的是，总收益互换竟然连保证金都不需要。不但如此，其他类型的衍生品也严重抑制了监管机构对银行、保险公司及其他金融机构高杠杆及风险的管控能力。相类似地，即便是经验老到的投资者及分析师，在分析这类深度卷入金融衍生品交易的公司的财务状况时，也会面临巨大问题。当芒格和我阅读完几家大型银行的金融衍生品交易的冗长注解后，我们看明白的就是，我们根本看不出这些金融机构到底承担了多少风险。

金融衍生品这个魔鬼现在已经从潘多拉的盒子里窜了出来，而且还会继续以各种不同的形式进行繁殖，直至酿成震惊所有人的大祸。它们的危险程度近年来已被电力和天然气产业普遍认识到。在大规模的问题爆发之后，金融衍生品交易急速减少。然而在其他领域，金融衍生品交易却依旧毫无节制地急速扩张。美联储和美国政府至今依然没能找到控制或监管这类交易的有效策略。

我和芒格都相信，对所有股东、债权人、投保人及员工而言，伯克希尔哈撒韦公司依然是坚固的财务堡垒。我们对任何潜在的重大风险都时刻保持着警惕，这种情形也让我们对于迅速成长中的长期性金融衍生品以及巨额无抵押应收款项显得过于惶恐。在我们看来，金融衍生品就像是大规模杀伤性的金融武器，它所带来的潜在危险，很可能是致命的。

61

现在我们要把钱放到哪里去呢

2003 年 3 月 17 日

沃伦·巴菲特

2002年巴菲特致股东的信摘要

在股票投资方面，我们还是延续以往的策略，很少买入。芒格和我都越来越满意于伯克希尔哈撒韦公司目前主要参股的企业。这些公司的市值下降了，但其利润在逐渐增加。不过我们并无意增持这些公司的股票。虽然这些公司的前景都相当不错，但我们仍然不认为它们的股价被低估了。

在我们看来，这种观点对于股票具有普适性。尽管股价遭遇了连续三年的下跌，投资股票的吸引力大大提升了，但我们还是很难找到哪怕能引起我们一点儿兴趣的投资目标。令人扫兴的事实是，这是泡沫时代价值混乱的又一铁证。不过，很不幸的是，狂欢作乐之后的宿醉尚未完全消退。

我和芒格现在对股票退避三舍的态度，其实远非我们的本意。我们非常热爱股票投资，当然这是在价格合理的情况下。在我61年的投资生涯中，大约有50个年头都遇上了这样的机会。我相信今后还会有这样的年份。尽管如此，除非我们发现有极大可能获得至少10%的税前利润（扣除企业所得税后约为6%～7%），否则我们宁可作壁上观。靠短线获得低于1%的回报率，那简直是毫无乐趣可言。有时成功的投资需要的恰恰就是冷静与耐心。

然而去年，我们合理地投资了一些“垃圾”债券及债权投资。总体来说，到2002年年底，我们在这方面的投资增加了5倍，达到83亿美元之巨。

投资垃圾债券与投资股票在某些方面非常类似：两者都需要评估价格/价值的比率，并从成千上万的品种中，挑选出少数回报/风险比率最佳者。当然，投资股票与投资垃圾债券也存在着很大的不同点。在股票方面，我们预期每一笔投资都会成功，因为我们的注意力主要集中在少数几家公司上，它们财务稳健、具备竞争力、由能干且诚信的管理者所经营。如果我们以合理的价格买进这类公司的股票，损失的概率比较低。在我们经营伯克希尔哈撒韦公司的38年当中，不包括通用再保险公司与政府雇员保险公司的投资，盈亏比例约为100比1。

然而，在垃圾债券方面，我们面对的企业入不敷出，还常常负债累累，而且它们所处产业的资本收益率都相当低。非但如此，其管理层的水平也存在问题。管理层的利益甚至可能与债权人有直接冲突。因此，我们预期在这类投资中会出现大幅亏损的情况。然而，到目前为止，我们在这个领域的表现还算不错。

62

7倍回报的中石油

2003年5月26日

钱科雷

还记得沃伦·巴菲特曾经调侃说，如果让他给商学院的学生上一堂课，他会要求每一位学生都来计算一家互联网公司的价值，然后对于有答案的学生，他会给个大大的不及格。对于中国的股票市场，他的看法也是一样的。中国是世界上经济增长速度最快的经济体，但其上市公司的财务状况却如黄河一般浑浊不见底。

那么，这位奥马哈先知又为什么要对他购进中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）的股票一事大肆宣扬呢？2003年4月，巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司再度投资5000万美元购买中石油的股票，这次增持使巴菲特手中的中石油股票达到了其流通股的13%。花旗集团的托马斯·希尔伯特（Thomas Hilboldt）说，“巴菲特效应”带动中石油股价在一个星期内上涨了12%。该次收购使巴菲特对中石油的投资总额达到近5亿美元，也使他成为继英国石油公司之后的中石油第二大境外股东。

很难把购买中石油股份与“买你所熟悉的企业”这句联系起来，而正是这句话帮助巴菲特成为排名全球第二的有钱人。几十年以来，

巴菲特的投资目光主要集中在“自家后院”。投资者试图在伯克希尔哈撒韦公司5月份的股东大会中找到答案，但最终未果。巴菲特说：“我们觉察到石油生意在中国发展得相当不错，但我们不会对中国本身下什么大结论。”

多年以来，不计其数的投资者一直揣测着巴菲特的一举一动。不但如此，一些中国分析人士也质疑他的举动。“肯定还有些别的原因。”瑞士信贷第一波士顿银行（Credit Suisse First Boston，简称CSFB）的彼得·贝斯特（Peter Best）说。

而在地球的另一端，中石油生产着中国2/3的石油和天然气，这家庞大的公司像一位常胜将军一样蒸蒸日上。中国每天消耗着超过500万桶的石油，涨势明显。2002年的汽车销量激增了将近60%。然而，中石油大约7倍的市盈率和埃克森美孚公司的15倍的市盈率相比，就显得便宜了。

不过，我们有理由担心，巴菲特对中石油寄予的厚望很可能会落空。该公司的三个主要油田已经彻底探明。管理层一直保持恒定产量，据观察家说，这种生产是难以为继的。还有人质疑中石油是否有能力支付多达40万名员工的工资。

成本问题也是中国海洋石油总公司（以下简称“中国海油”）的更受青睐的主要原因，投资者认为它是中国石油产业的生力军。投资者为中国海油的管理打出了更高的分数，与中石油的4%相比，其过去三年的年均收入增长了13%。不过要重申的是，巴菲特投资了中石油。

2007年，伯克希尔哈撒韦公司出售了手中的中石油股票。他在当年年报中分析了这笔投资：“在2002年和2003年，伯克希尔哈撒韦公司用4.88亿美元买入中石油1.3%的股权。按这个价格推算，中石油市值大约为370亿美元。芒格和我那时觉得公司的内在价值大约应该为1000亿美元。到了2007年，两个因素使得它的内在价值大幅提高：第一，油价显著攀升；第二，中石油管理层在石油和天然气储备上下了很大工夫。去年下半年，该公司市值增长至2750亿美元，大约相当于在与其他大型石油公司比较之后，我们认为其应具备的价值。因此，我们以40亿美元的价格出售了自己持有的中石油的股票。”

随后2007年年底，中石油的股票价格如高台跳水般跌至谷底，从此再也没能回到牛市时的水平，可见巴菲特抓住了最佳卖点。另一方面，2007—2008年，他把资金投向了另一家石油公司，即康菲石油公司（Conoco Phillips）。后来，在“恐怖的时机”下，事后巴菲特说，因为石油价格随即跳水，在2009年和2010年，伯克希尔哈撒韦公司出售了大约2/3的康菲石油公司的股票。而伯克希尔哈撒韦公司在此笔交易中遭受的损失和它在中石油赚到的钱大致持平。

TAP
DANCING TO WORK

影响力问题

63

商界最有影响力的 25 人（节选）

2003 年 8 月 11 日

杰里·乌希姆

这篇文章以2003年7月在太阳谷举行的一场高尔夫球比赛作为开端，作者认为“其中的玩家所拥有的经济力量之和可能会创下新纪录”。“玩家中包括世界最大的公司的首席执行官、最成功的投资者和最富有的人。描绘一下坐在电瓶车上的这些人，你仿佛就能看到一幅‘影响力特刊’的封面。”

就影响力的排行榜问题，我们内部进行了为期几个月的争论。随后，有两点得以明确：第一，影响力确实是一个非常深奥的话题；第二，我们公布的任何排行榜都会引发大家的抗议和反驳。然而在某一个问题上，大家却都表现得谦和有礼。在决定谁是排行榜的顶尖人物时，大家几乎没有争议。事实上，我们前三名的竞争者，恰巧分别被

安排在太阳谷高尔夫球赛的三支球队中，我可以对天发誓，我们事前并不知情。

我们已经抓到了最大的三条鱼。只剩下一个问题：哪条是王中王呢？

谁掌管着最具影响力的公司，大家对此并无异议。李·斯科特的沃尔玛重塑了大约20个行业。如果联合国安全理事会成员不限于“国家”的话，沃尔玛或许也有资格占据一席。然而，斯科特却可能是三人中最容易被取代的。比尔·盖茨作为一家靠智慧驱动的公司的“首脑”，是不可撼动的“微软先生”。但正如哈克贝利·费恩（Huckleberry Finn，马克·吐温《哈克贝利·费恩历险记》中的人物）所说的，很多赋予他影响力的东西会随着他智力的降低而丧失。公司460亿美元的“战争基金”只是镜中花、水中月，是没有实现的影响力，除非该公司找到改变人们行为的新方法用掉这笔巨款。最近，微软公司已经将它作为股息分给投资者。

接下来，我们把目光转向第三位高尔夫球手：沃伦·巴菲特。除了坐拥伯克希尔哈撒韦帝国之外，巴菲特还是许多著名企业的大股东，诸如可口可乐公司、吉列公司、华盛顿邮报集团等，其个人财富仅次于盖茨。关于巴菲特的趣事，最有意思的是来自杜克大学最近对MBA毕业生所做的一项调查，其主题是“谁是他们最崇拜的人”。结果显示：除去自己的父亲，这些毕业生最崇拜的人不是总统、教皇和甘地，而是巴菲特。这种“显赫”的地位赋予了他施加道德劝告的影响力，而他使用这一特权时又相当谨慎，因此使其影响力愈加强大。这是一种仅凭几句话，就能改变人们的行为的能力，即使这些人与他没有任何干系。这又使巴菲特具有了美国资本主义“护国公”的形象。

他既有石头、剪子，也有布。而现在，他又有了另外一样东西：影响力排行榜头把交椅的位置。

64　最有影响力的商人：沃伦·巴菲特（节选）

64

最有影响力的商人：沃伦·巴菲特（节选）

2003年8月11日

瑟沃·安迪

沃伦·巴菲特，这位美国最有影响力的商人以低调而著称。没错，他也享受着世界第二有钱人带来的某些“特殊待遇”，比如，乘坐他的利捷飞机环游，和好友比尔·盖茨（位列我们排行榜第二名）打桥牌等。不过，大多数时候，这位72岁的老人对所谓的“美国商界泰斗”（Atlas of American business）的头衔并不以为意。**“这只能说明，如果我做了什么蠢事，可能会造成大规模的影响，”他一边说一边标志性地咯咯笑起来，“意味着你可在能损失的数字后面加上好多个零。”**

当然这种情况发生得并不多。巴菲特的伯克希尔哈撒韦已经成为全美企业中的航母，每年利润额高达数十亿美元，其业务包括保险（这也是巴菲特领先全球的行业）、报刊、地毯乃至牛仔靴等。在过去的15年里，巴菲特用21%的复合年回报率证明他是全球最伟大的投资家。也正因为此，他在投资领域的影响力无人可及。巴菲特购买或者出售某只股票的消息将会像一颗重磅炸弹一样撼动市场，这也就解释了为什么巴菲特在谈到投资问题时总是格外小心谨慎。

巴菲特谈投资的场合并不多，这其中他致股东的信在全世界被广泛传阅。

不仅如此，巴菲特还是世界上其他首席执行官心目中的最佳导师。“首席执行官身边都是些等待拿酬劳的人，”巴菲特说，“而我一无所求，所以能给他们一些不偏颇的意见。”在过去的5年里，许许多多的首席执行官前往奥马哈向先知求教，包括通用电气公司的杰夫·伊梅尔特（Jeff Immelt，我们排行榜的第七名）。“我已经同他聊过两三次了，还一起吃了牛排，”伊梅尔特说，“他是全世界最敏锐的投资家，而我正试图求得他的真传。”

美国国会也在聆听巴菲特的言论。2003年5月20日，也就是国会议员就布什的减税法案投票的前几天，巴菲特在《华盛顿邮报》的专栏中指出，他认为减免股息税的做法是愚蠢的。巴菲特强调，减税将主要惠及富人。巴菲特言论的威力强大到足以说服某些国会议员最终削减了减税的幅度。

就是这么简单，巴菲特受尊崇的程度远超其他在世的商界人士，甚至不仅局限于商业领域，也包括了万千普罗大众。

65

不断增长的贸易赤字等于在出卖我们的国家。现在有一个方法可以解决这个问题——我们需要马上行动

2003 年 11 月 10 日

沃伦·巴菲特　卡萝尔·卢米斯

巴菲特撰写的这篇文章，其标题长度一定创下了《财富》杂志的新纪录。在本文中，巴菲特谴责了美国的贸易赤字问题并提出了自己的建议，即采用“进口许可证”（Import Certificates）的方法，以便促使进出口趋于平衡。由于这一想法既有创意又是经过深思熟虑的，因而引发了华盛顿方面的兴趣，也引起了一些人士的注意，比如特德·肯尼迪（Ted Kennedy）和乔·拜登（Joe Biden）两位参议员。时至今日，巴菲特的脑海中仍旧涌动着源源不绝的新点子，他偶尔还会收到粉丝的邮件，他们很赞赏巴菲特的想法，并想知道这些点子如何落实并向前推进。

不过，总的来说，巴菲特的点子并没有获得足够的响应，当然也没有获得经济学家的赞许。几乎所有自由贸易者都鄙视“配额”，以及任何可能干扰亚当·斯密所说的“市场之手”的观点。查理·芒格自己也是一位传统主义者，并不支持巴菲特的计划，他也是通过一个偶然机会得知巴菲特的这一点子的，我在加利福尼亚州采访他和他现在已故的妻子时，亲手交给他了一本崭新的《财富》杂志，当中就有巴菲特的这篇文章，他立即从头至尾读完，并说道：“沃伦是正确的，当然，我们都憎恶贸易赤字。尽管如此，我还是希望，他不要推进这样的理念。”

正如巴菲特所确信的那样，贸易赤字问题无可比避免地在2003年急剧恶化，达到5000亿美元。在接下来的5年中，赤字每年都会以1000亿～2500亿美元的幅度增长，只有在2009年时才降至5000亿美元以下，这是因为次贷危机使美国人惊恐万状，他们“暂时”减少了消费量并提高储蓄率。2009年以后，贸易赤字再度上演。如果按照7月份的水平计算的话，2012年的赤字将会达到5600亿美元左右。

如今，尽管只有被问及“进口许可证”的想法时，巴菲特才会开口谈一谈，但他仍然认为该想法有一定可取之处。他补充说：其他关于促进出口和进口之间平衡的想法或许也会有效。“但是，”他斩钉截铁地说，“在某种程度上，我们必须达到平衡。巨额赤字的现状是完全不堪一击的。”

文章开篇讲到巴菲特已经将外汇交易引入伯克希尔哈撒韦公司，这是他人生第一次进行兑换美元交易（trading against the dollar），这意味着在未来的几年里，他要定期报告交易的进展情况。2006年年初，他几乎结束了所有的外汇交易，并宣称伯克希尔哈撒韦公司赚取了22亿美元现金。这并不是因为他预计美元将走强，恰恰相反，他曾认为美元很可能继续走弱，而事实也印证了他的说法，而且幅度非常大。然而，由于国家之间的利率差发生了变化，直接投资货币的吸引力也就随之降低了。巴菲特说，把伯克希尔哈撒韦公司的资金投入到海外企业，将会使其海外收入大幅增长，这对于未来来说也不失为一个更好的策略。

接下来发生的，也就是短短几个月之后，伯克希尔哈撒韦公司宣布了第一桩海外公司收购案，即收购伊斯卡公司（Iscar），这是一家以色列的金属切削刀具及切削技术的供应商。这家公司几乎贡献了伯克希尔哈撒韦公司在美国境外的所有的利润。此次收购耗资40亿美

元，伯克希尔哈撒韦公司获得了该了公司80%的股份，其余的20%则还掌握在卖家手中。

下面这篇关于贸易赤字的文章可视为补充报道。

——卡萝尔·卢米斯

在当前的经济环境下，我要就美国的贸易赤字问题发出警告，还要为解决这个问题献计献策。不过，我需要提前申明，你们可能会出于两个原因对我所说的内容表示怀疑。首先，对宏观经济走势，我的预测一向不怎么鼓舞人心。举例来说，在过去的20年中，在通货膨胀的问题上，我总是显得过度惶恐，草木皆兵。这方面的事例不胜枚举，早在1987年我就公开表示，日益扩大的贸易赤字令我忧心忡忡，然而，正如大家所了解的，我们不仅“活下来了”，而且“活得很好”。因此，在贸易赤字的问题上，我至少有过一次大喊“狼来了”的前科。尽管如此，我还是要喊“狼来了”，而且这一次我还有伯克希尔哈撒韦公司的资金支持。截至2002年春季之前，即在我72年的人生中，从未买过外汇。然而，自那以后，伯克希尔哈撒韦公司斥巨资购买了若干种外汇，而且现在仍然持有。在这方面，我不会透露具体细节；但事实上，我购买了哪些外汇并不重要，重要的是潜在的意义：持有其他货币就意味着我们认定美元将贬值。

不论是作为一名美国公民还是一名投资者，我都切切实实地希望我的这些预言被证明是错误的。公司从外汇交易中获得的任何收益都显得苍白无力，这就说明由于美元的贬值，伯克希尔哈撒韦公司和我们的股东在生活其他方面正在遭受损失。

然而，作为伯克希尔哈撒韦公司的领导者，我要负责地并以合理的方式运用公司的资金。之所以最终把钱投向我一直以来未曾涉及的

领域，是因为我们的贸易赤字已经极度恶化，甚至可以说，我们国家的“净资产”正以惊人的速度向海外转移。

如果这种资产转移长时间地持续下去，必将酿成大祸。为了搞清楚原因，请大家跟我到“浪费村（Squanderville）”和“勤俭村（Thriftville）”上来一次狂想之旅，这是两座面积相同、比邻而居、与世隔绝的小岛。

这两座小岛，土地是唯一的固定资产，而小岛的社会结构也非常原始，居民们只需要食物，也只生产食物。岛上居民每天工作8个小时，事实上，他们能生产出足够维系自己生活的食物。在很长一段时间里，他们就一直这样生活着，每座小岛上的人都按规定每天工作8小时。这意味着每个社会成员都能自给自足。

然而，终于有一天，勤俭村里勤劳的居民决定要多储存一些食物并进行投资，于是他们开始每天工作16个小时。在这种模式下，勤俭村的居民继续依靠8小时工作生产出的食物维持生计，而把相同数量的食物出口到他们唯一可以出口的地方：浪费村。

浪费村的居民对这一变化欣喜若狂，因为他们从此以后可以不用再辛苦劳作，却仍可以大饱口福。当然，“补偿品”是必不可少的，但是对浪费村的居民来说，这看似无害：勤俭村居民想交换的只是浪费村的债券（自然是按照“浪费村币”计价发行的）。

时光流逝，勤俭村的居民积累了大量此类债券，而这意味着勤俭村居民可以凭该“提取证”索取浪费村未来的生产成果。浪费村的权威们嗅到了危机即将来临，他们预测，对浪费村的居民而言，既要维持生活所需又要偿还债务，或仅仅是偿还债息，最终会要求他们每天工作8小时以上。不过，浪费村的居民根本没心情听这些苦口婆心的唠叨。

与此同时，勤俭村居民开始变得紧张起来。他们问，一座懒惰小岛发放的“白条”能有多大的好处？于是勤俭村的居民改变了战略：尽管继续持有部分债券，他们还是将大部分债券出售给了浪费村的居民以换取浪费村币，然后再利用这笔收入去购买浪费村的土地。最终，勤俭村的居民完全拥有了浪费村。

从那一刻起，浪费村的居民不得不面对等价交换的惨剧：现在他们已经没有东西可交易了，他们不但每天必须工作8个小时以维持生计，而且还必须加班加点地工作来偿还债息，还要向勤俭村的居民支付当时因疏忽大意而卖掉的土地的租金。实际上，勤俭村的居民利用收购而不是征服的手段使浪费村沦为了自己的殖民地。

当然，有人会争辩说，浪费村的居民未来的生产成果必须无休止地运往勤俭村，这些生产成果的现值只相当于勤俭村居民最初放弃的产量，因此对双方来说都是一项公平交易。不过，由于浪费村某一代居民的不劳而获，致使未来若干代居民都得耗尽一生来还债，用经济学家的话来说，这种情形就是颇为戏剧性的“隔代不平等现象”。

让我们以家庭为单位来思考一下这个问题：假设我，沃伦·巴菲特，能够使用可偿付的巴菲特家族借据来购买我一生所需的所有消费品，而债务及利息将由我的子孙后代以货物和服务的形式偿还。这种情形可能会被看作巴菲特家族与债权人之间的平等交易。然而，我之后出生的巴菲特家族成员估计都不会赞同这项交易，甚至可能试图赖账，但愿不会如此。

再将思考放回到那两座小岛上：面对有史以来数额最庞大的债务负担，浪费村政府迟早会做出决定，实施高通货膨胀政策，即发行更多的浪费村币，以稀释原有货币价值。浪费村政府还会理直气壮地辩解，毕竟，那些烦人的浪费村债券只是索取特定数目的浪费村币而

已，而非货币所对应的价值。简而言之，稀释原有货币的价值，将有助于缓解浪费村的财政危机。

这也就解释了为什么如果我是勤俭村的居民，会直接持有浪费村的土地，而非其政府发行的债券。一般政府都认为没收外国人的资产在道义上相当难以接受，而冲减外国人所持债券的购买力比较容易接受。毕竟强取豪夺不如暗度陈仓。

岛国间的尔虞我诈又与美国有何干系呢？简单来说，第二次世界大战以后直到20世纪70年代初的这段时间里，我们一直处在类似勤俭村的勤勉状态，通常情况下，我们出口的产品远多于我们的进口量。同时还会将结余投资到海外，从而使得我们的净投资额，即美国人持有的海外资产减去外国人持有美国国内资产后的净额，持续增加，从1950年的370亿美元增长到了1970年的680亿美元，这是根据当时的计算方法得出的，政府后来又进行了修改。总的来看，当时我们国家的“净资产”总值既包括了美国国内的所有财富，也包括了我们在世界其他地区的一大笔财富。

另外，由于美国持有其他国家的大量资产，我们意识到贸易结余之上的净投资收入已经成为投资资金的第二大来源。我们国家的财政状况与个人的情况极为类似：作为个体，一方面会把自己的部分工资存起来，另一方面还会利用储蓄利息进行再投资。

20世纪70年代末，形势发生了逆转。贸易赤字约占GDP的1%。这种情况并不算糟，主要因为我们的净投资收入仍然是正值。实际上，由于复合回报率发挥着魔力，我们的净资产结余在1980年达到了3600亿美元的历史峰值。

然而，从那以后我们就开始走下坡路了，这种势头在过去5年中不断加速。现在我们的年均贸易赤字额已经超过了GDP的4%。更加令人不

安的是，世界其他地区拥有的美国资产已经比我们拥有的其他国家的资产，多出了惊人的2.5万亿美元。这2.5万亿美元的资产中，有一部分投在了“借据”上，也就是美国债券上，既有国债也有私营企业债券，还有一部分资金则投在了不动产及股票上。

实际上，一直以来我们国家的做派就如同拥有巨大农场的富豪之家。为了能消费超过我们生产能力水平的这4%的商品，即贸易赤字，我们每天一边出售农场土地，一边拿现存的资产做抵押。

为了正确审视外国人拥有的这2.5万亿美元净资产，我们不妨拿它与总市值12万亿美元美国股市，或是相同价值的美国住宅用房地产，又或是我所预计的总额50万亿美元的国家财富相比较。比较结果显示，已经被转移到海外的资产不容小觑，已经占据全国总财富的5%。

然而更为重要的是，按照目前贸易赤字的水平发展下去，外国人拥有的美国资产将以每年5000亿美元的速度继续增长，也就意味着每过一年，外国人控制的美国国家财富都会增加1%。随着这个比例的增加，我们的年均净投资收入也将不断流失到国外。最终我们得向全世界支付越来越多的股息和债券利息，而不是像以前那样做个获益者。我们已经深陷复利的深渊之中，再见，欢乐时光；你好，痛苦岁月。

《101经济学》（*Economics 101*）教科书告诉我们，任何国家都不可能长期背负不断增长的巨额贸易赤字。清算的一天终会到来，我们无节制的快乐消费将因汇率调整以及债权国拒绝接受挥霍无度者无限签发的“白条”而停止。这种情况实际上在其他地区已经发生过了，正如我们所见，许多肆意浪费的国家由于突然失去贷款来源，已经在痛苦挣扎了几十年。

然而，美国的情况却享有着特殊待遇。实际上，我们如今的为所欲为，是因为我们过去的财政状况堪为模范，再加上我们曾富甲天

下。不论是我们的偿债能力，还是我们的还款意愿都未被债权人所怀疑，而且我们还有堆积如山的宝贵资产可以用来交换消费品。换言之，持有我们的超级“国家信用卡”，就可以享用无尽的商品。但任何信用卡都是有信用额度的。

这种以资产换消费品的交易现在就该停止，而且我还为此制定了一套方案。我的“疗法”听起来像是鬼把戏，其实就是换了名头的另一种“关税”。不过，这种关税大部分保留了自由市场的本质，既不保护特定行业，也不惩罚特定国家，更不会触发贸易战争。这套方案将扩大我们的出口，同时还可能增加全世界的贸易总量。我们可以在避免美元币值下滑的情况下平衡贸易赤字，否则我认定美元一定是要贬值的。

为了实现这种平衡，我们将向所有对美出口的贸易方发放一种我所说的“进口许可证”，数额与其出口额（按美元计）相等。接下来，每个出口商将把进口许可证卖给希望把货物运到美国境内的相关各方，不论是外国的出口商还是本地的进口商。打个比方，一个进口商要进口100万美元的商品，他必须找到等额出口所获得的100万美元进口许可证。如此必将产生的结果是：贸易平衡。

由于我们每月的出口总量约为800亿美元，因而可以发行800亿美元的进口许可证，而且这一定会造就一个流动性极佳的市场。市场竞争会最终决定，哪些希望把商品出口到我国的出口商将购买这些许可证，以及他们愿付怎样的价格。按照我的设想，许可证的使用期限应该要短，大概在半年左右，这样投机分子就不会蓄意囤积居奇了。

为了进一步说明这个问题，我们假定每张进口许可证售价为10美分，也就是说每出口1美元的东西，将附赠价值10美分的许可证。在其他条件不变的情况下，这个数字意味着，如果美国的生产商要出口商

品，所获得的收入要比在国内市场上销售的多10%，这10%的盈利即来自出售进口许可证。

在我看来，许多出口商会把这笔收入看作是成本的削减，这样它们的产品在国际市场上的售价就会降低。日用类产品将尤其受益于这项举措。比方说，如果铝在美国国内市场上的售价是每磅66美分，而进口许可证的价格是铝价的10%，那么国内的铝生产商在国际市场上就能以每磅60美分的价格（加上运费）销售，并能获得正常利润。如此一来，美国产品的竞争力将大幅提升，出口也将扩大。长此以往，美国国内就业机会也将有所增加。

当然，外国人想要把东西卖给我们就变得更艰难。然而无论采取什么样的贸易“解决方案”，请别误会嘛，必将会有相应的解决方案出台，他们都得直面这一问题。正如美国经济顾问委员会前主席赫布·斯坦（Herb Stein）所言：“如果事情不能永久持续下去，那它终将停止。”进口许可证的措施可以给予那些向美国出口商品的国家极大的灵活性，因为这项计划并不会给某些特定行业或某种特定产品带来惩罚。最终，自由市场将决定哪些产品会销往美国以及谁会是卖家。进口许可证只决定了所售产品的美元累计总量。

进口方面会出现哪些情况呢？我们以进口商按2万美元价格进口的轿车为例。按照新方案且假设进口许可证的售价为车价的10%，那么进口商的成本将升至2.2万美元。如果市场对这款车的需求特别旺盛，进口商则可以把这笔成本转嫁给美国的消费者。然而在通常情况下，市场竞争会要求外国制造商即便不承担进口许可证全部2000美元的费用，也要分担一部分。

天下没有免费的午餐，这个进口许可证计划也不例外：许可证制度对美国公民会产生部分负面影响。绝大部分进口商品的价格将会上

涨，颇具竞争力的国产商品也是一样的。无论是从整体还是从局部来看，进口许可证的成本都会像税收一样最终落到消费者身上。

这是个严重的倒退。不过，不管是让美元不断贬值，还是对特定产品加征关税，又或是进行配额管制，在我看来，这一系列的措施取得成功的概率微乎其微，都无异于逆潮流而动。尤其重要的是，目前我们会因为进口产品的涨价而承受一定的痛苦，但如果我们听之任之，继续大规模地拿自己国家的净资产去做交易，将会遭受灭顶之灾。

我相信，很快，进口许可证制度就会让美国达到贸易平衡，而且出口水平会高于当前而非低于当前。进口许可证将会适度帮助美国的各个产业提高在全球市场中的竞争力，当然哪个行业最终能够通过“比较优势”的考验，还得由自由市场说了算。

纯出口国不会效仿这一举措，因为他们的进口许可证将毫无价值。那么主要出口国会在其他方面采取报复性措施吗？这个计划会引发另一场史慕德-哈利[7]关税大战吗？可能性不大。在“史慕德-哈利法案”的时代，我们“享用”着不合理的贸易顺差，而且我们希望予以维持。如今，我们却遭受着严重的贸易逆差，而且世界各国都认为我们应该修正严重的贸易赤字。

几十年以来，世界各国一直在贸易领域与形式多样的措施做斗争，诸如惩罚性关税、出口补贴、配额和锁定美元汇率等。长期以来，出口大国都采取了许多抑制进口、鼓励出口的措施以积累外汇储备，即便如此，至今也没有大规模的贸易战爆发过。某个国家不会因为世界最大贸易逆差国的贸易平衡化措施而陷于经济崩溃。世界主要出口国在过去一直表现得相当理智，而且将来仍会如此。当然，与以往一样，出于自身利益的考虑，它们也会试图让美国相信自己会采取完全不同的行动。

进口许可证实施以后可能出现的结果是，出口国在初期做出一些反应之后，将把它们的聪明才智集中于鼓励从美国进口商品。比如，从中国的角度来看这个问题，目前中国每年向美国出口价值约1400亿美元的商品和服务，却仅仅从美国这里买走250亿美元的商品和服务。一旦进口许可证制度得以实施，中国可能采取的方针之一是每年购买价值1150亿美元的许可证，以弥补这个差额。当然，中国也有可能直接减少对美出口，或是增加对美国的采购，而后者可能是最符合中国利益的做法，也是美国希望中国能够做的。

如果美国的出口得以增加，进口许可证的供应量将因此扩大，那么进口许可证的市场价格也将被拉低。实际上，如果美国的出口能够显著增加，进口许可证就会变得毫无价值，整个计划也将因此而失去存在的意义。意识到这一举措的强大威力后，世界出口大国可能会立即取消正在实行的限制进口美国商品的措施。

如果美国引入进口许可证计划，也许要经历几年过渡期，从而渐进式地缩小贸易赤字，而世界其他国家和地区也要做出调整，直至美国抵达自己的目标彼岸。执行这项计划的同时，美国政府可以每月公开拍卖一些“奖励性”的进口许可证，抑或是直接将其赠予亟需扩大出口额的欠发达国家。我们可以把第二种选择看成一种对外援助，并可能会取得明显成效，而且会受到欢迎。

在结束之前，我想再次提醒诸位，我曾经喊过“狼来了”。一般来说，美国的灾难预言家的平均成功率很低。我们一向嘲笑那些对美国的经济潜力和我们的活力持怀疑态度的人。许多悲观的预言家完全低估了我们克服凶险困难的能力。美国依然非常强盛，经济也是。

不过，我也认为在贸易赤字的问题上，我们正面临着困难，我们解决问题的能力也面临着挑战。美元的逐步贬值并不是解决问题的答

案。不错，美元贬值在某种程度上会减少贸易赤字，却不足以阻止美国净资产的外流，或是有效减少投资收入逆差。

也许还有其他解决办法比我的更具可行性。然而，一厢情愿的痴心妄想以及时常相伴左右的“吸拇指”的幼稚想法不在我们考虑之列。我坚定地认为，针对国家财富外流，我们应有所行动，而进口许可证似乎是带来痛苦最少、可行度最高的方案。请大家记住，这不是无关痛痒的小问题：举个例子，按照目前世界上其他国家和地区在美国进行净投资的速度，每年将会有4%以上的上市公司股票被它们吃掉。

伯克希尔哈撒韦公司内部在进行商业决策时，我的老伙计芒格常常建议我们重视一下他略显诙谐的期望：“我只想知道我将葬身何处，如果知道了答案，打死我都不会去那儿的。”美国的政策制定者应该引以为戒，切勿重蹈浪费村的覆辙。

外国人为什么不能抛售他们的美元？

2003年11月10日沃伦·巴菲特卡萝尔·卢米斯的补充报道

当你阅读有关美元问题的文章时，看到如下评论的频率有多高呢？“分析人士称，真正令他们感到担心的是，外国人将开始抛售美元。”

下一次再看到这样的内容，尽可无视。事实上，整体而言，外国人是不能抛售他们所持有的美元的。由于贸易赤字不断将新的美元送到外国人手中，他们也不得不持续增加对美国的投资。

当然没错，世界其他国家和地区的确可以选择持有何种美国资产。比如，他们可以决定出售美国债券以购买美国股票。或者他们也可以进军美国的不动产，就像日本人在20世纪80年代的做

法。此外，任何行动，特别是那些急功近利的卖家或买家所采取的，都会影响到美元的价格。

但试想一下，如果日本人既要从美国的房地产业中抽身，又想彻底摆脱所有美元资产，那么光靠把不动产出售给美国人是无法达到目的的，因为他们收到的款项还会是美元。而如果他们把房地产卖给非美国人，比如法国人，然后就会得到欧元；那么，这些资产还是在外国人手里。无论以哪种方法出售，世界其他国家和地区所持有的美元资产都不会改变，除非美元价格同时发生变化。

底线在于，除非以整体来看，其他国家从美国购买的商品和服务远多于我们从他们那里购买的，否则他们是绝不会减少对美投资的。这种情形就叫作美国贸易顺差，我们目前的情况并非如此。

你可以设想出一些“戏剧化情节”以改变这种状况。比如，世界其他国家和地区为美国提供巨额援助，这些援助将抵销我们的贸易赤字。然而，从现实的角度来看，面对我们的巨额贸易赤字，世界其他国家和地区不仅一定会牢牢把持已有的美国资产，而且还会不断增持。当然，这也正是我们的国家净资产为什么逐渐远离我们海岸线的原因。

66

“巴菲特”周边产品

2004 年 5 月 17 日

戴维·斯泰尔斯

为了能靠近沃伦·巴菲特，你愿意支付多少费用？商界粉丝们肯定会在这方面不断创下新纪录。有些仰慕者甚至在eBay上以117美元的价格购买了一张伯克希尔哈撒韦公司2004年5月1日股东大会的门票。为了保证大家都有机会前来，巴菲特在网站上发售了1万张门票，价格2.5美元，相较于该公司A股93500美元的股价来说，这的确是个白菜价。这并非是巴菲特头一遭掀起粉丝的狂热。接下来我们来一窥各种“巴菲特”周边产品的市场价。

16.95美元
最畅销的巴菲特丛书

210000美元
1999年，在一次慈善拍卖会上巴菲特用了20年的旧钱包的成交价

5美元

两张伯克希尔哈撒韦公司股东大会的门票

250100美元
2003年，eBay上“与巴菲特共进午餐”的成交价

100美元
2004年，在一次教堂拍卖会上，有巴菲特签名的钞票的成交价

20美元
奥马哈皇家队（Omaha Royals）网站上售卖的巴菲特摇头玩偶的价格

TAP DANCING TO WORK

巴菲特花絮

在eBay上，与巴菲特共进午餐的机会一直是拍品，其拍卖所得将持续捐献给旧金山的格莱德基金会（Glide Foundation），而且每年的成交价节节攀升。2012年该价格，达到了3456789美元。

67

我得到过的最好建议

2005 年 3 月 11 日

沃伦·巴菲特

21世纪的第一个10年里，《财富》杂志曾3次以“你人生中所获得的最好建议”为题，采访了20位知名人士。巴菲特参与了其中的第一次。就在他欣然应允的一刹那，主编里奇·柯克兰德（Rik Kirkland）决定让巴菲特成为那一期的封面人物。

我得到了采访巴菲特的任务。在我打开笔记本准备记录他要说的话时，我真的非常好奇他会说些什么，因为我从没想过自己会听他谈论这方面的问题。于是我说：“说说看，你得到过的最好的建议是什么呢？”

我得到的答案既出人意料，又格外精彩。他没有谈及任何“最好的建议”。相反地，倒是滔滔不绝地讲起他得到过的“最差的建议”，而且来自他最敬佩的两个人。

我不记得自己是如何向柯克兰德讲述，萦绕在巴菲特脑海中的奇特想法的，也许我已经将全部场景从我的大脑中剥离出来了。然而，你知道吗？巴菲特还是出现在了当期的封面上。

——卡萝尔·卢米斯

我曾有过两位人生导师：我父亲霍华德·巴菲特和本杰明·格雷厄姆。这两位都是我敬畏的人，多年以来给过我数不清的金玉良言。然而，每当我想到他们对我说过的话时，首先进入我脑海的却是糟糕的建议。

那是在1951年，我还不满21岁，刚从哥伦比亚大学商学院毕业。在哥伦比亚大学，我师从格雷厄姆，而且我一定是你见过的最有学习兴趣的那类学生。当时我希望进入格雷厄姆-纽曼公司为我的老师工作。然而，当我兴冲冲地提出免费为他工作时，他却拒绝了。

尽管如此，我还是意志坚定地要进入证券行业，这也是格雷厄姆和我父亲给我烂建议的地方。他们都认为起步的时机不好。他们一直介怀的是道琼斯工业平均指数整年都持续在200点以上，而它此前每年都出现过低于200点的情况。所以两人都说：“你肯定会很出色，只是现在的时机不够好。”

如今想想，也许有一件事影响了我的父亲或者格雷厄姆，让他们觉得我当时不适合进入证券行业。那就是我太幼稚了，我不仅长得稚嫩，行为更是不成熟。我当时看起来瘦巴巴的，头发也乱糟糟的。也许他们的建议只是委婉地告诫我，在踏入股市之前，最好让自己再成熟一些，否则我是不可能成功的。可是，他们并没对我说这些，而是说了些别的。无论如何，我都不以为意。我直接回到奥马哈，在我父亲的巴菲特·福克公司开始了股票销售员的工作。

我父亲是一位具有独立思想的人，他的这种性格在某种程度上影响了我在股票方面的投资。格雷厄姆也是这样。我父亲说：“你是对还是错，并不在于别人是否认同你。如果你是对的，只是因为你掌握的事实和缘由都是对的。”

我的老师格雷厄姆是一位很出色的投资专家，从在内布拉斯加大学读到他关于投资的著作开始，我就开始向他学习了。那时，我尝试过各种各样的投资，但他的言论，特别是在《聪明的投资者》中所提及的，极大地扩展了我的视野，比如“安全边际”以及如何利用“市场先生”而不是让它利用你等。接着，我去了哥伦比亚大学，成为他的门生，可后来当我申请为他工作时却被他拒绝了。即便回到奥马哈之后，我还是放不下这个念头。我一直尝试向格雷厄姆推荐股票，甚至有点纠缠不休的意思。终于在1954年的某一天，我收到了他的来信，说下一次我到纽约的时候，他想跟我谈谈。我简直是心花怒放啊！于是，我就立马筹划前往纽约。

1954年8月，我开始为格雷厄姆工作，也压根儿没问薪水几何。结果我领到了12000美元，下一年度我还拿到了2000美元的奖金。我同时为公司两个部门工作：格雷厄姆-纽曼公司是一家投资公司，而纽曼&格雷厄姆有限公司（Newman&Graham Ltd.）是我们现在称作私募基金的公司，但两家公司加起来也只经营着1200万美元。

沃尔特·施洛斯和我在一间小屋里共过事，不过他不久之后就离开公司，创办了一家对冲基金。我们在一起很开心，我们常常一起研读投资人手册，寻找便宜的股票。我们从未走访过任何一家公司，因为怀疑其真实性。每当我们发现不错的目标时，格雷厄姆就会投入5万美元。

到了1956年初，格雷厄姆打算离开公司去加利福尼亚。我也决定重返奥马哈。如何开口告诉他，真是让我犯了愁：我走进他的办公室又出来，然后再进去，结果还是张不开口，如此折腾了很长时间。不过，格雷厄姆的反应很像我的父亲，他说：“选择最适合你的道路。”

1950年年底，我有差不多9800美元，而到1956年，我已经有15万美元了。我想，有了这笔钱，我可以过上国王般的生活了。我不知道回奥马哈后究竟该做些什么，也许去念法学院，我毫无计划，当然也没想过要创建投资合伙公司。不过，几个月之后，有7个人找上门来，希望我帮他们管理资金，而且是通过合伙公司的方式。这就是后来一切的发端。

68

910亿美元的对话

2005年10月31日

丹尼尔·罗斯

8年前，沃伦·巴菲特和比尔·盖茨曾在华盛顿大学进行过一次大讨论。为了公平起见，这次两人又来到内布拉斯加大学，于是我们又有了这样一次盛会。

此次对话的一大新闻是，经过长时间地慎重考虑之后，巴菲特决定在自己的有生之年将亿万家产捐献出去。这是他慈善计划的一个转折点，他的生命中发生了一件令他异常痛苦的事情：2004年的夏天，他的妻子苏珊突发去世。正如本书前面所提到的，巴菲特一直期望比他年轻两岁的苏珊会活得比他久，并运用自己的智慧和慈悲心为几十亿美元的财富找到合适的去处。苏珊离世后，慈善事业的走向成了他的心理负担。于是在2006年初，他制订好了自己辉煌的慈善计划，他将逐步把自己的伯克希尔哈撒韦公司股份捐献给5家基金会，其中最主要的一家就是此次对话的伙伴盖茨及其妻子梅琳达的基金会。

问答环节过后的“巴菲特有话说”部分进一步印证了这件事：对于超级富豪（当然包括巴菲特自己和盖茨）所缴付的所得税税率过低

带来的不公平现象，巴菲特感到强烈的不满。在接下来的几年里，他曾不断重申这一问题，直至2011年，由于他频繁的呼吁或者至少类似的表态，奥巴马总统的阵营提出了一个所谓的“巴菲特法则”（Buffett Rule）。在本书出版之时，该提案还未进入投票环节。

——卡萝尔·卢米斯

这是内布拉斯加大学“十二大联盟”（Big 12 Conference）首场比赛开哨前的星期五，地点是在橄榄球盛行的林肯市。在这个时间点，独领风骚的不是内布拉斯加大学剥玉米人队的比赛门票的销售量。在9月末的一个美好下午，大约2000名学生提前一个小时就在学校里德中心（Lied Center）的礼堂外面排起了长队。19岁的瘦高个儿学生安德鲁·休梅舍（Andrew Schoemacher）来自化学工程专业二年级，他还没搞到票，但还是抱着一线希望。他怎么能错过观看这次演讲的机会呢？他说：“无论如何，这可是比尔·盖茨和沃伦·巴菲特啊！”

盖茨和巴菲特是多年的至交好友，恰好又是全球最富有的两个人，身家分别为510亿美元和400亿美元，他俩此次会聚一堂，目的是要进行一场自由问答式座谈会。他们以前也参加过这样的活动，但只有一次，那是在1998年，两人在盖茨的家乡西雅图与华盛顿大学的学生见面。当时两人都处于动荡时代的边缘：微软公司即将在反垄断裁决中与美国政府对簿公堂，而巴菲特即将在几周后收购通用再保险公司。由于该公司曾卷入美国国际集团的旋涡中，因此如今它也成为伯克希尔哈撒韦公司的棘手问题。《财富》杂志作为唯一一家受邀的杂志媒体，参加了他俩的第一次会谈。他们的对话总是“闪耀着智慧的光芒”，所以我们当时将其当作封面故事。因此，当两位亿万富翁决定再次见面的时候，我们也一同前往，先睹为快。更值得一提的是，他们还为我们特意留出了单独提问的时间。

与《财富》杂志的记者丹尼尔·罗斯共进午餐时，巴菲特点了樱桃味可乐、白面包配火鸡片；盖茨要的是白面包配芥末汁烤牛肉。在进餐的过程中，两位大人物都无拘无束地谈起他们之间的密切友谊、当天晚上的桥牌活动安排以及华尔街想把投资者领入歧途等话题。两人都在重塑自己的“体形”：2005年10月盖茨就满50岁了，他通过定期跑步，已经减掉了20磅体重；巴菲特75岁，每周上三次私人健身课，也减了12磅。不仅如此，他们也在重新“塑造”自己的计划：巴菲特改变了自己的很多观念，并第一次提及可能在生前就开始捐赠自己的财富。以下是《财富》杂志记者罗斯与巴菲特和盖茨对话的精彩片段。

Q：先问几个简单的问题。首先，二位推荐一下近来读过的最好的书吧。

巴菲特：凯瑟琳·格雷厄姆的自传《个人历史》*（Personal History）*是一本感人至深的著作，我认为每个人都该读一读。

盖茨：有本书叫《无底之井》*（The Bottomless Well）*，是关于能源方面的，我很喜欢。还有一本关于计算机科学的，书名叫作《奇点将至》*（Singularity Is Near）*，内容是讲人工智能的，作者是雷·库兹韦尔（Ray Kurzweil），我看的是预读本，所以不确定什么时候正式出版。汤姆·弗里德曼（Tom Friedman）的《世界是平的》*（The World Is Flat）*是一本超级好看的书。还有杰弗里·萨克斯（Jeffrey Sachs）写的《贫穷的终结》*（The End of Poverty）*，杰克·韦尔奇今年出版的《赢》*（Winning）*，这些书都很不错。另外，别忘了贾雷德·戴蒙德（Jared Diamond）的《崩溃》*（Collapse）*，这是堪称有史以来最佳读物《枪炮、病菌与钢铁》*（Guns, Germs, and Steel）*之后的又一力作。

Q：能谈谈你们最近一次大手笔的挥霍吗？

巴菲特：你指的是个人消费？

《财富》：是的。

巴菲特：一架利捷G4型飞机。这是拥有了财富之后唯一改变我生活方式的物品（注：伯克希尔哈撒韦公司拥有利捷公务航空公司）。我每年花在这方面的钱大约有二三十万美元吧，或许还多一点。

盖茨：挥霍……我想想，要是今晚打牌我输了，输个500美元就算是挥霍。

巴菲特：的确是挥霍。

盖茨：巴菲特和我的赌注从来都只限于1美元。

巴菲特：奥马哈有个伙计打电话告诉我一种得州扑克的玩法，听上去很有意思。不过，打得州扑克得动真格的，这种玩法的本质就是金钱游戏。我觉得还是桥牌更好些，但得州扑克的确很有意思。

盖茨：要是现在有4个牌手，我们就可以玩桥牌了。

Q：当您说您会带着好友盖茨一块儿来打桥牌时，您的朋友们会怎么想？

巴菲特：我们没告诉他们。只有召集打牌的伙伴知道，别人都不知道。

Q：让我们回到快速问答环节，谈谈股市的行情吧。两位觉得在7年之后，标准普尔500指数的年回报率会高于还是低于10%呢？

巴菲特：低于10%的可能性比较大。因为在GDP年增长率只有5%的情况下，每个人的年回报率高达10%的情况是不会出现的。

盖茨：我估计多半会低于10%。有观点认为，回报率会继续保持超高水平，但实际上还有很多不明朗的因素。

Q：巴菲特先生，上次您也谈到类似的问题，您认为人们对股市的回报抱有“相当不切实际的预期”。那么目前，对冲基金和私募

股权基金是不是也这样呢？

巴菲特：20世纪90年代末，人们总是往后视镜里看，他们仿佛认为上帝保证了美国人每年15%的回报率。他们也如此看待养老基金，在某种程度上，对捐赠基金也是如此。现在，六七年已经过去了，人们还在往后视镜看，但最终发现传统的投资项目远没有带来预想中的高回报。因此，他们开始反思："那我怎样才能挣到那么多钱呢？看来要选择其他的投资方式。"可以确定的是，华尔街的人会来钻这个空子，他们会说："看后视镜是对的，你会发现常规投资不顶用。跟我们来，'圣杯'就在我们手中。"不过，关于圣杯，你应该知道的问题是，你必须付出得更多。

盖茨：对于风险资本而言，小额投资往往能获得高回报；而大额投资的回报却少得可怜。对绝对高回报的渴望，比如，看到像哈佛大学在资产配置上表现得这么出色，自然就会导致人们产生这样的想法："10%的高回报率肯定存在，只不过我还没有找到罢了。"于是期待高回报的想法超越了现实因素。至今仍是如此。

巴菲特：华尔街恰恰就靠这个吃饭。

盖茨：这是华尔街的工作啊（两人都笑了）。

Q：今年夏天，巴菲特在艾伦公司就他所担心的美国贸易赤字快速膨胀的问题发表了演讲。我很好奇，盖茨，您是否也和他一样担心这个问题？

盖茨：巴菲特令我很认真地思考了这个问题。他的演讲我看了两遍。每看一次，我就会更加关注这个问题。我相信一条基本原则，贸易是一件超级有益的好事，但令我非常担心的是贸易失衡之后所采取的措施，即利用贸易限制来拉低进口，进而导致其他国家纷纷效仿，而其中有些做法会减少自由贸易制度已经给人们带来的实惠，我认为这是最危险的。

Q：难道像你们这样把生产转移到海外的公司不是在加重贸易赤字吗？

盖茨：微软公司是纯出口公司，而且比其他任何公司出口得都多。在美国，我们在研发方面所做的比我们在销售中所获的要多。要是美国再有1

00家微软公司，赤字就会消失了。

巴菲特：高科技一直是我们的一个强项。你得在世界上寻找自己的强项，让别人去种香蕉好了，在美国，我们是绝对种不好香蕉的。但我不认为贸易赤字会一直持续下去。如果经济出了大乱子，人们就有种“看看现在都成什么样子了”的感觉，而且还会产生很不好的政治后果。这几乎是无法避免的事。

Q：这是您最担心会发生在美国的事情吗？

巴菲特：我们所面临的最大问题是：“无赖国家”（Rogue State）、恐怖主义、核武器、化学武器或生物武器。我认为经济方面正在好转。如果其他国家人均GDP的增长速度超过我们，也是理所当然的。

盖茨：然而，令人感觉非常糟糕的是，经济学常识并没有被普及，或者人们对其不感兴趣，因为你总能碰到一些人似乎在说“工作机会只有特定的那么多”。其实不然。比如，明天我们就能决定让每个印度人像我们一样富有。世界会因此变得更好吗？当然会。如果好的产品和工作都在那边完成的话，美国会更加繁荣吗？这是毋庸置疑的。全世界都能变得更富有，这是件大好事。这一向都是好事，以后也是如此。

巴菲特：这不是一场零和游戏。

盖茨：对，这就是关键所在。

Q：你们对慈善事业的想法似乎有所不同，如今，盖茨一直在大量捐献钱财，巴菲特则要等到去世之后才开始捐献。那么，你们又是如何说服对方，自己的做法是正确的呢？

巴菲特：嗯，我认为他的做法更好一些。他和妻子梅琳达奉献出了巨额资金，还有了不起的想法和无限爱心。那真是完美的结合。我在40多岁的时候就做不到这一点，也没有做出些有意义的事。

到了我这把年纪，你们或许会议论，我的钱已经挣得够多了，不需要再靠股票来控制伯克希尔哈撒韦公司了，所以也许应该在死之前做些有意义的事。

Q：这对您来说是一种转变吧？

巴菲特：准确地来说，是一种进步。

盖茨：我在1998年才开始慈善活动的，在那以前我可能会说：“瞧瞧，一边挣钱一边捐钱，太大费周章了，真让人搞不明白。”当时我认为自己也腾不出时间。在我父亲的鼓励和梅琳达的大力支持下，他们俩又都肯在这方面投入精力，而且我们恰好发现史蒂夫·鲍尔默这个在工作上的得力人选，其实我在微软早就认识他了，所以，开始慈善活动的各种因素都齐备了。此前，我一直认为要等到自己停止全职工作之后再开始慈善事业。

然而事实证明，两者兼顾的效果非常好。

巴菲特：在这方面，盖茨的脑子比我好用，他做的事情我办不到。我从中得不到任何乐趣，因为我知道自己做不到像他那么好。我希望看到钱能被合理地使用，我也不认为我死后才是做善事的最佳时机，不一定。

Q：你们两人也讨论过这个话题吗？

巴菲特：哦，当然。

盖茨：绝对会讨论啊。

Q：您正在试图说服巴菲特像您一样开始慈善活动，是吗？

盖茨：没有，但我跟他分享了我从中得到的乐趣和乐趣的来源，也就是哪些事行得通、哪些事行不通。这就像生意场一样，不是单单走进这个圈子就够了，还有很多特定的东西需要学习，如此一来，做生意的经验就能派上用场了。

巴菲特：伯克希尔哈撒韦公司已经成为我人生的一部分，我永远不会离开它。然而，我并不认为在未来的6～8年之内，我个人的财产会增加5倍。现在的财富足以让我做些有意义的事了，而且我和40多岁时的自己也有了很大的不同。我是说，假如我40多岁时就已经开始从事这样的事，可能只投入2000万美元左右，而现在的钱比那时多多了，足够做些了不起的大事

了。况且我不需要用这些钱来掌控伯克希尔哈撒韦公司。以现在的规模，没人能接手伯克希尔哈撒韦，它已经不是20年前的样子了。

盖茨：在读《财富》杂志的一篇文章之前，我从不认为把财富留给孩子是件坏事……

巴菲特：是那篇《一切都该留给子孙吗》？

盖茨：是的。巴菲特的那篇文章令人振聋发聩。读完之后我才恍然大悟，哇哦，原来把全部财产都交给子孙后代会是个错误的决定。因此，在将财富全部回馈给社会这个理念上，巴菲特对我的影响非常大。

巴菲特：但他做得比我好（大笑）。一个非常有意思的现象是，有些人一边谈论着福利所带来的依赖性是恶性循环，一边却又打从孩子一出世就为他们准备好足以享用一生的“粮票”。然而，当面对一个才17岁就已经怀孕两次的穷苦女人时，人们却说，给她任何东西都没用。

Q：巴菲特，我知道您一般不投资高科技公司，但我想知道，微软公司对您有没有吸引力呢？

巴菲特：因为盖茨是我的董事会成员，所以人们就会以为，如果我赚了钱，那是因为我有内部消息；可如果我赚不了钱，那就是我投资失误（两人都大笑起来）。

盖茨：是啊，人们会觉得是我误导了你。

Q：可是盖茨，您似乎在持续购进伯克希尔哈撒韦公司的股票。

盖茨：没错，不过在董事会所有成员中，伯克希尔哈撒韦公司的股票在我的净资产当中所占的比例最小。

Q：因此，这算不上是您意图收购伯克希尔哈撒韦公司……

盖茨：（大笑）当然不是。

巴菲特：如果有谁要收购的话，我希望是盖茨。

盖茨：等我的股份达到1%的时候，我会告诉你的。

Q：说到伯克希尔哈撒韦公司，您们二位好像都喜欢它的子公司奶品皇后的产品，所以最后一个问题是：你们喜欢帝力棒还是暴风雪（两者都是冰激凌名称）？

巴菲特：实际上我喜欢一种我叫作“尘埃圣代”（Dusty Sundae）的东西。不过选项只有这两个的话，我选暴风雪。

盖茨：我选帝力棒。

随后，罗斯分别对两人进行了访问。以下是巴菲特部分。

巴菲特谈及统一税率的问题

在这个问题上，我不会支持。在我看来，我们的税率体制已经过于统一。以工资税为例，现在已经超过了12%，收入超过8万或9万美元就得付这个税，根据收入，盖茨和我都不用付这个税。然而，为我们干活的那些人，常常承担着和我一样高的税率，甚至更高，因为资本收益和股息的税率已经降到了15%。近些年以来，这个国家所发生的事情就是，巨富之人获得了巨大的好处，而平民百姓的疾苦却没能减轻多少。

坦白地说，我认为根据我和盖茨的收入，我们应缴纳更高的所得税。我现在所交的税率还不到25年前的一半，而那时我挣的钱比现在少得多。所以，税率真正关心的是富人。

关于最糟糕的投资决策

最大的错误莫过于不作为，而不是行为有误。我们确实未曾在任何一笔投资上损失过特别多的钱，但我们仍错过了许多我明知该做而没有做的事。我们错过了多达100亿美元的收益。早前我没有购买微软

公司的股票，并不意味着我们与良机失之交臂，我当时还不十分了解这一行，因而难以做出决策。然而也有很多我很了解的投资机会，却因为这样或那样的原因根本没有进行投资或投资额很小。究其根本，就是每到我该开支票的时候，就犯起了低级错误。

不过，假设你是一位高尔夫球手，每洞都打出一杆入洞，那这游戏就没什么意思了。至少，这就是为什么我总在深草区击球的原因。

关于把钱留给子女

我们的孩子会很富有，属于世界上最富有的0.5%的那部分人。不过，我的99%的财产会被用于慈善事业，盖茨的想法基本上也一样。我们并不想造就超级富有的孩子。他们会很富有，这毫无疑问，但是我拒绝积聚家族财富。如果你一边说这个国家人人机会均等，每个有才华的人都有均等的发展机会，一边却又认为社会中某些人命中注定就该接受巨大的财富，我觉得，这在本质上是非美国式的行为。

69

致命的“交易费用”

2006 年 3 月 20 日

沃伦·巴菲特

“他是一位真正的还原论者。”这是不久前沃伦·巴菲特的一位商业伙伴对他的评价，他用了一个生僻的词恰到好处地解释了巴菲特卓越的化繁为简的能力。在2005年致股东的信中，巴菲特就向我们展示了他这方面的天赋，证实了“就股票投资者这个群体而言，在审判日之前所能拿到的报酬，就是这些企业产生的盈余”。接下来，他在《致命的“交易费用”》一文中感叹，“交易费用”以及它们对“既得利益”（Gotrocks）集团有着巨大的影响。

“交易费用”是巴菲特从1956年开办合伙公司起就一直考虑的事情。按照如今的定义，该合伙公司就是一只私募基金。巴菲特将年回报中的6%先发放给他的有限合伙人，然后才考虑自己的回报部分，其他基金公司也纷纷效仿。后来，随着他的致股东的信逐渐为人们所知，他建议大部分个人投资者投资低成本的指数型基金，而不是只身投入险恶的股市。

再后来，他与门徒合伙基金公司（Protege Partners）对赌，在10年内，赌非托管且低成本的标准普尔500指数基金的表现可以击败精心挑选的5只对冲基金的表现。当然，在这些基金中，有限合伙人承担

的是两部分交易费用：第一部分是对冲基金层面的，第二部分是组合型基金层面的。由于这本书出版于2012年，4年的赌局已经过去了，双方几乎打成平手。更多关于这场赌局的内容详见《巴菲特的豪赌》（*Buffett’s Big Bet*）。

下文选自2002年巴菲特致股东的信。

——卡萝尔·卢米斯

在这些年里，伯克希尔哈撒韦公司和其他美国股票投资者轻而易举地实现了富裕的梦想。举一个“长期”的例子，从1899年12月31日到1999年12月31日的100年间，道琼斯工业平均指数从66点上涨到11497点，猜猜达成这一成果需要多少的年增长率？令你吃惊的答案就在本文末尾。这么巨大的升幅，原因却很简单：整个世纪以来，美国企业都表现得非常出色，投资者也借此赚得盆满钵满。企业依旧持续着良好态势，然而，如今的投资者由于遭受了一系列的“自伤”，在相当大的程度上减少了他们本应从投资中实现的回报。

要解释这一切是怎么回事，我们得从一个最基本的事实开始：除了一些无足轻重的例外情况，比如企业破产时部分损失由债权人负担，“就股票投资者这个群体而言，在审判日之前所能拿到的报酬，就是这些企业产生的利润”。当然，不论是因为聪明还是幸运，投资者A确实有可能获得比投资者B实现更高的回报。股市上涨时，所有的投资者都会觉得自己更有钱了。然而，一个股东要退出的话，必须有新的股东递补他的位置。如果一个投资者高价卖出，另一个投资者必须高价买入。作为整体而言，没有什么奇妙可言，金钱不会从天而降，投资者根本不可能从公司那里得到比公司本身所创造的更多的财富。

实际上，由于“交易费用”的存在，股东获得的回报肯定少于公司所创造的利润。而这就是我要强调的：如今这些成本越来越高，这将会导致股票未来的回报率要远远低于历史水平。

为了弄清楚这些费用是如何逐步膨胀的，我们不妨这样设想：美国所有的公司为一个美国家庭所拥有，并将永远如此。我们称其为“既得利益家庭”。在缴纳红利税之后，这个家庭一代接一代地积累着这些公司所创造的利润，从而变得更加富有。目前的平均年利润约为7000亿美元。当然，这个家庭还得花费掉一些钱。不过，积蓄的财富将会稳定地以复利形式不断地累积。在这个“既得利益”家庭里，每个人的财富都以同样的速度持续增长，一切都十分和谐。

然而，现在让我们设想一下，几个伶牙俐齿的“帮手”来到了这个家庭，劝说每位家庭成员通过购买、卖出某些股票来取得比亲戚们更多的财富。这些“帮手”会十分热心地答应来负责处理这些交易，当然他们会收取一定的佣金。“既得利益”家庭仍然拥有美国所有的上市公司，这些交易只不过是重新安排哪些人持有哪些公司而已。总的来说，这个家庭每年的获得的回报在减少，因为要支付交易佣金。家庭成员交易的次数越多，他们从企业这块大饼中所分到的份额就越少，而那些作为经纪人的“帮手”分到的份额就变得越多。关于经纪人，我们需要牢记的事实是：“交易”是他们的朋友，因此，他们总是想方设法地提高客户的交易频率。

不久之后，大多数家庭成员意识到，在这种新型的“打败我兄弟”的游戏中，这些经纪人做得并不太好。于是又来了另一批“帮手”。这一批新人对每个家庭成员解释说，只靠一个人是不可能胜过其他家庭成员的。他们开出的药方是：“聘用管理者，没错，就是我们，我们会展现出专业人士的风范。”第二批“帮手”兼管理者继续使用第一批“帮手”兼经纪人进行交易；这些管理者甚至进一步提高

了交易量从而使经纪人生意更加兴隆。总之，更大一块儿“大饼”成了这两批帮助者的盘中美餐。

大家庭的失望情绪与日俱增。每个家庭成员都聘用了专业人士，然而全家整体的财务状况却每况愈下。这可如何是好？寻求更多的帮助，这是理所当然的反应。

随后到来的是理财规划师和机构顾问，他们则在“既得利益”家族选择管理者的问题上给予建议。已经晕头转向的家族成员自然非常欢迎他们的协助。事到如今，这些家庭成员终于明白自己既不能选择合适的股票，也不能选择合适的选股高手。为什么？有人会产生疑问，他们还应该寄希望于成功选择出合适的顾问吗？但“既得利益”家庭却没有产生类似的疑问，“顾问帮手”当然不会向他们提供这方面的建议。

“既得利益”家庭现在要向这三批帮助者支付昂贵的费用，但他们发现这样做的结果更加不妙，他们在绝望之中越陷越深。然而，就在希望即将破灭之时，第四批帮助者出现了，我们称其为“超级帮手”。他们十分友好地向这个家庭解释说，无法得到理想结果的原因在于现有的三批帮助者：经纪人、管理者、顾问，他们的积极性没有被充分激发起来，他们只是走走过场而已。第四批人说：“你们能指望这些行尸走肉做什么呢？”

新来的帮助者提出了一个简单得令人吃惊的解决之道：支付更多的报酬。“超级帮手”充满自信地断言，巨额的或有偿付款（contingent payment，固定佣金之外）是为了真正超越其他家庭成员而必须付出的代价。

该家庭中比较敏锐的成员发现，第四批超级帮助者中的某些人其实就是管理者穿上了新的制服，绣着更诱人的“对冲基金”或“私募

股权投资公司”的标志而已。可是第四批帮手向这个家庭信誓旦旦地承诺，制服的变化是至关重要的，它会赐予穿着者一种魔力，就像性情温和的克拉克·肯特（Clark kent）换上超人衣服之后就变得威力无穷一样。家庭成员们听信了他们的解释，决定支付高额报酬。

这正是我们投资者今天的处境：如果他们只是老老实实地躺在摇椅上休息的话，公司的部分高额回报本应该全部落入他们的口袋。而如今这部分回报却被为数众多的“帮手”啃噬了。尤其是最近流行的盈利分配机制使这个家庭付出的代价更高了。根据这种分配机制，由“帮手”的聪明或运气所取得的盈利，大部分归“帮手”所有，而发生的损失则全部由家庭成员承担；当“帮手”反应迟钝或者运气欠佳（或者偶尔使用不正当手段）时，还得支付大笔的固定佣金。

大量的盈利分配都照此进行，即“帮手”拿大头，而由“既得利益”家庭承担损失，还要为此特权支付昂贵的费用，或许我们应该将家庭的名字改为“冤大头”更为恰当。事实上，现在这个家庭的所有交易费用大约要占到所有美国上市公司利润的20%。换句话说，由于承担支付“给帮手”的费用，美国股票投资者总体上只能得到他们应得回报的80%，可如果他们静静地坐在家里休息而不听任何人的建议的话，就能全部收入囊中。

很久以前，艾萨克·牛顿爵士发现了三大运动定律，这是天才的伟大功绩。但牛顿的天才并没有延伸到投资领域：他在南海泡沫事件[8]中损失惨重，后来他解释说：“我能够计算星球的运动，却无法计算人类的疯狂。”**如果不是因为这次投资造成的巨大创伤，也许牛顿会发现第四大运动定律：对于投资者整体而言，运动的增加导致了回报的减少。**

现在回答一下开始时提出的那个问题：可以非常确切地说，20世纪之内道琼斯工业平均指数从65.73点上涨到11497.12点，相当于5.3%

的复合年增长率（当然投资者也会收到股息）。若想在21世纪得到相同的增长率，道琼斯工业平均指数必须在2099年12月31日之前上涨到2011011.23点，而我定下的目标是2000000点。然而，事实上，在21世纪已经过去的6年里，道琼斯工业平均指数根本未见任何上涨。

70

身居幕后的查理·芒格

2006年5月29日

瑟沃·安迪

沃伦·巴菲特和查理·芒格两人常被认为是一对完美组合，如果两人未曾相识，事情将会是什么样子的呢？这简直难以想象。因此，有两个奥马哈人都声称是自己介绍了巴菲特和芒格相识。我们无意在此解决这一“公案”。然而，我们不妨回忆一下理查德·霍兰（Richard Holland）曾在他的著作《真理以及其他故事》（*Truth and Other Tall Tales*）中讲到，某个晚上，他主张要将这对好友一起带来：“我们起居室的角落里安排了两张椅子用于会谈，那里也正是巴菲特和芒格整晚‘驻扎’的地方。在我印象中，他们从未起身离开过座椅，也从未停止过谈话，直至离开……芒格有时还显得很亢奋。”

在接下来的这篇文章中，瑟沃·安迪向我们讲述了芒格是如何为伯克希尔哈撒韦公司的盛会带来独特看点的，他和巴菲特上演了股东大会上最佳的双人秀，但遗憾的是没能搬上百老汇的舞台。作为介绍，我想，让芒格回顾一下自己在巴菲特身边或者说在伯克希尔哈撒韦公司这些年的经历，并明确地用他独到的方式谈一下，他认为自己对伯克希尔哈撒韦公司最大的贡献在于何处，这应该是个很有意思的问题。

可他并不完全按照我的思路来。相反地，他用了一个代词“我们”，这也是伯克希尔哈撒韦公司文化中的精髓部分。芒格说：“我们选择了符合自己性情的经营方式，这就需要我们花费很多时间进行思考、学习、终生不断地自省，对所犯过的错误进行悔悟，并保持幽默感。这就自然导致投资者对我们非常信仰，而这正是我们愿意见到的局面。我们知道我们的举措能够为自己和那些信赖我们的人带来好的经济效益。不过，我们并未预料到会获得如此多、远超我们本应获得的关注和敬仰，这令我们倍感荣幸。事实上，我们继承了巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆的衣钵。”

——卡萝尔·卢米斯

问问乡里乡亲对伯克希尔哈撒韦公司的印象，大多数人会告诉你，这是股神沃伦·巴菲特的公司。就现实情况来说，这种说法没错。不过，那些真正了解伯克希尔哈撒韦公司的人们知道，公司的成功实际上源于巴菲特和他的长期合作伙伴查理·芒格的共同努力。当然，巴菲特坐着头把交椅，是董事长兼首席执行官，是代表公司的公众性人物，而芒格只是副董事长，更多地负责幕后工作。然而，实际上，芒格在伯克希尔哈撒韦公司也一直扮演着共同掌舵者的角色，这可不是听起来那么简单。

今年5月初，我去奥马哈进行了一场“朝圣之旅”，即参加伯克希尔哈撒韦公司世界知名的股东大会，体验芒格称作“资本主义日”（festival capitalism）的气氛。我还有一项任务，就是近距离观察芒格，聆听他的智慧箴言。你可能已经读过很多有关伯克希尔哈撒韦公司股东大会的报道，我也是。人气爆棚的奥马哈奎斯特中心（Qwest Center）涌入了17000位股东，场馆内还另外安排了7000个座位，漫步在这样的环境中，仍是一种非同一般的体验。几乎每一个人（其中许多人是千万富翁）都正襟危坐，全神贯注地聆听75岁的巴菲特和82岁

的芒格这两个老头长达5个小时的演讲。映入大家眼帘的场景就是：两位银发苍苍的老人正激情澎湃、鼓舞人心地高谈阔论。

过去这些年，“巴菲特和芒格秀”采用了一种近乎程式化的编排。两人在舞台中央落座，台下是黑压压的股东。一般先由巴菲特回答问题，之后他会按照自己独有的方式，通常是插入一两句俏皮话，闲扯5分钟左右。这时他会看一眼自己的搭档，问道：“查理？”然后可能会发生两种情形：芒格要么接下话茬，做一段犀利、简练、往往还很尖刻的评论，有时会引起人群中的惊叹声或者大笑声，要么就是简单地回答一句：“我没什么要说的。”特别是在巴菲特啰里啰唆的一通题外话之后，芒格的回答总会逗得大家大笑不止。然后，巴菲特会做两分钟的总结。上午的日程将持续两个半小时，中午有一段午餐休息时间，下午再进行几个小时的会议。“我们会坚守这种二人模式。”今年“马拉松”式的股东大会过后，芒格这样对我说道，“如果只有一个人，就没有这种效果。即便世界上最聪明、最睿智的人坐在那儿，你还是会发现很无聊。应付这样格外冗长的节日，需要不同个性的互动。”

伯克希尔哈撒韦公司的观察家们认为，脾气不太好、特别是忍受不了迟钝之人的芒格最近获得了很多关注。与打算只在生后捐赠个人财产的巴菲特不同，芒格一直在积极地捐助大笔资金，主要面向加利福尼亚州的教育和医疗事业。此外，还有一本关于他的价格不菲的精装书《穷查理宝典》，在2006年股东大会之前恰好推出了第二版。这本书的标题和构思，毋庸置疑是对本杰明·富兰克林的一次致敬，他是芒格倍加推崇的人。“这里面有大量属于富兰克林的智慧，”芒格脸上忽然闪现出短暂的纯真笑容，“还有富兰克林的才能。他能玩四种乐器。他是美国顶级的科学家和发明家，同时还是最优秀的作家、政治家和慈善家。从未有人像他一样出色。”

对伯克希尔哈撒韦公司的股东们来说，芒格是一位相当杰出的人物。一位股东这样跟我说道：“巴菲特毫无疑问是非常优秀的，但我只喜欢听查理说的。”在某种程度上，巴菲特和芒格让我想起了滚石乐队。巴菲特就像米克·贾格尔（Mick Jagger），是当仁不让的耀眼主唱：然而很多人都觉得芒格像基斯·理查兹（Keith Richards），更是酷劲十足。当然我们希望芒格不要摊上椰子树事件。

那么，2006年芒格说过什么惊人的言论呢？有一次，巴菲特谈到股东的个人投资，他说其中许多人的收益大致说得过去。而到了芒格那里，他却直言不讳：“你们中的许多人很难再继续下去。”芒格对审计员也是“狂轰滥炸”，形容他们“卑劣，完全出卖了原则”；他认为贿赂外国政府是“盗窃统治”（kleptoc-racies）；在评价一位广受好评的、撰写了多部商业书籍的作家时，他用了“精神错乱”一词。而谈及高管的薪酬，他说美国正在“向欧洲出口毒药”。他还说有朝一日，对冲基金和私募股权基金必将得到应有的惩罚，还有华尔街“交易泄密”泛滥等。不过，芒格不只会揭发冒充行家的骗子，“芒格主义”中还有充满谦卑和简单的智慧。**他告诉我：“在伯克希尔哈撒韦公司，巴菲特和我不会做别人可以做得更好的事儿，如果你不知道优势在哪儿，就称不上真正有实力。”**

在股东大会前夕，伯克希尔哈撒韦公司宣布以40亿美元的价格收购了以色列一家金属切割机床制造商伊斯卡公司80%的股份，这也是伯克希尔哈撒韦公司的首次海外收购行动。芒格说他和他的合伙人发现伊斯卡公司的管理层“具备出色的才干和品质”。我听说芒格在收购方面通常比巴菲特更加谨慎，但从伊斯卡公司收购案的一开始，他就怀有极高的热情，甚至比巴菲特还要急切。“谁能不为这种收购感到兴奋呢？”芒格说。

对于伯克希尔哈撒韦公司、巴菲特和芒格，有个问题始终困扰着我：他们究竟是如何使无比复杂、令人困惑的企业和投资技巧显得如此简单的呢？“伯克希尔哈撒韦公司只做那些能很容易预测的业务。”芒格解释道。如果一笔交易很难看清楚其未来走向，这对搭档就会将其搁置。在今年的股东大会上，在芒格说过的话中，我记得最清楚的是：“我们对保持理性负有极高的道德责任。”仔细推敲一下这句话，你是否听说过一位商业领导者如此形容自己的责任呢？我们有理由相信，伯克希尔哈撒韦公司和巴菲特都只有一个。同样，查理·芒格也是唯一的。

71

巴菲特支持通用汽车公司，并购买了一辆凯迪拉克

2006年5月29日

阿历克斯·泰勒三世

有些人总想拥有最炫目华丽的东西，但沃伦·巴菲特并不属于其中之一。毕竟他就是那个喜欢在奶品皇后公司就餐的亿万富翁，而且，他每天上下班也只需要5分钟的路程。不过，2006年4月初，在美国哥伦比亚广播公司“面向全国”（Face the Nation）的节目上，他见到了通用汽车公司的董事长兼首席执行官里克·瓦戈纳（Rick Wagoner），随后巴菲特决定奢侈一把，换辆新座驾。巴菲特给瓦戈纳发了一封简短的传真，称赞他在讨论通用汽车公司所面临困难时，表现出的“坦率、沉稳和理性”，尽管这些困难并不是由他造成的。巴菲特还补充了一段附言：“我并不经常买车，但下一辆会是凯迪拉克。”瓦戈纳回信说，自己会给巴菲特提供购车方面的帮助。然而，这并没什么必要，因为巴菲特派女儿去附近的一家经销商挑选了一辆，就像他说的，算是“给这家伙投了一票”。他的女儿挑选了一辆DTS，这是一款辆专门为高龄驾车人士设计的轿车，起价41990美元。巴菲特说：“我想我会变成一个汽车推销员，因为我可以毫不费力地把车卖给任何人。”他还说：“我百分之百地支持通用汽车公司。”如果你还有所疑心的话，我再补充说一点，他付的是现金。

TAP
DANCING TO WORK

成为慈善家

2006年5月初的某一天，我走进了主编埃里克·普利（Eric Pooley）的办公室，关上门，告诉他我们有机会报道一个大新闻。“你也知道，”我大概是这么说的，“沃伦·巴菲特一直说，他的大部分财产将在他离世之后再投入慈善事业，但他还没有为此制订任何计划。而如今，他打算在6月份宣布自己将立刻实施他的捐献。他的财富将逐渐捐入5家基金会，其中最大的一家将会是比尔和梅琳达·盖茨基金会。《财富》杂志可以对此进行报道，或许可以对他进行采访，他会公开相关信息的，如果他愿意的话。”

普利似乎吃了一惊，但旋即以百万分之一秒的速度回答说：“我们需要这个报道。”他毫不迟疑地想到了一个封面故事，然后说我们需要马上打电话给格雷格·庞德（Greg Pond），也就是我们摄影部门的主管。庞德来到的时候，普利让我把自己的构思再说一遍。我便又开始了讲述，当我讲到巴菲特善款的流向时，普利打断了我，用一种势必能够穿透紧闭的房门的声音说道：“他要把钱交给比尔·盖茨？”

巴菲特打算在2006年6月底宣布他的决定，而我们计划在6月23日前发表我们的文章。不过，这篇报道的各项准备工作还没被列上预备清单，这不同于以往的做法。相反地，我们只有一小撮人聚集在一起，密谋张罗着这件事：报告、撰写、编辑；一头雾水的摄影师安排了封面的拍摄；我们的艺术总监，也被拉进了这个秘密组织，设计了页面和封皮。

我们完全保密地进行这些事，甚至隐瞒了其他员工长达一个多月的时间，这堪称是一个小奇迹。直到发布会前几天的一次晨会上，才有几个特别机灵的同事问道：“这一期里是不是有些我们不知道的故事？”普利说，确实有，如果大家不再追问的话，他将不胜感激。当《财富》杂志的公共关系部门在6月25日召开了一场为时很长的新闻发布会，披露这条消息时，完全震惊了全世界以及杂志社的大部分员工。

2006年8月，巴菲特将他的第一份“厚礼”赠给5家基金会，接下来的每年夏天都延续了这项捐赠。2012年，他给5个受赠方一共捐赠了大约133亿美元。其中约110亿都去了比尔和梅林达·盖茨基金会；11亿美元进入了苏珊·汤普森·巴菲特基金会（Susan Thompson Buffett Foundation）；12亿美元投到了他的3个孩子运营的基金会，每个4亿美元。

由于给所有基金会的捐献是一组固定数额的伯克希尔哈撒韦公司的股份，所以，巴菲特每年捐赠的价值都随着伯克希尔哈撒韦公司的股价有所波动，近年来则有所下降。举个例子，给比尔和梅琳达·盖茨基金会的捐赠已经从2008年高峰期的180亿美元下降到2009年的125亿美元。

这里补充说明一点：本文及其后一篇中的伯克希尔哈撒韦公司B股数据并未根据2010年50比1的股票分拆做出调整。

——卡萝尔·卢米斯

72

巴菲特捐出财产

2006 年 7 月 10 日

卡萝尔·卢米斯

一个春日的下午，我们坐在曼哈顿的一间客厅里，沃伦·巴菲特像往常一样手握着樱桃可乐。不过，这看似平淡无奇的场景却孕育着惊人的转变。“打起精神来啊。”巴菲特笑着提醒我们。然后他讲述了自己的思想所发生的重大转变。他说，在未来的几个月内，他将开始捐赠自己在伯克希尔哈撒韦公司的财富，总价值超过400亿美元。这个消息的确令人震惊。几十年以来，75岁的巴菲特表示自己的财富将捐赠给慈善事业，但他坚称，这笔财产将在他过世后再转交出去。现在，他重新制订了时间表。他说：“我很清楚自己想做些什么，而且现在行动是有道理的。”在那个春日的下午，巴菲特计划中的部分细节还没有确定，而如今则已基本完成。这非常符合巴菲特的个性：理性而又富于创造性，打破了超级富豪捐赠财富的模式。

巴菲特许诺将逐步把自己持有的85%的伯克希尔哈撒韦公司股票赠予5家基金会。其中的5/6将进入世界上最大的慈善组织：资产达300亿美元的比尔和梅琳达·盖茨基金会。这对夫妇都是巴菲特的挚友，1991年，由一位共同的朋友引见，两人得以相识。盖茨说，盖茨一家对巴菲特感激不尽，是他“启发”了他们回报社会的想法。举世闻名的比尔和梅琳达·盖茨基金会主要致力于全球健康问题，与诸如疟疾、艾滋病和肺结核等疾病做斗争，而且它还在为美国图书馆和高中教育的改善而奋斗。到目前为止，盖茨夫妇是基金会的唯一受托人。不过，随着巴菲特捐赠计划的逐步实施，他也将参与其中。盖茨说，巴菲特的资金将加快基金会各项目的推进速度，并使它们开展得更加深入。当他和妻子知晓这一消息，感到“激动不已”。“巴菲特的慷慨以及对我们的信任，简直令人难以置信。”盖茨补充道。

从7月份开始，巴菲特每年将以逐年递减的方式赠送一定数量的伯克希尔哈撒韦公司B股股票给这5家基金会，2006年为602500股，然后每年递减5%。给予比尔和梅琳达·盖茨基金会的“礼物”会由巴菲特或将他的地产转赠给这家基金会，当然，这一切的前提是只要盖茨夫妇中有一人仍然在基金会工作。盖茨今年50岁，梅琳达今年41岁。赠送的善款具体价值几何，将由伯克希尔哈撒韦公司当日的股价来决定。比如，如果今年7月伯克希尔哈撒韦公司B股股价为3071美元，这是该股在6月23日收盘时的价格，那么，2006年巴菲特捐给基金会的500000股股票的价值大约就是15亿美元。

由于新增了如此多的资金，比尔和梅琳达·盖茨基金会将需要两年的时间来重新规划自己的活动。不过，按照巴菲特捐款时的要求，基金会除利用现有资产捐赠以外，还应从巴菲特的馈赠中进行捐赠。从目前来看，这15亿美元的新馈赠大体上可以使基金会每年的捐助金额扩大一倍。

不过，这15亿美元与巴菲特未来捐款的数额关联不大，因为未来捐赠的数额将取决于当时伯克希尔哈撒韦公司的股价。如果公司的股价每年递增，即便以比较平缓的速度，比如6%，那么即便每年捐赠的股票数减少5%，其实际金额仍然是增长的。巴菲特本人认为这是可能发生的。从更直观的角度来看：他相信伯克希尔哈撒韦公司的股价以及捐赠的实际金额将呈上升趋势，或许随着时间推移还会出现大幅增长。

巴菲特向其他基金会捐款的计划也将从7月开始，每年都会进行。按照伯克希尔哈撒韦公司目前的股价，2006年，巴菲特向这些基金会捐赠的总额将达3.15亿美元。这笔善款将进入分别由巴菲特的3个子女苏茜·巴菲特、霍华德·巴菲特和彼得·巴菲特管理的基金会以及苏珊·汤普森·巴菲特基金会。最后一个基金会在过去40年里一直以“巴菲特基金会”而为人们所知，为了纪念故去的妻子苏珊，该基金会不久前更换了名字（苏珊于2004年病逝，享年72岁）。在她的遗嘱中，苏珊向该基金会捐赠了25亿美元，而她丈夫的捐款将成为进一步的补充。苏珊·汤普森·巴菲特基金会主要关注生殖健康、计划生育、支持人工流产合法化以及防止核武器扩散等领域。

由于对5家基金会的捐赠，巴菲特手中持有的伯克希尔哈撒韦公司的股票将大幅减少。目前，他大约拥有该公司将近31%的股份，今年6月底，总价值接近440亿美元，但这一比例最终将减至5%。巴菲特说，按照长远的构想，余下的这5%，价值大约为68亿美元，迟早也将捐献给慈善事业，这也许是在他有生之年，也有可能是在他过世之后。

因为巴菲特的捐赠与伯克希尔哈撒韦公司的未来股价相挂钩，所以，我们无法计算出这笔捐赠的总价值。即便如此，以现今的价格来计算的话，这部分股票的价值也令人瞠目结舌：370亿美元。仅此一点，就会成为有史以来最大的一笔慈善捐款。如果巴菲特的估计是正

确的，伯克希尔哈撒韦公司的股价呈上升趋势，那么，巴菲特最终的捐款额还会远远超出这个数字。

巴菲特的慈善计划终于尘埃落定。在接下来的谈话里，巴菲特解释了自己为何改变了初衷，决定现在就开始捐赠。提问者是《财富》杂志的编辑卡萝尔·卢米斯，也就是笔者本人。我与巴菲特是多年的老友，也是伯克希尔哈撒韦公司的股东，还是苏珊·汤普森·巴菲特基金会的董事。

Q：你说计划出自您的构想，这真是太出人意料了，迄今为止，你还未曾因乐善好施而出名过。事实上，还因为没有捐款而遭受批评。因此，我很想知道：你是不是生病了？

没有，绝对没有。我感觉好极了，去年10月份体检时，医生还给我开了一张“健康证书”。

Q：那现在究竟是什么让你做出了改变？是不是因为苏珊的离世？

是，的确是这样。苏珊比我小两岁，女性的寿命通常比男性要长，我们一直以为，她会继承我在伯克希尔哈撒韦公司的股份，监督财富的分配，这是我们两人共同的设想，她珊也应该非常乐于参与这个过程。如果分配比例逐步提高，她也可能会对此有点儿担心，但还是乐意从事这件事的。我相信她会做得非常好，而且可能会加快分配的速度。

Q：你的意思是，她一直希望比你更多更快地捐赠出善款？

是的，她生前曾多次表达过这个意愿。对我而言，我一直认为，当下的慈善事业固然重要，但在1年后、10年后、20年后，乃至更远的将来，也同样重要。我认为，积累资金速度较快的人更适合20年后参与慈善事业，积累资金速度较慢的人有理由多尽心于当前的慈善事业。

Q：而这个理论也恰好符合你当时想要去做的事，对吗？

（他大笑起来）当然啦！这点毫无疑问。在自己喜欢做的事情上，以前我总是乐在其中，现在仍然乐此不疲。在曾经管理伯克希尔哈撒韦公司的某段时间，我也有同感。20世纪70年代初，在解散巴菲特合伙公司之后，我用得到的1500万美元买下了伯克希尔哈撒韦公司的实际控制权。当时除了伯克希尔哈撒韦公司以外，我几乎没什么钱，身上远不足100万美元，我当时的年薪是5万美元。因此，如果我在那时就投身慈善事业，那我得拿出伯克希尔哈撒韦公司的股份。在当时，我可不是为了立刻送出去而购买那些股份的。

Q：即便如你所说，你和苏珊在20世纪60年代就成立了巴菲特基金会，很明显，这意味着你希望在未来某个时刻捐出财产。能谈谈当时的想法吗？

1952年我们结婚的时候，我就告诉苏珊，我会成为富人。我这么说并非因为我有某种特殊的品质，甚至也不是因为辛勤的工作，仅仅是因为我的出生适逢其时，而且还掌握了恰如其分的技能。我天生就与资本配置有着不解之缘，而且足够幸运的是，我身边的人，如我的父母、老师和苏珊很早就帮助我充分利用这一特长。

无论何时，当我跟苏珊说我们会发财时，她从未表现得多么兴奋，要么毫不在意，要么就是不予采信。事实上，两者都有点儿。当我们真的积累了巨额财富时，在处置这笔财富的态度上我们相当默契，那就是将它们回馈给社会。在这一点上，我们非常同意安德鲁·卡内基的观点，他说，大部分源自社会的巨额财富应该返还到社会中去。就我自己而言，要不是我生活在一个人口众多的富裕国家，而且这个国家的市场上有着不可胜数的有价证券，不时还会出现荒谬的被低估的价值，我配置资本的能力本不太可能会有用武之地。不过，幸运的是，这正是美国20世纪后半叶的真实写照。

当然，我和苏珊从未觉得我们应该把这么多钱留给子女。我们的孩子都很出色。然而，我要申明的一点是，在成长经历以及得到的教育机会，包括家庭教育方面，他们已经占尽了优势；因此，再赋予他们无数金钱既不正确，也不理智。实际上，在崇尚精英的社会里，他们已经拥有了压倒性的领先优势。世代相承的巨额财富将会进一步加剧我们本应努力维护的社会公平。

Q：鉴于你之前给过孩子们成立基金会的钱，现在还计划给他们更多钱的事实，我们有理由推断，你并不认为给孩子大量金钱是错误的。

是的，我不那么认为。他们在各自基金会的工作是把钱返还给社会，这也正是我和苏珊认可的方式。他们不是简简单单地签支票而已，他们为整个过程付出了很多的心血和努力。我对他们的处理方式感到非常骄傲，而且他们还会继续沿着正确的道路前进，这点我毫不怀疑。

Q：苏珊·汤普森·巴菲特基金会的情况怎么样？这一切对它来说意味着什么？

身为基金会的董事，你应该很清楚。基金会主席艾伦·格林伯格在管理基金会方面付出了大量心血，成就斐然。他采用的结果-成本比率，是我见过的最好的。现在他将一以贯之地走下去，他不仅要管理苏珊的钱，还有我的。事实上，如果我先苏珊而去，而她已经开始分配我们的财富，那么这家基金会的规模会比现在大，它也会成为她捐款的主要渠道。目前，它只有5名员工。这个基金会也稳固了我的计划，在我改变捐献财富的计划之前，它会也是我财富的归宿。

Q：那么，是什么改变了你的主意？

简单来说，是因为我意识到有一个出色的基金会规模已经壮大起来，它不必再像苏珊·汤普森·巴菲特基金会那样，历尽千辛万苦才达到空前的规模，而且现在就能卓有成效地运用我的资金：它就是比尔和梅琳达·盖茨基金会。这些年来，通过对盖茨夫妇的深入了解以及与他们共度的美好时光，我渐渐开始敬佩他们在其基金会所做的工作。我看过他们为基金会项目做的演讲，他们为工作倾注的热情、激情和精力总是让我惊讶不已。可以说，不论是智力上还是情感上，二人都已经全力以赴。盖茨每年阅读几千页的文章，跟踪了解医学进展以及提供救助的手段。梅琳达经常与盖茨一道周游世界，查看他们的善意是否结出了善果。命运的不公让全世界数十亿人口生活在水深火热之中，而盖茨和梅琳达一心一意、尽其所能地改善这种不平等的状况。

想想看，如果你的目标是把金钱返还给社会，以解决没有相应资金基础的重大问题，还能找到能比这对天资聪颖、理念正确、能力出众的年轻夫妇更好的答案吗？这样的机会千载难逢。我得到了两位在这个领域取得巨大成功的人，有机会看到了他们在这个领域所做的一切，而且我知道，他们会用自己的钱持之以恒地从事这项工作，而不是生活在幻想的世界中；

此外，我基本上同意他们的理念。如果我已经为自己的目标找到了合适的出路，那就没必要再等下去了。

拿我和他们一起做的事情与我在伯克希尔哈撒韦公司的工作做番比较：在伯克希尔哈撒韦公司，管理着公司的是那些有才华而且可靠的人，他们取得了远超于我的杰出成绩；而在比尔和梅琳达·盖茨基金会，由这对出色的年轻夫妇管理着我的善款。无论你希望做什么，还有什么比知人善任更合乎逻辑的呢？在高规格的高尔夫球比赛中，谁又不会选择泰格·伍兹（Tiger Woods，美国著名高尔夫球手）来替自己出征呢？这就是我处置自己财富时的想法。

Q：我想人们会对你的决定非常好奇，特别是选择在这个特别的时刻宣布你的慈善计划；盖茨在6月中旬宣布自己将逐渐退出微软公司的管理工作，并将开始把大部分精力投入他的基金会，你的决定与这件事有多大联系？这里面有什么故事吗？

我知道，这两项决定之间的时间如此接近，似乎暗示着它们之间有一定的联系，但这纯属巧合。无论他是否宣布自己的计划，我都会立刻公布自己的计划，甚至即使他永远保留微软公司的工作，我仍会做出这样的决定。另一方面，我很高兴他愿意投入更多的时间到基金会之中。我认为，当他和梅琳达得知有更多资源可以利用时，一定会非常高兴。

Q：你会不会觉得全世界第二大富翁向第一大富翁赠送数不尽的钱财略显讽刺？

如果按你这么说，听起来是挺滑稽的。但事实上，我是请他，更重要的是梅琳达，将这笔钱转送给社会，而不是给他。

Q：有些人说，比尔和梅琳达·盖茨基金会颇有“官僚作风”，而你最不喜欢的就是官僚主义。你如何回应这种指责？

在我看来，大多数大型组织都会多多少少存在一些官僚主义现象，伯克希尔哈撒韦公司是个杰出的例外。不管怎样，有些人在指责比尔和梅琳达·盖茨基金会的官僚作风时，他们实际想表达的意思是，这里的重大决策权只掌握在盖茨和梅琳达两个人手里，而这对我来说再好不过了。我希望重要的决策出自他们两人。

Q：你觉得自己成为比尔和梅琳达·盖茨基金会董事的意义何在？

我觉得意义不大。我这样做的最主要原因是预防他们两人同乘飞机时失事。除此以外，我还希望时不时地能提供一些建设性的意见。不过，我不认为自己会像盖茨和梅琳达那样适合做慈善家。慈善事业的回馈非常慢，让我很不耐烦。此外，还不得不与很多我不想见的人频繁会面，听取许多我不愿意听的观点。做慈善时，肯定会犯一些大错误，虽然我深知这一点，但还是难以忍受自己犯错误，我更希望让那些我完全信任的人代为受过。总而言之，盖茨和梅琳达的平均成功率将远高于我。

Q：在你做出这一决定之前，有没有和其他人商量过？

当然，我和我的孩子、格林伯格以及包括芒格在内的4位伯克希尔哈撒韦公司的董事谈论过这件事。大家向我提出了许多问题，有些人起初对这个计划产生过疑虑，因为这对他们来说是一个360度的大转弯。不过，我要说的是，所有的人全都逐渐理解了我提出这项计划的初衷，其中包括格林伯格，他很清楚扩大苏珊·汤普森·巴菲特基金会将意味着什么。现在，所有关心这一决定的人都迫不及待地希望开始实施这项计划，尤其是我。

坦白地说，我个人的小愿望是，我的行动能鼓励其他富人也考虑投身慈善事业，而且并不一定要成立自己的基金会，只需要看看周围，选择那些已经成立而且能够处理好他们财富的基金会。人们在投资时就是采用这种方法的，他们把钱交给他们认为能够做得比自己更好的人。如果把这种想法运用到你的财富上，同样能得到一些切实的好处，而不是大费周章地亲自成立某个组织，并且在你过世后请一批熟识的商业伙伴或员工负责管理，最终由他

们进行差遣。我的这个计划对于那20位身家至少有10亿美元而又步入垂暮之年的富翁来说，似乎也不是个坏主意。大部分富豪面临的难题是，他们年事已高，而那些没能和他们一起进入鼎盛期的同侪，所剩的时日也不多了。在这方面，我很幸运，可以向年轻人求助。

Q：好吧，那么现在这一切对伯克希尔哈撒韦公司来说又意味着什么呢？

基本没有什么影响。任何了解我的人都知道，我想让伯克希尔哈撒韦公司尽可能做到最好，这个目标依旧没有改变。我不会做出任何改变，因为我没有能力进行改变。股权凭证上的名字将会改变，但其他的不会。

我一再向伯克希尔哈撒韦公司的股东澄清，我从公司获得的财富将投向慈善事业。因此，我开始实施这一计划，对他们而言也没什么值得大惊小怪的。而且你也知道，尽管有些人会感到吃惊，但对我来说也无关紧要。我非常钦佩泰德·特纳（Ted Turne）的慈善行为，他曾告诉我，当他签下10亿美元的承诺时，他的手颤抖了。可我没这种感觉。于我而言，这个决定根本不会对我的情绪造成任何影响。

Q：基金会收到你赠送的股票后需要把它们卖掉吧？

是的，在某些情况下的确如此。苏珊·汤普森·巴菲特基金会和我的子女们的基金会在收到股票后，必须尽快脱手，因为这将是他们唯一的资产，他们需要把股票兑换成现金再赠送出去。比尔和梅琳达·盖茨基金会的选择余地要大得多，因为他们有许多其他资产，灵活性较高，可以自己选择该将哪一部分转变为现金。这个盖茨和梅琳达会做出决定。基金会做出的投资决定，我完全不会插手，这样他们就能放手做他们认为正确的事。也许他们会决定出售其他资产中的大部分，保留部分伯克希尔哈撒韦公司的股票。这是个绝佳的商业组合，是适合基金会的资产形态。不过，我不会以任何形态或形式来绑架基金会的活动。

Q：那么，你每年赠送出去的股票都有可能在市场上交易？

没错，这样的可能性很大。人们自然而然地会去关心这种抛售行为是否会压低伯克希尔哈撒韦公司的股价。我认为这是不可能的事，即使伯克希尔哈撒韦公司的年周转率只有15%也不会受到影响，当然这个数字对于一只拥有庞大市值的股票来说是极低的。假设这5家基金会把今年获得的股票全部抛出，如果交易量保持一般水平的话，那么它们的抛售行为最多会使周转率提高到17%。事实上，供应量的增加甚至有益于提高伯克希尔哈撒韦公司股票的流动性，而且更有希望让伯克希尔哈撒韦公司最终纳入标准普尔500指数。

我想告诉大家的是：如果我的捐赠行动有可能对伯克希尔哈撒韦公司的股东造成任何形式的伤害，那我就不可能做出这项决定，当然结果也不会伤害公司。

Q：从长远来看，这个计划似乎将决定所有你持有的伯克希尔哈撒韦公司股票的命运。这是否意味着你没有直接赠予家人任何财富？

不是这样的，我一直以来强调的是，家人不会从我的净财富中获得巨额馈赠，但这并不意味着他们什么也得不到。我的孩子已经从我和苏珊那里得到了一笔财富，而且他们还会得到更多。《财富》杂志在20年前就曾引用过我的这段话，我仍然坚持这个观点：富人留给孩子的财富应该足够他们做任何事情，而不是足够他们无所事事。

还记得我先前说过的在收购伯克希尔哈撒韦公司时，我在公司以外的现金还不到100万美元吗？而之后我就凭这些钱做了一些相当好的投资，建立了一些对伯克希尔哈撒韦公司来说微不足道的仓位，做了一些固定收益的套利交易，并且抛售了手中持有的从伯克希尔哈撒韦公司中拆分出去的一家银行的股份。因此，我可以很高兴地说，我现在手头有不少现金。总之我能够而且将要利用我在伯克希尔哈撒韦公司持有的全部股票从事慈善事业，还将留存大量财产，以便送给所有亲近的人。

“商界传奇”们的捐献

鉴于美国著名商业家所处时代的经济体量，他们所营建的慈善“航母”规模可谓相当巨大。不过，相较之下，巴菲特的贡献更是遥遥领先。

表 72-1　　美国著名商业家的捐献数额

慈善家	捐献时间	捐献数额（美元）	折算成现在价值（美元）
安德鲁·卡内基	1902—1919	3.5 亿	72 亿
约翰·洛克菲勒	1889—1937	5.3 亿	71 亿
小约翰·洛克菲勒	1927—1960	4.75 亿	55 亿

资料来源：《美国慈善》（*American Philanthropy*）罗伯特·布雷姆纳（Robert H.Bremner）著。

73　巴菲特的捐赠将如何分配

73

巴菲特的捐赠将如何分配

2006 年 7 月 10 日

卡萝尔·卢米斯

缔造了财富神话的大脑如今又策划出了一个如何分配财富的复杂方案。

沃伦·巴菲特只持有伯克希尔哈撒韦公司A股股票（共474998股），但他的捐赠却是以伯克希尔哈撒韦公司B股股票进行的。A股可向B股进行转换，兑换比例为30比1。因此，他要将手中的A股换成捐赠所需的B股。

巴菲特为他挑选出的5家基金会都划拨了固定数量的B股股票。2006年，他将把固定数量的5%捐送给每位受益人。第二年赠送额将是余下数量的5%，之后每年以此类推，直至巴菲特过世或者基金会不再满足特定的受赠条件。巴菲特过世后，他的遗嘱将分配余下指定用途的股票，至于以何种方式还尚不明确。

以下便是所有受益人及其受赠的B股数量：

比尔和梅琳达·盖茨基金会

1000万股

这家全世界最大的基金会目前拥有近300亿美元的资产，并且在成立的12年以来，捐赠数额已达80亿美元。其大部分资金（大多经由合作伙伴转送）进入了世界各地的健康项目以及美国的教育机构。只要盖茨或梅琳达中有一人在世，且致力于该基金会的工作，巴菲特的捐赠就会持续下去。

苏珊·汤普森·巴菲特基金会

100万股

这家基金会的前身是“巴菲特基金会”。2004年巴菲特妻子苏珊·巴菲特去世之后，该基金会被重新命名。基金会现拥有2.7亿美元的资产，大部分来自苏珊的遗产，预计基金会还将从她那儿获得21亿美元的资产。基金会主要关注生殖健康、计划生育、支持人工流产合法化以及防止核武器扩散等。

苏茜·巴菲特基金会（Susie A.Buffett Foundation）

35万股

这家慈善机构是以巴菲特52岁的女儿苏茜的名字命名的，她担任主席一职。她目前居住在奥马哈，自从母亲去世后，她也担任苏珊·汤普森·巴菲特基金会的主席。女儿的基金会目前拥有1.18亿美元资产，主要为低收入家庭的儿童早期教育提供资助。有了父亲的新礼物，苏茜将继续拓展自己的事业，并将其扩大到公共教育以及寄养家庭领域。

霍华德·巴菲特基金会（Howard G.Buffett Foundation）

35万股

这家由巴菲特51岁的长子创建的基金会目前拥有1.29亿美元资产，他在伊利诺伊州迪凯特市市郊经营着一个340公顷的农场，还兼任多家公司的董事，包括伯克希尔哈撒韦公司。顺便说一句，他的中名是格雷厄姆，是为纪念著名投资家本杰明·格雷厄姆而起的。这家基金会的捐助对象非常国际化，遍及42个国家。捐赠的目标主要是需要保护的自然环境，比如，非洲野生动物栖息地的保护。不过，在获得新资金之后，基金会计划把更多精力转向清洁水计划、食品救济、非法移民儿童救助以及其他人道主义领域。

诺和基金会（NoVo Foundation）

35万股

这家基金会以拉丁语“novo”命名，意为“我能改变”，由48岁的彼得·巴菲特和妻子珍尼弗·巴菲特创建。彼得是位音乐家兼作曲家，夫妇二人居住在纽约市。该基金会目前拥有1.2亿美元资产，主要资助那些致力于开放教育机会、改变环境退化现状、支持人权、增进不同文化和种族间理解和尊重的个人及组织。

74

20多年历史的110亿美元

2006年7月24日

卡萝尔·卢米斯

2006年7月3日，沃伦·巴菲特亲自开车进城，步入奥马哈一家被人遗忘在角落里的美国银行分行。走下一段台阶，他打开他的大保险箱，取出一张日期为1979年、数额为121737股伯克希尔哈撒韦公司A股的股权证书。如果按照当天股价计算的话，价值大约为110亿美元，大致相当于他总财富的1/4。在驱车返回的路上，他思考着下一步的方案：将这张证书连同其他几个股权证书（价值几千万美元）一起，送到明尼阿波利斯市的富国银行（Wells Fargo），按照30比1的比率兑换成375万股伯克希尔哈撒韦公司的B股股票。他本考虑用联邦快递寄送过去，但最终还是决定选派伯克希尔哈撒韦公司总部16名员工中的一位亲自送过去。

正如《财富》杂志上个月报道的那样，巴菲特已经开始将自己的财富回馈给慈善事业。兑换这张价值不菲的1979年的股权证书，是其迈向慈善事业的坚实的一步。兑换完成之后，巴菲特就有了足够的B股用以兑现他今年向比尔和梅琳达·盖茨基金会和其他4个较小的基金会承诺的602500股股票，而这也是他恢宏慈善计划的第一次行动。由于这张股权证书金额庞大，巴菲特也会紧密关注B股，而他所筹集到的B股已经足够满足他未来10年的捐赠需要了。他将把多余的股票存在一个经纪账户之中，以备不时之需。

巴菲特说，7月3日的整个兑换过程，使他想起了大约70年前的事情。当时，他还只有6岁，父亲霍华德·巴菲特把他带到同一家银行，开了一个20美元的储蓄账户。这笔钱是他收到的礼物，银行当时叫作奥马哈国家银行（Omaha National），他得到的小存折是酱紫色的。他回忆说，在那之后的5年时间里，他用收到的礼物、做家务以及赚到的钱，积攒到了120美元。11岁的时候，他用这笔“财富”购买了自己人生中的第一只股票：价值114美元的3股城市服务公司的优先股。

因此，如果你想要积累到440亿美元的财富，得有个好的起点才行。

75

巴菲特对盖茨说：把钱花掉

2007 年 3 月 19 日

杨嘉苓

去年夏天，当沃伦·巴菲特告诉《财富》杂志，他要将自己在伯克希尔哈撒韦公司价值440亿美元股份中的大部分都捐献给慈善机构的时候，整个商业界都震惊不已。

现在又有新消息了。在最近一期伯克希尔哈撒韦公司的年报中，巴菲特针对自己去世后如何处理他仍保留的股份提出了严格要求，这对大部分慈善基金现有的运作模式提出了挑战。就像他以前所说的，这些股份将进入慈善机构，但新规则进一步提出了使用速度的要求。一旦他的遗产准备就绪（他本人预计要花费3年的时间），其中的每一块钱都必须在10年之内花掉。

巴菲特规定使用期限的举动，不免让自己陷入了一场旷日持久的争论之中：基金会究竟应该集中精力把钱用掉，还是让资金永远保存下去？无论是在声望上还是财产规模上，巴菲特都非一般人可企及，所以，他的这一表态，可谓慈善事业中的一个里程碑。

大多数大型基金会是按照永久持续运作的理念运营的，很少有基金会的支出比例会超过5%（按该机构上一年度的总资产价值计算），这也是他们保证免税资格的最低限额。根据巴菲特团队整理的数据，3

0家规模最大的基金会中，有28家在2005年拨出的资金不到资产的5%，加上运营成本才达到5%的下限。

但不论是过去还是现在，也有少数基金会决定采取“全部用光”的模式。为什么呢？因为很多人想对自己捐款的使用施加更强的控制。正如巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司年报中所写的：“之所以设定使用期限，是因为我希望这些钱被我认为有能力、有精力、有内驱力的人更快地花出去。”巴菲特的钱捐给了比尔和梅琳达·盖茨基金会、子女管理的三家基金会以及以巴菲特已故的妻子命名的苏珊·汤普森·巴菲特基金会。盖茨夫妇也给自己的捐款规定了使用期限，规定其基金必须在两人去世后50年内全部用完。

“随着基金会的不断成长，出现官僚主义和使命偏离的风险也随之增加。”纽约大学全国慈善事业与法律研究中心（National Center on Philanthropy and the Law）主任哈维·戴尔（Harvey Dale）说。戴尔曾任大西洋慈善组织（Atlantic Philanthropies）董事长兼首席执行官，现在仍然担任董事，这家慈善组织最为人们所津津乐道的就是他们坚持“全部用光”模式。戴尔补充说：“全部用光是很耗费脑力的。”

但别指望福特基金会（Ford Foundation）也会这样大手笔地花钱，或者很快结束运营。“以永久存续为目的的基金，不会考虑这个问题，”印第安纳大学慈善组织研究中心（Center on Philanthropy）的执行主任吉恩·坦普尔（Gene Tempel）说，“较为年轻的捐资者正在设立一些新的基金，这种情况现在比较常见。”

也许，捐资者在心理上都比较年轻。巴菲特已经76岁了，他还在监管着规模不断增长、将要捐献给慈善事业的资产。去年6月，当巴菲特宣布他计划将自己在伯克希尔哈撒韦公司85%的股份捐献出来的时

候，捐款的价值是370亿美元；而从那以后，公司的股价又上涨了15%左右。

76

按照“神话”定价

2007 年 9 月 3 日

沃伦·巴菲特

《财富》杂志向13位金融业界的思想家征集他们对于信贷紧缩危机的看法以及对未来的预见。以下是巴菲特的评论：

很多机构公开报告它们持有的担保债务凭证（CDO）和抵押担保债券（CMO）的准确市价，但事实上，那都是信口胡诌，因为它们都根据的是模型定价而不是市场定价。近期债券市场的垮台，更是把这种不良风气推向了按照“神话”定价的境地。

之所以这样是因为，很多机构都是高杠杆化的，“模型”定价和“市场”定价所产生的差异很可能会给股东们的资产带来巨大损失。事实上，对于一家新兴机构来说，定价方式的差异甚至就意味着未来的方向是茁壮成长还是破产倒闭。对于这些机构来说，“夯死”这些衍生品的市场价格并不是件难事：只要将它们重仓的衍生品的5%拿到市场出售就可以了。这种措施将发现一个更接近其真实价值的价格，尽管由此得出的这个价格，仍比完全抛售这些庞大而缺乏流动性的衍生品时的价格更高。

在某种程度上，我很同情那些不愿面对现实的机构。如果可以按照“模型”而非“市场”的标准来衡量一下我的体重，我倒愿意付出一些代价来尝试一下！

77

先知的信用危机

2008 年 3 月 31 日

泰利斯·蒂莫斯

尽管沃伦·巴菲特或许是世界上最富有的人，但你的信用等级可能比他还高。这位伯克希尔哈撒韦公司的首席执行官最近在查阅自己的信用记录时发现，有一份报告显示他的费尔艾克信贷机构（Fair Isaac Credit Organization，简称FICO）信用评分仅为718分，略低于美国人的平均水平。“多年以来，我一直对自己的家人说我的信用记录不太好。”巴菲特强调说。当然，这只是在开玩笑，他暗指自己对孩子们的“吝啬”。事实上，这一得分很可能是冒名顶替者策划的骗局；该报告给出低分的依据是，巴菲特从汇丰银行（HSBC）内华达分行申请了一笔294美元的分期付款，但他有23期断供了，而巴菲特说自己从来没有在这家分行开立过账户。2004年的一项调查显示，25%的信用报告都存在严重错误，这也就是为什么监管机构告诫说，信用评分低不应该成为拒绝贷款的借口。不过，幸运的是，他上一次买凯迪拉克DTS时，还有能力用现金支付。

78

巴菲特是怎么想的

2008 年 4 月 28 日

尼古拉斯·瓦查维尔

在故事开头的标语中，有这样一句话：“华尔街一片混乱，《财富》杂志自然要前往奥马哈求取真经。”2008年的金融危机连同一些曲折坎坷一起，可以看作本文的起源。贝尔斯登公司刚刚瘫倒在摩根大通集团（JPMorgan Chase&Co.）和美国政府的怀抱中，整个经济就打起了寒战。《财富》主编瑟沃·安迪提议由我去采访巴菲特，咨询其对市场和经济前景的看法。安迪和大家一样，都知道巴菲特比较抵触预测股票价格走向，通常他都回避关于宏观经济的问题，所以一开始，我相当怀疑这篇文章能否落实。

于是，我提议可以从另一个角度入手：巴菲特有个习惯，会邀请那些不远千里来到奥马哈和他进行问答互动的商学院学生共进午餐。此时正是向他求取真经的好时机。为什么不呢？我提出，以《财富》杂志的角度观察巴菲特告诉了学生些什么，然后撰写成文。而且我也认为我们会得知巴菲特是如何扮演一位导师角色的。巴菲特说过，这个形象是他最希望人们记住的。

最终呈现出的作品是我和安迪的灵感的融合。最后一刻，该任务才被分配给了《财富》杂志的撰稿人尼古拉斯·瓦查维尔，他立刻跑到奥马哈，参与了巴菲特与150位沃顿商学院学生长达4小时的对话。然后，巴菲特开车带着瓦查维尔和《财富》杂志的摄影师回到伯克希尔哈撒韦公司总部继续完成采访。在回顾那一天的印象时，瓦查维尔说，巴菲特与学生对话时的自由风度和巨大信息量让他吃惊不已，其直陈观点和表达意见的能力也给他留下了深刻的印象。

瓦查维尔也补充了作为报道者的观点：“以前我也曾花费数日采访过一位几乎和巴菲特同样睿智的商人，他从未对我本人的背景或者我在《财富》杂志的工作流露出一丁点儿的兴趣。巴菲特却不是这样，在我下车之前，他问了一个又一个关我于自己的问题。在我们采访的对象当中，这种情况并不常见。”

2008年4月那天，与巴菲特谈话的150名学生，只是2007—2008学年造访伯克希尔哈撒韦公司的31所不同学校的2400名学生中的一批。2011—2012年，巴菲特曾因时间问题痛下决心，将名额削减到1450。不过，每个月总有一个星期五，他会被一大群人团团包围：160名学生，来自8所学校，每所学校各20名额。有人指出，前来访问的学生绝大多数都是男性，所以怀疑有性别偏见的存在。因此，巴菲特再次追加了一条规则，每所学校的访问团中必须至少有1/3的女性。

他的一位助手同时还在追踪2012—2013年排队等候与他会面的学校，据说这个数字超过了200。

——卡萝尔·卢米斯

华尔街一片混乱，《财富》杂志自然要前往奥马哈求取真经。

如果2008年5月3日将要举行的伯克希尔哈撒韦公司股东大会被称为资本主义的“伍德斯托克音乐节”，那么，本文内容大致相当于鲍勃·迪伦在自己家中进行的私人演唱会：伯克希尔哈撒韦首席执行官沃伦·巴菲特会邀请一些商学院学生来进行为期一天的强化学习，这样的活动每年15次左右。这些学生首先会参观公司的一两个业务部门，然后前往奥马哈市中心的伯克希尔哈撒韦公司总部，在那里，巴菲特将与他们进行两个小时的问答。之后将前往巴菲特最钟爱的餐馆，他将请大家共进午餐，畅饮漂浮沙士（一种饮料）。最后，每位学生都可以摆造型与巴菲特合影。

2008年4月初，这位超级亿万富翁接待了来自宾夕法尼亚大学沃顿商学院（巴菲特曾就读于该学院）的150名学生，并主动提供给《财富》杂志一个千载难逢的机会，跻身其中听取他对各种问题的高见：从紧急援助贝尔斯登公司到他对经济前景的展望，再到他是否愿意担任通用电气公司的首席执行官，或者做个报童。下文选编自他与学生的问答环节、与沃顿商学院学生在皮克洛·皮特饭店（Piccolo Pete’s）享用芝士焗鸡胸时的谈话以及他在办公室接受《财富》采访时的谈话。

作为开场，巴菲特用可口可乐公司的系列产品欢迎学生们的到来。“伯克希尔哈撒韦公司拥有可口可乐公司超过8%的股份，所以每12罐中可口可乐中就有一罐的利润是属于我们的。你们喝不喝无所谓，只要打开它就行，如果你愿意的话。”接着，他开始进入更重要的话题：

开始提问前，我想跟大家谈谈目前正在发生的一件事情。如果学校还在教“有效市场理论”（这是25年前讲授的标准内容），这件事也许对你们还有点儿意义。不过美国最近发生的一个事例可以证明这一理论是错误的。在过去的七、八或九个星期内，伯克希尔哈撒韦公司建立了大约40亿美元拍卖

利率债券[9]的头寸。我们看到的情况真是相当异常。我们每天都会收到拍卖清单，但不可思议的是，在这些拍卖清单上，同一只债券常常不止一次地出现。

这是一张昨天的清单。我们参与竞拍的正是这样一支债券，发行方是居民保险公司（Citizens Insurance），这是佛罗里达州为承保飓风险专门设立的一家机构，其债券是用保险费做担保的，一旦遭遇重大飓风并导致资金不足，它就会提高保险费。这支债券并没有什么问题。因此，那天我们共参与了三只的居民保险公司的债券的竞标。其中一只我们以11.33%的利率中标，没有买的那两只中标利率分别是9.87%和6.0%。同样一只债券，同样的时间，同样的交易商，这是个大问题。这一反常现象并非微不足道，就像学术界在遇到与自己理论相悖的情况时，总喜欢称之为异常现象。

所以，市场上时常会有疯狂的事情发生。这么多年来，市场并未变得更加理性，倒是变得越来越能顺应潮流了。当人们感到恐慌时，当恐惧占据上风时，或者当贪婪侵袭人们的头脑时，人们还是会跟过去一样做出不理智的反应。

Q：您是否认为美国金融市场正在丧失竞争优势？在信心和激励标准上如何取得平衡？

监管与狂野的西部（Wild West）之间的平衡？其实，我不认为我们的优势正在丧失。我的意思是，《萨班斯-奥克斯利法案》确实会消耗一些成本，因为其中存在一些浪费，但这相对于20万亿美元的总市值来说也不算大。我想我们国家有极好的资本市场，而且因为经常出现各种麻烦，使其更具吸引力。如果你站在我的立场上看问题，就不会希望看到一个运行得完美无瑕的资本市场。无论监管力度有多大，人们还是会不断做蠢事儿，而且永远都会这样。监管所能做的工作存在很大局限。举一个震撼人心的例子，过去10年间发生了两起最重大的会计灾难，分别发生在两家提供住房抵押贷款的金融机构：房地美和房利美。两起事件中均涉及数十亿美元的错报。

这是两家令人难以置信的机构，几年前，它们大约占到40%多的抵押贷款份额；现在应该达到70%了。它们本质上是半官方的机构，所以政府设立了一个名叫OFHEO的机构来监管他们。我不太确定这些字母代表什么，不过，如果登录OFHEO的网站，就会发现其设立的目的就是监管这两家机构。联邦住房企业监督办公室拥有200名员工，他们的工作职责就是监督这两家机构，并检查“它们有没有照章行事”。然而就在这200名员工眼皮子底下，

发生了历史上两起规模最大的会计错报案件。两家都发生这样的事，这简直太令人难以置信了！

监管人们的行为，是非常非常困难的事情。如果我被任命为新任监管者，给我配备你们能想象到的100名最聪明的人，并且每天都能得到最大型机构的头寸情况，即所有的衍生品头寸、股票头寸和货币头寸，即便这样，我也无法告诉你们它们运作得怎么样。当涉及数百家合约方的无比繁复的文件时，监管工作将是极度困难的。合约方的举措及其存在的风险，正是美国财政部和美联储认为它们必须在一个周末之内介入贝尔斯登事件的一个主要原因。顺便说一句，我认为它们的做法是非常正确的。如果你有几千个合约方（这是我在别的什么地方读到的数字），并且交易着名义上价值14万亿美元的合同，没人知道会出现什么结果。如果贝尔斯登公司破产，这些人将会设法解除所有合同。这将会给市场带来什么样的后果，又会给其他合约方带来什么样的影响？这是件极其复杂的事。因此，尽管监管是体系中非常重要的一部分，但它的效果是很难预料的。

巴菲特曾在皮克洛·皮特饭店与很多人一起过用餐，从微软公司的比尔·盖茨到纽约扬基棒球队的阿莱克斯·罗德里格斯（Alex Rodriguez）。那天，他与12名沃顿商学院的学生坐在一张餐桌前，就众多话题互相打趣起来。

Q：你对大选怎么看？

在希拉里和奥巴马宣布参加竞选前很久，我就对希拉里说，如果她参加竞选我会支持，我对奥巴马也说过同样的话。所以说，我是个“政治重婚犯”。不过我认为他们两个都很优秀。事实上，如果共和党胜出，我会更欣赏约翰·麦凯恩。我认为在本次竞选中，我们不同寻常地拥有三位非常优秀的参选人。

Q：他们都秉持着较温和的路线。

我们不太确定奥巴马是不是温和派。不过，从另一角度看，他有可能是改革力度最大的。

Q：我知道你曾卖过报纸，那是你的第一份工作吗？

我曾为祖父工作过，他经营着一家家族杂货店，工作相当繁重、辛苦。然而，如果你让我在通用电气公司、IBM或者通用汽车公司这些公司的首席执行官和报童之间做出选择，我宁愿去当报童。我喜欢送报的工作，在其间，我可以思考自己乐于思考的事情，而且不需要做任何我不想做的事。做通用电气公司的首席执行官，可能是件激动人心的事，杰夫·伊梅尔特是我的朋友，他非常了不起，但是，请想想那些无论情愿与否，他都必须得做的事情吧。

Q：你的主意都从哪儿来？

只靠阅读，我每天的工作就是阅读。我们曾向中国石油天然气股份有限公司投资5亿美元，而我获取相关信息的方式就是阅读年报。

Q：对于非职业投资者，你有什么建议？他们应该投资何种产品？

如果他们不打算成为主动投资者，这样的人应该占极少数，那么就应该坚守指数型基金。可以选择任何一类低成本的指数型基金，并且应该做长线投资。他们没有能力选择正确的价格和正确的时间，他们想要做的就是避免错误的价格和错误的股票。此外，他们还须确保他们只是分食了美国企业的一杯羹，而不是一下子买下全部。

巴菲特刚说完自己已经准备好，可以照相了，室外的150名学生立马蜂拥而至，站成了一长排。在接下来的半个小时，每个人依次与巴菲特合影，大多摆出夸张且搞笑的造型，抢夺他的钱包的造型是用得最多的。在巴菲特准备离开时，77岁真人版的《一夜狂欢》（*A Hard Day's Night*）上演了，30名学生一路尾随他走到金色凯迪拉克跟

前。“脱身”之后，他带《财富》杂志的记者回到办公室，继续接受采访。

Q：当前的混乱局面（指2008年金融危机）与以往的危机相比有何不同呢？

这很难说，每次危机都有很多不同之处。不过，毫无疑问的是，这次危机中存在极端的杠杆效应。不管房价本身还是收购房地产企业的价格都太高了。美国有20万亿美元的住宅房地产不动产以及11万亿美元的抵押贷款，其中有一些没问题，另一些则存在很多问题。2006年，通过抵押货款再融资，大约有3300亿美元的现金被释放到经济体系中。现在，美国的经济刺激计划是1500亿美元，而那时是3300亿美元，这绝可算是天文数字了。而且，这些钱还只来自优质抵押贷款而非次级抵押贷款。因此，当时不断抬升的杠杆对经济产生了极大的激励作用。

Q：如果这是一种刺激，那你认为政府1500亿美元的激励计划会产生什么影响？

哦，这比我们应得的又多出了1500亿美元，因此，它总是会产生一些影响，接下来，杠杆收购很可能会繁荣起来，滥用的情况将不断出现，并且其价格将变得愈加可怕。而与此同时，我们的银行正被这些问题套牢。我们的抵押贷款行业正在经历一个“去杠杆化”（deleveraging）的过程，而这个过程毫无疑问将是非常痛苦的。

Q：从你描述的情况来看，我们离“转机”还很遥远？

我认为是这样的。每个人都说危机将会是短暂的、浅层次的，但事实似乎恰好相反。你知道，去杠杆化本身的性质决定了这将是一个需要耗费很长时间、忍受巨大痛苦的过程。并且其后果也会以不同的形式表现出来。现在，我不会根据宏观预测做出哪怕一丁点儿投资。因此，我不认为人们应该因此出售股票。我同样也不认为人们应该据此购买股票。

Q：你举的OFHEO的例子表明你对于监管的态度不是很乐观，对吗？

金融已经变得太复杂了，相互间的依赖性太强。我曾在华盛顿邮报集团董事长唐·格雷厄姆的饭局上与艾伦·格林斯潘争论过这一点。他说，你通过所有这些手段在全球散播风险，而现在你并没有将其全部集中在自己的银行中。然而，你所做的就是将不同机构的清偿能力如此密切地联系在一起，达到了可能任何人都不曾料想到的程度。评估工作非常困难。如果贝尔斯登公司没有从事衍生品交易，我想美联储不会勉为其难地做那些事儿。

Q：银行不断考察自己的投资，却不知道自己投资了些什么，你会不会觉得这很不可思议？

我阅读过几份住房抵押担保证券（MBS）的募集说明书。这些债券通常有数以千计的抵押贷款作为担保，而且这些抵押贷款会被划分成大约30个部分。将一只债券的风险最高的部分拿出来，将50只债券的相同部分组合起来，就形成了一份担保债务凭证，即CDO。现在，如果要理解这支CDO，你需要阅读50个300页，也就是15000页的募集说明书。如果拿出该CDO风险最高的部分，再将50只CDO的相同部分组合在一起，你就创设了一只双层CDO，你现在要阅读750000页说明书，才能理解该产品。这简直是天方夜谭！在你开始购买其他票据的分层时，没有人知道他们究竟在干什么。真是荒唐至极！当然，你购买住房抵押担保证券风险最高的分层时，你一共购买了100个这样的部分，你觉得自己分散了风险。不过，令人意想不到的是，它们的表现取决于相同的因素。我是说，它们唯一的不同之处可能就是地点，有的在加利福尼亚，有的在内布拉斯加。人们说它们是一种非相关风险，因此你可以买进这支CDO，并称其中50%的分层为超级优质，这样的观念完全是无稽之谈。这根本不是什么超级优质债券，而是一批捆绑在一起的次级债券，而所有的次级债券都是相关联的。

Q：如果大型金融机构都不理解其投资组合的内容，投资者又如何得知何时是安全的呢？

他们不可能知道。事实上，他们必须尝试去读读这些公司运营者的“基因图谱”。可以这么说，在任何大型金融机构，首席执行官必须是首席风险官。我就是伯克希尔哈撒韦公司的首席风险官。我想我知道自己在这方面的限度。最糟糕的事情就是模型和电子表单。比如，在所罗门兄弟公司，它就拥有所有这样的模型，但结果正如你所见，它最终分崩离析。

Q：如今，我们应该给投资者提点什么建议呢？

你必须让投资者知道，他们今天读到的所有关于投资策略方面的建议都是可有可无的。**他们的投资策略只应该考虑到以下两点：第一，即便他们知道整体经济的走向，却未必知道股市将要发生什么。第二，他们无法挑选到比平均水平优秀的股票。**股票是一种适合长期持有的投资品。一般情况下，他们可能在两件事上出错：买到错误的股票，或者是在错误的时机买进、卖出股票。正确的做法应该是，根本没有必须频繁换股。他们只要购买美国产业“横切面”中的一组股票，如果这个行不通，那各处搜寻优秀个股就更不会奏效。另外，他们必须对贪婪保持警惕。我经常跟大家说，应该在别人感到恐慌时变得贪婪，在别人贪婪时感到恐慌。然而，要做到这一点并不曾易。当然，你起码不应该在别人变得贪婪时变得贪婪，在别人感到恐慌时感到恐慌。至少，设法远离它。

Q：照你的法则，现在好像应该贪婪一点儿。然而，实际情况都是，人们都非常恐慌。

你说得对。人们都往恐慌的方向前进着。这正是股价下挫的原因。现在的股票比一年前或者三年前买起来更划算。

Q：对于美国的长远前景，你是否依然感到乐观？

美国经济将会有好的表现，但不可能每年、每个星期或者每个月都会表现得很好。我的建议是，如果你不看好经济形势，那就别买任何股票。我们的生产率每年都在提高，这是显而易见的事实。从长期来看，这是一个“正和游戏”（positive-sum game）。投资者惨败的唯一可能就是，被高昂的手续费压垮或者因试图跑赢市场而精疲力竭。

79

巴菲特的豪赌

2008 年 6 月 23 日

卡萝尔·卢米斯

这场为期10年的投资业绩赌局要进行到2017年，在2011年年底，也就是本书出版之前，双方都几乎打成平手。赌局的一方是门徒合伙企业（Protégé Partners LLC），这是一家纽约的资产管理公司。如果他们精心挑选的5家对冲基金的平均业绩（扣除所有费用之后）胜过巴菲特所挑选的基金，即可赢得赌注。赌局的是另一方巴菲特，他认为一只低成本的标准普尔500指数基金，即领航集团的标普500 Admiral基金（S&P 500 Admiral fund），将会在业绩上胜出。

很明显，根本问题在于交易费用。这又回到了我们之前提到的问题，巴菲特相信各家组合型基金和对冲基金收取的管理费及提成，通常会使投资者的回报低于市场指数型基金的水平。而门徒合伙企业则认为，组合型基金将表现良好，足以为投资者提供优于市场的净回报（扣除费用后）。

然而，截至2011年，这两种情况都没发生。赌局开始于“地狱”一般的2008年，当时门徒基金平均下跌了23.9%，而巴菲特的Admiral基金跌得更惨，大跌37%。后来，《财富》杂志援引了巴菲特的这句话作为评说：我只是希望《伊索寓言》是正确的，乌龟真的能够战胜兔子。

虽说是“寓言”，却很接近我们看到的情景。巴菲特这方，也就是“乌龟”，在接下来的三年中表现胜出，并在2011年年底处于领先的“爬行”位置。但在恐怖的开端过后，双方都仍面临着下跌的颓势。门徒基金的表现是-5.89%，而巴菲特的Admiral基金为-6.27%。

从某种意义上来说，此时赌局注中唯一的赢家就是组合型基金的管理者，因为他们已经将投资者，即承担损失的有限合伙人，所支付的管理费收入囊中。“唉！”门徒合伙企业的合伙人特德·塞德斯（Ted Seides）听闻作者的这一结论后大叹了一声。

不过，他也指出了一个可能的“合格者”：5只基金中的一家或者几家对于平均回报率还是做出了积极的贡献，尽管是负数。它们或许能回归正回报，带领其投资者脱离损失的泥潭。这或许也让支付了高昂管理费用的人们感到一丝安慰。

虽然这5家基金之间存在一定的关联，但以上观点并未被公开证实，因为打赌的关系，5家基金的名称从未被公开过。人们常常有各种猜测，只知道其中一家是由门徒合伙企业经营的基金公司。

与此相关的另一个事实是，早期巴菲特经营巴菲特合伙公司的时候，他的报酬是由有限合伙人支付的。不过，他并未遵循现在时兴的“2和20”标准，也就是说每年收资金额2%的管理费以及当年收益中的20%。相反，巴菲特一分钱的管理费也不收，资本收益的第一个“6%”也全部给予他的有限合伙人。之后，他才会从收益中拿25%的提成。

正如之前所提到的，在他决定关闭巴菲特合伙公司的之前13年里，公司一直保持连续盈利的状态，为其有限合伙人赢得的年回报率（在支付过巴菲特25%的提成之后）达23.8%。

——卡萝尔·卢米斯

一组由专业人士精心挑选的对冲基金，会不会在接下来的10年里为投资者带来超过标准普尔500指数的回报率呢？目前，这个问题，就横亘在伯克希尔哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特以及门徒合伙企业之间。门徒合伙企业，纽约一家经营组合型对冲基金的资产管理公司，换句话说，这家企业的生存就依赖于它把客户的钱投入最好的对冲基金，以及避免经营不善的能力。你可以猜猜看，双方各持的观点是什么？门徒合伙企业将自己的赌注押在了由5家对冲基金构成的组合型基金上。具体来说，它们的平均回报指的是扣除所有交易费用之后的净额。赌局的另一方就是巴菲特先生。他一直认为，对冲基金和组合型基金收取的各项费用过于繁重，应该予以规避，并且打赌一家由领航集团发售的低成本的标准普尔500指数基金，将击败由门徒合伙企业挑选的5只对冲基金的成绩。

在这里，我们不谈理论。事实上，本文第一次报道这则消息的时候，这场赌局早在2008年1月1日就开始了。打赌的双方，是巴菲特（不是伯克希尔哈撒韦）和门徒合伙企业（是企业，而不是他们的基金）。这是场严肃的赌局，各方都拿出大约32万美元参与其中，总共64万美元被用于购买一只零息债券，到赌局结束时，债券的价值将达到100万美元左右，赌局结束之后这些钱会将其投入到慈善组织中。如果门徒合伙企业战胜巴菲特，这些钱将被送往无保留援助儿童基金会（Absolute Return for Kids；ARK），一家总部设在伦敦的国际化慈善机构。如果巴菲特赢了，受益者将会是奥马哈女童之家（Girls Inc.of Omaha），巴菲特的女儿苏茜·巴菲特是该组织的董事之一。

那么，在这场赌局进行期间，这些零息债券保存在谁手中呢？答案是一家估计大多数读者从没听说过的“神秘”机构：旧金山的“恒今基金会”（The Long Now Foundation）。这家基金会致力于推动人们做长线思考，与一种困扰全世界的问题做斗争，该问题被基金会创始人之一的斯图尔特·布兰德（Stewart Brand）称作“病理性注意力短暂”。6年前，该基金会为长期赌局创立了一项机制：还有什么？他们将收到的赌金作为捐赠，监督赌注的全过程，直到最后结果，然后将资金送给赢家指定的慈善机构。对于这项工作，基金会通常会从每边收取50美元的费用，然后分享50%的资金收益。不过，在巴菲特与门徒合伙企业的这场赌局中，它不会分享资金收益，而是规定每一方拿出2万美元作为慈善礼物贡献给恒今基金会。

登录恒今基金会的网站www.longbets.org，您就可以看到目前长期赌局的列表，随着本文的发表，巴菲特-门徒赌注的名字也将被添加到该表中。列表中的有些名字听起来像是在体育酒吧中达成的：红袜队（Red Sox）夺得世界冠军之时，演员特德·丹森（Ted Danson）为一家慈善机构赢得2000美元，这是发生在美国男子足球队入围世界杯之前的事。再往前就可以看到，莲花软件公司的创始人米切尔·卡普尔（Mitchell Kapor）和发明家及未来主义者雷·库兹威尔将20000美元押在了这样赌局上：到2029年没有电脑或“智能机器”能够通过图灵测试，这意味着没有电脑在彼时能够成功模拟人类。卡普尔做出这样的预测，然而库兹威尔不同意。网站上的每一方都要遵守长期赌局的投注规则，并在网站上公开发表关于各自观点的简短陈述。巴菲特和门徒合伙企业的表述也将出现在那里（详见后面的补充报道）。

2007年之前，卡普尔-库兹威尔20000美元的赌局是长期赌局中最大的一笔。很显然，巴菲特和门徒合伙企业之间的赌注造成的影响更巨大。这其中还有一个故事，起始于伯克希尔哈撒韦公司2006年5月份的股东大会。在那个周末的会议中，在详细阐述了投资者所承担的交

易成本和管理成本之后，巴菲特表示愿意接受10年期限、价值100万美元的条件，打赌除去所有费用后，标准普尔500指数基金的表现会打败任意选择的10家对冲基金的业绩。此后，他曾多次提议，并补充说，因为还没有人与其对赌，所以他更坚定地认为自己的想法是正确的。

2007年7月，门徒合伙企业总裁特德·塞德斯答应并致信给巴菲特，他愿意接下这场赌局，或者至少要挑战他的某些观点。在接下来的几个月，双方最终商定，塞德斯将赌注押在5家对冲基金，而不是10家对冲基金上。塞德斯打破了惯例，大大加重了他的筹码。就像赌下一顿饕餮大餐，他建议和巴菲特押下10万美元的赌注（他说，这是巴菲特的年薪）。巴菲特当时还不知道长期赌注的存在，于是说，考虑到他的年龄（现年77岁），一个10年期的赌局可能会增加他本已确定下来的遗产，能引起他兴趣的赌注至少要超过50万美元。尽管如此，他还是写信给塞德斯说：“我的房地产律师肯定会认为，我把事情搞得那么复杂一定是发疯了。”

如果50万美元对塞德斯来说压力有点儿大的话，巴菲特也完全支持塞德斯拉上几个同伴入伙。而事情也正是这么发展的，赌局的另一方变成了门徒合伙企业而不是塞德斯本人。然而，50万美元对巴菲特来说只是小事一桩。门徒合伙企业管理着35亿美元左右的资金，大部分属于37岁的塞德斯；另外两人分别是52岁的杰弗瑞·塔伦特（Jeffrey Tarrant）以及45岁的斯科特·本森特（Scott Bessent），这二人都拥有着非常资深的从业经历。这个“金三角”中的两人曾与著名的市场专家共事过：塞德斯曾在耶鲁大学师从戴维·史文森（David F. Swensen）学习另类的投资理念；本森特则与乔治·索罗斯（George Soros）以及全球最大空头基金公司创始人吉姆·查诺斯（Jim Chanos）一起工作过。

2002年塔伦特与塞德斯创办了，门徒合伙企业，并着手建立起了一只组合型基金，接着就开始招募经验丰富的投资者，既包括机构也包括富有的个人，将其资金放到这样的基金中去。大家都很清楚美国证券交易监督委员会禁止对冲组合型基金的大范围推广，因此不论是塞德斯还是塔伦特，都不愿披露他们现在投资了哪些对冲基金，更不用说他们的表现记录了。伦敦出版机构投资对冲（Invest Hedge）向《财富》杂志提供了美国旗舰基金门徒合伙企业的投资回报率数据，自从2002年7月开始营业起一直到2007年底，门徒基金的总回报率达到95%（除去所有费用之后），以毫无争议的优势打败了领航500指数基金64%的总回报率。门徒合伙企业的出色表现绝大部分得益于2006年中期看空次级抵押贷款证券，包括CDO，它将资金分散在各对冲基金并从中牟利。最显著的例子是对保尔森公司（Paulson&Co）对冲基金的投资，2007年约翰·保尔森（John Paulson）通过做空与次级贷款相关的证券，进行了一场众所周知的“杀戮”。

当然刚才提及的都是些历史了，现在我们还是回归到赌局本身：巴菲特和塞德斯都同意定期公布赌局的进展情况。塞德斯希望每到市场下跌10%的时候就进行公布，因为他相信对冲基金的一个特质就是能够平稳度过困难时期。事实上，当年的第一个季度，市场相当低迷，但门徒合伙企业仅下跌了1.9%，而领航500指数基金却大跌了9.5%。然而巴菲特坚持认为公布的最佳场合应该是在每年5月定期举行的伯克希尔哈撒韦公司的股东大会上，这也是大家最终达成的共识。

然而，巴菲特每年的股东大会上能就赌局问题说些什么或许要局限于一个事实：门徒合伙企业精心挑选出的5家基金的名称是要严格保密的。当然，巴菲特知道这些基金的名称，因为门徒合伙企业每年都要将审计结果提供给他。除此之外，指定的基金也没看出宣布加入这场赌局有什么好处（至少到现在为止是这样），只要承诺保密，它们

还是同意继续。门徒合伙企业试图说服加入的第一只基金，事实上并没有加入。

赛德斯和塔伦特两人可能会对这5家筛选出来的基金的大致情况做一些说明。它们都是股权导向的（偏爱股票而非债券），倾向于进行对冲而非短线交易，运营者主要是些经验丰富的投资老手，而非初出茅庐的新人。或许我们可以猜测门徒合伙企业自己旗下的基金是这5家之一，因为如果它们自己也被排除在外的话，就很难向投资人解释为什么公司不选择在自己对冲基金上投下筹码。

至于投资者在对冲基金方面支付的费用（这也是巴菲特的核心论点），它们既复杂又昂贵。一只组合型基金通常收取1%的管理年费。而它投资的对冲基金还要收取管理年费，对于组合型基金来说通常就是1.5%的管理年费，该费用由投资者按季度缴纳，并根据其账户当时的价值来计算。这也就是说，无论一年所赚取的回报如何，投资者都要不断拿出资本额的2.5%去支付这些费用。相比之下，去年500指数基金的开支比率为15个基点（0.15%），而大投资者为Admiral份额支出的比率仅为7个基点。Admiral份额就是巴菲特在此赌局中所仰仗的工具。

管理费以外，对冲基金通常还要收取回报的20%，剩下80%分给投资者。组合型基金则要收取那80%中的5%或更多作为自己分得的一杯羹。其结果是，每年靠投资者资金赚来的回报就最多只留下76%给投资者，其余的部分全被形形色色的巴菲特口中的“帮手”们瓜分一空。与此同时，投资者还要雷打不动地支付资本额2.5%的管理费。总数加起来，绝对是笔很可观的数字。如果门徒合伙企业要赢得这个赌局，那么5家对冲基金必须比标准普尔500指数基金要表现得好得多才行。

当然这个可能不是没有。巴菲特自己评估自己的胜算大概只有60%，这与他平日里稳操胜券的作风略显不同。门徒合伙企业则认为自

己获胜的概率高达85%。当然很多人或许会说，通过这场赌局，门徒合伙企业已经获得了难以用金钱衡量的知名度。另一方面，门徒合伙企业明显很希望取得胜利，特别是当面对一位一生中几乎从未失手的高人时。塞德斯自己则更加笃定：“我们很幸运，竞争的对手是标准普尔500指数基金而不是巴菲特。”

预测与辩论

预测：从2008年1月1日起至2017年12月31日的10年间，扣除费用、成本及开支之后，标准普尔500指数基金的表现将超过对冲基金组合的表现。

沃伦·巴菲特：同意

很多非常聪明的人在证券市场上的作为超出了一般水平，我们称其为主动投资者。

与他们相反的就是被动投资者，根据定义来说，他们的表现应该在平均水平附近。总的来说，他们的位置会或多或少近似于指数基金。因此，与主动投资者平衡之后，肯定也是趋于平均状态。然而，这些主动投资者也可能带来更大的开支。因此，总的来说，除掉这些费用之后，它们最终的结果可能会不如那些被动的投资者。

当大量管理费、大笔业绩提成、交易佣金都加到主动投资者的方程式中时，成本定会骤然飙升。由对冲基金的构成的基金组合加剧了成本问题，因为各对冲资金收取的巨额费用还要叠加在他们的费用中。

很多聪明人都加入对冲基金的操作中。然而，很大程度上，他们的努力是自我中和的，他们的智商再高也难以免除这些强加给投资者的费用。随着时间的推移，平均来说，投资者在低成本的指数基金上的表现会优于组合型基金。

门徒合伙企业：反对

巴菲特先生的主张是正确的，平均来看，狭义定义下的主动管理型基金，比如标准普尔500指数，其表现注定会弱于市场指数。不过，将这番理论移植到对冲基金上，就有些拿苹果和橘子相对比之嫌。

由于在投资多空双方上的灵活性，对冲基金不打算战胜市场。相反地，随着时间的推移，无论市场环境如何，它们都会试图创造正回报。对于对冲基金而言，成功意味着在不景气的时期比市场表现得更好，而在市场达到最佳行情时低于市场回报。不过，通过一个周期，扣除所有费用之后，顶级对冲基金管理者的表现已经超过扣除所有费用的市场净回报，同时承担的风险也较小。我们相信这样的结果将持续下去。

最好的对冲基金的回报率与一般水平之间的有很大的差距。这种差距使得成熟的机构投资者，其中不乏组合型基金，有机会采取和任用投资者认为会优于平均水平的战略和管理者。具备去芜存菁能力的组合型基金将能够获得足以充分补偿额外费用的高回报。

80

奥巴马的商业观（节选）

2008 年 7 月 2 日

妮娜·伊斯顿

尽管奥巴马的顾问团已经从小规模的核心幕僚扩编到了民主党内部的资深资本家，但他还是经常与亿万富翁沃伦·巴菲特通电话。奥巴马说：“巴菲特是我最喜欢的人之一，他非常务实，而且精明。”因为他不仅大力批判金融行业和为富人减税的政策，而且还比任何人更了解资本市场。

81

“巴菲特的市场指标”显示：购买股票正逢其时

2009年2月16日

卡萝尔·卢米斯　多丽丝·伯克

2009年最初的那几天，股市的气氛就像寒冷的空气一般萧瑟，不断地下跌再下跌。我们《财富》杂志的一帮同仁认为是时候更新一下巴菲特的“市场指标”了，也就是美国股市的总市值与GNP的关系。2001年年末，我们绘制过这样一张图（见图56-2），当时传递的信息是“别买！”

不过，这次当我的合作者多丽丝·伯克拿到数据时，发现市场完全处于巴菲特可买的范围之内。因此，我们发表了这篇文章以及数据报表，预计是在2月1日到达读者手中的。

必须要承认的是，这次“买进”信号并不是完美无缺的：自从2月1日起，标准普尔500指数大幅下跌了18%，3月9日更是几近谷底。即便如此，如果你在2月1日购买了一只标准普尔500指数总回报交易所买卖基金（Total Return ETF），一直持有到2012年年中，你就会获得78%的总回报率，而且你会很高兴巴菲特当时分享了他的指标。

——卡萝尔·卢米斯

图81-1　1924—2009年上市公司总市值所占GNP的比重

是时候购买股票了吗？根据这张跨度85年的图表以及沃伦·巴菲特的名望来看，购买股票的时机到了。这张图表反映出了美国股市总市值占美国GNP的比重。

《财富》杂志第一次看到这张图是在2001年年底。尽管当时股市已走出互联网泡沫，开始大幅回落，但股价都还处于比较高的水平。当时总市值相当于GNP的133%。这个水平对于巴菲特来说肯定还不是买股票的时候。

但他脑海中也浮现出可购买时的场景，他说：“如果该比率下降到70%～80%之间，购买股票就可能会带来很好的回报。”

其实，这就是股市在1月下旬的情形，当时的数字为75%。市场回归理智也并未让巴菲特感到惊喜，他告诉《财富》杂志，这一指标的变动让他想起投资者本杰明·格雷厄姆对股市的看法：“股市短期的运作像是一个投票机，而它长期的表现则像一个称重器。”

巴菲特不仅喜欢搜集图表上的理论信息，也习惯将自己的数据记录下来。在10月17日《纽约时报》一篇专栏文章中，巴菲特说自己在很长一段时间不持有美国股票（伯克希尔哈撒韦公司的股票除外），只持有美国国债，而在这之后再开始进购。他说，如果价格持续下跌，他预计很快就会动用他100%的净资产净买入美国股票。价格确实在不断下跌，自10月17日道琼斯工业平均指数已经下跌10%左右。因此，我们有理由推测，巴菲特一直在购入。对于好奇的投资者，他从未提及自己买了哪些股票。

82

暴风骑士（节选）

2009 年 4 月 20 日

亚当·拉辛斯基

沃伦·巴菲特饶有兴致地讲述起伯克希尔哈撒韦公司与美国富国银行之间逸事。2001年，当伯克希尔哈撒韦公司与它的伙伴购买下一家破产的金融公司菲诺瓦（Finova）时，巴菲特希望拉几家银行组成贷款财团。“富国银行没有兴趣。”巴菲特说，而他正是富国银行最大的股东，拥有价值3.15亿美元的股份，7.4%的股权。其他人愿意以高出成本0.2%的超低利率借钱给伯克希尔哈撒韦公司，它们做这样赔本的买卖是因为希望赢得伯克希尔哈撒韦公司后续的投资银行业务。但富国银行没有这样做。“它就应该这么想，这事让我激奋了好一阵子，”巴菲特爽朗地大笑起来，“你观察一位银行家的真正角度就是看他如何操作资金。他说了什么并不作数，观察他做了什么、没做什么才真正有意义。富国银行没有做的事情恰好证明了它的了不起。”

83

让巴菲特“出轨”的比亚迪

2009年4月27日

马克·冈瑟

本篇的标题大有一语双关的意味，但也很难完全描绘出在伯克希尔哈撒韦公司股东大会上，当一位股东问及公司为何持有一家中国汽车和电池企业比亚迪股份有限公司（以下简称比亚迪）10%的股份时，巴菲特的反应。在这样的时刻，巴菲特总是把问题推给伯克希尔哈撒韦公司副董事长查理·芒格。“芒格是我们比亚迪投资案的专家。”巴菲特会说。反过来，芒格则将自己大部分功劳归于一位倡导民主的投资家兼对冲基金专家。

伯克希尔哈撒韦公司对比亚迪2.3亿美元的投资发生于2008年年底，当时其正处于金融危机带来的水深火热之中，该公司的股价大约为1美元，也就是8港元。港币是比亚迪股票常用的计价货币。随着伯克希尔哈撒韦公司的入股，比亚迪的股价进入“过山车”模式，2010年3月上涨到了77港元，而2012年5月又降至11港元，这似乎预示着电动汽车行业前景堪忧以及比亚迪利润的下滑。到了9月，股价又升至16港元。这个价格还是让伯克希尔哈撒韦公司增加了一倍的投资，但很显然，比亚迪至今还没有发展到芒格认为其应该发展到的水平。

如今，芒格说，自己对比亚迪的创始人兼首席执行官王传福怀有极大的崇敬，并对公司寄予厚望，但对电动汽车行业销售收入的增幅比较悲观。芒格认为，比亚迪的长期前景非常好，因为“公司拥有大

型且非常现代化的设施和优秀的员工，产品缺陷率很低，而且其运营的成本也很低”。

“产品缺陷率很低”是对很多人认为比亚迪汽车质量不佳的有力回击。然而芒格也说，对公司产品的投诉只是少数，这对比亚迪未来的发展来说只是一个小问题。

——卡萝尔·卢米斯

沃伦·巴菲特有一些关于投资的金科玉律：当一位声名卓著、才华横溢的经理人接管一家基本面出了名糟糕的公司时，最终纹丝不动的必将是公司糟糕的名声，这一点很少有例外。你应当投资一家连傻子都能经营的企业，因为总有一天会有个傻子来掌管它。也许其中最有名的一条是：决不投资一家自己搞不懂的企业。

因此，当巴菲特的老朋友、伯克希尔哈撒韦公司的长期合伙人查理·芒格，去年年初建议两人一起投资一家生产电池、手机和电动汽车的默默无闻的中国企业比亚迪时，人们也许早就料到巴菲特会援引上述第三条准则。毕竟在20世纪90年代的时候，他就一直对迅猛发展的美国高科技产业退避三舍。

然而，这次，现年78岁的巴菲特竟对芒格描述的那位比亚迪创始人充满了好奇心。这位企业家名叫王传福，芒格也是通过一位共同的朋友认识他的。芒格对《财富》杂志的记者说：“这家伙仿佛是托马斯·爱迪生和杰克·韦尔奇的合体，他解决技术问题时像爱迪生，而其强烈的目标感则像韦尔奇。我以前从未见过这种人。”

此话出自芒格之口，就显得非同小可了。这位85岁的老先生是伯克希尔哈撒韦公司的副董事长，脾气古怪，对大多数投资项目都瞧不上眼。巴菲特告诉我：“每当我有了主意给芒格打电话时，如果他

说‘这真是个蠢主意’，意思是我们应当把100%的净资产都投进去。如果他说‘这是我听到过的最蠢的事’，你就应该把50%的净资产投进去。只有当他说‘这事儿由你全权负责’的时候，才表示他真的不喜欢这个主意。”这一回，巴菲特还邀请他信得过的另一位搭档戴维·索科尔，即伯克希尔哈撒韦公司旗下中美能源控股公司的董事长，专程去中国，对比亚迪进行更近距离的考察。

去年秋天，伯克希尔哈撒韦公司以2.3亿美元的价格买下了比亚迪10%的股份。这笔交易目前还在等待中国政府的批准，所以成交过程并未引起太多的关注。消息是在9月末对外宣布的，当时正值全球金融市场步履蹒跚、挣扎于深渊之际。不过，巴菲特、芒格以及索科尔都一致认为，这是一宗非常大的买卖。他们认为，比亚迪除了正在成为发展异常迅速的太阳能产业的领袖之外，甚至还在努力依靠销售电动汽车而成为世界上最大的汽车制造商。

1995年，王传福在中国深圳创办了比亚迪。他以前是政府研究机构的一位化学家，从亲戚那里筹集了大约30万美元，租了一处2000平方米左右的厂房之后，开始生产可充电电池，他的对手则是名声响当当的索尼和三洋等进口品牌。到2000年前后，比亚迪已经发展成为世界上最大的手机电池生产商，然后又开始为摩托罗拉、诺基亚、索尼爱立信和三星等公司设计和生产手机及配件。

2003年，王传福买下了一家几乎已经沦为废墟的国营汽车厂，作为他进入汽车制造业的第一步。他对生产汽车几乎一无所知，但学得很快。10月，一款名叫F3的比亚迪轿车成为中国最畅销的车型，超过了众所周知的大众捷达和丰田卡罗拉等品牌。该公司还开始销售一款备有汽油发动机的插入式电动汽车，此举使其走到了通用汽车、丰田汽车的前面。比亚迪的插入式电动汽车叫作F3DM（DM为“双重模式”之意），每次充电后的行驶里程均为100公里，超过了其他电动车，售

价为22000美元，低于计划在2010年下半年上市的插电式“普锐斯”和混合动力的“雪佛兰沃蓝达”的预期售价。简单来说，就是这个默默无闻的后起之秀已经在生产廉价电动汽车的赛道上加速前进，超越了规模大它很多的对手。

如今，比亚迪11个工厂共雇用了13万员工，其中8处在中国，另外3处分别在印度、匈牙利和罗马尼亚。他们在美国的业务规模很小，大约只有20名员工在伊利诺伊州埃尔克格罗夫村的一个市场营销点工作，离摩托罗拉公司很近。另有20人左右在旧金山工作，距苹果公司总部不远。比亚迪为摩托罗拉公司代工生产了大约80%的锋芒（RAZR）系列手机，同时还生产苹果iPod和iPhone的电池，以及低成本笔记本电脑上使用的电池，包括由尼古拉斯·尼葛洛庞帝（Nicholas Negroponte）设在马萨诸塞州坎布里奇的非营利性电脑“每童一电脑”（One Laptop per Child）。在过去的5年里，公司营业收入的年均增长率为45%左右，2008年更是达到了40亿美元。

在购买比亚迪股份这件事上，巴菲特打破了他自定的好几条准则。他承认说：“我对手机或电池行业一无所知，汽车原理我也不懂。”他又说：“但芒格和索科尔都是聪明人，他们懂这些。况且毫无疑问的是，比亚迪自1995年成立以来取得了非凡的成绩。”

还有一件事令他倍感舒心。伯克希尔哈撒韦公司最初打算买下比亚迪25%的股份，但被王传福拒绝了。他虽然希望与巴菲特开展业务上的合作，借以提高品牌声誉，打开进军美国的大门，他说，但他也不希望出让比亚迪股份的比例超过10%。“那人不愿意卖掉自己的公司，这是个好迹象。”巴菲特说。

我们在深圳迷路了。我飞了12875公里去见王传福，但在去采访他的路上，司机把车停到一条尘土飞扬的公路旁，他用广东话朝电话怒

吼着，还不停地在GPS导航仪触摸屏上写汉字。坐在我身旁的公关小姐满脸愁容，她说：“GPS不管用，新建的公路太多了。”

我不能埋怨司机或导航仪，因为我马上联想到，它们很可能就是在附近什么地方生产的，因为深圳是全球电子工业的制造中心。你用的手机、数码照相机和笔记本电脑很可能就是在这儿生产的。与香港隔河相望的深圳是世界上最大、发展最快的城市，而大多数美国人甚至无法在地图上找到它。它也是中国城市里边最像美国的城市，因为生活在这里的人们来自四面八方，追求更好的生活。

1980年，深圳成为中国的第一个“经济特区”，当时这里只是个小渔村。如今，它已经成为一个四通八达的特大城市，人口约为1200万～1400万，其中大部分是外来务工者，在像比亚迪这类的庞大厂房里辛苦工作，领取每月只有1300元左右的人民币，相当于190美元的薪水。

我们好不容易找到了比亚迪的新总部，这是一座银色办公楼，颇有硅谷气质。我被带去参观公司的“展览馆”，里面展示着公司的产品和其短暂历史中的每个重要里程碑。随后，有人把我领到会议室，桌上摆放着苹果、香蕉和圣女果。现年43岁，个头不高，头发乌黑，戴着副眼镜的王传福就坐在我对面，开始通过翻译讲述自己的故事。

刚创办比亚迪时，王传福的野心并不大：跻身日本人长期统治的电池业。他说：“从日本进口的电池很贵，还要付进口税，交货周期也很长。”他研究了索尼和三洋的专利产品，把它们的电池拆开，了解其制造原理。”他说。那段过程经历了大量试验并屡遭失败。后来，索尼和三洋公司起诉比亚迪侵犯其专利权，但没有成功。

当王传福决定雇用外来务工人员取代机器之后，比亚迪取得了突破性进展。原本用机械操作的、每台价值10万美元以上的日本进口组

装线，被公司以成百乃至上千名工人取而代之，成本也随之大大降低。

“第一次参观比亚迪下属工厂时，我被震撼到了。”美林证券公司（Merrill Lynch）香港的一位高科技业分析师丹尼尔·金（Daniel Kim）如是说。金此前参观过日本和韩国的全自动生产线。“那是完全不同的商业模式。”为管控质量，比亚迪把每道工序分解成基本任务，并实行了严格的检验规程。根据哈佛大学商学院对该公司的一项案例研究，到2002年，比亚迪已经成为三大可充电电池（锂、镍和镍镉电池）技术领域中的全球四大制造商之一，在中国更是独领风骚。而且王传福强调，与索尼和三洋不同，比亚迪还从未面临过电池召回的情况。

负责调度公司大量劳动力的是一大批管理者以及负责发明和设计产品的工程师。如今，该公司雇用了大约1万名经过公司专门培训的工程师；参加培训项目的人中，大约有40%不是自行离开就是被解雇。同时还有7000名刚毕业的大学生正在接受培训。王传福说，这些工程师都来自中国最好的高校。他说：“他们是精英中的精英，工作非常努力，个个都战斗力十足。”比亚迪之所以雇得起这么多工程师，是因为他们的月薪只有600美元～700美元左右。此外，他们还能享受公司福利，住在公司补贴的公寓小区中，在公司餐厅里吃到便宜的饭菜。“他们基本上每周7天，全天24小时吃、住、工作都在公司，连喘气和思考都在公司。”一位研究过比亚迪的美国管理人员说。

王传福本人平时基本上也工作到深夜11点甚至午夜，每周工作5天或者6天。“在中国，我这一代人都是先工作、后生活。”这位首席执行官说。他的妻子则负责抚养两个孩子。

这一“人力资源优势”是比亚迪经营战略中“最重要的部分”，王传福说。他手下的工程师们调研各种各样的技术问题，从靠电池运

转的汽车空调系统到太阳能街灯的设计，无所不包。与大部分汽车制造商不同的是，比亚迪汽车所有的配件几乎都是自给自足的，不仅包括发动机和车身，还包括空调、车灯、安全带、气囊和电子配件。“别人很难与我们相比，”王传福说，“假如把我们的员工放到日本或者美国，我们可付不起他们的薪水。”

王传福从小家境极度贫寒。他的父母都是农民，在他上高中之前就双双去世，他是靠哥哥姐姐带大的。火车把他从家乡带到了中南大学，在那里获得了化学学位。学校离旅游胜地衡山很近，但他从未去过。“我以前没去衡山，是因为我们都很穷，”他说，“现在也没去，因为我们没时间。”

那么，他是如何看待积累财富这件事的呢？“我对此并不感兴趣。”他宣称。的确，他生活得并不奢侈。2008年，他的年薪为26.5万美元左右，并且和其他工程师一样住在公司所有的住宅小区里。唯独的放纵就是购买了一辆梅赛德斯和一辆雷克萨斯，而且这两辆车也有实用目的：他把车上的发动机拆开，看看它们是如何运转的。在某次访问美国期间，他曾经想把弗雷德·尼（Fred Ni）的丰田汽车座椅卸下来，而尼是开车带他到处参观的一位高层管理者。比亚迪挂牌上市后不久，王传福做了一件非同寻常的事：他把自己在公司大约15%的股份分给了20多位高管和工程师。他本人仍然拥有将近28%的公司股份，价值约10亿美元。

这家公司自身很注意节约。直到最近，高管出差一直坐经济舱。有位高管告诉我，他听说福特汽车公司去年亏损了几十亿，却在巴黎汽车展期间在乔治五世酒店大摆宴席。与此形成鲜明对比的是，比亚迪的高管上次去底特律参加汽车展期间，在郊外租了一幢房子以节省旅馆费用。

对成本问题的高度关注，是比亚迪持续盈利的原因之一，对于新拓展业务也不例外。比亚迪的每项业务，包括电池、手机配件以及汽车，在2008年都实现了盈利，尽管规模不大，净利润额为1.87亿美元左右。已在香港证券交易所上市交易的比亚迪当前市值约为38亿美元，低于福特公司（今年4月初市值为70亿美元），但已超过了通用汽车公司（13亿美元）。

采访即将结束之时，我向王传福问起公司名字的由来。有报道说，“比亚迪”（BYD）的意思是“成就梦想”（Build your dreams）。不过他说，他们是后来才把这句话当作公司口号喊出来的。还有人说，随着摩托罗拉、苹果和伯克希尔哈撒韦等外国公司纷纷来到深圳，这个名字又有了另一层意思：把你的美元带来（Bring your dollars）！

索科尔去年夏天参观比亚迪时，王传福带他去了一家电池厂，并解释说公司要生产100%的可再生电池。为达到这个目标，公司研制出了一种无毒电解液。王传福为了强调自己所言不虚，竟倒上一杯电解液喝了下去。“滋味不怎么样。”他皱着眉头说，还递给索科尔，请他也尝一口。

虽然索科尔婉言谢绝了，但他实际上已经心领神会。“他要传达的核心意思是，我们若是打算解决环境问题，就不能用新科技再制造出新的环境问题。”索科尔说。

索科尔写过一本关于管理原理的薄册子，书名叫《满意但不满足》*（Pleased but Not Satisfied）*。通过访问，索科尔对王传福有了一番评价。他认为，王传福是一位目标性超常的管理者。“许多优秀企业家可以白手起家，发展到几百万的营业收入和几百个员工的规模。而他手下却有10万多人，很少有人能做到这一点。”回到美国之后，索科尔对巴菲特说：“这家伙真了不起，你得见见他。”

访问比亚迪公司之前，索科尔就相信电动汽车前景广阔。由于面临气候变化的威胁，他的中美能源控股公司已经研究电池和风能等清洁能源好几年了。索科尔说，无论用哪种方法，能源公司必须在生产更多能源的同时减少二氧化碳的排放。

电动汽车就是一种解决之道。它们排放的温室气体比燃烧汽油的汽车要少，而且燃料成本也更低，即便油价低廉时也一样。这是因为电动引擎比内燃引擎效率更高，还因为大规模生产能源（如煤电或核电）的浪费程度也低于小规模的生产（在内燃引擎中燃烧汽油）。

用数字来说明的话大致是这样：假设你每年的行驶里程为12000英里，汽油价格为每加仑2美元，电费为每度12美分，美国大部分地区都是这个价格，那么一辆每加仑油约行驶20英里的汽油车型，比如雪佛兰黑斑羚（Impala）或者宝马X3，每年用油的成本为1200美元，排放二氧化碳6.6吨。给这些车装上电动引擎后，每年燃料成本可降至400美元，废气排放量也会减少到1.5吨左右。

不过，最大的问题在于，电动汽车的生产成本太高，其中尤为昂贵的就是电池。生产安全可靠、经久耐用、快速充电的汽车电池是一件复杂且成本高昂的事情。比亚迪宣称已经在磷酸亚铁锂离子技术方面取得了突破性进展，但是否真的能如他们许诺的那样切实可行，恐怕谁也不能打包票。

怀疑者认为，比亚迪不可能生产出性能上超出其竞争对手、成本又低廉的电池产品。美国能源部购买了一辆F3DM轿车，以便拆下车上的电池进行研究。希特拉·戈帕尔（Chitra Gopal）是一位密切关注该公司的野村控股证券公司（Nomura Securities，日本最大的证券公司）新加坡分部分析师，他说，比亚迪的命脉在于“全新的技术，但规模化和低成本生产这种电池方面的能力尚未被证实”。电动汽车网站“电动车世界”（EV World）创办人兼总编辑威廉·摩尔（William

Moore）说：“他们必须让大家相信，他们销售的汽车可靠、耐用，质量一流。”

就连比亚迪的追捧者也说，公司生产的汽车从坚实度到外观都还有很多空间有待提高。索科尔承认：“他们的汽车远远赶不上丰田汽车，这是确凿无疑的。”比亚迪目前向非洲、南美和中东出口汽油驱动的汽车，但他们的竞争优势是售价而非质量。

比亚迪第一辆插电式混合动力车被称作“双模式”汽车，主要靠电力驱动，同时备有一台内燃式引擎。两款全电动汽车E3和E6型，也将在今年晚些时候问世。以上车型都会首先在中国销售，主要卖给团体用户：政府机关、邮政局、公用事业单位和出租汽车公司，这些用户都将建立快速充电中心。欧洲，因其高昂的油价，有望成为比亚迪电动汽车销路最好的地区。去年，王传福与一家荷兰汽车经销集团Autobinck签订了协议，在荷兰以及5个东欧国家分销比亚迪的汽车。

比亚迪尚未决定是否进军美国市场，因为在美国使用电动汽车的经济性不如欧洲。已经成为比亚迪董事的索科尔说，目前，比亚迪应该先成为全球汽车制造商的电池供应者。不过还是有一些美国人急于同比亚迪做生意。就在《财富》杂志记者造访比亚迪后的第二天，美国俄勒冈州州长泰德·库隆戈斯基（Ted Kulongoski）也来到该公司试开电动汽车，并且敦促公司通过波特兰港口进口。与此同时，比亚迪的研究人员正在酝酿下一个大项目，他们称之为“家庭清洁能源方案”（Home Clean Power Solution）。大体内容就是开发一组屋顶太阳能光伏板，内置储存电力的电池，以备没有太阳时使用，所有部件全由比亚迪设计并生产。“太阳能取之不尽，”王传福说，“技术改进之后，我们就能降低成本。”

同时，王传福还集中精力打造一支更强大的管理队伍，以推动公司发展。索科尔说：“好消息是，他今年才42岁；坏消息是，目前他

显然是公司幕后的驱动力和掌舵者。他必须加快速度建立一支队伍，但我觉得他自己也很明白这一点。”去年冬天，轮到索科尔带王传福走遍美国了。他俩从底特律（比亚迪汽车在那里举办的北美汽车展上一鸣惊人）动身，到西海岸结束旅程，王传福在那里第一次见到了芒格。在途中，他俩还在奥马哈稍做停留。

“比亚迪为什么会发展得这么快？”巴菲特通过翻译问王传福。王传福回答说：“我们公司依靠的是专业的技术知识。”像往常一样，巴菲特对技术问题依旧秉持着小心谨慎的态度，他问起比亚迪将如何保持自己的领先地位。“我们从不停歇。”王传福回答。

巴菲特或许不懂电池或汽车，更听不懂汉语，然而驾驶汽车是不需要翻译的。

84

最受赞赏的人们赞赏谁（节选）

2010年3月22日

安娜·贝尔纳谢克

在一年一度的最受赞赏公司评比中，《财富》杂志邀请了6位最受赞赏公司的首席执行官来谈谈他们自己最赞赏哪一位首席执行官。美国运通公司的首席执行官肯·查劳尔特（Ken Chenault）选择了巴菲特，他说，他身上有一种令人难以置信的完美融合，即极高的智慧和商业头脑与情感互动能力之间的完美融合。

85

巴菲特的“修复”先生

2010年8月16日

布赖恩·杜梅因

没有人会想到，2010年我们发表这篇赞美戴维·索科尔的文章不到一年之后，他会从伯克希尔哈撒韦公司辞职，而且许多媒体将他的离职视为“不耻”行径。事实上，本文作者笔下的索科尔是“最经常被视为巴菲特继任者”的人。其他5位同样具有竞争力的伯克希尔哈撒韦公司高管分别是：中美能源控股公司的格雷格·埃布尔（Greg Abel），伯克希尔哈撒韦公司再保险业务的阿吉特·贾因，通用再保险公司的泰德·蒙特罗斯（Tad Montross），政府雇员保险公司的托尼·奈斯利（Tony Nicely）以及BNSF铁路公司的马特·罗斯（Matt Rose）。

然而2011年3月，索科尔突然将自己作为有力竞争者的资格抹杀掉了。从伯克希尔哈撒韦公司辞职是他做出的选择。他告诉巴菲特，他打算离开一段时间，因为他想做一些自己的事情。不过，据巴菲特亲自撰写的关于他辞职的新闻稿以及索科尔对此的解释，索科尔几个星期前刚购买了路博润（Lubrizol）股票并告诉巴菲特，这是一家很好的公司，应该考虑收购。巴菲特措辞也比较谨慎，他指出，索科尔向他提出想法之前就购买了这些股票。也不知道巴菲特会如何反应。即便如此，索科尔购进股票的事实，加上路博润股票大涨以及巴菲特决

定收购该公司的举措，都把他置于在外人看来仿佛是内幕交易的坏名声之中。

伯克希尔哈撒韦公司对整件事情的公布也给新闻稿作者巴菲特的声誉带来了影响。2011年3月30日，该新闻稿发布于伯克希尔哈撒韦公司网站。全球舆论普遍认为这个新闻的发布对索科尔太过仁慈，而且巴菲特对他的行为没表现出任何愤怒，因为他早先说过，如果任何人对伯克希尔哈撒韦公司的信誉有一丝一毫的损伤，他会毫不留情。巴菲特的批评者也质疑，为什么索科尔告诉他自己拥有路博润股票时，他没有追究。

索科尔的问题不仅成为舆论的热点，也成为4月30日举行的伯克希尔哈撒韦公司2011年股东大会上的头号话题。作为招募来接收股东问询邮件以及第一个在话筒前发言的三位记者之一，我宣读了一个苛责性的问题：“为什么巴菲特没在索科尔问题上表现得更强硬些？”我话音未落，一阵掌声随之而来。随后，巴菲特颇费了一番功夫予以解答。他说索科尔的行为的确“令人费解”，他也承认自己在这件事上本应该处理得更好些。巴菲特还特别说到，他本应该就索科尔购买路博润股票的问题进行追究。

股东大会之后，索科尔事件也渐渐偃旗息鼓。索科尔本人已经从奥马哈搬到了怀俄明州的杰克逊洞，并在那儿组建了一家投资管理公司。证券交易监督委员会被证实已经调查了索科尔的交易，但截至本文出版时，未出现任何关于诉讼的问题。

由于索科尔的事件发生在《财富》杂志截稿日之后不久，所以我们并未在杂志上刊登这件事。但是杜梅因，也就是后面这篇有关索科尔文章的作者，于巴菲特声明发表之后的第二天，就在《财富》的网站Fortune.com上发布了一篇有关索科尔的文章。杜梅因并没有使用

“令人费解”这样的字眼，但他也承认，索科尔的行为确实给人这种感觉。

——卡萝尔·卢米斯

2008年9月，雷曼兄弟公司破产的第二天，戴维·索科尔注意到，位于巴尔的摩的公用事业公司美国联合能源公司（Constellation Energy）的股价暴跌。于是他给自己的老板沃伦·巴菲特打电话说：“我在这家公司身上看到了机遇。”巴菲特也同样意识到了这一点，简短的商讨之后，他们决定：“我们买下它吧。”

联合能源公司持有大量有问题的能源期货合约，已经濒临破产边缘。伯克希尔哈撒韦公司旗下中美能源控股公司的董事长索科尔非常了解公用事业行业，他看到了廉价购入可靠资产的机遇。不过，这笔交易必须在48小时内完成，否则联合能源公司就得申请破产了。

索科尔给联合能源公司首席执行官梅奥·沙特克三世（Mayo Shattuck III）的办公室打电话，当时沙特克正在召开董事会紧急会议，他的助理接的电话，索科尔告诉她，他要跟沙特克通话。秘书说，如果她在这个时候打断会议，可能会丢掉自己的饭碗。索科尔告诉她：“如果你不打断会议，你的饭碗才可能不保。”

索科尔随即登上一架猎鹰50EX（Falcon 50EX）公务机，飞往巴尔的摩。他与沙特克会面的当晚就商定以47亿美元的价格买下联合能源公司，从而避免了该公司的破产。

在整个收购完成之前的几周之内，联合能源公司的董事会就收到了来自法国电力公司（Électricité de France）溢价大约为30%的报价。董事会和索科尔双方都对这个报价很满意，在为伯克希尔哈撒韦公司赚得了12亿美元的单方终止协议费之后，索科尔拂袖而去。

当投资者想到伯克希尔哈撒韦公司时，他们自然会想到沃伦·巴菲特，以及他作为首席执行官高度缜密却又大胆放权的作风。面对麾下这么多公司的高管，从政府雇员保险公司到奶品皇后，从本杰明·摩尔涂料公司到《布法罗新闻报》，再到飞机租赁公司利捷，巴菲特给了它们充分施展拳脚的空间。然而，在他的商业帝国里，有时也会有首席执行官把事情搞得一败涂地的情况，这时就需要有人收拾残局或者来完成需要完成的交易，并且要够快。每当遇到这种情况，巴菲特找的人就是戴维·索科尔。

在伯克希尔哈撒韦公司所有的将领中，53岁的索科尔最经常被认作巴菲特的接班人，但他本人对这种猜测总是不予理会。巴菲特对索科尔的作为颇为欣赏：他搞定了多笔交易，大幅提高利润，扭转业务的困难局面。在为索科尔《满意但不满足》一书所写的序言中，巴菲特写道：“他在商业管理方面取得的成就，相当于泰德·威廉姆斯（Ted Williams）0.406的棒球打击率。”

巴菲特第一次见到索科尔，是在1999年伯克希尔哈撒韦公司收购爱达荷州的中美能源控股公司之时。1991年，索科尔和巴菲特的老朋友沃尔特·斯科特一起买下了一家每年收益2800万美元的地热公司，将其发展壮大成后来的中美能源控股公司。目前公司总部位于爱达荷州首府得梅因市，收入高达114亿美元，约占伯克希尔哈撒韦公司总收入的10%。索科尔现任公司董事长。2007年，巴菲特要求索科尔帮助境况不妙的佳斯迈威公司（Johns Manville，一家专门生产屋顶以及隔热建筑材料的公司）重回业务轨道。众所周知，索科尔出色地完成了任务，现在担任这家公司的董事长。2008年，巴菲特的副手查理·芒格让索科尔飞往中国，对电池及电动汽车生产商比亚迪进行一番严格考察。索科尔对考察结果非常满意，于是伯克希尔哈撒韦公司投资2.3亿美元，买下该公司10%的股份，现在这笔投资的价值已经涨到15亿美元左右。今年4月，美国参议院金融监管法案中的一项条款令巴菲特倍

感焦虑，该条款要求伯克希尔哈撒韦公司和其他公司为其现有的金融衍生产品提供数十亿美元的抵押。这一次，又是索科尔代表巴菲特与参议院商榷。最终巴菲特一方获胜。

去年夏天，索科尔接到了巴菲特交给他的或许是他职业生涯中最重要的一项任务：让私人飞机租赁公司利捷扭亏为盈。这家“产权共享”模式（fractional ownership）的飞机公司去年税前巨亏7.11亿美元。这种表现显然温暖不了巴菲特的心窝。而今天，这家公司已经开始盈利，《财富》杂志独家获得了索科尔成功的秘籍，稍后会对其进行分析。

巴菲特为什么会喜欢这个奋发努力的中西部人，其实并不难理解，索科尔弥补了他技能上的不足。巴菲特给人的感觉像是你最喜欢的叔叔，随和，又不失幽默感，而索科尔却总是像一台高速运转的机器。专业工程师出身的他，是个态度强硬、直截了当的职业管理者。每天早上5点之前起床，然后坚持每周5天慢跑5英里，练习举重，锻炼的部分原因是控制体重，但同时也是为应付高强度的工作。一年中有半年他都出差在外，这还不包括他在奥马哈和哥伦布的两个家之间来回奔波的时间。他和妻子佩吉（Peggy）育有一女凯莉（Kelly），现已长大成人。在珍贵的业余时间里，他喜欢钓鱼和滑雪。巴菲特说：“他一天完成的工作，也许比我一周做的还多，我可不是在开玩笑。”

索科尔因其辛勤工作获得了丰厚回报。他、沃尔特·斯科特以及中美能源控股公司现任首席执行官格雷格·埃布尔共同拥有该公司19%的股权（股权并不是均分的），2000年，伯克希尔哈撒韦公司收购该公司时，这笔股权的市值约3亿美元。索科尔每天不是和他的员工在一起，就是与客户或者商业伙伴一起去中国、巴西、德国等地寻找新机遇。既然他把这么多时间花在办公室以外，又是如何同时管理三家大

型企业的呢？索科尔有自己的一套模式，而且已经写在《满意却不满足》一书当中，他把这本自费出版的书赠给了他所有的高管。

这本只有129页的凝练的小册子详细阐述了索科尔的6条法则：出色运营、诚实守信、服务客户、服务员工、金融实力和尊重环境。没错，这些都是管理中的陈词滥调，但索科尔不遗余力、始终如一地贯彻到他经手的每一家公司，有需要时甚至表现得冷酷无情。正因为此，他才一次又一次获得连巴菲特也会之大为赞赏的业绩。

索科尔说，同时管理三家公司还有一种技巧，那就是聘请一流的行政助理并充分调动他们的积极性。他说：“许多人只让助理听听电话、打打字、给文件归归档而已，我的助理最多只花1/3的时间在这些事情上。”他有两位全职助理和一位兼职助理，他说他们“知道我的心思”。他们每周向他汇报一次，内容包括他为公司以及负责业务的高管设定的所有目标的进展情况。

他的助理还知道他开会从不迟到，他认为迟到是非常失礼的。他们总会安排充裕的时间，以免发生意想不到的事情，但他们还要确保如果他提前半个小时到达，也有工作可做而不致浪费时间。

索科尔的童年几乎没有什么征兆显示他有朝一日会取得如此巨大的成功。他在奥马哈长大，用他自己的话说：“错误地住在了小镇的另一端。”在内布拉斯加大学读书时，他希望成为一名医生，但当他第一次看到尸体时便晕了过去，头还撞在了大理石桌子的边缘。他父亲婉转地暗示，他可以追随哥哥的脚步，学习土木工程。

1982年，也就是索科尔大学毕业4年后，他受聘于纽约市的花旗集团，为客户提供投资大型废弃能源项目的建议。没过多久，他便忍不住诱惑，跳槽去经营一家名为奥格登·马丁（Ogden Martin）的废弃能源公司。在他的领导下，公司成为纽约证券交易所上市企业。之后

他与沃尔特·斯科特开始了合作，共同创建了后来的中美能源控股公司。

索科尔的记录并非完美无瑕。正如有句话说：即便你有时能打出0.406的平均打击率，也不能保证没有意外出现。在职业生涯中，他自认为至今最大的一次失败发生在20世纪世纪初，他决定投资一种新方法以清除中美能源控股公司在加利福尼亚州地热井里的锌。这种技术在实验中是奏效的，但在实地运用时彻底失败了，让公司损失2亿美元。索科尔反思此事时，认为当初应该再做一些指引性测试。**他说：“我犯的最大的错误就是当我批准这个项目时，却在内心深处感到这是个错误。从那以后，我一直用这个事例教导年轻的管理者：要注意倾听你的直觉，这非常重要，特别是当直觉告诉你千万不要做某些事的时候。”当他把这个坏消息报告给巴菲特时，老板只云淡风轻地说了句：“别养成习惯就行。”**

去年4月，索科尔再次受到冲击，因为奥马哈的一位法官对中美能源控股公司开出了3200万美元的罚款，因为他发现在20世纪90年代，该公司为了迫使菲律宾的一个水力发电项目中的少数股东退出，“蓄意”错误地计算未来的利润。索科尔坚决反对这项裁决，公司正在提起上诉。

尽管遭遇了如此挫折，但每当伯克希尔哈撒韦公司这架庞大机器的某个“部件”发生故障时，索科尔仍然是巴菲特派出的“修复”先生。那么，当索科尔空降之后会发生什么呢？让我们看看利捷公务航空公司的故事吧。

2009年8月中旬，利捷公务航空公司的资金和客户都不断流失。公司创始人兼首席执行官理查德·圣图利草拟了一封辞职信，巴菲特接受了他的辞呈。当时的情形对他们二人来说都是非常痛苦的。巴菲特

把圣图利当朋友看待，还在伯克希尔哈撒韦公司2003年的年报里，将他描述为“卓越的首席执行官”。

曾在高盛集团做过银行家的圣图利，于1986年开创了飞机行业的产权共享模式；到2009年，利捷公务航空公司共有842架飞机，3500名飞行员，总收入达31亿美元。圣图利签署过《禁止诽谤公司协议》（*nondisparagement agreement*），因此未对本文发表评论。

圣图利发现，大部分飞机所有人一年只使用飞机几百个小时，于是他想出了产权共享的概念。为什么不把获得所有权的昂贵成本拆分开来，这样做，还可以免去聘请飞行员和维护飞机的麻烦？如今，利捷公务航空公司的客户通常在例如5年内购买飞机1/8的所有权，如果使用飞机还要另外支付每小时5000美元的费用。由于利捷公务航空公司拥有庞大的机队，因此它能保证所有人，在提前4小时通知的情况下都能得到飞机；不一定是他自己的那架，但肯定是同一机型。

巴菲特和他的家人以及伯克希尔哈撒韦公司的许多高管一直都是对利捷公务航空公司非常满意的客户。巴菲特非常喜爱这家公司，他喜欢在股东大会上向伯克希尔哈撒韦公司的股东推销这项服务，有时还会在股东大会上展示这些喷气式飞机。巴菲特旗下还拥有内衣品牌鲜果生活（Fruit of the loom），他在2001年的一份报告中写道：“如果你购买了一架飞机的分时所有权，我们甚至有可能额外赠送一盒三条装的短内裤或平角内裤。”可是，自从巴菲特在1998年以7.25亿美元的价格买下利捷公务航空公司之后，连赚回伯克希尔哈撒韦公司的投资本钱都困难。

共享产权业务就像管理航空公司一样，恐怕还要更为复杂。想象一下，短短4小时提前预约，就要把客户送往目的地。这就不仅要有可供使用的飞机，而且还要有可值飞的飞行员、机组乘务员、维修人员及餐饮服务，一切都要在合适的时间出现在合适的地点。每年利捷公

务航空公司仅用于培训飞行员的费用就高达1亿美元。哥伦布总部还有自己的天气预报专家，追踪天气变化，预报可能的航班延误。

利捷公务航空公司那些富有的客户已经过惯了予取予求的生活。一位G-5公务机的所有者只用白色的“舒泰龙”的杯子喝咖啡，机组人员不得不四处寻找这样的杯子，然后将其放在他的座位旁边。该公司一位飞行员回忆说，有位乘客从丹佛飞往洛杉矶只是为了理发，随后又返回了丹佛。这位乘客是只贵宾犬，其飞行花费了32000美元。

到2009年8月为止，金融危机对利捷公务航空公司的打击异常惨重。一些高管再也不希望被人看到登上价值5000万美元的湾流公务机。尽管底特律的那些首席执行官还是坐着私人飞机去参加美国国会有关救助计划的听证会，但也未见得对公司起到实际帮助。其他人则负担不起这样的费用了。利捷公务航空公司的合同保证以合理的市场价格回购所有人的股权。背负沉重压力的华尔街巨头苦于卖不掉自己的房子、艺术品或者马匹，但他们却紧紧握着伯克希尔哈撒韦公司回购他们飞机的合同保证。飞机所有人开始以前所未有的势头出售手中的飞机股权。当时的该公司某位利捷公司高管说：“我们如临深渊。图表上的曲线仿佛是六面旗主题公园里的超人过山车。”公司的账面上出现了巨额未售出的飞机价值，有些付款甚至还不到40%。

由于局势恶化，索科尔取代圣图利出任公司首席执行官。8月初，他飞赴哥伦布利捷公司总部视察时，发现公司存在两个主要问题。首先，新购买的飞机太多了，导致公司债台高筑。其次，据索科尔说，公司的组织形式太不规范，以致影响了工作效率。索科尔开始分发他的管理小册子。不久之后，他便意识到“修复”公司远比他想象得困难。

在20世纪的最后25年里，极富个人魅力的领导者圣图利在公司构建起了强大的公司文化。许多员工感觉公司就像他们的大家庭，他们

愿意付出额外的劳动以保证这个庞大而繁复的企业每天正常运转。但凡有人需要帮助，就能得到帮助，员工互相代班的情况很常见。

索科尔面临的挑战就是，如何在不破坏独特的公司文化的前提下，彻底改变公司。但是，公司高层却希望一切保持原样。索科尔在会议上提议卖掉飞机或者削减成本，高管们却极力反对。不久，索科尔就变得很沮丧。当时管理运营部门的比尔·奥尔森（Bill Olsen）说：“索科尔拒绝采纳建议、批判性的辩论或建设性的批评意见，这点在公司内尽人皆知。如果你在会上挑战他，他就会狠狠地瞪着你，而且你很快就会被他遗弃。”奥尔森离开管理岗位后，又当起了公司的飞行员。索科尔的回应是：“这并不属实。我的管理风格是协同合作型的。”

尽管阻力重重，索科尔还是努力推进改革，他取消了新飞机的订单，出售旧飞机，将债务从19亿美元减少到13亿美元，他还削减了大约1亿美元的成本，这足以让公司运营实现盈利。他的改革从易处着手：取消免费使用飞机的措施为公司节约了近3000万美元的开支。旧的管理体制经常允许电影明星、歌星或公司的朋友免费搭乘飞机，或者出于宣传目的给他们升舱。索科尔说：“对于这样的推广活动，我们也许只能创造两三百万的价值，却要花费掉3000万美元的成本。”他还取消了公司每年为客户举办的且花费不菲的拉斯维加斯扑克牌锦标赛活动。

紧接着就是裁员。圣图利此前已经削减了约4%的工作岗位，现在又裁掉5%的员工，并且暂时解雇了近500名飞行员，员工总数因此降至6400人。他说，由于公司的飞机数量减少了，所以不再需要那么多员工。许多高层管理者极力反对这样大幅度的裁员，他们认为服务质量会因此大受影响。不久之后，公司批准了近一半高管的辞呈。其余人员要么被重新分配，要么自行离开。

索科尔坚决认为公司老早以前就该进行重组。他说：“管理紊乱的一大好处就是你很难衡量每个人的能力，因此高管们会互相拍着肩膀，吹捧说他们工作出色，而实际上根本没有办法衡量他们的工作。”公司一位高管管理的销售区域已经陷入亏损，可他还是得到了数百万美元的奖金。

整肃了高管团队之后，索科尔又从下层管理者中提拔了3名进入高管团队，还从外部聘请了3位。他说：“公司的情况就是头重脚轻，并且缺乏优良的组织结构。我们必须让员工有责任感，有清晰的、可实现的目标。我们必须保证每个人权责明确。”

在以往的旧体制下，服务和成本水平只能在一定范围内衡量，却无法在整个组织内实现。索科尔将为公司效力多年的比尔·诺埃（Bill Noe）提拔为公司北美地区总裁，诺埃解释说：“在旧的体制下，你可以把所有高层人员召集到一起并告诉他们我们的目标和工作。但是下一级员工是否了解究竟发生了什么，答案很可能是否定的。”

索科尔培养他的团队去衡量公司做的每一件事，从准时服务到票据托收，再到餐饮质量，无所不包。他说：“当我们出现失误时，我们就会分析犯错误的原因。如果有解决办法，那我们就建立一套体系，从而彻底解决它。”最近，公司的一位客户要在劳德代尔堡一个小型私人机场降落，却要在劳德代尔堡国际机场租辆车。这是他的疏失，但公司的客服代表并没有发现。从那以后，索科尔的团队调整了软件系统，这样一来，如果计算机系统没有指出汽车和机场位置不吻合，客服代表就预订不了汽车。他说：“在航班预订方面，我们的失误率不到0.5%。但即便只有0.5%，也还是太多了。”

索科尔还把客户服务、销售和市场营销集中到一个团队内，创建了综合功能团队，以便更熟悉每位飞机主人的需要。这批客服人员，常常与机主们见面，或许会发现诸如X先生喜欢鱼子酱和零度可口可乐

这样的信息，然后把此类信息补充到公司为每位客户建立的主文件中。公司高级副总裁亚当·约翰逊（Adam Johnson）说：“知道飞机上所有乘客的姓名、纪念日和生日等，会对建立密切友好的关系大有裨益。”

索科尔说，公司原有的创业型企业文化，主要着眼于当前的成长，而不是长期规划。他制订了严密的5年期和10年期计划流程，关注点从未来对新飞机的需求到飞机燃料价格、通货膨胀再到中国等新市场的开发等，囊括了方方面面。公司的总顾问乔丹·汉塞尔（Jordan Hansell）说：“对经济形势、商业计划、监管规定做出一系列完整、明确的设想，这会督促你分析哪些是有可能让你改变决策的重要因素，从而有助于减少意外的发生。”

不过，令索科尔大吃一惊的是，公司某些心怀不满的前管理人员对他发动了一场言论攻击，甚至有一部分出现在了巴菲特的传记作者爱丽丝·施罗德（Alice Schroeder）的网站上。公司共同创始人吉姆·雅各布斯（Jim Jacobs）是最严厉的批评者之一。今年1月，雅各布斯辞去了公司副董事长的职务。他认为，索科尔削减成本的措施是以牺牲服务标准为代价的，而且飞机所有者牢骚不断，很多人还离开了公司。他还声称，取消新飞机的订单是个巨大的错误。他说：“我们过去一直在保护这种业务价值，确保‘金蛋鹅’持续为我们产下‘金蛋’。我们没有恐慌过，没有裁减过飞行员，想把他们再请回来还得花大价钱；我们也没有取消新飞机的订单，那样会导致现有机队老化，从而使运营成本进一步提高；我们没有关闭重要的关系网。如今的利捷公司，没有人知道该如何管理它。”

在批评裁员的措施时，雅各布斯指出，在2009年的7.11亿美元亏损中，大部分都是非现金开支，即使不再出售新的部分所有权，公司

还是有望在2010年实现大约7000万美元的现金流。他认为，这些裁员措施让公司成了“以往的一个渺小的缩影”。

“荒谬至极！”索科尔立刻反驳道，“在所有我经手过的收购交易和转型改革中，从未见过哪个高管在离职之后还跳出来散播谣言，给客户打电话，不顾一切地试图中伤公司。这简直令人无法容忍！他们这样做只会伤害他们自己以及公司的员工。”

当然在这个问题上，有一个人的看法至关重要，那就是巴菲特。对索科尔的管理成果，巴菲特既欣喜又满意。“公司现在的盈利状况很好，而且不是通过卖飞机获得的，”巴菲特说，“看起来公司今年的税前利润有望达到2亿美元。这是我所见过的一项伟大的管理成就。当航空业东山再起时，公司的年利润可能会达到5亿美元。”

索科尔认为，这次转型改革已经基本结束。他希望在今年年底之前，从新的6人管理团队中挑选一个人担任首席执行官。现在的问题是，当奥马哈打来的电话再度响起时，他又要飞往何处呢？

TAP
DANCING TO WORK

捐赠承诺

2010年6月，几乎就在沃伦·巴菲特宣布他对比尔和梅琳达·盖茨基金会及其他4个基金会巨额慈善捐赠的整整4年后，他和盖茨再次因为宣告自己的捐赠承诺而重新回归到公众视野，他们此行的目的就是激发亿万富翁思考自己对于慈善的贡献。《财富》杂志特地将这一重大新闻打造成封面文章，后面还附有巴菲特个人的慈善承诺，同时张贴在全新网站givingpledge.org上。

在发布捐赠承诺的三个月前，当时还未完全确定发布的方式和时间，盖茨和巴菲特在奥马哈机场附近见面并共进了午餐，商讨发布的地点（当时连名号都还没有）。关于他们的计划，我知道一点儿，而且我认为让大众获悉这件事也非常重要。我把这件慈善事业中里程碑式的事件告诉了杂志总编瑟沃·安迪，他当即表示同意，因此就有了我们6月份刊发的封面故事，镜头瞄准了3月份在奥马哈郊外好莱坞餐厅（Hollywood Diner）共进午餐的巴菲特和盖茨。盖茨乘坐飞机跨越整个国家来与巴菲特相会，而巴菲特本人也是驱车从市中心的办公室风尘仆仆地前往约定地点。

自2012年9月起，共有92位捐赠承诺签署者（还不包括共同签名的配偶）。鉴于美国还有更大一批巨富族群，也就是“福布斯400”富豪榜单上的富豪，巴菲特和盖茨一直将他们视作可待挖掘的潜在捐赠者，所以前景还是相当乐观的。不过，巴菲特相信已经签署宣言的人已经让捐赠承诺达到了真正意义上的成功。他说：“即便这个数字小于92，我也会认为已经得偿所愿，而且我知道，我们已经改变了很多人关于捐赠数额的看法。某些人捐赠的数目是非常庞大的。”

非但如此，巴菲特和盖茨还组织并参与了印度和中国的慈善晚宴，将捐赠承诺的观念传播到那里，因为那里的富人更倾向于将巨大财产传承给下一代而非捐献给慈善事业。2011年3月印度的那场晚宴吸引了大批商界人士和政府官员。所以在此，我们也无法估量捐赠承诺能够走多久，走多远。

——卡萝尔·卢米斯

86　6000亿美元的挑战

86

6 000亿美元的挑战

2010年7月5日

卡萝尔·卢米斯

2009年5月，有人爆料给媒体说，美国最富有的两个人，比尔·盖茨和沃伦·巴菲特在纽约市秘密组织、主导了一次亿万富翁晚宴。据说晚宴由戴维·洛克菲勒主持，包括纽约市长迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）和奥普拉·温弗里（Oprah Winfrey）在内的重要人士都参与其中，晚宴的主题是慈善。

即便媒体一再追问，巴菲特和盖茨还是拒不回答。而这显然丝毫不能打消媒体对此事的关注，于是我们就看到了各种描述：《慈善纪事报》（*The Chronicle of Philanthropy*）称其为“前所未有”，美国广播公司新闻（ABC News）和《休斯敦纪事报》（*Houston Chronicle*）形容其“颇为神秘”，《纽约杂志》（*New York Magazine*）一篇滑稽的模仿文章还幻想乔治·索罗斯在奥普拉面前表现出粉丝追星的可笑模样。一家广播电台主持人所描绘的更是一幅黑暗场景：“女士们，先生们，一场恶作剧正在秘密进行，这对我们这些人来说不是什么好兆头。”“不，完全不是这样的。”与会的比尔和梅琳达·盖茨基金会前首席执行官帕蒂·斯通西弗（Patty Stonesifer）反驳道，

她还极不情愿地站出来澄清谣言。她告诉《西雅图时报》（*Seattle Times*），这仅仅是朋友和同事之间讨论慈善想法的一次聚会。

事实的确如此。不过，这次讨论却蕴藏着极大改变美国人慈善捐赠行为的可能，并引导他们提高捐赠数额。通过这次晚宴，盖茨和巴菲特开启了一场可谓史上最大规模的募捐活动。任何类型的捐款者他们都欢迎，但最直接的目标还是亿万富翁，他们希望这一群体大幅提升对慈善机构的捐赠数额。不过，在纽约晚宴上，这一愿景尚未成形。随着另外两次晚宴的举行（均未被披露），巴菲特和盖茨夫妇最终设定了一个目标：从“福布斯400”富豪榜单开始，带动超级富豪承诺（字面上的“承诺”）在他们有生之年或去世时至少捐出一半身家给慈善事业。

毫无疑问，该计划将大幅提升慈善捐款的数额，虽然具体的捐款规模还是个谜，但我们总会得知。我需要在此说明的是，本文是第一篇公开披露巴菲特、梅琳达和盖茨努力倡导的慈善承诺活动的文章。在过去几个月间，随着该项目的逐渐开展，《财富》杂志采访了三位发起人以及一些已经加入“盖茨-巴菲特运动”的亿万富翁。

从某种意义上来说，本文也与《财富》杂志另外两篇关于巴菲特的封面报道相呼应。第一篇是发表于1986年的《一切都该留给子孙吗》。巴菲特回应，坚决不会。第二篇文章写于2006年，披露巴菲特有意将自己在伯克希尔哈撒韦公司持有的股票逐步捐赠给5家基金会，最大受益方是全球规模最大的比尔和梅琳达·盖茨基金会。

那以后的4年时间里，巴菲特共向比尔和梅琳达·盖茨基金会捐赠了64亿美元，这还不包括将于今年夏天进行的2010年度的捐赠。与此同时，基金会利用巴菲特的捐款和盖茨夫妇的巨额捐赠大幅提高了捐赠水平，达到每年30亿美元左右，其中大部分用于全球健康事业。举一个小例子：受到该基金会重金资助的抗疟疾药品事业会（Medicines

for Malaria Venture）与诺华公司（Novartis）合作开发出口感较好的抗疟疾药片，分发给24个国家的数百万儿童服用，因为他们是该病的主要受害者。

2006年关于巴菲特的特别报道也是我本人撰写的，此时我的身份是《财富》杂志的资深自由编辑。此外，我还是巴菲特的多年好友，伯克希尔哈撒韦公司年报的编辑。通过他，我和丈夫约翰·卢米斯还结识了盖茨夫妇。卢米斯团队甚至偶尔还跟巴菲特和盖茨组成的队伍打桥牌。

话虽知此，但“盖茨-巴菲特运动”将给慈善业带来什么好处，这个问题从一开始就取决于一个“秘密”：美国最富有的人现在的捐赠规模有多大。多数人都选择不公开自己的捐赠数额，局外人很难揭开这一面纱。因此，无论是捐赠人选还是就其净资产而言，“福布斯400”富豪榜也许都是最接近的估测。巴菲特说，他知道有两位伯克希尔哈撒韦公司的股东应该列入榜单，但被漏掉了。因此，盖茨一语中的：“这个榜单不准确。”

尽管准确性遭到了质疑，杂志称“福布斯400”富豪榜2009年的净资产合计大约为1.2万亿美元。因此，如果这400人在有生之年或去世时捐出一半家产，那就是6000亿美元。至少，你可以把这一惊人数字视为巴菲特和盖茨夫妇期望中的捐赠额。

且不说“福布斯400”富豪榜，我们只要看看美国国税局（Internal Revenue Service）发布的年度捐赠和遗产税的数据，就能知道超级富豪的捐赠距离6000亿美元的目标还有多远。首先，总体而言，美国的情况令人敬仰：在做慈善的慷慨度方面远超其他任何国家，年捐款额在3000亿美元左右。

其中一部分被报道出来，是因为个人税收申报表中将慈善支出作为扣减项目。但是，低收入纳税人通常并不单列扣减项目，而是采用标准的扣减额。在较高收入水平的纳税人群体中，慈善捐赠数据开始显露出意义。以2007年为例（可获取的最新数据），调整后总收入为1000万美元或以上的18394名个体纳税人，申报的慈善捐赠额约为328亿美元，相当于其5620亿美元收入的5.84%。

亿万富翁的情况如何呢？虽然存在某些缺陷，但这里最有力的证据是源自美国国税局发布的400名年度纳税最多的个人的统计数据。近20年以来，名单上的人不断发生明显的变化。政府要追踪这400名纳税最多的个人的原因，也许是受“福布斯400”富豪榜的激励，当然也许不是。无论如何，这两份400人榜单尽管存在重叠，但不可能一模一样，原因之一是国税局的数据统计的是收入，而非净资产。

美国国税局2007年的数据显示，400名纳税最多的个人调整后的总收入共计1380亿美元，而仅110多亿美元被列为慈善支出扣减，所占比例约为8%。在此必须补充的是，扣减掉的金额必须上调，因为某些捐赠中允许扣减的额度是有限的，其中包括金额非常巨大的款项，比如，当年巴菲特向比尔和梅琳达·盖茨基金会捐赠的18亿美元等。即便如此，无论如何，人们还是无法想象110亿美元上调到150亿美元以上的可能性。如果我们认可150亿美元是个合理的估测值，这就意味着这400名纳税最多的个人将其收入的11%捐给了慈善团体，这也只是略高于1/10。

年度捐赠数额会不会误导人们以偏概全呢？人们或许会猜测，巨富之人在有生之年一直积累财富，然后在遗嘱中安排了大笔慈善捐款。然而令人感到遗憾的是，遗产税数据破坏了这种猜想，正如我们所见的2008年的统计数据那样。当年有38000名纳税人递交了遗产税申报表，遗产总额为2290亿美元。这些人中有4/5去世时没有订立慈善遗

赠。订立遗嘱的7214位纳税人共捐出280亿美元，仅占全部38000名申报人2290亿美元遗产总额的12%。

总的来看，该数据显示，极富有的美国人目前的捐款额与盖茨夫妇和巴菲特所倡导的适当水平（净资产的一半或更多）之间存在巨大差距。关键问题是，有多少富豪会赞同他们的倡议。

本次运动的标志性事件是2009年5月举行的那场亿万富翁晚宴，你也可以将其称为“首次晚宴”。盖茨夫妇将这一基本想法归功于巴菲特：一小撮乐于奉献的慈善家以某种形式聚在一起，讨论将行善的福音传播给更多人的战略。事实上，是盖茨夫妇亲自组织了这次会议。盖茨微笑着说：“如果你指望巴菲特组织这次晚宴，或许要等上一辈子了。”与此同时，巴菲特也给自己办公室里的一份新文件潦草地命了新名“伟大的捐赠者”。

第一份归档的文件是巴菲特和盖茨3月4日致慈善元老戴维·洛克菲勒的一封信，目的是邀请他主持这次晚宴。已95岁高龄的洛克菲勒告诉《财富》杂志，这份邀请“既令人吃惊又令人感到荣幸”。餐会地点选在纽约市的洛克菲勒大学（Rockefeller University）高雅且极其私密的校长办公楼，洛克菲勒担任该校董事会成员已有70年之久。他还要求68岁的儿子小戴维·洛克菲勒一同前往。

晚宴定于5月5日星期二下午3点举行，盖茨强烈要求定在这一天，因为彼时正值他和家人在欧洲3个月的度假期间，而这一天恰逢是他回美国作短暂停留期间。梅琳达选择跟3个孩子留在欧洲，因此没有参加首次餐会，但后续所有活动她都将参与。盖茨夫妇将此次运动视为个人事务，而非比尔和梅琳达·盖茨基金会的项目。

而且梅琳达从一开始就坚持认为应当邀请夫妇双方共同参加餐会，因为夫妇双方对任何决议来说都同等重要。她的理由是：“即便

赚钱的是丈夫，但真正管钱的也是妻子。任何慈善计划都应该有妻子的参与，因为这会影响到她和孩子的利益。”

3月24日，邀请函被寄出。即便实际到会的人数少于寄出的邀请函，但5月5日出席餐会的主持人和宾客无疑已经具备了足够的经济影响力：他们的净资产合计可能高达1300亿美元，都有着向慈善团体捐献的良好传统。除了以观察员身份出席的帕蒂·斯通西弗和小戴维·洛克菲勒以外，共有14人出席，包括老洛克菲勒、巴菲特和盖茨。来自纽约市当地的宾客包括市长布隆伯格，3名华尔街投资人——皮特·彼得森（“Pete”Peterson）、朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）和乔治·索罗斯；以及查里·“查尔斯”·菲尼（Charles“Chuck”Feeney）。菲尼是免税店DFS（Duty Free Shoppers）的大股东，迄今已通过自己的大西洋慈善总会（Atlantic Philanthropies）捐出50亿美元。1997年，当菲尼跌出“福布斯400”富豪榜单时，该杂志以少见的褒奖进行了评价：“他向慈善事业捐出了巨额财产。”

外地的宾客包括奥普拉、泰德·特纳以及来自加州的两对夫妇：洛杉矶慈善家伊莱·布罗德（Eli Broad）和艾迪丝·布罗德（Edythe Broad）夫妇，硅谷的约翰·莫格里奇（John Morgridge）和塔希娅·莫格里奇（Tashia Morgridge）夫妇。莫格里奇夫妇的财富主要来自思科系统（Cisco Systems）。这两对夫妇都一度因为行程不便，对是否接受邀约拿不定主意。不过，邀请函落款的几个签名实在是太有分量，从左到右依次为洛克菲勒、盖茨和巴菲特。“这几个签名令人印象非常深刻！”伊莱·布罗德说。

因此，在约定的日子，布罗德夫妇如期抵达，跟其他宾客一同围坐在一张大会议桌旁，猜测接下来会发生的事。解开谜团的是巴菲特，他俏皮幽默，据小戴维·洛克菲勒回忆说，巴菲特扮演起了“活跃气氛的角色”，他极力想让会议不至于“过分沉闷”和“过分自吹

自擂”。作为开场，巴菲特先从慈善事业谈起，形容此次会议“是一次探索”，然后邀请大家依次说说自己的捐赠理念及发展过程。

餐会的结果可以总结为12个故事，每个15分钟左右，一共持续了近3个小时。但《财富》杂志采访的与会者大多都认为故事引人入胜、非常精彩，尽管有些大家并不陌生。老洛克菲勒说，膝下之年就学到父亲和祖父的慈善精神。特纳讲起了他的老故事：一时兴起地向联合国捐献10亿美元。一些与会者谈到了从小额捐赠向大额捐赠跨越时面临的心理困扰。还有一些人则担忧慈善捐赠的决心可能会离间他们与孩子的关系。后来在回忆此次餐会时，巴菲特笑称，当时他感觉自己就像是精神病医生。

这些故事中谈及的慈善动机涉及多个领域：被多次提及的教育；文化；医院和健康；环境；公共政策以及贫困问题。盖茨觉得整个餐会“无与伦比”，慈善涉及领域之广令人钦佩，他说：“美国人捐赠覆盖范围的多元化，正是这个国度迷人的原因之一。”

随后的用餐期间，大家的谈话主题更加具体化，转向如何提高富人的捐赠额。比较好的提议包括：国家对伟大慈善家的认可（例如颁发总统奖章）；拍摄关于慈善的电影；出版慈善指南或者召开富豪大会等。但当时大家并未想到承诺这种方式。参与餐会的小洛克菲勒说：“我和父亲从餐会中领会到的最重要的一点是，增加捐款要仰仗那个房间中的很多人有步骤的、有针对性的、长时间的付出。”

但这场餐会最终还是遭到了意想不到的结局：消息泄露。基本可以确定，泄密者就是菲尼，泄密对象是他的多年好友尼亚尔·奥唐德（Niall O’Dowd），纽约市一家几乎不为人知的网站IrishCentral.com的创办者。《财富》杂志没能成功采访到菲尼；对于我们的猜测，奥唐德说：“我不能确定。”5月18日，也就是餐会召开两周之后，IrishCentral.com发表了一篇只有14个小段落的文章，标题为《全球巨

富在纽约的秘密聚首》。由于其他媒体竞相转载和追踪挖掘，IrishCentral.com网站因此名声大振。

IrishCentral. com网站的这篇文章没有搞清楚主持餐会或与会的是哪位洛克菲勒先生。除此之外，文章准确地提供了所有与会者的名字，最明显的例外就是唯独没有菲尼，显然他没有意识到这样只会令他比其他与会者更多了几分泄密嫌疑。非但如此，菲尼作为文章的“匿名”引述者两次出现在文中。第一次，作为“出席者”，他认为当天最令人印象深刻的发言者是盖茨，最直言不讳的人是特纳（他的发言令人惊讶），对改变自己的计划最坚定的人是巴菲特。第二次则是作为令人敬仰的“参与者”，对同座的宾客毫不吝惜地极尽褒扬之词：“那些伟大、善良的人，他们都来了。”

本次泄密事件的影响是，将“静锥区”（cone of silence，引自盖茨阵营的描述）转移到随后一年间捐赠运动的所有行动上。当然行动从未停止，包括在国外举办的几次小规模的餐会。盖茨和梅琳达在伦敦举办了一次餐会，盖茨还在印度和中国举办了几次餐会。提升别国的慈善捐助水平是一个很特别的挑战：在那里，家族财富的继承被视为理所当然，税法通常也不为捐助做扣减；由于缺少处理慈善事务的机构和组织，所以，捐款该给谁并不那么清楚。即便如此，如果盖茨夫妇和巴菲特发起的运动能在美国取得成功，就很有可能被推广到国外。

虽然经过了去年夏秋两季的推动，但巴菲特和盖茨夫妇还没能为这场慈善运动拿出一套组织方案来。在这种相对空白的情况下，捐赠承诺的想法开始形成并获得了支持。于是，他们决定再举办几次餐会。梅琳达说，他们三位发起人试图在这些餐会上“传播捐赠承诺的想法，看看能否得到大家的响应”。

于是就有了第二次和第三次的美国餐会。由于“静锥区”的缘故，这两次餐会的大部分与会者都未被曝光。比尔和梅琳达·盖茨基金会的一位发言人说，采取保密措施主要是为了对出席慈善宣讲会的富豪们表示尊重，如果他们决定不接受挑战，也要尽量避免他们可能遭受指责的尴尬。

不论如何，我们还是得知了几位与会者的名字。去年11月在纽约市公共图书馆举办的第二次餐会，出席的著名慈善家中，包括了纽约投资银行家肯尼思·兰格恩（Kenneth Langone）和妻子伊莱恩·兰格恩（Elaine Langone），以及来自费城的传媒大亨“格里”·伦费斯特（H.F.“Gerry”Lenfest）和妻子玛格丽特·伦费斯特（Marguerite Lenfest）。2000年，伦菲斯特把他位于宾夕法尼亚州的有线电视公司出售给了康卡斯特电信公司（Comcast），这为他和家人带来了12亿美元的收益，从而一举成为亿万富翁。他随即宣布，在自己的有生之年，他会把其中大部分捐给慈善事业。现年80岁高龄的伦费斯特迄今已捐献了8亿美元，绝大部分给了自己的母校：哥伦比亚大学法学院、华盛顿与李大学（Washington and Lee University）和摩尔西斯堡高中（Mercersburg Academy）。

在11月份的那次餐会上，巴菲特称赞玛格丽特·伦费斯特提出的意见是当晚最好的，这令伦费斯特倍感骄傲。玛格丽特说，富人们应该坐下来计算一下自己及其后代需要多少钱，然后商定如何处理剩余的那些财富。伦费斯特说：“巴菲特和盖茨夫妇的可贵之处在于，他们正努力让人们坐下来考虑这件事情。”

第三次餐会于去年12月在加州门洛帕克市的罗斯伍德桑德希尔酒店（Rosewood Sand Hill）举行，因而被很多人称作“湾区餐会”。但实际上，与会者来自加州各个地方及其周边的娱乐区。与会的是一些资深的慈善人士，包括风险投资公司克莱那·巴金斯（Kleiner Per

kins）的风险投资家约翰·多尔（John Doerr）和妻子安·多尔（Ann Doerr）、莫格里奇夫妇。这次餐会的会议地点就是由莫格里奇夫妇选定的。梅琳达说，这次餐会与前两次不同因为有许多与会者刚刚跻身富豪行列，捐赠意识正在形成之中。交谈持续了好几个小时，以至于为晚餐准备的牛肉老是煮过了头。据说，这让罗斯伍德桑德希尔酒店的管理人员大感吃惊，他们也许注意到了道格伍德（Dogwood）包房内的这群人应该赢得支持。

在这次餐会上，还暴露出人们对慈善活动的一些担忧。如果公开巨额捐献，会对捐献者的平静生活产生什么样的影响？慈善机构会不会无休止地索要？如何处理国际捐助？因为人们常常感觉像是把钱投进了无底洞。盖茨夫妇说，这些担心是合理的，因为人们希望自己捐钱时不会犯糊涂，就像挣钱时一样精明。但是这些顾虑并没有打消慈善事业为盖茨夫妇带来的满足感。在这几次餐会上，盖茨说：“没有任何人对我说，‘我捐多了，我本不该捐那么多。’”

在这几次餐会上，慈善承诺的提议也没有遭到“枪决”。换句话说，大家的“反应”还不错。于是2010年伊始，承诺被落实为运动的战略之一。把承诺比例定为净资产的50%，是比较务实的做法，虽然低于三位发起人期待的水平，但也可能已经是上限了，至少初期如此。与此同时，这份承诺绝非是有法律约束力的合同，而只是形成书面，要求人们认真对待的道德义务。事实上，这些承诺将被公布在一个由梅琳达创建、监督的全新网站givingpledge.org上。巴菲特的承诺99%可能会成为该网站的第一份，当然，如果他没被西雅图那对夫妇抢先的话。

盖茨夫妇和巴菲特热衷于领导一场发现“伟大捐献者”的运动，因此他们期待得到富人们的全力支持。已经承诺至少捐献50%家产的人有布罗德夫妇、多尔夫妇、伦费斯特夫妇和莫格里奇夫妇。另外，在

线发布本文时，三位发起人将向他们认为可能做出承诺的其他一些亿万富翁寄发电子邮件并拨打电话。接着，所有承诺人或许也将加入他们的行列，向更大批的亿万富翁寄发邀请函，邀请他们加入这一活动。今年秋天，甚至还可能召开一次“伟大捐献者”大会。

这次冒险能否成功，也许要时间才能给予我们答案，不过三位发起人都有着自己的思考。巴菲特深知每一位富人都曾考虑过如何处置自己的财产：“也许他们还没有做出决定，但他们肯定都考虑过。我们邀请他们做出承诺，将会促使他们再次仔细考虑这一问题。”最最重要的是，他提醒富人，不要迟迟不做如何处置财富的决定：“如果他们一直要等到90多岁时才最终决定，那时他们的脑力和意志力肯定不可能胜过现在。”

盖茨认为50%是鼓励高参与度的“低门槛”。他认为，可能有的人会因为看到这个比例而被吸引进来，但结果却承诺了一个更高的比例。“这是另一个境界的事情。”他认为，把所有事情都解决是需要时间的。

短期效果和长期效果在梅琳达眼中是不同的。出于各种各样的原因，有些富人不愿意捐赠，她说：他们不愿意筹划自己的身后事；他们担心自己需要请人帮助处理此事；或者他们只是不愿花时间仔细考虑这件事。因此她认为，“承诺运动”的初期目标必定只能是打消他们的顾虑，引领他们进入捐赠的队伍。最终呢？“3～5年之后，我们将有数目可观的一大批亿万富豪加入。那时才算得上成功。”

毫无疑问，整个社会或多或少都将从中受益。不仅如此，不仅富有的人会认真思考此类承诺的含义，其他捐献数额不大的人也可能会突然间多了一个理由来思考他们所做的事的公正性。

87　我的慈善承诺

87

我的慈善承诺

2010年7月5日

沃伦·巴菲特

2006年，我承诺逐步将所持伯克希尔哈撒韦公司的股票全部捐献给慈善基金会。对此决定，我的愉快之情无与伦比。

现在，我、盖茨和梅琳达三人倡导数百位美国富豪承诺将自己至少一半财富捐给慈善事业。因此，我认为这是一个恰当的时机以重申我的意旨，并解释我做出决定时的考量。

首先，我承诺：在我有生之年或去世时，将向慈善机构捐出99%以上的个人财富。按美元计算，可谓“一诺千金”。不过，相对而言，每天都有很多人为他人贡献着更多的财富。

数以百万计的人经常捐助教堂、学校和其他机构，从而放弃用这些钱去满足自己和家人的需求。他们把钱投入募捐箱或捐给联合慈善基金会（United Way），意味着他们放弃了看电影、外出就餐或其他

个人享受的机会。相比之下，即使兑现捐献99%财富的承诺，我和我的家人也不必舍弃任何个人需要。

非但如此，这一承诺并不需要我奉献最宝贵的财产——时间。很多人，我很骄傲地说，包括我的3个孩子，毫不吝惜地花费大量时间用他们自己的才华去帮助别人。这类奉献的价值往往远胜于金钱。对于一个身处困境的孩子而言，导师的友谊和关怀远非一张支票所能买到。我的姐姐多丽丝，每天都向别人提供面对面的帮助。而我在这方面几乎无所建树。

然而，我所能做的是拿出一大堆伯克希尔哈撒韦公司的股票，这些“提取凭证”兑换成现金之后可以买到很多资源，用以惠及那些由于命运的不公平而饱受生活不幸的人。迄今为止，我已经捐出了20%的股票（包括我已故的妻子苏珊·巴菲特的股份）。我将继续每年捐赠4%左右的股票。我全部的伯克希尔哈撒韦公司持股，最迟将在我的遗产清点完成后10年内被分布到慈善事业的各个方面。我的钱不会流向捐赠基金；我希望这些钱用于解决现实的需要。

这项承诺并不会对我的生活带来任何改变，也不会影响到我的孩子们。他们已经得到了大笔可供使用的财产，将来还会得到更多。他们生活得舒适而且充满创造性。而且在某种程度上，我也将继续过着予取予求的生活。

有些物质上的东西使我的生活更惬意，但也有很多东西不能。拥有一架昂贵的私人飞机挺不错的，但拥有半打豪宅却是一种负担。你占有的越多，反而往往被物质所占有。我所拥有的最珍贵的财富，除了健康以外，就是形形色色的有趣而恒久的朋友。

我的财富来源于多项因素的结合，比如生活在美国、幸运的基因以及复利。我和我的孩子们都曾中过我所谓的“卵巢彩票”。首先，2

0世纪30年代我出生在美国的概率至少为30比1。我是男性，而且是白种人，也使我避免了大多数美国人当时所面对的障碍。

我的好运愈发凸显是因为我生活在市场经济体制下，虽然它有时会造成扭曲的后果，但总体而言还是造福了美国人民。在我工作的经济环境中，国家用奖章奖励在战地拯救战友生命的人，学生父母以感谢信的形式感谢伟大的老师，而对那些发现低估定价证券的人却以数以亿计的美元奖励之。简单来说，命运垂青哪部分人实在是件难以捉摸的事。

我和我的家人对于我们不同寻常好运的反应不是愧疚，而是心存感恩。如果我们在自己身上使用超过1%的财产，也并不会让我们更快乐或是更健康。相反，其余99%的财产却能给其他人的健康和福利带来巨大影响。这一现实为我和我的家人指明了一条清晰的道路：保留足够我们享用的财产，其余的捐给社会，满足社会的需要。我的承诺就是我们坚实地迈向慈善事业的第一步。

88

小巴菲特造访北京

2011 年 10 月 17 日

比尔·鲍威尔

《孩子们都很好》（*The Kids Are All Right*）是2010年的一部电影。这句话同样适用于沃伦·巴菲特的3个“孩子”：59岁的苏茜·巴菲特，57岁的霍华德·巴菲特以及54岁的彼得·巴菲特。3人都毕业于奥马哈的公立学校，从小就深知父母鲜明的观点：不要全部都留给子女。他们早已成长为社会的中坚力量，有着自己的事业。没错，目前3人都经营着由父亲资金支持的基金会，这是专属于他们的就业机会。但是3人对待工作都保持着高度认真的态度，他们明白，把钱花到刀刃上是一件非常困难的事情。苏茜的基金会主要资助她所居住的奥马哈的早教事业；霍华德在伊利诺伊州迪凯郊外的一家农场工作，他的基金会主要关注改善非洲贫困的农村生活；家在纽约的彼得和妻子珍妮弗则致力于全球女性问题。

彼得·巴菲特之所以成为《财富》杂志这篇文章的主角，是因为他2010年出版的新书《做你自己》（*Life Is What You Make It: Find Your Own Path to Fulfillment*）在中国取得了巨大反响。本文首次出版时，这本书的中译本在中国的销量已达32万余册，而到了2012年终，更是售出超过40万册。巴菲特在中国的名声肯定对这本书的销

量有所助力。他是尽人皆知的“股神”，他的一举一动都牵引着人们的目光。但是彼得·巴菲特却显得离经叛道，他离开了声名赫赫的斯坦福大学，中断了学业，像个穷小子一样追逐起了看似毫不稳定的梦想，这点吸引了许许多多中国年轻人的目光，很多人不能想象为什么他会甘冒如此风险。

霍华德目前也在撰写一本书，预计将于2013年出版，内容主要关于他如何在农场中摸爬滚打，从而成为一名非洲农业问题的专家。苏茜目前没有写书，至少现在还没有。从她在奥马哈的地位来看，她是全家最善于与父亲沟通的人，尤其是在重要问题上，比如个人安全系统方面。只要苏茜出马，安全问题就能搞定。

——卡萝尔·卢米斯

委婉地来说，给一个有着13亿人口的大国做个概括有时候挺不容易的。中国人把巴菲特称为“股神”，每次他到访，中国媒体会全程追踪他的一举一动。至今已有超过40本关于巴菲特的书被翻译成中文。

鉴于这种情况，彼得·巴菲特，巴菲特53岁、为人低调谦逊的儿子最近凭借自己的能力成了中国一颗冉冉升起的新星，便显得相当有趣。

他的成名并不是因为从他伟大的父亲巴菲特那里遗传到了人们所认为的投资智慧。彼得是个成功的音乐家和作曲家，为很多电视剧和电影配过乐，《与狼共舞》*（Dances With Wolves）*的原声大碟是彼得的代表作品之一，还常在音乐会上演奏新世纪音乐（New Agey）。最近一次演出是今年8月份在北京探戈坞音乐谷的音乐会，那是长城脚下一家新兴的一流户外音乐场地。

可是，北京与马林县全然不同。当下的中国，新世纪音乐的前景并不甚乐观。彼得引起许多中国人，特别是学生和年轻专业人士的关注，主要是因为他会在演奏音乐的同时与听众分享人生经验。他传递的核心信息中，有一部分从本质上来说就是金钱不是万能的，这也正是他打动人心的原因。巴菲特在中国的巨星地位可以让我们窥见现在中国的面貌，而彼得的成功或许又预示出中国今后的走向。

今年早些时候，一家北京的出版公司翻译了彼得2010年撰写的一本书，名为《做你自己》。该书在美国的反响平平，3月份在中国出版，截至8月份，销量已达32万本，这是一个很了不起的数字，即使在一个13亿人口的大国也不例外。据该书中国出版商新世界出版社总编张海鸥透露，今年春夏，该书在网上平均每天可以售出约1000本。“虽然我们当初对这本书抱有很高的期望。但老实说，这样的业绩还是让我们大吃一惊。”张海鸥说。

今年春季，彼得在中国4个城市做了新书的巡回推广活动，就像在美国常常采用的方式一样，他把音乐与人生智慧结合了起来，这次活动被称为“音乐与对话”（Concert and Conversation）。他还接受了来自全国各地，包括传统媒体和网络媒体在内的25次采访，还在新浪微博上与网友互动，而微博已经成为学生和青年专业人士的主流传播工具。

这只是彼得第二次到访中国。尽管他对父亲在这个国家举足轻重的影响力略有耳闻，但还是没能充分估量到这份尊崇如此来势汹汹。今年8月，就在长城音乐会的前一天，彼得坐在北京一家酒店里，声称人们的热情接待使他受宠若惊。他笑着说：“和预想的情况真不一样，就像总统竞选或者重大活动似的，到处都是记者。”

你得记住，虽然彼得是股神和已故的苏珊·巴菲特的第二个儿子，但他并不习惯这种巨星待遇。事实上，还远非如此。他和妻子珍

妮弗在纽约有宅住所，但大多数时候，他们都居住在纽约市以北90英里安静的阿尔斯特县（Ulster County）。夫妻俩没有孩子。除了追求音乐事业之外，他和哥哥及姐姐一样，都运营着父亲用伯克希尔哈撒韦公司股票全力支持的慈善基金会。彼得身上最重要的特点就是，他看起来完完全全与平常人无异。这听起来似乎不可能，但事实的确如此。他很接地气、平易近人，没有一点儿神经兮兮或者局促不安的样子。他说：“总会听人们说，你是沃伦·巴菲特的儿子，你太过正常了。”

各方听众都会不可避免地好奇，他究竟是如何形成现在的性格的？但是在中国，大家的好奇度远超一般听众。彼得喜欢向听众们提及的一件事就是，在他成长期间，父亲还没有成为美国经济的先知、总统顾问，以及安慰还有一线希望、低迷的国民的专栏作者。其实在那时，父亲已经非常成功，只是还没有广为人知。那时，他还只是个普通人，只有那些啃读格雷厄姆与戴维·多德著作的人知道并崇拜他。即便到了今天，他基本上也没有什么变化。

当得知彼得的父亲宣布将把巨额身家捐给由另一位超级富豪比尔·盖茨运营的基金会时，中国人的好奇心更是无以复加了。许多人听闻这个消息，脑子里只有一个念头：“为什么他会如此对待自己的子女呢？”很多中国人不知道，巴菲特一直以来秉持的观念是，留给孩子们“足够的钱，他们将来可以做自己喜欢的事，但不会给得太多，以免他们无所事事。”

然而，仅凭好奇心还不足催生32万本的销量。彼得传递的某些信息“肯定与很多中国年轻人产生了共鸣”，总编张海鸥说。这一信息与彼得的经历密不可分。他告诉听众，从记事的时候起，他就热爱音乐。“母亲说过，我还不会说话就会唱歌了。”去年春天接受中国中央电视台采访时，他如是说。大家都知道，他的父亲会弹尤克里里。

彼得是个好学生，入读斯坦福大学。但他并不是特别职业导向的人，对格雷厄姆与多德也没什么兴趣。在大学头一年半里，他说：“我选修了一切以课程号101结尾或‘**学’的课（表示基础课）。”

然后，接下来的这段是年轻的中国听众聆听得最认真的，甚至有点儿不敢相信自己的耳朵，他退学了。他决定追求音乐生涯。“我的整个人生就在我眼前。”他说。于是他拿着“祖父留下来的一点遗产，在旧金山买了套公寓，决定闯闯看”。而他的父母也欣然接受了这一点。听众常常听得目瞪口呆。“他们鼓励我，但也说得很清楚，如果你搞砸了的话，那就祝你好运吧。”彼得说。两年之内，他就很自信地认为自己做出了正确的选择：“到那时，我已经知道我能靠音乐为生。”

彼得在中国出现的多个场合一再重申，不论是从斯坦福大学辍学，还是尝试在音乐方面闯荡，本质上与父亲当年的做法殊途同归。“我的父亲很早就知道自己喜欢做什么，他也确实去做了，而且到现在还未停歇。”他说，“因此，我告诉（中国的）听众们，我父亲和我事实上都是谋生而已。我们都在做自己热爱的事。”

对于美国人听众来说，这似乎有些老生常谈。愤世嫉俗的人会说：“得了吧。沃伦·巴菲特是你老爸，你想干什么都会容易很多。”不过，中国听众的反应却并非如此，他们多数都大吃一惊，原因完全可以理解。外界将中国看成一个崛起中的经济大国，一个看似有着不可逆转的经济发展势头的国家。这或许相当正确。尽管各种数据让人眼花缭乱，但中国内部还是一个经济“压力锅”。希望考上大学的孩子们每天花14～18个小时学习，竭尽全力地希望进入优秀大学深造。进了大学就得早早地选定专业。他们仿佛身处一个上行的自动扶梯，有些骑虎难下，当然，这肯定比爬不上这扶梯要好。即便大学毕业后找到了一份不错的工作，因为很多都是计划生育政策下的独生

子女，这意味着父母亲退休后，他们将独自承担赡养老人的责任。奥美广告公司（Ogilvy&Mather）上海的一位高管爱德华·贝尔（Edward Bell）曾对中国20多岁的年轻人做了深度调研，他总结道：“这代人必须全力冲刺，以保持自己的竞争力。我称他们为压力一代。”

彼得也心怀这种忧虑。这也正是为什么田力锋（音译）与其他许多年轻的中国专业人士一样，对他在中国取得的成功并不特别惊讶。他一年前毕业于北京一所大学，主修金融专业，目前在交通银行——一家大型国有银行工作。他是彼得父亲的忠实粉丝，“我想我读过所有关于他的书。”他说。今年春季，田力锋去听了彼得的演讲，事先并未料到他会讲些什么。“我深受触动，特别是当他讲到离开斯坦福大学，追求音乐的时候，”他摇着头，并补充说道，“那是一所声名赫赫的大学啊。”

彼得明白，他写到的经历以及推动他职业发展的动力，都是美国特有的文化。他为人非常谦逊，坦白地说，如果他姓史密斯或琼斯，或许没有一个中国人会对他感兴趣。他毕竟刚刚踏足中国，但是当他说起“这块土地似乎正在以光速向前狂奔，很多年轻人甚至没有片刻机会来思考”时，却是一语中的。

“我觉得我的父母不会让我像彼得那样去做，”银行职员田力锋说。“不过，或许有一天，”他轻轻地补充了一句，“我自己的孩子可以有这样的选择。”果真如此的话，彼得或许会像他的父亲一样留给中国一份可贵的精神财富。

一个国家的慈善困境

2011年10月17日比尔·鲍威尔补充报道

去年，沃伦·巴菲特和比尔·盖茨因为一个他们认为最没有争议的原因造访了北京。两人安排与一群富有且成功的中国商界

人士共进私人餐会，探讨了一个看似无害的话题：慈善。中国博客圈听到了此次餐会的风声，一时间议论纷纷。“并非所有的评价都是正面的。”彼得·巴菲特承认说。

这还只是委婉的说法。富人向慈善事业捐款这一话题在美国或许没有什么争议性，可在中国情况却不同。巴菲特说，事实上，每次他到中国演讲，与学生和年轻的专业人士对话时，“‘富家子弟’这个话题总是会冒出来。他们总是抓着这个问题不放”。

慈善话题之所以会在中国引发公众不满，主要有两个原因。第一个原因是，中国有相当一部分富人认为，散财有违于中国传统的价值观，它强调家庭的首要位置。因此，有些中国人听说巴菲特和盖茨来中国，是为了劝说富人捐献出自己的财富时，会感到不舒服（这是误解）。很多中国年轻人得知巴菲特要把大部分个人财富捐给比尔和梅琳达·盖茨基金会时，都感到非常震惊。

但是第二个原因并不那么明显。中国的富裕阶层尚未形成争相向慈善捐款的势头，特别是今年。中国的慈善钱款管理费高达捐款总额的10%，而西方仅为3%左右。

2011年上半年，中国红十字会收到的捐款额锐减，而且据一些中国媒体报道，整个慈善行业收到的捐款也显著放缓。这一事件直指中国慈善行业的信用缺失问题。几位著名的中国商界人士和慈善家，以坐拥着中国最大的玻璃制造企业的曹德旺为首，目前公开表态，坚持要求接受他们捐款的国内慈善基金会必须提高透明度和成本效益。曹德旺说：“这跟西方还是中国的价值观无关，在中国发展慈善是一个信用问题。”

89

为何股票胜过黄金和债券

2012 年 2 月 27 日

沃伦·巴菲特

金子本身不会繁育出新的价值；债券也很少回馈投资者；而精挑细选出来的普通股票和土地则是具有生产性的资产，很有可能会为投资者带来丰厚回报。

上面这段话是您即将看到的这篇文章所传递的信息，本文是2011年沃伦·巴菲特致股东的信的节选（《财富》杂志为其命名了一个标题）。当然，巴菲特的投资生涯中还有其他指引他前进的准则。所以当您和我们一起探索完巴菲特46年的投资历程时，本文应该是一个完美的收尾。

不过，我们还是要在巴菲特46年的卓越成就上再添上一笔，无论是他投资者还是商人的角色。1966年，他创立了名不见经传的巴菲特合伙公司，还身兼新英格兰地区一家小型纺织企业伯克希尔哈撒韦公司的控股股东和事实上的掌舵人，为公司创造了4900万美元的年收入。到了2011年，伯克希尔哈撒韦公司已经成为《财富》500强企业中的第7名，年收入达到1440亿美元。这样的飞跃，虽然未被很多人知晓，即使巴菲特本人也惊诧于自己的出众表现，却是非凡得无与伦比的成就：在他有生之年，还没有其他任何一个人像他一样把一家默默无闻的小公司带到了世界500强的前10名。

巴菲特却不以为意，总收入对他来说没那么重要。市场价值才是他更注重的东西。2011年，伯克希尔哈撒韦公司位列500强的第九，总收入2020亿美元。排名在他前面的是另一家在近几十年崛起的商业巨擘，已故的史蒂夫·乔布斯创办的苹果公司，其同期市场价值达到了惊人的5690亿美元。巴菲特和乔布斯结识于几十年前，当时他们都是格林内尔学院董事会的成员。此后就甚少有交集了，但在不久之前，巴菲特回忆说，有一次乔布斯打电话过来向他咨询如何处置苹果公司过剩现金的事。虽然巴菲特给了他建议，但他并未采纳。

巴菲特的巴菲特合伙公司，早在1969年年底就关闭了，因为巴菲特不能容忍市场的投机行为。不过，当时公司的1亿美元为投资埋下了种子：收获了几个月前伯克希尔哈撒韦公司860亿美元的股权投资。巴菲特投资的重头横跨了整个美国经济界：彼时伯克希尔哈撒韦公司拥有价值156亿美元可口可乐公司的股票，137亿美元富国银行的股票，130亿美元IBM的股票以及88亿美元美国运通公司的股份。

2012年，伯克希尔哈撒韦公司所有功绩都被有关巴菲特的两条新闻夺去了光芒。第一条发生在比较早的2011年8月，《纽约时报》刊发了巴菲特的专栏文章《停止纵容富人》（*Stop Coddling the Rich*）。巴菲特将自己负担税率（17%）与他办公室内其他20位员工负担的（33%～41%）相比较，号召政府提高年收入超过100万美元人群的税率。在2012年大选年，奥巴马政府不仅接受了建议，还提高了这一比例，对“巴菲特规则”表示支持，当然这也立刻引起了轩然大波，因为对收入超过25万美元的人群都提高了税率。巴菲特开玩笑说，“我一直希望有一条税法以我的名字命名。”

第二条新闻发生于2012年4月17日，巴菲特通过媒体宣称，经诊断自己患有一期前列腺癌。9月中期，当我撰写这段文字时，巴菲特刚刚结束在奥马哈医院为期两个月的放射治疗。治疗期间，他也经受了很

多痛苦，所以，不时抽出几天离家去工作，换换心情。巴菲特非常自信能够战胜这场疾病，再活很多年，因为大部分人也这样挺过来了，而且这恐怕也很难阻挡他跳着踢踏舞去上班的兴致。

——卡萝尔·卢米斯

投资，常常被形容为一种现在把钱投出去，并期待将来收获更多钱的过程。在伯克希尔哈撒韦公司，我们的标准更严苛，将投资定义为将现有购买力转移给他人，以期在未来合理地获取更强的购买力，当然是在名义收益的税款被扣除之后。简而言之，投资是放弃现阶段的消费以便在将来有能力消费更多。

我们对投资的定义还引出一个重要结论：投资的风险不是由贝塔系数[10]而是由合理的概率来衡量的，即投资使其所有者在其预期的持有期间中丧失购买力的概率。资产价格有可能会大幅波动，但投资者只要合理地确保在持有期其购买力不断增强，资产投资就不会带来风险。我们会看到，某些价格无波动的资产投资却有可能充满风险。

投资机会不仅多，而且种类纷繁。尽管如此，我们还是可以总结成三大主要类别。了解每个类别的特性是非常重要的。因此，我们不妨来探索一番。

以给定货币标价的投资包括货币市场基金、债券、抵押贷款、银行存款和其他投资工具。大部分这些基于货币的投资都被认作是“安全”的。事实上，他们正是资产投资中最危险的部分。它们的贝塔系数可能是零，但其风险性却不容小视。

在过去的一个世纪里，这些金融工具已经摧毁了很多国家投资者的购买力，即便他们可以定时收到利息和本金。而且，这样糟糕的情

况会永远重现。货币的最终价值是由政府决定的，系统性力量有时会引导政策走向通货膨胀，而且这些政策时不时地还会失控。

即使在美国，人们对货币稳定的渴望如此强烈的情况下，自从1965年我接管伯克希尔哈撒韦公司以来，美元贬值的幅度还是达到了令人难以置信的86%。当时1美元能买到的东西，今天要花不少于7美元。由此造成的后果是，一个免税的机构需要每年从债券投资中获得至少4.3%的回报率才仅仅能维持原有购买力。如果投资管理者将回报中的任何一点儿看作“收入”的话，那真是滑天下之大稽。

对于纳税的投资者来说，比如你和我，情况就更糟了。同样47年间，美国国债的复合年回报率为5.7%。听起来还挺让人欣慰的。然而，如果个人投资者缴纳了平均25%的个人所得税之后，这5.7%的回报率能够带来的“真实收入”就会归零了。投资者可见的所得税会剥夺1.4%的获益，而看不见的“通货膨胀税”则会将剩下的4.3%吞噬殆尽。值得注意的是，隐性的“通货膨胀税”很可能是明确的所得税（我们投资者认定的主要负担）的3倍以上。我们的货币上印着“我们信仰上帝”，而操纵政府印刷机的“看不见的手”却过于人性化了。

当然，高利率能够抵偿人们所面临的以货币为基础投资的通货膨胀。然而，事实上，20世纪80年代初利率也完美地行使了这一使命。然而现阶段的利率却很难抵消投资者承担的购买力风险。现在，我们应给债券贴上高风险的警示标签。

因此，鉴于当下的情况，我不喜欢以货币为基础的投资。即便如此，伯克希尔哈撒韦公司仍持有大量此类投资，特别是短期类的投资。在伯克希尔哈撒韦公司，保持充足的流动性资金是重中之重，且永远不会有丝毫减少，不管利息有多低。为了适应这一需求，我们主要持有美国国债，这也是在经济环境最动荡之际，我们唯一能够指望

的流动性投资。对我们来说，200亿美元是比较有效的流动性水平，而最低也至少要维持在100亿美元。

除了强加在我们身上的流动性要求及监管规定，只有存在非一般回报的可能时，我们才出手购买货币相关证券。发生这种可能的情况是，要么是信用被算错了，这有可能发生在周期性的垃圾债券崩盘之时；要么是债券票息率已上升至一定程度，能提供一种当利率一旦下降，高等级债券可能带来大量资本收益的机会。尽管我们在过去曾遇到过这两种机会，但将来也可能会再次遇到。如今，我们的预期已有了180度的大转变。华尔街的谢尔比·卡洛姆·戴维斯（Shelby Cullom Davis）在很久以前对债券的嘲弄，现在看来却是切中肯綮：“宣扬无风险回报的债券，现在的定价只能带来无报酬的风险。”

第二大投资类型囊括了那些不可再生的资产，但投资者购入的原因是希望其他人——那些也可能知道这一资产永不可再生的投资者，在未来以较高的价格再买入。这让我首先想到了17世纪时成为这类投资者宠儿的郁金香[11]。

这种类型的投资仰仗投资者队伍的不断壮大，从而使更多投资者因相信队伍的继续扩张而被前赴后继地吸引进来。持有人并非被这些资产本身的产出所激励（这种资产永远不可再生），而是相信未来的其他人会更加热切地渴望这种东西。

这一类型中的代表性资产是黄金，目前大批对此感兴趣的投资者担心几乎所有的其他资产，特别是纸币的价值问题（如前所述，纸币日益贬值，投资者的担心不无道理）。然而，黄金天生具有两大显著缺陷：既没有多大用处，也没有生产新价值的能力。没错，黄金具有某些工业和装饰用途，但是对黄金的这两种需求不仅非常有限而且吸收不了新产品。与此同时，如果你一直持有一盎司黄金，到最终你也只能拥有这一盎司黄金。

激发大部分炒金客对黄金趋之若鹜的原因是，他们相信人们的恐惧心理会日益膨胀。过去的10年证明了这一观点的正确性。除此之外，黄金价格持续上扬本身也激发了人们更多的购买热情，将那些把黄金价格上升看成是验证他们投资理论正确的投资者吸引了过来。“弄潮儿”投资者不断加入，创造了自己的“真理”，但终将是韶华易逝。

在过去的15年里，互联网和房地产股票的崩盘已经证明，最初理性的投资题材与大肆炒作、股价飙升相结合，导致了大量的剩余。在这些泡沫中，一大批起初抱持怀疑态度的投资者，被市场传递的所谓“证据”征服了，而这批购买者的规模一度不断扩张到足以让“浪潮”不断地席卷开来。但是当泡沫被吹得足够大时，会不可避免地发生破裂。真是应了那句老话：“聪明人起头，傻瓜结尾。”

今天，全世界的黄金库存约为17万吨。所有这些黄金熔在一起，会形成一个边长为20.7米的立方体。想象一下，差不多正好能够放入一个棒球场内场。以每盎司1750美元来计算（此文撰写时的黄金价格），这个立方体的市值约为9.6万亿美元。我们姑且将这个立方体称为A组。

现在，我们用同样金额创建一个B组。我们可以买下美国所有的耕地（1.6亿公顷，年产值约2000亿美元）以及16家埃克森美孚石油公司（全球最赚钱的公司，每年利润额超过400亿美元）。之后还剩下约1万亿美元可用作活动资金（这样大手笔的投资后，也丝毫不会感到手头紧张）。你认为一个坐拥9.6万亿美元的投资者会选择A组，还是B组？

除了库存黄金令人难以置信的估值之外，当前居高不下的黄金价格也让如今黄金年产值达到了约1600亿美元。买家们，不管是珠宝制

造商、工业用户，担惊受怕的个人，还是投机倒把者，必须不断地消化掉额外供应量，才能让现有黄金价格维持平衡。

从现在开始之后的100年内，1.6亿公顷农田将产出无数的玉米、小麦、棉花和其他作物，不论我们采用什么货币，土地都会继续为我们创造丰富的物产。埃克森美孚石油公司可能也已向股东派发了几万亿美元的股息，且持有价值可能会超过数万亿美元的资产（而且记住，你手头拥有16家埃克森美孚石油公司）。在100年以内17万吨黄金立方体尺寸不会有丝毫变化，而且依然不会有任何产出。无论你怎样抚弄这个黄金立方体，它始终不会有任何反应。

不可否认，如果100年后的人们感到担忧，很多人可能还是会去抢购黄金。但我相信，A组当前9.6万亿美元的市值在这100年内创造的复合回报将远逊于B组。

市场恐慌情绪达到顶点时，前面提到的那两种类别的投资会最受追捧：经济崩溃的担忧，会促使人们涌向基于货币的资产，尤其是美国债券；对货币体系崩盘的担忧会让人们购入黄金等无产出资产。2008年年底时，我们听到“现金为王”的呼喊，但事实上，当时人们本应该积极投资，而非持币观望。同样，20世纪80年代初时我们又听说“现金是垃圾”，而事实上，当时的固定美元投资处于我们记忆中最具吸引力的水平。在这些情况下，跟风的投资者为求自我安慰，都付出了沉重代价。

我们接下来要谈到的第三类投资就是我自己所偏好的，即对生产资产的投资，不管是企业、农场，还是房地产。在理想情况下，资产应该有能力在通货膨胀时期确保产出。只需最低水平的新增资本投入，便能够保持其企业购买力价值不变。农场、房地产和许多优秀企业，比如可口可乐公司、IBM以及我们拥有的时思糖果公司都通过了我们的双重考核。其他某些公司，比如受管制的公用事业公司，因为通

货膨胀为其带来沉重的追加资本负担，因此不符合标准。为了获得更多盈利，股东必须投入更多的资本。尽管如此，这类对生产资产的投资还是优于非生产性投资和基于货币的投资。

不论100年以后的货币是黄金、贝壳、鲨鱼牙，还是一张纸（像现在一样），人们肯定还是会愿意用自己几分钟的日常劳动，来换取一瓶可口可乐或一些时思花生糖。未来，美国人肯定将运输更多的商品，消费更多的食品，要求更大的居住面积。人们将永不停歇地用自己生产的东西交换别人生产的东西。

我们的企业将会继续高效地为国人提供他们需要的商品和服务。换句话说，这些商业“奶牛”将会活上几百年，且源源不断地提供更多的“牛奶”以促进发展。决定这些商业“奶牛”价值高低的，不是商品交换的媒介，而是它们的产奶能力。对于奶牛的主人来说，来自销售牛奶的利润将会复合增长，就像20世纪的股票投资一样，在这100年间道琼斯工业平均指数从66点增长到了11497点，与此同时还派发了很多股息。

伯克希尔哈撒韦公司的目标是增持一流企业的股权。我们的首选是整体接手这些一流企业，全盘拥有，但是我们也可能通过持有大量流通股的方式成为拥有部分股权的股东。我相信假以时日，这类投资将被证明是我们前面分析的三类投资中遥遥领先的优胜者。更重要的是，到目前为止，这类投资也将被证明是最安全的。

TAP
DANCING
TO
WORK

致谢

致敬巴菲特的精彩人生

《财富》杂志第一次提及沃伦·巴菲特，是在1966年。当时伯克希尔哈撒韦公司股票（现在的A股）价格为22美元左右。而到了2012年9月中旬，这个价格已经达到了133000美元。

如果没有沃伦·巴菲特，这本书不可能完成。谢谢你，沃伦，谢谢你精彩的人生，让我能够有机会策划这样一本书，即使以前我从未预料至此。

如果没有多丽丝·伯克，这本书也不可能完成。伯克是《财富》杂志的一位同仁，尽管学的是图书馆专业，却成长为一名如此专业的商业作家（很多《财富》文章的作者）。每当编纂文章，甚至对整本书犯难时，她都会成为关键的助手。书中的一篇文章也出自她手。而在我心目中，书中很多地方都留下了她的印迹。

和伯克一道进行事实搜集的同事玛丽莲·阿达莫（Marilyn Adamo）也提供了莫大的帮助（这也就是为什么两人从未在同一时间放过假）。

我也不会忘记《财富》杂志诸多同事给我的帮助。我的上司，瑟沃·安迪和汉克·吉尔曼（Hank Gilman）以及他们的老板，时代集团（Time Inc）的总编约翰·休伊，对于我因为一些变故没能及时截稿而给予充分的宽容。没能在几年前完成这本书，却是一份意外的福气。因为如果我早就完成，就不会有巴菲特的《我的慈善承诺》，也不会有巴菲特与门徒合伙企业打赌的故事，甚至不会有关于戴维·索科尔的章节。然而，当我“火力全开”准备大干一场时，又遭遇了手部手术（无法打字）、在家养病，家人为了我付出了大量的时间。我对所发生的一切都深怀感恩。

除此之外，当安迪还只是一名作家、没有成为杂志主编时，就写下了书中收录的三篇文章，这也使他堪称本书第二作者。吉尔曼也在关注着本书的每一步进展，从最初的合同到最终签约，再到最后定稿，前前后后都留下了他的智慧印迹。安迪和吉尔曼，是他们，让我感觉与《财富》杂志的合作有种溢于言表的乐趣。在《财富》，我已经幸福地工作、生活了将近59年。

米娅·迪尔（Mia Diehl），《财富》杂志的摄影导演，梳理了我们珍贵的巴菲特照片库，用自己一贯独到精准的眼光，挑选出了生动而又特别的留影。查德·麦凯布（Chad McCabe）协助完成了设计工作。

全书中一共有90个独立“单元”，包括全文文献、节选、讲话稿（可以这么说）以及读者来信。《财富》杂志的资料尚未完全数字化（本书的这些部分还只是零头），或者说有些数字化的资料并没有多少帮助，所以将资料转化成易于处理的形式也是一个不小的挑战。卡伦·惠勒（Cullen Wheeler）、克里斯·特卡奇克（Chris Tkaczyk）和凯利·钱皮恩（Kelly Champion）为这项枯燥的工作付出了很多心

血。最后，卡比·莱昂斯（Cappy Lyons）将一系列的文章转换成word文档，为我的工作带来了很多便利。谢谢大家的无私帮助！

卡萝尔·格温（Carol Gwinn）和阿尔菲·格雷厄姆（Alfie Graham）负责的《财富》杂志影印部门是我最喜欢的，也是最常去的地方。这两位帮助我校正文法，保持语言简洁，当然我希望如此。他们的同事安杰尔·麦斯（Angel Mass）总能够及时将各种表格发给我。

我还要感谢时代集团负责本书工作的律师埃米·格利克曼（Amy Glickman），在很多细节方面，他都考虑得相当周全。除此之外，格利克曼还将本书的电子稿带回家，利用周末仔细地阅读了一遍，告诉我她非常喜欢本书的中间和结尾部分，因为令她倍感兴趣的不仅是巴菲特的故事，还有书中对美国商业历史发展的概述。如果我们都能拥有这样的律师，那该多好！

至于我，从未想过要出版一本书，却十分幸运地获得了代理商特雷西·布朗（Tracy Brown）的支持，他对业务的熟稔总是让我在精神紧绷的时候得到舒缓。他不愧为作者的知心人，他看到本书初稿的第一秒就爱上了这本书，当然他也喜欢书的封面。我想我已不能要求更多。谢谢你，布朗，谢谢你毫无保留的支持。

我的感谢还要给予阿德里安·扎克海姆（Adrian Zackheim），Portfolio出版社的总裁，本书的出版商。他非常了解商业类书籍的市场，所以他对《跳着踢踏舞去上班》一书满怀信心投下的赞成票令我本人和《财富》杂志都非常振奋。他的同事威尔·韦泽（Will Weisser）、埃米莉·安杰尔（Emily Angell）以及布里亚·桑福德（Bria Sandford）将本书的出版日程规划得相当紧凑。是的，荣誉应属于所有人。

当我编纂本书时，在我的脑海里不停闪现的是为本书贡献了文章的许许多多编辑、作者、记者伙伴的名字和面庞。在我开始着手本书的时候，他们都是巴菲特问题的研究“专家”。按照《财富》杂志一贯的风格，文章编辑几乎都是匿名的。但是我要特别感谢三位编辑：蒂姆·史密斯（Tim Smith）、尼克·瓦切费（Nick Varchaver）以及布赖恩·奥基夫（Brian O’Keefe），正是因为他们的辛勤工作，我们才读到了巴菲特的精彩故事。是奥基夫，想到了我本人最喜欢的一个标题“20多年历史的110亿美元”。

那些虽不是以脑力形式，却也为本书的文章贡献一己之力的人们，我将按照他们姓氏的字母顺序罗列如下：玛丽亚·阿塔纳索夫（Maria Atanasov）、爱德华·贝格（Edward Baig）、凯特·巴伦（Kate Ballen）、苏珊娜·巴林（Suzanne Barlyn）、罗莎琳德·克莱恩·伯林（Rosalind Klein Berlin）、朱莉娅·布尔斯廷（Julia Boorstin）、多丽丝·伯克（再一次）、约翰·柯伦（John Curran）、埃里克·达什（Eric Dash）、帕蒂·德洛萨（Patty de Llosa）、达丽娜·丹尼斯（Darienne Dennis）、简·福洛普（Jane Folpe）、卡丽·戈特利布（Carrie Gottlieb）、戴维·柯克帕特里克（David Kirkpatrick）、克劳丁·奈特（Claudine Knight）、苏珊·库恩（Susan Kuhn）、迈克尔·麦克法登（Michael McFadden）、乔·麦高恩（Joe McGowan）、安东尼·米歇尔斯（Anthony J.Michels）、露丝·莫斯（Ruth Moss）、帕特里夏·尼林（Patricia Neering）、卢·里奇曼（Lou Richman）、埃伦·舒尔茨（Ellen Schultz）、萨莉·谢弗（Sally Shaver）、比尔·希林（Bill Sheeline）、罗伯特·斯泰尔（Robert Steyer）、娜塔莎·塔普利（Natasha Tarpley）、卡萝尔·文赞特（Carol Vinzant）、梅拉妮·沃纳（Melanie Warner）和威尔顿·伍兹（Wilton Woods）。

从我着手准备这本书开始，我就知道自己有很多很多故事可以讲述。让我大感意外也非常惊喜的是，大约还有40位作者（目前多为杂志的同人）也贡献了他们的故事。不得不提的是已故的丹·塞利格曼，他也是我的导师。还有很多像他一样的人，都是我亲近的朋友。几乎所有我尊重的人都曾经或依然在该杂志社供职。长期以来，《财富》杂志一直都很幸运能拥有这批出色的作者以及编辑。他们中的大多数已经成为业界翘楚，是我们杂志高质量的标杆。

我很高兴能够有机会在此再次展现他们的才华。同样令我非常开心的是，我再一次认识到每篇文章的作者都真实地和巴菲特有过接触，他们用自己卓越的文笔将巴菲特伟大的观念诉诸文字，呈现给全世界一份出色的纪实作品。

未来，属于终身学习者

我连那字通到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种罹在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读APP：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当做阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”APP。它将成为你“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么。你可以便捷找到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现精读、通读、速读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和原读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读APP玩转指南

湛庐阅读APP结构图：

三步玩转湛庐阅读APP：

APP获取方式：
安卓和iPad用户请登入应用市场，苹果和iPad用户请在APP Store中
自行下载“湛庐阅读”APP，与智慧有趣的人同乐同行！

使用APP扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

延伸阅读

《3G资本帝国》

- 一段精彩绝伦的逆袭故事，3位依靠梦想缔造3 000亿美元奇迹的传奇人物，10条让所有人受益匪浅的黄金法则。
- 深度揭秘掠夺百威、汉堡王、亨氏、卡夫、提姆霍顿的超级帝国。
- 3G资本“千亿美元并购大战”亲历者、百威英博亚太区副总裁王仁荣亲笔翻译。

《证券分析》（原书第6版）（珍藏版）

- 投资者的圣经，巴菲特亲笔作序推荐图书，自1934年出版以来，八十年畅销不衰。
- 作者本杰明·格雷厄姆被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人，其在投资界的地位，相当于物理学界的爱因斯坦。
- 《证券分析》（原书第6版）新增了巴菲特的亲笔序言，以及十位当今华尔街的知名基金经理针对每一部分撰写的导读等内容。

《商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业家特质》

- 股神巴菲特、戴尔公司董事长兼CEO迈克尔·戴尔、投资新贵比尔·阿克曼强烈推荐，查理·芒格亲自审定。中国知名投资人张化桥倾情作序。
- 《福布斯》杂志号召“美国商界人士人手一本”的杰作。

《资本之王》（经典版）

- 全球私募之王黑石集团成长史。
- 唯一一部透视黑石集团运作内幕的权威巨作。
- 首度展现黑石创始人史蒂夫·施瓦茨曼叱咤风云的私募传奇。

ISBN 978-7-5596-0867-3

湛庐FM，不喧哗，自有声。
每日一更，把世界说给你听。

[1]本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham），被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人，其在投资界的地位，相当于物理学界的爱因斯坦，生物学界的达尔文。其经典著作《证券分析》（原书第六版）由巴菲特亲笔作序推荐，该书已由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。——编者注

[2]西格玛是一种用来衡量一个总数里标准误差的统计单位。——编者注

[3]美国证券交易监督委员会规定，美国机构投资者必须在每个季度后的45天内填写规定表格F-13，向证券交易委员会报告自己投资组合的头寸和类别。——编者注

[4]“漂亮50”（Nifty Fifty）是美国股票投资史上特定阶段出现的一个非正式术语，用来指20世纪60年代和70年代在纽约证券交易所交易的50只备受追捧的大盘股。——编者注

[5]约翰·博格，指数基金教父。其《共同基金常识》一书堪称基金领域的“圣经”。该书10周年纪念版由湛庐文化策划，于2017年9月出版。——编者注

[6]巴里·邦兹（Barry Bonds），美国著名职业棒球运动员；巴里·斯维泽（Barry Switzer），美国著名橄榄球运动员及教练；艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer），美国纽约州第54任州长。——编者注

[7]美国总统胡佛于1930年6月签署“史慕德-哈利法案”（Smoot-Hawley），触发了全球贸易报复行动，导致世界贸易迅速衰落。——编者注

[8]南海泡沫事件（South Sea Bubble）是指英国在1720年春天到秋天之间发生的一次经济泡沫，它与密西西比泡沫事件及郁金香泡沫并称欧洲早期的三大经济泡沫。“经济泡沫”一词即源于南海泡沫事件。——编者注

[9]拍卖利率债券，auction-rate securities，一种定期通过拍卖重新设定利率的债券。——编者注

[10]一种评估证券系统性风险的工具，用以度量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的波动性。——编者注

[11]17世纪，荷兰的郁金香一度在鲜花交易市场上引发了一场异乎寻常的投资狂热，导致郁金香球茎供不应求、价格飞涨，郁金香市场成为投机者伸展拳脚、无序的赌池，然而当时人们购买郁金香不是为了其内在的价值或作观赏之用，而是

期望其价格能无限上涨并因此获利。最终，这场疯狂举动导致了后来的“郁金香泡沫”事件，这是人类历史上第一次有记载的金融泡沫。——编者注

CHEERS
湛庐

投资中国

王国斌 著

北京联合出版公司

Invest China

版权信息

书名：投资中国
作者：王国斌
出版社：北京联合出版公司.湛庐
出版时间：2022年01月
ISBN：9787559657350
字数：308千字
版权所有·侵权必究

测一测　你是聪明的投资者吗

- **自律是价值投资和品牌成功重要的法宝吗？（　　）**

A．是

B．否

- **企业建立护城河的方法是（　　）**

A．识别他人创建已久的护城河

B．发现创业公司已经萌芽但尚未展露的护城河

C．新创一条独立且有生命力的护城河

D．以上全部

- **组织和业务越成长，管理者这个重要角色就越难平衡。要想解决平衡问题，你认为哪一点更为重要？（　　）**

A．建立信任

B．建立官僚化的规章制度

C．给予管理者充分的权责

D．扁平化的组织架构

扫码鉴别正版图书
的专属福利

扫码获取全部测试题及答案

看你是聪明的投资者吗

序言
看好中国，看好资产管理

岁月匆匆，转眼间我已在中国资本市场经历了近30年。虽然一直坚守在投资一线，但以前并未想过要著书立说。这本书最初发端于东方红资产管理公司（简称东方红资管）成立五周年暨东方红品牌10周年时，我的一个内部讲稿文集《进化，生活在未来》。常有人觉得读后略有启发，向我索要。在朋友的积极劝说下，又遇湛庐张晓卿女士青睐有加，我便做了些谬正，汇编加入了近年的一些新讲稿，终正式出版，以期回应友人们的厚爱。虽恐见笑于大方之家，也算是勇敢呈现，供批评指正。

此书名曰《投资中国》，源于湛庐陈晓晖总裁的建议，他认为我通篇谈的都是与投资中国相关的话题。起初我觉得书名太过宏大，担心书稿难堪大任。但这个题目确实表达了我做投资的初衷——看好中国，因而看好中国的资产管理。一直以来，我始终积极地看待中国发展，坚定地相信中国资本市场的未来。

2016年秋天，我离开了一手打造的东方红资管，与朋友一起联合创办了君和资本，投身于一级市场。几个合伙人大多有着多年企业经营的实践经验，我们以企业家的视角从事投资，着力发掘中国实业的成长机会、助推实体的发展，短短几年，稳扎稳打，也算独树一帜。从东方红资管到君和资本，不同的战线与视角，让我更深刻体会到投资的真谛，一级市场和二级市场投资的很多原则是一致的，也是不必要人为切割的。

本书的内容涵盖了我投资理念的成长历程，以及我追求可复制成功的企业经营感悟。

无论是投资还是经营，都与“护城河”这个概念密不可分。有三种与护城河相关的商业技能：识别他人创建已久的护城河，发现创业

公司已经萌芽但尚未展露的护城河，新创一条独立且有生命力的护城河。这三种技能差异很大，能同时拥有它们是极为罕见的。

回头来看，做投资要识别和发现护城河，经营企业要建设品牌、构建属于自己的护城河。但不管哪种技能，要成功必须所思长远。基于长期的考虑，我们才会选择坚持价值主导的道路；基于长期的考虑，我们才会重视持续学习、不断进化；基于长期的考虑，我们才会珍惜羽毛，不为噪声所扰，持续自律。我认为，自律是价值投资和品牌成功最重要的法宝，没有自律就没有价值投资，没有自律也没有品牌。自律是最重要的护城河之一。

我刚参加工作时，正是日本和亚洲“四小龙”崛起的时代。以儒学为背景的学者们深受鼓舞，他们认为儒学是东亚社会成功的重要基础，对现代商业社会也能发挥巨大的作用。也许是缘分，我一毕业进入投资行业开始，就接触到了新儒家学派，特别是杜维明的新儒家思想让我如沐春风。此后，多年投资经验告诉我，管理好自己的心性是投资成功的一半。中国传统文化，内修于心，外化于行，是管理心性的最好工具。我始终认为，基于传统文化，中国人在投资竞争中，有着不为人所知的竞争优势。此书中反复强调的很多理念，依然与我受到的传统思想文化的影响一脉相承。

历经岁月的沉淀，我越来越推崇曾国藩一生遵行的“忠信笃敬”思想。本书出版之际，正值我踏上新征程之时。“山下出泉，……君子以果行育德”，我们将以“忠信”为圭臬，建立一家着眼于长期的资产管理机构。做资产管理是受人之托，守住“忠信”是我们的本分，也是我们的承诺。让客户的长期价值最大化永远是我们服务的宗旨。

巴菲特曾讲过：“在过去238年中，有谁是通过押注美国衰落而成功的？”同样，在一次我与美的集团创始人何享健先生会面时，他说过一句话：“不是乐观主义者，就不要当企业家。守规矩，向前看，爱中国！”以此与诸位共勉，让我们一起投资中国，相信刷新后的中国，投资豁然开朗。

特别感谢人瑞集团刘艳女士的引荐，感谢湛庐团队辛苦的编辑工作，感谢吴芳兰、周静、杨娜、上海亿衡投资管理有限公司骆媛媛女士等对我多次演讲的支持，感谢陈郁等友人对文字的严格把关，感谢高善文博士、裴晓霖、孔平对我出书的热情帮助，感谢东方证券、东

方红资管以及君和资本的同事们对我多年的支持，感谢在我投资道路上给我启迪的各位良师益友，感谢大家为此书付梓的辛苦努力！

谨为序。

第一部分

“刷新”后的中国，投资豁然开朗

01
中国企业未来的机会

“推动人类社会发展的三个核心驱动力分别是城市化、全球化和科技进步。”

请容我先讲个故事。2019年我过完春节回来，很多人问我为什么晒得那么黑。我回答，我去非洲看黑猩猩了，并且受到了很大的启发。五六百万年以前，人类的祖先跟黑猩猩在各自演化的道路上分离了，但是人类在很多方面还保留着更早期与黑猩猩一样的一些特质。观察黑猩猩，我们可以发现早期人类的一些特点。我去非洲观察的这些黑猩猩，是日本的一位女科学家最早发现的，她在非洲的丛林里跟它们培养了20多年的感情，才让它们不再害怕接近人类。因此，人类现在才可以近距离观察它们。

黑猩猩的社会活动跟人类的很多活动非常相似。它们的合作与冲突、联盟与背叛，还有它们之间的友爱与时不时的暴力，在纪录片《王朝》里有充分体现。我们这次是近距离观察黑猩猩。黑猩猩是群体活动的动物。群体里有政治，包括首领与二把手之间的合作，二把手为了有机会成为一把手，对其他黑猩猩的关照和尊重，这些我们都能近距离观察到。

通过观察黑猩猩，我获得的启发是：**推动人类社会发展的三个核心驱动力分别是城市化、全球化和科技进步（见图1-1）。**

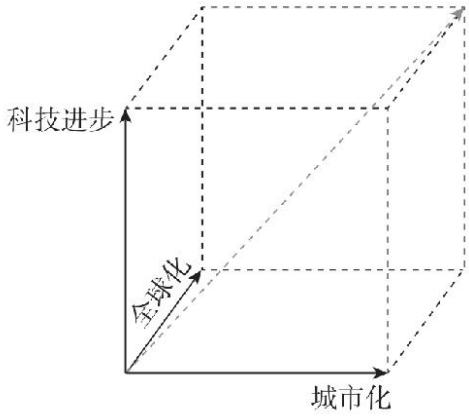


图1-1　推动人类社会发展的三个核心驱动力

人类演变到今天，已经足以证明城市化的胜利。面对面的人类交流、多元化的碰撞，是人类社会进化、进步的引擎。从黑猩猩身上，我们可以想象人类从山地和丛林直立走向非洲大草原的情景。黑猩猩群每天都是流动的、不定居的，我们今天在一个地方看到它们，第二天很可能要花三四个小时才能在另一个地方找到它们。

但人类从丛林走向非洲大草原时，就开始逐步定居了，那时的村庄，也就是当时最大的“城市”。我们的祖先为生存而拼搏出的结果塑造了整个城市。从走出非洲到主宰地球，这是整个人类城市化和全球化的全面跨越，没有人类的城市化和全球化，就没有人类今天的文化进步。

《城市的胜利》一书提到，城市是人类最伟大的发明与最美好的希望。城市让我们变得更加富有、智慧、绿色健康和幸福。城市的功能主要体现在经济学、社会学和政治学三个方面，无论从哪个方面来说，我们的城市都需要不断发展。

- 在经济学意义上，城市更为高效，因为它解决了很多问题，比如成本的问题、效率的问题等。生活在居民人口超过100万的大都会区的美国人，比那些生活在规模较小区域的人的生产效率平均高出50%以上。印度的城市化与繁荣发展之间存在着近乎完美的关系，平均来看，印度的城市人口每增长10%，人均产值就会增长30%。城市人口占多数的国家的人均收入比农村人口占多数的国家的人均收入几乎高出4倍。

- 在社会学意义上，城市更重大的意义是婚姻市场，这个功能是小城镇无法提供的。对年轻人来说，一个城市要提供的最重要的功能是什么？是能够提供谈情说爱的机会。

- 在政治学意义上，城市可以提供更加公平合理的机会。对那些来自偏远农村的人来说，他们之所以来到城市，是因为城市比他们原来待的地方更好。即使住在城市里环境不那么优越的地方，他们的视野、接受的教育、看到的机会也比原来待的地方好得多。

经济学家陆铭教授说：“其实城市越大，不一定越糟。”城市在打击犯罪和战胜疾病方面取得的胜利，为城市成为理想的娱乐和生产场所提供了可能性，并为城市的人口规模创造了充分的条件。人类拥有的最大能力是相互学习，而城市强化了人类的力量。几个世纪以来，创新总是来自集中在街道两侧的人际交流过程中。

对中国来说，城市化远远没有结束。

- 从人口结构的角度来说，世界银行指出，中国再过30年，农村仍将保留2.7亿人，我认为这个数字太大了，低估了中国城市化的速度。美国大约有3亿人，农村人口只有几百万，不到总人口的2%；日本有1亿多人，农村人口有1 000万左右，不到总人口的10%。而中国有14亿人，即便有10%留在农村，也还有1亿多人。我们国家的城市人口还不够多，农村人口还会加速向城市流动。

- 从城市发展角度来说，城市真正的转型、深化、升级才刚刚开始，像上海、北京这样的城市，从某个意义上来说，还不够大。未来，我们会有更多的人口流向一线、二线城市。

中国的城市化，会给企业家带来巨大的机会。同时，发展中国家是未来城市化的主力军，我们看城市化一定要把视野扩展到全世界去。我看到过一个比较乐观的预测，就是在未来20年内，全世界可能有20亿人口要进入城市。非洲国家、东南亚国家和阿拉伯国家将是城市化的主力军，这会是人类有史以来规模最大的一次城市化。

这就意味着这些城市需要更多大型的基础设施建设，意味着人们在基础设施上追加的投资，将超过人类历史上的任何时期。这些投资

包括学校、医院、电站、电网、供水、污水处理、公路、铁路、机场等。中国和美国不一样，中国参与发展中国家的城市化过程，也将是中国企业的全球化过程。

世界的城市化推动了整个供应链体系的变化。城市和基础设施超越了地理分割和国家界限，对应供应链体系的变化也是全球化非常重要的一部分。全球化整体推动了世界的进步，我想分享几个关于全球化的故事。

大家都知道日本和西方最早的接触吗？第一次接触发生在1543年的长崎，葡萄牙人的船舶在长崎登陆。在接下来的300年里，长崎成了日本引进西方技术的门户。19世纪初期，一位日本医生进行了全球第一例患者全身麻醉的外科手术。手术遵循了欧洲的手术程序，医生在给患者做麻醉时结合使用了东方的草药。通过东西融合，日本在医药方面取得了领先的地位，欧洲用了40年的时间才迎头赶上。这就是全球化给社会带来巨大推动作用的一个典型案例。

1853年，美国军舰来到日本的时候，日本恰恰因为拥有许多接受过荷兰人的训练的工程技术人员，才能够迅速赶上新对手，并在接下来的100年里领先整个东亚。

中国的故事跟日本不一样，我举两个例子。

- 中国茶树和制茶工艺。《两访中国茶乡》一书描述了1843年和1848年中国部分地区的人文风情。1842年《南京条约》签订后，英国人罗伯特·福琼（Robert Fortune）受英国皇家园艺学会派遣，来到中国从事植物采集工作，并将大量的中国植物资源输送到英国。1848年，他又接受东印度公司派遣，深入中国内陆茶乡，将中国的茶树品种与制茶工艺引入东印度公司开设在喜马拉雅山麓的茶园，结束了中国茶对世界茶叶市场的垄断。这对中国的经济造成了巨大的影响。

- “失蜡法”。《国家宝藏》里提到了用2 500年前我们老祖宗发明的“失蜡法”制造的云纹铜禁。据介绍，抗日战争时期，云南巫家坝机场驻扎了一支美国的空军部队，部队里有个机械师。有一天，他在附近的村子里散步，看到村民在庙里用一种非常特殊的方法做了一个钟，这个方法就是“失蜡法”，他很受启发。当时美国的发动机不是铸造而是锻造出来的，不

结实。回美国以后，他就用“失蜡法”尝试做了发动机的叶片，发现很结实，就在美国申请了专利，所以，现在发动机的涡轮叶片制作方法实际上来自中国2 500年前的“失蜡法”。

这些都是全球化对世界经济技术起推动作用的案例。

联合国前秘书长安南说过：“反对全球化就像是反对地心引力。”当今世界，互联网化的全球体系存在着许多类型的流动：资源、货物、资本、技术、人、数据和观念。目前，全球化最重要的节点是城市和港口。现在全球GDP的40%以及全球经济增长的25%，都依赖于商品、服务和资本的跨境流动。而像数据服务这样的知识密集型交易，金额已经达到13万亿美元。标准普尔（以下简称标普）指数公司中40%的收入来自国际市场，目前万得全A指数公司中10%的收入来自海外市场。

在“冷战”时期（1947—1991年）和“冷战”结束之初，“全球安全”被普遍认为是最重要的“公共品”，其主要提供者是美国。在那个年代，全球化就是美国化。但21世纪最为重要的公共品是“基础设施”，而中国是基础设施的主要贡献者，全球化也不再单纯是美国化。

中国是120多个国家和地区的最大贸易伙伴，而以美国为最大贸易伙伴的国家只有50多个。与美国相比，中国在很多方面是有优势的。新一代的地图是环境科学、政治学、经济学、文化、技术、社会学的集合点，是互联互通的，而不是对立分割的，它完全有别于地理意义上的地图。20世纪的地缘政治学基于英国地理学家哈尔福德·麦金德（Halford Mackinder）的名言：“谁统治了世界的心脏地带，谁就统治了世界。”在21世纪，这句话就应该改为：**“谁统治了供应链，谁就统治了世界。”**

当然，美国仍然是高度发达的超级大国，而且我认为在非常长的时间里，美国都会保持这一地位。空中客车是一家强大的欧洲公司，但据其CEO称，飞机上90%的电子设备均来自美国。微软CEO萨提亚·纳德拉（Satya Nadella）在他的自传《刷新》中提到，从1965年《移民及归化法案》（*Immigration and Naturalization Act*）通过后到该法案实施50周年时，共有5 900万人移民美国，而且其中绝大部分是技术人才。美国现在才3亿多人口，所以，如果美国要重新走上限制移民和贸易的道路，对它自身意味着什么？也许我们过几年就可以知道。

全球人口的40%都在25岁以下，这些“全球化新生代”最认同的价值观就是互联互通和可持续发展。国际化跟全球化完全不一样，国际化程度可能会因为产业和周期产生很大的差别，但全球化却会不断发展，永不止息。

中国积极融入全球化，中国的贸易伙伴合计有164个国家和地区，已经超过美国的161个。(1)我们可以看到，非洲在迅速发展，非洲人的手机持有数量在2016年就已有约10亿了。在全球化的过程中，除了发达国家，我们也要想一想另外的50多亿人群里有多大的需求，这也是中国企业未来巨大的机会。

我们要明白，中国在制造业方面的优势仍然存在。虽然说中国近些年由于产业转移，有人预测将有不少人口失业，但是我认为不必对此过于担心。互联网经济学者薛兆丰教授常引用的一个例子，就是技术进步带来的失业问题。挖掘机的出现，让很多人失业了。但你愿意回到没有挖掘机，只能用铲子挖土的时代吗？我们的产业转移出去那么多，该如何解决失业问题？只能充分发挥想象力。但是我认为，我们国家一定有条件让这些人不会更差，这是我走过很多地方以后得出的结论。

令人担忧的应该是，一座城市没有足够多的企业家。没有企业，没有资源，这个地方必然衰败，全球都是如此。我们可以看看小城镇建设，去看它有没有资源，如果既没有资源也没有企业家，那么这座城市肯定不行。

我看到很多中国企业的海外收入占比在不断提升，比如美的、中国交建、三一重工等。未来20年，全世界有20亿人口要进入城市，推动城市化进程，千万不要忽略这个情况。

正如图1-1所示，推动世界进步的是一个立方体，长是城市化，宽是全球化，高是科技进步。人类的故事往往跟科技进步密切相关：物种的进化，从史前觅食到永久性农业的转化，古希腊、古罗马、中世纪和近代早期文明的兴起和衰亡，过去两个世纪的经济发展，农业机械化，工业贸易化的多样性和自动化，能源消费的巨量增长，新的通信方式和信息网络传播，以及生活质量的大幅提高等，都离不开不断扩大的规模、品种错综复杂的材料使用和科技进步。

人类智慧在科技上的运用第一次把各类材料转化为简单的服装、工具、武器和庇护所，后来又转化为更为复杂精美的住所、宗教和墓葬建筑设施、纯金属产品和合金产品，并在最近的几十年转化为大型工业和交通基础设施、特大城市、合成纤维和合成化合物，并使它们成为构建新的电子世界的基础和助推器。

对于未来20年的科技发展，世界上有很多预测。比如，硅谷著名的天使投资人彼得·蒂尔（Peter Thiel）说：“在不久的将来，我们通过无线网络来传输的信息总量就会超过通过有线网络来传输的信息总量。未来，数据会更多地在每个人的智能设备之间传输，不会回到发射塔、交换机或者‘云’里面。”

在2019年这个时间点，有人预测，到2020年，超过2/3的信息传送距离不会超过1千米。很多人说，自己不会去跟别人分享医疗数据、财务数据、一些生活隐私情况。但这只是这些人现在的观点，今后他们会去分享这些数据。现在，我们还处于分享时代的早期。无人驾驶汽车今后将变成你的新办公室，你用汽车接收的数据将比你坐在写字楼里接收的数据更多。20年以后最伟大的产品，现在还没有人发明出来。

我们有网络、传感器、机器人、3D打印、基因、合成生物学、虚拟现实、人工智能、5G等无数技术，但是不知道它们的集合结果会怎么样。

科技进步也是全球竞争的，我们要看全球各国之间竞争的情况怎么样。中国的研发支出一直在上升，不断追赶欧美，国家层面或许会对这个领域有更多的鼓励政策。

举例来说，2016年中国出台了很多产业的扶持政策，其中医药创新方面有“下一代”测序技术（Next-generation Sequencing，简称NGS）的肿瘤检测、肿瘤免疫治疗、分子代谢、再生医学、医疗信息技术。3年后，这些科技成果都鲜活地展现在我们面前。但在2016年时，国内很多人还不理解这些东西。

科技进步上很重要的一点，就是看行业的变迁。我们可以看看美国标普500中行业权重的变化。1974年之前，美国的金融行业在标普500中占比是挺低的，自1975年以来占比逐渐上升，超过了20%。信息技术经过2000年科技泡沫以后的几次变迁，近几年占比稳定在20%左

右。据统计，2019年3月，信息技术公司的权重已占标普500的20.6%；医疗保健行业的权重也在稳定增加，占比14.8%。截至2019年3月，金融、医疗保健和信息技术三大行业在标普500中合计占比48.6%，几乎占半壁江山。

中国也正在经历同样的变迁。尽管中国金融行业在万得全A指数中的市值占比有所下降，但还是超过了20%，周期行业的市值占比在2008年之后持续下降，信息技术、医疗保健、可选消费市值占比不断上升，这非常完美地体现了城市化进一步深化的过程。比如，拼多多带来的并不是消费降级，而是消费升级，是农村人口与四线、五线城市人口的消费升级。

技术层面我们也在不断进步。在技术进步上，我们一定要相信年轻人，尤其要相信30岁以下的年轻人。2018年，一个从清华大学毕业的26岁的年轻人以3亿美元的价格把自己创办的公司卖给了美国的公司，这是中国第一次把一家高科技企业卖给美国人。在科技领域的创新过程中，中国有越来越多的年轻人涌现。

接下来，分享两个我关心的问题。**第一，我认为中国现在这个时间点企业家受到了极大的尊重。**

《孟子》的开篇就说：

> 孟子见梁惠王。王曰：“叟！不远千里而来，亦将有以利吾国乎？”孟子对曰：“王！何必曰利？亦有仁义而已矣。王曰：‘何以利吾国？’大夫曰：‘何以利吾家？’士庶人曰：‘何以利吾身？’上下交征利而国危矣。”

儒家思想不讲利，而认为“上下交征利而国危矣”。这种观念、这种思想，到现在还深深存在于各个角落。这些传统观念和市场经济文化在某种意义上有点格格不入，因此很多人不认为市场是组织这个社会最好的方式。

亚当·斯密在《国富论》《道德情操论》里都讲到了道德和私利。在交换的市场中，即便是两个自私的人，也得为了让对方好才能进行交换。“每个人都试图应用他的资本，来使其生产品得到最大的价值。一般来说，他并不企图增进公共福利，也不清楚增进的公共福利有多少，他所追求的仅仅是他个人的安乐、个人的利益，但当他这么做的时候，就会有一双看不见的手引导他去达到另一目标，而这个

目标绝不是他所追求的东西。由于追逐个人的利益，他经常促进了社会利益，其效果比他真正想促进社会利益时所得到的效果更大。”

当下的企业家如果去做实业，就会拥有中国有史以来最好的竞争条件，以及减税政策、半导体支持政策、5G发展等一系列产业发展政策、环保政策等。我认为，国家现在已经从各个层面支持实体经济的发展，真正去尊重那些做实业的企业家，还给企业家们提供了一个最好的公共产品——安全稳定。

第二，我认为资本市场再次聆听到了尊重市场、遵循市场意愿的监管声音。所谓“尊重”就是要尊重人性，公开、公平、公正地对待每一个市场主体，尤其是要认识到，贪婪、恐惧、投机、希望都是市场内生的，是资本市场整个系统运行的一部分。

保护投资者，最重要的是保护投资者不上当受骗，保护投资者投机的权利。美国证监会前主席理查德·C.布里登（Richard C. Breeden）曾经说过：“证监会不是全能的，保护投资者免受欺诈和市场操纵的损害是我们的职责，但投资者为了追求利润而遭受损失的权利也是不可剥夺的，同样需要我们的保护。”面对股市的涨跌，不是狂热就是哀怨，抱怨政府和监管，抱怨投资者不理性、不能愿赌服输，都不是真正地遵循市场。

在筹办科创板的时候，要让资本市场热爱风险或者至少能够正确地评估风险，科技创新才能得到资助。经济的发展尽管在长期运行中会有一些波折，但是在一个好的资本市场的助推下，一定会朝着正确的方向前进。

大家这几年一直在讨论T+0、T+1，以我的经验和实践来说，这些都不是要害，我现在买股票的时候会首先考虑一年两年会不会卖，所以交易规则对我来说都没有意义。但有一点是很有意义的，那就是涨跌停板。

中国要降低股市的杠杆，降低股市的风险，比较简单的办法就是放开涨跌停板限制。我问过很多金融机构，大家认为，假如没有涨跌停板，机构对资本市场的配资、融资就会谨慎很多。好的制度能够让市场正确地评价风险。只要没有过高的杠杆，目前国家所有担忧都会减少，即便股市暴跌也不会造成太大冲击。

谈到科创板，谈到技术，一定要谈到技术和资本市场的两个定律。

- 人们往往高估技术的短期影响，低估技术的长期影响。这个定律我们都慢慢体会到了。

- 技术和资本可以一同躺下睡觉，但绝对睡不了太长时间。技术的变化太快、竞争太激烈，资本态度的变迁也需要非常快速。不过，无论如何都要记住，只有较低的价格才能驱动财富。

对于A股，我先做一个比喻：**一条河干了很长时间，水一点点流进来的时候，最先浮起来的是垃圾。只有水越来越多，小船大船才会慢慢浮起来，最后船往前走，垃圾就没人关注了。**

我估计在中国这个现象很长时间都改变不了，现在看来，中国股市的河流中浮起来的很多是垃圾。我用一个数据来说明中国现在的市场水平。A股证券化率仍处于低位，截至2019年的3月7日，A股证券化率为67.4%，2018年12月是53.1%（见图1-2）。如果加上港股的红筹股和美股中概股，总和达到了85%。但它的分母也在增长，每年都在以6%左右的速度增长。美国股市2017年的证券化率为166%，与它相比，总体来讲当前证券化率并不高，A股的估值仍处于低位。

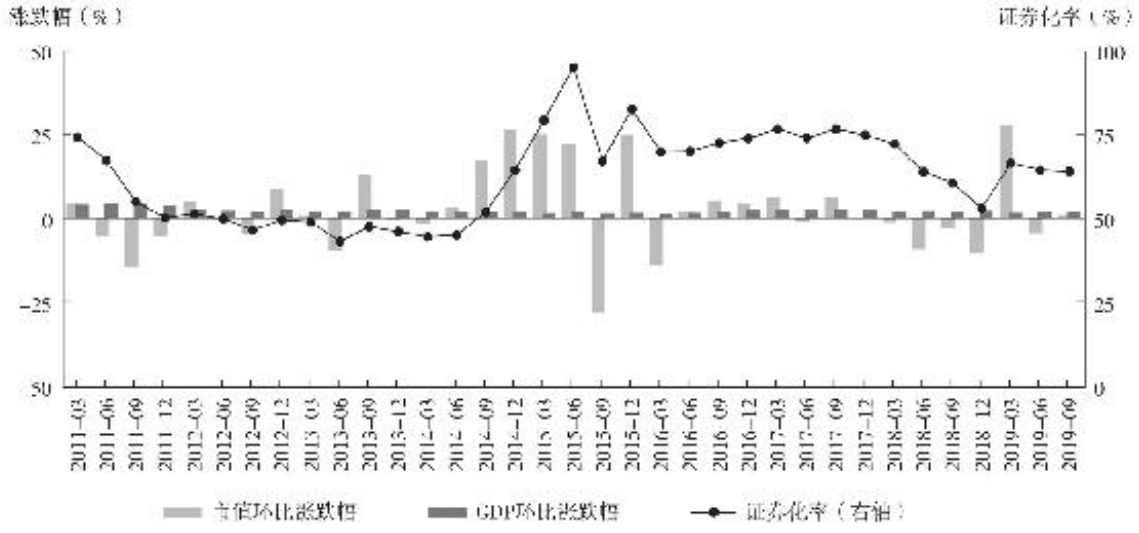


图1-2　2011年3月至2019年9月A股证券化率的变化

资料来源：万得资讯。

科创板对A股会有什么影响我还不知道，但很多人担心会让主板下跌。1971年2月，美国纳斯达克指数在正式上市后，两年内对美国其他两大指数都没有影响，所以我们也不用太过担心。

表1-1说明，中国市场上长期持有的力量还是很强劲的。从2005年起，万得全A指数不同持有期限的资产组合表现统计表明，周期越短回报越低，周期越长回报越高，如果能持有10年，亏损概率为0，持有期收益率均值为250%。

表1-1　2005—2015年万得全A指数不同持有期限的资产组合表现

持有期限	亏损概率（%）	持有期收益率均值（%）
1星期	44.2	0
1个月	43.1	1
1年	39.7	5
3年	37.7	37
5年	15.3	66
10年	0.0	250

资料来源：万得资讯。

本文是作者2019年3月在中泰证券研究所举行的“2019春季策略会”上分享的内容。

02

“大鹏同风起，扶摇九万里”——高、宽、深三维看A股市场

“未来上市公司之间的价值分化会加速实现，卓越公司的市值天花板已经完全打开。我们要去寻找具有愚公移山精神的企业家。”

中国资本市场已经有了本质的提升。

- 从高度来说，中央将资本市场定位为“在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，具有枢纽地位。

- 从宽度来说，注册制给A股输入更多新鲜血液，使得投资者能够享受企业成长期的回报，上市公司行业结构也发生了变化。

- 从深度来说，市场承受力变得更强，单一公司市值和投资容量的天花板也打开了，绩优股得到了流动性溢价，绩差股的跌幅明显增加。

未来上市公司之间的价值分化会加速实现，分化必将带来淘汰和整合，从优秀到卓越的公司将不断涌现。从高度、宽度、深度三个维度看，中国A股市场仍将有结构性大行情。

我的总体看法是，现在的资本市场与过去20多年相比，已经有了本质的提升，市场从根本上发生了改变。

2020年五六月时，有家机构问我，他们有上万亿的投资配置，现在是不是可以赎回。我从几个角度分析了一下，指出未来几年内都不应该做赎回这件事。

那么，为什么我觉得现在的市场发生了质的变化，配置上可以不用降低呢？

高度：中央定位资本市场在金融运行中“牵一发而动全身”

首先，党中央高度定位，认为“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”。从实践角度来说，我们可以更加清晰地认识到，监管层对资本市场的理解以及处事方式发生了变化。2020年新冠肺炎疫情发生后，针对春节以后A股市场第一天是否如期复盘，当时大部分投资者都希望不要复盘，包括很多专家、机构投资者也在如此呼吁。但最高层根本没有受舆论的任何影响，还是如期复盘了，这个意义非常重大。

- 第一，资本市场除了简单的投资功能以外，还有流动性、风险管理等很多功能，它是一个功能复杂的市场。

- 第二，2019年中国树立了面对国际投资者的公开、公平、透明的市场形象，不能因为疫情就把这个形象破坏。

- 第三，很重要的是，市场即便下跌，也是对未来不确定风险的释放。

所以，从复盘这件事上可以非常清晰地看到整个管理层对市场的专业认识，以及它所具备的高超智慧与技巧。

所以，从高度上来说，跟过去20年相比，高层对资本市场的认识和定位发生了非常大的变化，“十四五”规划又为资本市场的未来发展打开了巨大的空间。

宽度：注册制为A股输入新鲜血液，投资者能享受企业成长期回报

从宽度上来说，根据近30年的投资经验，我认为整个资本市场从注册制开始实施以后，发生了非常大的变化。

- 第一，注册制为A股市场输入更多新鲜血液。2019年7月22日，科创板首批公司正式上市。截至2021年2月2日，A股中在2019年7月22日前上市的股票合计3 621只，在那之后上市的股票合计553只。(2)万得资讯显示，目前已做上市辅导备案登记受理的企业超过1 700家，未来数年上市企业总数可能会增加到6 000家甚至更多。

- 第二，从企业生命周期来说，核准制下能投资的企业大多数是处于成熟期的企业，很少有企业在成熟期以后还能进一步发展。很多企业上市后很快就出现了一些问题，所以二级市场投资者很难享受到企业成长的回报。但是注册制改变了上市的性质，很多企业可以在成长期就让二级市场的投资者参与（见图2-1）。

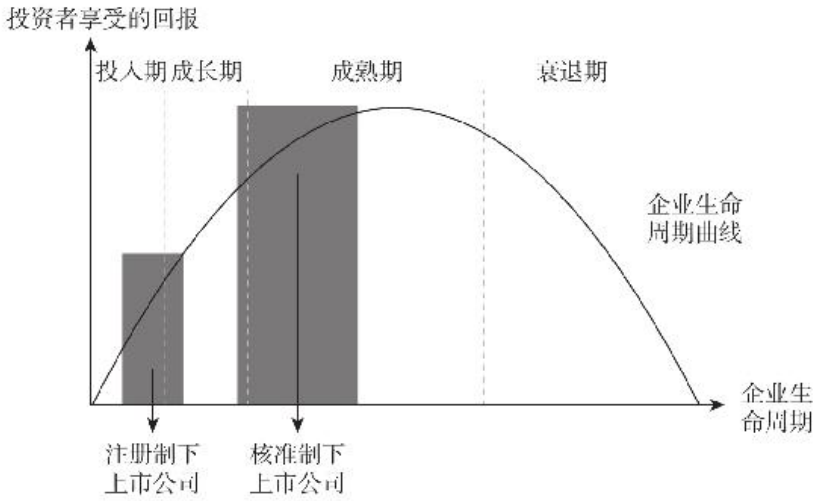


图2-1　上市公司生命周期曲线

- 第三，市场中上市公司的行业结构发生了很大变化，2019年7月22日前可选消费、日常消费占比较高，而现在信息技

术、医疗保健等行业在急剧上升，符合时代技术发展潮流的企业的比例在提高（见图2-2，图中数据截至2021年2月2日）。

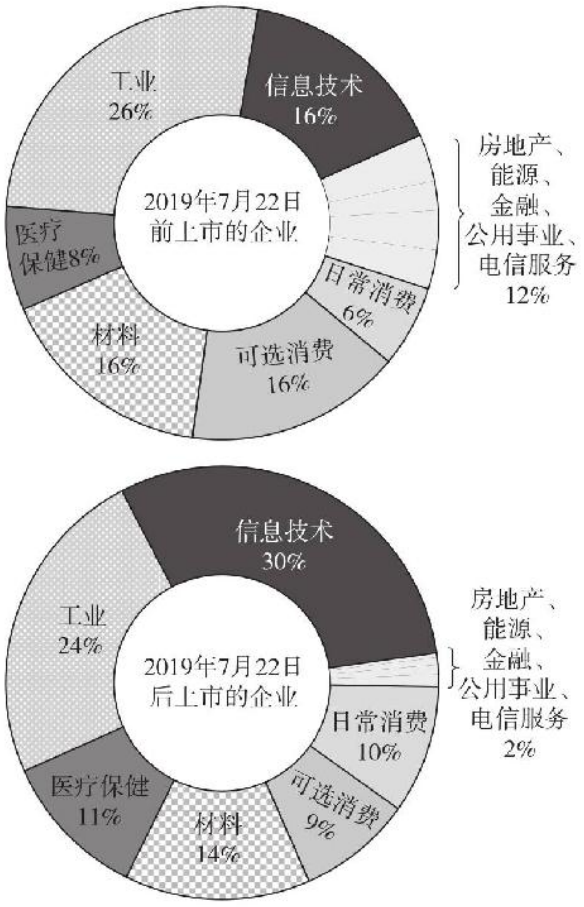


图2-2　各行业在上市企业中的占比情况

资料来源：万得资讯。

- 第四，沪港通让我们有了更多的选择。目前在沪港通里，内资在港股中的占比越来越高，南向资金持股占内资股流动市值已超过10%，而且有更多在美国上市的中概股企业愿意回到港股、A股上市。

从这些方面来说，我们可以看到整个市场投资的宽度发生了根本性的变化。

中国通过注册制让资本市场的资产证券化率快速发生改变。过去几年，A股的证券化率在发生变化，2018年仅约47.0%，但是截至2021年2月2日，A股证券化率达到了85.4%，加上港股的红筹股和美股的中

概股，A股的证券化率是107.9%。在图2-3中，我们可以看到2018年全球主要国家股市证券化率的相关数据。

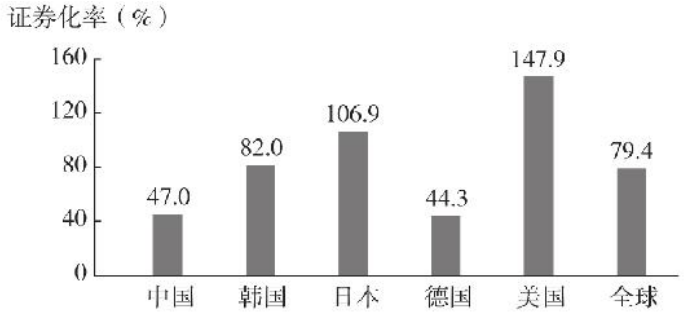


图2-3　2018年全球主要国家股市的证券化率对比

资料来源：万得资讯。

在第一批科创板股票上市以后，科创板的总市值增加速度非常快，截至2021年2月2日，科创板总市值合计达到3.70万亿元，科创50指数自2019年12月上市以来，涨幅达43.8%。随着科创板的迅速成长，投资者将面对越来越宽的市场选择。

深度：市场承受力更强，绩优股得到流动性溢价

除了高度和宽度，市场深度也发生了很大的变化。什么叫市场深度，我们可以从交易量、市场承受力等几个角度来看。A股市场现在每天的交易量大到令人吃惊。以往大型公司首次公开募股（以下简称IPO）让市场压力很大，发行节奏一加快，市场就大跌，现在的A股市场却很平稳，我国股票市场的承受力已经可以跟美股市场相媲美。

2019年，格力集团做出混改决定，将持有的占公司总股本15%的格力电器的9.02亿股做了一次性转让，最终受让方出资417亿元拿下格力15%的股份。单一公司投资容量的天花板也就此打开了。

现在像茅台这类公司，买50亿元跟买100亿元没什么区别，500亿元规模的基金跟1 000亿元规模的基金，如果投在大公司上，在目前的市场中也可以没有区别。市场有了足够的市值和流动性，我不管管理多少钱，都敢投，市场的深度发生了历史上从未有过的变化。

另外，中国市场也发生了新的变化，以前大市值公司比较容易被折价交易，因为市场深度不够，不给它们流动性溢价，但从2019年开始，绩优股终于得到了流动性溢价。2017年1月至2020年10月，沪深300相对于中证1000累积超额收益率为68.67%，年化累积超额收益率为14.64%（见图2-4）。

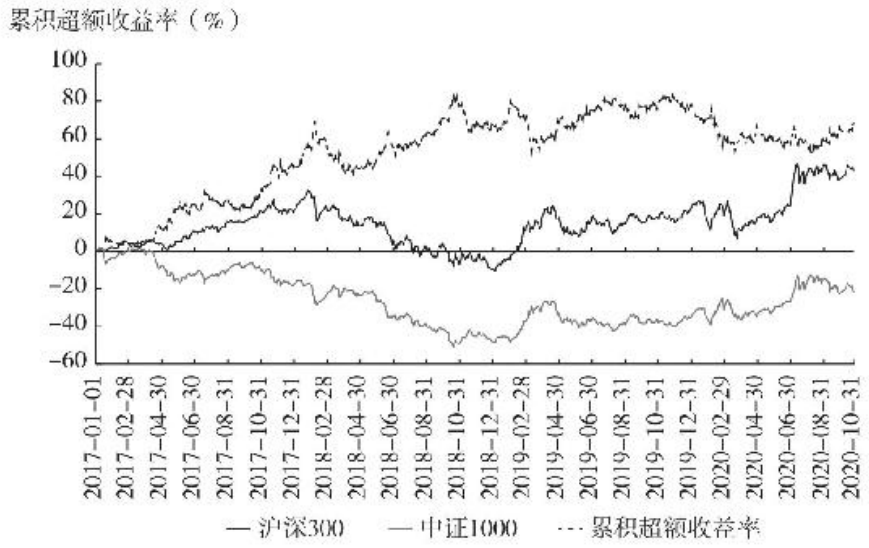


图2-4　2017年1月至2020年10月沪深300相对于中证1000累积超额收益率的表现

资料来源：万得资讯。

2017年以后，中小盘绩差股的跌幅明显增加，出现估值回归的局面，全市场自由流通市值在后50%的公司，流通市值占比从16%下滑为不到9%，交易额占比从35%下滑为16%左右。

卓越公司的市值天花板已经打开，500亿元以上的上市公司数量从2012年1月的66家上升到2021年2月的291家。

总之，从高、宽、深三个方面，我认为中国的资本市场发生了非常大的变化。

从优秀到卓越

下面我想对未来做一个猜想。

- **伴随着上市公司数量的变化，未来上市公司之间的价值分化将加速实现。**大家看到科创板的第一批上市公司限售股基本上开始解禁了，很多公司的变化都将发生在眼前。由于市场足够宽，我们以后的选择越来越多，所以上市公司之间的价值分化一定会加速，A股、港股的分化速度会越来越快，同时分化必将带来淘汰和整合。2000年时美国一度有8 000多家上市公司，现在只有4 000多家。

- **从优秀到卓越的公司会不断涌现。**资本市场深度打开和上市公司的市值空间打开会激励更多人去创业，令很多有雄心壮志的企业家心潮澎湃。我有一个朋友，我在他们公司市值500亿元人民币的时候投资了，现在他的公司市值已经达到2 500亿元，但他说2 500亿元仍然没有成就感，他的成就感就是一定要在几年内把公司发展到5 000亿元市值。

我们可以比较一下，万华化学和贵州茅台都是在2001年上市的，表2-1呈现了这两家公司上市第一天的数据。万华化学发行市盈率是51倍，发行价是11.28元，上市第一天开盘价是28.00元，总市值是33.60亿元。茅台上市的时候发行价是31.39元，上市第一天开盘价是34.51元，总市值是86.28亿元。但现在万华化学的市值是2 500亿元左右，贵州茅台的总市值已经超过了2万亿元。作为投资者，我们过去没敢想过上市公司市值的天花板可以这么高。

表2-1　万华化学和贵州茅台上市第一天的数据

	万华化学	贵州茅台
上市日期	2001-01-05	2001-08-27
发行价（元）	11.28	31.39
发行市盈率（倍）	51.51	23.93
新上市股本（亿股）	1.20	2.50
上市第一天开盘价（元）	28.00	34.51
上市第一天收盘价（元）	31.00	35.55
上市第一天总市值（开盘价）（亿元）	33.60	86.28
上市第一天总市值（收盘价）（亿元）	37.20	88.88

资料来源：万得资讯。

那么，哪些公司能够成为卓越公司？我们可以回到中国的传统文化上，具备传统文化推崇的优良品质的公司都有机会。

战国时期，《列子·汤问》中有一篇寓言小品文《愚公移山》。文章叙述了愚公不畏艰难，坚持不懈，挖山不止，最终感动天帝而将山挪走的故事。这个故事也表现了中国古代劳动人民的信心和毅力，说明了要克服困难就必须坚持不懈的道理。中国人有愚公移山的精神，企业家更应该有愚公移山的精神，我们投资人则要去寻找具有愚公移山精神的企业家。

2020年，我在和企业家交流时，经常会推荐他们读《三星内幕》。20世纪七八十年代，著名企业家、三星集团会长李健熙完成了很大的跨越，现在三星的产值占韩国GDP的20%。李健熙的父亲李秉喆信奉《论语》，传给儿子的大多是传统的中国精神。首先，他要儿子讲究“智、仁、勇”，实践“恭、宽、信、敏、惠”，推崇“言必行、行必果”。所有的企业家都要检视思考，尤其是很多做消费品的企业家，要思考自己的企业是否做到了。其次，他要儿子掌握三星的“木鸡哲学”，这里的“木鸡”来自《庄子》中呆若木鸡的故事。李秉喆推崇“木鸡哲学”，告诫他儿子：一是不要傲慢；二是一定要专心，不受任何外界环境的影响；三是保持平常心。最后，“唯在技术上求生存”是“铁壁禁忌”，只有技术才能让三星生存。

华为任正非说：“华为就是一只大乌龟，20多年来，只知爬呀爬，全然没看见路两旁的香花，不被各种所谓的风口所左右，只傻傻地走自己的路。”

此外，还有同仁堂的“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”这样的理念。

如果中国的企业具备这些精神，就能越来越卓越，我们就不用担心我们的投资了。

“大鹏同风起，扶摇九万里”，这两句话来自李白的《上李邕》这首诗，“大鹏一日同风起，扶摇直上九万里”。在目前的环境下，这首诗很应景，国际国内都是。对企业家来说，要有李白年轻时的抱负；对投资者来说，要像李白说的，“宣父犹能畏后生，丈夫未可轻年少”。宣父就是孔子，孔子说：“后生可畏，焉知来者之不如今也？”我们要对未来，对自己，还有我们的下一代有信心。所以，我认为，从高度、宽度、深度三个维度看，中国A股市场仍将有结构性大行情。

本文是作者2020年10月在《中国基金报》主办的“2020中国机构投资者峰会”上分享的内容。

03

“刷新”后的中国，投资豁然开朗

“投资最重要的是投资你懂的、熟悉的领域。最好的保值、增值方式是投回中国，最好的控制风险方式也是投回中国。”

社会的焦虑

2019年12月前后那段时间，虽然股市在涨，大家的报告都非常乐观，但实际上，每个人都不可避免地感受到了各种各样的焦虑。这些焦虑来自哪里呢？有些来自经济增速下降的原因，也有些来自其他原因。

举一个简单的例子，2019年12月21日，最高人民法院公布的失信人员数量是570万。我观察过，从10月开始，失信人员每天增加2 000多人。大家想想看，按照杰出企业家曹德旺的说法，中国中产阶层大约4亿人，在城市跟农村之间往返的人大约有4亿人，还有4亿人待在农村。570万失信人员应该基本上是中产阶层，这个人数占中产阶层的比例非常高，所以我们很多人周围可能都有失信人员。失信人员会传达出很多不正常的情绪、不正常的信息，所以这个社会的焦虑是很正常的。我知道一家上市公司，曾经允诺称高管要增持股份，结果由于各种原因没有增持，所以这些高管都被判定为失信人员，他们坐飞机、高铁的权利都被限制了。这也说明我们国家在信用体系建设上前进了一大步。

刷新：新战略、新使命、新愿景、新文化

2019年初，我做了一场以“中国企业未来的机会”为主题的演讲，引用了微软CEO纳德拉在自传《刷新》中提到的一个案例，1965年《移民及归化法案》通过后，到2015年，50年间，有5 900万人移民到了美国，而且这些人大都是技术人才及其家属。纳德拉绝对是最伟大的企业家之一，大家有机会可以看看他的自传《刷新》。我看过大量的企业家传记，没有一部可以这样触动我。

《刷新》里有这样一句话：“每一个人，每一个组织乃至每一个社会，在到达某一个点时，都应点击刷新——重新注入活力、重新激发生命力、重新组织并重新思考自己存在的意义。”一个人、一家企业是这样的，一个国家也是这样的，应该刷新，让刷新重新启动国家未来。

图3-1是一个“价值”指南针，我们看到一个美好社会的四极由四个方面构成：自由、平等、效率、社群。这四个方面，我们并不是要求让每一个点达到它的极致，而是要达到相互之间的一种平衡。有时候自由和平等有冲突，有时候平等和效率、效率和社群也会有冲突。那么如何平衡好这四极呢？那就要靠一个美好社会最重要的运行机制。

图3-1 “价值”指南针：美好社会的四极

资料来源：The Executive’s Compass。

对中国来说，过去几年我们做的很多事情是对前面40年进行了一次刷新，对很多行为方式、人们的价值观都有深远影响。中国的刷新

体现在很多方面。比如，基层政治生态发生了很大的变化，由不敢腐到不能腐。社会方面，营商环境在改善，办事不用事事找人。民生领域，农村发生了非常大的变化。脱贫攻坚成效斐然，全国90%的村庄开展了清洁行动，新开工建设的农村生活垃圾处理设施5万多座，生活污水处理设施9万多座。自党的十八大以来，大家如果经常回乡就会发现家乡的变化。很多村庄都有垃圾桶、污水处理设施，这是资本市场很少会关注到的。还有对环保的重视带来环境的改变，企业再也不能一边生产一边污染了。北京、上海空气质量的改善大大超越了人们的期望。你如果有机会去新德里转转，会发现新德里的污染让人无法忍受，超过北京最严重的时候。在经济领域，国家强调市场经济在资源配置中起决定性作用，面对问题时要用市场化、法治化的方式解决。在发展理念上，我们也有了很大的变化，创新、协调、绿色、开放、共享是“十三五”规划明确提出来的。

证券市场也有刷新，我举两个例子。

- 退市常态化，现在越来越多的公司面临退市。截至2019年11月20日，共有73只股票的收盘价格低于2元，6只股票的收盘价格在1元以下。在科创板和创业板改革的环境下，A股呈现港股化的发展趋势越来越明显。

- 国家推动证券集体诉讼制度。2019年11月，在党的十九届四中全会上通过的决定明确提出：“强化消费者权益保护，探索建立集体诉讼制度。”这是跟证券市场密切相关的。在11月4日，中国证监会党委传达学习贯彻党的十九届四中全会精神时，强调积极配合推动证券法、刑法修订，推动建立证券集体诉讼制度，显著提升违法违规成本，持续净化市场生态。

我们要高度重视这些刷新对市场的影响。

刷新的过程会面临一些什么问题呢？我仍然举集体诉讼和退市常态化的例子。如果按这种趋势走下去，在3 000多家上市公司中，可能会有很多公司出现问题。上市公司消失的过程会对社会造成震荡和破坏。**一个社会的进步首先源于生产力的进步，生产力进步必然带来创造性破坏。**创造性破坏主要体现在三个方面。

- 当实体资产供过于求时，这些资产会被彻底摧毁，传统的工作岗位不再被需要，这些岗位上的工人会失业。

- 把传统的确定性因素彻底消除，没人知道未来哪些资产能够成为更有效率的资产，哪些资产不具备生产效率，所以注册制的资本市场是应运而生的，而墨守成规、因循守旧的人会不知所措。

- 新技术总是会诱发投机性泡沫，投机者总会去追逐一张张永远刮不开的彩票，但只要是泡沫，就会有破灭的一天，有的泡沫破灭会造成极大的危害。

迎接创造性破坏的，往往是“质疑、憎恨，甚至是义愤的浪潮”。在创造性破坏过程中，遭受损失的人通常能集结成群，而获益的人通常都分布得很零散。创造性破坏带来的收益通常要数十年才能体现出来，但造成的损失往往立即显现。

一个良好的政治环境是能够缓和这些质疑、憎恨和义愤的。一般国家，在现实的诱惑下，很多政治人物会采取一些措施去干扰创造性破坏发挥作用的逻辑过程。从美国几百年的发展进程来看，由于制度制约，它非常有效地遏制了自己的冲动，很好地解决了这个问题。日本、德国这些在第二次世界大战中失败的国家，由于经历过在全球竞争中失败的切肤之痛，所以在面对这种挫折的时候，他们的人民能够忍辱负重。但还有很多国家，往往在问题没有解决好的时候，就陷入了真正的中等收入陷阱(3)。在这个问题上，近几年的刷新，让中国具备了迎接转型、迎接创造性破坏的制度基础。

宏观政策要稳，微观政策要活，社会政策要托底。过去几千年来，就像哈佛大学教授、著名历史学家费正清说的那样：“中国的传统不是制造一个更好的捕鼠器，而是从官方取得捕鼠的特权。”企业处于从寻租性努力转向生产性努力的过程中，这是巨大的进步。在这样的刷新过程中，牵涉其中的微观主体一定会遭遇很大的震荡。这种震荡需要一个大环境来稳定。中国现在已经具备了这样的条件。

资本市场的新起点

对投资人来说，最重要的是什么？橡树资本联席董事长及核心创始人霍华德·马克斯（Howard Marks）说过：“专业投资人的能力不仅体现在年景好的时候能赚钱，在年景不好的时候，也可以控制好风险，赚取收益。所以，为了做到这一点，投资人需要做两件事情，第一件事是周期定位，第二件事是资产配置。”

总体上说，中国处在一个经济从高速增长到增速不断减缓的过程。在这样的过程中，我们可以看见两个明显的特征。

第一，逐步转型对资本市场来说是一个很大的流动性机会。中央强调“房子是用来住的，不是用来炒的”，所以钱不会再大规模进入房地产。再者，国家在去杠杆的过程中会打破刚兑，打破刚兑意味着打破高息揽存，民间借贷利息就不会太高。而且，经济的长期增速下行，让利率大概率在相当长的时间内只降不升。所以，从投资本身的机会角度来说，直接融资领域的流动性会越来越突出，权益类融资的规模也会上升。从周期上来说，资本市场面临着一个相当长期的流动性机会。这个时间周期会相当长，也许5年以上，也许10年以上。

第二，资本市场转型带来了顺周期的一些机会。什么叫顺周期？过去的70年，我们可以总结一下，中国在遇到困难的时候，遇到严重经济挑战的时候，政府的反应从来都是可预测的，没有不可预测的。可预测体现在哪里？第一个是打破垄断，第二个是进一步开放，第三个是鼓励民营企业。经过40多年的改革开放，面对中美关系的风云变幻，面对经济的下行，我们一定要相信中国政府是会更加开放，更加市场化，更加鼓励民营经济发展，也更加鼓励引进外资。同时为了平缓可能对经济造成的波动，国家仍然会加大基础设施建设投入。我曾看到一篇讲苏南、苏北的文章，江苏是中国第二大经济强省，但整个苏北地区到2019年底还没有一条高铁。对这些基础设施的投入就是一个顺周期的机会。

结构性社会变迁也是一个顺周期的机会。现在“95后”已经大学毕业了，最大的“90后”也30岁了。整个社会变迁已经在向年轻一代迁移，中国第一代独生子女已经成长起来了，我们可以推演出很多结构性机会。中国有极大的消费市场及消费升级潜力；多元化和深度的城市化；能够满足最完善供应链的新能源、新材料、新运输；先进制

造业在解决一些“钉子”技术问题上不断实现突破；最多的工程师供给。解决巨大的供需矛盾，这指的是我们在一些行业的需求很大，但这些行业在国内供给很少。另外，中国还有人工智能、机器人、云计算、大数据等下一代生产力驱动工具，这些驱动工具对中国的进步有着非比寻常的作用。中国还有一个无与伦比的结构性机会，就是资本市场的生产关系发生了较大的改变，生产关系的改变是会提高生产力的。我们说的国企改革，其实仅仅是生产关系改变里的一小步，民企需要很大的改革。

什么是中国目前具有的优势和投资机会

中国目前具有什么样的优势和投资机会？主要体现以下在6个方面。

- 全世界最多的工程师供给。
- 全世界目前最大的消费市场。
- 最重大的改革开放红利（不仅国企要改革，民营经济、私人企业也需要改革）。
- 超过美日总和的制造业和完善的供应链。
- 进行中的深度城市化和超级城市集群（长三角、粤港澳这样的世界级城市群正在出现）。
- 5G、机器人、人工智能、大数据、云技术等生产力驱动工具，使中国的制造业提升得非常快。

以内容制作为例。有一家公司叫沉浸文化，这是一家没有创意人员的内容公司，全靠大数据。这家公司通过大数据到全球去找大量双胞胎录制视频，还在中国录制退休老奶奶各种各样的旗袍秀和其他秀，在网络上风靡一时。还有天猫“双11”，它通过大数据非常及时地捕捉到了流行信号，发现腾格尔跟花泽香菜有一个模拟的混编视频在B站上特别火爆，在年轻人中非常受欢迎。所以，天猫2019年的“双11”晚会就用了花泽香菜演唱的《恋爱循环》作为晚会的第一营销热点。我看到腾格尔实在是唱不好日语，到最后，花泽香菜只能一个人唱。

中国有巨大无比的消费市场。日经中文网报道称：“中国顾客买光了澳洲产杏仁，现在不得不采购美国产杏仁。”2019年8月至10月，美国杏仁面向中国大陆和中国香港地区的出货量比2018年同期多29%。夏威夷果和腰果也因中国需求增加而价格高涨。这样的市场，消费升级的潜力也非常大。

除了上面这些，我还想强调的是，中国有五千年优秀传统文化，琴棋书画诗酒茶与柴米油盐酱醋茶的历史悠久，它们是美好生活的记

忆载体，深厚宽广，市场无限。想想看，销售酱油的海天规模那么大，光卖鸭脖的就有三家上市公司。所以品味加文化的复合生活方式在中国必然复兴、蓬勃发展，在数字时代，形成圈层和社群，可以快速扩张。谁在品质上胜出，谁就可以一往无前。

中国消费的变化总体上体现在两个方面：真正的高端奢侈的消费在下降，但大众化的消费仍在增长。比如美容，有开美容院的朋友说，以前去美容院的高端人士都是预付50万元或100万元，现在消费差不多下降了20%。但与此同时，上市公司里美妆美容公司增速非常快。餐饮也是一样，最高端的消费下降了20%，但客单价在80～100元的大众化消费在迅速增加。

我为了看消费数据，专门把几家家电企业这几年的报表拆分来看，发现升级非常明显。近10年家电各子领域产品均价都在大幅提升（见图3-2），空调的产品结构发生了很大变化（见图3-3），冰箱和洗衣机的产品结构都在改善（见图3-4、图3-5）。格力是国内领跑的空调品牌（见图3-6）。海尔非常特别，它的品牌力是格力、海尔、美的三家里面最强的，所以它最近一两年的增幅是最好的，海尔旗下超高端品牌卡萨帝持续快速增长（见图3-7），显著高于其他品牌。美的提升的空间较大，但是企业要做好品牌其实难度非常大。大家可以在图3-8、图3-9中看到冰箱、洗衣机的价格，从中可以看出哪家公司的品牌更强。

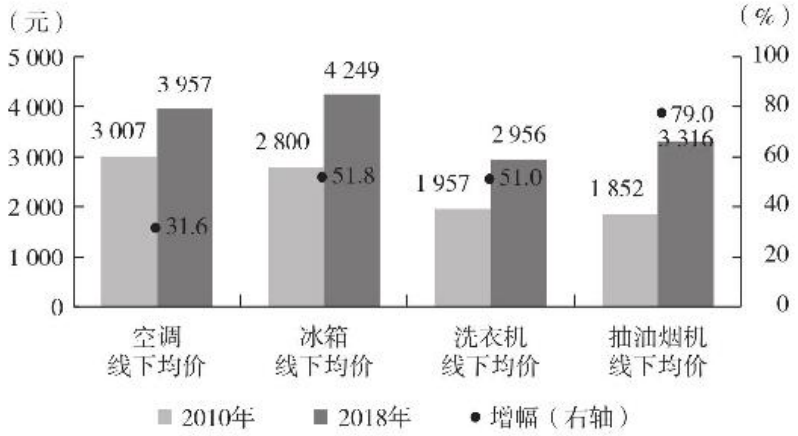
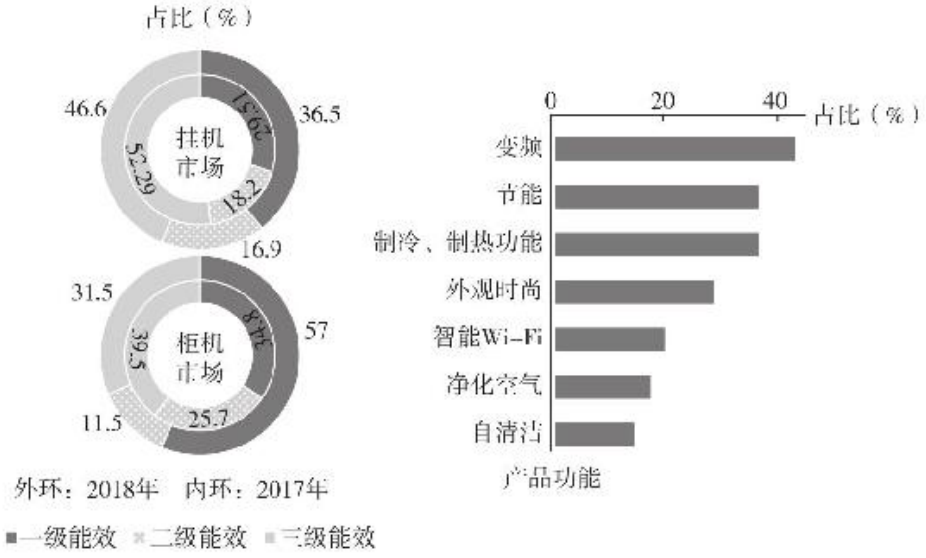


图3-2　2010年和2018年4类家电产品均价和增幅对比

资料来源：中怡康。



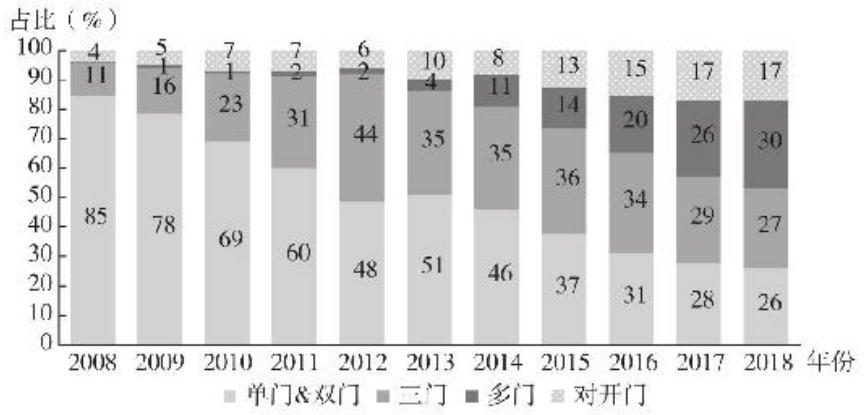
（A）分挂机、柜机市场，分能效结构零售额占比变化　　（B）潜在用户对空调产品功能的需求占比

（C）线下空调市场不同产品的零售量占比变化　　（D）2011—2017年中国家用中央空调行业市场规模

注：定频机零售量占比减少、挂机占比减少；一级高能效柜机、挂机产品的零售量占比提升，二、三级能效产品零售占比下降；家用中央空调需求爆发式增长。

图3-3　空调市场产品结构改善

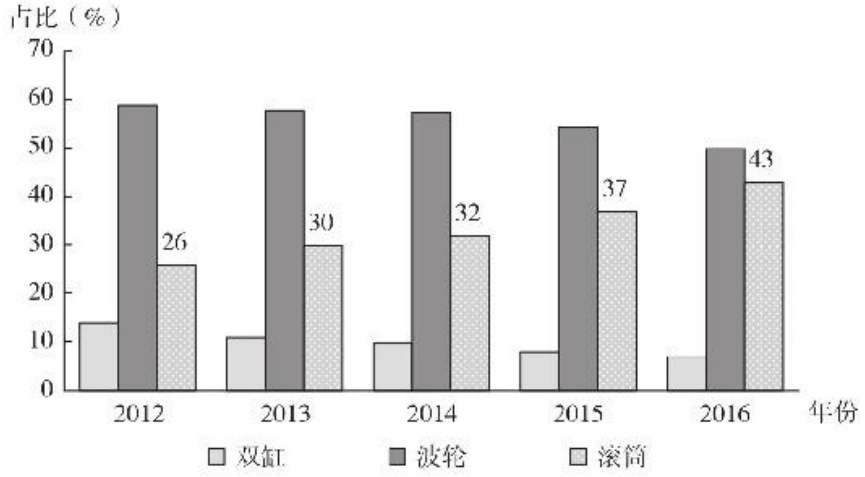
资料来源：图（A）、（B）、（C）的来源为中怡康；图（D）的来源为智研咨询整理。



注：细分功能和外观升级趋势明显，多门、对开门零售量占比大幅提升。

图3-4　冰箱市场产品结构改善

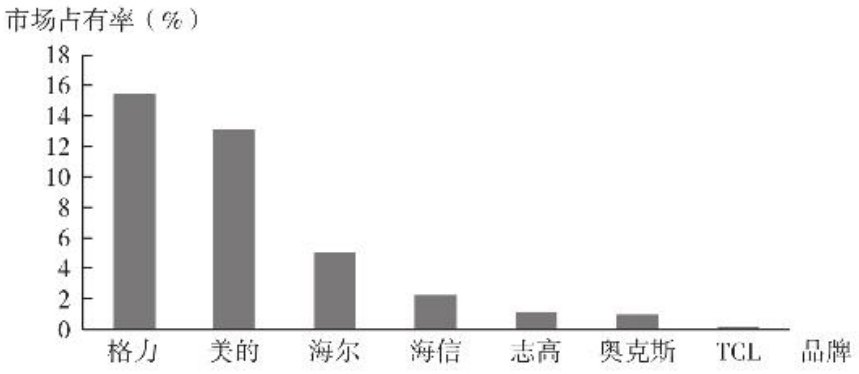
资料来源：中怡康。



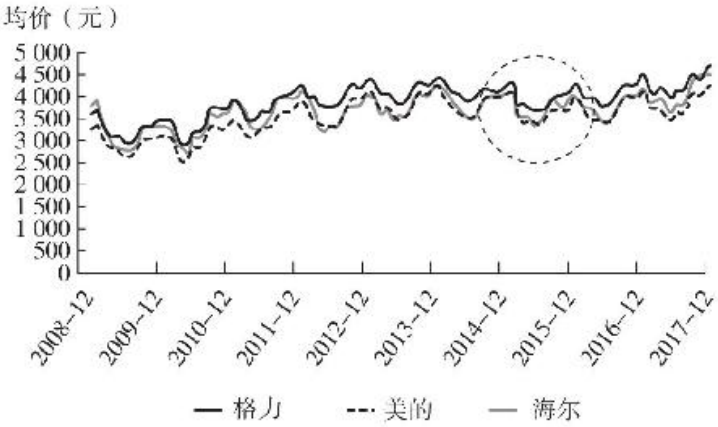
注：滚筒洗衣机占比持续提升，传统波轮、双缸洗衣机占比下降。

图3-5　洗衣机市场产品结构改善

资料来源：中怡康。



（A） 2018 年国内品牌中央空调市场占有率



（B） 2008—2017 年格力、美的、海尔空调均价变化

注：格力空调以高价产品引领行业，除 2014—2015 年价格战外，带动行业均价持续提升。

图3-6　空调品牌市场

资料来源：暖通家；中怡康。

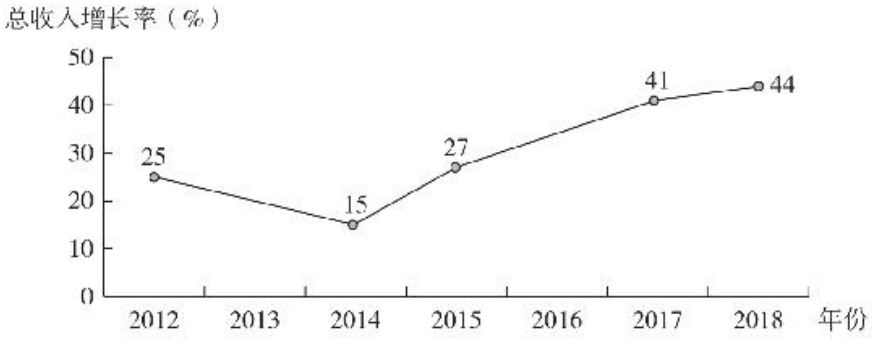


图3-7　2012—2018年卡萨帝品牌总收入增长率

资料来源：万得资讯。

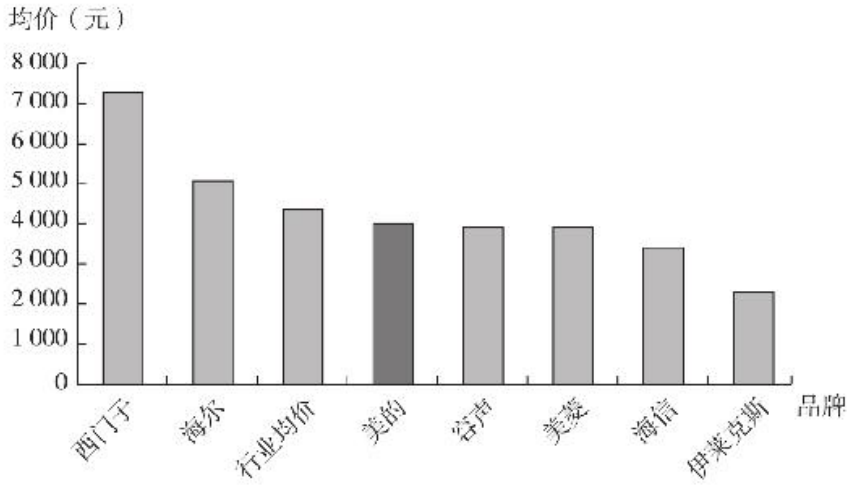


图3-8　世界主要品牌冰箱均价

资料来源：中怡康。

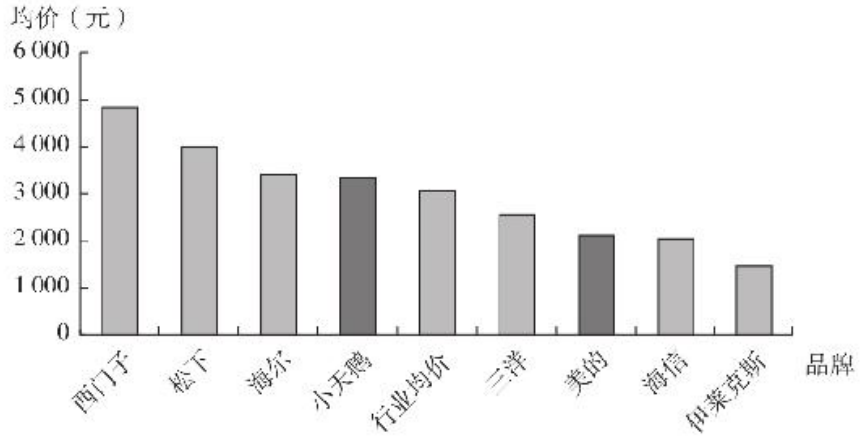


图3-9　世界主要品牌洗衣机均价

资料来源：中怡康。

海外高端强势品牌在中国也获得了快速增长，不管是酩悦轩尼诗（LVMH）、爱马仕还是雅诗兰黛，这些公司在中国都有两位数以上的增长，我看到数据感到很惊讶（见表3-1）。我们国内的化妆品上市公司，除了上海家化以外，其他增长得都很好（见表3-2）。

表3-1　海外高端强势品牌在中国获得快速增长

品牌	在中国的增长情况
雅诗兰黛	“2018/2019 年第四季度：旗下所有品牌在中国所有渠道都有强劲的双位数增长。”——CEO 法布里奇奥·弗雷达（Fabrizio Freda）
欧莱雅	2018 财年，中国区增长 33%，6 个品牌过 10 亿元；除美国外最大市场
资生堂	2019 年前 9 个月，中国区增长 18.3%，高端品牌线销售增速超 40%
卡地亚	2018/2019 财年，卡地亚品牌中国区增长 15%
蒂芙尼	2018/2019 年前三季度在中国实现双位数收入增长
LVMH	“品牌在中国正经历前所未有的增长”——前 CEO 迈克尔·博克（Micheal Burke）
爱马仕	2019 财年上半年，在中国实现双位数增长

资料来源：根据公开资料整理。

表3-2　国内重点化妆品上市公司估值

证券代码	品牌	股价（元）	总市值（亿元）	净利润（百万元）			增速（%）			市盈率（倍）		
		2019-12-08	2019-12-08	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603605.SH	珀莱雅	90.70	183	374	494	622	30	32	26	49	37	29
603983.SH	丸美股份	64.18	257	536	655	799	29	22	22	48	39	32
600315.SH	上海家化	30.18	203	643	681	779	19	6	14	32	30	26
300792.SZ	壹网壹创	163.74	131	216	326	477	33	51	46	61	40	27
688363.SH	华熙生物	79.60	382	572	805	1 122	35	41	39	67	47	34

注：E代表预期收入。

资料来源：根据公开资料整理。

外资药企在中国业务表现非常强劲，原创药增长非常强（见表3-3）。房地产我不表态，但图3-10很有意思，我有个朋友每天记载二手房的存量，从2018年3月到2019年10月，北京二手房源存量已经是一年半前的近3倍，但到11月开始有所下降。这个数据和房价是有重要关联的。

表3-3　外资药企中国业务表现强势

（A）2019年第二季度十大医院药品供应商（按MAT年度销售额）

排名	公司	MAT同比增长率（%）
1	辉瑞制药	13.6
2	阿斯利康	20.5
3	扬子江药业	17.2
4	恒瑞医药	20.4
5	赛诺菲	12.7
6	罗氏集团	41.1
7	拜耳	20.6
8	正大天晴	13.3
9	复兴药业	4.1
10	齐鲁制药	-6.2

（B）2019年第二季度医院用药十大主要产品（按季度销售额）

排名	产品名称	制造商	MAT同比增长率（%）
1	加罗宁	扬子江药业	17.1
2	立普妥	辉瑞制药	13.3
3	普米克令舒	阿斯利康	15.7
4	舒普深	辉瑞制药	16.2
5	波立维	赛诺菲	4.3
6	恩必普	石药集团恩必普药业	28.5
7	赫赛汀	基因泰克	128.4
8	血栓通注射液	广西梧州制药	1.5
9	力扑素	南京绿叶制药	17.2
10	安维汀	基因泰克	90.5

资料来源：艾昆纬；中信证券研究部。

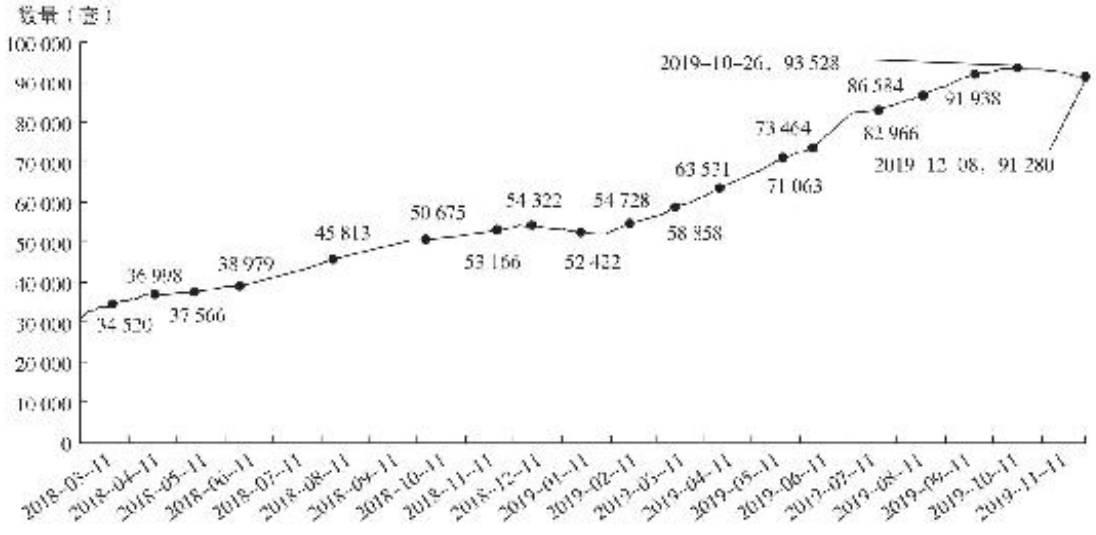


图3-10　2018年3月至2019年11月北京二手房源数量变化

注：北京二手房源存量自2019年10月末开始走低。

不断进步的企业管理，是中国最大的改革红利。潍柴动力的企业文化是“客户满意是我们的宗旨”“不争第一就是在混”“一天当两天半用”。大家有机会去参观就会知道中国的企业管理发展到了哪一步。海尔在1984年的时候，内部规定不许在车间大小便。十几年前，我曾经去过一家光伏企业，它的车间到处都是鸡在跑。如果现在再看到这样的车间，你就会觉得不可思议，但历史上就是这样。“工作时间不准睡觉”“工作时间不准喝酒”“工作时间不许串岗”，现在看到这些原始的规定，你也会觉得不可思议，但这就是那个年代常见的企业组织。海尔最早做的广告，是两个小孩穿着小裤衩。这些都是中国最初级的品牌推广。我到江小白的车间去参观，深切感受到，现在中国的企业要“保持天马行空的想象力和脚踏实地的执行力”。

所以我还是回到2019年初时说的，**推动人类社会发展的三个核心驱动力——全球化、城市化、科技进步，中国在这三个方面都有非常巨大的潜力，同时也有强大的执行力。**A股市场的状况现在不用多说，证券化率仍然处于低位（见图1-2），估值也还合理，关键是北向资金继续加大对A股的配置。关于这个配置情况我来解释一下原因。20世纪90年代的时候，我在学校曾经略微研究过一个小问题——资本外逃。1992年的时候，第一波回来的合资企业有很多假外资，我在工作中就经常碰上90年代初逃出去的钱再回来的假外资。

中国在过去这些年来有不少资本转移到外面去，但我相信这些钱一定会回来。也许它们会以其他方式回来，也许海外投资资金里面有大量的钱实际上是中国人自己的钱，这样的钱只会越来越多。我对这点充满信心。

投资最重要的是投资你懂的、熟悉的领域。最好的保值、增值方式是投回中国，最好的控制风险方式也是投回中国。

2019年新成立基金发行份额突破万亿元大关，股票和混合型基金发行份额达到4 336亿元，这只是一个开始。未来10年一定会有足够多的流动性资金往这个资本市场倾斜。这几年总体上来说，是少数股票的牛市、多数股票的熊市（见图3-11），但大家不用担心，即使再多的股票退市，有政府在，也不会造成混乱。

图3-11　少数股票的牛市，多数股票的熊市

资料来源：万得资讯；中金基金。

我们回到《刷新》。微软第一波股价上升，是从1986年上市到2000年到达高点。史蒂夫·鲍尔默（Steve Ballmer）接班以后，股价长期徘徊在一个箱体内（见图3-12）。纳德拉任CEO以后，2014年2月至2015年9月，微软的股价处于徘徊阶段，但当他把整个公司的价值观刷新了一遍以后，微软的变化非常大。我2019年9月到微软参观，有人告诉我以前微软是末位淘汰制，比较残酷。纳德拉上任以后取消末位淘汰制，个人的考核方式变了，他考核的是：“请举例说明，在你的成功过程中，有谁帮了你的忙？在别人的成功过程中，你帮了哪些忙？”通过这一条，整个公司文化就实现了团队化，而不是内部的钩

心斗角，所以微软在2015年9月完成刷新以后，它的股价从40美元左右涨到2019年12月的156美元，整整涨了3倍。

图3-12　微软公司1986年上市至2019年9月股价变化

资料来源：彭博资讯。

中国的刷新也能够带来这样翻天覆地的变化。这种刷新是中国几千年来第一次刷新。真正开始尊重企业家，第一次真正尊重市场，这是了不起的新起点。

最后，我做一个总结。第二次世界大战之后，西方国家完成工业化时，所有发达国家总人口也不过5亿。中国现在有14亿人口，远超那时候，中国自身的市场就庞大到足以让国家的城市化完成。**自然资源也许会枯竭，但中国人民的勤劳、智慧、勇气以及对美好未来的向往和拼搏是无穷无尽、永不枯竭的。**这些精神力量一旦焕发，中国的企业汲取中华文明五千年的文化，汲取全世界的知识、信息、人才、资本，全神贯注参与到世界竞争中，或者把中国当成全世界来经营，在中国投资的天地必定豁然开朗。

本文是作者2019年12月在天风证券“2020年度策略会”上分享的内容。

04
资本市场进入新常态

“在投资的时候，大家应该对未来感到乐观。我们如果在策略上会犯什么错，那么最可能犯的错误是：拔掉鲜花、浇灌杂草。”

中国发展中面临的问题

2017年，全球政治的动荡和美联储的政策摇摆让市场充满了很多的疑虑、困惑，还有很多的恐惧。但我认为，中国资本市场已经进入了新的常态。

我认为中国现在有国运。实际上，中国在发展道路上面临着很多陷阱，而如何避免掉入三个陷阱——修昔底德陷阱、中等收入陷阱、塔西佗陷阱，是中国未来发展过程中面临的三个问题。

第一个，修昔底德陷阱。我去了美国好多次，其中一次在哈佛大学待了一星期，哈佛大学有两位教授就两本书同我们进行了讨论，一本是《中国会引领世界吗？》（*Can China Lead*？），另一本是诠释了中国与美国之间能不能逃离修昔底德陷阱的《注定一战》。两位教授比较隐晦，实际上背后的潜台词就是：在可见的将来，中国的GDP将超越美国。

我之所以认为中国现在有国运，原因主要体现在全球经济前所未有地表现出良好态势上。在2017年这个时间点，美国的经济情况很好，科技的快速进步，美国股市的连续9年涨势，都说明美国在日益强大。欧洲经济也发展得很好：德国经济的发展超越过去的20年，很多地方的房地产经济收益已经翻了一倍；西班牙即便是内部不太平，经济也依然很好。亚洲各国，如菲律宾、越南、马来西亚、印度等发展都很好。世界仅有寥寥几个国家表现出了萧条景象。所以世界经济的复苏增长给中国的转型发展创造了巨大的条件。

另外，中国提出了全新的政治理念——全球利益共同体。这个政治理念是站在世界的制高点上的，改变了人们对全球共同体的认识。中国经济在全面深入地融入全球经济，是120多个国家的主要贸易伙伴，中国经济的增长对世界经济增长的贡献在30%左右。所以，一方面，中国的经济对世界经济起到了很大的促进作用；另一方面，世界经济又反过来促进了中国经济的发展。可以确定的是科技在快速进步，世界人口从2000年的60亿增长到了2017年的76亿，每年以1.9%的速度在增长，全球化下的经济的发展一定会越来越好。因此，中国在全球利益共同体的理念下是能够走出修昔底德陷阱的。

第二个，中等收入陷阱。2017年国庆前，一个朋友到西南某地支教时给我发了几张照片。我1997年去过那儿，从照片上看，除了多了

些编织袋，衣服变得花花绿绿了，当地近20年发展不大，没有什么大变化。美国斯坦福大学教授斯科特·罗斯高（Scott Rozelle）2017年做了一场演讲，指出中国63%的农村孩子一天高中都没有上过，这些孩子将来很难适应这个社会，很可能会因为受教育程度低或是技能不够而就业困难。所以，一方面，中国的GDP在增长；另一方面，中国又有大量的贫困人口，能不能走出中等收入陷阱实际上是最高层和很多领导关心的问题，也有不少著名的经济学家担忧中国已经进入了中等收入陷阱。这里的问题是，中国的创新是否能够让中国企业融入全球竞争，带领中国走出中等收入陷阱。步入中等收入陷阱的国家主要都是因为创新力不够，而创新力不够是由多方因素造成的，制度是最大的障碍之一。

我认为，中国是有条件走出中等收入陷阱的。中国的创新能力远超世界对它的估计。《新华视点》报道，截至2016年底，中国留学回国人员总数达到265.11万。仅2016年就有43.25万名留学人员回国，较2012年增长15.96万人，增幅达58.48%。这些留学生对中国的创新起到了很大的促进作用。麦肯锡的报告也称，中国做得最好的是聚焦于客户和效率驱动的创新。其中，聚焦于客户行业的创新者，受惠于中国庞大的市场规模，因为他们可以实现创新的快速商业化，而且拥有非常愿意配合新想法的试验田。

2017年我去美的、小天鹅考察过。2012年，美的有16万名员工，2017年只需9万名员工，这不是中国制造业的个案，过去若干年中国制造业在智能制造上取得了长足的进步。有一个疑问是，那些离开制造业的人找到新的就业岗位了吗？不管实际情况如何，中国这些年就业并没出现问题，这就说明在中等收入陷阱问题上，还不用过于担心。2017年全球热议的话题是，中国的深港大湾区将有机会成为仅次于硅谷的全球创新中心。我对中国的创新很有信心。

第三个，塔西佗陷阱。何谓塔西佗陷阱？通俗地讲，就是指当政府部门或某一组织失去公信力时，无论是说真话还是假话，做好事还是坏事，都会被认为是说假话、做坏事。我认为2012—2017年这5年和党的十九大是解决了这个问题的。过去几年，生活在北上广深的中产阶层感受到的生活质量改善不太明显，因为他们原本就已经处于很高的生活水平，但其他地区很多人的生活的确在迅速改善。城乡区域差距逐步缩小，居民收入占比上升，发展成果惠及更广大民众；中国农

村的劳动收入增速已经连续7年超过城市劳动收入。总之，人们对政府解决问题的能力越来越有信心。

综上所述，中国的经济已经进入一个新的阶段，中国正在走向成为世界GDP排名第一的经济体的征途中，增速虽然放缓，但是经济存量巨大，实际增量仍然非常可观。在这个增量下，很多东西的发展将超越我们的想象。

单是2016年，中国强制淘汰的二手车就有500万辆，以后每年新增100万辆没问题；从房子来看，对于有改善型需求的家庭来说，2000年前的房子基本需要重置。国防、科研、教育、医疗的支出也都将是巨量。所以你在存量大和存量小的时候，比较的角度也将是完全不一样的，各方面的增量带给中国的经济作用是我们无法想象的。而中国的增长动力也将更为多元，它们协同推进新型工业化、信息化、城市化、农业现代化，不断化解各种“成长的烦恼”。经济结构优化升级，从要素驱动、投资驱动转向消费拉动、创新驱动。

因此，我们对中国10年内的经济可以很乐观，从人口基数上就可以看出来，而10年后则需要非常警惕，因为社会会出现人口断崖（见图4-1），对我们国家的冲击会非常大。

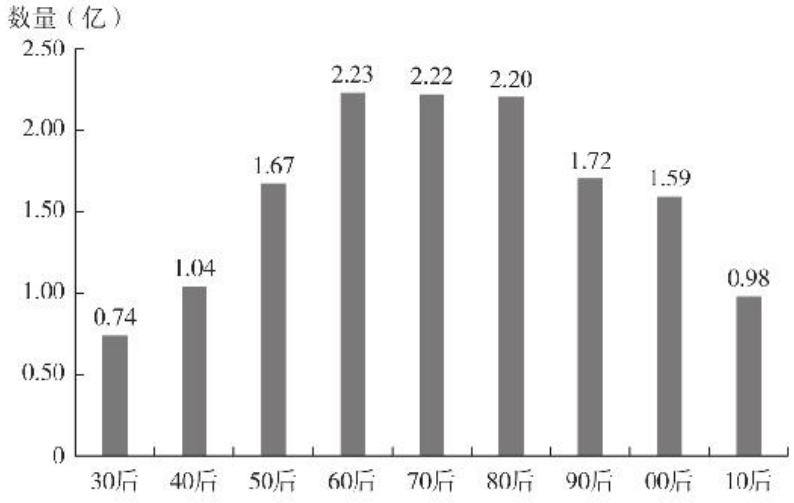


图4-1　中国各年龄段人口数量（截至2016年12月）

资料来源：根据公开资料整理。

这是一个新的时代

一方面，中国经济已经进入一个新常态。新常态驱使企业家从利用制度的漏洞、致力于寻租行为，转向以市场和消费者需求导向为中心的生产性努力。股票发行速度加快，审批流程减少，一级市场从发行监管的制度套利回归到为创新创业服务。鼓励上市公司分红及全员激励等能够优化企业治理结构的一系列举措，为价值投资创造了制度基础；加强对操纵股价、财务造假、内幕信息、买壳公司炒股等行为的稽查和惩处，减少了市场博傻游戏。国家加大对知识产权的保护，鼓励企业研发投入，培育了企业的长期竞争力；加大环保治理的力度，鼓励企业的社会责任担当；加大对健康安全的保护，加大对劳动者权利的保护，鼓励效率的同时，兼顾公平。在这样的发展趋势下，我们得经常问：中国经济每年在增长的同时，谁是最大的得益者？答案是龙头企业，因为它们最有竞争力。随着中国的经济越来越深入融入世界经济，只有具备竞争力的企业才能越来越好。中国改革开放已经过去了40多年，之所以这么成功，经济之所以这么好，都是因为竞争。有公平竞争机会的时候，有竞争力的企业的日子一定会越来越好，所以在经济新常态下，资本市场进入一个新常态之后，龙头企业也会越来越好。

另一方面，我们要相信中国政府处理问题的能力。中国到现在依然实行的是“有效市场＋有为政府”的非完全自由的市场经济，而任何金融危机发生的前提条件是多米诺骨牌效应。只要多米诺骨牌效应发生不了，就不会出现断崖式的经济危机。世界上绝大部分发达国家没有应对经济危机的手段和连续积累的经验。但是中国政府从1949年到现在，积累了大量处理经济问题的经验，所以中国政府是有能力处理高难度的经济问题的。现在中国在保持经济增长的同时还能清理金融领域存在的问题就是一个证明。桥水基金联席首席投资官鲍勃·普林斯（Bob Prince）称：“管理国家是非常复杂的事，中国政府出色地完成了。这是个难度极高的‘跳水动作’。”

在这样的宏观背景下，很多因素在未来会发生改变，随着经济稳定发展、技术创新和品牌崛起，相信全球对中国将进行价值重估，降低风险溢价的要求，增加对中国的资本配置。

从行业数据中看变化，从变化中看机会

我们要重点关注一些行业数据。

第一个数据，研发支出。过去几年，中国研发支出在稳步追赶欧美。2008年之后，上市公司研发费用占营业收入的比例稳步提升。不同市值的股票，研发费用占比是不同的（见图4-2）。创业板研发费用占营业收入的比例在2012年之后有所回调，而沪深300和中小板则稳步向上。不同行业研发费用占营业收入比例趋势也不尽相同。电信服务和金融在2009年达到极值之后突然下滑，其余行业稳步向上。其中医疗保健行业增速最为稳定，而信息技术行业研发费用投入最大。这就是沪深300和中小板、创业板一些龙头公司的竞争力逐步增强的一个很大的因素。只有这些公司才有实力在研发上投入，而且未来的投入会越来越多。

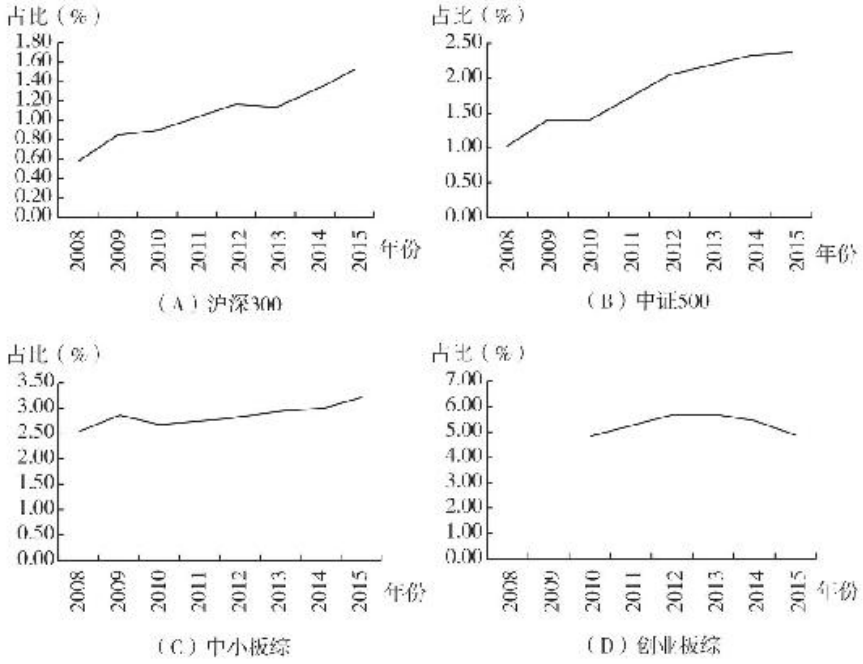


图4-2　2008—2015年上市公司研发费用占比变化

资料来源：万得资讯。

第二个数据，世界对中国股市的风险溢价变化（见图4-3）。2004—2017年世界对中国股市（除互联网外）给出的风险溢价要远远高于亚洲其他区域。

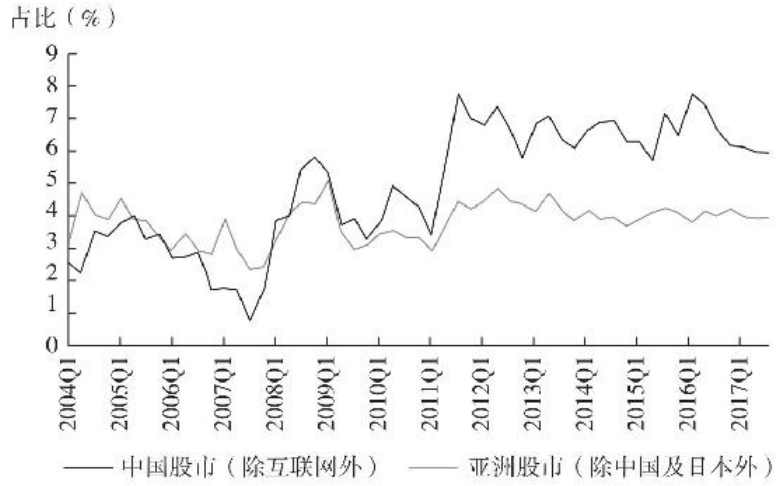


图4-3　2004—2017年世界对中国股市的风险溢价变化

资料来源：瑞银集团。

第三个数据，A股证券化率。2017年A股证券化率为80%左右，如果考虑海外上市股，证券化率为103.91%，与2016年全球平均水平近乎持平。总体上证券化率不算特别高，A股的总市值也处于一个合理的水平，如果中国经济还能有5%～6%的发展增速，那资本市场未来的空间还是比较大的。

最容易受益的是龙头公司。非龙头公司的情况，我们要看数据。没有数据靠拍脑袋下结论是很糟糕的。投资这个事情不反人性，但它反直觉，对付直觉最好的办法是量化分析，用量化数据来说明。

我引用了天风证券、中泰证券等公司2016年的部分统计数据。2016年之前，外延并购对创业板新增利润的贡献度逐年上升，2015年高达80.77%，而到2016年则大幅下降至42.81%（见图4-4）。商誉在创业板公司净资产中的占比提升速度非常快，特别是发生过并购交易的公司，2016年商誉占净资产比例已经逼近25%。

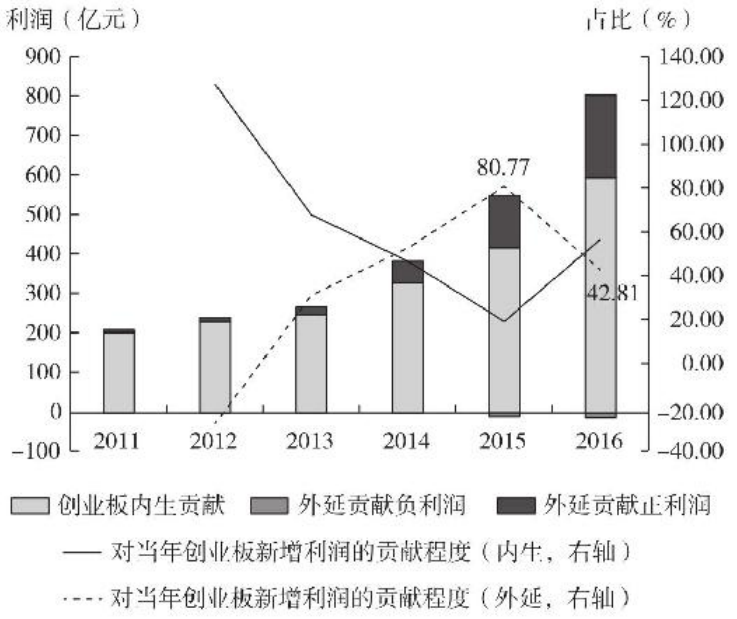


图4-4　2011—2016年外延并购对创业板新增利润的贡献度变化

资料来源：中泰证券研究所；天风证券研究所。

但近年来产生商誉减值损失的创业板公司在大幅增加，2016年有65家公司产生商誉减值损失，金额超过20亿元，大大超过前几年的水平（见图4-5）。

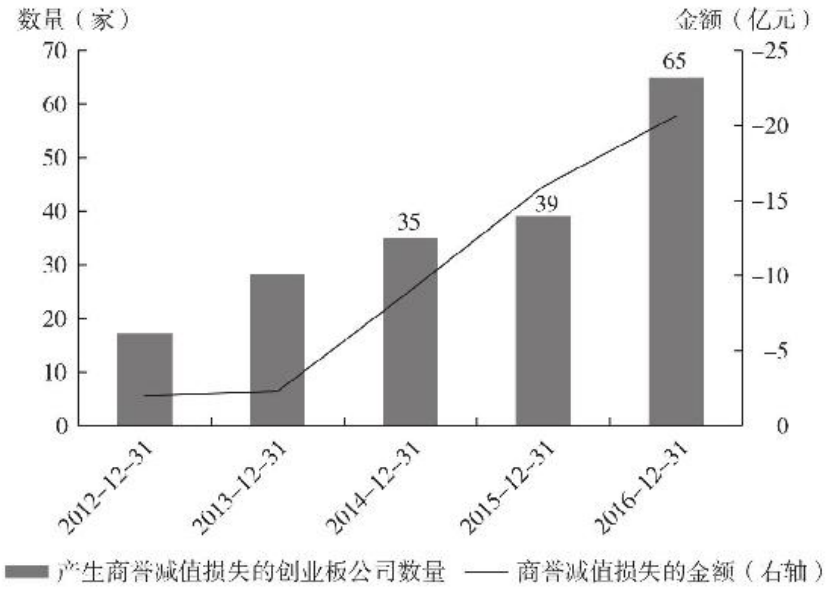


图4-5　2012—2016年产生商誉减值损失的创业板公司数量和损失金额

资料来源：万得资讯；天风证券研究所。

创业板的商誉问题正在恶化。创业板外延并购的高峰在2015年（见图4-6），对应三年业绩承诺集中在2017年到期，业绩承诺期内被并购标的带来的利润贡献不成问题。2017年创业板面临外延并购“数量下降”但“质量不错”的情况，整体盈利增速可能小幅回落；而从2018年开始，业绩承诺大量到期，被并购标的的利润贡献大概率青黄不接，创业板将面临外延并购“数量、质量双双下降”的情况，整体盈利增速有大幅回落的风险（见图4-7）。总体统计发现，只要对赌期一到，创业板将面临整体盈利大幅回落的风险。所以公主再怎么亲吻癞蛤蟆，也无法让它成为王子。

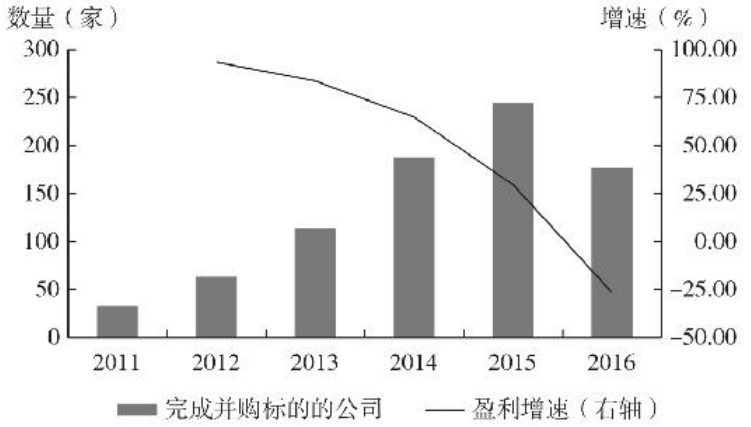


图4-6　2011—2016年创业板完成并购标的公司数量和盈利增速变化

资料来源：万得资讯；天风证券研究所。

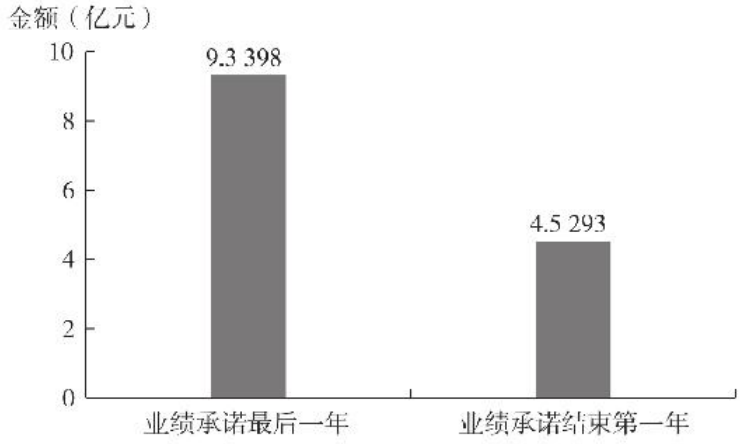


图4-7　创业板16个标的业绩承诺最后一年和业绩承诺结束第一年的整体实现业绩对比

资料来源：万得资讯；天风证券研究所。

第四个数据，新上市公司业绩（见表4-1）。自2014年以来，新股成长性堪忧。截至2017年11月，自2014年以来上市的921家公司，保持

2014—2016年每年都实现30%以上扣非净利润增速的公司只有31家，占比只有3.4%。在这31家公司中，2017年上市的公司有23家，占比74%。也就是说，能实现过去3年每年30%以上增速的上市公司，大部分靠的都是筹备IPO阶段的业绩，而上市之后的业绩还未得到验证。在2017年之前上市的8家公司中，仅有2家公司2017年三季报业绩还保持了30%以上的增速。如果大家再去观察这些公司的市盈率的中位数，会觉得问题仍然很大。

表4-1　2014年至2017年11月，新上市公司业绩情况

证券代码	证券简称	上市日期	扣非净利润增速(%)			
			2014	2015	2016	2017Q3
600903.SH	贵州燃气	2017-11-07	142	154	30	96
603659.SH	璞泰来	2017-11-03	556	284	156	65
300713.SZ	英可瑞	2017-11-01	118	218	57	2
300715.SZ	凯伦股份	2017-10-26	234	60	56	11
002903.SZ	宇环数控	2017-10-13	31	35	368	31
300706.SZ	阿石创	2017-09-26	135	67	33	35
300702.SZ	天宇股份	2017-09-19	67	67	162	4
603277.SH	银都股份	2017-09-11	41	37	35	-2
603527.SH	众源新材	2017-09-07	122	74	41	8
300693.SZ	盛弘股份	2017-08-22	44	33	43	-16
002891.SZ	中宠股份	2017-08-21	46	202	33	-1
300688.SZ	创业黑马	2017-08-10	322	199	67	9
300687.SZ	赛意信息	2017-08-03	60	74	76	15
603730.SH	岱美股份	2017-07-28	32	43	40	28

续表

证券代码	证券简称	上市日期	扣非净利润增速(%)			
			2014	2015	2016	2017Q3
603305.SH	旭升股份	2017-07-10	81	197	109	19
002885.SZ	京泉华	2017-06-27	750	117	33	-3
300658.SZ	延江股份	2017-06-02	110	51	38	-6
603197.SH	保隆科技	2017-05-19	71	89	84	38
603985.SH	恒润股份	2017-05-05	201	62	63	-10
002866.SZ	传艺科技	2017-04-26	69	33	37	-5
300642.SZ	透景生命	2017-04-21	64	78	54	19
002859.SZ	洁美科技	2017-04-07	41	58	64	47
300630.SZ	普利制药	2017-03-28	35	45	34	45
300628.SZ	亿联网络	2017-03-17	57	60	77	63
002851.SZ	麦格米特	2017-03-06	53	115	97	7
002841.SZ	视源股份	2017-01-19	47	53	81	15
300595.SZ	欧普康视	2017-01-17	38	39	31	30
603579.SH	荣泰健康	2017-01-11	260	109	45	14
300577.SZ	开润股份	2016-12-21	100	66	40	44
300568.SZ	星源材质	2016-12-01	40	76	31	-28
002821.SZ	凯莱英	2016-11-18	49	59	64	-14
300450.SZ	先导智能	2015-05-18	74	120	108	75
300443.SZ	金雷风电	2015-04-22	78	53	53	-11
300426.SZ	唐德影视	2015-02-17	40	31	58	26
603600.SH	永艺股份	2015-01-23	32	39	35	17
603306.SH	华懋科技	2014-09-26	32	45	53	3

资料来源：万得资讯。

自2006年以来，好公司的占比也非常低。截至2016年，可比上市公司扣非净利润增速连续5年超过20%的，只有样本数的1.3%；连续5年中4年增速超过20%，1年增速介于-20%和20%之间的样本占比是2.57%；连续5年中3年增速超过20%，2年增速超过-20%但不足20%的占比为4.52%；时间序列越靠近后面的5年，比例越低（见图4-8），这符合我们整个经济发展L型的趋势，也说明国内的好公司并不多。

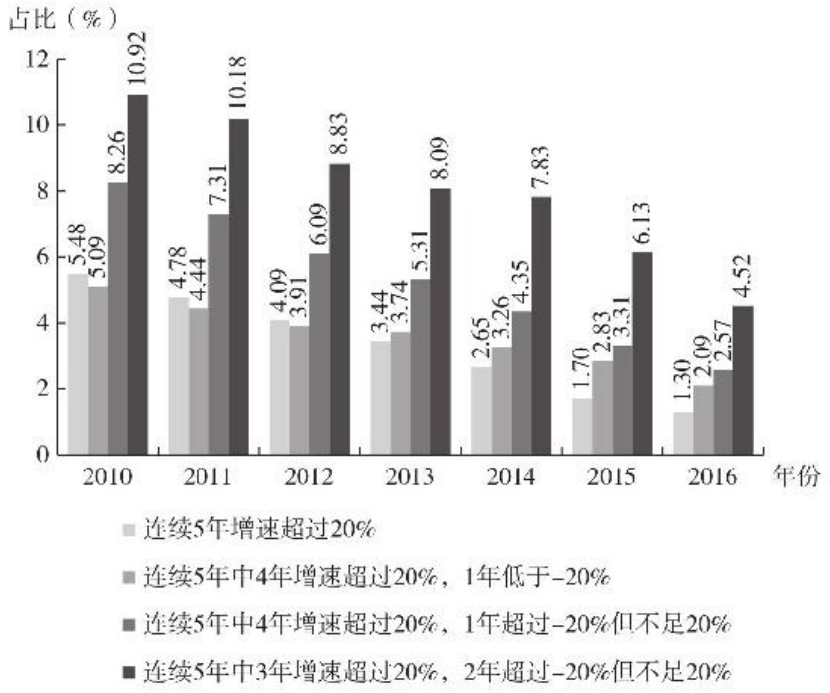


图4-8　2010—2016年好公司占比情况

注：横轴上数据为截至该年份5年的样本数占比统计。

资料来源：万得资讯。

第五个数据，基本面数据。大中型上市公司净资产收益率（以下简称ROE）显著反转。2006—2017年，全市场ROE基本保持在10%左右，主要提升在于以中证500为代表的中小企业，中证500的ROE取值9.51%，前值8.97%。相较于民企，国企整体估值依然偏低。

自2005年起，国企总市值占A股市值比重持续下降，但是到2017年第三季度有企稳回升的趋势。2016年，我们统计了连续5年主营利润大于2亿元的企业，剔除房地产企业、银行、非银行金融机构，A股中共计321家符合条件的企业，占A股的9.6%左右。

其实，现在很多房地产企业和银行都是不错的，包括保险，现在寿险进入了自然增长的状态。把中国现在的“漂亮50”和美国1972年的“漂亮50”进行比较，从平均估值来看，中国的“漂亮50”还是可接受的。

第六个数据，机构的话语权在提升。在过去10年，公募基金的权益类一共减少了8 000亿元，众多小公司的估值还是很高，很重要的原因是中国还有足够多的非理性股民。但到2017年，一个巨大的转变是机构的话语权在急速提升。市值越大的公司，持股的机构越多、散户越少；非理性股民越来越多地持有一些不好的公司的股份，这些情况对散户来说，都是比较危险的。

除以上数据，还有一些数据也值得关注。海外投资者在逐步加大对中国的配置。2017年海外的投资者影响了中国A股的定价模式，2017年7月，很多上市公司的股票，中国内地机构基本在清仓，然而沪股通和深股通几乎每天保持净买入。还有一些很有意思的现象，比如华大基因，市值接近1 000亿元，看它的三季报，最大的流通股股东是合格境外机构投资者（QFII）。而且2017年的一个独特的现象是，不同市值公司的涨跌幅完全不同（见表4-2），市值越大的公司的平均涨幅反而越高，100亿元以下市值的公司几乎不涨，50亿元下内市值的公司跌幅最大。当然这是符合逻辑的，市值小的公司，在利润上是低的，在人力资本的投入、渠道的投入、营销的投入、研发的投入上都捉襟见肘。从竞争力的角度来说，如果没有独特的技术，这些小市值公司竞争力弱是正常现象。

表4-2　2017年不同市值公司的股票涨跌幅数据（截至2017年11月14日）

总市值（亿元）	股票数（只）	翻倍股数（只）	翻倍股概率（%）	平均涨跌幅（%）
大于2 000	33	5	15.15	46.74
1 000～2 000	46	4	8.70	33.82
500～1 000	88	12	13.64	38.48
300～500	151	3	1.99	21.27
200～300	211	3	1.42	11.35
100～200	595	13	2.18	2.28
50～100	1 021	5	0.49	-9.65
小于50	874	3	0.34	-25.52

资料来源：根据公开资料整理。

这是一个新的常态

中国的龙头公司将处于一个越来越有利的位置，在整个经济增长中将分得最大的蛋糕，这就是新常态。中国经济转型新阶段，国内行业内部整合，优胜劣汰，龙头胜出，具有核心竞争力的优势公司在当前的经济环境中进入加速成长阶段，着眼全球，依托中国庞大的消费市场和雄厚的制造实力，在全球化后也越来越受益。

自2010年以来，整个市场的成交额开始集中于业绩较差的公司，这部分公司市值占整体市场总市值的比例不断上升，资金使用效率越来越低下，出现了劣币驱逐良币的现象，对工匠精神破坏极大，诱导实业弃实入虚。那么经过2017年，我们的证券市场还是这样吗？

2017年交易额越大的公司，平均涨幅越高，真正地给了流动性溢价。从另一个角度来说，市场调整后，交易量还这么大，说明国内还是缺乏真正意义上的长线投资者，大家还在反反复复地杀进杀出。这些现象也将面临变化。

将不同市值公司进行比较，最便宜的仍然是市值大的公司（见表4-3），从这个估值水平来看，不能说资本市场有太大泡沫。估值过高的公司也不算多，也只是股价跑在了基本面前面一点而已。从投资角度看，如果你现在还持有这类公司的股票，仍然是输时间而不输钱的。

表4-3　2017年不同市值公司的分组比较（截至2017年11月14日）

规模分组（亿元）	股票数量（只）	股票占比（%）	涨跌幅（%）	扣非净利润（%）	流动市盈率（倍）	平均市净率（倍）	一致预期PEG
大于2 000	30	0.99	35.10	15.51	13.83	1.65	1.00
1 000～2 000	46	1.52	22.88	22.82	22.01	2.36	0.97
500～1 000	81	2.67	23.44	27.80	25.74	3.07	0.60
300～500	148	4.88	12.99	32.09	28.46	3.40	0.51
200～300	193	6.37	5.29	37.27	32.55	3.46	0.50
100～200	580	19.14	-3.24	37.18	34.27	3.26	0.44
50～100	969	31.98	-11.59	45.73	41.97	3.37	0.27
小于50	822	32.44	-23.28	52.54	53.36	4.27	

注：剔除2017年新上市股票、剔除ST。

资料来源：万得资讯。

截至2017年11月14日，在3 427家A股上市公司中共有2 239家市值100亿元以下的公司，占上市公司总数的65.33%，其总市值达到12.11万亿元人民币，占A股总市值的19.09%。**就市场上市值比例来说，小公司的市值越来越无足轻重**。

摩根大通董事长兼CEO杰米·戴蒙（Jamie Dimon）在2017年11月5日接受《第一财经日报》专访时表达了自己的“中国雄心”：“我希望有一天，摩根大通在中国内地能有一栋7 000名员工的大楼……摩根大通的确怀揣着‘中国雄心’。”“经过三四十年的发展，中国已经成功成为现代化经济体。中国未来必将成为一个成功的大型发达国家，这是一个合理的预期。在未来20年时间里，中国的公司可能会在全球3 000强公司中占35%，并在国际舞台上占据应有的地位。”

最后做个总结：在投资的时候，大家应该对未来感到乐观。据说智商越高的人越容易恐惧，我智商不高，做个武断的判断，希望能够超越恐惧，有机会穿越牛熊。

- 过去中国是在发展中解决问题，现在是解决问题为发展。市场低估了中国政府解决问题的能力、中国统一市场和完善工业体系的力量、中国人的学习和创新能力。

- 市场仍然低估了新常态下有结构性竞争优势的公司：市场份额占主导地位，具备专有资产、专有技术和成本优势，品牌强健，遵规守法的公司将有广阔的发展空间。

- 市场高估了弱者增长、劣币变强的概率，大量高估值公司的调整远未到位。

- 有远虑、无近忧，风险溢价会下降，全球对中国的资产配置将不断增加。

我们如果在策略上会犯什么错，那么最可能犯的错误是：拔掉鲜花、浇灌杂草。

2017年，杰出投资家彼得·林奇在一次访谈中回忆说，1989年的一个星期六，沃伦·巴菲特很意外地给他打了一通电话。巴菲特告诉林奇，他喜欢林奇的新书《彼得·林奇的成功投资》。巴菲特说：“我想在年报中使用书中的一句话，我认为自己有必要这样做。可以吗？”林奇问：“当然可以，是哪句话？”巴菲特想用的这句话就是：“抛掉赚钱的好股票，抱着亏钱的差股票，无异于拔掉鲜花、浇灌杂草。”

林奇说，他错误地太早卖出了家得宝和邓肯甜甜圈的股票，因为它们当时都涨了快50倍了。在接受《福布斯》杂志的采访时，他说：“投资者如果10次里能做对6次，就很厉害了。关键是，做对时所赚的钱，要超过做错时所亏的钱。所以你必须找到大牛股。”

总之，无论如何都不要同一头猪摔跤，因为这样你会把全身弄脏，而对方却乐此不疲。

本文是作者2017年11月在《经济观察报》与上海国际信托有限公司联合主办的“2017观察家金融峰会”上分享的内容。

05
我理解的资本市场

> “随着中国资本市场步入一个更不稳定的世界，组织的灵活性和适应性将会对股东价值起到更大的推动作用。相对灵活的商业环境和跃跃欲试的中国创业者的结合，让我们相信，中国在利用这一范式时将拥有极其有利的战略地位。”

2016年前后，中国经济的整个情况，确确实实让所有人都感到比较困惑。这种困惑在于媒体报道比较乐观，每个人实际上却是疑虑重重。

这种疑虑来自中国整个GDP的增速出现的巨大变化。那么，这种变化究竟在哪里？

中国经济：已进入中低速增长的新常态

GDP增长速度跟过去的增速相比变化明显。虽然实际GDP增长率并没有那么高，但是，所有人感受到的名义GDP的增长率跟实际的GDP增长率之间的裂口非常大，跟过去几年比相差近10个点，而我们对这10个点的裂口感受可谓非常深刻。是什么原因造成了裂口如此之大？

我想列一个比较简单的公式。我们听到过许多宏观经济学家讲宏观经济问题，无论怎么讲，都离不开收入。做财务分析，把收入杜邦分析法进行分拆，收入＝平均工资×平均工作时间×就业率×总人口。当下我们可以看到国家总人口数增速在减缓，GDP、就业率已经难提升，平均工作时间实际上也很难提升。中国人的勤奋程度世界上罕见，国家不可能让我们每天工作十七八个小时，从这个角度来说，如果要实现收入增长，以前是4个因素都在往上走，现在来说，4个因素里面只有一个因素有可能继续提升，那就是平均工资。收入要增长就必须靠平均工资的增长，平均工资的增长意味着劳动生产率的提升，劳动生产率的提升不是一个短时间内就能解决的问题，所以增速的减缓是不以人的意志为转移的。想要增速持续下去，就必须靠劳动生产率的提升。

日本有位作家写了一本书叫《失去的二十年》。如果把“日本”两个字换成“中国”，80%～90%的内容可以在中国应用。书中所有话题跟中国2016年前后讨论的问题并没有什么区别，比如经济陷入长期停滞、出口立国模式的猝死、经济政策的局限、财政政策的缺陷、创新经济增长的战略、创新是什么等，这些问题跟中国当时面临的问题是非常相似的。

中国未来经济放缓的趋势，也许和当年日本衰退的历史相像，如人口红利消退、投资效率下降、全要素生产率难以改善等。尽管中日两国的经济制度和社会制度不同，但在企业管理体制上，两国有类似之处，都强调集体主义、自上而下、忠诚、稳定，但缺乏流动性、灵活性、创新力和效率等。现代企业成功的源泉在于不断创新，缺乏创新力的企业在全球激烈竞争中无法长期立足。中国会不会走上日本曾经的道路，是很多人怀有疑虑的。

我个人认为，每个经济体都有一个长期的潜在经济增速，可能是上升趋势也可能是下降趋势，而短期的实际增速则围绕长期潜在

增速波动。

长期潜在增长趋势主要取决于供给端，包括各要素的特征及组合状态，如劳动力（包括数量和素质两方面）、资本投入、全要素生产率等。短期经济增长主要取决于需求端，包括投资、消费、净出口，需求要素的波动决定了短期经济的波动。

当前中国遇到的问题是长期潜在增速放缓的问题，如资本投入的边际生产率在最近几年显著下降；人口红利逐步消失；全要素生产率近几年处在下降趋势当中，未来能否提升存在不确定性。

如果一个经济体处在长期潜在增速下降的周期中，则短期的需求管理无法解决根本问题，过度的逆周期调节需求反而会进一步恶化长期趋势。中国2008—2012年的需求管理措施即是如此。

在我看来，目前我们短周期经济仍处于下行趋势中，投资、消费、净出口都处在弱势；政府短期的逆周期措施，如基建投资、宽松货币，只是为了缓解经济长周期下台阶过程中的各种痛苦和临时性的风险，并不会强烈刺激经济复苏。

而长期潜在增速的维持或提高，只有两点可以依靠。

- 革命性的技术创新出现，带动全社会生产效率提升。
- 制度改革，优化劳动力和资本的资源配置效率。

这既需要中国自身的产业升级，以及美国进一步技术升级后留给中国的升级空间，更需要自上而下的更强有力、更彻底的改革，以及一个高度市场化导向的制度体系。

中国创新：为资本市场不断输送新鲜血液

在我看来，解决中国面临的问题需要整个生产效率的提升。那么，效率又该如何提升？我想给大家提供两个资料：一个来自麦肯锡的报告，一个来自《指数型组织》(4)一书。

我们先看第一个资料，麦肯锡的报告。麦肯锡想做一个基本的判断：中国是否仍然是被广泛认可的“创新海绵”，即擅长吸引和改造其他国家的技术，或者说中国自主创新的能力如何。

为此，麦肯锡研究了中国和全球2万家上市公司，这2万家上市公司的生产总值占了全球GDP的30%，其中，中国所有上市公司的生产总值占全球GDP的12%。中国某些特定行业的生产总值占全球GDP的比重如果超过12%，就说明中国仍然具有竞争优势，仍然能够在技术上持续领先。

通过这样的研究，麦肯锡得出结论：中国的创新能力远胜于世界对它的估计，甚至在一些领域，它的创新能力已经达到了引领全球的水平。可以肯定的是，中国正处在从出口带动的快节奏经济增长，向消费带动的稳健经济增长转型的过程中。从2016年起的10年内，这个转变就像“成长的烦恼”。

麦肯锡分析认为，创新可以从四个维度进行分析：第一个维度是聚焦客户，第二个维度是效率创新，第三个维度是工程，第四个维度是科学。研究发现，中国做得最好的是聚焦客户和效率创新，在这两个方面，中国有最庞大的市场规模，可以快速商业化。尤其是互联网的出现，让很多领域都可以快速进行新想法的实验，在聚焦客户的行业创新里，比如说像阿里巴巴这样的一些互联网公司，在客户服务上，实际上已经远远走在世界上很多公司前面。

中国在创新方面具备两大关键优势。

中国的第一个关键优势在于作为世界上最大的制造业经济体，有利于持续创新的生态系统似乎超出了预期。这个生态系统包括比日本大4倍多的供应商体系、1.5亿名有经验的工厂工人，以及现代化基础设施。在效率驱动的创新上，中国市场巨大的规模和发展健全的供应链，给中国企业家提供了15%～20%的成本优势。

在基于工程的创新和基于科学的创新方面，中国还需付出很多努力。但如今，中国每年投入2 000亿美元用于研发（仅次于美国），每年新增将近3万名工程和科学博士，申请80万项专利。这些投资为将来可能产生科学突破的长期研究提供了强大基础。

我们再来看第二个资料《指数型组织》。什么是指数型组织？我们过去是销售稀缺的东西，现在恰恰改变了，比如说爱彼迎、优步这样一些公司，技术可以将某种稀缺的东西变得富足。信息通信、定位系统、传感器、支付系统、算法、声望和社交网络的汇聚将那些非常传统的产业迅速信息化，许多产业比如图书、音像、音乐，从稀缺转变为富足，有时候甚至是过剩，我们把这些挖掘富足性的组织称为指数型组织。

新型指数型组织正在涉足每一个传统行业，成为既得利益者的噩梦。为了在20世纪取得成功而设计的公司注定将在21世纪遭遇失败。发达国家里的大部分公司都将遇到严重的结构性困境，而且这种迹象已经初露端倪。标普500强公司的平均寿命已经从20世纪20年代的67年降到了2015年的12年。

而中国从1978年至今经历了从农业到工业再到知识密集型经济的快速迁移，组织模式并没有形成太顽固的根基。中国的企业家和管理人员也没有太严重的惯性和需要克服的思维习惯。

中国的第二个关键优势在于其规章制度并没有西方国家那么详尽或具体，这一点将促进组织模式的创新。中国还有一个自给自足的市场，这也让指数型组织能够扩展规模，在无须思考全球化所涉及的各种复杂问题的情况下达到一定的组织规模。

随着中国资本市场步入一个更不稳定的世界，组织的灵活性和适应性将会对股东价值起到更大的推动作用。相对灵活的商业环境和跃跃欲试的中国创业者的结合，让我们相信，中国在利用这一范式时将拥有极其有利的战略地位。

技术创新：在高度发达的资本市场得到快速体现

中国和《失去的二十年》中讲述的日本有相似之处，也有着巨大差别。

- 当年日本唯一能依靠提升的指数型技术是信息技术，但是其信息技术走错了方向，远远落到了美国后面。

- 当时没有互联网，日本所有企业家不知道自己的困难出在什么地方，之所以所有人都感到极大困惑，实际上是因为每个人、每家企业都不知道如何去寻找突破自己的途径，而中国的企业家因为有了互联网，就更快找到自己的方向。

- 中国比日本有着更庞大的自给自足的工业体系，这样一个工业体系让我们有着更大的创新能力。

所以，我相信，中国有条件从目前的转型过程中走出来，当然，这个走出来，需要一个市场化导向的高度发达的资本市场。

传统的经济学家还有一些历史学家给人类社会发展历程做了一个归类，过去5 000多年，甚至追溯至1万年以前，共有三次技术革命：

- 第一次技术革命为农业革命。有学者认为，农业起源于中东，再传布到全球各地。但尤瓦尔·赫拉利（Yuval Noah Harari）创作的历史类著作《人类简史》认为，农业革命同时发生在中国、中东、中美洲。农业革命使得人类得以定居并创造文明。

- 第二次技术革命是200多年前的工业革命。工业革命使得人类可以用机器代替人力，并且实现人均生活水平的持续提高。在工业时代，经济的核心是制造能力的提升。而在制造能力提升的过程中，技术、设备、存货和土地是非常关键的，这些都可以用于借贷过程中的抵押，其商业模式简单清晰，现金流容易预测。从技术特征来看，工业时代的技术与以银行为中介的融资体系相互匹配。

- 第三次技术革命就是我们正在目睹和经历的信息技术革命、基因技术革命。万物互联，从商业层面和技术层面而言，

信息时代商业活动最重要的资产是平台、大数据、连接等无形资产，阿里巴巴、腾讯、百度等最重要的资产是平台和数据价值。但企业没法把平台抵押给银行获得贷款，也不太可能把自己手中的大数据抵押给银行获取贷款。高技术、高风险的轻资产是无法提供抵押品给传统银行的。

以银行体系为核心的融资体系与信息时代的核心资产本质上是不兼容的。在全世界来看，所有与信息技术革命相联系的融资活动，都发生在资本市场上。腾讯、阿里巴巴、百度能够发展起来，是因为其背后有强大的资本市场，或是中国内地的资本市场，或是中国香港的金融市场，或是美国的纳斯达克市场。没有强大的资本市场，这些公司是没有可能这么快速发展的。我们迫切需要市场化导向的高度发达的资本市场来让技术创新得到快速的提升和体现。

过去30年，中国要完成工业革命以来200多年西方国家同时完成的两个革命，一个是工业革命，一个是信息技术革命，跨度是非常大的。以银行为中介的融资体系在中国工业化和城市化的过程中发挥了决定性作用。但是，随着中国工业化进入后期，以及信息技术革命在中国迅速展开，银行融资模式同信息技术的不相容性越发显现出来。

目前的中国金融结构与经济结构升级并不匹配。传统的银行主导的金融体系和资本市场主导的金融体系有很多不同的地方。中国能否走出困境，就看国家有没有勇气和智慧创造一个可预期、规则一致的市场化的资本市场。

总之，中国经济发展需要资本市场，中国的经济发展可以为资本市场提供源源不断的企业，中国经济在资本市场的推动下也将越来越有活力！

本文是作者2015年12月在清华长三角研究院杭州分院发起的“2015中国（浙江）新三板高峰论坛暨投融资洽谈对接会”上分享的主题演讲内容。

06

资本市场的壮大需要更多地回到“原点”

> “股市，绝对不是非白即黑的生态系统，里面有太多的参与者各自发挥着作用。在这个市场中，需要有人做多，也需要有人做空。市场参与者需要更多样化的生态，但是那些没有接近过‘小虫’的人，可能把蜘蛛也当成害虫了。”

资本市场最重要的是规则，规则重于一切。像我们打牌，如果一开始定下规则2是最大的，玩家抓完牌拿到几个2会很开心，这时突然变了规则，说3最大，那就傻眼了。资本市场最重要的是规则不能轻易改变。下面我想先从3个故事讲起。

3个真实故事带你走进资本市场

故事一：资本市场最重要的是什么？规则！

我刚来上海的时候，是20多年前，有一次我到高中同学家里玩，在他们家吃饭。我陪他去菜市场买虾，摊主告诉了我们多少钱一两，当我们准备付钱的时候，摊主突然说：“这虾是16两一斤。”“80后”可能不是特别了解，中国历史上的计量单位是16两一斤的，小时候，在我们老家那边，都是按照16两一斤计量的，我上大学后，市场上计量单位使用的规则才是10两一斤。那次的买菜经历给我留下了比较深的印象——原来规则是别人可以随便定的。

我每次参与股市投资时，都是小心翼翼的，因为规则是别人定的，不是我定的。早年的投资者应该知道，在市场不成熟、规则变化频繁的时期，市场参与者是特别难把握的。资本市场最重要的是什么？规则！规则要公开透明。否则，当你决定买东西时，别人告诉你，他这个是按照16两一斤来计量，你就头疼了。

故事二：资本市场需要理论和实践的高度结合

2015年六七月股市震荡期间，我在米兰世博会路过越南馆和泰国馆时，看到里面有很多水稻。我当时说：“这个水稻长得不错。”我朋友18岁的孩子很疑惑地问：“这是水稻？”我恍然大悟，原来我心目中的一个简单的常识，在他那里却不是，他不知道那是水稻还是小麦。中国馆的元素，也以小麦和水稻为主题。对很多没实际从事过农作的小孩来说，即便在书本上学过很多知识，每天要吃米面，但他仍分不清楚水稻和小麦。

实际上，股市的专业性也是这样。我曾经看过一本比较早的书《散户至上》，作者是美国克林顿时期的证券交易委员会（以下简称证监会）主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）。他在书中讲，他去当美国证监会主席时，要把原先的债券、股票等全部清空，然后去买共同基金。后来他去看共同基金的条款，发现自己居然看不懂。要知道，他当证监会主席前，已经担任12年美国证券交易所的董事长；在那以前，他从1963年开始做证券经纪人，和合伙人一起创办了一家公

司，这家公司后来被花旗公司收购了。他在书中讲了共同基金的七宗罪，比如共同基金的条款太多太复杂。

大家想想看，一个有着20多年证券公司从业经历的人，当他监管市场的时候，突然发现这个市场上有很多事情让人看不懂，很不可思议。他当时就想：“我们怎么能苛求那些市场的管理者呢！”其实，每个国家都一样，参与者都需要足够的专业实践。正如《韩非子》中所言，“宰相必起于州郡，猛将必发于卒伍”，资本市场更该是如此。

这个行业需要非常专业的知识，需要理论和实践高度结合。在2015年这个时间点，港股投资很热闹，其实我很害怕看港股上市公司的公告，读起来很费力，因为它的公告跟内地的公告完全不一样。

资本市场真的是一个非常特殊的市场，熟练和专业几乎很难区分，我们跟大户或者散户相比，真要说谁专业，从日常交流中不一定能分辨得出来。这是由三个因素造成的：第一，股票的内在价值是很不确定的；第二，股票是高速流动的，换手频繁；第三，任何一个金融产品，它的法律文本都是非常复杂的。**所以，资本市场是外行冒充内行的肥沃土壤，中国需要更专业的监管者，需要有充分市场经验的人参与到监管制度的制定中。**

故事三：股市，绝对不是非白即黑的生态系统

现在的年轻人中很多人都害怕蛛蛛或蟑螂，看到它们甚至会害怕到尖叫。据说在美国，在让人害怕的前10种动物里，有6种是小虫子，蜘蛛跟蟑螂排前5名；中国有两种，蟑螂和蜘蛛。现代人为什么害怕这些？因为年轻一代远离了自然。我小时候，时常看到燕子在家里飞来飞去，蜘蛛也多得是。我们觉得蜘蛛很好，它在某种意义上是益虫，它们会抓蚊子，我们可以和它很亲近，看到它一点都不害怕。当你没有和它亲近过，离它比较远的时候，你会特别害怕。在美国，治这种小虫的上市公司有4家，中国现在还没有，但估计以后会有，因为许多“90后”“00后”一定会害怕这些东西。有些东西，你如果知道它，熟悉它，就不会害怕。联想到我们的股市，我们仍然害怕自己不熟悉的一些东西。

股市，绝对不是非白即黑的生态系统，里面有太多的参与者各自发挥着作用，并不是像在实体经济中，一个东西，两个人成交，两个人都得到了需要的东西。股市并不是这样，买进卖出不代表好坏，不代表各取所需，我们在监管的过程中很难区分孰是孰非。**在这个市场中，需要有人做多，也需要有人做空。市场参与者需要更多样化的生态，但是那些没有接近过“小虫”的人，可能把蜘蛛也当成害虫了。**

股市是个多元生态系统，因为永远有一半人有不同的意见，卖出的人都觉得比买入的人聪明，买入的人都觉得卖出的人是傻瓜，如果一定要统一所有人的意见，就没有股市了。美国证监会前主席莱维特说：“数十年来，美国的监管体系多数情况下是与市场中最不正当的地方做斗争。我们这些在证监会里工作过的人都知道，证监会不是全能的，证监会没有任何责任保证每个投资者获利。保护投资者免受欺诈和市场操纵的损害是我们的职责，但投资者为追求回报可能遭受损失的权利也是不可剥夺的，同样也需要我们的保护。”**我的看法是，证监会主要有两个职责，一个是保护投资者免受欺诈和市场操纵的损害，另一个是保护投资者投机的权利。**

电视剧《人民的名义》里有一句台词：“中国的企业家不是在监狱里，就是在走向监狱的路上。”如果事实真是这样，根本无价值投资可言，因为我们不知道哪天会发生“黑天鹅”事件，“皮之不存，毛将焉附”？当然，这是一种极端的说法，但部分企业家的这种状态，我认为是市场失灵的产物。大多数时候，规则是用来保护特定的既得利益者的，会妨碍企业创新和企业进入，阻碍竞争者的出现。缺乏竞争是目前世界各国遇到经济方面问题的主要根源，所以我们要的是：**扶持市场，千万不要去扶持企业。**

如何真正地发展与壮大资本市场

简单来说：资本市场的壮大需要回到“原点”！原点在哪里？这个问题其实非常简单。

董明珠曾经做过一场演讲，可以说把中国过去30年企业发展的本质进行了非常精辟的总结。她说，企业家真正应该关心的是“消费者的需求”，但是大量企业家把消费者的需求作为一个概念，扩大或者欺骗消费者。

大家想想看，我们这个市场，不管是在生活中接触到的所有产品，还是在资本市场上接触到的海量资讯，这些是不是真正以投资者、消费者为中心的？是不是像莱维特所说的“散户至上”？生活中，企业是以消费者的真正需求作为发展的出发点，还是存在着一定程度的欺骗？现在有很多人发表的言论和《散户至上》一书中写的如出一辙。

我在2015年前后接触到一些外国投资者，他们普遍比较悲观。我说：“你们不要太悲观，我知道你们的感觉是‘现在虽然身处春天，而我的心却在冬天’。为什么不悲观？因为互联网改变了欺骗、引诱消费者那种急功近利的做法。”

为什么美国很少讲互联网思维？有了互联网，资本市场确实和历史上有区别，但大部分美国的企业，大量的竞争迫使它必须考虑消费者的利益。你只要运用了“用户为上”的理念，自然而然，你就会运用所有和互联网有关的思维、工具。中国的互联网让所有企业都原形毕露。你不用互联网思维，你就很难以消费者为中心、以用户为中心。

资本市场也是一样，有了互联网这个工具，我们可以想象，中国新的10年、20年会发生一个巨大的变化，就是企业真正地以用户为中心。如果专注于消费者的诉求，企业发展的空间还很大。要有更多这样回到“原点”的企业，资本市场才能真正壮大。

本文是作者2015年10月在北京大学上海校友会年度元培论坛上分享的主题演讲内容。

07
价值投资的制度基础

> “投资就像是翻石头，翻100块石头可能才找到1块好石头，翻200块石头可能才发现3块好石头。我们翻不过来，就用一些量化指标筛选，所以会采用一些能够找出更有竞争力的公司的指标。”

在2017年的这个时点上，价值投资在中国，不管在媒体上或是日常的交流中都是一个很热门的词，但其实在大家心中，都觉得中国的投资者并不是真正在做价值投资。

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

1998年，首批公募基金公司成立，2003年股市爆发了“五朵金花”行情，公募基金逐步成为价值投资的倡导者和引领者。但在2007年以后，第一代公募基金经理，出于各种因素出走创立私募，加上公募基金在股市的市值占比减少和话语权减弱，没有在公募领域很好地坚持价值投资，再加上市场环境并不是太好，IPO走走停停，监管规则不断改变，监管套利、概念驱动的事件性投机盛行一时，传统意义上的价值投资一度相当式微。

《投资最重要的事》的作者霍华德·马克斯曾经说过，他有一个朋友是飞行员，马克斯曾问这个朋友：“当飞行员是什么感受？”这个朋友说：“我大部分时间都无所事事，偶尔会胆战心惊。”马克斯说：“我做投资的时候也是大部分时间无所事事，偶尔胆战心惊。”

我在中国做投资这么多年，和上面两位的感觉刚好相反，是大多数时间胆战心惊，偶尔无所事事。很多规则动不动就改变，甚至有时还有“半夜鸡叫”，“黑天鹅”事件频出。最严重的时候是2001年，国家出台了近400个新的规则，差不多每天变一个，这对一个以规则为

重的市场来说，意味着每天要发生一些改变。作为二级市场的参与者，太容易感到无所适从了。

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

我亲身经历过琼民源、蓝田股份、东方电子、银广夏等股票投资案，这些案件在中国证券史上都是非常有名的造假案，而且都是以价值投资的名义、以绩优股的名义进行的。琼民源是财务作假。1996年的年报显示，业绩高达每股1.2元。现在还记得琼民源的人不会太多，但我是亲历者。蓝田股份的笑话特别多，还有东方电子、银广夏。我所在的机构能幸运地规避这些股票，靠的是股市的常识。

我举两个简单的例子，来说明我为什么能够最终逃出来。

- 第一个是东方电子。有个业内非常著名的投资者朋友，最终在东方电子上损失惨重。在当年东方电子如日中天的时候，他来找过我，问我怎么看东方电子。我说：“你赶紧卖了吧，我不看好它。”因为股市有一个常识，大家都觉得它特别好的时候，应该多一份谨慎。你关心的是有人在买入，我关心的是，既然这么好，为什么还有那么多人在卖出呢！交易量太大了，不适合再持有。所以，我差不多是在交易量最大的时候把东方电子卖掉了。后来，他来找我，说当时没听我劝，结果自己这么专业，居然被骗了。

- 第二个是银广夏。我原先的一个下属当时在杭州给我打电话说：“今天发生了怪事，我们一次性从另一个投资者那里买入了2 000万股。”那时还不存在大宗交易，我当时就说：“这家公司绝对有问题。”为什么有问题？很简单，这么好的一家公司，为什么随随便便就把2 000万股卖给你了，这样卖肯定有问题。后来，我在海南参加一个会议，大家讨论到银广夏，我随口说“这家公司的业绩估计是作假的”，有个朋友居然为此很长时间不理我。我原来的下属买入以后，银广夏就成了热门股，公司的股价从每股20元一直涨到40元，但我从来未敢火中取栗去参与。

在国外，“欧洲股神”安东尼·波顿（Anthony Bolton）也曾折戟A股。我们做投资的，大部分都看过波顿的书，他的书写得特别好。

作为富达公司著名基金经理，波顿在28年的欧洲投资经历中，创下了146倍的增长奇迹，被封为“欧洲股神”。他将自己的投资理念和经验集结成《安东尼·波顿的成功投资》一书。

他特别看好中国，2010年4月开始运作富达中国特殊情况基金，主要投资中国内地和香港或在其他市场上市的内资股。波顿把重点放在中国消费行业，这个决策非常正确，很多消费股股价这些年来涨幅都很大，但波顿青睐私人个体或家族经营的中小规模上市公司，而不是大型国有企业，这与他在英国成功的秘诀一致。但这些成立时间短、治理结构不规范的小公司，使波顿频踩“地雷”。味千（中国）和霸王集团分别遭遇了“骨汤门”和“二噁烷事件”，当年股价分别下跌了34.53%和64.08%；西安宝润被控欺诈，股价跌幅超过90%。再加上波顿使用杠杆操作，放大了损失。

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

所以，根据我个人的投资经历，在中国，投资者从一开始是抱着一种价值投资理念，从基本面分析的角度进行投资的。中国的投资者没有一开始就乱投机的，只不过我们这个市场在草创的过程中，存在各种各样的乱象，令投资者无所适从。

我们一直在持续的改善中

大家都说我做价值投资，但我很少讲，原因很简单，我认为价值投资是需要一些基础和前提的。西方国家，比如美国，学者做资本市场的研究，可以从1802年一直做数据分析，分析到现在，200多年的历史，欧洲有战争的冲击所以有中断。日本包括其他国家都没有这么长的时间，而A股也就不到30年的时间。

我想从两个方面来谈价值投资的基础和前提。

- 一方面，从本质上，价值投资的基础是对财产权利的尊重、对合同的保护以及对市场制度的坚定信念，这三者缺一不可，缺少任何一个环节，价值投资都无从谈起。

- 另一方面，资本市场中价格的变动，还需要“野蛮人”等多样性存在，才有一个和平的纠错机制和价值发现机制。任何一个制度如果没有纠错机制，就是一个坏的制度。中国证券市场还缺乏一些纠错机制，比如，到2017年还没有很好的退市制度。

从一开始，各地政府不断扶持本地上市公司，就损害了价值投资的基础。投资者会想，万一政府不扶持了呢？所有事情都是有两面性的。好的制度是扶持市场，而不是扶持企业。

接下来，我简单谈谈价值投资的制度基础。

- 首先，价值投资必须有一个良好稳定的制度环境，因为只有在一个良性、正确、稳定的制度环境下，人们才会从经济、企业角度考虑问题，才会考虑自己遇到的是周期性问题还是结构性问题。

- 其次，一家企业是致力于寻租性努力还是生产性努力，这非常重要。

为什么美国有很多好企业，欧洲和其他国家加起来也没有那么多？美国有一个非常特殊的地方，他们在实现工业化的时候，政府的财政收入占GDP的3%，企业要想获利，只能通过生产性努力。欧洲、日本不是这样，其他国家也不是这样，它们在实现工业化的时候，政府

的收入很高，政府的支出也很高。我们如果想要有一个价值投资的良好制度，就必须要为治理改革努力。治理改革是中国保持增长必不可少的一部分，而且我认为它是最重要的部分之一。当然，我们国家一直在持续改善中，投资者不能指望它一蹴而就。

我前面说，我以往做投资大部分时候是胆战心惊，偶尔无所事事，但是从2016年开始，我跟任何人交流的时候都会说，现在做投资非常简单，因为现在投资者几乎不需要胆战心惊了，市场有些震荡也不用担心。**很多人担心去杠杆，其实根本不用担心。你选择企业时只要按基本面严格分析，就根本不需要担心。对投资者来说，在中国做投资进入了比较轻松和愉快的时候。**

没有良好的公司治理，何谈价值投资

我想谈一谈公司治理。为什么公司治理对价值投资而言尤其重要？价值投资者购买股票的时候，已经做了调查分析工作，因此，他们期待所投资企业的内在价值能逐渐在市场价格中体现出来。如果企业的管理层阻碍了市场价格对内在价值的体现，就破坏了投资者的动力，所以没有良好的公司治理结构，价值投资也无从谈起。

跟一些外国投资者交流的时候，我经常说，在中国必须具体问题具体分析，每家公司都需要自下而上的分析。中国好公司很多，但是公司治理的问题具有多样性，不能用一个普遍的规则去看待它们。

学术研究也证明，良好的公司治理是有利于价值投资的，在国外，还有以公司治理作为投资策略的基金产品。

我前面提到，现在投资者胆战心惊的次数在逐步减少，为什么呢？因为我国的资本市场建设在持续改善中。自2016年以来，证券稽查监管开始大规模展开。不过，证监会对上市公司的欺诈处理，我认为还是不够重，因为无论任何时候，投资者都是弱势群体，即便是操纵市场的人，在上市公司面前也是弱势群体。

从统计学意义上看，现在所有方面都在好转，我持续地统计过二级市场资金的使用情况：在2016年上半年以前，A股市场的资金使用效率是非常低的，大部分资金交易都集中在小股票、差股票上，2010—2016年整个市场的市值增长，都体现在业绩差的公司上，交易也一样。

有一次做统计，我和做数量分析的人说，利润不足2亿元的公司，不要给我看了。在经济增速下降的过程中，没有足够利润的公司是经不起周期波动的，是没有竞争力的。我们在做各种统计时，会把利润很低的公司放在一边。不是说利润低的都不是好公司，而是因为现在上市公司太多了。**投资就像是翻石头，翻100块石头可能才找到1块好石头，翻200块石头可能才发现3块好石头。我们翻不过来，就用一些量化指标筛选，所以会采用一些能够找出更有竞争力的公司的指标。**中国这么大的市场体量，利润还在1 000万元、2 000万元的公司，绝大部分经不起任何市场波动。2017年，连续5年主营利润大于2亿元（剔除房地产、银行、非银行金融机构）的公司，A股中共计370家，占A股的12%左右，这个数量已经不少了。

2016年，情况开始发生了变化。业绩好的公司在A股市场总市值中的占比开始上升，并且，总市值增加最大的是净利润在10亿元以上的公司。还有一个统计数据，2010—2016年整个市场（剔除金融、房地产）的成交额一直集中于业绩较差的公司。不过在2017年，这个趋势也发生了明显的变化，净利润较好的公司，特别是净利润超过10亿元的公司，成交额开始上升。融资买入也体现了投机资金的流向，2010—2016年，整个市场融资买入主要集中于业绩较差的公司，但是在2017年，这个指标也发生了巨大的变化，白马股受到了资金的追捧。

在A股市场，绩优股、大市值公司长期估值都较低。按道理，这些股票应该是溢价交易的，原因有两个。

- A股市场习惯给予流动性极高溢价，比如IPO公司的高估值，以此类推，白马股理应获得更高溢价，因为它的流动性更好。

- 溢价其实是潜在的，我多次说中国人很善于创新，从0到1可以层出不穷，但因为文化、制度、治理等各种因素，所以从1做到N比较困难。这些真正的绩优股已经被证明是从1做到N的企业群体，是比较稀缺的，理应得到溢价。

市场制度环境的持续改善体现在很多方面。首先，国家加快了发行速度，减少了审批流程。Pre-IPO投资就是一个监管套利，中国大量的钱、私募的钱集中在监管套利上而没有去鼓励创新，没有用在支持一级市场创新上。只有加快发行速度，才能让一级市场更加专注于创新创业。

其次，鼓励上市公司分红，优化了公司治理结构。公司不分红是滑稽的事情，如果不分红，投资股票只能靠博取差价，即便你投资了巴菲特的公司也是一样，只能搏差价。

再次，证监会加强了对操纵股价、财务造假等行为的稽查和惩处。国家对造假行为的处罚还是太轻了，所以现在还有铤而走险的。有的公司利润很好、毛利很高，但应收账款很多，这里是有矛盾的。毛利高就是企业很有竞争力，有竞争力，别人的钱就会给你，应收账款怎么可能很高呢？

可以参照美国的情况。2001年，美国安然公司的财务造假丑闻被曝光，美国证监会立刻介入调查，事实确认以后，安然公司宣告破产，安然公司CEO杰弗里·斯基林（Jeffrey Skilling）被判入狱24年并罚款4 500万美元，安然公司的投资者通过集体诉讼获得了高达71.4亿美元的和解赔偿金。位列世界第一的会计师事务所安达信作为安然公司财务报告的审计者，既没审计出安然虚报利润，也没发现其巨额债务。受此影响，有89年历史的安达信宣告破产，从此全球5大会计师事务所变4大。3大投行遭到重罚，花旗集团、摩根大通、美国银行因涉嫌财务欺诈被判有罪，向安然公司的破产受害者分别支付了20亿美元、22亿美元和6 900万美元的赔偿。如此大力度的处罚，才能大量减少上市公司的造假行为。

最后，我们国家加大了对知识产权等的保护，这一举措对价值投资特别重要。如果不加强对知识产权的保护，不加强对环境污染的治理，不加强对健康安全的重视以及对劳动者权利的维护，就会“黑天鹅”事件频出，对遵守规则的好公司极不公平，价值投资也缺乏基础。中国以往有一些著名品牌的产品是经不起检测的，我买一个消费类股，首先要相信它的产品是安全的，我才敢买，可喜的是，现在国家正在逐步加强监管收紧过程中。

在中国做价值投资的时机越来越成熟，原因在于国家整体环境的改善、法律的不断健全，使得致力于生产性努力的企业家越来越多。企业家已经明白，要经久不衰，成为百年老店只能靠生产性努力。随着致力于生产性努力的企业家越来越多，价值投资的春天真的到来了！

价值投资的春天真的到来了

美国“漂亮50”

“漂亮50”是指美国20世纪60年代后期、70年代初期被投资者追捧的50只估值低廉、盈利稳定增长的优质蓝筹股。其背景是60年代大泡沫破灭后，华尔街专业人士立誓要回归明智合理的投资原则。人们如果了解60年代美国的投资状况会很有启发，那是一个新股大面积发行、概念性驱动、股市投机风潮盛行的年代，最后跌得一塌糊涂，一地鸡毛。在那样的背景下，华尔街一些机构投资者慢慢地开始追捧低估值、稳定成长、市盈率比较低的一些蓝筹股。

美国“漂亮50”一路上涨，在1972年的时候整体估值达到41倍。当时，《福布斯》杂志对“漂亮50”做了个评价：什么使得“漂亮50”不断上涨？这和很久以前在荷兰发生的促使郁金香价格上涨的原因一样，就是人们的错觉和疯狂。很明显，问题不在于企业，而在于那些机构投资者暂时的疯狂，他们外表看起来非常聪明但事实上尽干傻事，他们很轻易地忘记了这样一个事实：没有任何一家大规模的企业值得支付超过正常盈利近50倍的价格。

问题是，这样的评价准确吗？

《股市长线法宝》一书的作者对“漂亮50”从1972年到21世纪初30多年的表现做了一个总结：统计分析显示，即使在最高估值的时候买入并持有到1996年，收益率为12.5%，与标普500指数同期收益基本持平。同时，我们意外地发现，科技股和少部分市盈率高于50倍的股票，跑输了标普500指数。我看到另一个统计是到2001年的，结论与上述情况一致。

中国“漂亮50”

中国“漂亮50”的整体估值到2017年4月底是29倍，美国“漂亮50”在1972年估值是41倍，相差40%多。所以，大家如果认为中国“漂亮50”是“皇帝的新衣”，我认为为时过早。我不是说这些中国公司的股价也会有40%以上的涨幅，但从公司质地和发展潜力来说，其中有一些公司未来涨幅绝对不止40%。

中国“漂亮50”的缘起有两个因素。

- 制度上劣币驱逐良币的结束：大量利用违反道德、违反法律的手段，通过降低成本来竞争的企业，基本上会在一个新的时代被彻底淘汰。所以，只有那些重视环保、重视劳动者保护、重视健康安全的企业，才能够生存下来。在这种情况下，收益越大的企业，它的环保等各方面投入就会越大，生存能力就越强。另外一部分企业会因为环保问题和其他法律上的问题，被驱逐出这个市场。

- 博傻的囚徒困境(5)的终结：没有做投资的人或者没有与投资圈密切接触的人，不清楚什么叫博傻的囚徒困境。中国大量的中小企业上市公司，背后都有三五个人或机构抱团取暖，他们的主要目的是收割非理性股民，唯一的对象是另外一群散户。蓝筹公司市值太大，没法抱团取暖。为什么博傻的囚徒困境终结了呢？因为原来上市公司比较少，大家可以抱团取暖，可以维持很高的估值，但随着IPO不断放开，上市公司越来越多，人们突然发现，机构之间、几个人之间抱团取暖已经抱不住了，彻底抱不住了，只要有一家公司抱不住，下跌的多米诺骨牌效应就会产生。

前面说过，蓝筹公司是没有得到市场充分认识的，主要表现在以下方面。

- 基于流动性的溢价，交易量越大的公司，流动性越好，23倍市盈率的新股一上市，当天就是44%的涨幅，市场给它太高的流动性溢价了，而真正有流动性的蓝筹公司却没有得到溢价。

- 市场应该给从1做到N的公司溢价，而不是给从0到1的那些公司溢价，但中国市场反过来了，二级市场给概念太多溢价，这种扭曲必将得到纠正。

上市公司的所有状况其实都在好转，中小板的基本面也在好转，但是它原先的估值太高了。现在创业板的整体估值是在持续下降中，但是它的基本面实际上是在持续的好转过程中。估值是否调整到位尚无法评论。

总的来说，目前中国正从制度上加大对知识产权的保护，加大环保治理力度，加大对健康安全的保护，加大对劳动者权利的保护。同时，在证券市场上，也在进一步鼓励上市公司分红，优化企业治理结构，加快发行速度。

关于加大环保治理力度，我举一个很简单的例子，河长制。我们一定要高度重视河长制，它会使大量环保不过关的公司关门，使得过去几年致力于环境保护的一些上市公司的市场份额不断上升。这个过程如果结束，那我们中国的“漂亮50”就可能已经到了泡沫点，但是这个过程才刚刚开始。现在很多人还不明白河长制的意义，还不了解河长制到底能给当地带来什么。每一段水流，任何一个地方政府都要负责确保这段河流水质不变，流进这个地方的水是什么样的标准，流出的水也要是什么样的标准。这个难度太大了，公司如果做不到，环保不达标，都得被淘汰。

环保是大家看得见、摸得着的，一点儿含糊都不能有。还有很多看不见、摸不着的领域，我们国家的强监管才刚刚开始。

食品行业也在逐渐改善。三聚氰胺事件之后，乳制品企业总体上来说已经比较好了。有一个很有名的牌子，当时估值较低的时候，我劝一个朋友去投资，他就给这个品牌的产品做了检测，结果发现，产品中的黄曲霉素高得吓人，所以不敢投了。还有某个特别有名的牌子，他也做了检测，发现添加剂过多，我估计企业老板自己都不敢吃。

因此，价值投资环境的改善不仅要靠证监会的监管，还需要整个社会环境、制度环境的改善。健康安全也是一样，在医疗行业，一致性评价可以让中国的医药公司关掉一半，但是如果医药公司关掉一半，人们就没药可吃了，所以监管只会逐步收紧。但这些方面的改善也预示着我们正好可以去做价值投资，因为很多领域都才刚刚开始改善。在这个过程中，市场的马太效应会使很多高品质上市公司的份额急剧上升，最终体现到利润上。所以，我们现在要挣“漂亮50”公司的钱了，挣它们市场份额不断上升的钱。至于谁是“皇帝的新衣”，放眼望去，公司和投资者都有，不胜枚举。可以肯定的是，那些致力于寻租性努力的公司一定是！

本文是作者2017年5月在《中国基金报》主办的“第四届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛”上分享的内容。

08
再论价值投资的制度基础

“投资其实就是在拥有矿脉的山中寻找矿物。并不是整座山脉都有矿，我们找矿也不用把整座山都翻一遍，而是先找到矿脉，沿着矿脉深挖、挖尽，不要轻易放弃，才能挖到矿石。投资也是如此，要不断地寻找结构性机会。”

我曾到过湖北省大冶市的黄石铜绿山古铜矿遗址，这是一处采矿冶炼的古代矿冶遗址，采冶年代始于商代，经西周、春秋战国延续至汉代，持续时间长达1 000多年。古代工匠为掘取铜矿石，开凿竖井、平巷与盲井等，用木质框架支护，并采用提升、通风、排水等技术，这些在几千年前非常先进。看到这个遗址，我们可以想象古人挖矿的技术、工业组织是什么样的。

这一个遗址博物馆门口种了一种植物，紫色的，很特别。几千年前，古人发现了铜矿与这种植物的关系，它生长在藏有铜矿石的山野里。古人在发现这种植物与矿藏之间的关系后，将这种植物命名为“铜草花”。采矿是技术活，在古代，没有足够科技支撑的时候，人们发现，哪里有铜，哪里就有铜草花，但有铜草花的地方，不一定有铜矿。举这个例子，是想说明我们的研究观察与结论间的逻辑联系充满了主观性。

资本市场的新起点

2019年，许多中小企业陷入困境，截至2019年12月，实际控制人发生变更的企业为数不少，有40多家，如东方园林、美亚柏科、恒邦股份等。有些人看到控制人变更为国有企业，就大喊大叫“国进民退”。我不认为这是国进民退，就像人们看见了铜草花就以为附近有铜矿一样。也许，生长铜草花的土地有一点铜元素，但离有铜矿还差得远呢。

不同层级的地方政府，出于什么样的考虑来帮扶或者收购一家企业，背后的原因很复杂，可能是扶持纾困，也可能出于稳定就业等因素，还可能有一些其他原因。企业家们可以评估一下，这些名单里有几个优质企业，假如卖给你，你要不要？所以我不建议大众跟着喊“国进民退”，选择性断句。

之所以说到铜草花和铜矿的关系，是因为我近些年在做投资的过程中发现，根本就不存在所谓的“国进民退”。很多领域既有“国退民进”，也有“国进民退”。党的十八届三中全会报告明确指出，要处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用。2018年11月1日，民营企业座谈会上重申坚持“两个毫不动摇”和“三个没有变”。我国的基本经济制度将其写入了宪法、党章，这是不会变的。2019年《政府工作报告》也明确提出要进行供给侧改革，更多运用“市场化、法治化”手段。所以，绝不存在计划经济进、市场经济退的现象。

我最早曾在2013年就说过，中国资本市场进入了新常态。这个新常态指的是在从严治党、强力反腐之下的经济生态，是防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治等三大攻坚战影响下的经济社会生活的生态。所有这些因素，构成了生活的新常态。在这样的新常态下，经济环境实际上在发生变化，劣币驱逐良币的现象在逐步逆转，营商环境正在改善。党的十九届四中全会定下了新的基调，劣币驱逐良币的时代应该结束了。我2013年提出这个观点，现在，我的看法与当年的观点一脉相承，我甚至更加坚信这个判断。

价值投资的制度基础

“价值投资的制度基础”是我2017年5月在深圳《中国基金报》主办的论坛上的一次发言。那个时候，我对这个基础是不是牢固、是不是已经初步具备持怀疑态度，然后提出了一些建议。

但2019年初，在面对很多有限合伙人的投资策略宣讲时，我说，中国资本市场已经站在一个新的起点上了，原因有三点。

- 中国不存在“国进民退”。

- 中国有一个非常稳定的政治环境，或者说，在相当长的时间内不会有什么政治周期。这是世界上没有的，所以我们可以安心、放心地干自己的事情。

- 中国政府的效率在不断提升。党中央文件第一次把资本市场定位为国家核心竞争力的一部分，认为资本市场“牵一发而动全身”，强调其在金融体系中的重要地位。

价值投资的制度基础的三要素，即价值投资的制度基础是对财产权利的尊重、对合同的保护以及对市场制度的坚定信念，这三者缺一不可。之所以如此坚定，因为我发现党的十九届四中全会文件里对此均有清晰表述。

一个社会有没有良好的价值投资基础，要看它是否具备正确的制度环境，最重要的是要看，企业重心是放在寻租性努力还是生产性努力上。过去20多年，中国有大量的企业是通过寻租性努力做大的，但在新常态的当下，任何想继续把重心放在寻租性努力的企业，多多少少是要受到打击的。

我们正走在持续改善的路上，已经在上层建筑层面、法律层面奠定了制度基础。在投资中，我有两点建议。

- 一定要摒弃那些不正确的意识形态。社会很容易对企业家不信任，缺乏理解，但我们作为投资者，应该信奉著名投资家查理·芒格所说的：“警惕严重的意识形态偏见，警惕意识形态造成的思维混乱。由于意识形态只给人灌输一些观念，而不是让人心悦诚服地接受一些道理，所以信奉意识形态是很危险

的。巴菲特终身都离意识形态远远的。这极大地提高了他认知的准确性。”作为投资人，千万不要陷入偏见，我们要用全球化的视角审视自身。

- 要寻找致力于生产性努力的企业家。任何一家公司，如果企业家不是致力于生产性努力的，这样的公司我一定会远离。熊彼特论企业家：“真正的企业家，应当具备某些与生俱来的领导和奋斗特征，首先，他们应当具有梦想和创立自己王国的意念……其次，他们应当有一种征服的意念……一种全力打拼、证明自己优于他人或全身心争取胜利的冲动……最后，他们会从创造中、完成工作中或者个人所长中得到满足和喜悦。”

我在湖北黄石还顺便去了一趟新兴铸管的子公司。新兴铸管是1997年6月6日上市的，当天我买入了大量股票，我印象很深刻。那时候它差不多60多亿元市值，2019年大概是160亿元的市值。自上市以来，该公司再融资30多亿元。那么这家公司的市值从1997年到现在有多少增长，我们可以算得出来。我得知这家子公司一年的产值也有50亿元，是一家不小的公司，厂房的口号是“铸精品、铸品牌、铸福慧，像军队、像家庭、像学校”，非常有文采。我走访过那么多公司，感觉不到它们有技术等方面的投入，也许这就是为什么这种公司的市值没有很大的增长。我想，公司治理对价值投资而言非常重要，没有良好的公司治理，价值投资无从谈起。

2013年，可能更早一点，我对A股医药公司有过偏见，因为美国一家公司的研发投入比我们所有上市医药公司市值的总额还多。看表8-1就知道，在2015年那个时间点，中国前10名的上市医药公司的研发投入，还不及美国一家医药公司投入的零头。

表8-1　2015年全球上市医药公司研发投入与中国医药公司研发投入对比

（A）2015年全球上市医药公司研发投入Top 10排名

排名	公司名称	主营收入（亿元）	研发投入（亿元）	研发投入强度（%）
1	阿斯利康	1 654.87	419.79	25.37
2	罗氏集团	3 502.77	698.01	19.90
3	诺华制药	3 458.98	625.45	18.08
4	赛诺菲	3 764.86	469.78	16.97
5	辉瑞制药	3 419.57	538.30	15.74
6	葛兰素史克	2 559.62	380.87	14.88
7	赛诺菲	2 417.94	355.74	14.71
8	强生	4 905.18	633.22	12.91
9	拜耳	3 598.49	332.57	9.24
10	诺华制药	2 984.23	210.98	9.23
合计		30 572.01	4 664.24	平均 15.7

（B）2015年中国上市医药公司研发投入Top 10排名

排名	公司名称	主营收入（亿元）	研发投入（亿元）	研发投入强度（%）
1	恒瑞医药	93.16	8.92	9.57
2	复星医药	126.09	8.30	6.58
3	华东医药	87.67	8.28	9.44
4	上海医药	105.52	6.18	5.86
5	天士力	132.21	5.03	3.80
6	科伦药业	77.62	4.98	6.42
7	海正药业	86.42	4.96	5.74
8	人福医药	100.54	4.04	4.02
9	重庆医药	66.21	3.75	5.66
10	步长制药	116.60	3.60	3.09
合计		992.05	58.04	平均 6.02

资料来源：根据公开资料整理。

但是，要看到我们的进步。比如恒瑞医药等公司，每年的研发投入都在高速增长，这样的公司就是越来越致力于生产性努力。为什么我要讲这张表呢？因为后面我要讲到，为什么海外资金不断地加大对中国资本市场的配置。有各种各样的理由，比如中国的GDP总量排世界第二，全球很多资金不能忽略中国等。但是，我认为一个很重要的原因是，在美国等成熟的市场经济体中，投资模式在不断演变，海外投资者在中国看到了领先一步的机会。

在时空跨度中不断变化的投资模式

1945—1970年，美国的投资模式是“买得高，卖得更高”，股票的供求关系成为影响市场的主要因素。当时的美国投资者始终对经济增长持怀疑态度。由于是第二次世界大战后的恢复期，无论是日本还是欧洲国家，都在维持生存计划，所以投资在整个社会活动里并不重要。

1970—1990年，以巴菲特这样的民间投资英雄的出现为标志，主流投资原则变成了“低买高卖、价值投资”。但有效市场研究在美国渐受重视，这使得以巴菲特这样的民间投资英雄为代表的价值投资和指数化投资方式在美国进行了一场非常充分的论辩，推动了投资理论和实践的不断深化。那个时期的欧洲和亚洲，还有中国台湾地区，则在重复着美国20世纪40年代至70年代的投资模式。

自1990年以来，美国的投资市场上，量化交易越来越多，因为投资方式越来越多样化了。美国几乎所有机构投资者都建立了量化分析研究小组，指数投资渐渐成为主流。

虽然价值投资仍然是“最响亮的名字”，但是逐步转移到了日本和欧洲国家。所以我认为，无论中美之间的风云如何变幻，外国投资者在中国市场一直在买买买，很重要的原因是，他们看到了似曾相识的机会。中国在重复美国等发达经济体投资历史上曾有的一些轨迹，他们期望能领先一步。中国的投资者作为市场的学生，从全球化上讲，必须向外看，去寻找其他市场历史上曾出现的类似的投资模式；向内看，中国经济在重复怎样的历史，这些历史对未来的投资模式会有怎样的借鉴作用。

以中国台湾地区为例，台积电的绝大部分股份都卖给了国际投资者。日本也是这样，我2007年去日本的时候，日本的大公司、好公司，其一半股份的投资者差不多都是外资。这样的进程，我估计在中国大陆也会出现，2019年像美的之类的公司，外资买到了28%就限购了，只能卖出不能买入。

2014年，我在一个主题为“互联网改变了投资管理行业”的论坛上做了一次总结发言。当时，针对互联网经济带来的影响，我发表了两个评论。

第一个评论，互联网时代的GDP不能准确反映宏观经济。我们对宏观经济GDP的衡量方式是20世纪30年代发明的，到了今天，免费经济已经充斥各个层面，过去的衡量方式是否依然有效，是不是宏观经济学已经落后于时代了？显然，整体的宏观指标已经不能反映另外一块生机勃勃的经济景象。虽然我一直在说，宏观经济对投资有指导意义，但到了今天，我更愿意强调自下而上。**很多过去所谓的经济周期，很可能已是另一种表现方式，投资上所谓的均值回归将会在一个更高平台的象限上产生，均值回归的力量将有所不同。**

第二个评论，我认为对现在更有意义。过往做投资时，如果胡乱假设，无视周期并推断趋势的话，那一定是灭顶之灾。但现在，我认为指数增长将是另一个可重复的模式，我当时所说的“看得见的未来”指的就是指数增长。因为历史上任何一个时间点，比如美国19世纪到20世纪70年代以前，它的指数增长都在一个领域出现，几乎没有同时在几个领域交替出现过，但是有了互联网、人工智能、大数据以后，指数增长在某个意义上来说，在很多领域会同时出现。**所以我有一个简单的结论，因为摩尔定律的广泛化，指数增长在多点出现，周期和趋势的表现方式将有很多变化，会出现叠加效应；趋势在某个点上停顿的时候，实际上会在其他领域再次出现。**这是我们现在预测未来时跟过去一味重复周期所不一样的地方。未来5年，我仍然是这么看，我们对周期的很多看法一定要改变。

最后，我再拿我到过的一个矿区来举例，谈谈投资。我曾到过盛宣怀的汉冶萍煤铁厂矿公司的铁矿矿山旧址，那里有一个巨坑，被誉为“亚洲第一深坑”。那个坑很壮观，东西长2 200米，南北宽550米，最大落差444米，坑口面积达108万平方米，坑周围都是山，山上有六七米宽的道路，可以容纳大型运矿车进入。参观完这个矿区以后，我有了很深的启发。**投资其实就是在拥有矿脉的山中寻找矿物。并不是整座山脉都有矿，我们找矿也不用把整座山都翻一遍，而是先找到矿脉，沿着矿脉深挖、挖尽，不要轻易放弃，才能挖到矿石。投资也是如此，要不断地寻找结构性机会。**

本文是作者2019年12月在申万宏源“2020年资本市场年会”上分享的内容。

09
希望不是以以泪洗面告终

“风险就像地下能量一样，聚集到一定程度就会喷发。风险管理就要像人类预防地震一样，如此，我们才能在八级以上地震一样的金融风暴中不伤筋动骨。”

“中国目前的外汇储备有1万多亿美元，也就是美国欠了中国这么多钱，这笔钱美国终究是要还的，但历史上这种关系，多以泪水而告终，希望中美之间不是如此。”这是2009年6月8日在宾夕法尼亚大学沃顿商学院与中国证券业协会合办的第五期项目结业仪式上，项目联合主任之一、沃顿商学院金融实体中心联席主席弗兰克林·艾伦（Franklin Allen）教授在最后致辞时，对我们的善意提醒。

很荣幸，2009年3月12日至6月12日，我们到费城参加了“证券业领导力与管理高级研修班”。这样的深入学习，确实让我受益良多。

沃顿商学院给我们设计并安排了能够使我们了解美国金融市场的一系列课程，包括历史、理论、结构、投资与衍生品、公司财务、风险管理、风险资本、人力资源、领导力等，同时也安排了我们到美国金融机构和商务中心参观访问，到教授家中做客等文化交流活动。该项目诸多课程的设置，虽与我们在国内学习过的EMBA并无太大的差别，但“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”，几个月的学习，我切身感悟到了存在于图表、公式以外美国的经济、社会、文化以及美国人民的真实生活。

在美国学习期间，全球金融风暴愈演愈烈。中美之间存在的巨额贸易顺差和中国持有的大量美元储备，使得中美关系愈加成为世界上最重要的双边关系之一。国内很多人、很多舆论为此沾沾自喜，自以为是。但通过在美国的学习以及对美国的社会、经济、文化的切身感受，我更愿意把教授的提醒看作警告。

金融企业的全部内容是管理风险

美国的市场经济经过200多年的发展和完善，已经较为成熟。我们学习过程中的大量课程，就是围绕这一经济制度，从本质上深入地分析和解释。这些学科帮助政府和机构有效地进行金融市场的管理运转，为我们提供了将美国资本市场的基本理论与现实实践进行对比的机会，也提供了中美两国证券市场交流和相互理解的机会。

通过学习，我深深感受到，**金融企业的全部内容就是管理人类事务不确定的风险，而不是最终消除风险。只有那些能够发现、认识金融风险，并能在管理风险方面建立起竞争优势的企业，才能够经受金融风暴的侵袭而屹立不倒。**

纵观近几十年的历史，世界唯一的常态就是变化，就是经济发展的不可预见性。一方面，由于人性自身存在的缺陷，人类自己创造出的任何制度和组织必然会有缺陷，这种缺陷是风险的内在滋生源。另一方面，基于不稳定的市场价格，繁荣与萧条的经济循环周期，新技术所带来的机遇和威胁，以及咄咄逼人的市场参与者对利润的冲动，动荡将贯穿金融市场的整个过程。风险就像地下能量一样，聚集到一定程度就会喷发。

沃顿商学院的教授告诉我们，美国的金融市场体系已经破产过几次了。事实上，迄今为止，世界上还没有一个不曾破产过的样板。而每次样板破产后，美国金融体系都能得到重建，最终更健康地前行。巴菲特在他的股东大会上说：

> 美国的历史大概有200年，可能经历了15次金融危机，在19世纪经历了6次衰退，当时称其为衰退，现在我们把它叫作恐慌。虽然衰退和恐慌会不时发生，但这不等于是一个无底洞。每个世纪里都有一些不景气的年头，但是好年份多过坏年份，这个国家就不会停止前进，在中国和美国都是这样的。

危机根源之一在于激励不对称

在现代金融活动中，金融企业是金融市场的核心中介。既然美国已经有了完善的制度基础和实践，为什么2008年还会爆发严重的金融危机？在这方面，学者专家做了很多研究，我们在学习中也与各方人士进行了探讨。

人们不得不问：此次危机又何以累积到如此严重的境地？我们在沃顿商学院的短短三个月，课程内容涉及诸多方面，比如，资本市场的经济学原理、现代金融工具的创新、金融机构的设置和运营、金融法规的制定和实践、西方社会的多年实践经验教训等，这些一一在我们眼前呈现。有一点大家都在避免多谈，那就是美国金融机构中的激励不对称问题。由于规模庞大，金融企业的所有权已经变得较为分散，越来越成为公众公司，没有哪个股东能够真正对公司负责，这就导致股东-代理人问题严重。

在投资银行贝尔斯登陷入偿付危机的时候，时任董事长兼CEO的吉米·凯恩（Jimmy Cayne）却选择在前一个周末去底特律参加一场桥牌联赛。事实上，从房贷的第一个链条开始，就没有人认真负责。

可以说，股东和代理人这一矛盾在经济生活中时隐时现，始终存在。过度的激励机制，鼓励了机构管理层激进经营，为了短期利益拿股东的钱肆意冒险，加上金融机构作为商业中介，提供的服务多是以乐观扩张为基础的融资服务，他们从本质上讲是经济活动中的极端乐观主义者，这最终累积了极度的泡沫而导致市场崩盘。

我们国内的问题出在股东-代理人的另一极端——过度限制，这一极端虽然目前没有造成系统性泡沫，但违规违法行为在市场参与者中也常常出现，其造成的各种损失比起资本泡沫带来的危害有过之而无不及。其真正的原因则是激励不足，干劲不够，创新匮乏。

经济制度所有的活动都建立在一个简单的原则上，就是激励作用。我们无法否认激励的重要性，它是人类本性的一部分。市场自身得以运行就是由于参与者可以在激励改变时改变他们的行为。如果约束和激励机制没有建立好实质性的变动关联，就容易造成道德风险的积累，而过度限制也会使低效、浪费、贪污等不断发生。从这一层面看，还会造成系统性风险的不断累积，最终导致严重经济衰退。

引入竞争，改善激励机制

要最大限度减少不同人性造成的风险，中外历史已经证明，纯粹靠监管是不够的。巴菲特说过，监管是金融系统中非常重要的一部分，但是监管的效率则很难确定，“如果我被任命为一名监管者，配备100名最优秀的员工，每天从那些大型企业机构那里得到他们的投资头寸，掌握他们在股票、衍生品或外汇的投资组合，我也无法告诉你，他们到底在干什么”。思考这一问题，我想最重要的是，仍然以促进市场竞争为方向，从各个角度不断引入竞争，改善对企业的治理和激励机制。

著名学者张维迎在《理解和捍卫市场经济》一文中告诉我们，市场经济在人类历史上创造了怎样的奇迹。他解释说：

> 市场经济特征之一：竞争为他人创造价值。什么是市场？市场就是好坏由别人说了算、不由你自己说了算的制度。在市场上，任何人不为别人创造价值，就不可能获得收入。所以你必须努力为他人创造价值。价格提供了一个信号，什么东西有价值，什么东西没有价值，要在市场上考验，要由买的人说了算。没有人愿意付出超出你为他服务的价值的价格。当两家企业竞争，我们说某一家企业更有优势的时候，意味着这家企业能为消费者创造更多的剩余价值，即消费者剩余。企业之间的竞争，是为消费者创造剩余价值的竞争……
>
> 市场经济的第二个特征，是陌生人之间的合作，市场经济中，不光有一只“看不见的手”，还有一只“隐形的眼睛”。也就是说，陌生人之间能够合作，是因为有一双隐形的眼睛在监视我们，每个人必须好好表现，对自己的行为负责。过去人们对市场经济的批评，往往是由于人们只知道前一个因素，而没有看到后一个因素的作用，所以，认为市场上一定有欺诈，无商不奸。而事实上，我们今天看到，市场经济越发达的地方，人们越注重自己的信用。尤其是企业，要在市场上取得成功，必须建立很好的声誉。如果它的声誉不好，没有人信赖它，就会被淘汰。

美国的市场经济因为已经发展了200多年，所以相对比较成熟，即便在金融风暴肆虐的时候，整体经济社会生活也能正常运转。那些金融机构奄奄一息时，应对危机所体现出的专业度，对人性、制度的理性分寸感，以及公司战略，都给人很多启发。我们应该抓紧时机，在竞争中把自己做强做大。

建立好市场机制，鼓励竞争

与美国相比，中国的证券市场起步不久。作为从业人员，我们的责任应该是建立起一个真正有效的资本市场，这一市场要能够确保资本流向能创造财富、提高国家和人民未来收入的建设性项目上。在这个过程中，自身的风险管理是其中最重要的环节之一。“最高级别的谨慎是最好的头脑与最好的心灵结合。”亚当·斯密在《道德情操论》中已经指明了方向。如何未雨绸缪，在提高效率的同时，又把风险降至最低，从现在起将时时考验着管理者的能力和品格。

风险管理就要像人类预防地震一样，要“瞻前顾后”，事前要对房屋的防震能力做好设计，同时建立好地震预报中心，对地震板块进行监控，预报要做到“报忧不报喜”；同时要组织培训防震知识，组织各种防震演习。既有防震应急措施，又有灾后重建办法，如此，我们才能在八级以上地震一样的金融风暴中不伤筋动骨。而政府的责任则是建立好市场机制，鼓励竞争，鼓励我们的机构在竞争中成长。

美国的市场经济和中国的市场经济虽有不同，但两个国家面对的金融危机带来的经济困境是相同的。摩根大通董事长兼CEO杰米·戴蒙在致全体股东的信中说道：

> 尽管人们批评有关对策的时机、方式以及连贯性极为简单，但我们明白，能于困难甚至危急时刻采取果敢行动已经非常不容易。

美国前总统罗斯福在一个世纪之前曾经说过：

> 荣誉并不属于那些提出批评的人，亦不属于那些指出强者是如何被绊倒，或实干家哪些方面还可以做得更好的人。荣誉属于那些参与其中，满面尘土、流着汗水和鲜血的人，属于那些勇敢奋斗、会犯错、屡败屡战的人，因为任何成就都必先经过错误和不足；荣誉属于努力奋斗的人，懂得什么叫热情、奉献的人，献身给崇高事业的人，成功的时候懂得什么叫丰功伟绩、即使失败也败得光采的人。因此，他们永远不应与那些不知道胜利为何物，也未尝失败的冷漠、胆怯之徒相提并论。

曾国藩100多年前用寥寥数语就道尽了我们国家面临危机时要具备的要素：

> 天下事在局外呐喊议论总是无益，必须躬身入局，挺膺负责，乃有成事之可冀！

我们相信，我们国家能够在困难面前继续保持果敢作风，寻找适当的解决方法。

亚当·斯密曾这样描述那些通过商业和金融活动获取回报的人：

> 他们的动机是美好的、伟大的、高尚的，值得大家为之艰苦奋斗，值得我们为之热切盼望。

在美国，我们仍然可见苹果、伯克希尔-哈撒韦这样的机构和乔布斯、巴菲特这样的个人，但我们很难想象今天可以用这样的词语来描述资本市场中更多的机构和个人。当我们面对越来越开放的国内国际市场，只有把国家的强大建立在历经五千年而不衰的价值、美德和我们的信仰的基础之上，不断强身健体，才能最终避免以泪洗面！

“仓廪实而知礼节，衣食足而知荣辱。”三个月的美国之行，让我感受颇深。虽然我们开玩笑说美国的土地才耕种了200年，而中国的土地已经耕种了五千年，土地肥沃程度大为降低，老天爷待我们不厚，但其实美国的繁荣来自创造力，制度是第一生产力。

我们曾聊到，上海浦东机场新航站楼一期刚开通时，厕所建在楼下，拖着大行李的旅客极其不方便，这样的设计让人觉得不可思议。不过，这样的情况美国历史上也曾有过：几十年前，美国黑人还没有选举权，后来，奥巴马成了美国总统；芝加哥五大湖也曾经污染严重，如今碧水拍岸、群鸟飞翔、绿树成荫、景色宜人；黄石公园的狼也曾经被皮毛商赶尽杀绝，后来美国实施了狼回归自然计划，现在公园里狼、熊出没，野牛成群结队，蔚为壮观。

既然已经意识到问题的所在，我们就完全有理由相信，若干年后，我们一定有能力把祖国建成苏轼所描述的美境：“耳得之而为声，目遇之而成色。取之无禁，用之不竭，是造物者之无尽藏也，而吾与子之所共适。”

本文是作者2009年参加由中国证券业协会与美国沃顿商学院联合主办的“证券业领导力与管理高级研修班”时的学习汇报小结。

10
中国投资者有没有未来

“投资是放弃或牺牲今天的消费来换取未来收益的一种行为。所以，对未来有没有信心是投资的本质要求。希望一个以投资者为中心的市场可以建立起来，中国的投资者理应有一个光明的未来。”

我经常思考一个问题，那就是，如果我是一个非职业投资者，比如从我的家人、亲戚、朋友、同学的角度来考虑，一个普通投资者在中国投资有没有未来？

首先要明白的是，金融业的本质是什么？**我认为金融业的本质就是通过某种激励机制，让老百姓分散在各处的钱聚集起来，让分散的个人力量集合起来，完成对个人、组织和国家经济发展都有益的事情。**

资本市场有没有完成这些结合？这是我们要考虑的问题。我们在讨论机构投资者和财富管理者之前，想想看，如果老百姓的投资没有未来的话，“皮之不存，毛将焉附”？我们这些机构投资者的未来在哪里？机构投资者如果不考虑老百姓的利益，仅从短期角度来看，可以靠不同机构之间的博弈来获取收益。但老百姓的养老金、企业年金、养命钱敢放到这个市场里来博弈吗？敢放到这个市场里只靠零和游戏来运作吗？这是我们不可回避的问题。

回到投资者的本质，**投资是放弃或牺牲今天的消费来换取未来收益的一种行为。所以，对未来有没有信心是投资的本质要求，你不能相信未来，就不能进行投资。**那怎样才能进行一种可信赖的投资呢？

传统资产投资无非通过两种方式获利，一种是传统资产本身带来的收益，如利息、分红，还有收益的自然增长。另一种是投资者通过市场低买高卖，通过资本利得获利。前一种方式在方法论上是可重复的、可持续的，后一种方式则是不可持续的、不可重复的。

耶鲁大学教授大卫·史文森（David F. Swensen）在《机构投资的创新之路》中说，在美国，传统资产配置的盈利产生于市场本身，也就是来自资产自身带来的收益，不是来自积极的投资管理，跟你的投资技巧、投资天赋、投资能力没有任何关系。

沃顿商学院教授杰里米·西格尔（Jeremy J. Siegel）在《投资者的未来》一书中告诉我们，1873—2004年这100多年的时间，美国97%的股市收益来自分红及分红再投资，3%的收益来自资本利得。史文森与西格尔的观点是吻合的。

从这一结论上看，中国的市场跟美国尚有一定的差距。关于这个话题，我主要谈三点看法。

- 迷茫的过去，多情反被无情恼。
- 冰冻三尺，剪不断，理还乱。
- 投资者的未来，多歧路，今安在？

中国投资者很无奈，为什么市场总是牛短熊长，股市和经济增长长期背离？最令人痛心的是，统计显示，在2005—2007年的大牛市下，老百姓居然在股市损失惨重。面对未来，我们更是行路难、路难行。

当我们从非常遥远的未来回望历史、回望今天，也许会发现现在很幸运。全体中国人在实现中国梦，五千年以后回望中国，我们可能只记得这件事情。我们也可以想一想，五千年后回望现在，中国的投资者有没有未来？我不希望投资者在历史上的记录是再次面临灾难，如果按现在发展下去，即便上证指数从目前的2 000点涨到4 000点，老百姓仍然难逃亏损的命运，在一个靠博弈获胜的市场，老百姓是没有未来的。

2013年的一个统计显示，所有大的经济体股市，只有中国股市的分红率低于一年期存款利率。无论市盈率有多低，如果一个市场只融资不分红，或者分红率不高，就没有内在价值。所以，要么市场利率下降，提升股市的内在价值，要么股票价格下降，让分红率得以提升。市场价格高的原因，要么是供给不够，要么是利率太高，从这个

角度来说，只有放开供给端，市场才能通过调整来提高内在收益。在这个简单意义上，一个有内在价值的市场是可以建设出来的。

美联储公布的数据显示，美国股市的净融资这几年都是负的，分红和股份回购远超融资。美国有很多热门股票的市盈率、数量和涨跌幅度都较高，但并不妨碍整个市场产生内在收益。**一个以投资者为中心的市场是可以建设出来的，市场自身得以运行，就是由于参与者可以随着激励改变来改变他们的行为，所有的组织活动都建立在通过改变激励机制来改变参与者行为这个简单的原则上。**如果约束和激励机制没有建立好实质性的变动关联，各种混乱自然就会产生。

我认为，最重要的是放开市场供给，让资本市场价格发现和引导功能真正发挥作用。

美国市场有70多万个选择品种，分成两部分：一部分是产品需求推动的企业，这部分估值不高；另一部分是通过技术创新，由供给创造需求的企业，这部分企业需求有多大根本就是个未知数，估值就很高，也是增长的真正来源。

但现实令人感到遗憾，我们的IPO制度把这部分企业全推给国际市场了，墙内开花墙外香。这种看似保护投资者的行为恰恰是对投资者的伤害，保护投资者就是要给投资者足够多的选择！如果当下监管者主要站在“融资者”的角度考虑问题，而没有设身处地站在“投资者”的角度考虑问题，资本市场缺乏“以人为本”的监管理念，规章制度缺乏遵从人性的复杂性的专业逻辑，不能通过有效的激励行为来鼓励所有参与者相互促进，那么在执行过程中就会因为“立法者、监管者、专业人士、普通投资者”等“人”的参与，发生意想不到的变化，事与愿违的事就会层出不穷。比如，市场流动性的来源是由于市场参与者对同一问题看法不同，差异越大，流动性越好，面对这些人性的复杂性，市场监管根本就应该顺应它，而不是去规范它、统一它，定价就是这么个问题。

金融企业的主要功能之一是要替老百姓管理他们抵御通货膨胀（以下简称通胀）的风险，为投资者谋划收益最优的投资组合，一个理性的可信赖的市场应该能够提供这样的选择。中国的投资者有没有未来？我没有结论，我提出来是希望和大家分享，我们每个人都有责任去思考。我不担心机构投资者有没有未来，5年、10年机构投资者中一些人可以通过博弈过得很好。中国人是世界上最伟大的投资者，他

们放弃了40%的当前消费用于换取未来的收益，机构投资者是很幸运的。但是老百姓呢，老百姓的养命钱呢？

希望一个以投资者为中心的市场可以建立起来，中国的投资者理应有一个光明的未来。

本文是作者2014年6月在深圳《中国基金报》首届“中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛”上分享的内容。

11
非常时期话投资

“如果各类资产不再是封闭的、割裂的，那么，随着一个资产领域商机的破灭，新的商机必然会在另一个资产领域诞生。”

北京大学是我的母校，关于资本市场的发展，我当年在学校时感到印象深刻的有两点，一是市场经济，二是竞争，这两点也是我过去20多年始终充满信心的重要因素之一。

- 市场经济。在现在这个时点，大家都觉得市场经济是很自然的事；但是在我们读书时，并不是这样。当时，著名经济学家厉以宁老师有一句话很有意思，这句话一直影响着我的很多判断，他说：“中国之所以与俄罗斯不同，是因为苏联实行社会主义70多年，爷爷奶奶都不知道什么是市场经济，而新中国成立才30多年，市场经济已经是大家的共识。”过去20多年来，资本市场经历种种变化，中间也有曲曲折折，但我只要看到市场还在活跃，就充满了信心。

- 竞争。记得我当年在图书馆看到联邦德国前总理路德维希·艾哈德（Ludwig Wilhelm Erhard）的书《来自竞争的繁荣》，非常激动。第二次世界大战后，他废除了价格管制，让价值规律发挥作用，取得了良好的效果。这本书描述了战后联邦德国由计划统制经济向市场经济转变的整个过程，其中有一个观点就是：只要这个社会有竞争存在，就一定会一天比一天好。

我为什么讲这两点？原因其实很简单，在一个社会组织中，资本逐利是最市场化、最具有竞争性的。它是靠什么来竞争？我们不妨研究下这个问题。当前，很多人觉得经济不好，企业家、商人都觉得赚不到钱了，工人、教师等都觉得工资不涨了。对于这个现象，我要说，大部分人认为企业不赚钱不是好事情，但我认为不是这样，因为一个完全竞争的市场就是意味着企业肯定不能轻松赚钱。

观察资产产品图谱（见图11-1），若按收益率由低到高来排序，可以由国债、储蓄、企业债、股票、实业、私募股权、基金、房地产、艺术品等组成。早几年前，在这张图谱中，无论是楼市、股市，还是私募股权、艺术品，除了低风险、低收益的国债、储蓄等，人们在其他几乎每个资产领域都能赚很多钱；但这些年，我们发现几乎每个领域都没有利润了，于是，大家开始感到迷茫。这背后的主要原因，我认为正是资本真正地发挥了市场功能，竞争和流动性抹平了所有领域的超额利润。

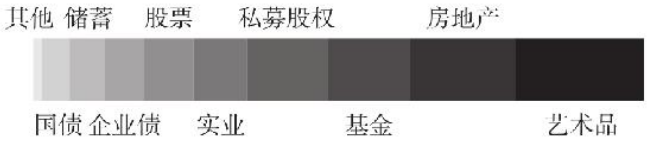


图11-1　资产产品图谱

注：颜色由浅到深表示收益率由低到高。

在这个时点，从国家角度来说，我们行进到一个转折点，这个转折点其实在证监会前主席郭树清答记者问时也能体现出来。此前不久，有记者问郭树清对“新政”的看法，郭树清自己很谦虚地说，他没有新政。

我觉得不是这样，因为他就任后提出了“多层次资本市场建设”这个概念。多层次资本市场建设的一个重要目的，就是让资本真正地为国民经济服务、为中小企业服务、为创新型企业服务、为投资者服务。新政一年来，大家可能觉得比较悲观，没有赚到钱，看不到希望，原因在哪里？有四个重要原因：第一，我们当初建立资本市场时，是以股票融资为目的的，所有组织建设都是围绕股票融资展开的，当时没有想过资本市场是为投资者服务的，是为那么多储蓄寻找更好的投资机会服务的，自然，它的组织建设，它的理念都是有失偏颇的，整个资产图谱里的各类资产是割裂的、封闭的。

第二，整个资本市场建设过程中人才缺乏。众多复杂的金融改革需要有足够的人才去推动和组织实施。目前，几乎所有参与者，包括我在内，仍然沉浸在以前的思维方式和行为方式中，这需要一个转变的过程。但是，我相信，随着时间的推移，这个过程一定会一步步往前推进，而这个往前走的过程一定会推动整个资本市场向更高层次的阶段发展。

第三，股票市场本身发生了变化。在这个过程中，资产图谱会出现什么样的情况，这是大家最关心的，也是我最想分享的。2011年开始，我一直在说，希望个人投资者、散户赶紧离开股票市场。资本市场开始竞争、开始市场化后，由于资金的逐利性，一定会出现的情形是：哪个领域、哪个行业有超额收益，资金就蜂拥到那个领域、那个行业，而蜂拥而入的结果一定是收益率的下降。

就股票市场而言，2007年是一个峰值，因为2007年以前股市是独立的，是割裂的市场，股票供给非常有限，在供给有限的背景下，个人投资者的行为方式是博弈，简单而言就是：我买了某只股票，如果被套了，只要拿在手里就好了。因为股票供给是有限的，只要市场有需求，一定会把手中股票的价格推起来，不愁没有人给你解套。但是，2007年以后，股市的整个格局发生了变化，股权分置改革完成后，中小板出来了，创业板出来了，市场化的改革方向下，股票供应已经趋于无限，股票不再是稀缺资源。此外，如果股票市场有超额回报，股东们都会减持，这种减持的结果，大家都可以看见。股票市场发生了巨大变化，但投资者的行为方式并没有发生改变，很多老百姓还想着我买了，被套住了就放着，也不会有什么影响。

第四，中国的企业和产业结构发生了变化。2007年前，企业的竞争优势很简单，只要有资金就有竞争优势。当时，整个社会是一个资本稀缺的社会，因此，做企业能够融到钱就等于有了竞争优势，企业就能生存，甚至能过得很好。但是，2007年以后，融资环境发生了很大的变化，企业可以通过多种融资渠道去获得资金，资金不再是制约企业发展的主要因素了。你能看到，任何一家企业，只要有百分之十几的毛利，就有很多人愿意去投资，投资以后就指望它上市，指望着通过二级市场退出。2012年，最典型的例子就是光伏行业，原来在高速发展时期，产品供不应求，企业利润率高，于是很多私募蜂拥而入。的确，中国很难找出一个像太阳能这么高速增长的行业，平均每年保持30%以上的增长。在2012年这个时间点，预计未来太阳能行业的增长可能还在50%以上。但这个行业最后还是没有躲过重大整合，为什么？它的产能过剩了5倍，如果年均50%的增长，多少年才能把产能消化完？股市里有很多这样的企业，由于没有核心技术，它们的竞争力在不断衰退，没有办法保护自己的利润。

从整体上来说，股票市场已经是一个开放性的市场，而且这一过程会不断地推进，什么时候会结束？我曾说，假设市场上有100家上市

公司，没有人愿意当它们的大股东，它们的股票总是跌一跌涨一涨，涨一涨还会跌一跌，它们就找不到平衡点。当然，还有另外的平衡点，**如果各类资产不再是封闭的、割裂的，那么，随着一个资产领域商机的破灭，新的商机必然会在另一个资产领域诞生。**

我们要对中国经济充满信心，整个资产图谱打通的过程会不断推进，这其中最重要的参与者就是证券公司、各类金融中介。如果没有金融中介，没有证券公司，那么这张图谱的打通会受到很大限制。未来，随着制度建设的进一步完善，证券公司应对市场变化的能力进一步增强，我提到的资产产品图谱应该成为每一个投资人最关心的一张图谱，各类资产会按照风险收益回报不断地调整。

在这个过程中，我们自然可以得出一个想法和一个结论。一个想法是，希望散户离开这个市场，把资金委托给专业投资者；一个结论是，机构投资者现在才刚刚开始起步。因为，作为个人来说，资产图谱中这么多类资产，很难得到及时、全面的分析；同时，个人还要把资产图谱中这些资产做一个组合，就更不容易了。**关于股票投资，我觉得在这个起点上，我们应该越来越充满信心，关键是要找到有核心竞争力、不会轻易被打垮的行业和公司。**

本文是作者2012年11月在由东方证券和北京大学经济管理学院联合主办的“资本市场发展论坛”上分享的内容。

对谈1
资本市场转向买方时代

主持人：回头来看，你经历了券商主导的时代，也经历了基金主导的时代，现在正在经历基金公司、规范化的券商和私募，甚至大股东共同主导的时代，你如何理解当前的资本市场？你碰到过哪些挑战？你们为什么能取得这么好的业绩？

王国斌：我们都是一群热爱投资的人，我们始终都在探索建立一个拥抱不确定未来的团队。我不在意当期表现有多好，而在意我们能在这个行业待多久。在我们这个领域，如果一个人有耐心在一线做投资10年、20年，甚至更久的时间，那他大概率会成为市场上最有声望的投资家。我们从1998年起就这么想，我们希望能够在这个行业长期做下去。

在资本市场长期投资并生存下来其实是一件非常难的事情。我经常对员工说，我现在感觉这个行业挺好，因为你每天有变化，有期待，你不知道明天会发生什么事。但是这个行业有两个毛病：第一，每天时间过得太快，我们大部分时间在看资料，看完资料就做交易，做完交易一转眼五六个小时就没了，一年一转眼就过去了；第二，真正让你舒心的日子不会太多，因为从投资角度来说，每个成功的投资都会伴随折磨的过程。

卖方市场逐步向买方市场转化，这个过程必然导致估值重构的过程。

主持人：中国股市只有20年，而别人可能有200年的历史。中国正处在一种转轨时期，股市也是从一个高估值到一个市场合理估值的过程，会面临很多的挑战。因为经济周期波动很大，市场本身估值波

动也更大。这种情况下，比如一只成长股，之前的市场给它三四十倍市盈率，突然之间变成15倍的市盈率或者更低了，那这种情况下你们怎么办呢？在碰到这个挑战的过程中，你是怎样建立、完善并坚持你的价值投资体系的？

王国斌：我觉得中国股市从2007年“股改”完成以后，进入了一个分水岭。从2010年开始，我经常说整个资本市场已经从卖方时代转向买方时代了。因为“股改”没有完成以前，股票是供不应求的，投资者可以靠博弈取胜，可以有很多荒唐的做法，被套住了也没问题。因为股票供不应求，只要有耐心，总是有人来给你解套。

但从2007年开始，股票供给出现了转变，这是资本市场的第一个演变过程。**在某个意义上说，股票已经变成了开放式供给，就是卖方市场逐步向买方市场转化。这个过程必然导致估值重构的过程。**大部分投资者对此仅仅是一闪念而过，就把它忘了，2011年，投资者的痛苦正是源于此。进入买方时代的时候，股市整体的估值，还是处于一个卖方时代的估值，是供不应求状态的估值。这样的估值必然要重构，这个后知后觉的过程正深刻地影响着现在，并且这个过程还会继续下去。最受伤害的将是散户投资者，他们在后知后觉中会有大面积的价值损毁过程。

主持人：大家都心存侥幸，策略上准备得没那么快。

王国斌：监管机构、交易所、证券公司、上市公司、基金公司、保险公司、社保基金、财经媒体、财经公关、个人投资者等构成了资本市场生态圈。**在这样一个生态链中，二级市场投资者是整个生态链上最脆弱的一环，如果一只证券的生命周期像一根火柴，那么IPO是火柴刚刚点燃，后面是不断在传递的，二级市场的投资者接到的是已经快要烧到头的那一段，很可能就会烧到手。**

主持人：烧到的是手，接过来的是灰烬。

王国斌：所以投资者要清楚地认识到自己在资本市场生态圈中处于一个什么样的位置，要知道在如此危险的境地中应怎样保护自己。

从2007年开始的第二个演变过程也很可怕。以前中国企业的竞争中有一个要素，企业只要有钱，生存就没问题。由于获得资本并不容

易，资金就成为你的竞争优势之一，是你的壁垒。但2007年出现了一个巨大的变化，就是中小板和创业板上市。巨大的财富效应，加上改革开放积累的社会财富，使得风投大规模出现，只要一个经营模式有30%以上的毛利，7%～8%的净利，就一定有私募或者风投来投资。如果没有核心竞争力，企业非常容易出现产能供过于求。所以，2007年以后，很多中小板企业的生命周期非常短，收入在增长，但毛利不断下降，最后“大非”(6)只有出逃一条路。我曾经开玩笑说，如有100家上市公司没人愿意当大股东时，资本市场的估值重构将会告一段落。

所以，在这些因素作用下，整个资本市场转入一个买方时代，很多企业有可能就一蹶不振了，加上证监会对重组的良好规范，我们整个股市可能要真正回到一个价值投资的时代，内地股市会“香港化”，有很多股票会变成仙股(7)。

在卖方时代，上市公司在与投资者博弈时，上市公司的地位压过投资者，但是当这个市场变为一个买方市场时，所有的上市公司确实需要去正视投资者。我觉得这是整个资本市场一个巨大的变化。

这个过程会进行得很缓慢，但这个趋势一定是不变的。资本市场交易的是金融产品，其内在价值的不确定性、复杂金融产品越来越多、金融资产的高速换手，这三个问题促使金融领域成为外行冒充内行、欺诈盛行的肥沃土壤。如今，在互联网的强大作用力下，博客、在线网站、个人大户、交易经纪人、媒体帮助这个行业高速成长，但同时也造就了轻率的、充斥着不实信息的投资文化。我们正在高速进入“去专业化”的时代。这一现象，使得看到资本市场买方时代到来的人并不少，但真正拥抱变化和实施转变的人却不多。

价值投资者渐入佳境，对有准备的人来说是很好的机会。

主持人：尤其是2010、2011年两年，绝大多数人都看到或感觉到了买方时代的到来，但最后都越陷越深，整个基金行业也损失惨重。

王国斌：大众太过热衷于短期的操作，70年前凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》中就已经极富洞察力和预见性地做出了精辟的分析。他说：

> 首先，在今天，根据真正的长期预期进行投资已经很难，那些企图这样做的人，肯定要比那些试图以超过群众的精确程度来猜测群众行为的人，花费更多的精力，还会冒更大的风险。在智力相同的情况下，前者可能要犯较多的灾难性的错误。
>
> 其次，生命的期间是不够长的，人类的本性需要快速的成果；人类在快速赚钱方面，有着特殊的热情。所以，不去预测一项投资的长期收益，而仅仅对几个月后社会成规中决定股票的基础加以预测——这种机智上的斗争（凯恩斯称之为“选美”或“叫停游戏”），并不一定意味着拿大众的鱼肉去填充专业经营者的肠胃，斗争可以在专业经营者之间进行。专业的投资者就不得不努力在新闻和社会气氛中预测即将来临的某些因素的改变，因为人类已有经验证明这些因素最能影响市场的群众心理。在一个以所谓的流动性为目标进行组织的投资市场中，这是一个不可避免的结果。在传统的理财守则中，肯定没有比流动性崇拜更加不利于社会的条目了。

这正是当下众多投资者的生动写照。我年轻时曾开玩笑说：“做什么都怕人多，就是炒股不怕人多，人越多越有利于机构。”

华尔街有句谚语：“在盲人的国度里，有一只眼睛的就是国王。”巴菲特也认为，要深刻理解个人和机构投机者的行为，因为他们的行为无意中为价值投资者创造了机会。因此，**买方时代的到来，会让价值投资者渐入佳境，但是这个过程伴随着极为痛苦的回归的过程。当然，在可以做多元化选择的今天，对有准备的人也许是很好的机会。**

主持人：就是说价值投资者终于熬到这一天，整个游戏规则开始向有利于他的方向转了；但与此同时，这段时期估值体系又会因为买方时代的到来，发生整体下移或重塑的变化。价值投资者在这轮后知后觉的过程中也很难幸免于难。

王国斌：谁也不能幸免于难，没有谁能幸免于难，但价值投资者会恢复得很快。而且，随着整个社会资本回报的平均化，股市从风险收益角度将越来越有吸引力，价值投资者将迎来真正的春天。

主持人：这个时候怎么活下来呢？怎么让自己能活到解放那一天呢？

王国斌：“规则决定竞争”。不同的市场阶段，会有不同的游戏规则，需要有不同的策略与之相匹配。比如，在股票供不应求时，博弈是能够赚钱的，那么可以跟很多人去博弈，然而过了这个阶段

后，博弈的成分就需降低，光靠博弈是不够的。可惜的是，愿意去分析和接受市场变化元素的人却很少。

所以，在投资上你一定要想办法保护自己，最好的方式就是一定要寻找有护城河的企业。我们公司去年整体投资表现是不错的，我们一直在强调怎么去寻找护城河等要素，一直培养，或者说一直强调这种素质。

在投资行动之前，投资者先用模型对整个市场进行一次全面的检查和扫描，然后根据结果做出投资决策。

主持人：未来中国资本市场的道路一定是一个逐步转轨的过程，会有一类选手做得特别好，比如价值型选手可能就有优势，或者是常胜将军？

王国斌：投资上很难说有常胜将军，也有很多不同的风格能够实现短期的成功投资。尤其在中国，因为整体上来说，中国市场的约束条件很不一般，很不一样。

举一个最简单的例子：公司治理。在成熟的资本市场里，公司治理基本上可以用一种常规化的方式看待。而中国没有哪两家公司的治理可以用完全相同的方式分析，一定要具体问题具体分析，这是我们的工作量要比别人大得多的原因。就算是性质一模一样的两家公司，在某个点上一闪念的想法不一样，公司治理就是不一样的。

所以，我们还在发展量化投资。统计学和计量经济学可以带来一些非常好的投资思想。如果你不能战胜它，就加入它。**相对于定性投资，定量投资的最大特点就是利用数学模型对任何投资思想定量化。模型对于定量投资的辅助作用就像CT机等精密的医疗仪器对于医生的作用。在投资行动之前，投资者先用模型对整个市场进行一次全面的检查和扫描，然后根据结果做出投资决策。**

本文摘自作者2012年1月接受资深投资人理森的采访的实录。

第二部分

互联网改变中国

12
看得见的未来

“假如你想在月球上居住，若已经具备某些条件，你要思考它是否还违反了物理学原理。如果没有违反，那就一定能实现，只不过是时间问题。以前也许需要1 000年，但现在不需要那么久了。”

对我们来说，投资管理中最重要的一件事是什么呢？我想最重要的工作之一是预测未来。而未来能不能被预测？做了10年、20年投资的人会发现，未来确实很难被预测，因为你不知道哪些工具可以用来预测未来。过去，我们预测未来只能玩拼图游戏，或者是盲人摸象，但今天来看，我认为未来已经大概率地可以看得见了。

为什么这么说呢？我认为催生未来的很多因素都已经泛滥了。经济学博士肖风在其《投资革命》一书的最后引用美国科幻小说家威廉·吉布森（William Ford Gibson）的话，“未来早已到来，只是还未普及”，说的正是这个意思。过去，我们预测未来为什么没有更好的办法呢？实际上，这与我们自身视角的局限有关。

小说《三体》里提到了“射手假说”和“农场主假说”。“射手假说”讲了一个故事，有一名神枪手，他在一个靶子上每隔10厘米打一个洞，他打了很多枪之后，设想这个靶子的平面上生活着一种二维的智能生物，它们中的科学家通过对自己的宇宙观察后发现一个伟大的定律：“宇宙每隔10厘米必然会有一个洞。”它们把三维空间中这个神枪手的一个偶然行为，看成了自己宇宙中的一个定律。“农场主假说”听起来有点毛骨悚然。它讲的是，一个农场里有一群火鸡，农场主每天中午11点给火鸡喂食。火鸡中的一名科学家观察这个现象，一直观察了近一年都没有例外，于是它也发现了自己的宇宙中的伟大定律：“每天中午11点就有食物降临，我们很幸福。”它在感恩节那天早晨向火鸡公布了这个定律，但这天中午11点，它们在等着食物降临时，农场主进来把所有的火鸡都捉出去杀了。过去，我们对未来的推测可能也是这么进行的。

然而今天，当我们从月球上、从太空中，回望我们生活的地球时，当我们回望5万年以来的人类进化史，或者缩短点再向前看5 000年的历史时，实际上我们可以总结出很多东西，也许它们能帮助我们预测或看清未来。

还是从故事开始吧。不知大家是否看过科普经典名著《从一到无穷大》，书中一开始讲了一个“大数”的故事。国际象棋的发明者、古印度的宰相西萨·班·达依尔把国际象棋献给了国王，这个国王酷爱博弈，非常喜欢这个发明，打算重赏宰相。这位聪明的宰相看起来并不贪心，跪在国王面前说：“陛下，请在这张棋盘的第一个小格内赏给我1粒麦子；在第二个小格内放2粒，第三格放4粒，照这样下去，每一格都比前一格加一倍。陛下啊，把这样摆满棋盘上所有64格的麦子都赏给您的仆人吧！”国王觉得宰相所求不多，心里为自己对这样一件奇妙的发明所许下的慷慨赏诺不致破费太多而暗喜。他就令人开始放麦粒，结果很快就能看出，即便拿出全印度的麦子，也兑现不了诺言。要知道，放到第32格的时候，一共要放40亿粒麦子，当进入象棋后半盘的时候，所有数据已经脱离人类常识了。当放到第64格的时候，所有麦子加起来超过1 880亿亿粒，这个数字比人类2 000年来所生产的所有小麦总和还多。这是一个很惊人的数字。这个国王该怎么办呢？要么欠债，要么把宰相杀了。如果宰相是个从事投资的人，如果他不能看见未来，不能预测到未来将出现的结果，那他要么被别人杀掉，要么就自杀。

研究发现，拉长整个历史来看，我们可以越来越清晰地看到指数增长的规律，这个规律是当发展进入棋盘下半盘时，发展将超越我们的常识。著名杂志《连线》的创始主编凯文·凯利（Kevin Kelly）在《技术元素》一书中提到：“技术元素的巨大力量并非来自其规模，而是来自其自我增强的天性。”《技术的本质》(8)对此做了更多的论证。现在我们看到的很多经济现象都与这点有关，换句话说，我们现在遇到的很多困惑，我认为都跟我们对技术自我增强的天性没有足够的认识有关。比如美国经济和中国经济，一个发展得热火朝天，进入另一个发展阶段；一个则处于转型期，努力避免陷入中等收入陷阱。很大的原因是中国整个社会从2006年开始进入另外一个加速发展的时期。

在此之前，甚至2 000年以前整个历史，200年资本主义发展的历史，技术进步带来的摩尔定律效应只在单点出现。当技术达到一定高

峰的时候，发展拐点就会开始出现，经济进而陷入周期循环中。2006年以后，有了前面30多年的技术积累，很多领域已经呈现指数增长的累积效应。伴随着计算能力的提升，大量东西已经被数据化，创新成本越来越低，包括众筹在内，很多技术和组织进化都开始帮助社会和工业进入一个指数增长的轨道。指数增长最可怕的地方是超越我们的常识，它前面所有的增长都非常缓慢且平稳，开始时我们容易忽略它的影响，但是往后面发展的时候，过了某个临界点，增长线忽然之间就竖起来了。肖风在书中还提到了威廉·吉布森的一句话：“我不必描述未来。对大多数人而言，现在同未来一样惊悚。”说实话，我处在一种惊恐的状态已经很长时间了，我们这些企业管理者、投资者，走到哪里都能听到别人在说要颠覆你。**大家要清楚，这个时代颠覆的是企业家，颠覆的是过去成功的一些方式，包括商业模式、管理方式和组织方式，企业家正在经受前所未有的挑战。**

如果我们不能假设未来是对过去某些模式的重复，那么预测未来就是在掷骰子。我们首先要假设未来的很多模式是对过去的重复，然后再去研究哪些模式是可重复的，这样，未来在大概率上是可以被看见的。未来与重复过去、周期与趋势、信号与噪声，这些预测未来的模式，在过去一直在重复，多数事物都是周期性的，这是投资时思考问题、预测未来非常重要的框架。过去做投资时，如果你胡乱假设，在无视周期的情况下推断趋势，那一定会造成灭顶之灾。但现在，我认为指数增长将是另一个可重复的模式，因此关于未来，我有一个很简单的结论，因为摩尔定律的广泛化，在单点出现，周期和趋势的表现方式将出现很多变化，也会出现叠加效应；在某个点上停顿的时候，实际上会在其他领域再出现。这是我们现在预测未来时，要注意跟过去一味重复周期所不一样的地方。

关于互联网，2014年舆论说得最多的是互联网思维。我前不久在一个微信群里看到一段很有意思的话，有一个论坛，请了五代企业家发言，分别是“00后”“90后”“80后”“70后”“60后”“50后”，谈论各自的创业观、创新观。“00后”说，未来世界是开源的，也是我的。我，可以推动世界！“90后”说，什么是互联网思维，我不知道，我们就生活在互联网世界中。“80后”说，移动互联网世界的机会很多，很多痛点需要解决，满足小痛点，成就大未来。“70后”说，未来是人工智能和机器人的时代，抓住机会，适应社会。“60后”说，世界上有很多低成本的钱，会率先进入具有盈利模式的企业中，未来中国有全球最大规模的中产阶层，把好的盈利模式

和低成本的钱引进来的机会会有很多。“50后”说，我给你们当顾问。从上面的发言来看，实际上，如果我们现在还要再去讨论互联网思维，就已经落伍了。我们已经不需要讨论互联网思维了，因为“00后”和“90后”已经生活在互联网世界中，我们应该考虑的是互联网是怎么重塑这个世界的。

我们要预测未来，要看趋势。我多次说，“互联网不是未来趋势了，你不互联网化，必然会死，这才是未来趋势”。巴菲特所推崇的傻瓜都能经营的公司现在已经很难再找到。产品的生命周期在迅速缩短。李嘉诚投资的公司里，有两家公司的产品是颠覆性的。一个是用植物蛋白生产的鸡蛋，其不含胆固醇，目前已经投产且在香港销售了。未来随着这种鸡蛋的成本下降，销量一定会上去。另一个就是人工生产的鸡肉，也是用植物蛋白做的，据说请专业的厨师来品尝都分不出真假。曾经我觉得某些产品的生命周期可以很长，但现在我会突然觉得某些产品的生命周期可能需要重估，因为你不知道哪里会杀出一些革新者。

对“80后”“90后”的年轻人来说，不存在互联网思维，因为互联网对他们来说很普遍，就像我们每时每刻都在用的电。拉长100年的历史来比较，互联网和当年电力的普及及影响差别不大。电刚发明出来的时候，大家都是自建电厂，美国当时有5万多座发电厂。当时怎么用电也是一门很深的学问。从投资的角度看，这样的项目或产品不仅投入大，而且发展缓慢、艰难，后来，出现了公共电网，电的使用才普及。2006年以前我们对互联网的理解和应用，与早期电力的普及和应用多么相似呀！到今天，我想问问银行、基金公司和证券公司的朋友，大家每年在信息技术方面的投资是多少？另外，信息技术和互联网一样吗？我认为它们之间没有关系，我并不认为大量购买机器、设备就是互联网。真正的互联网公用网络已经出现在大家面前了，腾讯、阿里等提供了巨大的公用网络。我们想用互联网很简单，就像插上电一样！谁不费力地把电给接上了？举个例子，山东蓝翔挖掘机学校没有花什么钱做宣传，知名度就这么提高了，插上的就是互联网的这个“电网”。现在无数的年轻人和他们的公司都没有自己置办“电厂”，因为他们已经不需要建那些基础设施。反过来讲，现在还没有用上“电”的企业，我觉得投资者完全可以做空，因为它们“毫无悬念”会灭亡。

我认为互联网时代有这样几点逻辑需要大家重视。

- 我想引用梭罗在其著作《瓦尔登湖》中的话，这是100多年前他对我们所处这个时代的精神最好的预言，“智慧不是知识，不是经验，不是思辨，而是超越以自我为中心的态度”。“知道自己知道什么，也知道自己不知道什么，这才是真正的知识”。（《论语》：“知之为知之，不知为不知，是知也。”）我认为这是互联网思维的核心逻辑，前者告诉我们要以用户为中心，后者要求我们分享和合作。

- 建立互联网思维，你不仅要有超越以自我为中心的态度，还要能知道自己知道什么，以及自己不知道什么。你超越了以自我为中心才会去想以用户为中心。你去看互联网行业所有的企业，一定是坚持以用户为中心、坚持人性导向，不以用户为中心肯定不行。互联网是很“奇怪的”，可以让人性发挥得淋漓尽致——免费、高品质的需求是人性很重要的部分。自由、免费、高品质就是自由经济制度下人的天性。

- 人工智能和机器人时代，人类唯一的稀缺资源是时间，谁占用别人的时间多，谁就有价值。互联网时代，你投入的是时间和感情，输出的是使用频次和感情。任何和互联网有关的平台，看你“进去”之后的感情和“出来”之后的感情有没有变化，就知道有没有价值。你的感情变化越大，互联网的价值就一定越大。

- 知道自己知道什么，你就得分享；知道自己不知道什么，你就得协作。托克维尔曾说：“在民主国家，关于如何联合协作的知识，是一切知识之母。其他所有的进步都有赖于这一点的进步。”我们的社会越来越依赖于“如何协作”，协作创新现在已经成为一项基本的技能。我觉得众筹的伟大之处就是人类在协作创新上做了一个很有益的探索。

所以，对我们来讲，现在要去判断或者预测未来的时候，上面这些知识就成了非常重要的参照。在此，我也谈谈我对数字货币公司的了解。实际上，电子货币，以比特币为例，如果不认真读弗里德里希·冯·哈耶克（Friedrich von Hayek）的《货币的非国家化》，在理论上你可能还很难理解。我就碰到过一个不到20岁的后辈研究比特币，他对《货币的非国家化》一书的内容烂熟于胸。货币领域引入竞争机制，这背后有很多的理论基础。我相信数字货币按照这种方式走下去，一定会出现更好的技术，届时所有的支付方式一定会发生改

变。因为那时的体系，不仅能规避汇率风险，还能提高支付效率。这些展望无论是基于理论探讨还是今天的实践，都是可以通过分析看得见的。

回到预测未来思考框架中的周期和趋势。人们发现摩尔定律广泛地出现在很多领域，经济发展中的周期和趋势出现的方式也转变为叠加。2014年，美国经济遭遇大幅度的回落，而苹果公司、Illumina公司、iShares纳斯达克生物技术ETF（IBB）等股票好像都创了新高。这就涉及另一个问题，对宏观经济的研究和把握。我们对GDP的衡量方式是20世纪30年代发明的，而今天免费经济已经充斥于各个层面，那么，过去的衡量方式是否依然有效，会不会出问题，是不是宏观经济学落后于时代了？举个例子，我在演讲，某个美女坐在台下，我对她示好，她也回应了我，这个互动产生的价值是可以忽略的，但是现在几亿人间的互动都是通过发微信，这种价值在宏观经济里该如何衡量呢？如果这种价值只占整个GDP比重的5%～10%，可以忽略不计，问题是这个比重万一已经到了30%～40%，还能忽略不计吗？这也许就能够解释，虽然美国始终还没完全从2008年金融风暴中走出来，但股市却一直在创新高。

整体的宏观指标已经不能反映某些领域生机勃勃的经济景象。虽然我们一直在说宏观经济对投资有指导意义，但现在我更愿意强调自下而上。很多现象的经济周期，很可能已是另一种表现方式，投资上所谓的均值回归将会在一个更高平台的象限上产生，均值回归的力量将有所不同。

我们在投资企业时还应该注意的是，未来企业的竞争优势将更多地来源于无形资产。大家有机会可以去读一读《聚联网》这本书，书上说到很多企业将不需要任何资产。所以我们再去理解很多企业的护城河时，确实要改变很多观念。

有家做线上服装的公司叫蘑菇街，它的创始人陈琪在介绍公司业务时公布了一些数据，我在想，说不定这些信息可以推演到其他行业。我来分享几个简单的数据，蘑菇街的单件服装成交价基本在300元以下，顾客在这家公司的网站上购买一套服装所花费的时间差不多是两个小时，人均点击频次是3 000次。也就是说，单件价格在300元以下的实体服装店以后基本上无法大量存在，因为实体店永远提供不了线上店铺这样的体验。陈琪说，单件300～1 000元的服装店在线上和

线下都不好做，单件1 000元以上的服装店在线上更难做，未来服装将更加个性化，品牌小众化。

不仅是服装，很多价格低的品牌要在线下做好的难度都将加大，同时加工企业的大规模生产方式也要改变，整个供应链也将面临改变。那些经营单件价格在200～300元商品的实体店，它们生存方式中的哪些改变意味着机会呢？总之，企业竞争优势的来源将完全发生改变，那么我们分析企业的时候自然也要换个角度了。不过，无论是管理还是分析投资企业，长期来说，自由现金流肯定是企业的万有引力定律。

回到我们投资管理行业，我们都知道要管理风险，投资的主要风险有两类，一类是亏损风险，还有一类是错失机会的风险。过去，即便是资深的专业人士，也很难把两类风险同时大幅度地减小或消除。但未来在大数据的帮助下，我认为有不少人能大幅度地同时消除这两种风险。随着掌握这样资源的人越来越多，我们的竞争对手会比过去强大得多得多。对我们来说，一方面，我们需要提高减少亏损的技术，另一方面，需要寻找更多的工具来帮助我们挖掘机会。关于大数据，爱因斯坦说过：“Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts。”他的这4个count的语义都不一样，我们是不是可以理解为不是所有重要的东西都可以被统计，也不是所有能够用数据说话的东西都有意义？爱因斯坦把这句话挂在了他在普林斯顿大学办公室的墙上。

总之，对于未来，我最大的感受是，它是看得见的，同时一定要经常相信所谓的不可能。我最近经常说我小时候特别讨厌的一句话：不怕做不到，只怕想不到。在那个特殊时期，我们连饭都吃不饱了，还天天喊这个口号。但最近，我对这句话真是深有体会。**假如你想在月球上居住，若已经具备某些条件，那接下来你就要思考它是否还违反了物理学原理。如果没有违反那就一定能实现，只不过是时间问题。以前也许需要1 000年才能实现，但现在不需要那么久了。**全国各地总有一批又一批的年轻人在咖啡馆里谈论怎么开发新的商业模式来颠覆旧东西。作为企业家，现在这个时点绝对寝食难安。作为投资人，不警惕肯定也不行。所以我们千万不要在什么事情出现的时候就轻易地说“不可能”，你首先要想它有没有违反物理学原理、化学原理。我曾问过国内某位院士，量子计算机大概什么时候能够出现，他说现在还看不到。但一旦出现，如果用我们国内现在计算速度最快

的计算机来计算的一个东西，在同样的结果下，用量子计算机来计算，0.1毫秒就可以完成了。这简直无法想象。当计算速度可以达到那个程度的时候，奇点都可以让人们看得见了。

《人民日报》曾有一篇文章，写得很好，文章是这样说的：“刚刚走上社会的年轻人常常自嘲是‘屌丝’，抱怨在这个‘二代’横行的世界里，别人有的是背景，而我有的只是背影。其实你的背景很硬。因为你的背景是这个时代。这不是一个嫌贫爱富的时代，规则正在取代关系。这是一个普通人的黄金时代。”就像凯文·凯利说的：“你也许完全没有意识到，今日的前沿边界有多么开阔平坦。未来20年最伟大的发明，现在还没有出现，也许和现在还没有任何关联。我们正处于人类历史上开拓进取最好的时代，你没有迟到。”我觉得大家都没有迟到。

本文是作者2014年11月在“互联网如何改变投资管理行业”论坛上分享的内容。

13
“花外春来路，芳草不曾遮”

“坦然地接受一年四季的更替，面对周期，不要用情感，而要用理智来判断。我们每天都处于变化的过程中，我们每日每月都会遇到从来没遇到过的事情。”

在2016年这个时间点，我想先谈谈市场情绪。这一两年来，对人们影响最大的是舆论。我刚参加工作的时候，领导有句话：“日子难过年年过，一年还比一年好过。”这两年，我不知道大家的日子是不是特别不好过，反正经济学家说日子是越来越不好过了。

但是从微观层面上，我只看到出门的人越来越多，比起几年前，现在出门选择坐飞机，买机票并不容易，高铁也是常常满员；你如果出去旅游，不管是国内还是国外，都是人满为患。未来，所谓的“黑天鹅”事件应该也会有很多很多。若从稍微长一点的视角来看，未来如果有什么巨大风险的话，我认为那都是“头条风险”（Headline Risk）。我们看看近来某些媒体的头条标题“2017年的悲观因素”，这是比较温和的，只是说悲观因素，还有“从金融周期看，调整尚未开始”，我不知道作者是从哪个角度得出来的结论。我看了一下标题，基本上就不会读下去了。有天晚上，我看到一个更“可怕”的标题——“今夜加息，全球冲击波来临”。我2016年亲身经历了两件事：脱欧公投时我在伦敦，美国大选那天我在北卡罗来纳州，并没有感受到多么剧烈的冲击。曾经，当世界发生某些大事的时候，我躺在床上，会觉得世界末日到了。然而，我起床出去上班，看到路上行人匆匆，各自赶路，我就想，世界还是这个样子。股市开盘后，我就从跌停板买到涨停板。**人们往往高估事件当下的反应，低估它的长期的影响。**

现在大家心理上不太能正视事件的长期影响，很有可能是因为“第五纵队理论家”越来越多。什么叫“第五纵队理论家”呢？回溯原点，比如十几年前国企改革那一次的理论讨论，就是某些所谓的外来理论家发起的，结果拖延了国企改革。现在我们可以看到越来越多

的反市场、反竞争、反开放的论述，各种各样的论调比较多。但这些都是噪声。我认为未来5～10年仍然会有很多噪声。

情绪也是有周期属性的

长期经济增长是由多个因素带来的。5～10年内增长的一个很大的因素是科技创新，10～20年内是制度变革，30年左右是社会变迁。我们这个时点实际上是科技创新、制度变革、社会变迁三个因素结合在一起的。而且从我的观点来说，目前在中国，科技创新、制度变革、社会变迁三者都在一个正的方向汇集。之所以这两年大家情绪不好，很简单的一个原因就是大家不接受经济周期理论。《共同基金常识》(9)一书的开篇引用了一个故事。园丁对总统说：“在花园里，草木生长顺应季节，有春夏，也有秋冬，然后又是春夏，只要草木的根基未受损伤，它们将顺利生长。”总统感慨道：“这是很长时间以来，我听过最令人振奋和乐观的看法。我们中的很多人忘记了自然界与人类社会的相通之处。正如自然界一样，从长期看，我们的经济体系保持着稳定和理性，这就是我们不必害怕自然规律的原因……我们坦然接受不可避免的季节更替，却为经济的周期变动而烦恼。”**面对周期，我们不要用情感，而要用理智来判断。**

我们做投资的时候，有些东西是能预测的，有些东西是不能预测的。比如，我们所处的气候可以预测，但每天都是多少摄氏度没法准确预测。所以我去海南的时候，一般会带一件外套；如果是夏天去，我带西装肯定是脑子犯毛病了。所以在这个过程中，我们要判断当下的气候条件如何。不要因为处于冬天就情绪不好，而应该坦然地去接受春夏秋冬。

此外，因效率和公平引起的情绪也有周期属性。效率和公平的周期大概是30年左右，经济发展过程中，效率和公平有时候是矛盾的，这个矛盾到一定的时候，一定会爆发。30年前，美国的金融业利润占整个工商业总利润的1/8左右，现在差不多占到1/3甚至2/5，金融业的发展促进了整个社会的进步，促进了整个社会效率的提升，但也加剧了两极分化。特朗普的很多竞选口号和当年里根的竞选口号其实没有太大的差别。里根当年竞选的口号就是，政府是最大问题所在，他上台后是要推翻现有政府政策的。30年前，不管是哪个国家的改革，本质都一样，都有可能导致很多效率方面的问题。一旦效率低下，人们的生活出现了问题，国家就要进行一些促进效率的改革。这是一个30年周期。

还有一类案例也可以解释我们当前的情绪。IBM创始人托马斯·沃森（Thomas J. Watson）在第二次世界大战的时候，接受任命去调查那些遇难的高级将领为什么发生飞机事故。结果他的调查牵扯到一个级别很高的将领，将领和驾驶员出发飞行时，哼起小调并唱起了歌，处于一种放松、愉快的状态。驾驶员一听他哼小调、打拍子，在没有达到足够的助跑距离时，就拉动起飞操纵杆，结果飞机就失事了。调查者问他：“你那么专业，为什么明明知道飞机不能起飞却起飞了？”他说，他以为将军命令他要起飞了。为什么要说这个故事呢？在这种垂直的指挥体系里，因揣摩上级意图而造成的这种案例比比皆是。企业中如此，社会中也是如此。在一个垂直的社会里，揣摩上级意图会让所有专业人士失去判断力，甚至不说专业的话了。我们投资人，或者经济工作者，其实是有基本的商业常识的。但是社会却出现了很多违反商业常识的事，你会觉得很沮丧、很悲观。所以我们在往前走的过程中，“花外春来路，芳草不曾遮”，这些都是“荒草”，但实际上没有挡住我们前往“春天”的路。

讲到市场情绪与投资的关联，我想讲两个很重要的因素。

- 对同一个标的或不同标的来说，不同性格的人看法是不一样的。对做权益投资的人来说，要相信人类明天会比今天更好，时间是朋友。对做对冲基金的人来说，你可以不在乎明天比今天好，不好也可以，明天好当然更好，你可以不做任何预测。所以乐观的人和悲观的人对经济周期的反应是完全不同的。这是我后面要讲的假设前提之一。我们处于一个转型期，乐观的人看到的是转型期带来的巨大机会，悲观的人看到的是转型期带来的巨大冲击。

- 一般而言，我们每天都处于变化的过程中，每日每月都会遇到从来没遇到过的事情。结构性失衡的状态从来都存在。所以我们看问题时，很多因素是交织在一起的。我经常说，投资时考虑问题，你要把四个维度放在一起：信号还是噪声？趋势还是周期？同样一件事情，比如美国加息，有的人会把它看成信号，有的人会把它看成噪声；有的人可以把它看成趋势，有的人只是看到一个周期。在这两个维度下，你再去考虑社会是处于恐慌还是贪婪状态，而最后一个维度是价值和价格。

对长线投资来说，“不改变”是投资的朋友。巴菲特说：“我希望把所有不可预测的事情留给别人，而不是留给自己。”长线投资者

希望周围的事物是不改变的，希望他吃的口香糖在5年以后还是这个味道；希望他喝的可口可乐在10年以后还是这个口味，不改变。

“改变”则是社会的朋友。改变可以带来很多商业的变化、产品的变化，但这种变化对企业的影响是负面的，对社会的影响是正面的。比如互联网，互联网的改变对社会的影响是非常积极的，但对于大部分企业来说，是会降低企业利润的。所以在股市里，我们需要有投机力量，没有投机就没有改变。如果一个市场整天要求你做价值投资，不让你做投机的话，那么，社会就不会有创新，社会是不会有改变的。

经济转型的冲击因素

经济转型对中国的冲击其实是挺大的，但这是必然的。关于冲击因素，我想从两个方面来讲。

- 我认为某些领域或某些行业的萧条是对过去繁荣的惩罚。根据《材料简史及材料未来》一书，2011—2013年3年间，中国使用水泥的总量超过美国整个20世纪使用的量。2011—2013年，我国水泥的使用总量是66亿吨，美国在过去1901—2000年的100年中，使用的水泥共计才45亿吨。我们从这个数据就可以清楚地了解，中国过去那样的发展一定是不可持续的。

- 中国过去很多的政策，都是用来解决燃眉之急的。在企业经营方面，很多企业家都是短期化、功利性、投机性思维，习惯了短缺经济下的经营。董明珠说：“中国的企业家缺乏真正以客户为中心的理念，将消费者需求作为概念，放大来欺骗消费者。”这讲的是以前的中国企业家。这样的企业如果可持续，天理难容。所以经济转型对这些企业的冲击是必然的。很多企业明知正在生产的产品存在缺陷，甚至有社会危害，也会推向市场。这种发展方式怎么可能可持续呢？经济转型怎么可能不冲击到它们呢？

我在2013年的一次内部讲话中就提到，中国正在开始结束劣币驱逐良币的时代。那些存在高污染、高能耗等问题的企业，受到冲击是必然的。所以我们要重新认识整个世界经济的版图、重新认识整个中国经济的版图。从那个时点开始，绿色、低能耗、高技术的企业其实从2013年、2014年开始就逐步地走向坦途。所以中国的转型，对那些企业的冲击都是应该冲击的地方。

我近来曾和一个朋友交流，他说他所在的城市关掉了几千家企业，但不包括他的企业，所以他的日子非常好过，利润不断上升。我说，被关掉的那几千家企业会对这个社会有什么影响吗？他说对社会没有太大影响，理由是，那几千家企业可能让很多人失业，但是整个社会的利润提高了很多，税收增加了很多。国家用这些增加的税收去解决那些失业的问题也是可行的。真正不得志的是那些无良的企业主，因为他们公司的发展受到了影响。这就是我们看到的整个社会在

这个冲击的过程中的现象。这就是为什么我们说飞机、火车、出门旅行仍然是一个不断增长的趋势。这个社会在重整。

我对中国未来5～10年是很乐观的。原因很简单，我们“60后”大约有2.2亿人，“70后”大约有2.2亿人，“80后”也大约有2.2亿人，“90后”大约有1.7亿人，“00后”大约有1.6亿人[(10)]，人口基数是我感到乐观的基础。我们整个社会已经或者即将进入“70后”“80后”走向主战场的经济。不管是作为创业者、劳动者，还是作为消费者，不管是经济实力还是知识结构，这样一个群体的素质都是中国历史上前所未有的。我跟高善文博士讨论过，我说，我刚进北大校园的时候，每个月担心的是到月末粮票不够用，怕吃不饱。而且，我们小时候并没有好好接受教育的条件，“60后”就是这样一代人。但“70后”“80后”不是这样的，无论是经济基础、学识、素质，还是社会提供的具备优越条件的舞台，都是前所未有的。

至于20年以后，我们可以做预测，到那时，中国的经济增长情况可能会相当悲观。我们可以预见一下，到“00后”“10后”走向社会主战场的时候，他们四五亿人要养多少65岁以上的人？宏观经济增长到那一天会停止，除非机器人、人工智能可能做出改变，因为那个时候一个机器人取代30个甚至50个劳动力都有可能。但是从人均的角度来说，到那个时间点，经济增长的压力非常大，这是宏观层面。微观层面没问题，微观层面就是指“00后”这个年龄段还有大约1.5亿人。

这样一个庞大的人口体量，我们从微观上去分析，还是有很多积极变化的。小康梦仍是这个社会最大的动力。我们可以看见，世界上只有中国人到处在开会，中国到处有论坛、读书会。虽然其他国家也有，但没有中国这么多。中国有足够的人群去追求有品质的生活，消费升级动力非常强劲。

我们有两个发动机，一个是消费拉动，一个是技术革命。这两个发动机足以把中国从一个传统经济推进到一个新的经济中。从总体的结构上来说，很多人刚刚结束温饱状态，仍然对更美好的生活有较多需求。消费升级仍然是中国经济增长最大的推动力。从经济增长潜力上来说，作为“60后”，我现在打交道的“60后”的企业家比例急速下降，我已经看到越来越多“70后”“80后”的企业家，新一代已经快速成长起来。还有中国人口目前的年龄结构、受教育程度，决定了中国的产业将是多样化、多场景、多系统的。技术使用最重要的不是

技术本身，而是要有好的应用场景。这是很多技术能在中国迅速推广的原因。我在2016年去剑桥待过几天，一个非常强烈的感受，英国的基础研究是非常先进的，我们现在看到的很多技术方面的突破，最初均来自英国。但是英国那些技术的应用场景不够，到最后不是卖给美国，就是卖给其他国家。这样的案例非常多。但是中国不一样，中国有非常多的应用场景。有了这些应用场景，技术就可以迅速得到推广。

我们可以做一个假设，即便中国未来的经济增长速度下降到3%～4%，仍是全球第二大经济体，仍将能产生大量的经济需求。在2016年这个时间点，我们可以确信，未来5～10年中国仍是世界第二大经济体，中国这个第二大经济体，一定比当年第二大经济体的日本要大得多，我们对此可以非常乐观。

关于汇率问题，我想说，汇率一定是个问题。我们知道二级市场不能让某种预期形成，一旦让某种预期形成，价值就会暂时失去意义。所以在二级市场里面，预期是最可怕的东西，预期的力量比价值本身的力量大。但是大家回过头去看，我们的汇率从8.28一直上升到6左右的时候，中国的出口增长了多少。汇率上升了近50%，中国的出口增长从占世界的3%，一直到14%。所以，虽然汇率是很大的问题，但是我不认为最终会影响中国第二大经济体的位置。这样庞大的一个经济体，企业家大有可为。

另外，我国的工业门类非常齐全，产业链非常完整，这样的一个市场，让中国人的韧性、弹性非常强。这就是这几年中国经济在转型的过程中始终能保持6%～7%增速的重要因素。而且，我非常认可全面建成小康、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党。这对所有真正的企业家来说，都是巨大的创造性机会。新的消费品、新的生产方式、新的运输方式、新的市场原料、新的组织方式在未来5～10年一定会层出不穷。绿色、低能耗、可持续企业高速发展的空间非常大。

我经常说的一句话就是，“屋内老人垂垂老矣，屋外孩子呱呱落地”，你的未来如何取决于你怎么看待它。中国和美国之间出现了很特殊的关系，我的看法是，中国强大的国防需求，其实对技术的提升、产业竞争的提升会起到意想不到的作用。美国所有的技术进步来源之一就是国防研究。我第一次去美国还是在2000年之前，当时我就感受到了这点。我们对中国创新要有信心。我在2016年去谷歌时，一个同学邀请我一起去听讲座。只要是上班时间，谷歌每天都有一两个

讲座，请的主讲人都是全球各个领域著名的专家，所有员工可以随便去听。那天谷歌请的是研究中国创新的著名教授，他讲了中国创新，他说，中国创新是被其他国家低估的，这就是他的结论，也是谷歌邀请他去讲的原因。

麦肯锡的报告，其实非常清晰地告诉了我们，中国在聚焦客户和效率创新方面，是有极大优势的。中国的生态系统，包括比日本大4倍的供应商体系、1.5亿具有经验的工厂工人和现代化基础设施，在效率驱动创新上，中国巨大的市场规模和发展健全的供应链，给中国企业家提供了15%～20%的成本优势。但中国还需要在基础工程和基础科学的创新方面付出很多努力。比如医药研究，其实它一定是基于基础研究推动的，没有基础研究，就没有医药方面的进步。医药进步与基础研究一定不是相关关系，而是因果关系。

在这方面，我们的创新实际上也在很多方面迎头赶上。我有很多亲身经历，我在北大的很多同学于2009年或2010年回国创业，现在他们的企业状况非常好。从2009年做到现在，他们的研究水平非常好。我曾开玩笑说过，这一代中有不少独生子女家庭，这种家庭结构对企业的发展是有消极影响的。因为企业家往往需要传承人，但如果他只有一个孩子，而孩子不想接班他的事业，那传承就难以继续。然而换一个角度来看，独生子女家庭现象对创新创业来说又是有好处的。不少工薪家庭愿意倾力送子女出国读书、做研究。这些孩子中的大多数往往会选择回到祖国，留在国外的概率是很小的。他们回来后，利用所学去做基础研究、做科研，这对国内下一步的技术发展会起到很大的作用。

还有一个创新就是，中国的组织模式并没有形成顽固的根基，国内企业家也没有严重的惯性和需要克服的思维习惯，在组织上企业家是能够做出很多创新的，这就是中国能够产生那么多互联网企业组织的原因。

我们中国人很容易受一些书的影响，《从0到1》这本书对中国企业界的影响很大，但是我这么多年得出的结论是，我觉得在中国可能是要反过来看问题，尤其对于我们做权益投资的。从0到1在中国其实并不难，但由于政治、历史、文化、制度、社会心理等各种各样的因素，所以从1做到N比较困难。那样的企业家是要有组织能力、分享精神等很多要素的。所以你可以看到很多人在中国做天使投资时，失败率是比较高的。如果讲供给侧改革，最大的供给侧改革应该是创造供

给企业家的环境。任何一个社会，不管是提供就业、税收，还是解决社会问题，真正做事的人是企业家。所以从这个意义上来说，我们要珍惜那些已经成功的企业。在某个意义上，这也是过去这些年二级市场容易被高估的原因之一。

所以很多时候，我们不要仅以感情来判断，更要用理智。我们要通过洞察那些创造性破坏和驱动力来看待整个社会和经济的增长。

1931年人们挤在伦敦街头看电视的场景，我自己也有相似的经历。20世纪70年代，我们的镇上、街上就是这样的场景，我们在学校里看女排夺冠时，都是在高处摆一个电视，下面再摆一排一排的凳子，凳子上再站上人。

微软于1994年用33万张纸告诉世界，一张光盘的容量比这33万张纸的容量都多。而我们现在连光盘都不用了。所以大家可以想象，“改变”是有利于社会进步的，但是“改变”不是投资的朋友。

另外，连接全世界也是中国企业巨大的机会。如果大家有机会，可以去统计一下过去20年日本涨得最好的公司。日本的经济在过去20年中是衰退的，但有很多公司的股票涨得非常好，其中有一类就是业务实现了国际化的公司。互联网为中国企业家提供了连接全世界的机会。**企业家要去想想，如何满足世界60亿人群的消费，可以围绕这些消费去创造发明。**

最后一部分，我分享一下2016年一些权益市场的统计数据，不一定对，但数据都做了，因为我有自己的一些判断，并且突然发现这些数据和我的判断吻合，又强化了我的一些观点。2010—2016年，中国整个市场总市值的分布越来越倾向于业绩差的公司，总市值在扣非净利润2亿元以下的公司的占比越来越大，融资买入额也体现投资资金的流向，整个市场剔除金融、房地产企业的融资买入额后，大幅集中在业绩较差的公司。即使看相对排名，也可以看出业绩前2%的公司的融资买入额越来越低，中国整个资本市场的资金使用效率非常低。从经济演变的角度来说，确实是有各种各样的周期，大家可以去看看美国标普500中行业权重变化，在能源泡沫、互联网泡沫，还有金融危机时相关行业的占比情况。2003年至今，中国金融行业在万得全A指数中的市值占比已经有所下降，但是仍然还超过20%。周期性行业的占比在2008年之后持续下降，而信息技术、医疗保健、可选消费行业的市值

占比则在不断上升。股市上总体来说，我们的资金使用效率其实并不高。这里就预示着另外一些机会的开端。

总体上，一方面，我认为做空力量已经变得比较迟钝。比较迟钝的原因是“头条风险”“标题风险”很多。资金供给整个非流通股的解禁压力没有原来那么大，流通市值占比稳定在70%左右，趋于稳健的下降通道中。

另一方面，资金供需上，解禁压力在2016年和2017年是比较能够持平的。而2016年产业资本的减持力度在减弱，这里我们要做归因分析。资金供需情况可以看募集额，如果大家不去看再融资的话，新股发行的吸金情况对市场的影响不超过市场1天的交易量，2017年若700家全部上市发行，我估计也不超过1天的交易量。中小企业基本面在持续改善。中小企业净利润同比四个季度之后首次转正，其中中证500指数成分股的贡献是最大的。再一个，全市场中小企业的ROE均显著反转，据2016年第一季度的报告，全市场企业的ROE基本上保持在10%左右，连中小企业的ROE、中证500指数成分股的ROE，也都明显回升了。全市场企业的有息负债率基本保持在45%左右，中小企业的有息负债率连续四个季度在下降。

从微观层面上看，我的体会非常多，现在的企业，以及很多居民确实是很有钱的。很多一级市场的估值一点都不比二级市场便宜。如果严格按市场的选股标准来选股权投资项目的话，我在2016年拜访了相当多的这种企业，却很难碰到合适的。很多人说一级市场比二级市场便宜很多，是因为仅仅拿中小板七八十倍甚至100多倍的市盈率来比较，没有拿整个市场的市盈率来比较。很多估值标的，业务比它们还好的企业，估值比它们还低。这就是保险资金大规模进入二级市场的原因。

中小企业的现金流状况也在持续改善，整个市场的现金流相比净利润基本保持在2倍左右，中小企业的现金流状况是不错的。全市场的估值稳定在21倍左右，另外我统计的时候剔除了金融股和ST股。创业板的估值持续下降，很多持续盈利的公司，大家一定要高度重视它们的整体转型，淘汰那些低环保的企业，这样的结果是，对自己要求严格的企业一定会造成垄断。所以第一，市场一定要有竞争；第二，竞争的结果一定是寡头垄断。假如二级市场里出现越来越多的寡头垄断型企业，这些企业的边际收益会越来越高。所以从现在开始，一定要认真关心持续盈利的公司。

国企上市公司现在的整体估值并不高，在15倍左右，民企上市公司整体估值高达46倍。国企上市公司的ROE与民企上市公司的ROE水平基本保持一致。如果国企上市公司能在未来略微有改革的话，改善之后的业绩增速可能会上升。以前大家热衷于炒中小板、小股票，原因是整体结构性失衡始终存在，我们一定要利用好结构性失衡的机会。从2006年开始，国企上市公司的市值占总市值的比重持续下降，如果维持现在这个状态，2017年几百家新公司上市以后，基本可以判断，民企上市公司在市场上的比重要超过国企上市公司。

截至2016年12月，A股的证券化率在79%左右，如果包括港股、新三板，以及我们在海外上市的股票，那么证券化率在100%左右，高于全球平均水平，但与美国和英国相比还是较低的。所以如果假设未来，中国每年还能保持6%的经济增长速度，按中国2015年GDP是68.89万亿元来计算，整个市场总体的市值应该还有很大的上升空间。

下面，我想谈谈资本市场中一些确定性因素。**做权益投资是很有意思的，没有东西是确定的，但是当你扣扳机的时候，一定要寻找确定性的东西。这是一对“矛盾”。你如果没有确定性判断，不管你认为是均值回归还是大概率事件，只有你当时脑子里产生了一种确定性的想法后才能扣扳机。所以真正的决策是在不确定性中去寻找确定性的东西。**

哪些东西是确定性的？

- “不改变”容易预测，“改变”则不容易预测。未来5年有很多不改变的因素，因为我们的经济还要增长，而且方向很明确，就是绿色、低能耗、可持续。

- 未来的技术细节很难预测，但是未来的技术趋势是可以预测的，可以看到一些非常清晰的技术趋势。只是未来几年内，应该还没有革命性变化的技术。所以现在很多企业会处于一个相对的稳定期。

- 市场热点的切换时机不可预测，但是热钱的宣泄是可以预测的，热钱只在几个地方涌现，很明确，而且大家也可以看见，它的宣泄是必然的。

所以总体上来说，我的结论是：无近虑，有远忧。什么叫有远忧？10年以后，第一，从人口结构上看中国有远忧。第二，一个国家经济的成功发展不是必然的，也不是理所当然的，它的成功发展一定是走对了哪条路。如果某条路走错了，它会从繁华堕落到衰败不堪。我在2016年时走访了很多国家、很多地方，看到了很多昔日非常繁华、发达的地区，现在破败不堪。过去100多年间就有很多例子，比如古巴、伊朗、缅甸、底特律、曼彻斯特、里昂。《万历十五年》一书的英文原版书名“1587，A Year of No Significance”翻译过来是“1587，无关紧要的一年”，所谓无关紧要的一年，其实酝酿着中国在1587年之后的几百年整体的衰败。为什么会衰败？一是技术因素，二是它走错了发展道路。所有的国家都在探索往哪个方向走，这就是远忧，但是我们做投资不需要担心。

为什么无近虑？可从两个角度去考虑，第一，中国会不会发生金融风暴？近些年所有人都担心中国会发生金融风暴；第二，如果中国发生了金融风暴，经济会不会被摧毁？我的结论是，**中国不会发生金融风暴，即便发生金融风暴，中国的经济体在不久的时间内也能迅速恢复。**

我再详细阐述一点，要发生金融风暴，有非常重要的两点值得思考。第一，它一定会发生多米诺骨牌效应。在美国或者其他国家，发生金融风暴时是发生了多米诺骨牌效应的。但是这个多米诺骨牌效应，在政府伸出那只手的时候，在政府有能力时是可以拦住的。至少在我们看来，中国政府的手一定有能力，在未来5～10年中能够拦住。这是不用怀疑的。这是我的第一个结论。发生金融风暴一定有很多要素，这些要素某些方面在我国目前还没有具备，所以不可能。

第二，即便发生金融风暴，又怎么样呢？美国每10年有一次金融危机，每30年有一次巨大的金融危机，经济体30年是一个周期，危机是一定会有的。社会变迁也是以30年为一个单位的。英国每10年、20年也会发生一次金融风暴，欧洲许多国家也是这样。近处，日本、韩国都发生过非常严重的由金融泡沫造成的崩溃，当年整个东京可以买下整个美国，但后来东京的房地产从高点到2016年跌了70%多。即便这样，日本也并没有被打垮，经济还恢复得很好，从那以后，日元还一直在升值呢。韩国也恢复得很好。

哪些国家在发生金融风暴以后不容易恢复？是俄罗斯、土耳其、巴基斯坦、南非、墨西哥、巴西。大家再去做一下归因分析，不容易

恢复的这些国家最大的问题是，它们没有强有力的制造业、没有完整的工业体系，都是仅靠资源或者没有资源、没有禀赋优势的经济体。金融危机一旦来临就非常糟糕。比如巴基斯坦，它的工业体系中，出口主要是纺织业，只要油价一上涨，问题就出来了：农产品、化肥、农药都是来自石油产品。灌溉用的、耕种用的能源也是石油，油价的上涨直接导致农产品价格的上涨。然后，它的通胀水平就极速上升，所以很容易出现巨大的波动。中国有完整的工业体系，有这么强大的制造业，是能够抵抗金融风暴冲击的。所以在上述这两个因素下，我们没有近虑。而且每一次“黑天鹅”事件的爆发反倒都是机会。在竞争对手因为恐惧、因为不确定退出的时候，那就是价值投资者的最佳时刻。

本文是作者2016年12月在安信证券投资策略会上分享的内容。

14
牛市还是熊市应该在意吗

> “事情重不重要和你能不能做到是两回事。在投资实践上，你要做的是你能做的事，而不是你认为重要却没能力去做的事。”

投资者往往都比较关心当前是牛市还是熊市，因为宏观经济在投资中非常重要。重要在哪里？每位投资者都生活在对未来进行估计的世界中，在投资上，未来是唯一重要的。如果投资者能正确地预测经济中的重要转折点，那么无论是自上而下还是自下而上，收益都特别大。如果能够买到最低点，卖到最高点，那更是投资者梦寐以求的。

宏观经济为什么重要

股利贴现模型（DDM）中有三个重要的因素：企业盈利、市场利率以及风险偏好。这三点的未来变化，都要从微观的角度扩展到宏观的角度来考察，所以我们的常识是，宏观经济非常重要。问题是，有人可以准确地预测未来的宏观经济吗？有谁旗帜鲜明地告诉你他预测到的不确定性吗？更重要的是，预测者本身理性客观吗？

大家如果有机会，可以了解一下宏观经济学的发展史，它的起因是跟战争密切相关的。整个宏观经济的发展是从19世纪50年代开始，当时美国有了一些宏观经济统计数据的记录，到20世纪30年代逐步形成了体系，到现在不到200年。在这200年的时间里，虽然我们可以获得的数据越来越多，但我们对经济周期预测的准确性并没有很大的提高。具备提前做出准确预测这种本事的经济学家没有几个。有那么多人在费尽心机地进行经济预测，并不是因为预测得很成功，恰恰相反，是因为人们预测得都不成功。**所以我在投资上，信奉一个原则，不过度考虑宏观问题。**我一开始学习投资是通过阅读彼得·林奇的书籍，他有一句话影响了我，他说，他每年只考虑宏观经济5分钟。我在2016年说过，宏观上无近虑、有远忧。对未来几年，不需要有太多的担心，但要对更远的未来有深深的忧虑。

经济预测为什么这么难

当然也有经济学家对宏观经济的预测非常准确。杰里米·西格尔在其著作《股市长线法宝》一书中讲过一个故事，1987年夏天，一位备受尊崇的经济学家曾经向众多投资者、分析师、经纪人做了一次演讲，以解答他们所面临的共同问题。比如，目前的牛市是否合理，经济是否健康，股价能持续创新高吗？这位经济学家极其乐观。他预言，在1987年之后的一年中，美国的实际GDP将增长4%，3年内不会出现经济衰退，作为驱动股价上涨因素之一的公司利润将在未来至少3年内以两位数的增长率上升。这位经济学家在做完这场演讲后不久，美国爆发了一场史上最为惨烈股市的下跌，其中包括1987年10月19日创下的单日跌幅23%的历史纪录。在短短的几个星期里，大多数股票的价格都跌到了他演讲时价格的一半以下。但最具讽刺意味的是，这位经济学家乐观的预测都是正确的。这是一个悖论。确实有少数经济学家可以经常预测到未来的经济情况，问题是有太多的经济学家预测不准，即便预测准确，发生的概率也不高，所以人们对预测准确的经济学家也是不太信任的。

预测未来的经济为什么这么难，经济学家为什么没有预测到2008年的经济危机？最主要的几个原因有下面几条。

- 经济数据中充满噪声。数据的可靠性有多大，人们是最清楚的。

- 经济变化莫测。

- 相关的两个经济变量未必是互为因果的。某些数据涉及的不是10个、20个经济变量，而是成千上万的经济变量，要区分这些经济变量是相关关系还是因果关系是非常难的。

- 经济是一个动态系统，不是一个简单的方程式。

- 经济预测中不可避免地存在偏见。这是最主要的原因。所以预测是很难的。

1966年，美国著名经济学家保罗·萨缪尔森说过：“近几十年来发生了5次经济衰退，而股票市场信号却表明经济衰退发生了9次。”他的名言至今仍然是正确的。1994年，巴菲特说过：“就算美联储主

席格林斯潘趴在我耳边告诉我未来两年美国准备采取的货币政策，我也丝毫不会改变我的决策。”彼得·林奇也说过：“我非常希望自己能正确预测市场和经济衰退，然而这是不可能的，所以只要投资像巴菲特所说的高回报公司就可以了。”

股市与宏观经济

我的观点是，宏观经济状况与股市相关性并不高。我们做了一个统计，GDP增速与股市表现的相关性不大，只有45%，可解释度较弱。股市真的是经济的晴雨表吗？1945—2012年，美国道琼斯指数有13次跌幅超过10%，但后续经济都没有发生衰退，所以股市也不一定是经济的晴雨表。即便股市和宏观经济的相关性很强，其对投资的指导意义也不是特别大。

那么，货币政策和股市有没有什么关系？有没有指导意义？我们做过一个统计，1992年之后，在美国市场，股市与货币政策之间的关系开始变得不太可靠。其间，出现多次美联储收紧货币政策（比如加息）而标普500持续攀升的情况。1994—2012年，美联储在首次放松银根时买入股票、首次紧缩银根时卖出股票时，大盘在此期间的累积收益率为55%，而那些实施买入持有策略的投资者实现的收益率为212%，几乎是前者的4倍。股票市场和货币政策在美国不存在一一对应的关系，同样，在中国，A股市值与银行存款准备金利率也不存在一一对应的关系（见图14-1）。

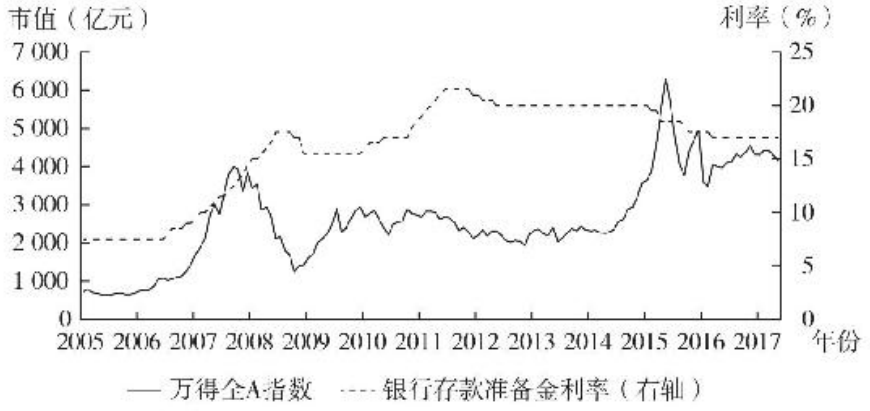


图14-1　2005—2017年A股市值与银行存款准备金利率的变化

资料来源：万得资讯。

投资者只有在牛市能赚钱，而在熊市赚不到钱吗？这个结论不对，表14-1列举的所有基金都战胜了市场。当然不管是牛市还是熊市，总有基金能大幅地战胜市场。我的经验是，我喜欢熊市和平衡市，既能获取收益，又能战胜市场。

表14-1　股票型基金和偏股型混合型基金的分年表现（2005年至2017年6月）

年份	均值（%）	中位数（%）	市场收益率（%）	战胜市场表现比例（%）
2005	2.98	2.96	-11.52	100.00
2006	122.54	121.70	111.90	68.42
2007	124.54	123.76	166.21	6.30
2008	-50.22	-50.93	-62.92	98.86
2009	68.78	70.40	105.47	2.38
2010	3.84	3.57	-6.88	88.76
2011	-24.53	-24.15	-22.42	36.16
2012	5.29	4.66	4.68	49.86
2013	16.50	14.46	5.44	79.95
2014	24.59	23.24	52.44	5.90
2015	46.95	46.03	38.50	60.09
2016	-14.13	-14.06	-12.91	44.44
2017	2.68	2.46	-1.27	67.12

资料来源：万得资讯。

我们做了统计，2005至2017年6月，从股票型基金（剔除指数基金、指数增强基金）和偏股型混合型基金的表现来看，基金在牛市中很难获得超额收益，在熊市和震荡市中反而比较容易获得超额收益，有较高的战胜市场的概率。

股票是长期投资的最佳品种

图14-2显示，如果长期持有，股票是年化复合收益率最高的投资品种。

图14-2　2005年1月至2017年6月不同资产的年化复合收益率

资料来源：万得资讯。

而且，耐心与坚持是投资最好的朋友，不管是价值股、绩优股，还是小盘股，任何一个投资策略2005年至2017年6月的年化复合收益率都在15%附近，不分上下（见表14-2）。

表14-2　2005年至2017年6月不同类型股票的年化复合收益率

年份	万得全A指数（%）	绩优股（%）	小盘股（%）	价值股（%）
2005	-10.10	0.25	-5.45	2.07
2006	111.90	110.72	66.04	128.26
2007	166.20	182.81	146.84	192.29
2008	-62.90	-68.03	-52.68	-68.12
2009	105.50	125.14	129.56	116.43
2010	-6.90	-15.59	29.05	-19.58
2011	-22.40	-24.05	-32.13	-21.66
2012	4.70	15.87	0.27	9.62
2013	5.40	-6.50	21.74	-9.56
2014	52.40	37.17	37.07	61.07
2015	38.50	25.05	60.63	15.83
2016	-12.90	-8.60	-20.80	-6.22
2017	-1.60	13.82	-11.00	10.30
年化复合收益率	14.70	14.32	16.83	14.88

资料来源：万得资讯。

牛市和熊市对长期投资者来说并不重要，2005年至2017年6月，如果始终选择低估值、成长稳定类股票，年化复合收益率为18.20%，年化超额收益率为3.46%（见表14-3）。

表14-3　低估值、成长稳定类股票的年化复合收益率

年份	万得全A指数(%)	绩优股(%)	年化超额收益率(%)
2005	-10.10	4.71	14.81
2006	111.90	99.20	-12.70
2007	166.20	166.53	0.32
2008	-62.90	-58.37	4.55
2009	105.50	110.47	5.01
2010	-6.90	5.53	12.40
2011	-22.40	-22.32	0.10
2012	4.70	7.47	2.79
2013	5.40	9.64	4.20
2014	52.40	40.89	-11.55
2015	38.50	37.14	-1.36
2016	-12.90	-10.50	2.41
2017	-1.60	-0.66	0.91
年化复合收益率	14.70	18.20	3.46

资料来源：万得资讯。

即使在2008年的最高点买入，持有至今仍然会获得40%的收益。我不知道这个统计数据是不是噪声，但是这跟我20多年的投资经验是吻合的。

对长期投资者而言牛熊并不重要

并非所有投资策略都需要在意是牛市还是熊市。对于投资者来说，应该考虑的首要问题就是投资策略。从投资策略图谱（见图14-3）上看，有基于相信市场有效还是市场无效的策略，也有长期的和短期的策略。**在最无效的市场中，大家可以做价值投资，在最有效的市场中，只能做指数投资。如果你选择了基于价值投资的长期策略，以及基于市场有效的指数化策略，是没有必要在意牛市还是熊市的。**短期策略分两类，第一类是根据趋势，根据价格的数量模式技术分析进行投资，这类也不需要考虑是牛市还是熊市；第二类短期策略需要考虑短期的变化，即基于基本面加预期的变化。唯一需要在意是牛市还是熊市的就是短期策略中的第二类。我始终假设自己没这个能力，这样我的投资策略就能建立在自己没有能力准确预测的基础上。

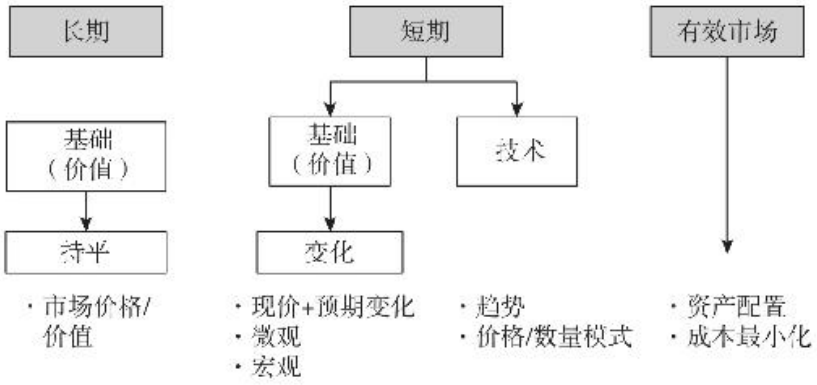


图14-3　投资策略图谱

说到短期，我说点跟前面不一样的观点。我拜访了大量公司，市场中新龙头公司的成长性要大大超过所谓的新兴公司的成长性，现在市值在300亿～500亿元或超过500亿元的很多公司市盈率相对盈利增长比率（以下简称PEG）不到1，而那些小公司的PEG甚至大于2或3，所以，现在龙头公司的成长性绝对超过市值50亿元以下的公司的成长性。而且，收购重组也只有龙头公司的份儿，没有中小公司的份儿。

总结起来，部分短期变化的策略是需要在意是牛市还是熊市的，但更多的投资策略可以不需要关心是牛市还是熊市。

尊重市场，相信未来

为什么有很多人坚持时机选择的投资策略？原因是什么？既是投资者贪图快速获利的企图在起作用，也是现在的市场格局造成的结果。在相对排名的制度下，投资者更关心相对的表现，一个星期、一个月的相对表现。所以在这里，时机选择就成为一个非常重要的因素。证券行业有一个经营上的秘密，那就是该行业特别喜欢行业排名，为什么？由于我们没有能力预测经济，无法左右我们面对的经济环境，也无法规划经营成果，唯有希望通过比别人做得更好，用更靠前的排名来获得市场青睐。这种策略是不对的，原因是其出发点不是靠做的事情更正确来吸引客户，而是靠比别人相对排名更靠前。

我当年负责投资研究的时候，曾经设想过一个理想的投资方式。先找一群宏观经济学家对未来的经济走势做一个判断，判断之后就知道哪些行业是能增长的，哪些行业是不能增长的，接下来再做个股筛选，这样从宏观到行业再到个股一条线做下来，这个过程，我当时觉得很完美。但结果发现，即便每个环节成功的概率达到70%，最终成功的概率也实在是太低了，更何况每个环节预测成功的概率远远低于70%。

《长线》一书是讲述美国资本集团公司（Capital Group，以下简称Capital）成功之道的。作者在“投资”一章中曾引用他们投资领袖的一段话：“传统的投资战略家根据经济发展和股市之间的逻辑关系这一假设，先提出他们对经济的看法，再选择合适的经济部门、行业和公司进行投资。我从事普通股票证券管理已有40多年，如果经济发展和股票价格之间存在任何可预测的联系，那这种联系肯定是逃过了我的注意。”Capital是唯一一家在过去10年、20年、30年、40年、50年和70年的长期投资中连续创造投资神话的大型投资公司。

事情重不重要和你能不能做到是两回事。在投资实践上，你要做的是你能做的事，而不是你认为重要却没能力去做的事。我们这些年做投资总是纠结于牛市和熊市是不对的。

如果我们很难预测未来，没法在意是牛市还是熊市，那我们需要寻找一种对时机选择要求不是非常高的投资策略，尽量少去预测。只有这样做，才能减少犯错误的概率。可供选择的时机越多，犯错的可能性越大。买入并持有的价值投资是不需要用太多时机选

择来做投资决策的策略。我们不反对投资人去扩大自己的能力范围，找到更多的工具来提高自上而下的宏观判断能力。我们也不反对做时机选择，关键是看做对的概率有多高。以整个市场目前的情况来看，机构行为因为做了过多的时机选择，只会助涨助跌，倒是为价值投资者创造了机会。

我们作为投资者，最重要的是尊重市场、相信未来。我引用《投资最重要的事》一书中文版的作者序言与大家分享：

> 接受是我的重要主旨之一：接受周期与变化的必然性，接受事物的随机性，从而接受未来的不可预知性与不可控性。接受能够带来平静，在其他投资者失去冷静的时候，这是一笔伟大的财富。接受的结果便是在投资中拥有行之有效的耐性：对新投资策略的引入与新客户关系的巩固所需要的时间保持耐性，也对正确的投资策略得到证实的时间保持耐性。接受、平静与耐性，都是令我深受触动的中国思想的精髓……一种有效投资理念的形成需要数年乃至数十年的时间：多年在市场上的摸爬滚打、事件观察与总结经验教训。

最后，我想用古罗马诗人贺拉斯在《诗艺》中的一句话结束本文：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽。”大家不要纠结于价值和成长，也不要纠结于牛市和熊市。

本文是作者2017年6月在天风证券中期策略会上分享的内容。

15
互联网改变中国

“中国社会正变得更加开放、多元，人们的世界观、价值观更加丰富多样。从这个角度说，互联网不仅仅是一种技术，更是一种价值、一种文化。”

中国持续繁荣的新出路

在2013年这个时间点，关于整个社会的情况，我们可以用一个关键词来说明，那就是“焦虑”。不管是政治体制改革、经济结构转型、社会安全稳定、文化道德传承，还是与人们生活息息相关的医疗、教育、住房、养老、食品安全等方面，人们都有着不同程度的焦虑。

经济层面，资本边际回报率和全要素生产率遭遇增长瓶颈，人口红利看起来即将消失，产能过剩、债务累积、房价高企、资产泡沫、资本外逃等现象愈见严重。研究资本市场宏观经济的专业人士越研究就越悲观，越悲观就越焦虑。有人说，中国经济问题的本质是“顶层设计”问题，如果相关问题得到比较好的解决，中国的经济问题至少能解决一大半。这就不难理解，为什么无数专家、学者、各类经济参与者都将希望寄托于自上而下的“顶层设计”，期待政府高层能够加大社会各项制度改革的力度。

中国需要寻找持续繁荣的新出路。但出路在哪里？我们所有人忽略了什么？我想，我们忽略了我们自己！从社会学、经济学等角度看，我们其实已进入一个新时代。

2004年，Facebook出现了。2006年，“网民”成为美国《时代周刊》评选出的年度人物。《时代周刊》对此解释说：“社会正从机构向个人过渡，个人正在成为‘新数字时代民主社会’的公民，今年的年度人物将是互联网上内容的所有使用者和创造者。”

2011年，微信出现了。2013年，我跟腾讯的朋友在一起交流，他告诉我，微信用户已超过4亿人，海外用户达4 000多万人，每天新用户的增长量保持在几十万的数量级，尤其在东南亚等国家增速更加明显，以微博、微信为代表的互联网正在改变着我们。

互联网是新型基础设施

为什么互联网能够改变我们？

我认为，互联网是一种新型的基础设施。正如腾讯的创办人马化腾所说：“互联网的信息技术通过互联网的方式，对很多传统行业的改变，甚至不亚于电的发明对所有传统行业的改变。”这样比较的话，可能大家就比较容易理解了。以前各行各业在有电之后和有电之前是什么样的区别，互联网带来的也是类似的效果。所以，除了纯互联网带来改变的力量相当于电力行业本身，互联网业界以外其实是有很多跟其他行业结合之后产生的一些升级，我觉得有很多的事情可以做。

回头来看20世纪初的电力行业。当时，美国拥有5万多个私人发电装置、3 600座中央电厂。新技术的推广使得电力供应集中于大型中央电厂，公用电网在美国供电格局中的占比迅速提升：1907年为40%，1920年达到70%，1930年升至80%，随后很快升至90%以上。电力的统一供应释放出工业革命的全部力量，廉价的电力改变了人们的日常生活和经济活动，驱动了工业机器、家用电器及照明电灯的普及，让大规模生产成为可能，从而降低生产成本进而扩大产品的用户规模。

如果没有电力这一基础设施，我们无法想象今天我们习以为常的大规模流水线生产、低成本产品如何实现。**现在，互联网正成为一种新型的基础设施，随之产生的互联网经济，必将迅猛而深刻地改变商业世界的竞争态势乃至游戏规则。**

2012年，IBM对全球1 700多位CEO进行了一次调研。当问及未来3～5年影响组织的关键外部因素时，技术名列第一。这是开展此调研以来技术首次排名第一，而互联网经济的崛起被视为当前最重要的经济因素。

事实上，互联网经济并不是一个新概念。以互联网的出现为标志，互联网经济的萌芽和发展已经有20年的历史了。但直到最近几年，移动设备的社会化应用改变了人与人、人与组织、组织与组织之间的沟通方式；随着物联网、传感网络将物理系统与社会系统越来越紧密地连接在一起，互联网经济逐渐渗透到工业生产、商业流通、社会管理等各个领域，直至最近几年真正形成崛起之势，改变着世界。

1992年，《波士顿环球报》报道了一起天主教牧师性侵儿童的案件，最终的处理结果是，主教把该牧师调换到另一教区便草草收场。10年后，类似的丑闻再次发生，同样的情节，同样的媒体，甚至是同一位牧师，而事件的结局却大不相同。罪犯被绳之以法，试图包庇的主教迫于公众压力引咎辞职。这个案例表明，正是社会化工具消除了集体行动的障碍，实现了信息共享，方便了人们行使监督权，最终改变了结果，促进了社会进步。

2013年，淘宝网开通了北京、上海、广州等18个省市的600多家医院门诊和7万多名专家的预约服务。互联网创造了一种信任，让更多的人相互信任并因此受益，也让我们国家的经济发展提高了效率。

在互联网时代，我们需要以新的视角来理解传统的经济学框架。2007年出版的《维基经济学》一书，提出了四个全新的商业法则：开放、对等、共享、全球运作。于是，很多人开始重新思考建立在大规模协作上的新商业模式以及我们的世界。随后的几年里，互联网快速发展。2010年出版的《宏观维基经济学》提出了五个法则：协作、开放、分享、正直、互相依赖。于是人们开始更深地探讨全球网络协作将如何改变世界现状。如果说《维基经济学》着眼于互联网对个别商业的影响，《宏观维基经济学》则着眼于维基经济学对一些现代社会核心体系的震动，比如金融、能源、交通、气候、教育、科学、医疗、媒体、音乐、电影、出版、政府、民主等。

我觉得互联网就是一个关于“创造性破坏”的熊彼特的故事。强有力的、新的经济和社会创新模式正在席卷一切。在新的经济和社会创新模式下，只要你有动力、有专业知识，就可以利用新的网络工具有所作为，让整个世界更繁荣、更公正、更加能够持续发展。《移动浪潮》是一本值得读的书，书中说，如果你了解这个浪潮，你就知道如何驾驭它；如果你冥顽不化，就将被它吞噬。

举个例子，我们也可以看看哈佛大学医学院，它的个体医疗实验室一直使用亚马逊的云计算平台，用于转换科学和仿真研究。这个实验室就好像一间虚拟实验室，无论在什么地方，云计算平台都可以创建一个访问这个互联网虚拟实验室的通用路径。哈佛大学医学院的个体医疗实验室通过云计算平台具备的资源共享、可扩展性、高可用性、高容错率、快速部署、按需付费、集约高效等特征，极大地降低了科研费用，在商业上也高效地降低了经济网络的运行成本。

《Google将带来什么？》这本书告诉我们：

当我们在谈论谷歌时代的时候，我们其实是在谈论一个新的社会。谷歌规则就是这个新社会的规则，它建立在联系、链接、透明、开放、公众、倾听、信任、智慧、宽容、效率、市场、散众、平台、网络、速度和丰饶的基础之上。新一代人和他们的新世界观会改变我们看待世界的方式，改变我们与世界打交道的方式，改变商业、政府和各种公共组织与我们打交道的方式，并且还只是刚刚开始。

互联网正在改变中国

美国已经进入了互联网时代，中国有没有进入互联网时代？我觉得从2012年开始，中国越来越迅速地进入互联网时代。根据中国互联网络信息中心的数据显示，截至2012年12月底，我国网民规模达5.64亿，互联网普及率为42.1%；我国手机网民规模达4.2亿，网民中使用手机上网的人群占比达74.5%，这是一个非常庞大的人群。

从经济层面来看，过去10年，中国互联网经济一直保持高于GDP 5倍的强势增长势头。网络对实体经济的渗透正在逐步增强，简单按照中国互联网公司估值初步计算，阿里巴巴（1 000亿美元）、腾讯（740亿美元）、百度（350亿美元）、京东（100亿美元）、网易（82亿美元）等公司的合计总市值达1.4万亿元人民币，在尚未考虑其他互联网公司的前提下，大概占到沪深两市上市公司总市值的5%。

我一直有一个疑问：自2009年以来，中国的经济每年都在增长，为什么A股却在不断下跌？我们国家的指数、资本市场能否反映经济的变化？东方证券研究所编制了一个在境外上市的中国公司的指数，它得出一个结论，即2009年1月至今，境外上市的中国公司的股价整体跑赢A股上市公司的股价，特别是信息技术、医疗保健等非周期行业的公司大幅跑赢境内上市公司，而金融、工业、原材料等强周期行业的表现差异不大。背后的原因正是互联网对我们的影响。

我们可以大致从四个维度来分析互联网对经济的影响：服务一些传统行业，改变一些传统行业，创新一些商业模式，创造一些新型行业。

第一个维度，互联网服务传统行业，我们可以看家电行业。1996年、1997年，我们买家电股时，它们都是重资产行业。现在再看海信、格力等公司，已经完全轻资产化了，这当中就有互联网等信息技术对它们的影响。2008年，星巴克创始人霍华德·舒尔茨（Howard Schultz）回到星巴克出任CEO时，聘请了年仅28岁、毫无零售行业经验的斯蒂芬·吉列特（Stephen Gillett）担任公司CIO。吉列特上任后直接的动作就是改变落后的信息技术设施，借用信息技术来推动公司转型，并在移动支付、免费Wi-Fi，以及借助新的信息技术为用户提供关联服务，提升用户体验，最终帮助星巴克焕发青春。

第二个维度，互联网改造、改变传统行业，我们身边有很多熟悉的例子。比如，微信之于电信运营商，京东商城之于苏宁，淘宝之于实体店铺，小米之于传统手机厂商，百视通等网络视频网站之于有线电视，等等。在美国，成立5年以下的公司创造了将近2/3的新就业机会。

第三个维度，创新一些商业模式。随着大数据平台的建立、思维方式的转变，新的商业模式正在不断产生。在过去，我们以生产为中心，但在互联网时代下，我们将逐步转变到以市场需求为中心。顾客在大数据的支持下、在社交媒体的影响下真的可能成为上帝。《Google将带来什么？》一书的开篇就讲，他本人买了台有问题的戴尔电脑，投诉时，戴尔公司不理睬；他开博客描述遭遇的问题，戴尔公司也没有任何反应；后来他锲而不舍地发博客，最终真的让戴尔公司的产品销量下降了，戴尔公司又付出了很大的代价进行补救。这是2005年时的案例。中国还有一个较新的案例——锤子科技创始人罗永浩，他因维权事宜而砸西门子冰箱，开始时西门子（中国）公司不理睬，但最终也因为舆论影响了销售而不得不出面解决。这些都是互联网给我们带来的机会和梦想。可以说用户成了最好的广告代理，企业竞争不得不转向用户体验的竞争。

来看看我们以前的商业模式——大规模生产（B2C），它的核心是通过生产量的规模化和生产过程的标准化、高效率，来持续降低产品和服务的单位成本。规模化生产从20世纪70年代到20世纪末愈发成熟，并成为全世界最主要的一种生产方式，结果是，大多数领域都供过于求。但在互联网时代，我们的商业模式可能是大规模定制（C2B），这是多品种、小批量的生产，整个核心将变成消费者驱动、个性化定制、社会化平台，互联网长尾时代的本质就是大规模定制。未来，制造业的战略基点将逐步由“成本与质量”转变为“时间与响应”，企业的价值取向逐步由“以生产为中心”转变为“以市场和顾客为中心”。在大数据的支持下，企业可以实现满足个性化需求、定制化生产、社会化物流。以新的低成本和差异化战略服务客户，为客户带来价值。商业借助于互联网，在低成本和差异化上可以做到极致，必将颠覆所有不借助互联网的企业。数字信息世界让人们建立了更为个性化的联系。数字信息技术消除了时间和距离的限制，更大程度上解放了我们。借助数字信息技术，我们能够做一些更为自然的事情，比如探索、互动，扩展个人和职业交际圈以及我们的知识，由此，我们就有了更多创造更新的技术和商业模式的机会。

第四个维度，创造新型行业。比如，“快的”打车创始人陈伟星在看到很多行人在街上苦苦打车、很多出租车司机在街上边探头探脑地看有没有人打车边开车后，开发了打车软件，他说：“创业最重要的还是有梦想，你希望这个社会变成怎样，你想怎样重组未来的社会结构，这是最重要的事。”对客户的理解是互联网时代最值得大量研究和投资的领域。

在互联网时代，人作为个体的重要性正在提升。2012年，韩寒的电子杂志《一个》上线不到24小时，就冲到了苹果应用程序商店中国区免费总榜的第一名；PM 2.5事件通过互联网，正推动着人们对环保产生更深的认识；微信所传递的正能量，呼唤出人们内心深处的真、善、美、爱、平等、包容、责任、独立思考。过去虚弱的社会力量正在壮大，政策改革，对公权力的约束等，都在产生潜移默化的影响。**中国社会正变得更加开放、多元，人们的世界观、价值观更加丰富多样。从这个角度说，互联网不仅仅是一种技术，更是一种价值、一种文化。**

互联网天然地以分享反对垄断、以透明反对暗箱操作，与高高在上的独断、众乐乐不如独乐乐的封闭思维格格不入。它正以极低的成本悄然形成无数虚拟群落，这些群落固然多为消遣娱乐，却完全可以成为公民社会的沃土，公民监督者和由用户生成的民主自由正在全面兴起。我们有理由相信，互联网带来的技术进步，将对人类社会的经济、政治、制度、企业形态、组织形式、生活方式、伦理道德等方方面面带来深刻而持久的影响和变化。

互联网时代的投资

作为资本市场的参与者，资本市场的宏观策略更多地关注了上层推动的改革，因而疑虑甚多，焦虑过重。但我们应该看到，互联网快速发展带动了社会方方面面自下而上的变革，正在加速推动中国改革的进程，推动经济结构转型、产业升级、制度优化。社会经济发展的趋势掌握在人们手中，而且这些变革是确定的。

怎么把互联网维度纳入我们的投资框架？其实很简单。互联网具有平等、开放、分享、合作、个性化、打破特权和垄断等特质，不具备这些特质、不适应这些变化的企业和商业模式都将受到冲击甚至颠覆；而那些以互联网的价值体系激励员工、以个性导向的服务赢得客户、以共赢的生态系统和伙伴关系赢得竞争的公司，最终有望在互联网时代生存壮大。

作为投资者，必须抛弃成见，充分考虑目标公司受到互联网的何种影响，远离那些没有植入维基经济学基因的公司；关注那些高成长的互联网公司，关注那些为互联网应用提供产品和服务的公司；关注那些运用互联网技术升级改造的传统制造业公司；不投资那些被互联网颠覆的行业或商业模式。

作为互联网时代的企业，必须尽可能让维基经济学出现在你的组织里：以新的价值体系激励员工、以个性导向的服务赢得客户、以共赢的生态系统赢得竞争。

互联网具备开放的特质。企业文化、公司使命对员工的吸引力愈发重要，企业需要扫清行政障碍，发挥每位员工的作用，构建员工愿意身体力行的价值观；互联网时代下的客户乐于分享，更期待被当作独特的个体，需要个性化的即时服务和优质的客户体验；而互联网行业企业之间的竞争给所有行业的教训是，依靠信息不透明、基于不平等的市场竞争战略将越来越受到市场和社会的挑战。生态系统的共赢与否决定企业未来的竞争力，集团作战能力决定企业的生存。2003年以前，多数商学院的教授们在讲战略时，关注的是低成本和差异化，而现在，他们更加关注共赢的生态链。

互联网时代，中国迎来弯道超车的历史机遇。改革开放到21世纪前10年是工业时代的赶超，我们可以快速逼近发达国家，但几乎不可

能超越。信息时代我们几乎处于相同的起跑线，可以制定规则、实现跳跃式发展，利用好后发经济体的优势。

我们有自己的优势，中国的传统文化以及悠久农业文明的特质，这与信息文明在很多领域都有着内在的一致性或同质性。中国紧密的家庭关系、地缘网络，以及重视朋友等的思维方式，与互联网协作互助精神是一致的，微信的迅速扩张是这一精神的展现。中国有全球第一的网民数量，全球最大的消费人口，能够产生世界上最大的规模效应，有利于创新。

互联网不仅是商业模式的变革，也是“技术-经济-金融范式”的转移，更是新工业文明的塑造和形成。

互联网时代，我们需要有新的投资思路和更开阔的投资视野。

- 互联网时代，我们必须有全球化的视野，任何一个地方的创新都会带来全局的变化。

- 互联网已经带来企业、行业的革命性变革，如新能源电动车、生物科技等。趋势是朋友！链接强化一切，一轮趋势更加容易超过合理边界。

- 互联网时代，依靠信息不对称的商业和投资都将不可持续。思想的高度、深度、境界、独立可能更加重要。很多人“计算得太多，想得太少”。

- 互联网时代，创造性破坏使得投资者不需押注整个市场，结构性变化更快，经济社会的模式在变，大部分机会来自微观的质变。

- “技术和华尔街可以一同躺下，但是都睡不了太长时间。”资本和技术很容易结合，大家都得时刻警惕！

- “技术第一定律”，一种全新的技术往往在短时间内被寄予过高期望，而其深远影响则被大大低估。

链接改变一切！

本文是作者2013年在东方证券“2013投资策略会”上分享的内容。

16
“互联网+”，提升还是摧毁投资价值

“新事物是人类未来信心的源泉。虽然不确定性是投资领域最基本和最无法摆脱的条件，但投资者从未喜欢过不确定性。如果我们对新事物没有一丝信心，就不会有人去投资。”

2013年5月，我在东方证券中期策略会上做过一个报告，主题是“互联网改变中国”。当时，我提到，互联网时代中国具备弯道超车的历史机遇。我认为，在未来的投资过程中，我们必须把互联网当作一个维度纳入我们的投资框架，必须远离那些没有互联网基因的公司。我还提到，我们应该重点关注具有高成长性的互联网相关公司，紧盯移动浪潮，关注为互联网应用提供产品和服务的公司，关注应用互联网技术升级改造的传统制造业公司，同时做空被互联网颠覆的行业或商业模式。

目前来看，这些判断有些道理。我当时还引用了查理·芒格的话，他说：“互联网对社会来说是美好的，但是对资本家来说纯属祸害，有很多都是提升效率降低利润的。互联网会让每家企业少赚钱，而不是多赚钱。”两年之后，在2015年这个时间点，我想，在我们情绪激昂地投资“互联网+”时，我们应该回头看看查理·芒格这段话。

我曾看到过一篇文章，讲的是美国过去五六十年带给投资人最佳收益的一些股票。美国1950—2003年带给投资人最佳收益的公司分别是卡夫食品、美国雷诺烟草、新泽西标准石油（现在的埃克森美孚）、可口可乐。我们看一下世界过去这五六十年里有没有留下当时流行的高科技公司，20世纪60年代的航空、电视公司，六七十年代的计算机公司，80年代的生物技术公司，90年代的互联网公司，一个都没有。所有的统计里，我只是列出了前面4个，事实上，不止前4个，前20个也没有所谓的高科技公司。陀思妥耶夫斯基有一段话，我觉得放在这个时间点非常应景，“你可以用你想象的任何语言来形容人类，但唯独不能说他们理性”。的确，人作为一个个体来说是极不理性的，这个世界并不像我们自以为知道的那样。我们以为高科技公司是最好的投资，实际上它们却不是。

关于对未来的预测，我的看法是没有很好的办法。如果有办法的话，我觉得这几个方面会对你有帮助，第一个是历史学上的前车之鉴，第二个是生物学上的前车之鉴，第三个是经济学上的逻辑推断。

我先从历史学的角度来谈。《大癫狂》这本书，许多做投资的人都看过。它讲述了人类历史上规模最大的几次泡沫，比如南海泡沫、荷兰郁金香泡沫，而我的担忧是，中国现在的资本市场是否正在为这本书提供新的素材。这是我对未来的一个判断，我多次说，我们此刻进行的是全国性的投骰子游戏，我这个判断是保持不变的。现在让我们回到历史，去判断“互联网+”到底是提升还是摧毁我们的投资价值。

历史数据显示，不管技术进步带来的好处有多大，最终获得这种好处的总是消费者，而不是公司的所有者。生产效率的提高促进了竞争，降低了价格并且提高了劳动者的实际工资。出于对创新的热情，投资者为参与其中支付了过高的价格。创新的收益并没能流向单个投资者，而是流向了创新者和建立者那里，这其中包括为项目提供大笔资金的风险投资家、销售股票的投资银行家、资金管理者、交易经纪商。

历史上，新技术从来没有一次为普通的投资者带来过收益，估值过高使然。我在很多场合呼吁监管层抓紧放开股票发行，放开发行的第一个好处是，可以让供给快速增长，如果不这样，泡沫膨胀的速度会超越我们的想象。吴晓波2015年曾发表一篇关于中国火爆牛市的文章《中国的资本市场疯了》，其中有一段说得很好：

> 中国目前的资本市场正处在一个非理性繁荣的抛物线通道中。这应该是近10年来最大的一次资本泡沫运动，所有试图置身其外的人，都不出意外地将成为受伤者。很多人都在猜测它的拐点什么时候到来，而更多的人则被这条抛物线刺激得尖叫并奋不顾身地投入其中。

我们现在就是在抛物线上，下不来了。放开发行的第二个好处是，不会让投资者丧失一些处于生命周期更早期阶段企业的投资机会，我们可以向普通投资者咨询，了解一下他们早期投资的过程和成长故事。

从历史上来看，新技术、新经济这两个过去一再被反复使用的词语，不仅在20世纪四五十年代被用来形容当时的经济状况，到了90年代我们也一再反复使用。本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》一书

出版于40年代，书中提到，在那个年代，航空运输股也曾令投资者兴奋不已。当时最热门的共同基金，当属航空证券基金（Aeronautical Securities）与飞行器和自动化基金（Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund），与其拥有的股票一样，这些基金最终演变为一种投资灾难。1971年，《标准普尔选股指南》一书提到，以“计算”、“数据”、“电子”、“科学”和“技术”等词开头的100多家公司，相比于1968年，价格上升的有2家，价格下降一半的有8家，价格下降一半以上的有23家，12家退市，还有很多家公司已经不在了，估计跌幅更大。这些都是真实的历史。

当然我们不能一概说投资泡沫不好。尽管投资泡沫对普通投资者是不折不扣的灾难，但这些狂热的投资行为也不乏闪光之处，所有科技进步都有投资者做出的贡献。维多利亚时代，英国铁路业的繁荣对投资者来讲是一场浩劫，但此后，英国铁路系统使这个国家在经济和政治上都取得了巨大的成功。运河、铁路、汽车、无线电、收音机、电影、电视、计算机，电能、飞机、医药、生物科技、互联网，不同时代的每一项创新都极大地改变了我们的生活，是投资者的狂热促进了更大的发展。曾经有一家证券公司的策略师说：“泡沫可以有多大，危害就可以有多大，我们多学习历史就能知道。”

接下来，我们再从生物学的角度来看。泡沫是由什么造成的，这是我们要做的分析，只有分析它的实际形成原因，我们才能知道这种泡沫可以持续多久。在《就业、利息和货币通论》一书中，凯恩斯说过：“生命的期间是不够长的，人类的本性需要快速的成果；人类在快速赚钱方面，有着特殊的热情。”这种“特殊的热情”，就是动物精神，是一种非理性的情感现象。大家有机会去看看《动物精神》那本书，书中介绍投资人在投资过程中往往会表现出很多与动物类似的特征，贪婪、恐惧、羊群效应，等等，这本书从信心、公平、欺诈、货币幻觉和听信故事等五个方面来描述动物精神是如何影响经济决策的。

新事物是人类未来信心的源泉。虽然不确定性是投资领域最基本和最无法摆脱的条件，但投资者从未喜欢过不确定性。如果我们对新事物没有一丝信心，就不会有人去投资。“现代计算机之父”“博弈论之父”约翰·冯·诺伊曼（John von Neumann）说：“成长是生命存在的唯一证明。”新事物是知识不足的普通投资者所能感受到的唯一确定性。普通大众的投机心理是不可救药的，只要看起来有

发展机会，他们就愿意支付任何价格，他们会被任何当时流行的东西吸引。**在投资狂热的浪潮中，投资者易受欺骗的程度让人震惊，人类对泡沫没有记忆力。**有很多公司简单改个名字就能够涨停，投资者太容易上当了，不独中国如此，美国也是一样。在形成泡沫中，吹嘘变成了真理，而真正的事实却因为不符合“新的范式”而被弃之一旁，变得无关紧要。如果一项投资抓住了人们的心思，或者让人们相信有人将会以更高的价格来购买这些股票，那么，所有的信息透明和公开都无济于事。

所以人的生物学天性是容易让市场产生泡沫的。如果要说现在还有一个办法可以减少泡沫，那就是赶紧把涨跌停板放开。如果涨跌停板还这样持续下去，泡沫只会愈演愈烈。如果把涨跌停板放开，那些持有30%～40%流通股的基金公司，还敢不敢继续持有？

如今，市场变成了什么样的生态类型呢？金融机构和投资者越来越以金融机构和投资者为交易对手，而不是以实体经济为交易对手。泡沫持续的时间比任何人预期的都要长，这让那些对泡沫持怀疑态度的人产生负面情绪，同时更坚定了支持者的信心，从而造成严重的自我服务、自我创造的倾向，追涨杀跌，推波助澜。

《股票作手回忆录》一书的开篇讲的是主人公在看盘，看大盘数字上上下下，随机波动，边上有一个人跟他说：“傻瓜，这时候是牛市。”

前面的历史学、生物学常识都告诉我们，一旦走上泡沫形成之路，那就是条不归路，大家一定会拼命追逐泡沫，这个就是我们的背景。现在我们要回到经济学的逻辑上来分析。引用查理·芒格的一句话：“互联网对资本家是一个灾难，科技能够帮助你，也能毁灭你，学会区分这两者是微观经济学中重要的一课。遗憾的是，大多数人脑袋里都没有这个概念。”

大家很难去理解“合成谬误”这个微观经济学上的现象。众筹并不是一个新概念，它早就存在，它是假设整体胜过个体和局部。但是“合成谬误”告诉我们，对个体正确并不一定对整体正确。当年，我们在学微观经济学时，教授引用最多的例子就是：

> 在电影院看电影，你个子矮，在后面看不清楚，你就想站起来，站起来就能看清楚了。但是随着一个又一个人都站起来了，那么后面站起来的人的观影效果就没有前面那么好了。最后，所有人都站起来，跟大家都坐着是一样的。

所以，坚信技术进步能带来更高利润的投资者和分析家忽略了这个最重要的经济学原理。**我一直认为，寻求和判断“合成谬误”形成的拐点是投资中最重要的能力之一。**2013年时，你投资“互联网+”领域相当于你在电影院刚刚站起来的时候。到2015年时再来看，所有的“互联网+”企业可能在增加投入的同时，不会带来更高利润了，因为所有人都在进行互联网投资了，相当于所有人都站起来了。我和大家分享这个例子，就是希望我们能思考一下，“互联网+”到底有没有提升投资者的投资价值。现在的公司不投入“互联网+”，就像电影院所有人都站起来而你坐着，就什么都看不见；但即使公司投入“互联网+”，站起来了，也未必能看得更清楚。

这些年互联网很火，一个很重要的因素就是它的资金推手是一个庞氏结构。大家如果有机会可以看三本书，第一本书是《大停滞》，作者探讨了美国30年的科技进步给社会带来了多大的变化。

第二本书是《智慧社会》(11)，写得非常好，我看得很激动。这本书让我想起20多年前在学校看过的那些18世纪、19世纪著名思想家的著作，我的很多知识都是在那时学到的。这本书把所有18世纪以来的社会学家、经济学家的一些关于人的论述和假设都向前推进了一大步，对大数据和智能穿戴有很好的论述。

第三本书是《断点》，它告诉我们互联网会演变出人类思维，从而进化成大脑，给社会带来无限的可能。它还告诉我们，任何网络的承载能力都是有限的，它的不断演变和增长终将超越其承载能力，终将达到断点，然后崩溃；要避免崩溃，就要在断点前转移到有更大承载力的环境中。书中有一段话：“在非生物的世界中，庞氏骗局是网络化的。因此，每个成功的骗局都会提高其承载能力来避免达到其断点。”

实际上，资本市场就是个庞氏结构，互联网板块之所以越涨越高，是由于整个社会资金量足够大。某个板块可以一涨再涨，就是因为它在作为局部的承载力不够时，会不断地通过杠杆的提高和资金的转移使其承载力不断提升。当然，就像所有固定的环境一样，空中楼阁迟早会倒塌。我们现在判断互联网的断点什么时候会到，可能早了些，但是等我年底做报告的时候，我想断点肯定会到。

从经济学上的逻辑看，为什么投资者会付出那么大的代价？其中有一个原因是增长率陷阱。高市盈率就是其中最突出的增长率陷阱的标志。一只股票的长期收益率并不依赖于公司实际的利润增长率，而是取决于该增长率与投资者预期的比较，较低的市场预期、较高的增长率和股息率三者为高收益率的形成创造了完美条件。

我在此推荐大家阅读查理·芒格的关于“论学院派经济学”的内容，他阐述了经济学有哪些缺陷。这是投资人对经济学最好、最深刻的理解。

是否有一种方法能帮助投资者避开市场的这些狂热时期？投资者们能否发现泡沫并避免被他们所展示的诱人前景所迷惑？

美联储前主席格林斯潘在任期间因未能戳穿当时的网络泡沫而承受了巨大压力。他在2002年8月的一次演讲中为自己辩护说：“要想明确判断一个泡沫是很困难的，除非它用破灭证明了自己的存在。”他对泡沫持怀疑态度。诺贝尔经济学奖得主罗伯特·希勒（Robert Shiller）和西格尔则不赞同以上观点。西格尔认为，市场出现如下现象就可以认为出现了泡沫：广泛且迅速增加的媒体报道，缺乏利润甚至收入方面的依据，只是建立在一些概念和名号基础上的高得离谱的定价，以及认为世界已经发生根本性改变，因此不能再按传统方法评估某些公司的观念。在2015年这个时间点，我们有那么多报告试图改变传统的评估方法，大家对此心照不宣。西格尔引用美林集团全球私人股本投资研究基础部门在2000年2月14日发表的文章：“生命的意义在于创造。对创造的热爱也许可以解释为什么科技类股票的价格一再上升，互联网革命使人们能充分发挥创造力，也许这会使我们更加接近生命的真谛！”西格尔说：“这话从专业者口中说出，那就是泡沫的例证。”类似的话语我们似乎经常能够听到。

在市场充满泡沫的时候，没人能告诉你市场会走多远，人们所犯的最大的错误是在参与泡沫、享受泡沫时不找好退路。有一段话很有趣，即当泡沫来临时，市场上永远有两种人，一种人不断地指责这是泡沫，另一种人坚决参与泡沫、享受泡沫。前者越来越聪明，后者越来越富有。不过我认为前者不可能越来越聪明，后者也不可能越来越富有。

我们的教育容易犯如下这三个毛病，投资者如果也犯这三个毛病，那就不要去做买方。

- 大多数的教育都是面向过去的，而不是面向未来的，我们极少有面向未来的思考训练。

- 大多数人对问题的看法，通常都是持有非白即黑的态度。大家有没有想过，从小到大，我们考试时做的选择题都是从“对与错”中筛选，但事实上，大部分事物不是黑白对立的。

- 大多数人都是线性思维，而不是互联性思维，但任何事物都是处于网络中的。

我谈到的任何一点判断都存在对立面，所以，如果你不能拥有面向未来的思维方式，仅用简单的非白即黑来评判事物，或用泡沫非泡沫来评判事物，抑或用线性而不是互联性思维来评判事物，那么，我觉得你不适合做买方。做买方一定要有复杂的思维。

本来我想做一个泡沫断裂的预测，现在我把这个预测留给大家。巴菲特有一个著名的判断泡沫的指标，就是市场总市值占国家GDP的比例。我们要想清楚，未来中国的经济增长率如何，5年后，GDP可以达到多少，市场总市值可以达到多少。现在是2 000年以来中国第一次所有资产全面证券化的阶段，我们应该能够判断出这个断点和它的承载力。

西格尔在其著作《投资者的未来》一书中，汇总出1957—2003年表现最佳的20个标普500“幸存者”。这20个“幸存者”主要出自两个产业——高知名度的消费品牌企业和大型制药企业，共有17个，占比高达85%。其中凭借复利的力量，菲利普·莫里斯国际公司在46年的时间里，上涨了4 600倍！排名第一。所以，最后我想引用《证券分析》(12)扉页上的一段话来结束本次分享，这段话仍是出自贺拉斯的《诗艺》：

> 现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。
> 现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽。

本文是作者2015年5月在东方证券中期策略会上分享的内容。

17
以史为鉴，投资需珍重

“资本市场从来没有理性的开始，也没有理性的结束，而且不理性的程度一定会超越我们的想象。”

我常说，所有的行为方式和表现方式在历史中都有体现。

2013年11月，我在三亚出席香山论坛时讲到了股市的未来，我当时提到两点：一是当时中小板、创业板股票的市盈率看起来已经很高了，但我认为仍然还未到不可想象的地步，还会有更让人想象不到的行情；二是讲美国在20世纪80年代开始的转型牛市，我们有望重复这个过程。

巴菲特在1999年写过一篇文章，回顾了当时美国过去34年的股市运行情况，他将这34年分为前后两个17年，即1964—1981年、1982—1998年。前17年，经济总量增长了1.7倍，道琼斯工业指数从874点上涨到875点，上涨1点；后17年，经济总量也增长了1.7倍，道琼斯工业指数从875点涨到9 181点，涨幅超过了10倍。美国在20世纪这整整100年的历史中，股市平均回报率约是10%，这其中5%左右的回报率来自盈利的增长，4.5%左右来自股利分红，只有0.5%左右来自估值倍数的提升。但1982—2000年这十几年间，标准普尔500指数在1982年8月12日牛市开始的起点是103点，到2000年3月24日牛市结束时是1 527点，美国股市的平均回报率是18%。这意味着每年有8%的增长来自估值倍数的提升，几乎一半是由市场投机行为促发的，最疯狂的时候，普通科技股的市盈率达到了130多倍。

2015年，中国南车的市值相当于西门子、波音等跨国公司市值的总和。其实这不算什么，《漫步华尔街》一书提到，1989年日本市场最疯狂时，理论上日本房地产总价值是美国的5倍（美国整个国土面积是日本的25倍），如果把东京卖掉，则可以买下整个美国。有朋友就问我，现在很多人说中国股市大盘会涨到10 000点，我怎么看这个预测。我说，没什么特别奇怪的，日本在1989年股市最高点时市盈率达

到60倍，总市值占整个全球市场份额的45%，那时美国股市的市盈率是15倍，英国是12倍。日本的电话业巨头日本电信电话公司，市值超过了美国电话电报公司、IBM、埃克森美孚、通用电气和通用汽车。所以，从历史上看，并没有“A股估值高于海外就不正常”这种事，而且当时日本的资本市场是开放的，人们的不理性程度是我们难以想象的。我常说：**资本市场从来没有理性的开始，也没有理性的结束，而且不理性的程度一定会超越我们的想象。**

我们投资上有一个72法则，就是一笔投资不拿回利息，利滚利，本金增值一倍所需的时间，近似等于72除以该笔投资年均回报率的数值。如果你的投资回报率是每年15%，持续5年你的资金就可以翻倍；如果是每年12%，持续6年你的资金就可以翻倍。这一法则延伸到人类社会，意味着什么呢？

经济学假设人与人之间是没有太大差别的，代际间只有叙事上的差别。在工业革命产生之前，经济增长差不多是零，所以在过去1 000多年里，整个社会几乎没有产生什么大的变迁，没有什么大的代际变化。但随着经济的增长，在心理文化层面，代际间是有差异的，经济基础决定上层建筑，经济的增长对人的心理影响很大。

在2015年这个时间点，美国经济的增长率是3%，那么它的经济总量实现翻倍则需要25年的时间，25年意味着什么？意味着整个社会的变迁、心理的变迁、文化的变迁等，需要25年才会发生改变。经济总量只要翻倍，你就可以假设心理、文化、环境发生了一个变迁。在某种意义上，欧洲经济现在保持2%的增长，那么它整个社会的变迁需要30年。中国经济现在的增长率为10%，那就意味着中国经济总量翻倍则需要10年的时间。原来我们的经济增长率在14%左右，意味着5年里经济就能翻倍，所以我们会感觉到，相差5岁的人就可能有一个代际上的差别，就是一个变迁。这样的变迁带来很多意义，对人的影响完全不同，涉及劳动力素质、人口消费需求变化等。当我们的经济保持7%～8%的增长时，实际上相差9年、10年就是一代。我们股市的波动在很大程度上跟变迁密切相关，每次股市波动都给经历当下波动的这代人带来惨痛的教训，等到了下一代才会忘记教训，所以我认为，到这个时点，新一代人要进入市场，一个新的行为就会发生。这只是我的看法，因为它不纯粹是经济学上的道理，可能是谬论，仅供大家参考。

其实，我们看经济很简单，不看投资、消费、出口，只需要很简单的一个经济学公式“收入＝平均工资×平均工作时间×就业率×总

人口”。从这个公式中看，“收入”想要增长，等号后面这几个因子的总和就要上升。现在人口增速下降，就业率不易再提高，工作时间也不易延长，所以收入增长唯一的办法就是靠平均工资，但工资的增长难度有多大，大家可想而知。平均工资变动代表效率变动，而效率的持续提升是需要时间的，所以整个“收入”的增速一定是下降的。在收入增速下降的前提下，根据我们刚才谈的72法则，可以预见，在未来的时间里，换一代人的时间一定会开始延长，所以这波牛市我们一定要珍惜，因为再往前走，延长期太长了，这是我在2014年的推论。

为什么许多人都不理解股市的行情？我们平常在讨论泡沫时只说到股市和房地产，很少说到其他领域，原因在哪里？

- 房地产和股市的价格始终只是边际定价，不是总价格。因为它们是边际定价，别看它们的市值很大，它们的实际价格也不一定很高。所以当我们计算它们的价格时，它们的泡沫可以超越你的想象，这与我们用平常的整体价格来估值完全不同。

- 它们表现的是“吉芬现象”[(13)]，指的是需求量随市场价格而不是随存货量波动。股票市场价格越高的时候需求越大，所以这跟经济学上的普通供求规律是完全不一样的。

因为这两个因素可以导致行情失控，所以泡沫愈演愈烈是可以推导的。我们常说的牛市两难就在这里。

2014年的时候，有人说我充满了忧患意识，因为我当时的看法是，即便中国股市大盘从2 000点涨到4 000点，普通投资者最终也难逃亏损。在那个时间点，我呼吁放开IPO，放开市场供给，因为市场是可以预测的。到现在为止，我们所有的投资回报都来自估值倍数的提升，在这种情况下，所有人的股票账面价值看起来都很高，但这是不可持续的，当市场结束的时候是什么景象大家可以想象。从历史长河看，我们即将或者正在开始一个全国性的掷骰子游戏，正在书写“大癫狂”的新篇章，当时呼吁放开供给，是希望这个局面不要过早到来。

我看过很多书，研究过大部分的股市泡沫，发现世界上任何一波牛市结束、泡沫破灭的时候，最低跌幅没有低于70%的。美国互联网泡

沫破灭时，《漫步华尔街》一书提到的所有蓝筹股的最低跌幅是86%，这就是忧患意识。当市场结束时，即便大盘到过10 000点，我们能不能留住4 000点，我不知道，但希望投资者在整个过程中能够保重。

本文是作者2015年4月在由《中国基金报》、深圳市金融办和香山财富论坛联合主办的“第二届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛”上分享的内容。

18
享受5 000点泡沫时找好退路

“人类对泡沫缺乏免疫力，对泡沫没有记忆力，这种非理性真的是无可救药。我们在参与泡沫的时候，记得一定要找好退路。”

在公开场合，经常有人问我怎么看后市。我的思路是：**做买方不能仅是瞄准，一定要开枪，光瞄准是不够的。**但是对未来，我这么多年的经验告诉我，我是没能力预测的，一预测就容易犯错，所以我不轻易预测。如果真要对未来做一些预测的话，我觉得有一种办法可能可以帮助我们进行预测，那就是对历史和生物学的一些前车之鉴进行深入研究。假设过去的模式在未来能够重复，大家可以根据对过去的一些分析做预测。

关于历史的预测，我在之前有谈到，本节中，我试着从生物学的角度来做些预测。其实，对人类进行研究，跟历史学也有关系。我曾说过，我们正在进行的是一场全国性的掷骰子游戏，我们已经不可避免地走上了为“大癫狂”书写新篇章的征程。这种不可避免的结果是由人性决定的。

凯恩斯在其著作《就业、利息和货币通论》一书里说：“生命的期间是不够长的，人类的本性需要快速的成果；人类在快速赚钱方面，有着特殊的热情。”这种热情使人们对金钱有一种迅速、狂热的偏好和追求，这种追求是泡沫本身形成的驱动力。**人类对泡沫缺乏免疫力，对泡沫没有记忆力，这种非理性真的是无可救药。人类容易上当受骗的程度在资本市场上表现得淋漓尽致。**如果泡沫很短暂的话，大家就很容易避免泡沫，关键是泡沫的持续时间是没法预测的。泡沫持续的时间比任何人预期的都要长，这让那些对泡沫持怀疑态度的人产生负面情绪，同时更坚定了支持者的信心。在一个没法预测泡沫时间的过程中，泡沫会越来越大。

很多朋友购买股票，经常是10元时买进，20元时卖出，30元时再买进，40元时再卖出，50元时再买进，80元时再卖出，120元时再买

进，这些都是真实的案例，我身边这样的朋友也不少。在这个时代，金融机构和个人投资者越来越以金融机构和投资者为交易对手，而不是以实体经济为交易对手。股票市场上的交易不断异化，金融机构和个人投资者间严重自我服务、自我创造的倾向，会不断地强化、不断地制造新的交易内容，天然就容易产生泡沫。金融机构把自己当作交易对手，最近20年，这个金融市场问题演变得非常严重。参与的金融机构和个人投资者通过不断地制造新的交易内容，更是乐在其中。

投资管理行业很有意思，如约翰·博格所说的，“其实整个投资管理行业，在整体上是零和游戏”。它是一个行业，大家千万不要仅把它看成一个专业，必须将其看作经济系统框架内的一个整体商业活动。买方和卖方有着天然的利益冲突，它自然地嵌入整个经济系统框架里，在这个经济系统框架里，自然而然就要符合经济规律。

在这个行业中，大家可以看到很多私募的本金要求很低，因为这是个暴利的商业活动。但是投资管理行业也有一个很独特的特点，按道理来说，资本会流向预期回报率最高的领域，投资管理行业作为暴利行业，必然会吸引无数的竞争者入场，不可避免地吸引新的资本进入。随着新的竞争者进入，这个行业的投资回报必然要下降。可是在历史上，所有的投资管理公司并不清楚这个规律，或者对它置若罔闻。随着时间的推移，私募和各种各样的投资管理公司会层出不穷，我认为这是中国市场未来的一个大趋势，也是市场膨胀的基础。因此，如果我们要对未来股市做一个很好的预测，一定要从生物学的角度来考虑问题，对投资者个人和金融机构的行为如何形成了泡沫，又是怎样越来越广泛地卷入这个泡沫，要有一个清晰的分析研究。我们要知道，泡沫是很难判别的，国家无法让整个社会避免泡沫。新闻媒介也不会以客观的角度看问题。泡沫形成的最重要因素之一，是大家对某些问题都有共同的看法，而新闻媒介是散播这些想法和理念的重要工具。

我曾看到过一个报道，称100多倍市盈率预示着中国新的转型方向，代表中国的未来方向。这就是新闻媒体，你说它的报道客观吗？社会和市场本身没有办法控制泡沫，新闻媒介又不客观，我们所有人又乐于享受泡沫，结局可想而知。

泡沫形成的过程有一个很有意思的现象，它是通过庞氏结构发展起来的。生物学上有一个非常重要的特点，就是整个生态链是个不断发展的网络，任何一个网络发展到自身不能承载的时候，一定会出现

断点，然后崩溃。股市是一个非生物学上的网络结构，这个网络结构是一个庞氏结构。按道理，这样的庞氏结构在超过自身的承载力时，是容易出现断点而不能持续的。但是股市的庞氏结构有一个非常典型的特点，它可以通过杠杆的提高和资金的转移来提高自身的承载力，由于承载力得到提高，市场就可以涨得更高，于是我们反而容易失去客观的认识，进而不断通过提高承载力来推动泡沫。但是它同任何一个实体的网络结构完全一样，最终一定会因自身承载力不够而出现断点。

我们如果要对未来股市做预测，那就要寻找其网络结构的断点在哪里出现。我们可以对未来做以下两方面的考虑。

- 我们一定要看到，目前的资本市场是中国2 000年以来第一次整个国家所有资产的证券化，这是个大背景。未来我们还有很长的路要走，股市就是主战场。

- 有一个指标是可以衡量资产证券化率的，即股市总市值占国家GDP的比例。我们现在可以计算A股的总市值，若是精细计算，还可以再加上中国香港和美国的中概股。然后我们可以假设中国的GDP以6%、7%、8%增长做模拟推算，5年以后GDP可以达到多少，这样就可以计算出股市的市场空间还有多大。

我认为这个空间还很大，断点还很远，庞氏结构还有足够的支撑时间。**但是我们在参与泡沫的时候，记得一定要找好退路。**

在这么多年的投资过程中，许多人都想知道我是用哪种办法做投资的，实际上我是比较倾向以基本面为主的。我来谈一下为什么要以基本面为主。我们上手做投资时，一般会看《股票作手回忆录》一书。这本书我看了好多遍，它的开篇就介绍故事的主人公在看盘，在投资成长中，每个人都给了他一些小窍门，但他并没有对大盘数字的随机波动做分析，因为另一个朋友告诉他：“傻瓜，这时候是牛市！”这句话其实才是真正重要的窍门！意思是说你在做投资的时候，一定要从价格随机波动的变化中脱出身来，要用更宏观的视野来看待整个行情，要顺势而为。宏观知识是财富。我总结以下三点：

- 第一点，“宏观知识是财富”[(14)]，像高善文博士这样的宏观经济学家是可以给大家带来财富的。如果大家去看《股票

作手回忆录》这本书的时候，千万不要纯粹沉湎于那些投机的简单窍门，而是要领会作者讲的如何顺势，如何去做宏观基本面分析。当你清楚这一点的时候，你所有的思维都会变化。如果目前你认为股票市场正在经历泡沫扩张，那你的思维就不一样了。**交易不一定要以基本面为基础，你可以不知道市场上到底发生了什么，但一定要注重基本面分析。基本面不能告诉你明天天气会怎么样，但能告诉你现在是不是在下雨。**我可以告诉你，现在的股市一定是在下雨，我明确股市在下雨，只是目前是暴雨还是小雨，你要分清楚。

- 第二点，股市投资管理是一种很艰难的零和游戏，使用基本面分析会减少你的博弈对象，还可以避开和大部分聪明人的博弈，因为聪明人更多地关心每天的价格波动。

- 第三点，因为我们很难预测未来，所以你要找到一种方法。什么方法呢？对时机选择要求不是非常高的方法，能够避免经常需要做时机选择的策略，尽量少预测，这也是基本面能够提供给你的一个很重要的方法。很多人做投资经常会出错，原因就是他有太多的时机选择，但无法做精准性很高的时机选择。不管在哪个市场上，股票、债权、大宗商品、房地产，所有的市场都一样。

这三点，基本面分析都可以给你带来价值。最后，我再次提醒，投资者在乐意享受泡沫的同时，一定要找好退路。

本文是作者2015年5月做的一次内部分享的内容。

对谈2
看好新兴产业

主持人：现在证券市场这么低迷，有人解释是由于人们对中国经济增长的前景和模式的担心，有人解释人们仅仅是对证券市场的担心。你倾向于哪一种呢，还是两者皆有？

王国斌：未来是不可预测的。我们要有理想，但不能理想化。中国要成为一个什么样的理想社会，我想每个人心里都有数，主要是看你是从哪个角度来看问题。我的观点是：疑虑甚深，问题很多，潜力很大。

对比美国，从20世纪80年代初至2012年每年都保持2%～3%的GDP增长率，孕育了30年的大牛市。这个增长态势再维持20～30年没问题吧，找些能确定增长的企业肯定还是办得到的，何况中国有这么庞大的人口基数，又培育出了市场，这对商业是最重要且最有价值的。

《孟子》曰：“五百年必有王者兴，其间必有名世者。由周而来，七百有余岁矣！以其数，则过矣；以其时考之，则可矣。”自然现象有周期轮回，社会现象也有周期轮回，一切都有生命周期，一切皆有季节。纵观整个中国五千年的历史，历朝历代都一样，盛世维持的时间都不短，和平建设的时间从来没有现在这么长。如果不出意外，对资本市场而言，我总体的观点是“盛极则衰，衰极则盛”，这是资本市场自身的规律。不要太悲观，也不要太乐观，所有人都很悲观绝望的时候，它一定会转向。这就是所谓的投资“贵上极则反贱，贱下极则反贵”。

当然，在投资上，我们自己确实也有很多盲点。我最近有了一个很大的发现，自己以前或许有50%的想法都不完全正确。我经常说的一句话就是，做投资一定要不断地改善你的决策过程和思维方式，因为社会变化太剧烈。纯粹靠在股市里做投资产生像巴菲特这样的投资家

是很难的，因为制度环境与制度基础有待改善。大家真正做投资，也只是从2000年到现在，我们都是处在一个学习的过程中。

如果一个行业的产品没有提价能力，那一定要规避。

主持人：前面我们谈到了资本上的两大变化，一个是从卖方时代到买方时代，一个是市场可以敞开供应上市企业的时代，越来越多的企业都可以上市。这个时候，从你的选择标准来说，要寻找幸运、能干的企业。那么再具体一点，什么样标准的行业、企业是既幸运又能干的？从比较长的周期的角度来说，你们下一步的投资方向，或者你们特别关注的行业和企业有哪些？

王国斌：我做投资，入门的时候，中国的企业还没有引入现代企业管理制度，投资过程中，我对中国的企业发展阶段做了个总结。

我一直认为，最近几十年中国企业的进步可以划分成三个交替进行的阶段。

- 第一个阶段是1996年之前，那时候上市的公司，还不是真正意义上的现代企业。双轨制下的企业，批文是最重要的。现在还有很多这类企业。

- 第二个阶段是1996—2000年，以长虹、海尔、美的、格力等为代表的企业出现，此时中国出现了与衣食住行相关的需求，为满足这些需求的产品开始真正面向市场生产。“彩电大王”倪润峰率先运用市场策略，即价格策略，但当时只有一个方向，就是降价。价格战只在一段时间内有效，很快利润就没了。由于企业利润不可持续，当时的股市具有明显的操纵特征。

- 第三个阶段就是从2000年开始，中国逐步成为全球最大的MBA、EMBA教育市场。我们的企业家在倪润峰时代只会打价格战，而MBA、EMBA教育打开了企业家的视野，国际上先进的管理经验开始在中国企业实践，有一批真正的企业开始成长，经营者开始具备企业家的眼光，开始讲企业战略、人力资源管

理、产品设计、营销、广告等，让自己的企业壮大。在这个阶段，中国出现了一批真正通过管理带来效益的企业，比如联想、中集、中兴通讯、万科、张裕、上海家化等，企业增长也开始长期化。而社会需求也在进一步提升，汽车、房地产、旅游行业都涌现了大量的企业。

综合来看，在整个过程中，中国企业的竞争优势来源是不一样的。自上而下分析，我们可以看到，中国以前所有企业竞争优势的来源之一，要么是垄断，要么就是低劳动力成本和低环保要求。但是这几年劳动力成本不断上升，劳动密集型行业的成本高速上升；环保要求也越来越高。

所以，如果一个行业的产品没有提价能力，那一定要规避。产品价格没有谈判优势的企业一定很危险，成本上的波动会对它们造成巨大的伤害。这个在以前没问题，因为即使企业在价格上没有谈判优势，但在成本控制上可以有优势，加上一些资金壁垒，其他企业也进不来。但现在一定要高度警惕劳动力密集的行业。

比如化工行业，以前在全球范围内，其竞争优势的来源有两个，一是劳动力成本，二是低环保的要求。随着中国对环保要求的不断提升，就要警惕这些靠低环保要求作为核心竞争力的企业。

主持人：再具体些呢？有什么特别的关注点？什么东西可以持续观察？

王国斌：那要看什么行业可以高于GDP的增长，哪些企业在价格上是有谈判地位的。**在竞争行业中，有价格谈判地位、能高于GDP增长的企业一定是处于新兴行业。**比如说以前我们国家对环境保护要求不高，但接下来国家在环境保护方面的投入会很大，与环境污染治理有关的行业一定是高于GDP增长的，这个行业一定是未来几年内的幸运行业。

我们也非常关心消费，中国老百姓的消费占GDP的比重这么低，这是无法持久的，这么低的比例会危及整个国家的稳定。消费占GDP的比重一定是要上升的，教育、文化、旅游、娱乐、健康等都是未来非常重要的发展方向。

还有，我们会关心新能源、新技术领域。我们过去是靠高耗能发展的，这是无法可持续发展的，节能是国家战略。目前很多所谓的高技术行业也许在将来会成为普通行业。在2000年之前，硅谷都是信息技术公司，但现在硅谷的一半公司可能都是生物制药、基因类的公司，这就是它未来的方向。以前信息技术、互联网是高科技，现在信息技术就是你做饭时候的油盐酱醋，打麻将时候的“混”（万能牌）。而数据处理能力将成为竞争的关键。

主持人：最终信息技术会像我们传统工业社会的水泥一样了。

王国斌：变成水泥了。未来真正新的东西，就是环保、生物制药、基因工程、文化娱乐提升，还有太空开发等新领域，中国在科技追赶方面投入巨大。**要找幸运的行业，一定要去找未来增长力强的行业。**但是，这些行业也有巨大的风险，新兴东西的生命周期不一定会长。

主持人：就是说，从行业方面看起来很好，但是从公司单个产品来说，生命周期都很短。

王国斌：对。**所以在这个过程中，我们要看这家公司是不是能干，能干的公司维持的时间就长一点。**我们也是有产业周期的，“老三样”不行了，现在很多人关心的“新三样”是手机、笔记本电脑、汽车。

做任何决策都要建立在自己可能犯错误的基础上。

主持人：关于投资新兴产业，我一直感到很困惑的一点就是，新兴产业看起来很美，是幸运的行业、很好的行业，但是到最后反而变成一个很坏的投资。比如说新能源，它看上去很美，但投资新能源没一个赚钱的。

王国斌：这里最重要的是，在资本不稀缺的情况下，如果这个行业没有什么核心技术，就一定会对这个产业的生命周期造成剧烈波动。2011年日本地震的时候，多少产业出现了问题，日本这些企业掌握了多么重要的工业命脉。**任何一个工业链条总有一个关键点，只要**

把那些关键点找着了，我们就可以自上而下地做分析了。比如苹果，它总有一个最上游的采购，如果我们盯住那个采购点，就可以清楚地了解整个链条的成长空间了。所以，巴菲特的投资真的是非常严谨和纯粹的投资，他不碰科技股，他说不懂的东西他不碰，我们大家很难像他那么纯粹。

主持人：一说到整个信息技术产业，我们原本以为会出现很多新的技术，其实到最后回过头来看，大部分企业都没有什么竞争力，而且除了台积电外就那么几个长大的公司，大部分公司的产品都是在很短时间内就没了，成了周期性公司了。你说的基因类或者环保类的公司，我觉得也可能会出现类似的情况，包括你说的一些产业，刚才你的潜台词是说其实我们也需要很仔细地找到关键点去分析。

王国斌：不管怎样，我们要想清楚一条，每个人在做决策时都容易犯错误，做任何决策都要建立在自己可能犯错误的基础上，不能老想着自己做什么事情都是对的。

有一本书写得非常好，叫《从资本家手中拯救资本主义》。因为资本家一定是追求垄断的，但是整个社会是不希望有垄断的。在这样一个斗争中，如果一家企业构筑不出垄断优势，那么从整个市场角度看，它一定会被摧毁。这个社会就一直处于这样斗争着、追求垄断、竞争，竞争又让垄断消失的过程中。如果历史上美国在做收音机之类的产业时，始终只有一家企业生产收音机，那这家企业的利润保持200年都没问题。问题是，技术一旦开放就没有垄断性了，这个产业就变成了另外一个产业。我们举一个更加不现实的例子，即原子弹，如果每个国家都生产原子弹，那它就不会这么珍贵了，它的核威慑力就没有了。所以，最好的东西就是别人不能标准化而自己可以标准化的产品。

人要形成逆向思维并不是一件很容易的事情，“人弃我取，人取我予”说起来容易，做起来很难，“贵上极则反贱，贱下极则反贵。贵出如粪土，贱取如珠玉”是逆向行动者的最高境界。**实践上，逆向思维只有在少数几个时间点会成功，很多时候都需要等待。**有时，做了正确的决策却不一定成功。大部分时候，比如市场刚一涨或者刚一跌你就逆向思维，那就完了。

试一试把目光从热门的或者悲观的市场或领域移开，去寻找那些未经雕琢的璞玉，或那些相对来说不太活跃的市场和领域——你有可

能对自己的发现大吃一惊！**最好的方式是将逆向思维看作检验预测是否正确的工具，而不是一个预测工具。**

金融投资大师约翰·邓普顿（John Templeton）有个形象的比喻：

> 如果十个医生告诉你吃某种药，你最好还是吃这种药。同样，如果十个工程师告诉你用某种方法修建大桥，你最好用那种方法修建大桥。但在选择股票时，众口一词是非常危险的。如果十个证券分析师告诉你买入某类资产，记住远离它，它的股价必然已经反映出其受欢迎的程度。

本文是作者2012年1月接受资深投资人理森的采访的实录。

第三部分

拥抱变化，与时俱进

19
价值投资的逻辑

“很多人希望每一圈都领先，但每一圈都领先并不重要，最重要的是，你冲过终点的时候，是不是还在赛道上。在所有的投资理念里，复利告诉你的最重要的一个道理是，你一定要避免资本的永久性损失。”

回报率的来源

投资回报率来源于两个部分，第一部分来自盈利和股利所代表的基本面。从长期看，我认为这个因素是可靠且可持续的。第二部分来自投机，表现为基本面部分的市场估值大幅度波动。在我看来，这个因素从长期来看是临时性的、不可持续的。人们听到最多的忠告是不要投机，听起来非常简单。但困难在于，如何让人们听从这一忠告，这一点就非常难了。我自己20多年的实践过程中，时不时还产生了一些投机的念头，想不做投机，不太容易。

投资，实际上要建立一个比较简单的思维方式，你做一件事情可不可以重复，如果能重复，你就去做。如果没能力去重复，你就少做。

真正的价值投资者跟基本面投资者是不一样的，价值投资的思维方式其实是非常简单的，它是把股票看作公司的一部分，把自己看作公司的所有者。这一点非常重要。很多人在投资过程中，很难把一家公司成长过程中股价上涨带来的利润赚到手，很大一部分原因是没有把自己看成公司的所有者。股票一旦涨个10%或者20%，就卖掉了。比如化工股、汽车股，现在很多投资者买卖这些股票时，石油价格一涨，就把一部分的股票卖掉了，这就不是价值投资者的思维。就腾讯而言，绝大部分人都没赚到该赚的钱，很简单的道理，投资者没有把自己看作腾讯的所有者。

投资策略，所有问题的出发点

投资策略是投资者应该考虑的首要问题，因为投资策略是所有问题的出发点。

对我们从事投资的人来说，放在我们面前无非是两张图谱。一张图谱是资产产品图谱，就是从低风险、低收益，到高风险、高收益这样一张图谱。低风险、低收益的是债券，市场上有各种各样的债券；接下来是股票、房地产、私募股权；再往上有期货，还有艺术品。这样一张资产产品图谱显示了资产的多样性，这张产品图谱的相互关系是你在做资产配置的时候最主要考虑的事情。另外一张图谱就是股市里的投资策略图谱（见图14-3）。

投资无非就是你相信这个市场是有效的还是无效的。如果相信市场是有效的，那你采取一种策略；如果相信市场是无效的，就是另外一种策略。实际上，投资策略是根据市场有效无效来划分的。

有效市场很简单，基本上就是人们会用一种指数化投资，这个时候我们考虑得最简单，就是成本和资产配置。价值投资是长期的分析方法，中间也有很多短期的分析方法，都是基于市场无效的假设，相信无效的价格最终会和价值趋同。

投资策略完完全全应该是多样化的，没有多样化，就没有价值投资。

奇特的复利效应

我们考虑一下下面两个问题。

- 一名在10年内连续获得10%年回报率的投资者，与一名连续9年获得20%年回报率却在第10年损失50%的投资者，哪个人的财富多？

- 今天一次性给你1 000万元，还是分成两部分今天给你1万元，然后每天翻倍，30天后把这两部分钱加起来都给你，你选哪种？

靠直觉我们是没法给出前述问题的正确答案的，复利的效率是非直觉的，但复利的效应是奇迹的。其实在投资里面，复利是最重要的概念之一，但它是非直觉的。因为非直觉的东西，人们往往都不会去实践，或者不太会去实践。**这是做价值投资很重要的原因，价值投资是要让自己避免资本的永久性损失。**

急速还是稳健

如何让自己避免资本的永久性损失？首先，你需要考虑，你是要急速还是要稳健。我以前在公司内部经常说的一句话就是，一年翻一倍的投资者比比皆是，但是5年能翻一倍的寥寥无几。

我们去看公募基金、私募基金的表现，这种情况也非常多。原因在哪里？

一种组合是，你选了5只股票，每只投了100万元。其中4只是好的投资，一年回报率15%，但第5只跌了一半。另一组合是，你投了5只平淡无奇的股票，每只都只涨了5%。你愿意选择哪个？

很多人希望每一圈都领先，但每一圈都领先并不重要，最重要的是，你冲过终点的时候，是不是还在赛道上。在所有的投资理念里，复利告诉你的最重要的一个道理是，你一定要避免资本的永久性损失。你持有的投资品价格跌了10%，涨回去要11%，这就是复利的潜在意义。

游戏规则

其次，思考游戏规则，我们处于一个什么样的生态链。关于游戏规则，一个方面是诚实问题。我讲一个很早以前的故事，这个故事是我刚参加工作的时候，我的领导给我们讲的。他说有个投资银行家经过一个墓地，立着一块碑，上面刻着“一个投资银行家，一个诚实的人”。他的手下就问他：“一个墓里怎么埋了两个人？”通常情况下，一个投资银行家和一个诚实的人，是很难联系到一起的。

投行是卖方，经常卖东西的人都知道，在卖东西的过程中，卖方一定会把自己的产品描述得很好，从一般商品到金融产品，完全都一样，没有任何区别。所以我们在面对投行的产品时，需要警惕。

另一个方面是划火柴效应。我们二级市场投资者是整个生态链里最底层的一环，处在最脆弱、最危险的阶段。一只股票证券的生命周期就是一个划火柴的过程，从一家公司创立到后面的A轮、B轮、C轮融资，到最后的IPO，就是火柴点燃之后从A轮传到B轮、C轮，最后到了我们手里，实际上这个时候火柴已经烧到屁股了，一不小心手就被烫。

在这样一个生态链里，作为二级市场的投资者，我们怎么保护自己是最重要的。这也是一个价值投资者最需要考虑的问题。

金融产品的复杂性

最后，我们要认识到金融产品的复杂性。金融产品其实非常复杂，一个重要的体现就是，它的合同、法律规定很复杂。不说股票，就连我们现在去买基金，它的法律条文都会让人感到很烦。我以前在公司里经常要签字，不同的条款读起来要花费相当长的时间。你如果不是一个专业人士，根本就不能领会合同内容的复杂性。金融产品的内在价值实际上是不确定的，当然有些债券产品的内在价值是确定的，但股市的不确定性非常明显。金融资产处于高速换手时，错误很容易被掩盖。

另一个重要的体现是，“专业”和“熟练”不易区分。有一个数据显示，真正区分基金经理是靠运气还是能力，需要三五年时间，那么，投资者想要区分基金经理的业绩是靠运气还是能力就比较难。不

会有人愿意等，也没有人能够等，没有人愿意用三五年时间证明这一点。因此，金融领域成为外行冒充内行、欺诈盛行的肥沃土壤。这导致金融从业人员对自己在行业中的工作表现缺乏安全感，甚至对自己在该行业中的职业生涯也感到不安。人们就只关心短期利益，即便与客户打交道时，也把自己短期内的最大利益放在第一位。

利用市场机会

“指数基金之父”约翰·博格说过，投资管理行业整体上来说是一个零和游戏。这个零和游戏与实体行业在经济学上是截然不同的。经济学上，实体行业随着新的竞争者加入，投资回报率必然下降，但投资管理行业回报率却严重依赖新竞争者的加入。

有那么多证券公司在开策略会，那么多研究员在推荐他的公司，原因在哪里？就是这个行业需要这样的新进入者。我们什么时候看到过华为或谷歌公开讨论搜索怎么做得更好、手机怎么才能让用户更喜欢？实业是不会在公开场合讨论自己的商业机密的，只有投资管理行业有各种各样的讨论会，这种讨论会的目的就是希望有更多的竞争者加入。

而且，在中国这个市场，人们对于快速赚钱充满着特殊的热情，金融机构和投资者越来越以金融机构和投资者为交易对手，而不是以实体经济为交易对手。投资者把股票作为一种简单的符号，而对公司基本面的忽略充斥市场。

总体上来说，竞争和市场愚蠢，为价值投资者创造了充分的条件，价值投资者通过利用市场机会是可以获得可观回报的。如果价值投资者没有机会的话，不会有人去践行价值投资的理念。

价值投资很简单，但实践价值投资又是很复杂的，巴菲特曾提出三个问题，如果不能很好地处理的话，是没有办法做价值投资的。

- 如果你一辈子经常吃汉堡但又不养牛，你是希望牛肉的价格不断上升，还是希望它不断下降？你当然希望它的价格是下降的。

- 如果你每过几年就要买一辆车，你是希望汽车的价格不断上升，还是不断下降？这个问题也很简单，你希望它的价格是下降的。

- 未来5年，如果你不断有储蓄需要投资，你是希望股票的价格不断上升，还是不断下降？其实内心能坚定地回答出这个问题的投资者寥寥。

时机选择和经济周期预测有多难

所有的投资都不能建立在对时机预测的基础上。我的观点就是这样。我非常希望自己能够正确预测市场和经济周期，然而这是不可能的，我做的投资都是建立在不能预测未来的基础上。

价值投资者的黄金时间是市场下跌的时候，如果投资者能够预测市场未来的变化，那么永远也不可能选择成为价值投资者。

当证券价值上升的时候，大家都知道市场有一波剧烈上涨，一波牛市到来时，价值投资者买的股票的涨幅一定会超过其他乱七八糟的股票。我在某次演讲中说过，一条河干了很长时间，水一点点流进来的时候，最先浮起来的是垃圾，到最后浮起来的才是大船。

而证券价格稳定上升时，价值投资者的方法通常是一个累赘。当市场估值过高时，投资者因为卖出太早陷入尴尬的境地。2007年的时候，有人就遇到过很尴尬的情形。所以，没有什么能比在一个非理性的世界里追求理性的投资策略更具有灾难性。

总体上来说，我认为时机选择是一个不可能的事情。能够真正做价值投资实践的人其实非常少，我们完全不必纠结。原因很简单：能坚定回答巴菲特第三个问题的人极少。另外，巴菲特说过，世界上绝大多数投资者既无能力也没有必要的心理素质选择个股、投资个股。这是很显然的，因为我自己在实践过程中也有这样的体会，选择个股、分析个股非常难。如果你不能确定你远比“市场先生”更了解而且更能给你投资的企业估价，那么你就不能参加这场游戏。

价值投资不是在一段时间里让人逐渐学习和采纳的理念，要么立即学会并马上付诸实施，要么永远无法真正学会。你一定要把自己看作公司的所有者，没有这样的视角是没法做价值投资的。

投资策略总结

投资管理行业是一个零和游戏，我们一定要问自己两个问题。

- 你的优势是什么？有人挣钱，就有人赔钱，你如果没有优势的话，就应该放弃。当然你可以不计后果，没有问题，就像很多人赌博时，明明知道自己没有优势，也可以通宵达旦地玩。价值投资才是保护自己的最好方式。

- 你怎样去跟他人竞争？在这个过程中，你一定需要一个很重要的工具包，没有这个工具包是很难做的。为什么做价值投资特别难？因为资金策略决定投资策略，有怎样的资金才能做怎样的策略选择。你如果没有长线的资金，是很难做价值投资的。

价值投资的逻辑总结

你一定要明白，规避风险是投资中最重要的元素。巴菲特说，投资的首要原则，第一条，永远不要赔钱；第二条，永远不要忘记第一条。

只有价值投资者是把焦点放在规避损失上的，那么价值投资最重要的意义在哪里呢？面对未来，你不一定知道明天天气会怎样。但价值投资会告诉你，现在是不是在下雨。同时价值投资是一个共赢的策略，价值投资者不是以其他人为竞争对手的。价值投资者有一些很好的优势。

- 第一个优势，由于股市投资是零和游戏，大部分人更多关心的是每天价格的波动，当你采用价值投资策略时，你的博弈对象就会比较少，这样就可以避开和大部分聪明人博弈。我愿意选择价值投资，是可以避免和大家竞争的，不需要去和其他投资者博弈。

- 第二个优势，我们很难预测未来，所以一定要找到一种方法，这种方法对时机选择要求不是很高，你可以减少预测。价值投资恰恰是这样一种方法。

- 第三个优势，价值投资的长期策略可以帮助我们减少分红税，减少付给经纪商的佣金。在美国，价值投资确实很有用，因为它有资本利得税的问题，你持有的时间越长，资本利得税越低。我们过多使用短线买卖策略时，卖出之后收回现金，一定会选择买新的东西。其实，多一次选择就多一次错误的可能，你用价值投资的方式，是要花足够的时间和精力对每笔买卖进行非常深入细致的研究，可以帮助你降低犯错误的概率。

从一开始，投资就是一种推迟眼前消费获取未来所得的意愿，其实质就是一项关于信任的行动。不管是牛市还是熊市，我们只有乐观地相信未来，才有投资的前途。

本文是作者2017年6月在华泰证券中期策略会上分享的内容。

20
一个投资者给企业家的建议

“资本从来都不是免费的，资本有它的纪律性和原则性，资本市场只会给那些资本利用效率高的企业高估值。”

资本市场的长远发展，取决于真正为市场创造价值的企业的发展，资本市场的发展空间最终取决于企业的空间，而企业发展的核心就是企业家。从全球化、城市化不断加剧和科技飞速进步的角度来说，中国目前为企业创造了非常大的发展空间。而这个空间能不能实现，取决于大量企业家能不能涌现。我认为供给侧改革非常重要的成果之一，应该是涌现了一大批企业家。

作为投资者，我想基于20多年的投资经验与实践，给企业家提供一些个人视角的建议。

投资者与企业家不同，对于资本市场来说，资本市场主要发挥两个功能：一是给投资人带来回报；二是为需要风险资本的企业找到风险资本。企业家天生具有冒险精神，不断追求变化；而投资者尤其是价值投资者是不太喜欢变化的，甚至是厌恶风险的，他们间的关系很微妙。

哈佛大学的一位教授说过：“投资者就像坐在摩托车上的人，他越相信驾驶人的品格和能力，这项投资就越有吸引力。”

获得财富需要冒险，而守住财富需要近乎偏执地规避重大风险，让复利发挥作用。凯恩斯曾经说过：“随着时间推移，我越来越相信正确的投资方法是把相当大的一笔钱放在自认为了解且完全相信的企业管理者手中。”

建议一：高度关注风险

乐观是企业家非常重要的品质。我去见何享健先生的时候，他说：“如果不是乐观主义者，就不该当企业家。”丹尼尔·卡尼曼[(15)]在《思考，快与慢》这本书中说过：“乐观主义者对塑造生活起到了或大或小的作用。他们的决策产生了一定的影响。这些乐观主义者是发明家、企业家、政治和军事领导人——总之不是普通人。他们寻求挑战，承担风险，最终获得了成功。”

作为投资者，我希望企业家非常乐观、非常自信，但不希望他们的乐观、自信是过度幻想。**乐观的益处只属于那些有点偏见、能够突出正面但又不至于脱离现实的人。**查理·芒格也说过：“永远不要低估那些高估自己的人。”

乐观也容易给企业家带来重大风险，让他们没法理性面对杠杆。巴菲特说过：“真正的风险来自从事你不懂的事情。”由于波动比较容易通过杠杆冗余短期应付，短期并不会带来风险。但长期而言，盲目自信将会带来过高杠杆、连环收购、摊子铺得太大，等等，此时企业家将经受不住波动。

2017—2018年时我常说，很多企业创始人会因为过高的杠杆破产，或者他个人先于企业破产。**企业家经营成功的时候，应该像保守的投资者一样防范两个最大的陷阱：高杠杆和高集中度。**面对一些新项目，不仅要看它的成功概率，更要看它可能产生的严重后果，如果无法承受，不管概率多少都不能做。查理·芒格曾经说过：“聪明人因为酒、女人和杠杆破产。”我认为其中最多的破产原因是杠杆。

建议二：注重短期与长期的关系

经济学上有一个效应叫双曲贴现效应，指的是人们面对同样的问题，相较于延迟的选项更倾向于选择及时的。我们总是过多地关注短期问题，认为今天的选择对应的后果离我们越远，与当下关系越小。

任正非提到他的女儿，说不会选择她做接班人，原因是一个领导人必须能够预见未来10～20年的技术趋势，而他的女儿没有技术背景，没有能力预测未来的趋势。

这里非常重要的一点是不能短视。投资者炒作香港股市中的仙股就是短期的侥幸行为，认为不会轮到自己接最后一棒。金融行业的人更倾向于短期，认为今年拿到奖金就行了，至于明年、后年还做不做这个行业，没关系。资本市场从来都是只注重短期效应的名利场，因此，企业家容易把昙花一现的好消息跟市场竞争优势混为一谈。对于企业家来说，这样的短期行为也会带来巨大风险。

建议三：专注

资本市场更加青睐细分市场的龙头和专业企业，多样化经营的企业的估值一定比细分业务的企业的估值更低。

作为投资者，我喜欢这样的组合体：专注自己的行业，同时以开放的心态，在风险可控的前提下，特别是在成功的前提下，积极进行各种试验，一旦成功便可产生巨大回报。

我觉得专注的同时，偶尔分心是可行的，分心有时候会产生很多意外收获，盘尼西林、伟哥、化疗的诞生都是这样的意外收获。对于一个企业家来说，保持竞争力需要百分之百的努力，但是持续的竞争力也需要一个企业家偶尔停下来，看看其他的可能性。不过在资本市场，专注一定会比多样化带来更高估值。

在美国，多元化公司和主业集中公司呈现不同的状况：主业集中公司平均持有的现金是多元化公司的两倍。而在中国资本市场，像美的、格力、海尔、伊利这些主业非常集中的公司，它们的现金储备都非常充足。

建议四：资本从来都不是免费的

资本从来都不是免费的，资本有它的纪律性和原则性，资本市场只会给那些资本利用效率高的企业高估值。

对于企业来说，与资本收益无关的任何事情，都只是达到最终目标的手段，企业的最主要目的是要提高股东权益的内在价值。

任正非考虑得最多的事情之一，就是收益在员工和资本之间的合理分配。这是一个非常长期的问题，企业家们从马克思对资本市场进行了客观科学的分析开始就在考虑这个问题。任正非选择不上市，不愿意被资本市场裹挟，就是考虑公司长期战略和短期利益的平衡。

建议五：延迟满足

关于延迟满足，1966年至1970年初，有一个著名的棉花糖实验，这个实验是斯坦福大学一位心理学家做的，目的是考验儿童耐心和意志力。十几年后，研究者发现那些在实验中表现出较强耐力和意志力的孩子成年后更加成功。卡尼曼对《棉花糖实验》[(16)]一书的评价是，读过之后“你对人性的看法会深深地改变”。

所以一个人的成功不仅仅是靠智力，很大程度上还取决于对未来的耐心。企业家们应该经常问问自己：那些额外的利润经得起时间的考验吗？你的生意是时间的朋友吗？

很多企业比如滴滴、美团、微软、亚马逊，你可以比较它们，哪些是想快速获得利润的，哪些是为了获得更大的护城河，宁愿牺牲利润的？获得护城河和获得利润二者之间要有一个权衡。

长期来说，只有不断建立可持续的东西，对企业家、投资者才是最有好处的。最典型的失败案例是李自成，他没有选择延迟满足。

建议六：回避投机暗示

不要置长期经济结果于不顾，花高价收购公司以追求多元化。不要盲从投机思维的机构和顾问发出的暗示，要考虑什么是重要的，而不是什么被认为是重要的。

现在，很多企业家经常被充满投机思维的投资者围绕，受他们影响。查理·芒格跟巴菲特曾经引用过林肯的一个例子，林肯曾提出过一个问题：“如果你把一条狗的尾巴称作一条腿，那么一条狗有多少条腿？”然后，他自己的回答是：“四条腿，因为把尾巴叫作腿并不能真的把它变成一条腿。”查理·芒格说，像林肯这样的人去华尔街的话一定很孤独。

企业家需要和那些真正有知识的人，而不是那些假装有知识的人打交道。**我强烈呼吁所有企业家，如果你希望你的企业长治久安，尽可能回避那些充满投机思维的人给你发出的暗示。**

建议七：诚信

好名声得之难，失之易。一个对他人坦承自己错误的管理者或员工更可能会从错误中获得教训。公开欺骗他人的管理者最终会私下误导自己。如果一个管理者总是把自己的失误怪罪到别人头上或者归咎于外界环境，那么面临其他重要事情时他也更倾向于自欺欺人。

所以，诚信应该成为贯穿企业家职业生涯的根本要素。在商业世界里，诚实的管理者就是企业的一笔宝藏。如果企业确立了诚信、理性、公平的好名声，股市最终会给它很高的奖励。

在上述给企业家的建议中，我认为最重要的有三条。

- 一定不要有太高的杠杆。
- 一定要专注。
- 一定要诚信。

如果企业家能够具备以上良好的品质，在目前这个时代，优秀的企业一定会不断涌现，资本市场一定会走得越来越好。

本文是作者2019年3月在《中国基金报》主办的“第六届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛”上分享的内容。

21
时间是投资的朋友还是敌人

“那些看似一塌糊涂的决策，却可能会带来意外的惊喜。你的决策到底对不对，只有拉长时间周期来看才能得到验证。”

时间是投资的朋友还是敌人？要理解这个问题，每个人首先应去试着回答另一个问题：改变是投资的敌人还是朋友？实际上，时间意味着每天都有变化。面对这样的变化，你怎么应对？投资是一个受制于概率的游戏，即使很英明、伟大的决策也不一定会给你带来满意的结果。而那些看似一塌糊涂的决策，却可能会带来意外的惊喜。你的决策到底对不对，只有拉长时间周期来看才能得到验证。时间是整个投资的“杠杆”，投资策略就是“支点”。只有在投资上做出合乎时间逻辑的策略，才能让时间成为投资的朋友。

大家应该都听说过，有腾讯的员工除了正常开销外将所有收入都买入本公司的股票，不管涨跌，坚持了7年，到如今价值几何，大家可想而知了。但假如你是中国远洋、乐视网的股东，你坚持持有至今，那么你的结局将是非常悲惨的。所以时间是不是投资的朋友，实际上是因情境而变的。而这个“情境”就是根据经济环境制定的各种投资策略。

很多公司就算某一时点处于相同情境，后面的变化也未必可知。同一行业的龙头公司10年市值变化可能迥异。2007年东阿阿胶和云南白药的市值差不多，但是到了2017年，云南白药的市值已经是东阿阿胶的2倍多了。另外，中国人寿跟中国平安也是典型的案例，在2006年，人们如果要买保险公司的股票，首先想到的肯定是人寿。人寿当时有很多出色的投资，所以那个时候，人们会先去选择人寿，而不会选择平安。同是乳业公司，起初伊利与光明乳业差距没那么大。2010年上海世界博览会，伊利花20亿元拿下冠名权。我们问光明乳业，为什么不参与家门口的盛会？对方的答复是，现有网点不足以覆盖20亿元的广告成本。彼时，伊利全国有网点60万家，而光明乳业有6万家。

8年过去，光明的网点没增加，而伊利已经扩大到几百万家网点规模。品牌和渠道的扩展随之而来的就是伊利的估值水涨船高。

1972年的时候，美国“漂亮50”的平均估值到了41倍。2017年我曾做过一个报告，目的是为了告诉大家，在当时那个时点上，中国的蓝筹股总体上还是比较低估的。和美国1972年的时候比较，中国“漂亮50”的估值要低很多，而且如果投资者在美国1972年最高点的时候买入并持有“漂亮50”到1996年或者到2001年，那他的收益与标普500同期的收益基本是持平的，没有太明显的差别。只有少数公司的收益是低于标普500收益的，一类是市盈率超过50倍的，另一类是部分科技股。但是大家回过头来看，我是拉了这么长的周期，如果是截取中间的一个时点来看的话，比如持有至1980年或1984年，那么“漂亮50”在那个时候是损失惨重的。我们要明白，很多投资拉长时间来看是极具魅力的，但是缩短时间来看就会是很悲惨的。

美国股票、债券、现金在不同期限的收益范围也很有意思，如果你只看一年，美国股票、债券、现金平均收益没有特别明显的差异，因为股票的波动非常大；当你持有10年以上，股票的收益明显胜出了债券与现金；如果持有20年，那么股票的正收益非常明显（见图21-1）。

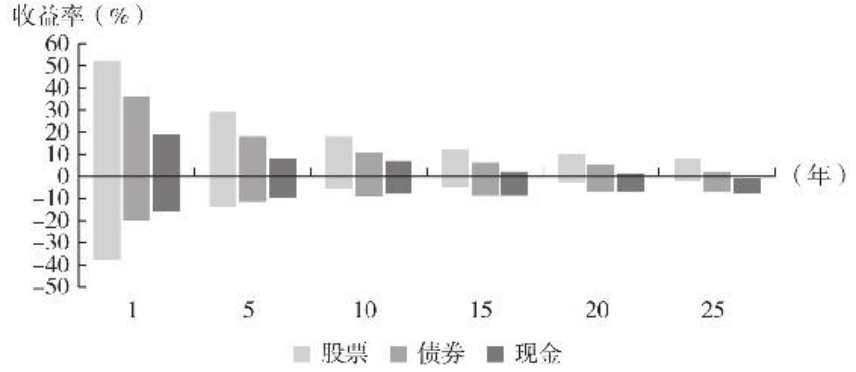


图21-1　去除通胀因素后，美国股票、债券和现金的收益范围

我们还要考虑战略眼光，1980—2000年，如果你在关键的30天没有持股的话，你的复合收益率将会下降一半（见图21-2）。

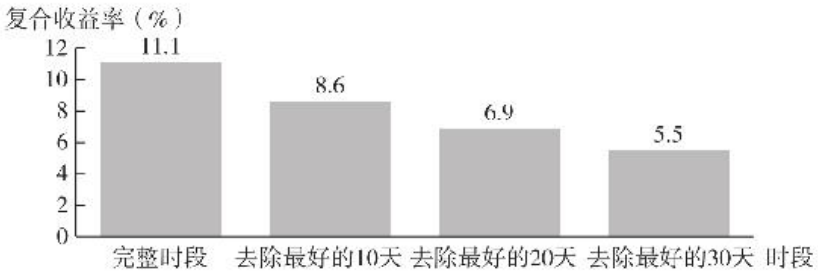


图21-2　1980—2000年标普500的复合收益率

同时，1928—2000年，如果错过1933年、1935年、1954年这3年，那么你最终的收益（4 912.7美元）也将只有全部时间持股（16 991.5美元）的29%（见图21-3）。

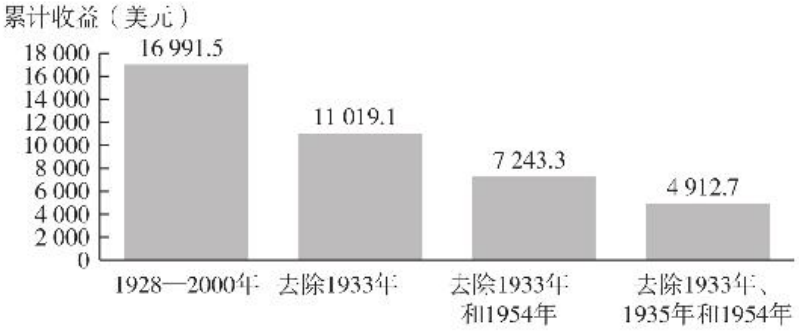


图21-3　1928—2000年本金为1美元的标普500累计收益

所以，10年前我在供职公司内部制订的其中一个策略是：**用你长期的持有仓位去等待那关键的30天、关键的3年。**

你的策略变了吗

乘坐飞机之所以安全是因为人类植入了“学习—改进”的流程，物理学原理没有改变，那些基础的机械原理也已经50年没有发生大的变动，所以现在还有服役超过20年的飞机一点也不奇怪。我们几乎已经学会了关于飞机的一切，不管哪个环节出现了问题，总有办法保证它下次不再出现同样的问题。与之相对应的是，我们知道大多数新餐馆五年内就会倒闭，这可是有几个世纪历史的行业呀。但是从“问题出在这里”到“下次应该这样做”，中间可是差着十万八千里。所以，餐饮业创办者绝大多数会失败，而且永远是这样。

我们再来看投资，成功的投资有公式吗？这可是聚集了众多聪明人的行业，成功的投资公式早该研究出来了吧？然而并没有，因为世易时移，多年屡试不爽的策略，突然哪天就不灵了。趋势投资如此，价值投资也一样，人们很难去找到像物理学这种一成不变的原理，所以没有一成不变的策略。你的立场不妨设为，策略是根据证据而定，永远准备改变观点，因为这个世界不断在变。经商、投资、谈论经济，皆应如此。

那么有不变的事物吗？有，泡沫总会发生，巨头总会诞生，没什么公平可言，耐心会得到回报而固执将受到惩罚，只可惜我们无法做出归因。所以最重要的是如何做归因分析，使决策可以重复。**在任何一个存在不确定性的领域中——无论是投资、赛马、德州扑克，你都得把注意力集中到决策过程上，而不是紧紧盯住短期的结果。**这是个心理悖论，说起来容易做起来难，因为结果是客观易见的，而过程是主观不可度量的。这是我们所有普通投资者所不能理解的，普通投资者更愿意把自己的注意力集中在结果上而不是过程上。所以我想对普通投资者说的是：“大家真正需要克服的是恐惧与贪婪，时间是你们的朋友，但你们需要选择专业的投资者，把信任投给他们。”

让决策简单化

曾经有朋友问起我对一个人的评价，说他的观点很好，面面俱到，宏观怎么做，微观怎么做……然后问我，他的策略怎么样？我说不行，因为他的策略，没人做得到，他自己都做不到。所以，我们一定要让自己的投资决策越来越简单化。如果只是复杂化投资决策，一定只能是对外表现的，他绝对不是用这种方式做投资的，如果是，那么他挣的钱也是偶然，是靠运气。

投资是一个依赖概率性的游戏，由于短期的结果变数太大，我们不可能仅仅凭借短期的观察去下结论。如果你做短线投资，那么你周围的噪声太多，会让你真假难辨。我们更多的策略都是要基于让自己的角色变简单，让影响决策的噪声变得简单。短线投资，要摒除噪声的干扰，只有钢铁侠那样的心理才能经得住这样的冲击，这里难度非常大。而且我们容易犯近期偏差的错误，我们总是想投资近期表现非常好的公司，但真正的好企业，它的成长也是需要时间的。**也只有拉长时间来看，运气的成分才会被消除，我们的投资管理能力才能真正发挥作用，这就是时间与投资的一些关系。**

要想在股市上赚钱，投资者必须在个股上精益求精，因为要考虑很多公司环境的恶化。同时投资要简单化，非常复杂的策略是不可操作的。基于公司的估值，他人低估的时候我去买入，然后他人高估的时候把它卖出。这样的策略要求的能力太高了，难度太大，不是好的策略，真正好的策略是选择一些伟大的公司，然后跟它们一起成长。

2017年，我说到投资三元食品，我认为，一家价格很高的好公司要比一家价格便宜的公司要强得多。所以我会为某些好的公司支付很高的价格，相反，对一家平庸的公司，支付低廉的价格往往也会带来伤害。

从中国出发，向世界流浪

2017年，很多投资者犯过的第一个错误是总被噪声干扰，太容易惊慌失措，一直处于迷茫与困惑之中，因为他们看的周期太短了。**我们很难预测天气的严寒和酷暑，但随着时间的推移，天气会慢慢形成气候，其实气候形成之后，我们就有能力来观察天气的规律了。投资也是如此，当你只看一天两天的时候，是看不出波动原因的，但当你拉长时间来看，你的困惑与迷茫往往会被一些常态的规律所替代，常态的规律是可以避免惊慌的。**

2017年投资者犯过的第二个错误是同一头猪摔跤。大部分投资者基本处于一个赔钱的状态，原因是他们在跟猪摔跤，弄得自己疲惫不堪，却还乐此不疲。

2018年，有些投资者可能犯的第一个错误是要么放弃股票市场，要么专注在市场的整体表现上。我认为，不能让恐惧指导我们的决策，2018年股市增长是有限的，个股表现日趋分化，而非同进共退。要想在股市赚钱，投资者必须在个股选择上精益求精。

投资者可能非常容易犯的第二个错误是拔掉鲜花，浇灌杂草。这个苗头非常强烈，社会上的很多语言、很多观念在误导大家，有声音说，中国的资本市场上，蓝筹股都是传统产业、我们的新兴产业受到了打压等。其实股市最基本的功能是投资功能，同时为需要风险资本的企业寻找到风险资本，并不具备引领社会前进的功能。但是当一个正常的市场开始运转的时候，它的外部性一定是推动着社会不断地向前发展，战略性新兴产业的发展是这个市场带来的外部性，所以我们不要受这些错误的思维逻辑的影响。

最后，人们易犯的第三个错误就是过分注重政治因素和技术层面。其实不需要太担心政治因素，也不需要太关心技术层面。2013年时，我一直强调技术在改变中国，但现在我会说，未来3年，我看不到颠覆性的技术出现。目前是投资最好的黄金时间，因为颠覆性的技术还需要积累2～3年，之后才会出现。而高品质的上市公司有能力适应政治环境和技术可能发生的任何变化，投资者应该致力于发现这类公司，而不是去预测不可估量的政治走势和技术细节，不需要政界人士和未来学家来告诉你该怎么投资。

我在2017年说过，这一年最大的风险是“标题风险”，时隔一年，2018年仍是如此。无论基本面有多好，人类犯错误的时候都会把事情搞得一团糟。

“从中国出发向世界流亡，千山万水，天涯海角，一直流亡到祖国、故乡。”(17)很多高净值人士心中始终忐忑不安，想流浪，但是你流浪到哪里最终还是要回到中国。所以我想和大家说的是：“植根中国，让中国变得更加美好。国富民强才会让生活在这里的每一个人都有更好的归属感。”

本文是作者2018年6月在亿衡财富学社中分享的内容。

22
勤奋带来好运，财富源自专注

“钥匙丢了，别人给你灯光，你就在灯光下面去找，就算钥匙真的在暗处，只要有灯光，你就不会去漆黑的地方找。所以很多涨得很好的股票和你没关系。研究员自己要成为探照灯，尽可能去照亮所有角落。”

分享、读书是最好的提高方法

我们研究员的积累已经到了一定程度，我们去的地方很多，研究覆盖的面也比较广，但如何突出重点，如何更有效地抓住牛股，是需要我们认真思考的。我们要培养这方面的能力，要懂得选择、懂得放弃。

我的理念是：**全力以赴不一定能做好，不全力以赴一定做不好。**

每个人都能找到自己的方式。在投资理念上，白兰地基金的管理者福斯特·佛莱斯（Foster Friess）对我颇有影响。福斯特按照家庭式结构组建和管理公司，我们也像家庭成员一样始终抱着协作的态度在工作，按家庭成员的方式在要求员工，要诚实、要勤奋。

从2012年开始，我们讲投资方面的东西越来越多，原因在于我们对新人抱着真正培养的态度，不能说我们是很好的老师，但我们愿意彻底分享，我们的理念是先培训，后分享。

一开始，我们要修炼基本功，要做大量调研，写大量报告，这跟打高尔夫球一样，一开始不能只顾打得远，要先练好基本功，动作要准确。对于做研究的人来说，需要信息上的交流，需要协作，所以我们一定要坚持写，但是如何提高效率是自己要考虑的。此外，我们要悟出自己的投资方法，每个人的性格是不一样的，要形成自己的投资理念。什么方式可以让一个人提高得更多更快呢？一方面，靠的是师父领进门；另一方面，读书是最好的方法。

2009年，我在跟投资经理开会时，建议投资经理们都去看《专业投机原理》，此书提到，要想让自己成为专业投资人，就是看完市场上能找到的与投资相关的1 200多本书。我们的专业本领无非来自演绎和归纳，这两条都离不开学习和思考，离不开从书本上获取知识，这对每个人的成长、提高都有用。

不要只是埋头工作、去公司调研，要多看书。我自己的体会是，每天记一些笔记，形成自己的一些体会。

一定要独立思考

有一个故事，讲的是一位金融学教授走在路上，看到了100元钞票，不去捡它，因为他认为那肯定不是真的，否则早就被人捡走了。这讲的是市场有效时的情况。但如果是金融从业人员看到了100元钞票，肯定马上捡起来，或许还愉快地去酒吧坐坐。两者有共同点，也有不同点。共同的地方在于，市场是有效的，当市场无效时，它最终会趋于有效。

一名金融从业人员的精神状态应该是，当发现市场无效时，要寻找是否有异常的估值，并且利用这个机会盈利；当市场有效时，要保持耐性。

总体来看，大多数公司的价格在某个点上是市场有效的结果。怎么去判断市场是有效还是无效？这涉及方方面面的问题，看博弈、看估值等。

我们做研究最大的问题，就是一上来就想推荐牛股，而没有想真正要做的工作是什么。**我认为，研究员首先要做的工作是，知道自己获得的信息在多大程度上是真实的。**

“是什么”是我们做研究的重点，这对判断非常重要。“会怎么表现”是另一个层次的问题，是投资经理考虑的问题。**只有了解“是什么”，以往困惑的地方才会变得明朗，而人们犯错误的地方往往是自己不知道的地方。**

为什么会有困惑？一方面，可能是大家都不知道“是什么”，有时企业老板自己都不知道；另一方面，很重要的原因在于你们的关系网、判断力很大程度上依赖别人。

任何估值都充满了相互冲突和矛盾的观点，判断错了，没关系。但我现在担心的是，研究员做判断不是来自自己的一手判断，而是来自别人的判断。因此，我们一直鼓励独立思考，不能依赖别人。

如果你能踏踏实实地了解“是什么”，当你真的能做预测时，收益肯定是惊人的，因为你能做时机选择了；如果你的积累不够，还无法做出预测，自然也不需要去考虑这些问题。

正确的决策方式更重要

我们这个行业很特殊。财富源自专注，干得越久带来的价值就越大。

千万不要认为你推荐的公司股票涨了，你的判断就是对的；而你推荐的公司股票跌了，判断就是错的，股市里根本不是这样的逻辑。为什么一定要你们去读书，一定要你们去总结，也是这个原因。

我常说，好的决策不一定要带来好的结果，坏的决策不一定带来坏的结果。但在这个过程中，我们一定要不断地纠正决策方式，建立一个正确的决策方式要比带来好的结果更加重要。

研究员们平时都非常忙，但有个特点是，哪里有调研就去。我以前常打一个比方：**钥匙丢了，别人给你灯光，你就在灯光下面去找，就算钥匙真的在暗处，只要有灯光，你就不会去漆黑的地方找。**所以很多涨得很好的股票和你没关系。有人约你去调研，或者联合调研，这就可能是有光但无效的地方。**研究员自己要成为探照灯，尽可能去照亮所有的角落。**

我们还要善于总结。比如，我遇到过的差不多2/3的基金经理，没有一个敢说在周期类股票上赚过钱。原因是什么？跌的时候，没有人敢买；涨的时候，加仓，再涨，再加仓，加到最高点的时候，涨势就结束了，这就是周期类股票的特点。这跟宏观经济有关系，从研究角度上说，我们要去总结，不要气馁。

此外，我们需要掌握一些共用的工具，比如财务报表。辨别公司的好坏，财务报表是最好的方法，它会说话。

把握“度”和“关键点”

一家公司好不好，很难简单地用“好”或者“不好”来下结论，因为每家公司肯定存在很多问题。因此，我们不要理想化地看待一家公司。我觉得这里有一个“度”的问题，就是在哪个点上，你要看到积极的因素；哪个点上，要看到消极的因素。

在投资股票时，有些是小概率事件，有些是大概率事件，这也是一个“度”的问题。以前我投资某公司，有人就说，这家公司的股票怎么能投资，万一它的老板坐飞机失事了怎么办？这就是小概率事件。如果一定要把小概率事件当作重要的问题考虑，那就没有任何事情可做了。

除了把握好“度”，了解市场中投资行为的变化也很重要。比如在这个阶段，市场上所有人都这么想，但到了另一个阶段，可能一切就变了。以往在某个阶段，可能所有投资周期类股票的人都赚钱，但这几年里投入最多的不是周期类，因为波动太剧烈了。这就是投资行为的变化。投资者在不同阶段改变了投资方式，其他很多东西就改变了。

这几年市场最大的变化在哪里呢？投资新方法我并没看到。不管是自觉还是非自觉，我们用的方法，在国外分门别类已经很完善了，所以总体上变化不会太大。伟大的投资家经常寻找新的投资方式，但在全球化背景下，已经没有未开发的处女地了。被誉为“最富远见的国际投资家”的吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）寻找的新的投资方式，无非新兴市场国家而已。

我认为，互联网对整个金融服务业的改变是这几年最大的变化。互联网对信息传播方式、对人情绪的影响、对市场的反应等，都比以前快速得多，市场也更容易波动。

接下来最大的问题可能是各种各样的“黑天鹅”事件，其对市场的冲击会大到超乎想象。对于这个问题，我的看法是：**独立思考很重要，不能因为“黑天鹅”事件造成的波动而情绪波动，这样会无所适从，周围人可能都会反应过度。**

最后，我想说说价值投资。价值投资有很多潜在条件，其中，最核心的就是研究价值从哪里产生。尽管没有一家公司没有缺陷，但是

每一家公司的价值肯定从某个核心点产生，有的来自特许权，有的来自管理信息化，有的来自品牌，等等。当其他点难以把握时，产生价值的点是可以把握的，是没有矛盾的。抓住了这一点，抓住了最核心的点，跟人接触时，你就不会迷茫。

本文是作者2013年在东方红资管半年投资研究总结会议上分享的内容。

23
怀抱理想，珍惜当前

“你一定要走到正道上去，带着正气去做事情，所有的耐心都会得到回报，市场会非常有效地把财富从没耐心的人那里转移到有耐心的人那里。”

对许多人而言，估计已经很久都没有人跟你谈过关于理想的话题了，我们只在小学、初中时会讲理想，到高中时，很多人已经不敢谈理想了。

为什么要谈理想呢？这个话题源于一个简单的问题：我们的竞争优势最终来自哪里？我想不出来。就在思考如何谈这个话题的过程中，我突然意识到：**“合理的理想主义是我们结构性竞争优势的源泉。”合理的理想主义可以让我们获得结构性的竞争优势，并在这个过程中获得更多的利润。**这是我想到的事，至于能否在经济学上、在企业经营中实现，还很难说，有待每个人在日常工作和生活中去琢磨、思考。

完全竞争时代来临

我曾看过一部电影《一八九四·甲午大海战》。关于甲午海战的片子，我是轻易不去看的，因为小时候看《甲午风云》是我这辈子最抑郁的事情之一，这部影片气氛很压抑，看过之后，整个人很长一段时间都处于压抑状态。这次看《一八九四·甲午大海战》，看后依然很压抑，还有年轻时代那种“哀其不幸，怒其不争”的悲愤情结。

看这个片子时，很容易让我联想到我们自己、我们现在的公司是处于什么状态。影片中，邓世昌在读《天演论》时说道：“世间万物，优胜者生存，民族国家也如此。今中华民族若不奋起，必将为人类历史所淘汰。”“落后就要挨打”，国家如此，企业也是如此。

资本市场演变到现在，国家也好，企业也罢，在一个开放的环境中，必然面临激烈的竞争。经济学上的完全竞争意味着什么？我们很多同事的专业背景不是经济学，不一定能理解。很多人读经济学的时候，没有真正读进去，因为当时是带着应急的目的去读的。有一次，我在某商学院跟教授们交流时，说了一句让他们很吃惊的话，我说：“我们证券业最糟糕的地方、最薄弱的地方是大家对经济学不了解，原因是有的MBA、EMBA学生在读经济学的时候，是抱着应急的、工具性的态度，不是理念性的。”

完全竞争意味着所有人都没有利润。对国家来说，完全竞争意味着人民要流汗流血；对企业来说，完全竞争意味着企业要破产，员工要失业。我在很多场合演讲时，一上来就会问一个问题：“现在企业家觉得企业很难经营，所以都不开心；不给员工涨薪，员工也不开心，这是一种什么现象？”我的观点是：这是一种正常现象，是个好现象。所有企业都没有超额利润，难道不是一个好现象吗？当所有企业都没有超额利润时，那意味着消费者能获得最大的满足。所以，2013年以来，在很多场合，我都讲到了竞争。我们要充分认识到竞争的残酷性，很多事情不是我、不是公司要你怎么样，而是竞争环境逼迫你不得不怎样做。

我们目前的竞争状况是怎样的？2013年在美国时，我碰到一家外资券商的领导，他讲了一个简单的数据。在中国，现在是100家券商在服务不到100家基金公司，国外现在是10家券商服务几万家公募和私

募，这意味着未来5～10年整合是不可避免的。那么，我们的优势在哪里？这几年我们为什么进步了？

前一阵子，我看了一条很有意思的新闻：一家海外投行在大肆招人，为什么招呢？管理层认为这个经济周期不短，先大规模裁人，把工资高的都裁掉，可以控制成本，再把年轻人招进来培训3～4年，等他们成长起来时，经济进入另外一个周期，这批年轻人就可以给公司赚钱了。这就是资本主义。

这家投行的全球投资银行主管来我们公司拜访，我们了解下他是怎么工作的。他正在巴黎过25周年结婚纪念日，但为了游说东方证券赴港上市，接到电话，就把老婆留在那里，飞到上海来了。他在纽约有个很大的庄园，但大部分时间他是在办公室旁边的小旅馆中过夜的，平均每天只睡4个小时。

美国的投资银行业就是这么经营的。《魔鬼经济学》里有很清晰的阐述，大家可以去看看。投资银行业，在任何一个地方都跟其他行业不一样，在美国、欧洲、亚洲莫不如此。美国很少有制度规定员工6点以后还要加班。如果有，你可以起诉，但投资银行业不一样，不需要制度。这种状况在中国香港也是一样的，我去找一个香港的朋友，他晚上10点钟还在加班，圣诞节也在加班，元旦还要到办公室工作。这是竞争环境使然。

积累、做大概率的事

面对这样的竞争，我们准备好了吗？我们似乎每天都在接受命运的安排，但事实上，我们每天都在安排自己的命运。

我经常对年轻人说：“**在中国，很难有一个像我们这样的行业，让一个年轻人能够不需要太多的外力，更多依靠自己的努力来改变命运。**”这是我这么多年来非常由衷地对每个年轻人说的话。每个人都想致富、想发财。微博上有人说，发财有三个办法，第一个办法是“我爸是李刚”；第二个办法是“我爸是李嘉诚”；第三个办法是“我是李彦宏”；在美国，还有第四个办法，“结婚，然后再离婚”。

美国有一个故事，一个富婆结婚了，她的闺蜜来祝贺她，问她：“你用什么秘方找到了比你年轻20多岁的小伙子，告诉我你保持青春的秘密是什么？”她说：“没什么秘密，我50多岁了，但我告诉他我已经70多岁了。”

个人致富，时机、性情、天赋缺一不可。

如果没有这些段子里所说的四个办法，该怎么办？唯一的办法，我认为只能是自强不息。所以，西方人告诉我们第五个致富办法，就是理财教科书中一定会提到的“积累”。

关于怎么积累，我讲讲我2013年美国之行回来的体会。我们与花旗一起去了一家公司，我当时不理解花旗为什么要安排去这家公司，就如同高盛已经两次不辞辛劳拜访我们公司一样。

这家公司当时的状况是，第一季度亏损10亿美元，CEO因为个人原因辞职了，未来接班人尚未知晓。虽然CEO辞职了，但为了拜访这一客户，花旗纽约分公司的联系人飞了过来，花旗香港分公司的联系人从香港飞了过来了，我们也辛苦地飞了过去。其中，花旗香港分公司的联系人让我印象很深刻，他从中国飞到美国，见面一个小时，然后一刻不停留飞回香港。这说明了什么？我们总结下来，这家公司做事情，攻心为上。在做业务时，不知道哪片云可以下雨，那就到所有的云下面去等，尽我所能。春天不播种，夏天就不生长，秋天就不能收获，冬天就不能品尝。

之前，我的一个朋友来培训财富管理业务时，提出了两个观点。第一，一定要告诉客户从事大概率事件，绝不推荐客户去买彩票、赌博。为什么要这么做？因为要把客户引到大概率事件。我们做业务也是一样，要客观、理性，要去做大概率事件。在培训时，他很客观地告诉大家，财富管理的业务模式是什么，你应该做什么工作。财富管理不是帮客户管钱，你自己都没钱可管，怎么帮有钱人管钱？这从理论上是讲不通的。所以，他说了财富管理的三个功能：管理客户的预期、背书、在逆境中安慰客户。

第二个观点对我们更加重要。他说，20%的客户贡献了80%的利润，问题是，大客户具有隐蔽性，这20%的大客户隐藏在80%你不知道的群体中，所以，你必须做大样本的事情去把这20%的客户找出来。这是一个逻辑前提。另一个逻辑前提是，小客户可以成长为大客户。我们一定要做大样本、大概率的事件。我们做研究、做客户服务时，都应该这样做。

实际上，我们很多人在做营销等工作时，混淆了客户的要求和客户的真正需求。我曾讲过一个“产品—客户矩阵”，做这个矩阵的目的是：第一，要真正把客户的需求罗列清楚；第二，罗列清楚后你会发现，没有一个人能满足客户所有的需求，所以我们必须团队协作。我不能命令团队成员协作，协作一定要发自内心，如果不是发自内心，是运转不起来的，这不符合市场经济的规律。

所以，我认为理想主义者能清晰地了解客户的真正需求，不会在面对客户时糊弄、将就，不会因为市场偶然的务虚去投机、妥协、改变原则，不会因为客户的不切实际而改变自身的经营作风、原则和思路。真正的理想主义者从不抱怨。理想主义者相信，是金子总会发光的，做事是真正地用心、用力、用功，甚至抱着牺牲精神。以客户为导向绝不意味着纯粹地顺从客户。理想主义者最终达到的效果是“争是不争，不争是争”。巴菲特说过一句话：“市场非常高效地把财富从没有耐心者那里送给耐心的人。”真正的理想主义者非常有耐心。

相信市场的力量

前面我讲了面对竞争时我们该如何做。接下来，我要说说为什么讲理想，讲合理的理想主义。这话说起来就很长。

举个我亲身经历的例子：

> 许多年前，我带着我们自营部门出去玩，当时我在路上吃了一家乳业公司的冰激凌，这是我第一次接触这家公司的产品，当即我就下了结论，从此之后再也不吃这家公司的任何东西。那冰激凌的颜色极为鲜艳诱人，我本科是学化学的，马上就质疑：这样的东西怎么能吃呢？这家公司的基因最初就错了，没有走正道。而它的竞争对手们至少在诞生之初就从未想过要骗人、骗钱。它们那时肯定也想发财，但它们不敢这样做。

多年来，很多公司最初走的是正路，后来劣币的存在迫使它们走歪路、邪路。但是，我觉得从现在开始，在这个市场上，我们可以开始讲理想，我认为这是结构性竞争优势的源泉，因为我们要走正道。这些年我们一直强调合规，一直强调基本面，为什么这样做？我们错了吗？没有。历史的演变、资本市场的演变越来越证明，我们这么做是对的。在一个逐步脱离“劣币驱逐良币”的社会机制下，我认为，理想主义会日益散发熠熠光辉。

中国五千年的文化历程中，有很多黑暗和曲折，但最终都会迎来光明，每个时代都会有邓世昌那样的一群爱国志士。社会总是往正确的方向走，大家要有这个信仰。

我经常说的一句话是：“监管部门要做两件事，保护投资者不上当受骗，保护投资者投机的权利。”2012年，“毒胶囊”追责措施出来后，浙江十几个相关人员被问责，河北有很多工厂被关停了。这种新情况不是坏事，是好事。因为制度逼着所有人都规规矩矩、认认真真做事，这就是制度的力量。虽然其中有许多不尽如人意的地方，有很多不完全正确、不完全合理的政策，但制度会逼着劣币在这个市场上逐步离开。

大家经常说资本市场改革，虽然我们看到这个过程带来的巨大破坏，散户忍受着巨大的被剥夺的痛苦，但这是不可避免的。我希望能唤醒散户赶快逃离，保护自己。我在公司内部开会时，也经常呼吁营业部经理让散户把股票换成基金，或者换成其他产品。因为我看到这种结局不可避免。

大家要相信市场的力量。《经济学的思维方式》一书的开篇就讲了秩序是怎么有机产生的，我看过之后感觉眼前一亮。作者举了个堵车的例子，我们平时只看到交通的失败，拥堵严重，但没有看到交通的成功之处。我们想想看，虽然你每天上班时都抱怨道路太堵，但你从来不用担心到不了公司，因为你只要沿着那条路走下去，总是可以到公司的。

经济学实际上并没有假设人人都是自私的，物质至上的，事不关己、高高挂起的。很多人在把经济学当成工具学习的时候，首先学到的可能是“人是自私的”这一假设。但实际上经济学不是这样假设的，经济学从来不否认慷慨、公益、品德的现实性和重要性。

亚当·斯密的《道德情操论》一书里有句话我在许多场合都引用过，这句话是：“最高级别的谨慎是最好的头脑和最美好的心灵的结合。”

我们周围有非常多很知名的企业，它们在理想的光芒的照耀下越做越大。有没有人听说过谁离开华为后说华为坏话的？很少。这么大的公司都能做到这一点，非常不容易。我和来自华为的人聊天，聊完之后，由衷地敬佩这家企业。任正非要求华为所有的员工无论走到哪里都要低调，在邻居中也要低调。这些公司改变了我以前的想法，因为他们从一开始就是走正道。

我对理想的思考，也是受他们的启发，他们坚持理想，坚持正气，始终走正道。

专业人做专业事

我倡导“专业人做专业事”，曾经有个企业家协会给我发了条短信，要举办活动讨论一个社会事件，这不是我的专业。经济学家不是专家，经济学家是一个职业，社会事件是律师、社会学家该去讨论的，不是我该去讨论的。我不是那个专业的人，所以我没法做那件事。

但我也很清楚什么叫“合理的理想主义”，那就是做正确的事。什么叫“正确的事”？我衡量员工所有行为表现的原则就是“是不是做正确的事”，我们解决同事之间的矛盾，靠的就是这条原则，“是否做正确的事，是否合道理、合天理、合人理、合伦理”。**我也有不擅长谈论的某些社会事件，但在很多与投资相关的问题上，我很清楚地认为，我们一定要去做正确的事。**

当然，我们说的“正确的事”，在各个国家、各个领域的衡量方式是不同的。我曾在飞机上读到一篇关于日本企业管理的文章，日本企业管理中，高管在中国办公时租房子住，企业给房贴。这个员工觉得很可惜，正好自己也没房子，他就买了房子，拿企业给的房租去付按揭，但日本企业不同意。虽然结果对企业来说是一样的，因为企业付了同样的钱，但日本企业说：“我们只给租房子的房贴。”

我有一个朋友也遇到了类似情况。他是一个意大利企业的高管，被派驻中国，企业给了他很多房贴，有人建议他把房子买下来，用房贴付按揭绰绰有余，他说：“我们企业不允许，我不会做这种事。”从这两个例子不难看出，一些国外企业的管理者更注重过程管理。

沿着正确的路径走

我们说的价值观考核是对过程的考核。**只要你沿着正确的路径走，我认为完全可以达到理想的目标。**明末清初的大思想家黄宗羲说过：“大丈夫行事，论是非，不论利害；论顺逆，不论成败；论万世，不论一生。”

有时候，我们要具备一些理想主义精神。讲到理想，我想到我当年读书时有几本书对我影响很大，比如，德国社会学家、经济学家马克斯·韦伯的《伦理之业》《天降之任》（收录了《以政治为业》《以学术为业》），值得推荐。如果你想在精神上获得一些营养，更要好好读读。

大学毕业时，我抄了段话送给我出国的同学：“如果一个人不能用热情去做一件事，那么这件事对作为一个人的他来说将毫无价值。”我们经常说“人不痴狂枉少年”，你在某些事情上总要痴狂一把，做事情总要有这种精神。我印象很深的还有本书《来自竞争的繁荣》，这本书讲的是，20世纪60年代，当时联邦德国的前总理、经济部部长路德维希·艾哈德用他的经济政策让联邦德国经济崛起，这本书改变了我的信念，我从此对未来充满了信心。**只要社会充满竞争，你就要对社会抱有希望。**

有学生曾问过我关于社会前途的问题，我是这样回答的：只要这个社会存在竞争，社会的明天就一定会比今天更好。我们每个人身上都蕴藏着巨大的潜力，我谈理想，就是希望唤醒大家的潜力，唤醒大家昔日心中的希望、期望和憧憬，唤醒大家曾经的纯真。完全竞争一定会逼着大家如痴如醉地拼搏，否则你就没办法生存。**你完全可以做得更加杰出，关键是你一定要走到正道上去，带着正气去做事情，所有的耐心都会得到回报，市场会非常有效地把财富从没耐心的人那里转移到有耐心的人那里。**

我们要勤奋起来，唤醒自己追求卓越的曾经。我们能走到今天，肯定都曾是校园里的佼佼者，只是后来没有那样的渴望了。我对中国的未来充满信心，尽管的确有很多不如人意、不尽人心的地方，但是我们要相信市场的力量。我看过《大数据》以及关于云计算的《赢在云端》《第三次工业革命》等书，在所有这些领域，中国都在快速崛起，中国的发展与国外是同步的。

社会建设性的力量在不断涌现，我们每个人要坚持正义，带着正气、走正道是我们竞争优势的来源。你和他人做同样的事情，你凭什么比他人收入多，凭什么比他人做得好？你要有利润，超越平均的利润。完全竞争时代，你就要比他人做得好，别无他法。至于怎么做，我们要去思考。

我们要通过自己点滴的努力，把各种正确的东西贯穿到生活、经营等方方面面中去。理想主义是要落实到具体工作中的，不是拿来和社会碰撞的。通过学习理想主义的精神，我们不断地探索，不断地自我批判，不断地完善自己，不断得到改进。

随着公司规模扩大，公司一定会有很多隐形杀手，管理层要高度警惕，比如，官僚主义、教条主义、欺上瞒下、“当面一套，背后一套”、“事不关己，高高挂起”、自私的修正哲学、以情代法、人治的“圈子化”、部门之间老死不相往来等现象，这些都是隐形杀手。对管理层来说，要战战兢兢，如履薄冰。我们不能把价值观挂在墙上，价值观不是看的，而是要落实到工作和行动中去的。我提供两个思维方式帮助大家进步。

- 一定要去想，你凭什么比他人做得好，找出比他人做得好的办法，去寻找你的“工具包”。

- 你做任何一件事情，在取得成功时，或总结经验教训时，一定要去想：“我这么做是可复制的吗？”

只要沿着这两个路径往前走，你一定是螺旋式上升的。你衡量一个人的时候，也可以用这两个方法去观察。跟上市公司打交道，你都可以这么观察。在脑子中问自己：“这家公司凭什么比别人好，它的好可以重复出现吗？”只有具备这两个条件了，它最终才能胜出。一个人具备这两个条件，你一定会敬佩他，一定会愿意跟他交朋友。对你自己来说，这个思维方式也是最好的学习和改进途径。

本文是作者2013年7月在东方红资管工作会议上分享的内容。

24
拥抱变化，与时俱进

“人与人之间的区别是，你是真正地生活了1万多天，还是只生活了1天，却重复了1万多次？”

面对变化，我们要有正确价值观。价值观是我们看待事物、做事情的理念和方法。

也许少数人不按照社会提倡的正确价值观做，也可以在不违规的情况下做得很好，但这只是个案，不符合大数定律，不是我们想要实现的可复制的成长，这一点在管理、决策等各方面都非常重要。

有不少人缺乏“概率观念”，做什么事情都不考虑概率。概率的观念要应用到所有事情中。比如在德州扑克中，你拿到一对A，就想狠赢一把（通过诱导别人加大赌注），但你想过没有，100把你拿一对A，99次赢的钱之和可能都不及1次大输的钱多。看到这个你就想清楚该采取什么策略了吧。大家要在头脑中建立概率的概念，很多事情不能以个案来代替整体，你要形成更加全面的想法。

我经常说的一句话，“一鸟在手，胜过二鸟在林”，这是一个概率的观念。毛泽东读宋玉《登徒子好色赋》，认为宋玉辩解的方法是“攻其一点，不及其余”。同样地，我们在倡导价值观的时候，你不能拿个案来攻击整体。正确价值观中要求的内容，任何一点你都可以拿个案来批评的，但我们要的是可复制的成功。

我反复强调，在投资这个领域，一个正确的决策不一定带来好的结果，一个错误的决策也可能带来好的结果。当正确的决策带来坏的结果时，你会忽略它；当错误的决策带来好的结果时，你会强化它。我们提出这些价值观，是为了让大家看到，哪些是可以重复的、助你成功的东西，帮助你纠正日常生活、工作中的很多思维习惯。我对公司的价值观有基本的原则，那就是，不能执行的东西，我不允许列出来，不允许它变成口号。我们的文化或理念是，把一个员工应该在公

司中做的事情，按照正确的方式推广执行。这就是我们在倡导的价值观。

下面，我谈谈心态和看问题的角度。在价值观上，你完全可以换一种方式，以积极的心态看待价值观的具体内容。比如，“合规”可以用两种心态来看：一种心态是，合规很麻烦，阻碍了业务开展，给我带来了很多束缚；另一种心态是，万一我真的违规了，我的职业生涯就完了，公司也会遇到麻烦。对价值观的每一条要求，你都可以转换心态来看。我经常举例子说，你出门路上被车蹭了一下，悲观的人会说“我今天被车撞了”，乐观的人会说“今天很幸运，我没有被车撞死”。

同样一件事情，我们可以从不同的角度看。鲁迅评论《红楼梦》说：“经学家看见《易》，道学家看见淫，才子看见缠绵，革命家看见排满，流言家看见宫闱秘事。”面对动荡的市场，有人看到的是风险，我们看到的应该是机会，要用积极的心态来看问题。我建议读一读俄国作家契科夫的小说《生活是美好的》，其中有两句名言，“事情本来可以更糟糕的”“假如妻子背叛了你，你该感到庆幸，因为她背叛的是你，不是你的祖国”。我们看到很多事情时，可能会感到失望，但不要沮丧，对所有的事情都要抱着这种积极心态去看。

做投资的人，最重要的就是要建立这种心态和思想。当市场下跌时，很多人看到的是风险，但你要看到机会。“市场充满投机和欺诈”，这是一种视角，另外一种视角是“市场提供了无限商机”；“市场风险很大”，这是一种视角，换一种心态，“市场需要耐心”；“我真傻，怎么会做这么愚蠢的事情？”，换种心态看，“每个人都会犯错，我们要抓住下次机会”；做投资亏损的人说，“这个市场根本赚不了钱”，换个角度看，“市场是有钱可赚的”。**在投资上，不要等到事情真的发生了才动手，别忘了优秀投资者通常是在人们对宏观经济的担忧达到顶点时买到了最好的东西，最好的获利机会往往在发生危机的时候出现。**

积极的思想会促使人转变看问题的方式。伊拉克战争爆发时，精明的商人马上就准备了裹尸袋，卖给美国。

积极的心态促使人成长。你要用积极的心态去阅读和领会，积极的心态在某种意义上真的会成为你的天使，给你插上成长的翅膀。你

本来需要三四年才能走上更高的台阶，如果你领悟了，你可能在半年甚至更短时间就能上更高的台阶。

我们这个行业要求“不待扬鞭自奋蹄”，勤奋是没有替代品的，因为竞争迫使我们这么做。你可以不学习，但你不能阻止别人学习。在竞争中，要看你的竞争优势在哪里。想想看，你们学同样的专业，研究同样的内容，一样年轻，一样充满朝气。你们是从名校毕业的，其他很多券商同行也是从同一所名校毕业的，就是你们的师兄弟。你在学校时也许没想到，但现在你就是在跟他们竞争，在同一个起跑线上竞争，那么你凭什么比他们强？靠的就是勤奋。我们这个行业的人像农民，拼的就是体力。

勤奋要成为每个人对自己的要求。我经常说，财富源自专注，勤奋带来好运。生活需要运气，但接二连三的运气，肯定是勤奋带来的。这是大概率事件。我们这个行业没有讨巧的办法，也没有讨巧的余地，都要靠勤奋。在我们的年轻时代，换种方式思考，生活就可以更加充实。

健康心态的逻辑是：不要为一次事件感到沮丧、失望，要看到更多好的状况发生。有几句话，与大家分享：

> 成功根本没有秘诀，如果说有两个秘诀的话，第一个就是，坚持到底，永不放弃；第二个是，当你想放弃的时候，请回过头来按照第一个秘诀来做。

这是英国前首相温斯顿·丘吉尔的话。我想对很多年轻人说，如果想要成功，就需要坚持。

我们要不断改善自己、完善自己。我们的制度不是一成不变的，随着时间的推移，有些东西需要推翻，有些需要完善。但你只要坚持了，当你有一天回头看时，可能发现自己已经从山脚爬到山顶了。

我们这个行业挺好的，唯一不好的是时间过得太快。我后来发现这种想法不是很对，我没有很积极地看待这个问题。**人与人之间的区别是，你是真正地生活了1万多天，还是只生活了1天，却重复了1万多次？**一个在公司工作25年的老员工找到老板，质问老板，自己有25年经验，但为什么一直没有涨薪。老板说：“你用同样的经验干了25年，而不是有25年的经验。”你想想看，你的周围是否也有这种情况？《约翰·克利斯朵夫》里说：“大部分人在20～30岁时已经死去，因为过了这个年龄，他们只是自己的影子，此后的余生只是在模

仿自己中度过，日复一日，更机械、更装腔作势地重复他们有生之年的所作所为、所爱所恨。”

大部分人都是在过这样的生活。但是，我们在这个行业，为什么感觉时间过得这么快？因为我们每天都有变化，每天都有期待，每天都有可以实现的梦想，每天面临的都是新的情况，都是未曾遇到过的问题，每天都可以满腔热情地投入，不必像别人那样麻木地、机械地重复。我非常乐意与大家一起学习，一起成长，与大家共勉：拥抱变化，与时俱进。

本文是作者2012年2月在东方红资管内部会议上分享的内容。

25
相信时间的力量

“投资是不是越来越难，能否胜出，取决于我们能否不断从消极、悲观的情绪中释放出来，看向更远的明天。时间是猿进化成人的最大力量，也是投资中最重要的“杠杆”，更是我们对未来的信仰，我们要相信时间的力量。”

查理·芒格曾讲过一个故事。查理·芒格认识一位极其精明能干的投资经理，有一次他问这位投资经理：“你在向机构客户推荐投资产品时，你说的产品回报率是多少？”这位投资经理说：“20%。”查理·芒格明明知道这个回报率不可能实现，就反问他：“你能做到吗？”投资经理就说：“如果我给他们一个较低的数字，他们又怎么会把钱交给我投资呢？”同理，如果说投资越来越简单，谁会把钱委托给我们？那样我们就该失业了。投资本来就不是一件容易的事，长期胜出更是难上加难！

为什么说投资会更加困难，我归纳起来有4条。

- 市场环境越来越复杂。环境气候变化、国际贸易和全球化争论等社会噪声越来越让人困惑不解，越来越让人忐忑不安。有时候，我们和企业家打交道，发现很多企业家也感到迷茫不安。这让企业基本面充斥着不安和不确定性。

- 市场价格这个最重要的金融信息受到不停的干扰，反映未来的能力大为降低。投资本身的社会属性使得价格发展成社会影响力信息而非价值决定信息。于是，价格信息与最初的状态渐行渐远。

- 过去的信息是靠人而不是靠科技来驱动，而今有了移动互联网，信息随时随地可以获取。市场从无效到有效越来越快，每一个减少市场无效性的获胜策略，很快就必须被新的策略所取代，很多投资者无所适从。

- 科技的进步越来越快，但是技术并没有改变人性，人们利用人性的弱点挣钱的行为比比皆是。这就让那些光凭宏大叙事，用传统历史美德包装自己，不务实业、不务基本之辈如鱼得水。他们利用网络媒体，用一个又一个更大的展台、一个比一个更硕大的显示屏虚张声势，欺骗、吸引投资者和消费者。

所以这个时候，我们很容易会被一些烂苹果所迷惑，怀疑装苹果的木桶本身是否已经腐朽了，甚至怀疑人生。

而对于做长线投资的投资者，他们必须相信明天会比今天好。他们需要押中巴菲特的子宫彩票，需要市场这个系统能够长期不断地良好运转，需要社会是良好的品德带来生意的兴隆、道德高尚的正向循环构成社会最坚定的基石。

在投资上，查理·芒格的脑海里没有“便宜货”这一信条，他对“好生意”和“坏生意”之间的差别了然于胸。巴菲特曾说：“格雷厄姆教会我买便宜货，而查理把我带入了不要光买便宜货的投资方向，这是他对我最大的影响。查理·芒格把我从格雷厄姆的局限性观点中释放出来，需要巨大的力量，他让我的视野变得更加开阔。”巴菲特甚至说，是查理·芒格让他从猿进化成了人。

环境、波动和周期会让人不时陷入消极和悲观，这个时候需要极大的力量才能把人从消极和悲观的情绪中拉出来，这种力量让人更加自信、更加乐观，而不是更加迷茫。长期的视角和时间正是这股巨大的力量。

丘吉尔说过，你回首看得越远，向前也会看得越远。让我们看看遥远的过去、现在，还有将来。

- 2017年12月，中央电视台播出的《国家宝藏》，一件件国宝耀眼亮相，如贾湖骨笛、云纹铜禁、《千里江山图》、各种釉彩大瓶等，它们既是中华五千年的历史文物、艺术品，其实也展示了我们祖先在那些时代领先世界、登峰造极的制造业。

- 2018年的奥马哈，据说有1万华人从全球各地去参加伯克希尔-哈撒韦股东大会，占了5万名参会者中的20%。虽说有些人是去旅游，但更多人是去学习，这个现象展现了中国投资者极大的学习热情。

- 2018年的腾讯互娱KPL春季赛在上海静安体育中心体育馆举办，现场座无虚席，3 000多名观众的呐喊声此起彼伏，6场比赛直播的观众数超过1 500万。年轻一代正在走向舞台中央，历史只会不断向前。

- 分享一组有意思的数据：2018年第一季度相较于2015年同期，30亿元以下和30亿～60亿元市值分组公司的股票数量分别从22只和649只增加至612只和1 166只，总市值也分别由497亿元和3.1万亿元增长至1.5万亿元和5万亿元。巨大的数量增长告诉我们：没有竞争力的公司的反弹只是回光返照，没有足够的收购兼并的外在力量可以让企业竞争力恢复，市场的价值投资之路已经不可逆转，正向反馈和循环已经拉开帷幕。

综上所述，投资能否胜出，取决于我们能否不断从消极、悲观的情绪中释放出来，看向更远的明天。

时间是猿进化成人的最大力量，也是投资中最重要的“杠杆”，更是我们对未来的信仰，我们要相信时间的力量。

贝佐斯说过：

> 如果你做每一件事都把眼光放在未来3年，和你同台竞争的人很多，如果你的目光能放在未来7年，那么可以与你竞争的人就很少了。因为很少有公司愿意做那么长远的打算。

同样，在我们这个领域，把眼光放在一年的人已经很少，如果你能够把眼光放在未来3年，那么，能与你同台竞争的人将少之又少，你获胜的概率将会大为提高。而只有拉长时间，我们的每一个投资组合才能反映我们的原则、价值观和理性。相信时间会促进繁荣，只有让世界更美好，我们的投资才可持续，我们才会有最大的回报。

本文是作者2018年5月在“北京大学全球金融论坛”上分享的内容。

对谈3
投资的全部内容是概率

主持人：这么多年下来，你怎么理解投资本身？

王国斌：从某种意义上说，我们这个行业是以结果论英雄的行业，但是，短期来说，好的结果不一定是正确的决策过程带来的。所以，我们在培养投资能力时，更应该关心的是决策过程。

股市里很有意思的一件事就是，好的、正确的决策，不一定带来好的、正确的结果；而坏的、错误的决策，不一定带来坏的、错误的结果。这就会造成一个假象，你只要有一个好的结果，就会不自觉地认为你的决策是对的，就会很得意、很自负，这种心态又会强化这个坏的决策方式。而如果一个坏的、错误的决策，造成了一个好的结果，你内在的那种得意、自负就会埋下毁灭你的种子。

所以，在决策过程中，你一定要认真分析你的决策过程是不是正确的，不能因为结果是对的，就认为决策是对的。实际上，人们每天要做成千上万种决策，每天都不自觉地接受大数法则的安排。

结果一定是，正确的决策大范围（大概率）会带来好的结果。专业投资者有过许多投资决策经验，那种建立在谨慎分析、训练有素基础上的投资决策，就不是在局外人眼中的那种赌博，而是建立在事物常规变化基础上的投资。投资，讲的是大数法则。

投资，讲的是大数法则。

主持人：从决策到结果的过程是有很多不确定性的。

王国斌：是的。整个资本市场的核心因素是不确定性。投资的本质源于未来的不确定性。

主持人：如何应对不确定性呢？

王国斌：与不确定性对应，我们大多数投资者较缺乏的一个基础因素是概率的观念、数字的观念，不管是在日常生活中还是在投资过程中。人们明知赌场的赔率是不利于赌客的，但好赌之人依然蜂拥进入世界各地的赌场，投资很多时候是零和游戏，但很少人去考虑胜算。

比如，专业投资者非常讲究对一致预期的看法。如果一笔投资中机构投资者很多，这笔投资真的超过一致预期，它的涨幅也是非常有限的。即便有70%的概率会超预期，超预期的涨幅可能也就20%；而达不到一致预期的概率可能是30%，但下跌的幅度可能是50%，所以你的期望值算出来是负的。如何做决策就很清楚了。反之，机构投资者少，超预期的涨幅就会高，最终的期望值是不一样的。

对一致预期的看法是逆向投资有效的逻辑基础之一。逆向投资的另一个逻辑基础是资本市场价格决定的“吉芬现象”。这些都是投资者的心理认知陷阱。

认知心理学家和决策理论家认为我们有两个决策系统。最直接、最迅速的决策系统是基于第一印象，是人类进化过程中逐渐适应环境而产生的能力，也就是直觉。

人类除了可以使用直觉思维之外，还可以使用另一种信息处理模式，它包括以特定规则为基础的决策和非社交决策，这两者都需要抽象思考。这种思考涉及有意识的推理，会消耗时间，不能立即给出正确的答案。这个分析决策系统也许比直觉晚出现，是人类进化的适应机制。要解读统计信息或概率，了解一些法律条款，或者计算利率，都需要这种抽象的思维推理。

当直觉系统运行的环境已经不再是产生直觉系统的环境时，该系统就不再有效了，金融领域市场环境就是其中的一种情况。动荡难测的股票市场极易吸引人们用直觉做判断。那些只跟着直觉走的投资者最容易大难临头。当直觉和金融决策相互交织时，人们极容易出现思维误判，得出非常离谱的答案。

直觉和抽象未必冲突，但直觉和抽象必须各司其职才行。这两种决策系统既可以同时起作用，也可以独立起作用，关键在于决策的内容是什么。将心理学应用于经济学的心理学大师丹尼尔·卡尼曼说过：“我们必须学会接受这样一个事实——要衡量长短，就必须有一把尺子。”投资决策必须要有量的考虑，避免直觉带来的偏见。

主持人：这个结果很有意思。

王国斌：所以投资者对一致预期的看法是非常关键的，你脑海中要有决策树，你要去算预期的期望值，而且，整个投资决策中预期的期望值都要在你的脑海里。为什么ST股你可以买？它即便重组成功的概率是20%，但它的涨幅可能是5倍，而它重组不成功的概率是80%，却只会下跌10%，所以期望值是很大的。除非重组的概率下降到0，否则，乱炒ST股的现象一时半会儿不会消失。

虽然上面的概率我是拍脑袋说的，但我想表达的是这个决策的过程不是随便拍脑袋就定的，不是赌。比如巴菲特，他为什么要挑那些傻瓜都能经营的公司，因为他脑海里牢牢植入了这种概率的思想。未来是不确定的，没有谁能猜测到明天会发生什么。傻子都能经营的公司，成功的概率就大。

主持人：就是说要在脑海里牢牢植入这样一个基本的思想。

王国斌：这个就是我们在不断体悟的过程中，逐渐建立起的一些思想框架。比如，我们不主张在单只股票上投资太过集中，很多个股的投资比例远低于法规的限制。这么做，一方面是避免小概率事件发生，另一方面是为了让团队不受外界可能的舆论炒作干扰。这就是我所说的最优考虑，次优选择，我们更重视那些胜算更大的投资模式。不光这一个，我们还逐步建起了很多这样的思想框架。

主持人：你甚至说过，投资的全部内容就是概率？

王国斌：如果能做到准确的预测，我们这个行业就没存在的理由了。查理·芒格讲过，所谓投资这种艺术，就是比别人更好地对未来做出预测。

怎样才能比别人做出更好的预测呢？最好的方法就是把你的种种尝试都限制在自己能力允许的领域中。如果你花尽力气想要预测未

来的每一件事，那你尝试去做的未免太多，你将会因为缺乏限制而走向失败——世界总是存在着无数的可能。如果不能有先见之明或预料意外事物的本领，我们就会发现，自己被某些人或者某种杂乱无章、难以搞清楚的事物所控制。投资的基本规律就是未来的高度不确定性。

投资的本质在某种程度上就是一种概率游戏。每一天，投资者都需要把投资机会转化为概率。明智的人不应该把钱押在小概率的事件上。

正因为这是个概率游戏，任何人预测未来都是困难的，都可能犯错误，所以错误是我们工作的一部分，我们不能输了一副牌，其他牌就不打了，或者不认真打了。正如索罗斯所说：“我有认错的勇气，发现错误马上改正。我的成功不是源自猜测正确，而是源自承认错误。”如果像马克·吐温的猫那样，在被热炉子烫伤以后，就再也不愿意坐到任何一种炉子上，不管是热的还是冷的，那你最好早点离开这个行业。

你要做的是你能做的事，而不是去做你认为重要却没能力做的事。

主持人：东方红资管是业内最早采取这种组合方法进行投资来化解非系统性风险的，同时你们作为券商，是否会考虑将自上而下和自下而上辩证统一起来？

王国斌：我们会将自上而下和自下而上两者结合起来看问题。从自下而上来说，不管组合里有多少个品种，每个品种都必须一个个挑出来。而从自上而下来说，很多人会把它作为时机选择的一种方式，但是我们更多把自上而下看作行业个股筛选的方式，这两者是没有矛盾的。

我们挑选幸运和能干的企业，幸运就要自上而下地寻找。所以，自上而下跟自下而上在我们这里都是一种筛选的方式，但都不是从时机选择方面来考虑，这是我们的一个特点。主流上来说，我们还是自下而上为主，我觉得这仅仅是筛选的问题。

主持人：券商自营一般有一个年度任务，希望今年能够赚多少钱。所以大部分券商背景的人从最开始已经养成自上而下的习惯，你们的主流却是自下而上，这个和你们对不确定性的理解有关系吗？

王国斌：也许有关系。我常说，很多事情短期是不确定的，但拉长时间看是确定的，这是我们公司自营业务能够长期获胜的一个原因之一。我们公司上下都有良好的心态，鼓励大家长期看问题。

从IPO开始，我们就有一个简化的公式：$P=PE\times E$。PE是预期市盈率，E是预期的每股盈利。这个公式既可以告诉我们每只个股的价格，也可以告诉我们整个市场的价格，即指数。

从历史和现实中我们得到的经验和结论是：市场表现和宏观经济很多时候并不同步。PE是E、信心、流动性、大小非减持[(18)]等因素所形成的函数，而经济周期是决定公司收益大小的一个主要因素，所以很多人无比重视宏观因素。若能正确预测经济周期转折点，不管是自上而下还是自下而上，收益都是巨大的。

要做到正确预测非常困难，虽然我们可以获得的经济数据越来越多，但这么多年来，我们预测经济周期的准确性并没有多大的提高。提前做出准确的经济预测，具备这种本事的经济学家没有几个。我们有那么多人在费尽心机进行经济预测，并不是因为预测很成功，恰恰相反，是因为大家都预测不成功。

现在的机构投资者这么深刻地来强调自上而下的时机选择，是公募基金相对排名的制度安排，或者说是市场竞争结果造成的。大家互相关心的是相对的表现，一个星期、一个月的相对表现。所以，在这里，时机选择跟自上而下就成为一个非常重要的因素。他们考虑问题最理想的方式一定是这样的，先找一群宏观经济学家对未来的经济走势做一个判断，判断之后就知道哪些行业是能增长的，哪些行业是不能增长的，行业配置马上就出来了，接下来再做个股筛选，这样宏观、行业、个股一条线下来。

主持人：这是一种很标准化的理想模式，你觉得这种模式有效吗？

王国斌：模式有没有效，问题在于你有没有能力在宏观经济形势判断上有50%以上的准确概率。即便我们现在假设你判断准确的概率有70%，这已很杰出了。同样，顶级的投资家在行业选择、个股选择各能做到70%的准确预测，那整体预测准确的概率就是70%乘以70%再乘70%。实践上可行性不高。**所以，在投资实践上，你要做的是你能做的事，而不是去做你认为重要却没能力做的事。**

当然，我从不反对每个人进一步去扩大自己的能力范围，利用更多的工具去提高自上而下和宏观判断的能力。我从来不反对你做时机选择、做宏观自上而下的判断。我经常问的一个问题是：你做对的概率有多高，你有没有能力做？你有能力做我们就鼓励，你没能力做我们就放弃。对于整个市场状况来说，机构行为因为过多地使用了时机选择，只会助长助跌，而不是稳定市场，所有价值投资者的机会就源于此。

本文是作者2012年1月接受资深投资人理森的采访的实录。

对谈4
投资幸运且能干的价值企业

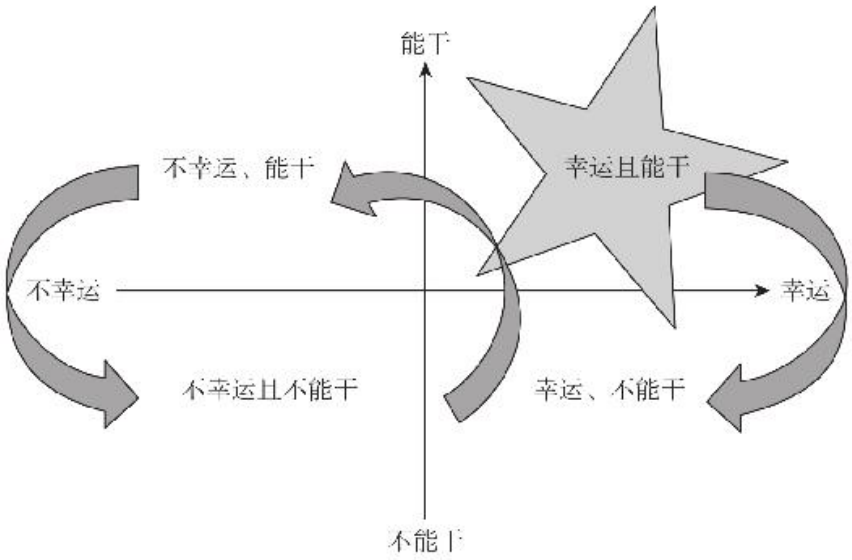
主持人：公开资料可查到，东方证券从自营盘开始就长期投了很多优秀的企业，持仓量也是比较大的。从你的投资经验来看，你怎样看待企业的投资价值？

王国斌：我们团队这些年下来也总结出一些东西。我们会去寻找幸运且能干的企业，这是我们的一个坐标。投资时再加上确定一个合适的买入价格。

幸运的行业就是很简单、连傻瓜都能经营好的一些行业。但不同时期的幸运不能一概而论，在一个产品生命周期的早期，你只要盯住那个行业，所有的企业都是幸运的。比如以前“五朵金花”时代(19)的那些企业，谁去当它们的董事长、总经理都没问题，甚至比它们原来的管理者管理得还好，所以要寻找这种幸运的企业。1998年以后，像白色家电、黑色家电这些企业都是不幸运的，因为当时这些企业处于一个高度恶性竞争的行业。

但任何事物都处于矛盾变化中，这是一个辩证的过程。不幸运的行业到一定程度又会变成一个幸运的行业。实际上，2004年以后，白色家电行业是不错的。因为恶劣的竞争把很多体质特别弱的企业淘汰了，剩下的这些企业总体上形成了一个寡头垄断的状态。所以像美的这类企业，产品提提价，是不影响它的销量的，甚至还可以提高销量。包括当时的苏泊尔，都是处于这样一些行业。

所以，幸运和能干这两个指标，都是考虑某个行业、企业处于某个阶段，图T-1是幸运和能干坐标图，横轴代表幸运／不幸运，纵轴代表能干／不能干，那我们一定选幸运、能干的，次之选幸运、不能干的，再选择不幸运、能干的，绝对不选择既不幸运又不能干的。很早的时候，我们就已发展出这样一个框架来考虑问题，我们还发展出一些指标来研究分析这些问题。



图T-1　幸运和能干坐标图

我们也很关心一些企业的产品自身的生命周期，生命周期很长的，我们会更加关注，因为它的科研投入会少一些。产品生命周期长、也有壁垒的这些行业，对于企业来说非常好。家电、电视、手机行业，生命周期太短了，科研投入很大。我们在研究企业的时候，理论上就可以分析出它的很多毛病，这些毛病在它的财务报表上也可以体现。一个行业产品周期短，销售费用就会非常高，因为企业要不断地设计新的产品，为这个产品打新的广告，而且研发投入也很大，要持续进行研发投入。由此，我们可以推演出分析问题的一系列逻辑过程。

有没有经济护城河，关键是看企业是否有控制分摊成本的能力或者转移成本的能力。

主持人：你刚才讲的挑选有护城河的企业是一个“很巴菲特式”的标准，这个在中国适用吗？

王国斌：完全适用，当然我们看问题的角度要有所调整。巴菲特提出的“经济护城河”概念，关键在于理解和执行。巴菲特说：公司就像一个城堡，它需要有护城河，不然很容易被攻破。“竞争战略之父”迈克尔·波特（Michael E. Porter）认为，如果你的竞争者知道

你的秘密却不能复制，那就是一种结构性的优势，就是一条“护城河”。不容易有护城河的公司，成功是例外，不是规律。目前在国内，如果没有垄断，国企暂时就没有民企在激励问题上的结构性优势，这就是现在很多投资的出发点之一。我记得，当年大唐电信和中兴通讯上市时，两家公司销售额是差不多的，现在两个公司已是不可同日而语了。

一家公司有没有护城河，护城河究竟有多宽，这是一个主观的判断，仁者见仁，智者见智。这往往也是企业分析的难点。但是投资者的这种思维方法和逻辑对保护自己很有用，尤其是通过详尽的财务数据分析，投资者可以获得一些资讯以作投资判断。有没有经济护城河，关键是看企业是否有控制分摊成本的能力或者转移成本的能力。通常有以下四种情况。

- 规模经济。投入、营业场所、工艺方法、营销网络、某种长期协议使得企业的经营成本低很多，沃尔玛、淘宝、京东商城就是例子。又比如，收费公路、港口、机场和快递公司等前期投入巨大、资本密集，从而形成一条很宽的护城河。

- 网络效应。如银行、万事达、维萨，还有伊利等已形成巨大网络的公司，使得新进入者越来越难。

- 知识产权。比如专利、商标、政府许可或者客户忠诚度、高品牌知名度等。在中产阶层规模越来越大的今天，时间是中产者最宝贵的资源，一个品牌如果能够减少顾客的“搜寻成本”，比如，麦当劳、可口可乐、肯德基，对消费者就很有价值。消费者不易见异思迁。

- 高昂的用户转移成本。企业的产品无法替代，或者客户很难离弃，一旦离弃，客户就需要付出不小的代价。微软就受益于此，因为用户转向其他产品的成本实在高昂。银行、基金公司、软件系统也是如此。

分析护城河只是为了帮助长期投资者，对于短期炒作的人没有帮助。你可能会说，我很机灵，我会在敌人攻破这个城堡之前弃城逃脱，换到另一个城堡里去生活。但事实上，没有人能够做到这一点。

人们最常犯的错误是把产品好、市场份额高、执行力强、优秀的管理团队当作护城河。事实上这可能是投资的陷阱。**一定要把赌注放在赛马身上，而不是骑师身上。**管理者固然重要，但还不足以超过护城河。

和一家由超级明星CEO管理但却没有护城河的企业相比，一家管理者平庸无才却拥有护城河的企业，更有可能带来长期投资的成功。这也是巴菲特愿意选择傻瓜都能经营的公司的原因之一。

主持人：你选择了幸运且能干的企业，那么这个选择对持有期的考验其实也是很大的，比如你们选择了贵州茅台或者烟台万华，持有数年的过程其实也是很大的考验。

王国斌：这些是我们逐步摸索到的方法。我们买到过一些烂公司的股票，也买过很多现在看来都不错的公司的股票，伊利、汾酒还有金发等公司的股票我们都持有过较长时间，我们是最早购买金发科技股票的，烟台万华、汾酒也是我们最早介入投资的一些公司。一开始我们持有过很多伊利的股票，现在，伊利仍是我们最大的持仓之一。有时候我们持有股票的周期很长。

在市场上，只要公司的基本面的趋势没有变化，我们一般不会选择抛售。我们购买的很多股票都持有了三五年，这在市场上是不多的。

我们需要去寻找稳健的、可积累的投资。

主持人：很少。请继续讲你的价值投资体系。

王国斌：也有很多人来问我，价值投资在中国到底适用不适用，因为大家都怀疑。那我就只能告诉他们一个非常完整的价值投资的逻辑，包含五个关键点。

第一，是数学上的基础，要考虑投资有非常奇妙的复利效应，由于复利是非直觉的，很少有人去关心它。**在投资上，我们需要去寻找稳健的、可积累的投资。**

比方说一家公司的股票价格连续10年实现了10%的增长，另一家公司的股票价格连续9年实现了20%的增长，最后一年突然跌了50%，我们可以去算一下哪家公司的股票收益更好。最终的一个偶然的破坏把你的连续复利打断的时候是很可怕的，这是数学上的要求。所以说要稳健，安全至上。复利的数学理由使风险规避成为投资中唯一最重要的元素。**规避风险必须成为投资哲学中的基石。**

现在很多机构都是只考虑一年考核。国外有很多对冲基金，如果今年实现正收益了，就拉净值，因为把净值做高一点，提成就高。但收益不好就做低一点，第二年基数可以好一点。这样的短期行为，全球都有。从二级市场来说，现在中国资本市场所有的现象，都是全球的共性，不是个性。但是投资有风险，买者要自负，你既然贪婪，就要受到惩罚，这是投资者自己找的。凭什么市场给一家公司40倍的市盈率，却给其他公司50倍、60倍、70倍？这种过程不是我们独有的，全球都存在。但价值投资就像万有引力一样，一定会产生相应效应的。

第二，在投资中，虽然时机选择和经济周期预测很重要，但有能力准确预测的概率极低。所以纯粹的自上而下的时机选择和宏观决策，往往欲速而不达。这就造成大多数投资者根本就不知道自己要按什么方式进行投资。价值投资自然就可以成为一种可行的选择。

第三，大多数经济学家和投资者曾认为，一涉及金钱，人就会变得理智。经济理论也认定，投资者通常会做出良好乃至最优的决策使利益最大化。但事实是，正如研究人类行为的心理学家所发现的，影响投资者决策的是非理性的冲动、直觉以及大脑处理信息的方式，而非经济模型中蕴含的冷静和理智。理性人的假设在金融投资领域可以说无效。因此，市场定价会出现错误，错误来自人类希望快速赚钱的本性、是非观念、思维方式以及对信息的反应方式、人及各类机构的情绪、市场中的人际互动、忽视企业的长期商业价值而对最新公布的数据和新闻的过激反应，等等。这些给价值投资者带来了机会。

第四，在整个业内生态链，二级市场投资者是最脆弱的一环，要学会保护自己，最好要寻求真正有价值的公司，寻找有护城河的企业，价值投资的思维可以很好地保护自己。巴菲特说过：“世人认为我在做价值投资，其实我是在投资价值。投资价值和价值投资的区别在于，价值投资被演绎为教条和崇拜，投资价值是独立的判断和行

动，这才是投资的精髓。投资价值这个词，投资是动词，价值是名词。”

第五，价值投资需要投资者做很多艰苦的工作，投资者还要遵守非同一般的严格纪律，具备长期的投资视角。只有极少数人愿意且能够为成为价值投资者付出大量时间和精力，而其中又只有一小部分拥有较强心理素质的人才能取得成功。所以，不是价值投资不适合很多人，是具备这些素质的人不多而已。巴菲特对世人有一个敏锐而正确的观察：世界上绝大多数投资者（含专业人士）既无能力也无必要的心理素质选择个股和投资个股。如果你不能确定你远比“市场先生”更了解而且更能给你投资的企业估价，那么你就不能参加这场游戏。就像他们在打牌时说的那样：“如果你玩上30分钟还不知道谁是替死鬼，那么你就是替死鬼。”可见，自下而上的价值投资也颇为不易，不能指责投资者不按价值投资做决策。

我对自己过去做投资的总结就是，我有几个原则：**有理想，但不要理想化；最优考虑，次优选择；所有企业都是有矛盾的，企业存在的目的就是要解决矛盾。**

主持人：能否展开说一下“企业存在的目的就是要解决矛盾”？

王国斌：其实这就是经济学里讲的交易费用问题。任何一家企业的存在都是为了降低交易成本，在这个过程中，企业矛盾是很多的。作为一个投资者，你如果不建立起这样一个哲学理念的话，就无从下手，任何企业，你从任何一个点上看，都可以看到好的方面和不好的方面。关键是什么时候以积极因素为主，什么时候以消极因素为主。比如，2011年初，我会说中小板和创业板有系统性风险，但到了2012年，我就会说，无论如何，有20%的公司有机会成长起来。我觉得我们能走这么久的原因就是，在一开始的时候，马上就悟到了这个道理。而现在，我们很多研究员看问题都会两极化，好就好到天上去，坏就坏到地狱去，两极化的思维方式占据大多数专业人员的内心。

学习化学和社会学让我认识到，科学和生活中以及人类的经济活动中的每一个事实、每一个过程，连同我们观察它们的方法、我们的情感和认知，都是折中或平衡在两个极端之间的某个地方。所有事物都包含两个相反的极性。极性以及极性的转化，与我们的头脑、我们的思想是紧密相关的。投资的长期成功有赖于我们如何采取中庸的态

度，要的是情绪的稳定和内心的平静，做到“泰山崩于前而色不变，麋鹿兴于左而目不瞬”。

当下，我们投资队伍对价值投资最大的怀疑恰恰也是在于对企业的认识上。由于中国企业特有的治理方式，任何企业都得具体问题具体分析，这使得很多人因为个别公司或者个别时间受到了伤害而对企业治理感到绝望，不敢做价值投资。

公司治理对价值投资者而言是尤为重要的！这是因为价值投资者在购买股票时，已经做了分内的调查分析工作，因此，他们期待所投资企业的内在价值能逐渐在市场价格中体现出来。如果企业的管理层阻碍了市场价格对内在价值的体现，就破坏了投资者的投资动力。这类阻碍有时是因为管理层和股东的观点不一致，甚至是利益不一致，阻碍的方式方法可以很多。这个时候一定要见机行事。

价值投资是投资者应对买方时代到来的最佳策略之一。

主持人：那么价值投资的有效性也是相对的吗？同时，你判断未来会是更好的日子吗？

王国斌：想要让价值投资发挥有效性，一方面，一定要寻找错误定价的机会，而我认为错误定价是由人性和机构的行为造成的。虽然我们经常说到人性的贪婪和恐惧，但这里不是贪婪和恐惧，是你在做决策时脑海里自然而然形成决策的方式。比如我刚才说的概率，再比如简单外推法，我们经常把很多独立事件看成连续事件，就像乔丹投篮，他第一次投进了，你就想要看他第二次、第三次也能投进。就像股市，2011年一直下跌，2012年开年第一天下跌，大家就觉得它还要跌。这就是一个简单的外推，把一些随机事件看成一个连续事件，结果就是，市场的人性会导致决策上的很多错误。

另一方面，你要去寻找确确实实出现价值机会的那些公司，从财务的角度、从企业基本面的角度等出发做分析，有很多的工具可以用。价值投资之所以有效，一个原因是它始终是价值和价格的关联，另一个原因是它利用了人在决策上的错误造成的一些机会。所以我曾引用《潮州韩文公庙碑》一文中的话：“孟子曰：‘我善养吾浩然之

气。’是气也，寓于寻常之中，而塞乎天地之间。”此为投资之至理！

随着中国资本市场走向买方时代带来估值收缩的恐慌，很多人都会抛弃一些真正有价值的公司。因此，**价值投资不仅是投资者应对买方时代到来的最佳策略之一，还将因其“不为恐慌而动”的秉性而极大地受益于这一时代的到来。**

主持人：能不能举几个你们投资的案例，你们如何发掘、坚守并看着这家企业逐步成长？企业发展的过程中会有很多变化，你是怎样正确评估它的变化、怎样正确展望它的未来的？有时候，投资如果不坚守的话，就像猴子掰玉米，掰到最后发现，投的企业都是很臭的企业，因为既幸运又能干还能跨越周期的真正的好企业很少。

王国斌：不同的时期，我们对事情的认识都有一个提升的过程。早在1996—1999年，海尔、伊利都是我们投资的。那个年代是能满足我们整个中国，或者说我们所有消费者最简单需求的时代。我们以前讲的“老三件”：手表、缝纫机、自行车，后面有了“新三件”：冰箱、空调、洗衣机。老三件快速增长的时代，我们还没有资本市场，没有公司上市，但是1996—1999年是“新三件”这些企业已经上市的时代。所以那个时候中国最大的牛股是春兰、格力、海尔、长虹。还有银行，整个经济的增长，发动机都是银行，获利最大的也是银行。所以那个时代满足人们需求的行业最好，我们发现这些公司业绩也确实很不错，就投了，那个时候就是朦胧地探索价值投资。后来，我们买伊利的股票也很简单。我们看到“一杯牛奶强健一个民族”这样的口号，要喝牛奶的观念已经深入人心，这些都是很朴素的认识。

主持人：伊利1996年刚一上市你们就投了很多吗？

王国斌：伊利从上市第一天我们就投了很多，伊利是真正贯穿我整个投资经历的一家公司。

主持人：经历三聚氰胺事件后几年，伊利又回到了投资者的目光中。

王国斌：回到伊利这个案例，我明白了品牌的意义。当时我看到这家企业是做消费品，而它一上市就会家喻户晓，或者至少整个资本市场参与者都知道，上市带来的广告效益很好。对于消费品来说，广

告效益就转化成了利润，而业绩增长又确实很好，所以估值高一点没问题。从那以后，我就对最终消费品的上市公司非常重视。这些企业每年因为资本市场的关注带来的广告效益、给它们节省的广告投入都是巨大的，我非常不认同那些客户在国内却选择在国外上市的企业的行为。

主持人：广告效应确实是很多企业上市所附加的好处之一。

王国斌：对最终消费品公司的重视方面，还有信用的增强。选企业我们要考虑很多因素，这也是其中一个。另外还有一个因素：市场空间。比如烟台万华，它的产能从5 000吨到1万吨、2万吨、4万吨、8万吨、16万吨，现在到了100多万吨，再后来公司要进入新的领域了。公司做到巨人以后，要让它再跳一个台阶，难度会加大。比如可口可乐，如果没有中国、印度这些市场，没有新兴市场国家的经济进一步发展，可口可乐也是没有空间的。而中国在过去的二三十年里，百姓的生活得到巨大改善，这给可口可乐带来了很大的增长空间。这类企业的优势是产品生命周期很长，一旦研发出来，它在这个领域的基本投入就比较小，再加上有垄断，它在全球都是一个垄断竞争的产品。结果是，这么多年过去，规模扩到今天这个程度，它的毛利仍然维持得相当好。再看国内的金发科技，当时全国有1 000多家这样的企业，占有市场最大份额的企业也就那么一点份额，所以哪家企业的竞争力一旦领先，市场份额提高的空间就会非常大。所以，在不同的时间点上看问题的方式是不一样的。

主持人：你们挑选这些企业的时候，找到这种行业市场空间很大的幸运的企业，这个相当需要眼光了。

王国斌：在投资上，运气比能力更重要。当然，天上不会掉馅饼，勤奋才能带来好运。挑选出好公司，考验的是自上而下的功力，企业是否幸运要看它这个行业是否存在空间。此外，还要考虑它处在一个什么样的生命周期。很多成长股的故事，都谈到自己所处的行业空间很大，自己的份额现在只有百分之几，有很大的上升空间。但是真正做好了的企业，可能也只有烟台万华、万科等，其实大部分都没做到。大部分企业只是看起来很美。

所以投资的过程需要内心非常细致，要经常回头去审视。审视这些企业的基本面情况、经营管理状况。股票不是买了以后就可以束之高阁的，要经常关心它的基本面。现在的状况是很多人只关心股价的

波动，不愿意费心费力去关心企业。频繁波动的价格，麻痹了大多数人的神经。

主持人：对，或者是说投资者也关心基本面，只是考察得没那么深刻。因为有时候股票涨了，大家就觉得它的基本面也好起来了，而有时候股票跌了，大家就觉得它的基本面也差一点了。就是你说的，一家企业它总是有矛盾的，这个时候你要看到哪些矛盾是推动它前进的矛盾，哪些矛盾是影响它根本发展的矛盾，这个我觉得还真的很难。

王国斌：要掌握“度”的问题，在这个点上，你要看到它的积极面，在那个点上，要到看它的消极面。看企业作两极判断，非黑即白，非白即黑，不是好的方法。

主持人：你在自下而上挖掘能干的人，或者是能干的企业这方面，有什么心得和方法？你和企业见面的时候，什么样的东西会让你眼前一亮？

王国斌：企业的业务可以很简单地理解，这是我们需要找的一个要素。一定要找容易理解的东西，因为市场始终是波动的，如果你不容易理解，或者不理解，你是承受不住市场波动的。我们投资了那么多公司的股票，每只股票背后的过程都是有很多痛苦的。

本文是作者2012年1月接受资深投资人理森的采访的实录。

第四部分

培养内在品格的力量

26
这是非常美好的开始

“你只有知道自己知道什么、不知道什么，才会去跟别人分享和合作，你知道的事情，要去跟别人分享；你不知道的事情，要找人合作。”

过去的2015年，我们取得了很多成绩，很不容易，这是全体员工努力的结果，值得让我们每个人感到自豪！借这个机会，我想再次讲讲我们的理念，希望新员工有体悟，老员工能坚持！

合规第一

我常常讲的一句要求就是，不犯法、不犯傻。犯法出问题，犯傻没利润。我们一直强调“合规第一、客户第二、领导第三”，我想大家现在越来越明白“合规第一”这条铁律。

中国的监管体系和国外的监管体系不同。我们国家的法律没规定能做的事情就不能做，我担心新员工不一定有这么深刻的认识，缺乏警惕意识，容易把这个尺度放宽，有的人会问，既然法律没有限制，为什么就不能做呢？但是证券公司就是很独特，没有规定你能这么做的，你就一定要先去仔细咨询。介于你能做与不能做之间的，我们可以讨论，也一定要提高警惕，千万不要麻痹大意，我们每一步都要且行且珍惜。

资管行业有各种各样的法律法规，如果不合规，轻者被暂停业务资格，重者会被追究法律责任。在合规这个问题上，我们一点都不能含糊。

合规必须是人人守土有责，不仅仅是风控部门的人员有责任，每个人都有责任，需要互相提醒、通力合作。在某个意义上，合规也是生产力，没有合规就没有一切。所以说“合规第一”。

就公司的管理来说，每个岗位都非常重要。举个很简单的管理上的例子，很多实业企业的前台就非常重要。如果企业收到一张汇票，当天入账和隔一天入账是不一样的，前台晚一点转送所带来的结果就不一样。还有，保洁员拖完地后地面有点湿滑，有人因此不小心摔了一跤，摔伤了，这也会对公司造成影响。所以没有一个岗位不重要，也没有一个环节可以放松，尤其是合规上的每个环节，我们一定要深刻地认识到合规性在证券公司的重要程度。

黄金法则：以客户为中心，将心比心

我们的背后是“受人之托、代人理财”的信托责任。代客理财确确实实要把荣誉和责任放在第一位。做投资，不追求第一，一定做不好；不把荣誉放在第一位、不把责任放在第一位，就不叫全力以赴。我经常说“你全力以赴不一定做得好，你不全力以赴一定做不好”。做得好的人一定是异常勤奋的，这是毋庸置疑的，没有勤奋，就不可能做得好。因此，只有那些把荣誉和责任放在第一位的人，才能够非常努力、非常勤奋、全力以赴去做。

经营企业和服务客户都要将心比心，要记得“己所不欲，勿施于人”，自己都不想做的事，不要让别人做。对待你服务的人，就如同当他们为你服务时，你期望如何被他们对待一样去对待他们，这是我与同事交流时一而再、再而三强调的。换位思考，如果你是投资者，你希望资产管理公司怎样对待你，那么你就应该怎样对待客户。就如同在工作中，你希望员工怎样对待你，那么你就要怎样对待员工；你希望领导怎样对待你，那么你就要怎样对待领导；对待周围的同事也是一样，这是我们一直以来秉承的理念，也是人生的黄金法则。

对资产管理公司来说，忠诚于客户是非常重要的。把客户的利益放在第一位，为客户提供卓越的投资服务，一两年可能显示不出效应，当你把它作为一个长期的事业来做的时候，长期的坚持会在某个时点过后给你带来指数级的增长。你这样认真地对待客户，开始的时候给你带来的好处是0.1、0.2，一旦越过0.8，变成1.6的时候，就有可能带来指数级的增长。基于我们对资金策略决定投资策略的认识，我们从来不追求规模。为规模自我设限、为公募基金设封闭期这些我们都做了积极的尝试。如果我们公司能保持这样一种忠诚为客户服务的文化，实现规模增长是必然的，不用担心。

将心比心，是我们对待客户的态度和精神，能让我们所有的客户感受到，再加上口碑相传，公司自然而然就会获得长期发展。这一点说起来容易做起来难，需要大家共同的智慧。我来引用梭罗在其著作《瓦尔登湖》书中的一句话：“智慧不是知识、不是经验、不是思辨，而是超越以自我为中心的态度。”这是100多年前梭罗对我们这个时代的精神最好的预言。一个人能超越以自我为中心，就能以客户为中心，跟同事合作的时候，就能替同事着想。从某一个侧面来说，互联网金融并没有什么特别，就是以用户为中心。你若是没有利用互联

网工具，就不可能给客户提供方便、降低费用；你若是没有大数据、没有精准的数据分析，就不可能给客户提供最好的个性化服务。只要真正地以客户为中心，那么互联网的工具、手段和思维方式，必须全部利用起来。

在工作中或在做投资的时候，要摆脱以自我为中心，是非常不容易的。一旦真正摆脱以自我为中心了，很多事情处理起来，都会很简单。人也会变得很愉悦，不烦恼。摆脱以自我为中心，你的家庭生活就会快乐很多，夫妻之间、父母之间，矛盾也会减少很多，而且你的智慧也会自然而然地积累。《论语》中说：“知之为知之，不知为不知，是知也。”《瓦尔登湖》中说：“知道自己知道什么，也知道自己不知道什么，这才是真正的知识。”我刚才说的内容，不在于你从哪个学校毕业，北京大学、哈佛大学，或者有没有上过学，这跟学业没关系。你一定要清楚，自己知道什么，自己不知道什么，不坦然承认的话，死要面子则会害死人。巴菲特说，要在能力圈内做事，只有分清楚知道什么、不知道什么，才叫能力圈。**同时，你只有知道自己知道什么、不知道什么，才会去跟别人分享和合作。你知道的事情，要去跟别人分享；你不知道的事情，要找人合作。**

对于公司来说，领导最重要的工作之一是让互助的文化在公司深入人心，没有什么比倡导组织中的互助文化、互助行为更重要的了。这很难，但当每个人都知道自己知道什么，也知道自己不知道什么的时候，其实也比较容易。死要面子的人，就不会愿意去合作，因为他不愿意暴露自己不懂什么东西。你不懂，就需要和人合作，我觉得不懂没有什么可害羞的，也没有什么可耻的。所以，同事之间、上下级之间，真的不需要让面子阻碍了互相之间的交流。同时还有一点很重要，你不知道就要去学，去扩展自己的知识。

现在知识更新太快，我觉得压力特别大。我们做投资，能感觉到市场上时不时就会有一个概念出来，时不时就会有一个创新出来，技术进步在加速。这些仅仅是对投资者的一个微小冲击，实际上新概念和创新对实业的冲击更恐怖，颠覆经常从天而降。2015年10月，谷歌的人工智能把欧洲的围棋冠军打败了，谷歌是在2014年花了5亿美元买下DeepMind这家人工智能公司，一年后就有了很大的突破。

所以，对我们来说，自我知识更新的压力特别大。过去学的知识30年不更新都没有问题，现在学的知识不到5年就会落伍，这意味着，从学校毕业后参加工作，再过一两年，原来学的知识就落伍了。企业

也是一样，20世纪20年代，标普500中的500强企业的平均寿命是67年，现在的平均寿命是12年，而且未来10年中40%的企业估计会被淘汰。我推荐大家看《创业无畏》[(20)]和《指数型组织》这两本书，大家看完后就会明白，为什么社会会出现这么快速的变化。我们现在每一步努力的目标就是让自己不要落伍，我们所有人都会一次又一次地成为全力避免掉队的菜鸟，永不休止，无一例外。对我们来说，一定要迅速地更新和扩展我们的知识，加快学习，迭代进步。

寻找满意的客户，让客户满意

资金策略决定投资策略，我们没有能力做一些不擅长的投资，没有聪明到理解“市场先生”行为的程度，也没有愚蠢到认为自己能理解它的地步。我们的投资是以赚公司现金流为主，但即使是最好的企业，成长也是需要时间的，我们愿意等待，我们的关注点始终是企业的竞争力。所以我们需要给我们等待时间的资金。

做长期投资，运气的成分才能被消除，大数定律、均值回归才能起作用，真正的投资管理能力才能更好地起作用。所以我们需要的是长线资金，风险收益要求合理的资金。所谓不满意的客户，即对投资风险回报有不切实际期望的客户。与不满意的客户和睦共处，我们并不擅长。只有那些对风险收益有合理预期的客户，我们相处起来才比较容易，我们才能很好地为他们服务。我们重视长期复利的力量，努力帮助客户获取长期收益，让他们满意。很幸运，经过多年努力，我们拥有了众多相互满意的客户。

如何寻找满意的客户，过去我们的策略是消极地被动等待，这是不对的。其实找到满意的客户不应只是客户的问题，更多是我们的问题。我们要真正做好投资者的教育工作。2005年，我有一个非常大的体会，那一轮的牛市，实际上跟我们所有公募基金把投资者发动起来是有关系的，我们做了很多投资者的教育工作，然后投资者进入了这个市场。我们要找到满意的投资者，真的要去跟他们沟通、跟他们交流，要主动出击，去推广价值投资的理念。这方面我们现在亟须补课，我们没有让互联网发挥应有的作用。这对我们市场销售人员来说，也是一个巨大的挑战。你要有这个高度，才能够让投资者明白市场的风险与收益、资金配置背后的形成原因。

和最优秀的人一起工作

一家公司对员工所能提供的最好福利，是招募最优秀的员工，让他们和最优秀的员工一起工作。

巴菲特曾经说过：“一位从不人云亦云，本身具备极强推理能力的合伙人，是你所拥有的最佳机制之一。”查理·芒格也说过：“如果说伯克希尔-哈撒韦取得了不错的发展，那主要是因为巴菲特和我非常善于破坏我们自己最爱的观念。哪年你没有破坏一个你最爱的观念，那么这年你就白过了。”

当你不努力成为优秀的人时，就一定要小心。年轻的同事一定要有高度的觉悟，不是说公司要淘汰不优秀的人，而是这个时代非常特殊。任何一个人，只要你优秀，这个社会就会提供无限的平台，让你去施展。任何有条件的公司都可以随时随需聘用优秀的员工，所以公司应该且必须是一群优秀人的集合体。所有人都有条件去想：我要改变社会，我要改变人类。社会提供了这样的工具，你只要有想法，只要付出行动，不需要太多的成本就可以进行有想象力的创造。而企业成功的源泉也在于不断创新，缺乏创新力的企业在激烈的竞争中无法长期立足。

我们观察未来，一是看是不是保持竞争，看整个社会是否处于一个充分竞争的状态；二是看是不是保持开放。中国的积极因素正是竞争和开放，如果竞争和开放没有受到限制，如果相应的政策措施能够落实到位，鼓励和促进企业去竞争，那么肯定会有非常美好的未来。

我推荐大家去看看《必然》那本书，第一章“形成”就说了这样一段话：

> 此时此刻，今天，2016年，就是创业的最佳时机。纵观历史，从来没有一天会比今天更适合发明创造，从来没有哪个时代会比当前、当下、此时此刻更有机遇、更加开放，有更低的壁垒、更高的利益风险比、更多的回报和更积极的环境。……我们都正在“形成”。这在人类历史上，是绝无仅有的最佳开始时机。你没迟到！

真的，对我们来说，我们需要意识到，这是一个非常美好的开始，我们都没有迟到。

本文是作者2016年1月在东方红资管内部会议上分享的内容。

27
培养内在品格的力量

“生命抛来一颗柠檬，你是可以将其转榨为柠檬汁的人。一点点的态度，却能产生大大的改变。”

在所有企业里，金融企业是最特殊的。金融企业的成功往往取决于无形资产，例如营销能力、信誉、私人关系和风险管理能力。可以说企业真正的资本是每一个人，而员工有怎样的品格，公司就有怎样的品格。

我们为什么要培养内在的品格？我们首先要清楚外部监管和内生约束的关系。外部监管是从全局出发，厘清监管边界；内生约束是企业自身发展的需要，实现自我约束、自我发现、自我报告、自我纠错的内部约束机制。如果说外部监管是医生看病、开药打针，那么全然依赖医生，势必会伤及一些健康的细胞；内生约束则是提高自身的免疫力，防病于未然。所以我们要从战略高度上看待我们的合规。

合规是公司文化，是价值观，也是生产力。对我们从事以代客理财为主要业务的公司来说，合规是内部控制的本质要求，取信于社会、取信于投资者、取信于政府监管部门是我们自身发展壮大的前提。“得到的越多，人们对你的期望越大，要求也越高”，外部监管和舆论监管对我们绝非求全责备。

个人的成长也离不开合规，合规也应该是个人职业生涯最重要的价值观和文化。我多次讲过，合规要从高层做起，从我做起，人人有责。要年年讲、月月讲、天天讲，宁可错杀一千，不可放过一个，不要有侥幸心理。培养内在品格的力量是我们自身合规建设的必然要求，也是最重要的途径之一。

我们的成长无法过分依赖外部的约束，一家公司的力量应源自其内在的品格，而品格的提升源自其员工的修养。我们的日常生活中贯穿着很多制度、程序、计划，就如同血液一般，每天贯穿流淌，如何

制造新鲜健康的血液，有赖于员工的价值观、道德观，更基于每个员工的合规、责任、勤奋、诚实和耐心。

说到责任，我想到一个电影《荒岛余生》。它讲述了一个联邦快递员，因为一次偶然的海难，漂到一个荒岛上。为了试图找到一些赖以生存的东西，他将散落在海上的诸多包裹一一开启。很明显，在强烈的责任感的驱动下，他留了一个包裹未拆封。5年后，他终于获救，并成功将包裹送还给客户。在包裹上，他留下了一张纸条：“此包裹拯救了我的命。”这个包裹带给他的是对工作信仰的尊重，对工作不放弃的信念，这些支持着他求生的欲望，最终创造了生命的奇迹。换句话说，如果金钱本身成为你生命的支柱，那么你就已经身陷困境了。

我特别想强调的是，做我们这个行业的人，不应该让金钱成为自己的支柱。如果过分关注金钱，首先在合规上就会出问题。我们必须从职业生涯的长期发展的角度，发自内心地看待和重视合规的问题。这是对他人的责任，更是对自身的责任。

此外，我还想在团队里特别提倡勤奋的品格。经过前几年的累积，公司员工在基本功的培训方面取得了一些成绩。我知道这个过程会很辛苦，但要成功，唯有不断地勤奋练习。我多次强调过：成功没有捷径，勤奋没有替代品。在投资这个领域，全力以赴不一定能做好，不全力以赴一定做不好；一个人可能劳而无获，但没有不劳而获。热爱是最好的动力，对待工作的坚持和专注会让你的内心变得强大，那些发自内心的东西是永远偷不走、丢不掉的。

说起勤奋，我前些日子看到曾任国家总理翻译的朱彤练习“同声传译”的事例。她在联合国译训班上学时，半年多时间要练1 000个小时。她说，起初听起来很可怕，练习时也没觉得有什么进展，丧失了信心。可等她真练到了1 000小时，就有了质的飞跃。勤奋能激发生命的张力，我们的成就是可以超乎自己想象的。**生命抛来一颗柠檬，你是可以将其转榨为柠檬汁的人。投入一点点的态度，却能产生大大的改变。**

在持续的商业“赛跑”中，保持良好的记录很重要，我们是没有近道可抄的。我想，诚实是我们最好的策略之一，使用阴谋诡计也只不过说明我们没有足够的智慧去以诚待人。很多事情，不是不报，只是时候未到。市场上那么多的商业丑闻就是最好的例证，我们不能重

蹈覆辙。**如果你左手拿着诚实，右手握着耐心，那么你将受益无穷。**诚实是一种由内而外的品德力量，不论你是投资经理，还是销售市场中的服务人员，它都是你最好的策略和武器。投资有时候很苦闷，经常会遇到一些“黑天鹅”事件。但是，你若不贪婪，生活就不太容易欺骗你，真正诚实的投资者，轻易是不会上当受骗的。记不清谁说过这样一句话：能力能让你到达巅峰，但只有品德才能让你留在那里。

耐心和激情也是异常重要的品格。没有激情是无法拥有耐心的，没有耐心，激情也是无根之木。很多国际上知名的成功品牌都有一个相同的特征，就是有足够的耐心和激情。在别人疯狂扩张的时候，它们有耐心，保持平常心；在反周期的时候别人倒下了，而它们则坚持生存，赢得胜利。做投资的人，一定要研究你想进入的市场，要对它们产生兴趣。**这个行业里最为重要的事情之一就是要对你交易的东西感兴趣，否则，交易就成了一件苦差。关键在于，一方面要对你选择跟进的领域或市场保持激情，但另一方面，千万别让感情的阴云影响了你的判断。**

在我们这个领域，如果一个人有耐心在一线做投资10年、20年，甚至更久的时间，那他大概率会成为市场上最有声望的投资家。20年后，他可以出书，当教授，到处演讲，无人可媲美。因为这个市场上太多的人“被”领导而离开了第一线，包括我自己就是这样。很无奈，当然我没有放弃，我仍然很热爱，但付出就要加倍。耐心和激情对每一家公司、对团队里每一个成员来说都是不可或缺的重要品质。大家想想，垂垂老矣的巴菲特和李嘉诚还在做长期投资，我们这个年龄有何理由不耐心、不充满激情？

成功投资是件艰难的工作，必须要有千倍的热情去做分析和行动。要有确定的激情、确信的勇气，还要有严格的自律。交易中的自律，怎么强调都不过分，我们都是人，都会偏离自己所知的正确方向。**自律不但是一种关键的品质，而且也是一种需要不断修炼的目标，它是交易中的绝世武功。**

还有很多重要的品格我就不一一列举了，我希望我们的团队能在合规、自律、责任、勤奋、诚实、耐心、激情、勇气方面不断加强和提升。培养我们内在的品格力量，这是我们公司成功的基础。

本文是作者2011年12月在东方红资管年终总结会上分享的内容。

28
新常识、新常态、新平衡

> “井底之蛙以为天只有井口那么大，因为它看不到别的地方。未来很多东西一定会超越我们过去的经验，我们要辨识未来的趋势。投资中要辨识周期与趋势、噪声与信号的异同。”

我们每个人在做投资时，都会面临许许多多的不确定性，这些不确定性源于我们对世界认知的不足。庄子说：“吾生也有涯，而知也无涯。”对复杂世界的认知需要我们理解新常识、新常态和新平衡，大量阅读后的独立思考可以帮助我们构建新常识、洞悉新常态、掌握新平衡，从而在投资上能够与时俱进、有的放矢。投资离不开终身学习。

构建新常识

在投资过程中，常识非常重要，我们需要经常反思哪些常识已经不合时宜。可以说，很多常识在某些意义上存在一些误解和思维缺陷。成语“井底之蛙、夜郎自大、刻舟求剑、守株待兔”等都是用来形容人们看问题时视角的不足，这反映了我们视野的局限性。

在哈佛商学院听课时，教授讲了个例子。波士顿龙虾很有名，人们捕捞时把笼子撒到海里，笼子里放了饵料，过一阵子把龙虾捕捞上来后，再把笼子撒到海里。100多年来，大家都认为，龙虾爬到笼子里就爬不出来了，因此很容易捕捞。事实是否如此呢？有人对此进行了一番研究。他在每个笼子里都装上了摄像头，由于笼子是可以自由出入的，结果发现，龙虾始终都是吃了东西就爬了出去，被打捞上来的那些纯粹是因为它们还没来得及爬出去。这就是思维的缺陷，说明我们固有的看待问题的许多方式可能是不对的。

这时候要怎么办？我们需要通过大量的阅读和思考来发现真相，纠正我们脑海里存在的错误的、偏颇的常识。举个我自己的例子，在去伊朗之前，我认为伊朗是阿拉伯国家，这个观念在我脑子里存在了很长时间。但事实上，伊朗跟阿拉伯没有关系，你要是把伊朗人说成是阿拉伯人，他会跟你急，因为他是波斯人，只是曾经被阿拉伯打败。大多数伊朗人信奉了伊斯兰教，但他们骨子里仍认为自己是波斯人。其实这些知识书上都有，只是我自己没去读书而已。

还有一些跟投资联系密切的例子，很多人没弄明白。为什么大家兴高采烈地讨论某只股票至少会有多个涨停板的时候，有人在第一个涨停板出现时就会卖掉？为什么大家在讨论某只股票会有几个跌停板时，有人在第一个跌停板出现时就迅速买进？我们经常把价值投资挂在嘴边，但价值投资有很多前提条件，既要有复利的观念，又要对价格有一个心理预期。还有一个很重要的常识，即价格是由供给与需求决定的，而不是由价值决定的。价值是影响供给和需求的关键因素之一，学过经济学的人都应该熟悉这一点，但却在做股票投资时经常忽略它们。价格只是一个边际上的价格，不代表公司全部的估值。

股票市场上还存在很多常识，比如供需决定价格里的一个特殊定律——吉芬现象，即一种产品的价格上升，需求也随之增加，这种“吉芬商品”在股票市场上比比皆是。我们在不明白这些常识的情况

下，很多资本市场的事情都没办法看明白。这些股票市场里的常识，都是需要我们在大量阅读后去思考、去感悟的。

当我们有很多的疑惑时，可以选择通过讨论得到解答，但更多时候还是需要我们自己主动在阅读中扩大视野，突破自己的局限，去寻找新的常识，寻求共性的现象。

我们讲的价值投资也有共性，巴菲特就会运用很多超越我们想象的常识。比如，他重视管理者的品质，重视对财务数据的解读，强调要寻找有护城河、有竞争力的企业，而体现在财务数据上，就是要通过毛利率、企业与上下游的关系、预收预付款的情况、库存周转速度以及管理费用占比等来辨识护城河。我们自己进行价值投资时，如何找到共性的、常识性的东西来做支撑？这就需要我们通过大量的阅读去突破以前所坚信的所谓的常识。

资本市场的常识还有很多，比如自由市场经济体制下的经济周期、消费与人口金字塔的关系等，我就不一一列举了，我们平常可以和同行、同事多讨论。总之，常识在投资决策中很重要，无论是决策时效还是工作效率，都取决于我们的常识正确与否，我们每过一段时间都要反思。

洞悉新常态

为什么要讲新常态？因为世界在变，但是，你变了吗？你若没有进行大量的阅读，你就不会去想，也不会意识到世界在变化，或者即便有这个念头也是一闪而过。我常提醒大家，过去的成功为今天的失败埋下种子，就是这个道理。物极必反的道理也普遍存在，失败乃成功之母，成功也是失败之母。

新常态这个词最先由美国的“债券大王”比尔·格罗斯（Bill Gross）提出，我觉得可以成为我们思考问题的框架。因为互联网的普及，尤其是移动互联网的快速发展，整个世界都在迅速变化中，我们需要及时洞悉工作、学习、娱乐、生活、医疗、出行等方方面面的变化。此刻，对我们而言，最重要的是去理解世界正在演变成怎样的一种新常态，未来5年、10年之后会怎样。**未来很多东西一定会超越我们过去的经验，我们要辨识未来的趋势。投资中要辨识周期与趋势、噪声与信号的异同。新常态就是信号和趋势。**

美国著名科学哲学家托马斯·库恩（Thomas Kuhn）在1962年写的《科学革命的结构》一书中，开创性地提出了“范式”这一概念，这对于我们理解“新常态”的概念有积极意义。上高中时，在一个偶然的机会下，我买了这本书，现在还保存着，它对我后来看待世界的方式影响极大。传统观念认为，科学发展具有积累性和直线性特点，而库恩的“范式”分析则指出科学发展具有“革命模式”：

> 首先，范式要建立在重大理论成就的基础上，能为后来研究者提供一个共同的框架；其次，科学研究的转变不是研究对象的转变，这种转变根本在于范式的转变；科学的历史不是知识的连续积累，而是范式替代过程中间断性的转换过程；最后，不同范式之间不存在共同的评价标准。范式在转变过程中有显著的断裂特征，在范式转换期间知识不具备积累性。

对于投资而言，库恩的“范式”规律同样适用于此。因为随着社会、经济、市场的演变，投资策略常常会发生革命性的转变。尽管投资对象上百年以来都是股票、债券、商品、外汇，但投资框架却发生了很多次巨变，从价值到投机、从顺势到逆势、周期与主题，这种转变也具备“范式”转换的特征，即离散性、间断性、断裂性、非积累性等。**促使投资策略转换的根源就在于世界在变，环境在变，新常态在形成。**

大家都知道，20世纪90年代之前的20年，也就是70年代，人们结婚时只要有手表、自行车、缝纫机这“三大件”就够了；而90年代的新“三大件”是冰箱、洗衣机、电视；而现在，车子、房子成了结婚的必需品。这些变化就发生在我们身边。近年来，智能手机的出现，更是改变了我们所有人与世界打交道的方式。

有很多新常态是我们要重视的，首先，世界变小了。记得20世纪90年代我第一次出国时，国外的绿化和蓝天令我印象深刻，彼时中国和国外的差距还是挺大的。当时，国外市场的商品仅有少量的“中国制造”；短短十几年后，美国到处都能见到中国生产的商品；近些年来又变了，大量增加了来自孟加拉、墨西哥和菲律宾等国家的商品。全球化让世界变小了，我们小时候常说把脚下地球挖穿，对面就是美国，现在不需要挖了，十几个小时就可以飞过去了。这些变化正在塑造一个新的世界，如何去建立新常识、理解这一新变化，就需要通过大量的阅读去推翻已有的知识和观念。

其次，世界经济的蓝图发生了很大的变化。这十几年以来，中国在世界上的经济地位有了极大的提升，第一次去德国、美国时，多数人都会问你是不是日本人，走到哪里外国人都会问这句话。现在，只有到了美国的小城市才会被问到是不是日本人，去中等城市，你还没开口说话，人家就主动用中文跟你搭腔了。

不仅中国在世界经济体量里发生了巨大的变化，俄罗斯、印度、巴西、巴基斯坦、土耳其、南非、印尼也都是如此。30年前，由于中国人大多经济都不宽裕，便总觉得印度、非洲等国也在受穷，但其实他们的生活从来都跟我们不同，所以那代人看世界经济蓝图的观念是错误的。我们要理解中国人现在是在和谁竞争。比如柬埔寨，劳动力就有很多优势。去柬埔寨过海关盖章时，你不得不私下给工作人员1美元，否则他就懒洋洋地拖延时间。为什么？因为他们公务员的月工资只有60美元，在这种情况下，1美元对他们而言意义很大。

我们重新认识了世界版图之后，就能清醒地认识世界当下的竞争形势。如今我们的很多东西要和印度、巴西、巴基斯坦等国家竞争，这是多么庞大的一群人在和你做着全方位的竞争！我们的人力成本已经没有优势了，全球都在进行制造业成本的竞争，没有创新我们将难以为继。这个过程中，我们要对经济的新常态有重新的理解。2003年以前，在国内做投资可以不考虑进出口、汇率等问题，但现在做投

资，不考虑外汇、进出口贸易，不考虑劳工法、知识产权、社会责任、技术创新，一定会出问题。

再次，中国的经济环境也在发生变化，“劣币驱逐良币”的时代正在逆转。过去，市场经济体制不健全，监管和惩罚不到位，企业都是野蛮生长，成王败寇、丛林法则是过去这个时代企业竞争的首要方式，弄虚作假、坑蒙拐骗、以次充好、不择手段是它们竞争的主要手段。在这种市场环境下，“劣币驱逐良币”是必然规律，乳制品全行业出现三聚氰胺等食品安全事件就是典型的案例；再比如，各种环境污染、工矿事故等事件层出不穷，因为只有无底线节约成本的企业才能战胜同样无底线的同行。但随着市场规则的完善、互联网时代信息交流成本的显著下降、社会需求和文明的进步，这些混乱时代成长起来的寡头企业正在改变过去的竞争规则，越来越注重社会责任和品牌影响，良币正在驱逐劣币。互联网行业的演变体现了这一变化，过去某些公司都是靠模仿、抄袭打败对手的，近些年则是靠创新、并购来做大做强，竞争对手变成了合作伙伴。这种企业竞争规则的新常态，对我们做投资产生的影响，同样值得深思。

我前几年说的“满目山河空念远，落花风雨更伤春。不如怜取眼前人”，要的就是大家关注已有品牌中口碑好、有社会责任感的公司，它们大有用武之地的时代正在到来，不要去关注那些概念满天飞、投机取巧的企业。

还有一些新常态，比如我国的金融产品越来越多样，金融市场越来越丰富，金融杠杆也越来越大；未来将由20世纪70、80、90年代出生的人引领思想、引领消费；未来的行业竞争格局会走向完全良性竞争后的寡头垄断等。总之，我们一定不能停止思考，世界变化不断，在哪些方面变了，哪些方面跟以往有巨大的改变，我们如何随着世界的变化而改变，这需要每个人通过大量的阅读来提升自己的认识水平。

掌握新平衡

关于新平衡，我们做任何事，最终的瞄准和决策都是面对一个平衡点进行的。我认为，不论是从客观科学上，还是从主观心理上来看，世界万物都是平衡在两个极端点中间的某个地方。认识世界也罢，处理万事万物也罢，都是在一个新平衡下的取舍决策。

世界在变化，我们每天都要面临无数的小变化和冲突，如果只存在一两个冲突，那么公司或者组织是可以找到一个框架来处理和解决的。然而，我们面对的是许多种冲突，其中涉及更多的是哲学和心理层面，需要个人和组织自身进行平衡取舍。比如，刚步入工作这个阶段，我们要平衡家庭、生活和工作的矛盾；工作一段时间后，我们要平衡健康、家庭和工作的时间分配；公司也要平衡战略和战术的矛盾，平衡短期利益和长期利益的关系，平衡股东、员工、客户、公司以及社会的责任和利益。面对这么多要处理的矛盾和冲突，一两种硬性的规定是无济于事的，这就是我们平常所说的具体问题具体分析。

做投资也是一样，如何布局，其实就是在各个冲突中寻求平衡。顺势、逆势、时机选择、仓位高低，每种投资策略都有特定的前提条件和性格匹配。我们经常说，价值投资有致命的缺陷，因为不自负的人做不了价值投资，但自负的人常常会犯致命的错误。20年积累卓越的战绩很可能就在第21年被完全打破，这就是所谓的成功乃失败之母。

在投资策略上，有的人做长线投资，有的人做短期投机，有的人做低买高卖，有的人做高买高卖，有的人做风险分散，有的人做集中投资，没有一种策略是十分完善的，都需要在冲突中找到一种平衡。

我们要变也不要变，就像进行价值投资时既要坚持自己的理念，但同时还要倾听外界的声音。调研是一种很好的途径，但我们也要掌握好内心世界与外部环境的距离，既要与他们保持密切的联系，又不能轻易受他们的影响。

人生其实和投资非常类似，每个人每天的思路都是在几个点上拿捏。法国思想家、文学家罗曼·罗兰有一句名言：“真正的英雄决不是永远没有卑下的情操，只是永远不被卑下的情操所屈服罢了。”**懒惰是人的天性，逃避风险是人与生俱来的本能，这就决定了我们要有所得，将始终都面对矛盾的状态，始终要寻找一种平衡。**

生活和工作中，我们都面临着平衡多个冲突和矛盾，不可能用一个框子框死。大投资家一定是那些在平衡中分寸拿捏得比较好的，我们要学会审时度势、伺机而动。就个人经验而言，动心起念都得善恶好坏分明，这些本领只有靠阅读和修养才能获得。

大量的阅读能够帮助我们及时认识变化、构建新常识、洞悉新常态、掌握新平衡，最终从总体上把握新世界。尤其在如今信息泛滥的年代，邮件、短信、微信占用了人们很多的时间，我更加希望我们能用大量的阅读来充实自己，挤出时间来阅读和独立思考。

阅读，是连接东方与西方文化的桥梁，是连接新与旧的桥梁，是连接世界美好与希望的桥梁。通过阅读，我们的心态将更加安静、平和，不急躁、不焦躁。新常识、新常态、新平衡是我们适应新世界、走向新时代的思维框架。

本文发表于2013年11月，作者在东方红资管的投研团队、东方证券研究所内部会议以及很多外部论坛会议上都分享过本文内容。

29
创新思维实现企业飞跃

“证券业是一个永无休止的场所。世界被一个长长的供求周期串了起来，时尚总是迅速更迭，市场环境在不断变化，客户的需求也在不断提高，所以，创新性尤显珍贵。若想与众不同，就必须带着创新思维去打破条条框框。”

创新，是一家企业不以价格方式竞争而将自己同其他企业区别开来的一种途径。

我之所以会强调创新，原因在于，我希望我们在创业之初就种下创新的种子。如果我们的企业在弱小的时候就丧失了创造力，那么我们将不可能壮大，即便未来有机会壮大，企业也会因丧失创造力而崩塌。

在投资上，创新和想象力很重要。金融业的创新鲜少能获得专利。大部分创新产品一旦进入市场，市场参与者都会推出类似产品。因而，金融企业最大的特点是，大多数人做事情的方式依赖于别人怎么做事。亦步亦趋，在一定程度上是我们这个行业的通病。

证券业是一个永无休止的场所。世界被一个长长的供求周期串了起来，时尚总是迅速更迭，市场环境在不断变化，客户的需求也在不断提高，所以，创新性尤显珍贵。若想与众不同，就必须带着创新思维去打破条条框框。

不管是投资还是销售服务，我们都要强调创新和想象力。我们承认传统的办法也许仍是最恰当的选择，但还需要锲而不舍地为客户策划更有效的方案，寻求新的投资途径。

一直以来，我们保持着产品业绩稳步成长的优良传统。在此基础上，希望大家能张开想象的翅膀，少一点墨守成规，去设计更多更好的产品，运用更多更新的投资工具，不断完善产品体系，来满足不同客户、不同群体的需求。

我们可以定期讨论市场上有什么新的或者正在改变的现象，竞争对手有什么妙招值得我们学习，有什么可以开拓的机会。我们必须能够看到一个领域的商机如何走向破灭，而另一个领域如何涌现商机。

培养在不同商业环境下经营成功的管理广度对公司至关重要。**在金融业摸着石头过河的风险是很大的，要学会游泳、驾船、搭桥等多种本事，才能确保渡过这条河。**没有哪种管理方式放之四海而皆准，努力模仿别人通常是不管用的，假如我们一味地模仿对方，通常都会成为失败者。重要的是让别人玩我们玩过的游戏，而不是步人后尘。能够比别人更快地抓住机会很重要。在这个行业，与大多数人反向而动对获得成功有很大的帮助，与众不同是最重要的捷径之一。

逆向思维、迅速行动是应该看重的优势，我们需要努力预测行业的未来，从而领先于别人辨别出机会。“好的交易者”与“伟大的交易者”间的差别是非常微妙的，其中就包括一种不受条条框框束缚的思维方式。

在投资上，不要等到事情真的发生了才动手，别忘了我们正在交易或要去交易的是一种“未来物品”，而不是“当前物品”。如果一直等待，等到我们把所有不确定性的因素都解决了，那就太晚了。眼睛朝前看，脑筋往前转，保持思考，思考新闻、天气、地缘政治事件在几个月后都会有什么影响。经常练习提升自己对社会事件的敏感度，对投资来说至关重要。

我们通常是在人们对宏观经济的担忧达到顶点时，买到了最好的东西，而最好的获利机会往往在“黑天鹅”事件出现的时候，这些都需要我们具备快速的行动力，这个时候孤独是种力量。

我希望我们除了有创新的思维外，还要关爱公司，建立相互之间的信任。在一个“以人为本”的公司里，最大的难题莫过于平衡各种关系。人性导致我们总是在寻求最大的盈利，平衡自己的风险和收益、短期利益和长期利益、个人利益和公司利益、客户利益和公司及个人利益，因此我们在管理和个人工作中都面临重大的挑战。面对如此众多不断变化的冲突和挑战，要想维持和谐和平衡是有困难的。

有创意的天才需要突破常规，与众不同才能实现真正地创新。但是组织越壮大，它就越会坚持寻求秩序和稳定。作为新成立的公司，

在“建章立制”过程中，既需要灵活，又需要原则，但是这两者又相互冲突。管理好这些冲突才是金融企业管理的真谛。

我很认同一个说法，就是管理天才最好的方法，是不管理。每一个有想法的人，天生就是不愿意被约束的；但是从公司的角度来看，没有制度和规则，就是无序。组织管理和张扬个性，必然产生一定程度的冲突，对于众多公司来说，接下来的困惑一定会出现在这个方面。公司最大的困扰将是如何面对处于各个岗位上有创意的天才，随着公司的壮大，他们会觉得被组织约束或者对组织感到失望。如果管理者太保守，就会失去优秀的员工，甚至他们根本不会加入你的行列。如果管理者不够保守，个别员工就会失控，他们可能做出对个人有利而对整个组织有害的行为，就难以让企业进入良性发展轨道。组织和业务越成长，管理者这个重要角色就越难平衡。

未来随着公司规模的扩大，成员的增加，公司会面临越来越多的平衡问题。怎么来解决呢？

我觉得最重要的一点就是要建立信任。如果一家企业没有建立互信的文化，彼此互相不认同、不沟通，在基本的了解层面出现问题，就无法让团队进一步合作。企业在弱小的时候问题还不明显，一旦规模大了，若是仍没有互信，就容易走向崩溃的边缘。我们在过去的一年中，不断完善公司的内部制度，这一过程必然需要大家的相互配合，相互磨合，如果不能做到彼此沟通和信任，问题也会越来越多。

只有建立起互信的企业文化，才能使员工发自内心地去关爱这家企业，努力学会站在不同的角度来换位思考，团队之间才能相互团结合作。只有做到互信，我们才能更加深谋远虑，更注重站在长期的角度来改善公司的点点滴滴，放眼长远利益，注重细节，努力寻找改善的方法。在很多的人际关系中，在很多的交流中，我们都在不知不觉地支付一种隐藏的“低信任税”——缺乏信任会使经营成本翻倍，经营绩效减半。如果公司存在官僚化的规章制度、搞小团体、审批慢、组织混乱，或者大家自我保护、搞办公室政治、员工离职频繁、管理层和员工经常发生冲突、客户不断流失，假如你意识到这些特征的存在，请指出来，我们会认真开展建立信任的相关活动。企业成长的过程，就是一个不断发现矛盾、解决矛盾的过程。在工作中看到矛盾，要从关心企业的角度出发，坚决地提出来。去除那种不想说、不愿说、不敢说的风气和氛围，即便是胡说也好，但我们不要那种乱猜、瞎猜、不负责任的胡言乱语。

投资管理是一项人力的经营。团队的工作依靠的是领导、程序、经验、一致的哲学和信任。良好的团队绝不是偶然形成的，与友谊一样，需要细心的培育以建立相关的信任和尊重。

从公司的角度看，要赢得员工的信任，也需要管理层和每个员工时时事事地提醒自己，任何时候都要问一问，我们做的事情，是不是有利于员工个人、有利于公司？是不是能让大家形成共性和认同？我们一贯强调团队精神，在不断鼓励个人创新的同时，我们认为团队合作往往能带来最理想的效果。而在公司层面，要员工不跟公司博弈，首先领导要做到不跟员工博弈，公司要愿意慷慨地与那些创造利润的人分享利润。我们的文化，就是尽可能地让全体员工感觉自己就是公司的合伙人和老板。

关爱企业需要每个人都有牺牲的精神、奉献的精神，需要我们倾注全部的心血，需要我们主动克制自己的一些行为。我们不能也不会容忍那些置个人利益于公司利益和客户利益之上的人。在未来的岁月里，如果每个员工都能像爱护自己一样爱护这家企业，互相关心、信任和支持，坦诚交流，团结协作，那我们一定能做到无往而不利。最后，借用我在微博上看到的一句话作为结尾：“在这趟历史的动车上，没有看客，我们都是乘客！”

本文是作者2012年在东方红资管中期工作会议上分享的内容。

30
放飞想象力

> “作为投资人，你是开车人，客户是你的搭车人，你们是一个命运共同体。如果这辆车翻了，那就是你们和车同时翻了。这不仅仅是信托责任和信托关系，我们希望，我们与客户是伙伴关系，而不仅仅是开车人与搭车人的关系。”

我们每个人都需要考虑两个问题。第一个问题：未来资本市场将如何变化？第二个问题：我们如何应对资本市场的巨大变化？

“改革”与“开放”

一个国家、一个社会想要持续地进步，一靠“改革”，二靠“开放”，对于一个组织和公司的进步来说，这两点同样重要。我们始终要改革不断僵化的组织，并依靠开放不断进步！只有这样，组织和公司才能持续地参与竞争。要让我们的公司和组织不断成长，改革和开放就缺一不可。

每个时代都有每个时代的变化主题。过去的10年有过去10年的主题，未来的10年有未来10年的主题，没有什么是一成不变的，竞争使然。年轻人更容易也更应该去把握。如何去把握，首先要进行组织变革。改革靠什么？靠开放，开放是改革的一种方法论，没有开放，任何一个人就会像盲人一样。前一阵子，俄罗斯出现了陨石，当时很多老百姓的第一反应是战争爆发了，这是因为大家没有“望远镜”，而是用“显微镜”在看自己生活的世界。**我们也犯过此类错误，所以，在这个过程中，我们需要考虑哪些是对我们最重要的事，要如何进行平衡，当我们埋头苦干的时候，还是要不断拿起“望远镜”。**

时代在不停地演变，每个时代有每个时代的主题，我们该如何应对？索罗斯做投资的方法是研究事态规则的变化，寻求转折点，而不是在既定的事态规则下下注。**我们作为投资人，总是处在两个状态中，一个是在既定规则下怎么玩，另一个则是研究规则的演变，对新形态下重注。**

我们国家过去发展的几十年，以及未来发展的几十年，与我们的现在和将来的事业密切相关。在这个过程中，特别是2010年前后这几年，我自己也很困惑，我们到底是成为了事业的奴隶，还是干脆脱胎换骨地去做了事业的主人？很多时候，我们会屈服于生活和工作、组织和环境，不敢冒险，不敢走向新的领域。但是，世界在变，所有新的东西都不断地在你面前走，所有的变革都悄无声息地在你面前展现。随着实体经济的转型，资本市场正在发生一个彻底的、革命性的变化，我们为此到底又做了多少准备？我们还能刻舟求剑多久？我们还要守株待兔吗？我们如何展开改革和开放这两个方面？新的证券投资基金法就要实施了，对我们既是机遇也是挑战。竞争是一切进步的前提，但它带来成功者的同时也带来失败者。我在2012年时一直说，现在是证券从业者的春天，是证券公司的冬天，垄断的打破带来的是个人创造力的迸发和国民经济的再次提升。

目前，资本市场正在发生本质的变化，最大的变化在哪里？利率和汇率悄悄自由化，资本市场不断地接地气，金融不断地向个人和民企开放。资本市场在国民经济中的作用在不断提升，开始为中小企业服务、为三农服务、为国家进一步工业化服务。中国的养老金、企业年金、各种保险、高额储蓄都将找到合适的去处。

这是一个巨大变化的开始。有多少人看到了？有多少人准备好了？

认真思考我们的事业

接下来思考，我们将以何立足？我觉得，前面的10年，我们很专注。这种专注也有无奈，因为有人捆住了我们充满活力的手脚，我们被迫在一个小领域内专注。但专注也是好事情，能够耐得住寂寞，抵挡得住诱惑，我们不断地加强了基础的核心竞争力。我觉得过去几年，我们不断在发展我们的“显微镜”，而且把“显微镜”用得很好，但是我们没有使用我们的“望远镜”，没有很好地去看待未来的变化。现在提出的这点对我们来说非常重要，也是必须提出来的。没有“望远镜”，我们未来的核心竞争力在哪里？我们有没有围绕未来经济和制度的变化去发展新的核心竞争力，去拓展每个人的工具？这是新的一年迫切需要每个人去考虑的问题。

关于如何立足，其中一个非常严肃的问题就是我们的盈利模式。我们靠什么跟别人竞争，跟风起云涌的各种各样的机构竞争？

很显然，这是这几年我们没有解决的困惑。我们靠在一个方向上做绝对收益的这个盈利模式又该如何走下去？我们要做好一个方向，又要做好短期资金市场，那我们有什么能耐比指数做得好？我们又有什么能耐比固定收益做得更高、风险更低？没有这些能力和能耐，别人为什么要把钱交给我们管理？我现在之所以提出这个问题，不是说以前不存在、不严重。以前很困惑是因为找不到解决问题的方案，没有办法。在新的制度环境下，我们有了解决问题的方案或者可能性，现在有了足够的条件来解决这些问题。

我们以前做投资只有一个维度、一个方向，既要跟指数去比，又被要求绝对收益，很矛盾，很痛苦。接下来的市场和制度，将可以立体化，可以同时有两个方向、有多个维度，整个资产图谱都美丽地展现在我们面前。所有的这些变革对我们来说都是新问题，而这在国外资本市场上实际已经很简单了，国外的机构投资者已经走了很多年，积累了很多宝贵的经验。而我们每走一步都要自己去探索，没法去别人那里学习、取经。但竞争是在同一个起跑线的，这是我们要面临的竞争环境。我们该怎么办？付出更多心血、让自己有更开阔的心胸、更开放的精神，这些就够了吗？

另一个非常严肃的问题是，我们跟客户之间是什么样的关系？我们提出“感恩、责任、梦想”，其中的“责任”表现在很多方面。作

为投资人，你是开车人，客户是你的搭车人，你们是一个命运共同体。如果这辆车翻了，那就是你们和车同时翻了。这不仅仅是信托责任和信托关系，我们希望，我们与客户是伙伴关系，而不仅仅是开车人与搭车人的关系。

2012年，我在乌镇开会时，讲到了为什么投资需要有哲学、流程、思想。实际上，这些是你对自己和客户负责的要求。你要告诉你的客户、你的伙伴，你是怎样防范风险、怎样为客户争取利润的。做企业，老板必须要有使命感，管理层必须要有事业心，而做投资这一行，投资经理一定要抱着使命来做，抱着职业心态来做肯定是做不好的。真正的热爱就会产生使命感、责任感，投资人若是没有使命感就做不好，得过且过、没有使命感的投资人会被市场踢出去。

张开我们的想象力

我常说，有怎样的资金策略，才有怎样的投资策略。你所有的投资策略与资金背后的客户是密切相关的。有时候，你只能管理很小的一部分资金，因为你的投资策略只能管理匹配那样需求的资金。我们以前都是在积累，积累完了以后，该向哪个方向延伸，又该怎样去改革和开放，是当下最重要的课题之一。

我们团队中很多人才30多岁，都年富力强。以前的资本市场没有壮大，但从现在开始，资本市场开始壮大，这个舞台已经逐渐摆在每个人面前了，就看你有没有能力去施展。

我们有什么优势，优势在哪里？前几年的“显微镜”工作做得不错，所以我们的腿是很粗壮的。看看舞蹈演员，他们的腿很粗、很壮，因为只有这样才能做出赏心悦目、令人惊奇的动作。我觉得我们有这样的条件，腿一定是粗壮起来了，但是没有去开发它的潜能，因为我们的视野不够，严重不够。

在这个过程中，我们有个非常重要的任务就是要张开想象的翅膀。我们很多人的分析能力很强，但想象能力不够。我们这么多人，完全有条件、有能力有更奔放的想象力。在投资领域，想象能力和分析能力是一样重要的。如果我们这么多人，每人每个月都有一个想法，一年就有几百个想法，我们就会产生很多的创造。投资上有一种很重要的策略，像索罗斯的策略，即用想象力去假设，拿钱来试验。索罗斯有很多创造性的策略，利用研究游戏规则变化的那个点，在一个趋势的转折点上做判断。我们为何不能这样来创造？

我们团队的所有人都应该去营造一种氛围，真正地把大家的想象力激发出来。我读过一本书，叫作《如果巴西下雨就买星巴克的股票》，逻辑很简单，巴西下雨——咖啡豆丰收——咖啡豆价格下跌——星巴克成本降低——星巴克利润增加——股价上扬，于是就应去买星巴克的股票。我们要去寻找别人很难看到的事物之间的联系和关系。

在我们这个领域，失败是必然的，死亡是必然的，你在这里走多了，总有一次会栽进去。但是这不重要，错误是会来临的，你要有这种精神，即允许自己犯错。我的要求很苛刻，但是我会原谅，学会原谅自己和别人。我曾经看到一条微博，云南省保山市市长去云南大学

做校长，当别人问他有什么感受时，他说，在当市长的时候，自己说得再错，都是对的；但当校长以后，自己说得再对，教授们也不觉得他是对的。权力是相对的，真理是绝对的。**投资是一个探求真理的过程。**在公司行政级别上，可能我的职位比你的高，但在对观点的探讨上，我们是平等的。在我们这里，是以观点、想象力、分析来衡量对错，而不是用权力来衡量对错。我们是真的缺乏创造力，没有想法吗？还是不敢提出来，怕错、怕领导批评？如果你是一个有作为的年轻人，就不应该怕试错。

我们从小到大接受的都是服从式教育。这种教育理念在我们这个领域是格格不入的。我们这么多人如果都没有新想法、新念头，仅仅服从于领导、唯唯诺诺，那真的是我们的悲哀。比如，某位客户买进了某只股票的很多仓位，然后又跌了很多，此时，交易员为什么就不能提醒一下是不是有什么风险？很多年轻人刚进公司，摸不到门道，可能没有太多的想法，这可以理解，但工作了一阵子以后，还是做一天和尚撞一天钟，或是老和尚念经，那就不能继续待在这个群体里。不是我不让你待，而是竞争环境不让你待。

在某个意义上，投资是由一个个想法串成的，要到处跑，去倾听市场，去寻找新变化，去交流，最后形成自己的看法，再和大家共同探讨。在这个时点上，每个人都要发挥自己的主动精神，把每个毛孔都立起来，提出你的想法。

现在的投资不是一个维度，而是多个维度；不是一个方向，而是无数个方向。在资产产品图谱里，每一个资产领域都在张开着，等我们去拥抱，每个人都可以去借鉴、去观察、去实践。问题是一个人的时间和精力都是有限的，需要一个团队互相提醒、互相提点、互相切磋，否则要这么多人就没有意义了。

大视野下看变迁

投资者需要寻找一套适合自己的严格的方法。过去几年，我们加强了财务培训，让大家有了共同讨论的基础，也让大家在分析上可以不惧所谓的权威。但在策略上，我们还是提倡百花齐放。比如，做量化投资的投资经理要从大量数据中去分析相关性，不去追求其间的因果关系。虽然在另外一些投资上，投资人还是需要追求非常严格的因果关系。很多人做指数投资时，只关心市场的有效性，但索罗斯只关心1%、2%、3%的指数表现。市场无效的时候，寻找转折点，寻找趋势，验证对了，就一把进去。我们每个人都要寻找适合自己的严格的方法。

在这个过程中，倾听和适应是非常重要的。最近我看了《下一个倒下的会不会是华为》，任正非送给年轻人三个词：视野、意志、品格。其中，广阔的视野非常重要，尤其是在做投资的时候。**所谓视野，就是去研究宏大的趋势。**

在2013年这个时间点，未来10年，我们国家有很宏大的规划。我们需要用宏大的视野看很多东西的演变。你想想每年春节，中国有多少人次的人口流动？2013年是30亿人次，也就是说，地球一半的人动了一次，我当时把这个数据告诉外国人，他们都很吃惊。

未来10年，资本市场充满了危险。所以，你要有宏大的视野。乐观来说，我国将会是世界上最大的消费市场，悲观来说，我们的市场蕴含着极大的金融风险，当然那也是投资人的巨大机会。

横向来看，世界上更大的变化正在发生。美国、欧洲各国、日本、东盟各国、非洲各国的经济浪潮此起彼伏。互联网、大数据、生物基因工程、能源革命风起云涌。每一代人都有自己的主题。如日中天的微软在移动互联网时代到来后也落伍了，过不了多久，基因和生物的革命也会席卷整个世界。2012年，私募在中国投资最多的是生物医药。2003年前检测一个人的基因要花一年的时间和上亿美元的成本，当时预计再过三五年也许只需要15分钟，当成本也降到100～200美元后，这将会产生巨大的影响。

当然还有一个影响世界未来格局的更大力量，那叫中国力量。中国很快将成为第一大贸易国，进出口总额占世界第一。中国的消费仍然还处在不断壮大的过程中，并且有机会挑战最大的消费市场。**我们**

在用“显微镜”的同时，一定要用“望远镜”。每个人都能望远一点点，大家聚在一起也就能看得更远。

勤于思考

总结来说：第一点，我们每个人都要有发自内心的使命感，投身到事业中来，一定要有更大的热爱，这不是一个简单的职业，若以一种简单的职业心态来对待就很容易被淘汰。

第二点，每个人要围绕自己的核心竞争力专注起来，但是这不表示对外界不闻不问，事不关己、高高挂起的态度要不得，既要能耐得住寂寞、忍得住诱惑，又要睁大眼睛看世界。

第三点，最重要的是抱着改革开放的思路，去解放思想，每个人用创业的精神去做事，大家提出想法，我们一起来分析和评判，先做试验，来验证自己的想法是否可行。

最后，回到我们前面说的要做什么样的商业模式。从我个人角度来说，我们一定是要围绕追求绝对收益的方向来发展策略、方法，以及工具。在这个前提下，需要打开每一个维度和方向。我们如果不走绝对收益这条路，是走不远的。

有一次一个朋友说，我们这个行业应该是钱找上我们，但是我们凭什么能做到这一点？如果有一天，钱可以不断地找上门来，那说明我们是真的成功了，但目前我们都是在很艰难地探索。

说了这么多，主旨就是希望每个人都要解放思想。索罗斯和巴菲特有一个共性，即只在关键的时候下出关键的赌注，更多的时候他们在思考。我们不能像农夫一样只是勤奋而不思考。

本文是作者2013年2月在东方红资管做的一次内部分享的内容。

对谈5
机构投资者时代来临

主持人：关于识别一些差的公司，规避投资骗局，我觉得你还是很有一套方法的，市场一转熊，造假的公司就爆出来了。

王国斌：这个过程并非中国独有，美国历史上也是这样，美国当年的掺水股票现象也是很严重的。投资者在那边买股票的时候，这边公司还在不断地发行股票，这就叫掺水股票。我在学校读到过，早期美国有一只铁路股，你那边去买股票，我这边就不断地发行。美国的投资历史上出现的荒唐事件也有很多，安然、世通等都是例子。

主持人：所以，作为投资者最好从常识角度考虑，可以避开这些骗人的公司。

王国斌：常识是可以帮助投资者的。主要是复利这个概念很少人去想，因为复利是非直觉的，一名在10年内连续获得10%的年投资回报率的投资者与一名连续9年获得20%的年投资回报率却在第10年损失50%的投资者的财富，谁多？

虽然很少有人会愿意去认真地计算它，但其实是前者多。很多人追求短期的表现，因为追求长期很稳定的表现比较难。这就是极速跟稳健之间的关系，有人就喜欢极速。这也属于个性使然，你的个性一开始就决定了你愿意走哪条路。

请考虑以下两种情景。

情景一：一位投资者选了5只股票，每只投了100万元。其中4只是好的投资，一年的投资回报率是15%，但第5只股票跌了一半。另一位投资者投了5只表现很平的股票，每只都只上涨了5%。

情景二：2008年，一位投资者用100万元开始投资，在2009年获得了100%的投资回报，但在2010年亏了30%；另一位投资者在2008年也投了100万元，在2009年和2010年均获得20%的投资回报率。谁跑赢了？

情景一中，前者的投资收益是10万元，后者则为25万元；情景二中，前者的投资收益为40万元，后者则为44万元。很多人希望每一圈都领先，但最重要的是，冲过终点时，你还在赛道上。

投资管理行业竞争激烈，只有那些擅长投资的投资者参与这场游戏才是明智的。

主持人：很多人不喜欢平凡的生活，喜欢刺激的生活。人人都想快速致富。你曾说，中国资本市场未来面临的挑战也是很大的。未来的几年时间内如果持续是这些模式，比如，一个是卖方市场转向买方市场，另一个是企业的上市标准降低了，这样的话，普通投资者受煎熬的时间还很长。

王国斌：普通投资者受煎熬的时间还会很长。**投资管理行业竞争激烈，只有那些擅长投资的投资者参与这场游戏才是明智的，任何三心二意的投资者进行积极的投资管理注定要失败。**大到投资策略的制定，小到具体证券的选择，周密的分析都是投资活动获利的唯一基础。我不赞成彼得·林奇说的那句话，即普通人也可以像专业人士那样去投资。

所以在这个过程中，资本市场要真正得恢复到一个以机构投资者为主的时代。我认为券商在全国各个省市开这么多家营业部的这种方式慢慢就要改变了。

主持人：散户可能真的就要被消灭掉了，因为散户买的股票肯定都是被炒得最高的股票。

王国斌：以前是博弈的时代，反正股票供不应求。你买进股票后，即便套住了，只要能忍住，总有一天会解套，但现在谁会去当股市的救兵呢？

主持人：以前股市都是在涨潮，现在退潮了，怎么办呢？这些人都输掉后走了又好像有点不甘心。

王国斌：第一个原因是没有救兵了，第二个更重要的原因是，很多企业没有人接管，还有很多企业已经没落。企业不转好，股价没法恢复，持有股份的那些股东一有机会就会逃离，到最后都交给散户。现在买公司必须要挑剔，要越来越谨慎。

主持人：除此之外，一家企业分红的价值也很重要。说到分红，在中国的金融环境中，你对银行股怎么看？

王国斌：这个问题都是阶段性的问题。只要利率不市场化，我认为银行股在短期内的问题和其他企业是一样的。最大的风险是没法有效地解决它的各个层面的委托代理问题，强制分红与否意义并不大。银行某种意义上可以当作消费品看，品牌、网络都极具护城河效应，而且银行是经济增长的推动者和获益者。我一直在和银行打交道，很多银行的员工的素质都很高。

价值投资者获得优异业绩的唯一办法是定期远离大众。

主持人：机构投资者一定强于个人投资者吗？

王国斌：机构和个人的划分是为方便描述。严格来讲，大卫·史文森认为，投资界中的一个最重要的分水岭不是区分个人投资者和机构投资者，而是区分有能力进行高质量积极投资管理的投资者和无力为之的投资者。少数的机构投资者有能力投入大量资源对投资组合进行积极管理并创造出风险调整后的超额收益，而能做到这一点的个人投资者较少。

正如很多投资家所阐述的，拥有一套核心哲学是长期交易成功的根本要素。没有核心哲学，你就无法在真正的困难时期坚守你的立场或交易计划。你必须彻底理解、坚决信奉并完全忠实于你的交易哲学。为了达到这样的精神状态，你必须要做大量的独立研究。一种交易哲学不可能从一个人的身上传递到另一个人的身上，你只能用自己的时间和心血去得到它。

在设计一个长期成功的投资策略时，有两个因素是至关重要的。

- 第一个，要明确你的优势是什么。投资从很多角度来说和玩德州扑克一样，是个零和游戏，即你所取得的高于市场指数的收益是来自他人所犯的错误、疏忽或者反应过度，你的聪明才智超过了别人或者你的运气超过了别人。打麻将和玩德州扑克时，运气存在于大局中，但技术可以改变运气。要明确自己的优势，就要分析自己具备哪些工具包，比如真正的长期资金，深厚的行业知识，在各种市场和证券资产类别灵活跨越以寻找机会的能力，较强的资源关系开发能力和人脉网络，完整坚实的投资哲学。

- 第二个，有能力考虑竞争格局以及市场参与者的行为。了解市场交易心理学与懂得市场运行机理同等重要，要建立足够的人脉网络，这并不是要求你完全依赖他们，而是要求你能够及时地感受市场情绪，能够看到市场的参与者们正在想些什么、做些什么，这些信息有可能是无价的。你的注意力和技能在哪里最适用，这取决于其他人的关注点在哪里。田忌赛马、逆向思维是竞争优势最有效的措施之一。价值投资者获得优异业绩的唯一办法是定期远离大众，但很少有人愿意做或者能够做到。

本文是作者2012年1月接受资深投资人理森的采访的实录。

对谈6
打造可复制的投资团队

主持人：业界朋友公认你是国内券商中盈利模式转型最早、业绩最优秀、投资团队最稳定的行业代表人物。“东方红”这个证券资产管理品牌能够成为优秀的共同基金，其市场影响力引领行业，成绩有目共睹。回顾过去，你是怎么样一步步走过来的？

王国斌：人在很多方面都有偶然性，但是在偶然性中可能有一些必然性。偶然性在于这个国家给了你一些机会，必然性是在机会下面，你的某种性格可能就让你往那个方向走。

你只要处在竞争中，就需要去寻找优势。你需要在能力圈内行事，千万要避免“纸上谈兵”。

主持人：2001—2005年是股市从崩盘到低迷盘整的年代，那时整个证券行业都出了问题。当时你们是如何做资产管理的呢？

王国斌：真正严格规范的资产管理就是2005年证券公司可以做集合资产管理业务的时候。之前东方证券主要以自营为主，而且自营、资管分得很清楚，早先我是管理自营的，到后来才管理资管。那时我们特别重视自下而上的选股，重视基础调研，重视企业的投资价值，也开始注重扩大投资视野，开始尝试多样化的投资风格。那个阶段是我们投资风格逐渐丰满的时期。

2005年，证监会开始规范证券行业，券商开始开展集合理财业务，业内称“阳光资产管理业务”。东方证券属于证监会给予集合资产管理计划资格的第一批公司，当年我们就推出了“东方红1号集合资

产管理计划”，非常积极地拥抱了“股改”，在股市大盘1 000点时的市场底部做了很积极的部署。

主持人：2005—2010年，你们以优良的业绩和规范的运作，成为能与基金公司平起平坐的证券资产管理行业内的品牌。2010年，你们进一步成立了东方证券资产管理公司，成为券商系第一家资产管理公司。这是基于什么样的背景和想法呢？

王国斌：我们想成立资产管理公司，当时主要出于三个想法。第一个想法是，能够寻找一个合理的方式建立一个独立的品牌。因为证券公司既有买方业务，又有卖方业务，想建立一个品牌不太容易了。当时我们成立东方红资管时，我觉得我们可以做出一个独立的做买方业务的品牌。

第二个想法是，我们想探索这个行业中投研人员的激励办法。这是在投资管理中碰到的最大问题，不管是在美国还是在中国，不管是管理者自身还是投资标的，最终最核心的问题一定是激励问题。我认为美国金融危机的发生是由于激励有余而约束不足，导致出现过度投机，造成了泡沫；我们的问题则是出在股东—代理人的另一极端，这一极端则是激励不足、干劲不够、创新匮乏。所以，我希望新公司能够有机制来很好地解决这个问题。

第三个想法是，我当时受金融危机的启发，看到了长期蕴含的更大危机。既然生于斯、长于斯，就要未雨绸缪，人无远虑，必有近忧。激励过头会造成泡沫，但激励不够更加危险。任何经济制度的活动都必然建立在一个简单的原则上：适当足够的激励作用。我们无法回避激励的重要性，因为它是人类本性的一部分。经济活动得以运行就是由于参与者可以在激励改变时改变他们的行为。如果约束机制和激励机制之间没有建立实质性的变动关联，就容易造成道德风险的积累，而过度限制也会使低效、浪费、贪污等问题不断发生。从这一层面看，系统性风险正在不断累积，而且持续下去必然会出现不可收拾的局面，金融领域将首当其冲。

总之，由于人性自身存在的缺陷，人们自己创造出的任何制度和组织必然会有缺陷，这种缺陷是风险的内在滋生源。风险就像地底下的能量一样，聚集到一定程度就会喷发。迄今为止，世界上还没有一个不曾破产过的金融市场的样板，美国都破产过好几次了。我们希望

经过长期的努力，在危机出现的那一天（那一天必然会出现），我们能够有所作为，不再像上一辈那样茫然无助。

主持人：这是一个有益的探索。

王国斌：还要继续探索。其实现在对于独立的资产管理公司，从监管上来说，我们不能像美国那样“只要法律没有禁止就都可以做”，我们都是要在监管部门核准的情况下才能做。比起私募来，独立的资产管理公司可以有更好的业务选择和激励。我心目中的资产管理公司应该是全方位的，什么都可以做。我本意是想把资产管理公司打造成一个资产管理的大平台，我认为一个真正的天才是不会长期屈身于一个不是自己的机构的，为了留住他，最好的方式就是给他提供平台。作为平台，很多私募基金也都可以在这里进行运作，平台来提供品牌、研究、销售渠道、风险控制、交易能力等服务。我当初出于这个考虑才成立了这个资产管理公司，不过还有很长的路要走。

主持人：从现在来看，除了你们，其他证券公司也把资产管理做成一个重要的业务支柱，开展阳光资产管理。现在你们的竞争对手有基金，还有私募，从为客户提供价值的角度来看，你们该怎样建立自己的优势和自己的特色呢？

王国斌：我有一个原则，即没有竞争优势的事，我们是不做的。**要始终牢记，一旦参与，你就处在竞争中，你需要去寻找优势。你需要在能力圈内行事，千万要避免“纸上谈兵”。**比如，我们是业内最早拿到QDII资格的证券公司之一，但到现在我们并没有推出QDII产品。原因很简单，一是在刚拿到QDII资格的时候我们确实没有竞争优势；二是在目前的情况下，有各种各样的条件限制，要建立这个竞争优势不太容易。坐在家里做QDII，这对我们来说是不可思议的。不是我们没有资源和能力，是很多的条件不具备。所以在这种情况下，有的公司推出了QDII产品，但我们到现在还没做。

我们大家都在进步，都在成长，而且不能停止。

主持人：成功投资者的特性是什么？你本身很勤奋，我觉得你比较关注的就是勤奋、诚实、耐心。你觉得在培养团队专业精神方面，

你有哪些心得，看重哪些方面？

王国斌：总体上来说，过去这些年我们确确实实一直是处于摸索的状态。我们是一个学习能力很强的团队，在边摸索边学习的过程中，理解这个市场是怎么样的市场，理解这个市场上人的行为方式，学会怎么去看公司，这是一个不断摸索、总结的过程。我们大家都在进步，都在成长，而且不能停止。

主持人：你到目前为止还留在券商行业内，而大部分像你这样的人早就离开这个行业了，不管是出于什么原因离开的。作为为数不多的、笑到现在的“老将”，你有没有总结过，从投资本身来说，不管是资产管理公司、私募，还是基金，在中国这样的投资环境中，按照你的理解，投资行业应该怎么做，才能笑到最后？

王国斌：人总是有各种各样的考虑。在中国投资市场，我考虑最多的是，怎样去做这个时代自己能做的事。早年大起大落的投资经历，让我越来越淡然。所罗门国王曾命令他的臣子们帮他想出一句放之四海而皆准的话，最后，他的臣子们献给他一句至理名言，“一切辉煌和挫折都会随风而逝”。所以面对一切，我们都要做到“不以物喜，不以己悲”。

某种意义上来讲，投资者都是个体户，不管是国内还是国外。我愿意去挑战能否带出一个团队的任务，而且这个团队是能够复制，这十几年来我始终在尝试。**这个行业最难的挑战并不是偶尔把业绩做好，而是怎么样能够培养出一批在整个投资管理行业，具有长期竞争力的人才。**国内股市浓缩了美国股市200多年的发展过程，我们有很多的历史经验可参考，我希望在这个过程中，能够探索出成功复制团队的方法。

主持人：复制你的成功吗？

王国斌：不能说我是成功者。确切地说，是找到一种方式，我和我们的团队通过这种方式培养出一个专业的队伍。我经常说，从某种意义上来说，我们国内还没有一个真正专业的投资人群体，因为环境始终在发生巨变，我们自身也在演变。看看美国真正杰出的投资经理们，他们大多是思想家、哲学家、经济学家、心理学家、历史学家的综合体。我们经常阅读他们的书籍，并常常深受启发，我们研究所的编译栏目《精译求精》就是对他们很好的一个推介。我们这里因为时

间太短，积累不够，所以真正杰出的投资经理还需要历练。我们第一代的投资者，可能在学校连基本的经济学原理都没有学过，连什么是市场经济都不懂，甚至到现在为止，很多人还不懂。

虽然我有很多让我很尊敬的朋友，他们都很杰出，但我不认为中国已经存在真正意义上的、非常专业的投资者。其一，我们所有的人学习和经历的时间都不够，因为过去的背景不具备这些条件，所以成功只是阶段性的；其二，中国面对国际金融竞争的时代还没有来，这一批投资者真正的考验也还没有来。2005—2006年我就说过，以后真正的竞争，一定是整个金融领域的竞争。因为我们的资本市场总有一天要开放，那么中国以后最大的战争就是金融战争。如果国家没有一群非常理解资本市场的人，那一定是一场灾难。

所以，总体上来说，我们国家最需要的是培养出一批真正的金融人才。我只是尽自己的一点点义务，追求进步，在力所能及的范围内来做这件事情。

我不在意你开始打得有多远，我要的是你每个动作都能做对。

主持人：东方红资管团队的主要成员相当稳定，他们在一起工作都有十几年了吧。在很多外部诱惑的情况下，从你到团队都实属不易，应该说你的理念和团队的管理方式是凝聚力的重要因素。近年来，你被各个基金公司邀请去讲课、座谈，都很受欢迎，大家不仅想听你讲投资，还想听你讲投研团队建设，期待你来分享一点经验。

王国斌：有人说过，最好的学习方法是当老师，因为最好的投资思想是在交流中产生的。其实更多时候是我在向同行学习。在与同行交流时，最大的收获是，我可以看到同行的思维方式和自己的盲点，同时更加体会到可重复成功的重要。

主持人：你在这方面做得很有特色。

王国斌：在东方红资管团队这里，我们对所有加入我们的人都会强调过程管理，就是说，进来的新人基本上都是我们自己培养。**而在培养的过程中，我非常注重每一次训练，打个比方，就像学习打高**

尔夫球，我不在意你开始打得有多远，我在意的是你每个动作都能做对。你挥杆的动作对了，持之以恒地坚持训练下去，你的成绩一定会很好，但是一上来你为了要打赢，为了推荐一只牛股，可能不择手段地做一些其他事情，那你的路径就完全错误了。

主持人：投资是不是本来也比较多元化，每个人的个性或者能力都不一样，是有些人一定会做得好，有些人一直都做得不好，还是不同的人都可以成功？

王国斌：任何投资都需要一套完整的哲学体系，基金经理或投资经理是否具备完整的哲学框架体系是最重要的考量标准。我更愿选择一个具备非常完整的投资哲学框架体系的人来做投资经理，这样他在做投资时，不会随自己的情绪变化而进行买和卖的决策。

主持人：你想闯出一条路来是很不容易的。券商的生存环境很恶劣，哪有基金公司的环境好呢？基金公司都那么不容易，从旧体制走出来的人，最后还能够活跃在行业前台，很不容易。

王国斌：其实投资反而是简单的，管理才是耗神耗力的。一方面，我没兴趣做管理，要让自己去静下心来思考人际相处的事情，对每个投资者来说都是苦差事。我们常常会被人误解为不易打交道，但其实实在是太忙了，没有时间常与人联系。公司政治很复杂，做投资的人一般没精力应付，好在我们公司的文化氛围很好，我可以去做我认为正确的事情。

另一方面，我们在投资上的最大问题是缺乏长线的资金。我常说，资金策略决定投资策略，在你的核心竞争优势里，长期的资金是你工具箱里很重要的一部分。

主持人：你提到过，过去几年你禁止大家做套利型并购重组的策略。虽然过去你对并购重组非常了解，而且你又有丰富的社会人脉、资源，但是后来把并购重组这个策略排除在你的投资策略之外，这个决策其实是出于一种非常有战略性的考虑。

王国斌：金融行业是个强监管行业，我们应该引导我们的员工，避免因不慎而犯错误，这个很重要，我们没有本钱犯错误。我们一直在说，我们的资本市场是一个新兴加转型的市场。既然是新兴加转

型，就会有很多出现问题的可能性，但我们的原则是要保护所有的员工，所以一切从严。我们的文化是“合规第一，客户第二”。

资本市场是一个多样化的市场，一定要有多样化的基础，多样化是任何一个形态健康成长最重要的因素。你看以前的市场有效理论，即一个假设的基础就是人是理性的，但实际上，资本市场中没有谁是完全理性的。要有多样性，还要有激励机制，就能让这个市场变得有效。我们资本市场的多样性其实还不够，太多的管制不利于发展多样性，而同质性对资本市场的发展是非常不利的。讨论到这些问题的时候，舆论也是不利于我们的，我们要接受大家的严格审视。我前面提到过，作为监管者，既要保护投资者不受骗，也要保护投资者投机的权利。投机是资本市场能够存在的最重要的元素之一，没有投机也就没有了资本市场。

主持人：在2006年的时候，大家都觉得全天下歌舞升平，到现在为止，我们虽然遇到了很多挫折，但是大家整个状态也都还不错，我觉得这就是投资的价值。大家可能越来越相信投资的价值，相信专业的投资方法，或者相信自己的投研流程，我觉得这就是投资的意义，而不是投机取巧。

王国斌：确实很重要，我自己也是，我能够有现在这个状态，最重要的一个因素就是我的学习能力比较强。我是个爱看书的人，什么书都看，只要是在国内能看见的所有投资类的译著，我都会去翻看。

前面说过，很多书我在早年就看了，比如对我影响很深的一本书《贼巢》，这本书是我在南方证券的时候看的《证券市场周刊》上的长篇连载，原来叫《股市大盗》，这本书在我从业一开始就给了我很大的警示。我有最早版本的彼得·林奇的译著，我还有专门写在美国20世纪80年代收购兼并时做投资的书和美国新闻界指责索罗斯、彼得·林奇等内幕交易的书，这些书都是我在20世纪90年代早期看的，现在书页都发黄了。

读书的意义就在于你自己去学习、去悟，因为我们做投资这行，师傅很重要，这是门艺术。就像画家，如果没有师傅带，成为不了好画家，即便没有师傅，至少要能找到“大家”去临摹。而我一开始是误打误做，也没有什么师傅教，但是书就是我的师傅。

《孙子兵法》我也很熟，书中说“故知胜有五：知可以战与不可以战者胜，识众寡之用者胜，上下同欲者胜，以虞待不虞者胜，将能而君不御者胜。此五者，知胜之道也”，其中“知可以战与不可以战”是投资中最重要的。**我始终认为，从文化传承的精神修养上，中国人特别适合在投资上有所作为。**

主持人：你们这个团队之所以这么稳定，我觉得很重要的原因就是大家跟你这个师傅在一起都很愉快。

王国斌：我不是师傅，大家是互相学习、一起成长。团队是学习型团队，我们的口号就是一起学习、一起成长、一起战斗，大家压力都很大，但过程中有成长的快乐。

主持人：那你对你们资产管理公司的差不多20个买方研究员是怎么要求的，对基金经理们又是怎么要求的？

王国斌：我们这里的买方研究员要比卖方研究员辛苦得多，覆盖研究的公司比卖方多。卖方中好一点的，一个人只要做五六家公司的模型就可以了，而我们时不时可能就要做10个以上的模型，过程是很辛苦的。我们控制得很严，对基本面的要求很高，我们非常强调对研究员们成长过程的控制。

在第一个阶段，他们上手的时候怎么去分析公司，怎么来做模型，用哪种方式估值等，都有一系列管理上的要求。**衡量他们的时候，不是让他们给我推荐一只牛股就可以通过考核，而是要看他们能不能按我们要求的方式去思考。**在第二个阶段，我们才会慢慢再去寻找他们对问题判断的胜算概率，这有一个过程。

对基金经理的要求就简单多了，因为我们已经做完整个培养过程了，看结果就行，要让他们充分发挥创造性。到基金经理这个层面，我们赋予他们非常大的选择权利，不过分干涉，只要他们能按照我们所需要的方式去思考就可以了。

本文是作者2012年1月接受资深投资人理森的采访的实录。

附录一
高山仰止——奥马哈游感

“做投资的人需要养自己的浩然之气。人很复杂，投资也是极热闹的，但作为一个投资者，你的内心需要很安静。”

李白当年有“生不用封万户侯，但愿一识韩荆州”之叹，而今有人一掷千金，但愿一睹巴菲特的真容，更有一年一度的与巴菲特共进午餐拍卖，让世人有“一登龙门，便身价十倍”之感，真是“何令人之景慕，一至于此耶”！

2009年，我来到了美国，同学说巴菲特的伯克希尔-哈撒韦公司的股东大会是在5月2日。那天刚好是星期六，我们不上课，而且有朋友可以拿到入场证，机会难得，不妨去凑凑热闹，所以当即不假思索就答应前往。

赶往Quest Center

三四月，正是“猪瘟”暴发之初，国内的舆论很紧张，也影响到在美国的我们的情绪。

一查机票，从费城到奥马哈的途中要在休斯敦转机，回程要在明尼阿波利斯转机，而单程就要在路上花近6个小时。在路上花的时间也太长了，更何况，2003年春季暴发的SARS病毒至今还让人心有余悸，心里不禁打起了退堂鼓。

无奈机票已定了，也没听说股神有意取消股东大会，于是大家相互鼓气硬着头皮上路！

5月1日下了课，我们就直奔机场。刚上飞机，邻座就不停地大声咳嗽，是那种感觉要窒息的揪心的咳嗽，让身处“猪瘟”暴发地的我们只觉浑身发毛，一路不安，直至中途转机。不过，当我们再次登上飞机，气氛已为之一变。飞机上座无虚席，隐隐中充满了兴奋和憧憬，因为乘客绝大多数都是去参加股东大会的。

晚上11点30分，下了飞机，我们立刻就能够感觉到巴菲特对这座城市的影响。一出航站楼坐上出租车，司机就猜到了我们此行的目的，还得意地抱怨说：“今天生意太好了，忙不过来了。”好有意思，小镇的居民都把股东大会当成了节日。

到酒店已是晚上12点，我们从先行到达的人那里拿到股东大会的入场证明，朋友提醒我们，想要有个好位子就务必在第二天清晨6点就出门去排队占座。这大出我的意料，有这个必要吗？我们在国内参加过很多股东大会，需要这么赶早的还真是第一回。

5月2日早晨，天刚亮我们就来到酒店大堂，准备坐酒店的班车。此时大堂已经挤满了人，人们交头接耳，秩序井然地在排队。等了快20分钟，迟迟等不到班车，心急之下，我们就出门去打车。会场周边已经是车水马龙、人流如织，车辆出入都得费半天的时间。

络绎不绝的人群从四面八方涌入Quest Center。在那张高悬着的牛仔年会海报前，照相机的咔嗒声响不断，人人脸上都洋溢着喜悦和虔诚。此刻的奥马哈，空气中都充满了因巴菲特而涌动的激情。

投资者圣殿

进入Quest Center，大厅已是人满为患，看着熙熙攘攘的人群，我们更是把“猪瘟”抛诸九霄云外了。股东大会期间，主办方设置了展卖，书、珠宝、糖果等不一而足，琳琅满目的商品让人感觉置身于商品博览会之中，最吸引我们的是来自中国的比亚迪生产的汽车。

你如果没有参加过这个股东大会的话，根本无法想象那个场面的热闹程度，最让人吃惊的是，有那么多年逾花甲的老者，已经早早地坐在大屏幕前。据说，有的是专程赶来听听自己“篮子里的鸡蛋”是否安全；有的是专门买了一只股票只为聆听巴菲特演说的投资家；有的是即便处在金融危机时刻，一家人也要专程来听两个老头富有哲理的笑话和幽默，同时度过一个愉快的周末；也有人在这个动荡的时刻想听听他们对当前经济形势的见解，解答一年来积累的疑问，求个心安。而像我们，则是慕名而至，看个热闹。

参加者的与会资格并非轻易可得。股东们通过在3月底收到伯克希尔-哈撒韦寄回的年度报告中夹着的明信片来获得与会资格，伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格高得惊人，近乎“声名狼藉”地盘踞在纽约证券交易所的行情榜上，占据好几行空间。其他人要么跟着股东（一个股东最多可获得4个人的与会资格），要么在eBay上竞买而取得与会资格，有些公司自己也会以较低的价格提供与会资格，希望尽量减少“投机倒把”的行为。参会者都可以获得“游客指南”，其中包括报告会议议程、周末计划、交通指南、旅馆餐馆清单及几处景点等，简直就是一个完整的节日安排。

真正让我们感到震撼的是座无虚席的会场。从事了20多年的投资，自己一向都认为投资是雕虫小技，难登大雅之堂。在国内，一直以来在嘈杂、浮躁、不平的情绪氛围下，每个投资者最好都要夹着尾巴见人。来到这里，宛如进入投资者的圣堂，即便是在金融危机笼罩的2009年，很多人都减少了旅游，却仍然有35 000人像朝圣般涌入Quest Center，打破了去年31 000人的纪录。会场在早晨7点开门，但很多狂热者、仰慕者为了找到一个好座位，早早就来排队。

我曾读过《巴菲特致股东的信》《滚雪球》等大多数与巴菲特有关的书籍，从中接受了在课堂中没有接受过的教育。巴菲特从1956年开始每年都坚持撰写致股东的信，用诙谐的言语谈论、汇报公司一年

的表现。无数的投资者遵从他的教导，视他为导师！此时身临此情此景，不得不让人肃然动容，我对一个投资者能获得如此的尊重惊讶不已。对真正的投资者来说，要的就是这种，而这里是可以净心和静心的情景和心境，人与景都能让人安心，有如回到故乡一般。

巴菲特式调侃

5月2日上午8点30分，巴菲特开始在会场内悬挂的大屏幕上露面，微笑着欢迎大家参加股东大会。以自制电影开始每年的伯克希尔-哈撒韦的股东大会已经成了惯例，股东们可以在影片中看到公司最新的情况，了解公司为股东们都做了什么，而且结合时势，将公司信奉的投资原则融入电影节目中，轻松幽默。2008年的伯克希尔-哈撒韦股东大会是以题为《查理选总统》的漫画片开始的。影片讲的是巴菲特和比尔·盖茨说服查理·芒格去竞选总统，因为美国需要一个知道怎样挣钱而不是花钱的领导人，巴菲特将身兼商业部部长、财政部部长和美联储主席数职，而比尔·盖茨将担任科技部部长。

正当我暗自揣测巴菲特将如何应付2009年的尴尬局势时，一个个公司及子公司管理层的卡通形象在屏幕上逐一登场。在自制电影中，巴菲特与乐队合唱美国乡村歌曲，有意把测试话筒音效时的数“1、2、3”说成“100万、200万、300万”，唱完见众人鼓掌，就立马开心地宣布要参加选秀节目《美国偶像》；或是与高尔夫球手泰格·伍兹（Tiger Woods）“切磋球技”，不过他基本只有当球童的份儿，只能看着泰格·伍兹拿高尔夫球杆颠球。

最出人意料的是，巴菲特居然在这段电影中客串了一回床垫推销员。由于伯克希尔-哈撒韦公司的业绩下降，失去AAA评级，巴菲特被董事会建议另谋出路，被降职到旗下的家具店做推销员，到内布拉斯加家具城卖床垫。一名看起来谨慎、挑剔的中年妇女来选床垫，对品质的要求是“持久、安全有保障”（这是巴菲特挑选股票的要求）。巴菲特欣然地推荐以自己的名字命名的“沃伦”床垫，顾客试躺之后断然拒绝，理由是“起伏太多，反弹太慢”（喻指巴菲特所投股票的特点）。于是，巴菲特推荐了另一款名为“Nervous Nelly”的床垫，他神秘兮兮地告诉顾客，这款床垫有一项独特的设计——床垫里可以藏贵重物品。巴菲特掀开自己躺过的样品床垫，顾客赫然看见一叠现金、股票，以及巧克力等其他物品，不禁眼前一亮，立马就决定要买这个样品，巴菲特就趁着顾客付钱的时候偷偷从床垫中拿出了他的“私人藏品”——除了钱和他爱吃的巧克力，还有几本《花花公子》杂志。

这样的自我调侃让在现场的人忍俊不禁。接下来有关公司旗下各种品牌、产品的创新广告片，2008年股东大会回顾，热门脱口秀节目

中对金融业的辛辣点评集锦以及创意幽默的短片，也让会场内不时爆发出阵阵笑声，更为精彩的股东大会将正式开始。

5小时问答

接下来是精彩的问答时间。据说，一半的问题由从媒体收集到的75 000个问题中选出，另一半由现场中签的参加者发问。

自经济危机发生以来，伯克希尔-哈撒韦公司的利润已经连续5个季度下滑。评级机构将该公司评级从最高的AAA级别下调，但会场丝毫没有老先生自己说的“退潮了才知道谁在裸泳”的紧张，倒有举世混浊，清士乃见的“岁寒，然后知松柏之后凋”的轻快！两个老头仿佛在说相声，整个会场欢声笑语不断，巴菲特的娓娓道来和耐心，加上查理·芒格的简练和幽默，我不得不对两个古稀之年的老头的超人精力感到钦佩。

巴菲特和芒格用了差不多5个小时，回答了很多问题，每次都是一样的思路清晰、诚实而幽默。比如“投资并不只是一个关于智商的游戏，如果你的智商超过了150分，那么你可以把其中的30分卖给别人，因为你并不需要过高的智商，过高的智商在某些时候会对你造成伤害。但是你同时需要足够的情商和判断力，因为你会听到各种不同的建议，你需要从中筛选，最终做出自己的决定。”“一鸟在手，胜过二鸟在林”，解决问题的原则就是这么纯粹。真正的成功与其说来自智力，还不如说来自个性。

这里是每年一度的最著名的价值投资者聚会，是巴菲特精心所为，很多人“就像基督徒去教堂一样，虽然知道他要说什么，还是需要一次又一次去听他说”。

他在20世纪时曾说过：“我们想看到的是，当你买一家公司的股票，你会乐于永久地持有。同样的道理，当人们买伯克希尔-哈撒韦的股票的时候，我希望他们打算一辈子持有它……我不希望总是看到一群不同的股东……举个例子，如果有一个教堂，我是行祷告之人，看到做礼拜的人每个星期都换掉一半，我不会说，‘这真是太好了，看看我的成员流动性有多强呀’。我宁愿在每个星期天看到教堂里坐满了同样那么一批人。”也许，这就是来参会的人一年比一年多的原因。任何做过投资管理的人都知道，在历经各种经济周期还能够持续获得投资者的信任是多么地难能可贵。

与其共进午餐，不如择邻而居

5月3日，天朗气清，惠风和畅，我们决定去探访一下巴菲特的家。

我们坐上出租车，说要去巴菲特的住所，司机就带领我们前往了，看来巴菲特家的地点在这里是路人皆知的。在一片普通得再也不能普通的居民区中，司机停了下来。我们看到中央电视台的记者正在摄像，抱着好奇的心理，我们试图找寻这座房子和其他房子的不同之处，除了院子（停车场）稍微大一点，这栋房子根本没有与众不同的地方！司机说房子地下有两层。我们根本看不出来这里就是巴菲特的家，它与周围普通的住宅相比并没有什么特别不同之处，没有高墙大院，也没有戒备森严。这样的住宅，跟我在美国的同学的家几乎没什么区别，但是这所房子的主人——巴菲特，却是一个屡次登上世界首富宝座的亿万富翁。

我曾在华盛顿参观过美国国父华盛顿的故居，在迈阿密参观过号称美国最大的私人住宅，也在法国尼斯远眺过所谓世界最贵的豪宅，但这个普通住宅真正让我再次感到震撼，对它的普通、对它的毫不设防感到惊叹！这就是巴菲特在1958年花了3万多美元买的房子，他居然一直住到今天。

如果不是每年一度的股东大会，根本不会有人注意到这是世界首富的家。据了解，他邻居的房子现在也就二三十万美元。我们开玩笑说：“有人花200万美元与巴菲特吃一顿饭，还不如把四周的房子全买下来，做他的邻居呢！”

何以要住在这个远离华尔街的地方，巴菲特有过自己的解释：“最好的能对投资进行深思熟虑的方法就是去一间没有任何人的屋子，只是静静地想。如果那样都不能让你静静想的话，就没有什么方法可以了。（身处华尔街的）缺点就是，在任何一个市场环境下，华尔街的情况都太极端了，你会被过度刺激，好像被逼着每天都要去做点什么。”“结庐在人境，而无车马喧。问君何能尔？心远地自偏”也许就是他的心境。令人感慨的是，人们找到自我实现的唯一地方是他们的内心，但那里往往是他们寻找的最后一个地方。

巴菲特谈到成功的标志是：家庭幸福、身体健康、拥有友情。唯独没有提到的是，拥有巨资和事业成就。“我做一些我一生都喜欢做

的事情，并和那些我欣赏的人交朋友。我只同那些我欣赏的人做生意。如果同一个令我反胃的人合作能让我赚一个亿，那么我宁愿不做。这就如同为了金钱而结成的婚姻一般，无论在何种条件下，都很荒唐，更何况我已经很富有了。我是不会为了金钱而成婚的。”这种“我只做我喜欢的事情，我只和我喜欢的人一起做事”的心态，不啻为做事做人的一种境界。然而，世界上又有多少人能做到这一点、享受这一点呢？质朴的道理，只有身临其境才有透彻的感悟。

亚当·斯密曾这样描述那些通过商业和金融活动而获取回报的人：他们的动机是美好的、伟大的、高尚的，值得大家为之艰苦奋斗，值得我们为之热切盼望。在美国，我们仍然可见苹果、伯克希尔-哈撒韦这样的机构和乔布斯、巴菲特这样的个人，我们很难想象今天可以用这样的词语来描述资本市场中更多的机构和个人。亚当·斯密在《道德情操论》一书中提到：最高级别的谨慎是最好的头脑与最好的心灵的结合。巴菲特正是这样一个前无古人、有最好头脑和心灵的资本家，可以说，巴菲特是“一个高尚的人，纯粹的人，没有低级趣味的人”。

“高山仰止，景行行止。”任何一个伯克希尔-哈撒韦股东大会的参会者，不管是职业的投资者还是家庭主妇，都能从巴菲特身上学到一些东西。作为一个专业的投资管理者，我与其说从巴菲特身上学到了如何做更好的投资，不如说是学会了如何做一个更好、更健康的人！“唯其好之也，以异于彼。”真诚的热爱是幸福工作和生活的源泉。

孟子曰：“‘我善养吾浩然之气。’是气也，寓于寻常之中，而塞乎天地之间。”这是我奥马哈之行对巴菲特的感悟，也许此为投资之至理吧。

附录二
我的私人图书馆

每个人在处理信息的时候都是采用不同的方法。在投资的过程中，每个人的感情因素也不一样，但大部分人都会感情用事。一件事情或者一家公司，有几十种甚至成千上万种因素相互影响。例如，我们讲得最多的护城河，就是很多因素相互累积的结果，这些因素相互作用、相互促进。**如果我们不断地把自己的注意力集中在一个学科，不管这个学科多么有趣，都会把人的思想禁锢在一个非常狭窄的领域之内，无法一窥全貌。**

正如芒格所说：手里拿着锤子的时候，看什么都是钉子。如果只有一种思维方式，那看什么事情都只有一种结果。多元思维模型借用了许多来自各传统学科的分析工具、方法和公式，这些学科包括历史、地理、数学、工程学、生物学、物理学、化学、统计学、经济学、文学等等。在某个意义上来说，这些都是可以应用在投资中的。

无论是培养多元思维，还是做投资，最重要一点都是热爱阅读。**在投资领域，热爱阅读绝对能让你从普通水准的专业人士中脱颖而出。**每天比其他专业人士多阅读10分钟或半小时，都可以让你脱颖而出。如果你想要管理自己的无知领域，也需要通过阅读不断地拓展能力圈，把非舒适区变成舒适区。

人物传记

◎　李庆植．三星内幕．金香兰，译．北京：中国铁道出版社，2012．

2020年，我在和企业家交流时，经常会推荐他们读《三星内幕》。20世纪七八十年代，著名企业家、三星集团会长李健熙完成了很大的跨越，现在三星的产值占韩国GDP的20%。李健熙的父亲李秉喆自己信奉《论语》，传给儿子的大多是传统的中国精神。首先，他要儿子讲究“智、仁、勇”，实践“恭、宽、信、敏、惠”，推崇“言必行、行必果”。所有的企业家都要检视思考，尤其是很多做消费品的企业，要思考自己是否做到了。其次，他要儿子掌握三星的“木鸡哲学”，这里的“木鸡”来自《庄子》中呆若木鸡的故事。李秉喆推崇“木鸡哲学”，告诫他儿子：一是不要傲慢；二是一定要专心，不受任何外界环境的影响；三是保持平常心。最后，“唯在技术上求生存”是“铁壁禁忌”，只有技术才能让三星生存。

◎　萨提亚·纳德拉．刷新．陈召强，杨洋，译．北京：中信出版社，2018．

《刷新》里有这样一句话：“每一个人，每一个组织乃至每一个社会，在到达某一个点时，都应点击刷新——重新注入活力、重新激发生命力、重新组织并重新思考自己存在的意义。”一个人、一家企业是这样的，一个国家也是这样的，应该刷新，让刷新重新启动国家未来。

◎　埃德温·利非弗，杰西·利弗莫尔．股票作手回忆录．屠建峰，马晓佳，译．长沙：湖南文艺出版社，2015．

这本书我看了好多遍，它的开篇就介绍故事的主人公在看盘，在投资成长中，每个人都给了他一些小窍门，但他并没有对大盘数字的随机波动做分析，因为另一个朋友告诉他：“傻瓜，这时候是牛市！”这句话其实才是真正重要的窍门！意思是说你在做投资的时候，一定要从价格随机波动的变化中脱出身来，要用更宏观的视野来看待整个行情，要顺势而为。

◎　傅高义．邓小平时代．冯克利，译．上海：生活·读书·新知三联书店，2013．

◎　艾丽斯·施罗德．滚雪球．覃扬眉，等译．北京：中信出版社，2018．

投资方法

◎　大卫·史文森．机构投资的创新之路．张磊，等译．北京：中国人民大学出版社，2010．

传统资产配置的盈利产生于市场本身，也就是来自资产自身带来的收益，不是来自积极的投资管理，跟你的投资技巧、投资天赋、投资能力没有任何关系。

◎　杰里米·西格尔．投资者的未来．李月平，等译．北京：机械工业出版社，2018．

西格尔在其著作《投资者的未来》一书中，汇总出1957—2003年表现最佳的20个标普500“幸存者”。这20个“幸存者”主要出自两个产业——高知名度的消费品牌企业和大型制药企业，共有17个，占比高达85%。其中凭借复利的力量，菲利普·莫里斯国际公司在46年的时间里，上涨了4 600倍！排名第一。

◎　霍华德·马克斯．投资最重要的事．李莉，石继志，译．北京：中信出版社，2019．

《投资最重要的事》的作者霍华德·马克斯曾经说过，他有一个朋友是飞行员，马克斯曾问他：“当飞行员是什么感受？”这个朋友说：“我大部分时间都无所事事，偶尔会胆战心惊。”马克斯说：“我做投资的时候也是大部分时间无所事事，偶尔胆战心惊。”

◎　安东尼·波顿．安东尼·波顿的成功投资．寇彻，译．北京：机械工业出版社，2010．

安东尼·波顿的书写得特别好，作为富达公司著名基金经理，波顿在28年的欧洲投资经历中，创下了146倍的增长奇迹，被封为“欧洲股神”。他将自己的投资理念和经验集结成《安东尼·波顿的成功投资》一书。

◎　彼得·林奇，约翰·罗瑟查尔德．彼得·林奇的成功投资：典藏版．刘建位，徐晓杰，译．北京：机械工业出版社，2018．

巴菲特告诉林奇，他喜欢林奇的新书《彼得·林奇的成功投资》。巴菲特说：“我想在年报中使用书中的一句话，我认为自己有必要这样做。可以吗？”林奇问：“当然可以，是哪句话？”巴菲特想用的这句话就是：“抛掉赚钱的好股票，抱着亏钱的差股票，无异于拔掉鲜花、浇灌杂草。”

◎　本杰明·格雷厄姆．聪明的投资者：原本第4版．王中华，黄一义，译．刘建位，审校．北京：人民邮电出版社，2016．

从历史上来看，新技术、新经济这两个过去一再被反复使用的词语，不仅在20世纪四五十年代被用来形容当时的经济状况，到了90年代我们也一再反复使用。本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》一书出版于40年代，书中提到，在那个年代，航空运输股也曾令投资者兴奋不已。当时最热门的共同基金，当属航空证券基金与飞行器和自动化基金，与其拥有的股票一样，这些基金最终演变为一种投资灾难。

◎　约翰·博格．共同基金常识：10周年纪念版．巴曙松，等译．北京：北京联合出版公司，2017．

《共同基金常识》一书的开篇引用了一个故事。园丁对总统说：“在花园里，草木生长顺应季节，有春夏，也有秋冬，然后又是春夏，只要草木的根基未受损伤，它们将顺利生长。”总统感慨道：“这是很长时间以来，我听过最令人振奋和乐观的看法。我们中的很多人忘记了自然界与人类社会的相通之处。正如自然界一样，从长期看，我们的经济体系保持着稳定和理性，这就是我们不必害怕自然规律的原因……我们坦然接受不可避免的季节更替，却为经济的周期变动而烦恼。”面对周期，我们不要用情感，而要用理智来判断。

◎　彼得·纳瓦罗．如果巴西下雨就买星巴克的股票．牛红军，译．北京：中国人民大学出版社，2014．

逻辑很简单，巴西下雨——咖啡豆丰收——咖啡豆价格下跌——星巴克成本降低——星巴克利润增加——股价上扬，于是就应去买星巴克的股票。我们要去寻找别人很难看到的事物之间的联系和关系。

◎　维克托·斯波朗迪．专业投机原理：典藏版．俞济群，真如，译．北京：机械工业出版社，2018．

此书提到，要想让自己成为专业投资人，就是看完市场上能找到的与投资相关的1 200多本书。我们的专业本领无非来自演绎和归纳，这两条都离不开学习和思考，离不开从书本上获取知识，这对每个人的成长、提高都有用。

◎　阿瑟·莱维特，葆拉·德怀尔．散户至上．陈剑萍，严莉，译．北京：中信出版社，2005．

◎　肖风．投资革命．北京：中信出版社，2014．

◎　杰里米·西格尔．股市长线法宝．马海涌，王凡一，魏光蕊，译．北京：机械工业出版社，2018．

◎　本杰明·格雷厄姆，戴维·多德．证券分析：原书第6版．巴曙松，陈剑，等译．成都：四川人民出版社，2019．

◎　伯顿·G．马尔基尔．漫步华尔街：原书第11版．张伟，译．北京：机械工业出版社，2018．

◎　沃伦·巴菲特．巴菲特致股东的信：原书第4版．杨天南，译．北京：机械工业出版社，2018．

◎　查尔斯·埃利斯．长线．吴文忠，吴陈亮，常长海，王元元，译．北京：中信出版社，2016．

历史人文

◎　池田信夫．失去的二十年．胡文静，译．北京：机械工业出版社，2012．

这本书非常有借鉴性，书中所有话题跟中国2016年前后讨论的话题并没有什么区别，比如，经济陷入长期停滞、出口立国模式的猝死、经济政策的局限、财政政策的缺陷、创新经济增长的战略、创新是什么等，这些问题跟中国当时面临的问题是非常相似的。

◎　乔治·阿克洛夫，罗伯特·席勒．动物精神．黄志强，译．北京：中信出版社，2016．

投资人在投资过程中往往会表现出很多与动物类似的特征，贪婪、恐惧、羊群效应，等等，这本书从信心、公平、欺诈、货币幻觉和听信故事等五个方面来描述动物精神是如何影响经济决策的。

◎　爱德华·格莱泽．城市的胜利．刘润泉，译．上海：上海社会科学院出版社，2012．

《城市的胜利》一书提到，城市是人类最伟大的发明与最美好的希望。城市让我们变得更加富有、智慧、绿色健康和幸福。城市的功能主要体现在经济学、社会学和政治学三个方面，无论从哪个方面来说，我们的城市都需要不断发展。

◎　罗伯特·福琼．两访中国茶乡．敖雪岗，译．南京：江苏人民出版社，2016．

这本书描述了1843年和1848年中国部分地区的人文风情。1842年《南京条约》签订后，英国人罗伯特·福琼受英国皇家园艺学会派遣，来到中国从事植物采集工作，并将大量的中国植物资源送至英国。1848年，他又接受东印度公司派遣，深入中国内陆茶乡，将中国的茶树品种与制茶工艺引入东印度公司开设在喜马拉雅山麓的茶园，结束了中国茶对世界茶叶市场的垄断。这对中国的经济造成了巨大的影响。

◎　黄仁宇．万历十五年．北京：中华书局，2018．

这本书英文原版的书名翻译过来是“1587，无关紧要的一年”，所谓无关紧要的一年，其实酝酿着中国在1587年之后的几百年整体的衰败。类似的例子非常多，去看看古巴、伊朗、缅甸、底特律、曼彻斯特、里昂，你可以看到昔日繁华的地方，现在痛苦不堪。这些地方为什么会衰败？一是技术因素，二是它们走错了发展道路。

◎　亨利·戴维·梭罗．瓦尔登湖．仲泽，译．南京：译林出版社，2018．

我想引用梭罗在其著作《瓦尔登湖》中的话，这是100多年前他对我们所处这个时代的精神最好的预言，“智慧不是知识，不是经验，不是思辨，而是超越以自我为中心的态度”。“知道自己知道什么，也知道自己不知道什么，这才是真正的知识”。我认为这是互联网思维的核心逻辑，前者告诉我们要以用户为中心，后者要求我们分享和合作。

◎　尤瓦尔·赫拉利．人类简史．林俊宏，译．北京：中信出版社，2017．

这本书中有这样一段话，智人是通过语言这种八卦工具来互动的动物。人类语言最独特的功能，并不在于它能说出真实的东西，而在于其能创造一些根本不存在的事物和信息。

◎　詹姆斯·B．斯图尔特．贼巢．张万伟，译．北京：北京联合出版公司，2016．

◎　贺拉斯．诗艺．王厚平，王洁，导读，注释．上海：上海译文出版社，2021．

商业趋势

◎　萨利姆·伊斯梅尔，迈克尔·马隆，尤里·范吉斯特．指数型组织．苏健，译．杭州：浙江人民出版社，2015．

什么是指数型组织？我们过去是销售稀缺的东西，现在恰恰改变了，比如说爱彼迎、优步这样一些公司，技术可以将某种稀缺的东西变得富足。信息通信、定位系统、传感器、支付系统、算法、声望和社交网络的汇聚将那些非常传统的产业迅速信息化，许多产业比如图书、音像、音乐，从稀缺转变为富足，有时候甚至是过剩，我们把这些挖掘富足性的组织称为指数型组织。

◎　迈克尔·塞勒．移动浪潮．邹韬，译．北京：中信出版社，2013．

这是一本值得读的书，书中说，如果你了解这个浪潮，你就知道如何驾驭它；如果你冥顽不化，就将被它吞噬。

◎　阿莱克斯·彭特兰．智慧社会．汪小帆，汪容，译．杭州：浙江人民出版社，2015．

这本书写得非常好，我看得很激动，这本书让我想起20多年前在学校看过的那些18世纪、19世纪著名思想家的著作，我的很多知识都是在那时学到的。这本书把所有18世纪以来的社会学家、经济学家的一些关于人的论述和假设都向前推进了一大步，对大数据和智能穿戴有很好的论述。

◎　杰夫·斯蒂贝尔．断点．师蓉，译．北京：中国人民大学出版社，2015．

这本书告诉我们任何网络的承载能力都是有限的，它的不断演变和增长终将超越其承载能力，终将达到断点，然后崩溃；要避免崩溃，就要在断点前转移到有更大承载力的环境中。书中有一段话：“在非生物的世界中，庞氏骗局是网络化的。因此，每个成功的骗局都会提高其承载能力来避免达到其断点。”

◎　彼得·蒂尔，布莱克·马斯特斯．从0到1．高玉芳，译．北京：中信出版社，2015．

《从0到1》这本书对中国企业界的影响很大，但是我这么多年得出的结论是，我觉得在中国可能是要反过来看问题，尤其对于我们做权益投资的。从0到1在中国其实并不难，但由于政治、历史、文化、制度、社会心理等各种各样的因素，所以从1做到N比较困难。

◎　凯文·凯利．技术元素．张行舟，余倩，等译．北京：电子工业出版社，2012．

这本书中提到：“技术元素的巨大力量并非来自其规模，而是来自其自我增强的天性。”

◎　布莱恩·阿瑟．技术的本质：经典版．曹东溟，王健，译．杭州：浙江人民出版社，2018．

这本书对《技术元素》中提到的内容做了更多的论证。现在我们看到的很多经济现象都与这点有关，换句话说，我们现在遇到的很多困惑，我认为都跟我们对技术自我增强的天性没有足够的认识有关。

◎　丽莎·甘斯基．聚联网．马睿，译．北京：中信出版社，2012．

这本书上说到，很多企业将不需要任何资产。所以我们再去理解很多企业的护城河时，确实要改变很多观念。

◎　田涛，吴春波．下一个倒下的会不会是华为．北京：中信出版社，2017．

任正非送给年轻人三个词：视野、意志、品格。其中，广阔的视野非常重要，尤其是在做投资的时候。所谓视野，就是去研究宏大的趋势。

◎　凯文·凯利．必然．周峰，董理，金阳，译．北京：电子工业出版社，2016．

◎　瓦茨拉夫·斯米尔．材料简史及材料未来．潘爱华，李丽，译．北京：电子工业出版社，2015．

◎　涂子沛．大数据．桂林：广西师范大学出版社，2012．

经济金融

◎　约翰·梅纳德·凯恩斯．就业、利息和货币通论．郭武军，译．上海：上海文化出版社，2021．

“生命的期间是不够长的，人类的本性需要快速的成果；人类在快速赚钱方面，有着特殊的热情。”这种“特殊的热情”，就是动物精神，是一种非理性的情感现象。

◎　拉古拉迈·拉詹，路易吉·津加莱斯．从资本家手中拯救资本主义．余江，译．北京：中信出版社，2015．

因为资本家一定是追求垄断的，但是整个社会是不希望有垄断的。在这样一个斗争中，如果一家企业构筑不出垄断优势，那么从整个市场角度看，它一定会被摧毁。

◎　路德维希·艾哈德．来自竞争的繁荣．祝世康，穆家骥，译．北京：商务印书馆，1983．

这本书的德文版本原书*Wohlstand für alle*出版于1952年。

记得我当年在图书馆看到联邦德国前总理路德维希·艾哈德的书《来自竞争的繁荣》，非常激动。第二次世界大战后，他废除了价格管制，让价值规律发挥作用，取得了良好的效果。这本书描述了战后联邦德国由计划统制经济向市场经济转变的整个过程，其中有一个观点就是：只要这个社会有竞争存在，就一定会一天比一天好。

◎　查尔斯·麦基．大癫狂．崔晖，郭晓霞，译．北京：企业管理出版社，2019．

这本书讲述了人类历史上规模最大的几次泡沫，比如南海泡沫、荷兰郁金香泡沫，而我的担忧是，中国现在的资本市场是否正在为这本书提供新的素材。

◎　泰勒·考恩．大停滞．王颖，译．上海：上海人民出版社，2015．

作者探讨了美国30年的科技进步给社会带来了多大的变化。

◎　弗里德里希·冯·哈耶克．货币的非国家化．姚中秋，译．海口：海南出版社，2019．

我就碰到过一个不到20岁的后辈研究比特币，他对《货币的非国家化》一书的内容烂熟于胸。

货币领域引入竞争机制，这背后有很多的理论基础。我相信数字货币按照这种方式走下去，一定会出现更好的技术，届时所有的支付方式一定会发生改变。因为那时的体系，不仅能规避汇率风险，还能提高支付效率。这些展望无论是基于理论探讨还是今天的实践，都是可以通过分析看得见的。

◎　罗伯特·希勒．叙事经济学．陆殷莉，译．北京：中信出版社，2020．

叙事就是通过口述、新闻媒体或社交媒体传播开的大众故事。

◎　托马斯·索维尔．经济学的思维方式．吴建新，译．成都：四川人民出版社，2018．

这本书的开篇就讲了秩序是怎么有机产生的，我看过之后感觉眼前一亮。

◎　格雷厄姆·艾利森．注定一战．陈定定，傅强，译．上海：上海人民出版社，2019．

这本书诠释了中国与美国之间能不能逃离修昔底德陷阱。

◎　亚当·斯密．国富论．郭大力，王亚南，译．北京：商务印书馆，2015．

◎　彼得·戴曼迪斯，史蒂芬·科特勒．创业无畏．贾拥民，译．杭州：浙江人民出版社，2015．

◎　唐·泰普斯科特，安东尼·威廉姆斯．宏观维基经济学．胡泳，李小玉，译．北京：中国青年出版社，2012．

◎　唐·泰普斯科特．维基经济学．何帆，林季红，译．北京：中国青年出版社，2012．

◎　杰夫·贾维斯. Google将带来什么？. 陈庆新，赵艳峰，胡延平，译. 北京：中华工商联合出版社，2009.

◎　史蒂芬·列维特，史蒂芬·都伯纳. 魔鬼经济学. 王晓鹂，汤珑，曾贤明，译. 北京：中信出版社，2016.

◎　杰里米·里夫金. 第三次工业革命. 张体伟，译. 北京：中信出版社，2012.

跨界融合

◎　乔治·伽莫夫．从一到无穷大．阳曦，译．天津：天津人民出版社，2019．

一部经典科普名著，一开始讲了一个“大数”的故事。

我们这些从事投资的人，如果不能看见未来，预测到未来将出现的结果，那我们的投资事业就会像故事中的宰相一样，要么被别人“杀掉”，要么“自杀”。

◎　沃尔特·米歇尔．棉花糖实验．任俊，闫欢，译．北京：北京联合出版公司，2016．

丹尼尔·卡尼曼对《棉花糖实验》一书的评价是，读过之后“你对人性的看法会深深地改变”。

所以一个人的成功不仅仅是靠智力，很大程度上还取决于对未来的耐心。企业家们应该经常问问自己：那些额外的利润经得起时间的考验吗？你的生意是时间的朋友吗？

◎　契诃夫．生活是美好的．童道明，译．北京：中国盲文出版社，2019．

这本书有两句名言，“事情本来可以更糟糕的”“假如妻子背叛了你，你该感到庆幸，因为她背叛的是你，不是你的祖国”。我们看到很多事情时，可能会感到失望，但不要沮丧，对所有的事情都要抱这种心态去看。

◎　罗曼·罗兰．约翰·克利斯朵夫．傅雷，译．天津：天津人民出版社，2017．

人与人之间的区别是，你是真正地生活了1万多天，还是只生活了1天，却重复了1万多次？《约翰·克利斯朵夫》里说：“大部分人在20～30岁时已经死去，因为过了这个年龄，他们只是自己的影子，此后的余生只是在模仿自己中度过，日复一日，更机械、更装腔作势地重复他们有生之年的所作所为、所爱所恨。”

◎　托马斯·库恩，伊安·哈金．科学革命的结构：第四版．金吾伦，胡新和，译．北京：北京大学出版社，2012．

美国著名科学哲学家托马斯·库恩在1962年写的《科学革命的结构》一书中，开创性地提出了“范式”这一概念，这对于我们理解“新常态”的概念有积极意义。上高中时，在一个偶然的机会下，我买了这本书，现在还保存着，它对我后来看待世界的方式影响极大。传统观念认为，科学发展具有积累性和直线性特点，而库恩的“范式”分析则指出科学发展具有“革命模式”。

◎　亚当·斯密．道德情操论．蒋自强，钦北愚，朱钟棣，沈凯璋，译．北京：商务印书馆，2020．

“最高级别的谨慎是最好的头脑与最好的心灵结合。”亚当·斯密在《道德情操论》中已经指明了方向。如何未雨绸缪，在提高效率的同时，又把风险降至最低，从现在起将时时考验着管理者的能力和品格。

◎　丹尼尔·卡尼曼．思考，快与慢．胡晓姣，李爱民，何梦莹，译．北京：中信出版社，2012．

◎　马克斯·韦伯．伦理之业．王容芬，译．北京：中央编译出版社，2012．

◎　马克斯·韦伯．天降之任．王容芬，译．北京：中央编译出版社，2018．

◎　陆铭．大国大城．上海：上海人民出版社，2016．

◎　刘慈欣．三体．重庆：重庆出版社，2008．

◎　托马斯·赫胥黎．天演论．严复，译．重庆：重庆出版社，2018．

◎　迈克尔·于戈斯，德瑞克·哈里斯基．赢在云端．王鹏，谢千河，石广海，译．北京：人民邮电出版社，2012．

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不手不释卷的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我，他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构、极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人经往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种错在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案，你也不能用单过去的经验能解决未来的问题。

为真正的阅读，应该在书中与智者司行思考，借他们的视角看到世界的多元性，提出比答案更重要的好问题，在不确定的时代中领先起跑。

湛庐阅读App：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本

怎么读是读者面临的最大阅读障碍

“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”App。它将成为你“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、电子书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者，译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，与你共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

---

(1)数据截至2018年第三季度，根据作者提供的最新资料更新。——编者注

(2)数据根据作者提供的最新资料已更新，本章后文提到的截至2021年2月2日的数据均为更新后的数据。——编者注

(3)指的是发展中国家工业化进程中奉行GDP增长方式，经过一段时间的经济高速增长使人均收入达到中等收入水平时，无法实现长期增长，甚至出现停滞或倒退现象。——编者注

(4)一本指数级时代企业行动手册。其作者奇点大学创始执行理事萨利姆·伊斯梅尔归纳了指数型组织的11个强大属性，并提出了建立指数型组织的12个关键步骤。其中文简体字版已由湛庐策划，浙江人民出版社2015年出版。——编者注

(5)不讲究商业规则和商业道德的竞争，往往使竞争双方变成一种博傻游戏，形成囚徒困境，最后大家都不讲究商业规则，造就双输的局面。——编者注

(6)较大数量的限售股票。——编者注

(7)仙股之说，最初源于香港的股市，特指市值跌至1元以下的股票。——编者注

(8)经济学家布莱恩·阿瑟（Brian Arthur）作品，技术理论体系的先河之作，打开“技术黑箱”的钥匙。其中文简体字版已由湛庐策划，浙江人民出版社2018年出版。——编者注

(9)这本书介绍了作者约翰·博格（John Berger）一生的投资精华，用大量翔实的数据和事实诠释了简单和常识必然会胜过代价高昂且复

杂的投资方法。该书中文简体字版已由湛庐策划，北京联合出版公司2017年出版。——编者注

(10)数据截至2016年12月。人口结构图可参见本书图4-1。——编者注

(11)这本书通过大量翔实的案例阐释了大数据如何助力社群经济、如何掘金互联网金融、如何掀起个人健康医疗的革命、如何变革可穿戴设备、如何驱动更具创意、更高效的组织、如何构建智慧城市、如何启动智慧社会等。其中文简体字版已由湛庐策划，浙江人民出版社2015年出版。——编者注

(12)这本书是价值投资流派开山之作，提供了历经时间检验的价值投资思想和常识。其中文简体字版已由湛庐策划，四川人民出版社2019年出版。——编者注

(13)“吉芬现象”是我在上大学的时候学习的一个经济学名词，指的是商品价格上升、需求也上升的一种市场现象。

(14)源自我在北京大学读书时随手写过的一篇文章的标题。

(15)诺贝尔经济学奖得主、普林斯顿大学教授，著有《噪声》一书。这本书指出，我们之所以常常会做出糟糕决策，都源于忽略了“噪声”对决策的影响。该书中文简体字版已由湛庐策划，浙江教育出版社2021年出版。——编者注

(16)此书是“棉花糖实验之父”沃尔特·米歇尔（Walter Mischel）对自控力的权威解读。该书中文简体字版已由湛庐策划，北京联合出

版公司2016年出版。——编者注

(17)本句源自著名画家木心的遗稿。中国当代画家、文艺评论家陈丹青曾用这句话描述木心先生的一生。

(18)“非”是指非流通股，由于股改使非流通股可以流通。持股低于5%的非流通股叫“小非”，大于5%的叫“大非”。大小非达成限售条件解禁时，抛售股票变现，就叫作“大小非减持”。——编者注

(19)2003—2004年的A股出现了“五朵金花”的概念，指的分别是钢铁、石化、电力、银行和汽车这五大行业。——编者注

(20)这本书介绍了企业家如何帮助我们抵达未来世界的行动路线图，其中文简体字版已由湛庐策划，浙江人民出版社2015年出版。——编者注

Business 一本一与思想有关
THE SIMPLE THINGS
IN INVESTMENT
投资中最简单的事
60亿美元私募基金合伙人 / 跨国对冲基金创始人 / 2800亿元公募基金投资总监
22年投资经验凝聚之首部作品
邱国鹭◎著
高瓴资本董事长 张磊 作序推荐
中国人民大学出版社

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

投资中最简单的事

邱国鹭◎著

微信扫码，领取作者独家讲义

中国人民大学出版社
·北京·

版权信息

本书纸版由中国人民大学出版社于 2014年10月出版
作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）
版权所有·侵权必究

书名：投资中最简单的事
著者：邱国鹭
字数：167000
电子书定价：27.99美元

推荐序

张磊
高瓴资本创始人兼董事长

天下武林，林林总总。名门正宗如少林武当，诚然名扬天下，而武林之大，但凡修得暗镖神剑者，亦可独步江湖。所以门派无尊贵，只有适合不适合。本序开宗明义：即使最成功的投资人，也要心胸坦荡，认识到自我局限，不可以名门正宗自居，须认识到获得真理是一个学无止境、永远追求的过程。

十八般武艺样样精通，仅出现在武侠传说中。对一个普通理性投资者来说，如何走一个心灵宁静（peace of mind）、越走越宽的康庄大道，国鹭这本《投资中最简单的事》呈现了一个最直白、最真实、最给力的阐述。

我对国鹭的景仰，除了他追求真理的真性情以外，便是其极强的自我约束力和发自内心的受托人（fiduciary） 责任感。记得看过一个研究报告，发现成功与智商等等关系都不大，但与儿时就展现的自我控制力有极大的关系。实验中几个小朋友每人分得一个糖果，并被告知如果现在不吃，等到几个小时后大人回来，可以拿到更多的糖果。结果有的忍不住，就先吃了眼前的一个，后来再也没有糖果吃。而能够忍住眼前诱惑，等到最后的，则得到了几倍的收获。跟踪研究

发现，那些儿时就展现出自我约束力的小朋友后期成功的可能性大大提高。在多数人都醉心于“即时满足”（instant gratification）的世界里，懂得用“延迟满足”（delayed gratification）去做交易的人，已先胜一筹了。

“我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱。”这种极致的受托人理念不是每个投资人都有勇气践行的，但是路遥知马力，坚持下去，必会得到投资人的长期支持和信赖。正如国鹭所言，“理性只会迟到，但不会缺席。”

高瓴资本的成立初衷就是选择一群有意思的人做一些有意思的事。 我们所坚持的“守正用奇”在书中得到了最好的印证：坚持价值投资的理念，但同时对主流观点保持质疑和求证的精神；清醒地认识到能力圈的边界，但同时不断地挑战自我，去开拓新的未知世界。所以我们提出了投资团队的好奇、独立、诚实。在热点纷呈的中国一二级资本市场，如果没有定力，不能保持智力上的独立与诚实，很难不随波逐流。同时，如果不始终保持和发掘好奇心，很难在这么高强度的工作中保持青春与活力。

“The No.1 rule of the game is to stay in the game”。投资这个游戏的第一条规则就是得能够玩下去。再好的投资理念都要放到实践中去验证。长期投资、逆向投资最大的敌人是价值陷阱。即使再伟大的投资人，犯错误都是必然的。能否把犯错误的代价控制到一定风险范围内，是甄选出一个成熟投资人的关键。“君子不立危墙

之下。”虽然各种投资方法都有可能产生好的投资回报，但其中隐含的风险是大不相同的。大多数情况下，国鹭书中所阐述的价值投资和逆向投资理念都是减少风险（derisk）的好方法。

最后，还是要有个好心境、好家庭、好身体。投资到最后，反映的是你个人的真实性情和价值观。健康的环境和心情是长期修行的结果。成功诚然需要运气和际遇的配合，但能否幸福地去做投资则掌握在你自己手里。

如果有机会的话，这本书希望孩子们也来读。

张磊

于加州Lake Tahoe, 2014年夏

自 序

我投身股市已经22年，进入基金行业担任职业投资人也已经15年了，见证过1992年排队买认购证时一本万利的疯狂，经历过1999年纳斯达克鸡犬升天的科技股狂潮以及泡沫破裂后狂跌90%的大崩盘，也参与了2008年全球金融危机时对冲基金对华尔街投行的挤兑。在市场的风风雨雨中，我时常会有感而发，产生提笔写些什么的想法，却总是没能实现。

三年前开始写微博时，本来只想为自己散乱的投资思考留下只言片语，却意外地得到了各方朋友的支持和认可。几篇即兴写就的长微博，居然也都有三四千次转发和三四百万次阅读，着实让我惊讶。许多良师益友也一直劝我出本书，把近年写下的文章和随笔汇集成册，便于各方朋友阅读和指正。

这本书起名为《投资中最简单的事》，字面上看是对于霍华德·马克斯的《投资最重要的事》的东施效颦之举，但也有背后的深义。投资本身是一件很复杂的事，宏观上涉及国家的政治、经济、历史、军事，中观上涉及行业格局演变、产业技术进步、上下游产业链变迁，微观上涉及企业的发展战略、公司治理、管理层素质、财务状况、产品创新、营销策略等方方面面。我们固然可以通过金融学、经济学、心理学、会计学、统计学、社会学、企业管理学等跨学科的综

合知识体系来应对这个复杂的问题，但是，是否可以化繁为简、直接追问什么才是投资的本质？有没有一些简单可行的法则和工具能够让我们直接触及投资的本质？既然投资有太多复杂的因素难以把握，我们能不能只试着去把握那些能够把握的最简单的事，把那些不能把握的复杂因素留给运气和概率？

在从业余炒股者成长为职业投资人的过程中，我在不同的阶段钻研过各式各样的投资方法：从打探消息、跟庄炒作，到定量投资、程序化交易；从看K线图的技术分析，到看财务报表的基本面分析；从精选个股的集中投资，到行业配置的组合投资；从寻找未来收入爆发的成长投资，到专注现有资产低估的价值投资。这期间我也认识了投资风格各异的成功人士，意识到每个人的性格、经验、学识和能力决定了最适合他的投资方式，不论哪种投资方法，只要做到精、做到深、做到专，就能立于不败之地。然而，我在实践中也深深地体会到，对于大多数人而言，只有价值投资才是真正可学、可用、可掌握的，因此它成为了我职业生涯中一直坚持使用的投资方式。

诚然，对于一个真正的投资者而言，价值和成长是不可割裂的，一个没有成长的公司很难说有很高的价值，一个估值过高的成长公司也很难说是好的投资标的。但是，如果一定要区分狭义的价值投资和成长投资的话，我会把价值投资表述为$P_0<<V_0<V_n$，把成长投资表述为$P_0<V_0<<V_n$。其中，P_0是股票今天的价格，V_0是公司现在的价值，V_n是公司未来的价值，“<<”代表“远小于”。价值投资和成长投资

殊途同归，都是希望现在以五毛钱的价格购买未来价值一元钱的企业（$P_0<<V_n$），两者的区别无非是企业的价值支撑的来源不同。成长投资的价值支撑主要来自企业未来收入和利润的高增长，更强调公司未来的价值V_n要远大于公司现在的价值V_0，但这种投资需要预测未来的远见，只有极少数的人能够做到。价值投资的价值支撑主要来自企业现有资产、利润和现金流，更注重公司现在的价格P_0是否远小于公司现在的价值V_0，这种投资需要分析现在，难度相对较小，大多数人通过学习都能够掌握。

不可否认，每个投资人都有自己的能力边界和局限性，但只要认识到了局限性的存在，就可以在一定程度上摆脱它的制约。我对自己的局限性是这样认识的：我更擅长总结过去的规律性的东西，而不擅长预测未来的突破和演变；我更擅长在变化中寻找不变，而不擅长在不变中寻找变化。意识到这种局限性的存在之后，我开始尽力寻找一些历史上被证明行之有效的简单法则、简单工具，然后长期坚持。

比如，我把选股的要素简化为估值、品质和时机，并且淡化了时机的重要性（不是因为不重要，而是因为难把握），于是选股的复杂问题就变成了寻找“便宜的好公司”这个相对简单的问题。然后，针对不同的行业特性，利用波特五力、杜邦分析、估值分析等简单工具，弄清这个行业里决定竞争胜负的关键因素是什么、什么样的公司算“好公司”、什么样的价格是“便宜”。举例来说，对于餐饮业而言，回头客多、翻台率高、坪效高的就是“好公司”；对于连锁零售

业而言，同店增长高、开店速度快、应收账款低的就是“好公司”；对于制造业而言，规模大、成本低、存货少的就是“好公司”。

另外，我还努力奉行一些简单的原则，例如：

第一，便宜才是硬道理。即使是普通公司，只要足够便宜，也会有丰厚的回报。A股市场鱼龙混杂，发现“价格合理的伟大公司”的难度远远超过寻找“价格被低估的普通公司”。

第二，定价权是核心竞争力。有核心竞争力的公司有两个标准：一是做的是自己可以不断复制的事情，比如麦当劳和星巴克可以不断地跨区域开新店，在全世界成功复制；二是做的是别人不可能复制的事情，具备独占资源、品牌美誉度、专利、技术、寡头垄断地位、牌照准入限制等特征，最终体现为企业的定价权。

第三，胜而后求战，不要战而后求胜。百舸争流的行业，增长再快也很难找投资标的，不妨等待行业“内战”结束、赢家产生后再做投资。许多人担心在胜负已分的行业中买赢家会太迟，其实腾讯、百度、格力、茅台等企业在十年前就已经是各自行业里的赢家了，但是十年来它们的涨幅依然惊人。

第四，人弃我取，逆向投资。不论是巴菲特、索罗斯，还是邓普顿、卡尔·伊坎，投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力。A股的情绪波动容易走极端，任何概念和主题，无论真假，只

要够新够炫，都能在短期内炒翻天，但是爆炒之后常是暴跌，因此对于如我这般手脚不快的人来说，“人多的地方不去”更是至理名言。

以上这些都是很简单的法则和工具，所以不可能“总是对”、也不一定“马上对”，但是这些法则和工具都是经过许多成功投资人长期验证的、触及投资本质的、规律性的东西。这些规律性的东西虽然看起来是投资中最简单的事，却也是投资中最本质的东西，并不会因为时空的不同而产生大的差异——虽然每隔几年就会有一段时间，市场的狂热让人觉得“这次不同了”。15年来，我亲身经历过两次市场对价值投资的广泛质疑，一次是1999年纳斯达克泡沫的顶峰，另一次是2013年A股的创业板热潮。虽然两次质疑相隔了14年，但是其中的相似之处如此之多，以至于人们不得不感叹人性的亘古不变。虽然科学技术的进步日新月异，但是人性中不变的贪婪和恐惧，总能让那些认为“这次不同了”的观点，随着时间的推移被证明只不过是对历史的健忘。

我想把这本书献给我的父亲邱华炳。父亲是位大学教师，一生潜心学术、著作等身，学生遍布金融、财税、经济的各个领域。因为父亲，我在成长之初就近距离地接触到许多之后的业界精英并向他们学习。不论是在专业还是生活上，父亲都是我不折不扣的启蒙老师，他总是教育我做事先做人，要常怀感恩之心，要多读书，不在于积累知识而在于培养能力。父亲去世已经十多年了，但是每次遇到他以前的学生，许多人依然清晰地记得父亲说过的话和言谈举止的细节，他

们流露出来的真挚情感和深切怀念，总令我感动不已。本书的稿酬将全部捐给父亲生前从事的教育事业和关心的家乡公益事业。

最后，要特别感谢高瓴资本的张磊先生百忙中为本书作序。张磊先生是我最钦佩的投资人，他对行业规律的深刻理解、对企业品质的深入剖析、对格局变化的前瞻性把握都是非常值得我学习的地方，他的序言无疑为本书增色许多。同时，我也衷心感谢巴曙松、詹余引、陈鸿桥、裘国根和赵丹阳等良师益友们拨冗为本书所写的推荐语。韩海峰做了许多协助文字整理的细致工作，在此一并致谢。另外，要特别感谢湛庐文化的精心编辑，使原本杂乱无章的众多内容升华成一本脉络清晰的书。

谨以此书与所有的投资人共勉。由于本书由不同时间点所写的文章、随笔和演讲实录汇集而成，所作的一些判断和评论都带有鲜明的时间烙印和特定背景，请广大读者在阅读时注意甄别。由于作者水平有限，疏漏在所难免，不足之处，欢迎各方朋友们批评指正。

邱国鹭

2014年7月

目录

推荐序
自 序
第一部分 投资理念
01 以实业的眼光做投资
02 人弃我取，逆向投资的关键
03 便宜是硬道理
【投资随想录】
硬币的两面
遛狗理论
个例与规律
第二部分 投资方法
04 投资的三个基本问题
05 宁数月亮，不数星星
06 经验就像旧衣服
【投资随想录】
扑克与投资
投资眼光
股票式债券
第三部分 投资风险
07 价值陷阱与成长陷阱
08 真假风险与安全边际
09 价值投资的局限性
【投资随想录】
往事如烟
几句废话
第四部分 投资策略
10 四种周期、三种杠杆，行业轮动时机的把握
11 未来10年：投资路在何方
12 对冲中国：机遇与挑战
【投资随想录】
投资大白话
国家竞争优势
《美国士兵守则》的投资解读

第五部分 投资心理学 投资心理学
13 人性的弱点：投资者常见的心理误区
14 后视镜
15 傻瓜定价说
16 这次不同了
17 树动风动心动
18 知易行难
附录 投资访谈 投资访谈
投资需要逆向思维
A股市场是价值投资者的乐土
“超额收益主要来自行业配置，国内啤酒业已至拐点”
“狼性3号”：一种是跑得快的人，另一种是熬得住的人
投资戒盲目，慎选“风口的猪”
后 记

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第一部分
投资理念

我的投资哲学就是买别人不买的东西，在没人买的时候买。

卡尔·伊坎

01

以实业的眼光做投资

下跌后，悲痛欲绝；上涨后，欢欣雀跃。两者均无必要。其实，经济还是那个经济，公司还是那个公司，既不因为急跌而变得更差，也不会因为急涨而变得更好。股价的短期起伏，反映的只是看客们的情绪波动，与企业价值无关。以买企业的心态做投资，不因急跌而失措，也不因急升而忘形。

听邱国鹭谈行业投资

#护城河#

每三四年就得重挖一次的护城河其实不能算是护城河，而没有护城河就不断会有前浪死在沙滩上。在一个先发优势不断被颠覆、没有永远的赢家的行业里，只有勇于自我否定、因时而变才能生存。

#成长vs门槛#

多数人喜欢成长，但我喜欢门槛。成长是未来的，难预测；门槛是既成的，易把握。高门槛行业，新进入者难存活，因此行业供给受限，竞争有序，有利于企业盈利增长。低门槛行业，行业供给增长快，无序竞争，谁也赚不到钱。（门槛，即行业护城河）

#成长vs门槛：案例#

白色家电行业2000—2005年增长迅速，但利润不佳，股价疲软；2006—2010年行业增速减缓，但利润大增，龙头股价上涨十几倍。拐点是2005年行业大洗牌，小厂退出，之后龙头企业在规模、渠道、成本、品牌等方面优势扩大，阻止了新进入者，行业格局从野蛮生长的无序竞争转变为有门槛的有序竞争。

十几年前我刚进入基金业的时候，曾问过公司的一位资深合伙人，怎样才能成为一名优秀的基金经理。他说，其实很简单，你只要记住两条：第一，把客户的钱当作自己的钱来珍惜；第二，把二级市场的股票投资当作一级市场的实业投资来分析。

这是不是一门好生意

如果用自己的钱做实业投资，首先要考虑的问题就是：这是不是一门好生意。不过，二级市场有时就是偏爱“烂生意”。比如2013年市场上非常火爆的手机游戏行业，就是一门烂生意。

根据艾瑞咨询的不完全统计，2012年仅在苹果的IOS平台上，就有3 883家公司推出的10 400款手机游戏，如果再加上安卓平台就更是不计其数了。但在这么多的游戏当中，月流水过千万的却屈指可数。

即使你行大运做出了一款火爆的游戏，产品的生命周期一般也只有3~6个月，之后你就得推出新产品。而事实上，在数千家游戏开发商中，能够连续推出两款火爆游戏的实在是凤毛麟角。目前绝大多数的手机游戏是单机游戏，单机游戏的特点就是产品生命短，这一点和网页游戏很像。事实表明，页游行业的内容开发方很难做大，只是市场选择对此视而不见罢了。

手游不像端游那样有较好的用户黏度，一款重度端游可以火个五年十年，靠的是在游戏中建立起的一种深度互动的、牢固的社会关系。但是，社交游戏也不能保证自身的持续性，就像Facebook上曾经

一统江湖的Zynga，过去这一年多股价暴跌80%。几年前，火得不能再火的偷瓜偷菜游戏也是熟人之间的社交游戏，但是火过一阵子也就销声匿迹了，这样的商业模式你怎么能给出高估值呢？他今年赚的钱再多，你怎么能够知道三五年后这家公司是否还能像现在一样红火呢？而且，手机游戏内容开发商的议价权其实是很有限的，主要的钱都被平台商赚走了。

大家都想成为平台，但是，要成为一个平台又谈何容易？苹果系统只有一个平台，安卓平台最后成功的可能也只有两三个，再加上腾讯的微信平台，铁定又要分流走很多游戏玩家。在这样的形势下，手机游戏开发商其实只能是“人为刀俎，我为鱼肉”，让平台把百分之七八十的收入分走。

人们只看到7亿手机用户这个巨大的市场，却忽视了这其实是个竞争无比激烈、一将功成万骨枯的行业。人们只看到成功的“一将”，选择性地忽视了“枯了的万骨”。任何公司只要跟手游沾点边就能够被爆炒，甚至连旅游公司推出个手机自助游软件也能够受到市场的追捧。市场的非理性可见一斑。

投资微论

长期牛股 什么行业易出长期牛股？行业集中度持续提高的行业。因为这样的行业有门槛，有先发优势，后浪没法让前浪死在沙滩上，易出大牛股。相反，如果行业越来越分散，说明行业门槛不高，既有的领先者没有足够深的护城河来阻止追赶者抢夺其市场份额，这种行业一般是城头变幻大王旗，各领风骚两三年。

企业的商业模式和现金流状况

用自己的钱做实业投资要考虑的第二个问题，就是这门生意的现金流状况如何，毕竟做生意的最终目的是赚取现金流。

2013年受市场热捧的电影行业其实是个现金流状况很差的行业。中国每年会拍七百多部电影，只有两百多部能够上映，其中票房能够超过五亿的屈指可数。即使赚了五亿的票房“大获成功”的电影，扣除分给院线的一半，再扣除发行费宣传费，制片方能够拿到手的大概只有2亿多一点。再扣除给编剧、导演、制片和演员的薪酬以及拍摄中的各种成本，最后剩下的净利润可能只有几千万。

更麻烦的是，从现金流的角度看，拍电影得先写剧本，然后请导演、搭班子、雇演员，支出一大笔费用，一年半载之后影片开始发行、宣传，又是一大笔费用，而且电影公映之后要等好几个月才能从票房中分到钱。所以很多电影公司不管利润怎样，现金流都是大幅为负，抗风险能力特别弱，一有风吹草动就容易元气大伤。

不论是美国的百年老店米高梅，还是后起之秀梦工厂，只要有一片大制作成了票房毒药，就逃脱不了破产和被收购的命运。美国的电影业发展了上百年，居然没有一家独立的电影公司，全都只是大型的综合传媒集团的一部分，这也体现了电影作为一个独立的商业模式的内在缺陷。

另外，电影的定价权掌握在导演和演员手里，观众买票到电影院是去看范冰冰、徐峥和冯小刚的，不是去看电影公司的，所以名导演和名演员的薪酬总能涨到让电影制片方不怎么赚钱的水平。就好比欧洲的足坛，虽然球星拥有天价收入，俱乐部却在亏损，原因很简单：定价权在球星手里。迪士尼能够历经百年屹立不倒，很重要的原因是米老鼠和唐老鸭不会要求涨片酬。

用自己的钱做实业投资的人，除了些另有所图的暴发户以外，很少有人会真金白银地砸重金投资电影，因为这是个现金流很差、不确定性很高的行业。A股的电影公司动辄两三百亿市值，但是与他们相同体量的在美股上市的中国电影公司的市值却只有15亿人民币，两者相差十几倍。

我们再来比较一下房地产公司的商业模式，北上广深随便卖栋别墅都是几千万利润，顶得上一部好电影了。拍电影不一定每部都能火，而别墅几乎每栋都卖得掉。再从现金流的角度看，地产公司只要出钱拍了地，挖个坑、做个沙盘就可以预售了，客户会排着队把钱交上，他用你的钱盖你的房子，自己对现金流的要求其实并不高（盲目高价拿地的除外）。

投资微论

好公司的两个标准 一是它做的事情别人做不了；二是它做的事情自己可以重复做。前者是门槛，决定利润率的高低和趋势；后者是成长的可复制性，决定销售增速。如果二者不可兼得，宁要有门槛的低增长（可持续），也不要没门槛的高增长

（不可持续）。门槛是现有的，好把握；成长是将来的，难预测。

行业的竞争格局和公司的比较优势

用自己的钱做实业投资要考虑的第三个问题就是行业的竞争格局以及公司是否具有比较优势。简单说来，就是你作为一个后来者，想颠覆既有的龙头老大的地位，就得看自己能够为客户提供哪些不可比拟的价值，以及相对于竞争对手的比较竞争优势在哪里。

互联网金融也是2013年的市场热点。许多人认为，再过五年十年，传统银行作为一个行业即将消失，所有的一切都会被网络银行替代。其实网络银行并不是什么新鲜事物。14年前我研究生毕业后买的第一辆新车，就是用从美国的网络银行中得到的贷款购买的。当时，我只是在网络上填一张表格，第二天早上，快递就把一张支票送到我手里了。然后我把那张支票拿去4S店买下了一辆新车，用户体验可谓极佳。

2003年时人们都认为，十年后所有的传统银行都将被网络银行替代，我对此也深信不疑。然而十年过去了，美国的银行业仍然是富国、JP摩根的天下，而我钟爱的那家网络银行也在2007年破产了——甚至都没熬到金融危机的到来。

2013年时，许多研究员向我推荐互联网金融的股票，都说互联网会取代传统银行，我当时问了他们一个问题：为什么网络银行在美

国、韩国、日本、欧洲这些互联网经济比我们更为发达的国家和地区尝试了十几年都没有取得成功？没有人能够回答这个问题。

有人说是因为品牌和信任的欠缺，但我们可以看看美国运通的例子。它是金融业中的老牌企业，巴菲特几十年来的重仓股，品牌号召力不可谓不强，客户的信任度不可谓不高。他们也设立过网络银行，我还曾经是他们的客户，它的银行卡可以在任何银行的ATM机取款，美国运通会替你出手续费。网络银行付的存款利息也比许多传统银行高，你可以和其他银行一样开支票、在线支付，用户体验非常好，但最后也没有做成功。

互联网的本质是“人生人”，优势在于能以极低成本服务无数客户，规模效应体现在“人多”，二八现象不明显，是典型的散户经济，得散户者得天下。银行业的本质是“钱生钱”，规模效应体现在“钱多”，80%的业务来自20%的客户，二八现象显著，得大户者得天下，而且那20%的大客户是需要线下的高端服务的，这就是网络银行至今在欧美日韩都没有很成功的案例的重要原因。看一下日本最成功的网络银行乐天银行：成立12年，拥有420万客户，才600亿人民币的存款，人均存款1.5万元。再比较一下国内某股份制银行的私人银行部门：拥有2万客户，4　000亿存款，人均2 000万存款。两者高下立现。

互联网“人生人”主要靠两条：一是网络效应（例如淘宝，买家多卖家就多，卖家多买家更多；社交网站，美女多帅哥就多，帅哥多

美女更多），二靠人多提升用户体验（用户越多搜索结果越精确；用户越多，对餐厅的点评越靠谱）。可惜的是，网络银行并不会因为用户多而形成网络效应或者提升用户体验，因此优势并不明显。

中国电子商务增长速度比美国快得多，于是许多人就认为中国互联网对银行业的颠覆也会比美国快得多。其实，这种观点忽略了中美两国的产业格局的巨大差异。

美国的线下零售业在互联网出现时就已经很强大了，涌现了沃尔玛、家得宝、塔吉特、百思买等一批世界级的零售巨头，因此美国互联网很难彻底颠覆线下零售，目前美国的前10大电子商务网站大多是由传统零售企业经营的。中国的线下零售业由于地方保护主义的影响，并未形成沃尔玛、家得宝那样的全国性大企业，而且线下零售的物流成本、租金成本居高不下，从出厂价到零售价链条过长、运营效率低下、加价倍率过高，所以天猫、京东、唯品会等电商企业才能一路以摧枯拉朽之势攻城略地，可以说，中国线下零售的分散和低效是中国线上电商迅速崛起的重要原因。

相反，中国的线下银行业比美国的线下银行业要集中得多，五大国有银行和上市股份制银行的市场份额、资本实力、品牌认知、网点优势都远胜于美国同行，因此，互联网银行想要颠覆中国银行业，难度远大于颠覆零售行业，原因很简单：线下对手要强大得多。举个简单的例子，银行是有资本充足率要求的，上市股份制银行的净资本动辄两三千亿，这是过去十几年的行业利润留存和资本市场多次融资后

形成的积累，单这一项就不是新设立的互联网银行一朝一夕能够赶上和颠覆的。

相比之下，中国的基金行业比美国的基金行业要弱得多，美国最大的资产管理公司一家就管理了3万多亿美元的资产，而中国的整个基金行业加起来才管理了3万多亿元人民币，差距巨大。同时，基金行业没有像银行业那么高的资本金门槛，国内的大型基金公司管理着数千亿的资产，但是注册资本金大多才一两亿，净资产也才二三十亿。因此，中国的互联网金融首先从基金业取得突破也就顺理成章了。

在美国的互联网金融发展过程中，真正受冲击的其实是传统的券商经纪业务，迄今为止银行业受的影响并不大。那些认为互联网应该能够轻易地击败传统银行的观点，严重地低估了中国银行业的竞争力。事实上，银行在IT和科技上的投入丝毫不比互联网公司少，互联网金融崛起的结果更可能是科技进步帮助传统银行业更好地服务于既有客户，而不是颠覆性地改变行业现有格局。

投资微论

寡头的力量 回顾过去5年，寡头垄断行业的利润增长往往不断超出预期，而市场集中度低的行业则常常陷于恶性竞争和价格战的泥潭之中。白色家电（空调、冰箱和洗衣机）和黑色家电（电视）两个行业的不同发展历程就是最好的明证。所以，投资制造业时更应关注工程机械、核心汽配、白色家电这样的寡头行业。分析技术变化快的行业时不必看市场占有率，而要看是否适应最新的杀手级应用的潮流。

喜新厌旧和皇帝的新衣

大家都喜欢新东西，但是有没有人想过，为什么几年前声势浩大的风电、光伏、LED、电子书、锂电池等新兴行业千般扶持却总是烂泥扶不上墙？为什么银行地产百般打压却总是赚得盆满钵满？这是由内在的经济规律、行业格局、供需关系和商业模式决定的，不以人的意志为转移。做投资要研究的就是这些不以人的意志为转移的规律，而不是整天去猜测市场的情绪变化。有时猜测别人的情绪变化能给我们带来收益，但那是不能够持久的。而经济规律、行业特质、商业模式是客观存在的，你只要研究透了，它在三五年内是不会有大的变化的，能为理解这些规律的投资人提供持续的竞争优势。

本文写于创业板创出历史新高之日，多少有些不合时宜。但是，皇帝没穿衣服，却必须有人指出，即使是在市场的一片火热和喧嚣中。谁也不知道这样的火热和喧嚣还能持续多久，然而即使在炒作和投机经常盛行的A股市场中，理性也只会迟到，从来不会缺席。

投资微论

泥里的宝石与庙堂的砖头 市场经常对动态的、暂时的信息（政策打压、订单超预期、10送10）过度反应，却对静态的、本质的信息（公司的核心竞争优势、行业竞争格局）反应严重不足。其实，宝石被人扔进泥里再踩上几只脚也仍是宝石，砖头被请进庙堂受人膜拜也仍是砖头。当其他行业的龙头公司想“移民”到某行业时，往往该行业股价已近阶段性顶部。

02

人弃我取，逆向投资的关键

众人奔路而逃时，不挡路、不跟随。不挡路是因为不想被踩死，不跟随是因为乌合之众往往跑错方向。不如作壁上观，等众人作鸟兽散后，捡些他们抛弃的稚草辎重和掉落的金银细软。看这就不挡路的栏了，这一次不需要等太久的。

听邱国鹭谈行业投资

#新兴行业看需求，传统行业看供给#

新兴行业讲的是需求快速成长的事，不必纠结于供给。而传统行业则只有控制供给，企业利润才能快速增长。过去12个月里表现好的传统行业要么是寡头行业，要么是淘汰落后产能的行业，二者的供给增长相对于需求而言都受到了有效控制。

#行业集中度#

很多人认为小股票的成长性普遍好于大股票。如果这是事实的话，那么大多数行业的集中度就会越来越低。但是只要关注一下工程机械、汽车、家电、啤酒、原料药、互联网等众多行业，你就会发现这些行业的集中度在过去几年都是持续提高的，这说明还是有许多行业里的大企业增长快于小企业。在这些行业里，低估值、高成长的行业龙头的投资价值就远高于行业内的小股票。

#未得到、已失去与正拥有#

以高估值买新兴行业而落入成长陷阱的是沉迷于“未得到”，以低估值买夕阳行业而落入价值陷阱的是沉迷于“已失去”。投资中风险收益比最高的还是那些容易被低估的“正拥有”。

投资做了十几年，我深深体会到人弃我取、逆向投资是超额收益的重要来源。印象特别深刻的一次是2012年7月2日，广州宣布汽车限购的当天汽车股纷纷跳水甚至跌停。现在看来，之后半年的市场是下跌的，而汽车股却平均逆市上涨了30%。再看看近年来表现相对较好的板块，2010年的工程机械、2011年的银行、2012年的地产，都印证了“人弃我取、逆向投资”的有效性。

逆向投资的关键

逆向投资是最简单也最不容易学习的投资方式，因为它不是一种技能，而是一种品格——品格是无法学习的，只能通过实践慢慢磨炼出来。投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力，尽管他们对此的表述各不相同。乔治·索罗斯说：“凡事总有盛极而衰的时候，大好之后便是大坏。”约翰·邓普顿说：“要做拍卖会上唯一的出价者。”查理·芒格说：“倒过来想，一定要倒过来想。”卡尔·伊坎说：“买别人不买的东西，在没人买的时候买。”巴菲特说：“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧。”

然而，不是所有人都适合做逆向投资，也不是所有急跌的股票都值得买入，毕竟，“不接下跌的飞刀”这句话是无数人得到了血的教训之后总结出来的。一只下跌的股票是否值得逆向投资的关键在于以下三点：

首先，看估值是否够低、是否已经过度反映了可能的坏消息。估值高的股票本身估值下调的空间大，加上这类股票的未来增长预期同样存在巨大下调空间，因此这种“戴维斯双杀”导致的下跌一般持续时间长而且幅度大，刚开始暴跌时不宜逆向投资。2011—2012年，A股计算机行业的许多“大众情人”在估值和预期利润双双腰斩的背景下持续下跌了70%就是例证。2012年年底，这些股票从成长股跌成了价值股，反而可以开始研究了。

其次，看遭遇的问题是否是短期问题、是否是可解决的问题。例如，零售股面临的网购冲击、新建城市综合体导致旧有商圈优势丧失、租金劳动力成本上涨压缩利润空间等问题就不是短期能够解决的，因此其股价持续两年的大幅调整也是顺理成章的。不过，现在大家都把零售当作夕阳行业，反而有阶段性反弹的可能——尽管大的趋势仍然是长期向下的。

最后，看股价暴跌本身是否会导致公司的基本面进一步恶化，即是否有索罗斯所说的反身性。贝尔斯登和雷曼的股价下跌直接引发了债券评级的下降以及交易对手追加保证金的要求，这种负反馈带来的连锁反应就不适合逆向投资。中国的银行业因为有政府的隐性担保（中央经济工作会议指出“坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”），不存在这种反身性，因此可以逆向投资。

投资微论

有些股票，你有持仓，但是下跌时你心里一点也不慌，甚至希望它多跌一点好让你加仓，这说明你对该股票已有足够了解，对其内在价值和未来前景有比市场更为精准的把握，因此市场价格的波动已经不会影响到你的情绪了。对这些股票而言，下跌只是提供一个更好的买点罢了——买之后的淡定，源自买之前的分析。

还有些股票，涨的时候让你豪情万丈，跌的时候让你肝肠寸断，这样的股票不碰也罢，因为还没研究透。买股票之前问问自己，下跌后敢加仓吗？如果不敢，最好一开始就别买，因为价格的波动是不可避免的。

不是每个行业都适合做逆向投资

不是每个行业都适合做逆向投资：有色煤炭之类的最好是跟着趋势走，钢铁这类夕阳行业有可能是价值陷阱，计算机、通讯、电子等技术变化快的行业同样不适合越跌越买。相较而言，食品饮料是个适合逆向投资的领域。作为消费者，我对食品安全事故深恶痛绝，但是作为投资者，我们不应该把个人感情因素带入投资决策。从历史上看，食品安全事故往往是行业投资较好的买入点，特别是那些没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头企业，更有可能是建仓良机。

还记得十几年前，我刚入行没多久，公司的基金经理们（都是铁杆的价值投资者和逆向投资者）在疯牛病的恐慌中买入了麦当劳的股票，数年后麦当劳的股价上涨了5倍，那是我逆向投资的第一课。再看看这几年发生的瘦肉精事件、三聚氰胺事件和毒胶囊事件，它们对所涉及的行业都没有产生持久或致命的打击，对行业销量的负面影响一

般只持续两三个月。与行业状况相反，那些没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头的市场份额，反而在事故发生后出现了进一步扩大，因为人们购买时更加看重“大牌子”了，毕竟与小厂家相比，龙头企业更有资源和动力维护自己的品牌声誉。

再看看在香港上市的台湾饮料和快消品龙头统一食品，2011年因直接卷入塑化剂事件导致股价从6元跌至3.6元，事件过去后，统一食品2012年股价最高涨到10.4元，翻了3倍。2012年的白酒股因为塑化剂事件大幅跳水，在面对其他类似食品安全事件的逆向投资机会时，投资者可以思考这样几个问题：

- 有无替代品，若有替代品（例如三株口服液之类的营养品就有众多替代品），则谨慎，若无替代品，则积极；
- 是个股问题还是行业问题，如果主要是个股问题，则避开涉事个股，重点研究其竞争对手，即使是行业问题（例如毒奶粉），也可关注受影响相对较小的个股；
- 是主动添加违规成分还是“被动中枪”，前者宜谨慎，后者可积极；
- 该问题是否容易解决，若容易解决，则积极，若难以解决（例如三聚氰胺问题），影响可能持续的时间长且有再次爆发的可能性，则谨慎；
- 涉事企业是否有扎实的根基，悠久的历史传承和广泛的品牌美誉度在危机时刻往往有决定性的作用，秦池、孔府的倒台就是由于根基不稳而盘子却铺得太大；
- 是否有突出的受害者个例，这决定了事件对消费者的影响是否持久。

事后看来，2013年白酒行业极其低迷，但是主要原因是八项规定等反腐措施，相比之下塑化剂的影响几乎可以忽略不计。

日本发生核泄漏事故后，巴菲特称自己对日本的看法与一周之前没有变化。这种泰山崩于前而色不变的境界自然不是吾等凡夫俗子可以达到的，但我们应该明白，对于灾难的发生，每个人都很难过，但是投资决策不应该加入感情的因素。在许多被媒体炒得沸沸扬扬的突发事件发生后的一两个月，股市往往会有过度反应，此时购买就容易获得超额收益，在“9·11”事件后买入航空股的人最后都获利颇丰，“7·23”甬温线特别重大铁路交通事故后的一两个月购买铁路建设和铁路设备的股票的投资者，也大幅跑赢市场一年多。

投资微论

2012年各行各业都在开酒厂，2013年阿猫阿狗都要做手游。大家都挤在树上摘葡萄时，也许就是该在地上捡苹果的时候了。

最一致的时候就是最危险的时候

逆向投资还要注意冷静面对那些热门板块，就像两三年前被吹得天花乱坠的新兴行业，现在回头一看，风电、光伏、电动车、电子书、LED等几个行业许下的“承诺”一个也没有兑现——至少都不是由当初那些公司实现的。其实，大多数的高估值板块都是“吹”起来

的，未来从来不会有他们吹嘘的那么美好。A股的情绪波动容易走极端，因此“人多的地方不去”是至理名言。

其实，独立思考、逆向而动效果往往更好。基金公司作为一个整体的行业配置，在一般情况下是对的（毕竟专业人士相较于其他市场参与者还是有一定优势的），但是在极端的情况下，基金公司也很可能是错的。2014年年初，在基金公司的行业配置中，对TMT（Technology，Media，Telecom，科技、媒体和通信产业）和医药的超配程度以及对金融地产的低配程度都达到了十年之最。上一次基金整体配置如此失衡是在2010年年底。

2010年11月我接受《中国证券报》采访时，提到的一个论题就是“银行与医药股票哪一个前景更好”，当时我的一个基本结论就是医药比银行贵3倍，但是增长不可能比银行快3倍。在之后的两年中，2011年银行股跌了5%，医药股跌了30%，2012年银行股涨了13%，医药股涨了6%，两年累计下来看，机构一致低配的银行股大幅跑赢了机构一致超配的医药股，再一次验证了“最一致的时候就是最危险的时候”这句老话。2013年各机构再次一致地憧憬着老龄化对医药的无限需求，把医药股的估值推高到30倍市盈率。比起5倍市盈率的银行，当时机构做出的比较和得出的基本结论现在几乎可以原封不动地重复一遍。

几年来各机构对医改的认识似乎没有多少改变，还是只看到了医保覆盖面的扩大，没看到医改对药价的打压。日本过去20年人口老龄

化这么严重，医药产业规模的年度增长率还不到1%，就是因为政府对药价的不断打压。

机构对医药股的乐观主要是因为他们太过依赖医药上市公司对医改的解读。其实只要找个医院院长或者卫生部官员调研一下，就会发现医保覆盖面的增加主要体现在过去三年的一次性提升，未来不会再有进一步的大幅提升。而省级统一招标、药品零加成、总额控费、超支分担、按病种付费等多项措施正处于试点和推广的初期，核心只有一个：进一步限制药价和用量以达到“少花钱、多办事”的目标，直接手段就是将医药从医院的利润中心调整为成本中心，这种转变对医药行业整个利益链的冲击是巨大的。当然，医药作为一个差异化、有门槛的行业，不论板块走势如何，今后几年在目前150只医药股中也会出几只大牛股，但是个股的光明前景并不能掩盖对行业的整体高估。

坦率地说，我也不知道医药股的高估值还能持续多久，也许会从高估变成更高估。不论错误定价的程度有多大，没有人能够事前预知拐点。作为投资者，我们能分辨清楚的就是市场的错误定价在哪个板块以及错误的程度有多大，然后远离被高估的板块，买入被低估的公司。至于市场要等多久才会进行纠错，纠错前会不会把这种错误定价进一步扩大，就不是能够预测的了。

以小股票和大股票的相对表现为例，我在2010年12月13日《上海证券报》的采访中说，“小股票与大股票的相对估值已是十年来的最高点，上一次小股票相对于大股票的估值溢价达到这样的高点是在

2001年，之后小股票连续四年跑输大股票。也许这次小股票还能再领涨几个月甚至几个季度，但是其股价在目前的位置已经没有安全边际，这种最后一棒的风险收益比已经不符合投资的要求，转而成为一种击鼓传花式的博傻游戏。”

事实证明，中小版指数在2011年下跌了37%，2012年再跌了4%，大幅跑输代表大盘蓝筹的沪深300指数。但是，即使两年前小股票与大股票的估值相差巨大，又有谁事前知道小盘股相对大盘股的拐点会在哪里呢？又有谁事前敢说小股票不会再“继续领涨几个月甚至几个季度”呢？作为投资者，在当时的那种环境之下，我们只能牢记管子所说的“不处不可久，不行不可复”，不去“击鼓传花”，不接最后一棒，把选股范围基本限制在低估值的大盘蓝筹里，以此躲过中小盘中的许多地雷。

投资微论

逆向投资并非一味与市场作对，因为市场在大多数时候是对的。但有的时候市场也可以错得很离谱，此时就不必在意市场的主流观点了。在大多数时候，真理在大多数人手里；在少数时候，真理在少数人手里。如何区别这两种情况呢？一般说来，趋势的初期和末期，就是真理在少数人手里的时候。

逆向投资，未来超额收益的重要源泉

当然，任何投资方法都有缺陷，逆向投资的短板就是经常会买早了或者卖早了。买早了还得熬得住，这是逆向投资者的必备素质。投

资者必须明白一个道理，市场中没有人能够卖在最高点、买在最低点。在2007年的牛市中，即使指数后来涨到了6 100点，能够在4 000点以上出货也是幸运的；在2008年的熊市中，即使指数后来又跌到了1664点，能够在2 000点建仓也是幸运的。顶部和底部只是一个区域，该逆向时就不要犹豫，不要在乎短期最后一跌的得失，只要能笑到最后，短期难熬点又何妨？只有熬得住的投资者才适合做逆向投资。在A股这样急功近利的市场中，能熬、愿熬的人少了，因此逆向投资在未来仍将是超额收益的重要来源。

投资微论

我有个习惯；每年年初和年中时汇总所有基金公司的季报行业配置。对大家都追捧的热门行业，我就谨慎一点；对大家都嫌弃的冷门行业，我就试着乐观一点。在没有新增资金入市的过去两三年里，这个办法多数时候还是管用的，因为当只有存量资金在场内不断倒腾来倒腾去的时候，别去人多的地方。当然，有时难免卖早了，错过了热门行业最后的疯狂；有时又买早了，多挨了冷门行业的最后一跌。逆向投资不可能完全避免“领先两步成先烈”的风险，不过只要判断正确，还是能咬牙熬到“领先一步是先锋”的正果的。躲在冷门行业的好处是永远不用担心被“踩踏事件”伤着。

03

便宜是硬道理

贪婪有两种，一种是在6 000点时明知贵了，但还想等多涨一会儿再卖；另一种是在2 000点时觉得便宜了，但还想等多跌一会儿再买。

听邱国鹭谈行业投资

#军阀割据#

有销售半径的行业（如啤酒和水泥），重要的不是全国市场占有率，而是区域市场集中度。在军阀混战阶段，企业为抢地盘打价格战，两败俱伤；到了军阀割据阶段，彼此势力范围划清，各自在优势地区掌握定价权，共同繁荣。从军阀混战的无序竞争过渡到军阀割据的有序竞争，是值得关注的行业拐点。

#没有门槛的高增长#

2011年新兴行业的股票表现乏力，其实也不足为奇——当一大堆钱涌进一个门槛不高、未来发展路径不明的行业时，失望是常有的事。没有门槛的高增长是不可持续的。在美国上市的中国太阳能股票近年来纷纷从高点跌落90%的案例值得好好研究。

#政策#

短线资金喜欢炒政策支持的行业，但从长线资本的角度看，国家限制的行业淘汰了落后产能，限制了新进入者。行业集中度提高，剩下的龙头企业的日子反而好过。

价格本质上是一种货币现象

市场有这样一个特点：每次上涨以后，好像乐观的观点和乐观的人就多了一些，每次下跌以后，悲观的观点和悲观的人就多了一些。而且市场上涨以后乐观的观点显得特别有深度，特别有魄力，特别有远见；下跌以后悲观的观点则显得特别睿智，特别深刻，特别有说服力。

但是，让我们仔细想想，做投资最重要的是什么呢？投资中影响股价涨跌的因素是无穷无尽的，但是最重要的其实只有两点，一个是估值，一个是流动性。估值就是价格相对于价值是便宜了还是贵了，估值决定了股票能够上涨的空间，流动性则决定了股市涨跌的时间。现在我们对市场做一个基本的判断，应该说估值不高所以是有上涨空间的，但是大家却没有看到流动性的显著改善。虽然央行已经降低了存款准备金，但是经过了一年多的时间，大家仍然感觉资金比较紧张。流动性的改善需要时间，也就是说政策从预调、微调，到最终能够成为市场向上的推力，这个转变也需要时间。

其实，2011年市场让许多人都比较失望，感觉好像大股票不行小股票也不行。为什么会这样子呢？很简单，我们看一下货币的供应量M2，2011年与2010年相比，增速只有12.7%[1]。我们都知道，M2的合理增速应该大致比名义GDP快2~3个点。相对于我们的经济增长速度，当前的货币供应量只是一个基本的、能够满足现有经济运行需要的水

平。因为2011年通胀水平大概为5%，GDP增速为9%，加起来有14%，所以合理的货币供应量M2增长速度应该在16%~17%左右，但货币增速只有12%，与合理值相差了大约5%。

这5%是什么概念？2011年年初的M2存量是70多万亿，市场流动性活生生地少了3~4万亿，在这个背景下我们会看到，好多东西的价格开始缩水。不只是股票，房地产在上海和北京的表现也非常明显，房价开始撑不住了；其他不管是大豆这种非生产性的，还是那些相对稀缺物品的价格都在往下走：红酒中拉菲的价格在2011年有了明显的下跌；2011年4月份的时候，白银曾经一周下跌了30%，创造了30年来最大的周跌幅。

由此可见，流动性一旦收得紧了，很多东西的价格就会撑不住，其中的道理很简单：所有的价格其实本质上都是一种货币现象，就是说你的资金跟你所有东西的价格之和其实是一致的。这就是为什么在纸币发明以前，我们把黄金和白银当作货币的时候，每过一段时间都会出现一次通货紧缩——黄金和白银的数量的增长跟不上经济的发展速度。前17个世纪经济之所以基本上没有什么发展，是因为每发展几年政府就发现钱不够了。所有的价格本质上都是货币现象，比如钱多了，水涨船高，所有东西的价格都往上涨，一旦钱少了，所有东西的价格都会往下跌。

好消息是什么呢？好消息是现在钱的状况开始出现扭转。很多人都觉得现在只是一个预调、微调的过程，而我的判断是这个“微调”

的力度会比大家想得大。因为经济总体上是在走低（也可能在第一季度、或第二季度可以起稳），目前已经过了大家担心经济过热的时候。2011年时通胀走高，我确实有点担心经济过热。2011年的货币供应量会这么紧张，主要是因为政府想要调控通胀、打压房价。

这两个基本的主要目标，现在来看应该说基本都做到了。通胀从2011年7月份的6.5到现在的4.1，一直到2012年8月份都没有什么可担忧的。由于基数原因，2012年年底通胀会有一些反复，但是它会继续下行，这个趋势不会变；2012年房价也不用过于担心。

其实现在所有在炒作的、不能用于生产的东西，基本上价格趋势都在往下，甚至包括一些古玩、字画、古董这样的艺术品。这些价格没有明确的指数，大家感觉好像还不错，其实要想了解艺术品的价格，看苏富比的股价就可以。艺术品的价格相对较高，流动性又相对较差，苏富比的股价在过去几个月一直在调整，这些都是有规律可循的。

投资微论

右侧投资 常有人说，在A股做价值投资难，概念股满天飞，好公司没人要，便宜的股票买入后往往变得更便宜。换一个角度看，好公司股价被低估，应该是价值投资者的幸事。A股既不缺价值，也不缺发现价值的眼睛，缺的是坚守价值的心。其实大家都知道哪些股票被低估，但大家就是都不买，都在等着做右侧投资。

买的时候足够便宜，就不用担心做傻瓜

前文体现了一些基本的投资规律。以香港为例，香港的股市一般会领先于香港的房市，2002年的时候股市先涨，然后房子的价格开始慢慢上涨。我认为，要分清楚什么东西先动，什么东西后动，什么东西是你更关心的其他东西的领先指标。

最近上证指数又跌破了2 200点，十年前上证指数是2 250点，好像是十年一梦。而市场还在下跌，于是有一些人就得出了结论，认为股票长期来看不具备投资价值，或者说所谓的价值投资在中国行不通。但如果反过来仔细想，在2001年的时候，上证指数是2 200多点，一般市盈率大概有50多倍，就是说一只股票如果股价是5块钱，那么利润只有大概1毛钱，假如利润不增长，50年才能够回本。市场一路下跌到今年，蓝筹的市盈率大概是10倍，从盈利收益率（E/P）的角度来讲就是10%，很多银行股、蓝筹股的股息率基本上和银行的利率差不多。

这个时候，投资价值就慢慢地凸显了出来，特别是连监管机关都在鼓励公司分红。过去十年没有涨，很多人就认为股票不能买，其实你反过来想，这更说明现在的股票价值比十年前要高得多。当然，这对于做短线的人差别不是很大：高买可以更高卖，低买可能跌得更低。这跟游泳是一样的，你是退潮的时候去游泳还是涨潮的时候去游泳？其实涨潮的时候是比较安全的，因为你可以被冲到岸上，而有时候退潮之后，潮水达到最低点就是最好的买点。过去十年也许是一个大的退潮，十年前估值很高，现在估值很低，当然10倍市盈率也可以变成8倍，但是相对来讲，它的安全性就比50倍的时候高得多，很多人

认为过去十年股票不涨说明价值投资没有用，其实这只说明了2001年时用50倍的估值去买股票就不是价值投资。

许多人认为A股就是不一样，50倍买可以60倍卖，其实不管是A股还是别国股票，一样是投资，一样有投资的基本规律。我原来在国外做对冲基金的时候，做过很多国家和地区的股票，加拿大、美国、韩国、香港等这些市场我都做过投资，这些市场相似的地方比不同的地方还要多。相似的地方是什么呢？其实基本的还是两条，一是估值，二是流动性的影响。

我一直跟很多人讲长期投资如何如何，但得到的反馈是“长期来说我们都死了”。投资行业中很多人说，A股已经10年不涨，日本更是20年跌了80%，这种长期没赚到钱是为什么呢？这是因为在你买的时候股票估值已经很高了，2001年A股的市盈率是50倍，1990年日本的市盈率是70倍，如果你当时以10倍的市盈率购买，也就是以当时日经指数40 000点的1/7买入，那么成本在日经指数6 000点。日本股市经历了垮掉的20年和这么多的负面消息，现在日经指数还有8 000多点，说明只要买的时候足够便宜，就不用担心卖的时候卖不出去。

山姆·沃尔顿（Sam Walton），沃尔玛的创始人，沃尔玛是现在全世界销售额最大的公司，某销售额相当于世界第六大国的GDP，达到了相当于德国、英国的经济水平。他有一句名言：“你只要买得便宜，就可以卖得便宜。”只要买的时候不是太贵，就不用担心卖不出去。如果你买的时候就特别贵，将来要卖出时就必须要找到一个比你

更大的傻瓜，但是这个世界的特点是骗子越来越多，傻瓜不够用，不能老是指望别人当傻瓜。

投资微论

公司有四种：好的、平庸的、烂的、看不懂的；股票也有四种：被低估的、合理的、被高估的、估不准的。人的知识、时间、精力都是有限的，因此看不懂的公司占了一大半。在看得懂的公司中，估不准的又占了一大半。看得懂又估得准的，被高估的占了一大半。看得懂、估得准又没被高估的，烂公司占了一大半。剩下的股票中，合理价位的平庸公司又占了一大半。所以，一般情况下能找到被低估的平庸公司或合理价位的好公司已属不易，能买到被低估的好公司更是难上加难。可惜的是，当市场涌现大批被低估的好公司时，大家一般都在忙着斩仓。

要牢牢抓住定价权

A股市场曾有很长一段时间在“击鼓传花”，反正只要鼓声没有停，你就只管这个涨停买进来下个抛出去，不用关心这只股票是不是好股票，这个公司是不是好公司，有没有好的产品、有没有好的市场定位、有没有好的品牌、有没有好的渠道、有没有好的管理层、有没有低的生产成本——这些都不重要。确实，在2003年以前这些都不重要，仔细看从2002年开始涨得好的股票，其实大都是有基本面支持的。过去七八年市盈率估值基本上没怎么动，有的甚至还在往下走，而股价涨了5倍、10倍的股票很多都是利润翻了10倍、15倍。

回想一下，8年前中国大多数的行业都是恶性竞争，都在打价格战，那个时候没有什么品牌，就是比看谁便宜，大家都在做低端的出口，基本上赚不到钱。

为什么到了2012年很多做实业的人不做了？因为实业不好做了，行业竞争格局已经过了自由竞争的阶段。以空调行业为例，空调行业2000—2005年的增长速度非常快，当时大家还没有空调，所以销售增速很快；2006—2011年这五年，空调行业的增速出现了下滑。我们观察格力、美的以及海尔这三大空调生产商2000—2005年的股价变化，格力股价基本上没动，美的和海尔跌了三分之一，虽然空调行业增速非常快，但那个时候大家都在打价格战，跑马圈地，既没有赚到钱，股市环境也不好。2006—2011年，行业增速虽然下降了，但是这三只股票的股价从2006到2010年年底都涨了至少十倍。

增长速度与股票表现为什么不一样呢？2006年的时候有60%的空调厂商破产，这些破产的都是一些小企业，市场份额可能只有一点点。2006年以前空调行业是一个自由竞争的行业，2006年之后变成了双寡头的局面，老大和老二加起来可能有接近甚至超过50%的市场份额，老三老四基本上只有几个点，这个时候龙头企业就有定价权了。

所谓的投资，就是牢牢抓住这个定价权。就像茅台，整天在涨价，日子太好过了，怎么提价都有人买，为什么呢？就是有这个定价权。而我们会发现另一些企业，比如钢铁和化工，总是没有定价权，稍微涨一点钢价得到的利润就被铁矿石涨价给赚走了。行业太分散，

而且产品没有差异化，没有差异化就没有定价权，除非你是垄断企业。

我之所以对中国A股未来的基本面比较乐观，关键在于我们现在行业的竞争格局跟以前不一样了，现在的上市公司特别是蓝筹股，虽然有一些是不值得买的管理很差的国有企业，但的确有一些盘子不大，管理层又比较有执行力、领导力和有战略眼光的行业龙头公司在中国经济中占据不可动摇的地位。

选股票，一定是先选行业。就像买房子，一定是先看社区，社区不行，房子再漂亮也不行。买股票也是，股票本身再好，只要这个行业不好，一样很难涨起来。买房子先选社区，买股票先选行业，那么什么样的行业是好行业呢？很简单，有门槛、有积累、有定价权的那种行业。

所谓门槛就是不是谁想进来就可以进来的。我们都知道中国有14亿人，如果某一个行业短期增长很快，利润率很高，就会有一千个人来山寨你的产品，另外一千个人想比你做得规模更大，然后把成本做得比你低。所以你必须处于一个有门槛的行业：需要执照；或者有一定的品牌优势，别人也可以做，但你品牌比别人好；或者你的技术有某种专利；或者你掌握某种矿产或资源，别人没办法无中生有。

定价权的来源，基本上要么是垄断，要么是品牌，要么是技术专利，要么是资源矿产，或者相对稀缺的某种特定的资产。这样的行业

就会有一定的定价权、一定的门槛，这样才能把竞争堵在门口，才会有积累。

有的行业短期的增长好像很快，但是这种短期增长不是靠自己的本事，有的是靠“傍大款”，比如给iPhone、iPad做一点小小的零部件。就像2012年有一些电子股，因为给iPhone和iPad做零部件涨了好几倍，然后又暴跌。这种“傍大款”是一种寄生式的增长，不是靠自己的核心竞争力。人家买的是iPhone，不是你做的这个小零部件，就像人家买的是LV的包包，而你做的是LV的拉链一样，这两者的用户忠诚度、可替代性和核心竞争力都是不可同日而语的。

这和一个年轻人在选择行业的时候，一定是找那种有积累的行业一个道理。比如投资就是有积累的行业，一个做过十年的投资人和只做过一年的就是不一样，因为他见过大风大浪，刚从学校出来的小伙子不管多聪明就是没有经验，所以说一定要在有积累的行业。

但是有的行业因为技术变化太快而很难有积累，你也许积累了很久，拼命挖了很深的护城河，人家可能不进攻这个城，绕了过去又建了新城。最明显的就是高科技行业，电子、科技、媒体和通信技术更新换代太快了。再看空调跟电视，空调比较持续，电视就不持续，因为电视技术老是变，以前我们看的是CRT的，后来变成DLP的，后来又变成LCD，接着是等离子，然后又变成LED，现在又变成3D。每两三年就更新换代一次，这样的企业很辛苦，要不要投资更新换代？如果不投，别人超过你，你的品牌就会受损，消费者也不买你的产品；如果

投，投20亿、30亿甚至100亿只能做个两年。技术变化快的行业就是这样辛苦，而像可口可乐，一个配方可以一两百年不变。中国也有很多传统的东西可以几百年不变，这种不变的东西，反而能够有积累，他的长期回报更值得期待。

投资还要想好你要做什么样的投资人。你可以快进快出，因为A股的特点就是波动大，波动大的好处在于一部分眼明手快的人确实能够赚取超额收益，但前提是你一定得找到比你更大的傻瓜。就像做交易，你赚一块钱要有人亏一块钱，是个零和博弈。另一种投资方式是个正和博弈，咱们一起找一个企业，只要这个企业每年成长30%，买进去估值已经在底部了，那么企业利润这个蛋糕每年都会增加。这两种方式都可以，一定要找到适合你个性的。投资的方法千奇百怪，不存在对和错，适合你自己的才是最好的。

投资微论

通胀环境下买什么股票好？常见的答案是资产资源类股票，因为投资者可以直接受益于价格上涨。更好的答案也许是那些有定价权的公司：通胀时他们可以提价，把成本压力转嫁给下游；通胀回落时，他们不必降价就享受更高的利润率。这些公司包括食品饮料等品牌消费品和工程机械、核心汽配、白色家电等寡头垄断的高端制造业。

三个层次的悲观

现在悲观的人挺多的，其实悲观有三个层次。第一个层次的悲观是基于流动性和供求关系的悲观。认为不管是证券公司还是基金公

司，都看不到新的资金入市，都是存量的资金在倒腾。新股发行又很快，投资者感觉供应不断在增长，但是新的需求没有看到增长。这是一种短期的悲观，这种悲观是可以被逐步改善的。政策的微调是一个缓慢的过程，我们可以密切关注相关指标，如银行贷款的增速，央票是正投放还是正回购，外汇占款的变化，存款准备金率是不是下调，M1的指数等等。这些指标出现改善，有了新的流动性，市场就会有反弹。

第二个层次的悲观是对基本面的悲观。现在看起来市盈率是10倍，但是利润却可能是顶峰利润。这些悲观的投资者认为现在经济正在往下走，可能会下一个大的台阶，而中国企业的净资产收益率和净利润目前处在一个高点。这件事情需要一分为二地看，现在的经济结构跟十年前的经济结构是完全不一样的，十年前大家都在打价格战，没有企业有定价权，而现在至少在我看来，很多行业那种群雄混战的时代已经一去不复返了。现在连很多服装企业都做出了品牌，要想做一个新的企业超越他们还是挺难的。那些拥有渠道的企业，在中国已经有3　000或者5　000家店，而以前可能大家都只有几十家店，这些企业拥有了规模优势，比如去央视做一个广告，那些小企业就会感觉不划算。

时代不同了，净利润率提高是有原因的。以美国为例，将2000年的情况与过去50年相比后会发现，当时的净利润率位于50年里的最高点，又有安然、世通等一批公司在做假账，因此当时有很多人认为，

1999年美国标普500指数的利润属于高点，未来一段时期内很难被超越。当时利润率位于历史最高点，还出现了会计赤裸裸地造假的情况。实际上呢？几年后标普500指数的利润就超过了1999年的水平；2011年金融危机刚过，净利润率又创了新高。随着世界慢慢进入一种胜者为王，赢家通吃的年代，我们确实会发现一部分公司具有强大的定价权：能够卖多少钱就卖多钱，想收什么费就收什么费。

从投资者的角度来看，有霸王条款的公司就是好公司，因为这说明他有定价权。有的公司服务姿态很低，很辛苦却赚不到钱，原因是竞争太激烈了。我们要找行业竞争不激烈、赚钱很容易的公司。这种行业和公司确实存在，但是不多，大概有5~10个行业有这样的公司。长期来看，这样的公司赚钱的概率大得多。

和巴菲特所说的找那种“傻子都能管”的公司类似，我一般都是看这个公司如果我去当CEO是不是可以管好，如果我也能管好，那就是“傻子都能管”的公司，如果傻子能管好我就买，这些因素决定了谁管都可以。许多大公司每年利润几百亿、几千亿，但不见得是靠管理层的本事，谁都能做管理层的公司就是好公司。

很多人担心顶峰利润，我认为现在不一定是顶峰利润。2011年，特别是在下半年，已经有很多行业销售出现了负增长。2011年主要是银行、“两桶油”和央企做得比较好，很多民营企业已经创造不了顶峰利润了。但是不用特别担心顶峰利润的原因就在于，有的行业的公司现在就有5倍、7倍、8倍的市盈率，即使现在是顶峰利润，到谷底时

利润下跌一半，7倍顶峰利润买入，到谷底利润时估值也只有14倍，这有什么好害怕的呢？利润跌一半的时候再买肯定比现在好，但是如果利润没有出现下跌怎么办呢？

这个世界是在不断变化的，你要是静止不动，就会被人家落在后面。有一定资产的人，必须不断思考一个问题：我的财富以什么样的形式存在才最容易保值增值。过去十年，最好的形式无疑就是房地产，但是今后十年会是这样子吗？我看不一定。过去是一面后视镜，没有那种只涨不跌的资产，特别是大类的资产类别，周期经常是十年、二十年。如果一样东西十年内涨得好，今后十年也可能不涨了。过去十年是涨还是跌跟今后会涨还是会跌，其实并不一定相关，关键是这个东西是不是物有所值。比如说你作为一个企业主，想收购一家企业，如果一年能够赚一千万，这个企业几千万卖给你，你会愿意吗？如果是上市公司，一年100亿的利润，700亿市值卖给你，这个公司占行业50%市场份额，基本上没有人能够与其竞争，为什么不买呢？

中国只有一两个行业可以算是夕阳行业，大多数都是有增长的。在这样的情况下，7倍、8倍、10倍市盈率有什么好怕的？实际上，市场在5 000点、6 000点的时候大家都不害怕，现在2 000点怕的人反而很多。其实，当大家都意识到这只股票有风险的时候，这个风险就不大了。就像欧债危机，欧洲人都不急，我们急什么呢？很多危机都是在来不及提防的情况下突然爆发的，而大家担忧了很久的风险，反而不一定爆发。

很多风险爆发之后我们会觉得威胁很大，但那其实已经不是风险了，就像“9·11”之后没有人敢坐飞机，我们公司还专门出了一个内部风控条款，要求同一架飞机上不允许同时坐两个合伙人。我们公司一共有10个合伙人，如果一下死掉两个我们怕公司顶不住。结果呢？2001—2011年是美国的航空历史上最安全的十年，基本上没有飞机掉下来。对于同样的事物，风险一旦爆发，之后的风险反而就会小很多了。

很多人做股票先满仓，跌了、痛了的时候就清仓。其实，投资跟痛不痛没关系，关键是看是否有投资价值，比如说从6 000点买入，跌到4 000点、4 500点时你可能就已经痛了，那时你放下还可以躲避一点风险。但是，如果你在跌到2 100点的时候作出清仓决定，可能就晚了。痛不痛跟你决定多少仓位不应该有关系，但是很多人就是亡羊补牢，羊跑了再把门关起来，跌了就砍仓，股市这个“羊”跟传统羊不一样的，股市的“羊”进进出出，亡羊补牢有的时候不一定是好事情。我不太建议投资者总是高歌猛进，也不要总是追涨杀跌，因为股市的“羊”是进进出出的。

我一直觉得一定要一分为二地看待投资的风险：一种风险是本金永久性丧失的风险，一百万投进去，之后损失了十万、二十万，再也不回来；还有一种是价格波动的风险，可能短期会跌但也会涨回来，波动的风险是投资者必须承担的。本金丧失的风险属于高风险低回报，因为本金丧失的风险越大，最后亏钱的概率就越大；而波动的风

险属于高风险高回报。整个2007年，除了年中的调整外一路在涨，五六千点的时候，股市价格波动风险不大，但是本金丧失的风险很大，那个时候是60倍的市盈率，从60倍跌到30倍可能就永远不会回去了。

我们知道价格等于市盈率乘以利润，价格变化无非是两种，一种是市盈率的变化，一种是利润的变化。所以永久性亏钱只有两个原因，一个是市盈率的压缩。就像日本原来70倍市盈率跌到15倍的市盈率，这是永久性的压缩，美国、欧洲、香港市盈率的整体值都在8~22倍之间，中位数是15倍，你如果在市盈率高的时候买，这钱有可能亏掉，回不来的。另一个是利润在历史高点的时候，夕阳行业就有本金永久性丧失的风险。大多数公司的盈利是波动向上的，也就是我们所说企业大多数是长远看越来越赚钱的。

我认为现在市场价格波动的风险比较大，但是本金永久性丧失的风险不大。因为市盈率在10倍，我觉得是中国的低点。香港和美国是在8~22倍之间波动，我觉得中国应该是在10~25倍之间波动，中位是17倍，中位数我们应该能够比其他国家市场稍微好一点，因为我们的增长确实比其他国家快了好几倍，我认为我们在17倍以下问题不大。在10倍买是不是最低点呢，不一定，也可能跌到8倍。如果不能承担风险的话，1　000点时你也不能买，就这么简单。

第三个层次的悲观是一种长期悲观，是对中国经济增长模式的悲观。这种悲观已经上升到了哲学层面，认为中国以投资和出口拉动经济增长是不可持续的，在这个刘易斯拐点出现以后，我们的竞争优势

就丢失了，现在人工在涨，土地价格在涨，环保成本在涨，人民币汇率也在涨，中国经济从此就下一个大台阶。

这个担心有一定道理，但现在不是担心的时候，一方面是因为现在股价已经把这些担心体现得比较充分了；另一方面，与日本相比，日本的刘易斯拐点是1960年出现的，韩国是20世纪70年代出现的，他们拐点出现以后都还增长了30年，我们碰到的问题日本、韩国在发展的过程当中都或多或少地碰到过。当时日本人均GDP达到四五万美元，韩国达到三万美元，我觉得中国增长到八千、一万美元之前问题不大。因为城镇化、中西部大开发，包括制造业的产业升级，一部分的消费升级体现出内需增长空间还是非常大的。

这种长期的担心每次到周期底部都会出现，就像香港长期以来估值在8~22倍之间波动。有人说香港人为什么这么傻，为什么不在8倍的时候买进来，22倍时候抛出去？其实香港有很多优秀的专业投资人，只是因为每次跌到8倍、9倍的时候就会有长期悲观观点出来，说金融海啸，说“这次不同了”；到22倍的时候，又有长期乐观观点出来，说这个是“黄金十年”，是“港股直通车”，大陆所有有钱人都来买港股啊。

做投资真正想赚到比别人更多的收益，就要保持一个判断的独立性。别人悲观的时候也不一定就乐观，但是要想想别人的悲观有没有理由，别人的悲观是不是已经反映在股价中，现在的悲观情绪大部分已经反映在股价中了。短期看，价格波动的风险永远也没有办法避

免，我们也不能够肯定说10倍的市盈率不会跌到8倍。对于个人的资金，我认为现在买房子不是什么好时机，买艺术品或者是其他的东西不如买股票。但是也不要把全部资金都放在股票上，有一定比例就可以了。投资期限越长，能够承担风险能够放的比例就越大。

其实股市在大家越没有信心、越悲观的时候，越有可能是柳暗花明，峰回路转的时候。

投资微论

市场情绪周期 恐惧是怎样炼成的：1.担忧；2.抵赖；3.害怕；4.绝望；5.恐慌；6.放弃；7.麻木；8.沮丧。

击鼓传花 为什么人们愿买长期收益并不高的垃圾股？这是几种人性的弱点交叉作用的结果。过度自信：自信能在风向改变、垃圾落地之前挣到快钱，自信不会是最后一棒；标题效应：榜样的力量是无穷的，曾听说过某垃圾股如何在短时间内翻几番；过度外推：已经三个涨停了，再来一个板好像也顺理成章。

---

[1] 2011年11月同比数据，12月的数据当时还未发布。

硬币的两面

基金难卖时，乐观者说这是市场见底的信号，因为基金发行常是反向指标，6 000点时一天发数百亿，1 600点时无人问津。悲观者说这是市场疲弱的信号，因为市场缺乏新增资金入市，而股票供给不断增加，明显供大于求。同一件事，看多者和看空者往往作截然不同的解释——你看到的是你想看到的。

看空地产股的人有两种，一种认为房价会上涨，因此政策不会放松，所以地产股不能买。另一种认为房价会下跌，房地产股的资产净值和盈利会下降，所以地产股不能买。持同一种观点的人，其依据和逻辑往往是截然不同的——你证明的是你想证明的。

牛市里，上市公司再融资是利好，因为许多人认为企业会有释放业绩的动力。熊市里，再融资是利空，因为大家都担心股票供给的增加和增发对利润的摊薄。牛市里所有消息都是好消息；熊市里所有消息都是坏消息。同一消息，在不同的市场环境下常有不同的解读——你听到的是你想听到的。

两个卖鞋的人到了光脚岛。悲观者说，这里人不穿鞋，卖鞋根本没市场。乐观者说，这里人没鞋穿，卖鞋市场巨大。短期看来，悲观者是对的，因为短期内要改变岛民的穿鞋习惯是很难的。长期看来，

乐观者是对的，因为岛民迟早会认识到穿鞋比光脚舒服。同一事情两种解读，往往是考虑的时间跨度不同。

遛狗理论

有人说过，股市中价值和价格的关系就像遛狗时人和狗的关系。价格有时高于价值，有时低于价值，但迟早会回归价值；就像遛狗时狗有时跑在人前，有时跑在人后，但一般不会离人太远。遛狗时人通常缓步向前，而狗忽左忽右、东走西蹿，正如股价的波动常常远大于基本面的波动。

趋势投资者喜欢追着狗（价格）跑；价值投资者喜欢跟着人（价值）走，耐心等狗跑累了回到主人身边。有时候，狗跑离主人的距离之远、时间之长会超出你能忍受的范围，让你怀疑绳索是否断了。其实，绳索只是有时比你想象的长，但从来不会断。

上证指数又回到了10年前的水平，引发众多感慨。其实，虽然狗又跑回了原位，但是人在这10年里却在不断前进。10年前，狗远远地跑在了人的前面（50倍市盈率），如今，狗远远地落在了人的后面（11倍市盈率）——这条狗有个很洋的名字，叫Mr. Market（市场先生）。

个例与规律

所有的社会学规律都有反例，股市中更是如此。股市中的任何规律、方法只能提高你的成功率，没有百战百胜的灵丹妙药。我说吸烟有害身体健康，你说你三舅爷是个大烟枪但活了99岁。我说低估值价值股平均跑赢高估值成长股，你说你买的那个100倍市盈率的成长股已经涨了5倍了。我说的是规律，你说的是个例。咱俩都对，只是我对得更有代表性一些。

老虎基金的罗伯逊说过，他曾经只喜欢买低估值的价值股，直到招了几个天才研究员之后才开始喜欢成长股，因为这些天才研究员能够有预见性地把成长行业里的最终赢家在萌芽期发掘出来。的确，最大的牛股有不少是成长股，但个例不代表规律。能消化高估值的高成长其实并不多见，有眼光事前预知高成长的天才研究员更是凤毛麟角。

百事可乐在困境时曾想低价卖给可口可乐遭到了拒绝，腾讯曾想开价100万把QQ卖给新浪也遭到了拒绝，微软和戴尔在10年前都曾高调宣布苹果是个垂死的企业。连业内巨头都不能预知与其休戚相关的竞争对手的未来高成长，我等凡夫俗子又如何能够预测那些只调研过几次的所谓成长企业的未来？这里所举的百事可乐、腾讯、苹果的确是个例，但是这些个例是有代表性的，因为这些个例说明的“没有人能够预知未来”是个不争的规律。

我们称颂华佗、扁鹊无人能学的医术（个例），西医强调的是双盲法的临床实验（规律）。我们期盼断案如神的包青天（个例），西

方依靠的是强调证据和程序的法制（规律）。我们喜欢把人拔高为神（个例），希腊的神却像人一样也会嫉妒、偷情和吵架（规律）。西方文化重规律，中国文化重个例。中国的股市之所以赌性特强，原因之一就是尽管投机炒作平均而言是个多数人亏钱的游戏（规律），但是少数一夜暴富的故事（个例）还是吸引着许多心存侥幸的投机客前赴后继地屡败屡战。

榜样的力量是无穷的，但模仿他们的行为不保证有他们的结果，就像你穿和乔丹一样大的鞋子并不能提高你的篮球水平。规律是可重复的，而个例是难以复制的，这就是二者的最大区别。比尔·盖茨、乔布斯、扎克伯格等许多富豪是中途辍学者，但中途辍学者的平均收入远不及大学毕业生。同理，有些超级大牛股是高估值股票，但高估值股票的平均回报率在世界各国都远不如低估值股票。前者是个例，后者是规律。个例令人景仰，但往往难以复制，顺着规律选股才能提高成功率。

伯乐在教人相马时，对他喜欢的人他就教如何相普通的好马，对他厌恶的人他就教如何相千里马。为什么呢？普通马常有，如何相马有规律，容易学。千里马不常有，是不拘一格的个例，难学，且常常无用武之地。传说中的“十倍股”成长股就像千里马一样可遇而不可求，还是脚踏实地找些价值股普通好马靠谱些。

成长股中有大牛股是个例，价值股平均跑赢成长股是规律。不被精彩绝伦的牛股倾倒，不被纷繁复杂的个例迷惑，不抱侥幸心理，不

赌小概率事件，坚持按规律投资，这是投资纪律的一种体现，也是投资成功的必要条件。

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第二部分
投资方法

简洁不是把杂乱无章的东西变少或拿掉，而是要挖掘复杂性的深度。你必须深刻地把握精髓，从而判断出哪些不重要的是可以拿掉的。

乔纳森·伊夫

04

投资的三个基本问题

股票有两种，一种是冰棒，又小又甜，常出现在游客最多的地方，招人喜欢，受人追捧，但是自身价值却总在不断地溶化消亡；另一种是古董，表面上又旧又老，深埋土中，少人关注，要耗费功夫挖掘，但自身价值总在不断地增值。投资古董股要当心别买得太早，投机冰棒股要当心别卖得太迟。

听邱国鹭谈行业投资

#医改#

医药行业的特点是消费者（患者）、消费决定者（医院/医生）和消费支付者（政府/医保）三者的分离。以药养医模式促成了药价虚高和“大处方”，医改推进统一招标和按病种支付就是把部分决定权从消费决定者手中转移到消费支付者手中，从而实现对药价和药量的控制。医改是由消费支付者推行的，在投入有限的条件下，扩大覆盖面的前提是降价和控量，因此各国的医改对普药都是利空。

#医药股#

医药是个能出长期大牛股的行业，但是切忌以板块配置的思路去投资，因为医药股之间的差异性实在太大，有时有些个股洪水滔天，而其他个股依旧歌舞升平，是个自下而上精选个股的行业。A股市场中，医药股中鱼龙混杂，机会和陷阱并存，但是在2014年年初的估值条件下，陷阱多过机会。

如果把我过去十几年的投资分析方法做一个简单的概括，最根本的就是要回答三个问题：为什么认为一家公司便宜，为什么认为一家公司好，以及为什么要现在买。这三个问题中，第一个是估值的问题，第二个是公司品质的问题，第三个是买卖时机的问题。

问题1：估值

估值可以说是最容易把握的。一个股票便宜不便宜一目了然，看看市盈率，市净率，市销率，企业估值倍数等一系列的指标，这一部分是最接近科学的，而且是最容易学的。

一个东西只要足够便宜，赚钱的概率就会高得多。我一直喜欢引用沃尔玛的山姆·沃尔顿说的一句话：“只有买的便宜才能卖的便宜”。他用这个理念来经营零售业，获得了巨大的成功。我认为买的便宜在投资领域要比零售领域更重要。

现在很多人会说估值不重要，因为根据2013年的行情，5倍市盈率的涨不过50倍市盈率的，谈估值就输在起跑线上了。这种情况很正常，每几年就会发生一次。但即使是最正确的投资方法，也不可能每年都有效。所谓正确的方法，是在10年中可以有6~7年帮助你跑赢市场；而错误的方法就是在10年中只能有3~4年能跑赢市场。如果你想每年都跑赢市场，就必须不停地在不同的方法之间切换，但是，要事前知道什么时候适用哪一种方法其实是非常难的。还不如找到一种正确的方法，长期地坚持下来，这样一来，即使短期会有业绩落后的阶

段，但是长期成功的概率较大。世界上每个成功的投资家都是长期坚持一种方法的，那些不断变换投资方法的人最终大多一事无成。

世界上不存在每年都有效的投资方法。一个投资方法能长期有效，正是因为它不是每一年都有效。如果一种投资方法每年都有效，这个投资方法早就被别人套利套光了。

正如乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）所说，第一，价值投资是有效的；第二，价值投资不是每年都有效；第二点是第一点的保证。正因为价值投资不是每年都有效，所以它是长期有效的。如果它每年都有效，未来就不可能继续有效。听起来像是个悖论，但事实就是这么简单。在资本市场，如果有一种稳赚的方法，就一定会被套利掉的。正因为有波动性，才保证不会被套利。

在建立研究方法之前，必须区分清楚“赌赢了”和“赌对了”是两回事。很多人以短期结果来倒推过程的正确。在股市中，短期来说，正确的过程可能给你带来糟糕的结果，错误的过程可能给你带来不错的结果。如果要让过程正确和结果正确达成一致，就必须经历一段很长的时间。一种正确的过程和方法，能够以较大概率保证你在5~10年中取得一个不错的结果，但在6个月甚至一两年的时间范围内，有时候你用一种正确的方法做，可能不一定有好的结果。

◎ 投资分析的基本工具

在投资分析中，简单的往往是实用的。我的投资理念很简单：在好行业中挑选好公司，然后等待好价格时买入。与之相对应的投资分析工具也同样简单。

1.波特五力分析。不要孤立地看待一只股票，而要把一个公司放到行业的上下游产业链和行业竞争格局的大背景中分析，重点搞清三个问题：公司对上下游的议价权、与竞争对手的比较优势、行业对潜在进入者的门槛。

2.杜邦分析。弄清公司过去 5 年究竟是靠什么模式赚钱的（高利润、高周转还是高杠杆），然后看公司战略规划、团队背景和管理执行力等是否与其商业模式一致。例如，高利润模式的看其广告投入、研发投入、产品定位、差异化营销是否合理有效，高周转模式的看其运营管理能力、渠道管控能力、成本控制能力等是否具备，高杠杆模式的看其风险控制能力、融资成本高低等。

3.估值分析。通过同业横比和历史纵比，加上市值与未来成长空间比，在显著低估时买入。

这“三板斧”分别解决的是好行业、好公司和好价格的问题，挑出来的“三好学生”就是值得长期持有的好股票了。

◎ “下一个伟大公司”不是想找就能找到的

很多人会讲，买便宜货这种方法是捡烟屁股，是“烟蒂投资”。巴菲特也说过，宁可用合理的价格买一个伟大的公司，也不要以很低

的价格买一个一般的公司。这句话我是完全认同的，但是在实践中我做不来。为什么呢？你认为中国有多少家公司可以被称为“伟大的公司”？市场整天在炒的这些50倍市盈率的公司，都说会是“下一个伟大公司”，又有几个真的能兑现的？我认为彼得·林奇说得对，他说当有人告诉你“A公司是下一个B公司”的时候，第一要把A卖掉，第二要把B也卖掉。因为第一，A永远不会成为B；第二，B已经被当作成功的代名词，说明它的优点可能已经体现在现在的股价中了。

如果你确实拥有巴菲特的眼光，在某家公司被人们广泛认为伟大之前发现它的伟大，那么你的超额收益肯定是很明显的。但是伟大的公司不是这么容易被发现的，很多大家曾经认为伟大的公司，后来发现并不伟大，或者已经“伟大”过了。

2000年纳斯达克泡沫达到高峰之后，很多被认为是“划时代的”、“颠覆性的”、“最伟大的”公司都破产或者衰败了。那几百个后来破产的互联网企业就更不必提了，即使如微软和英特尔那样当时确实是伟大的公司，占有70%~80%左右的市场份额，有十多年利润稳定地增长，但是在2000年之后，这两个公司的股价表现就长期不尽如人意了。2000年大家都知道微软和英特尔是伟大的公司，但那之后它们已经没有超额收益了。

近年来，我问过许多基金经理一个问题：你认为哪个公司是最伟大的公司？大家公认伟大的那个公司，其实很可能已经不那么伟大了，你一定要在大家之前认识到这家公司的伟大，这其实是很难的。

便宜不便宜我可以判断得出来，但对于伟大不伟大，我觉得真正能够判断的人不多。因为中国大多数公司的商业模式都挺一般，我们在国际分工中分到了一个相对吃力不讨好的环节，那些创新的、有定价权的、有品牌的公司，在A股中相对较少。

有的东西是需要时间积累的，不是你想转型就能转型的。像美国在100多年以前就已经是世界经济第一大强国了，但在品牌，特别是奢侈品品牌上，美国也就只有蒂芙尼、凯迪拉克等有限几个。超高端品牌有很多是欧洲人创建的，因为很多东西都是讲传承、讲路径依赖、不是你想做就能做得到的。

我认为中国2 500家上市公司中，伟大的公司肯定只占了个位数。A股2 500家公司中有2 000家是垃圾公司，剩下的500家中可能有400家是普通公司，100家可以算是优秀公司，而在这100家中大概有10家是伟大公司。在这种情况下，你觉得自己有能力把这10个左右的伟大公司找出来么？如果可以找出来，你就可以不重视估值。在绝大多数公司只是普通公司的前提下，你必须强调估值。

投资微论

一将vs万骨 很多人不惜以高市盈率买“高小新”（高成长小市值新兴行业），梦想押中下一个腾讯、百度。这其实是过度自信的一种表现，低估了预测未来的难度。在新兴行业里，百舸争流，大浪淘沙，最后鹿死谁手，事前是很难预料的。一将功成万骨枯，多数人只看到功成的一将，却忽视枯了的万骨。

◎ 1999年美国股市泡沫破裂的经历

我于1999年加入美国一家很铁杆的价值投资公司，当时公司业绩很差，并且已经持续差了好几年（当时科技股的泡沫已经持续了好几年了），我们工作起来非常难受：客户跑了1/3，合伙人们甚至有把公司卖给别人的想法。尽管如此我们还是坚持下来了，没有改变自己价值投资的风格，泡沫破灭之后的5年，我们公司的业绩极其优异，除了把之前落后的部分全部追了回来之外，还创造了很好的超额收益。公司成立25年来的累计业绩在同业中处于上游，依靠的就是坚定地寻找“便宜货”的方法。那6年的经历对于正在形成投资理念的我触动很深。

当时，我们有很多竞争对手在1999年的时候没有扛住，放弃了价值投资，开始去追高科技股成长股。2000年泡沫破灭的时候两边挨了巴掌，客户彻底放弃了他们，因为机构客户最不能忍受的就是基金经理的风格飘移。相比之下，我们当时承受了较大的客户赎回额，资产从30亿美元跌到20亿美元，但是当5年之后我成为合伙人时，资产已经回到了60亿美元，而那些没能坚持住的竞争对手们都还在苦苦挣扎。

有时候你需要的就是最后一口气，2013年做价值投资有很多人感到很难受，这很正常。我认为A股2013年的行情和2010年有些像，但是风格差异的幅度要比2010年大。2010年，我们还可以在低估值的、竞争格局好的传统行业中找到一些有核心竞争力的牛股，但2013年的行

情就很集中，就是TMT（科技、媒体、通信）、医药、环保、军工，这几个板块内要是没有，其他板块也很难赚到钱。

但是，2013年的分化程度还是不如1999年纳斯达克泡沫时的状况。巴菲特当时就做得很差，不过他用的是自己保险公司的钱，所以熬过来一点问题都没有。

最难受的是老虎基金（Tiger Fund），罗伯逊清盘的时间是2000年2月，纳斯达克于2000年3月10日见顶——他在最痛苦的时候清盘了。在当时给投资者的那封信中，他认为市场无比疯狂，相信自己最后一定是对的，但是他感觉短期内根本不会有纠偏的可能。

索罗斯的处境位于两人之间。索罗斯自己很坚定地没有去做这些东西，但他的首席投资官斯坦利·德拉肯米勒（Stanley Druckenmiller）买了一堆网络股。很多时候索罗斯能够在拐点处做逆向交易，2000年4月份纳斯达克泡沫一破灭，他就马上把网络股全部砍出去，然后炒掉了德拉肯米勒——索罗斯的纠错功能是无比强大的。

索罗斯不是个简单的趋势投资者，他最厉害的是拐点投资，他可以在事前把拐点看得非常清晰。2009年年底我曾去他们公司访问，给我留下深刻印象的是他们的交易员当时很强调的一个概念：最拥挤的交易。

2009年年底，美国经济已经开始复苏，当时市场的共识是，量化宽松违反了所有的经济学常识。因为美国现在之所以陷入这种困境，

是因为之前印了太多的钱，货币太宽松。但美国的解决办法居然是印更多的货币，然后把利率降到更低，这不是火上浇油么？所以当时大家对美元非常空。但量子基金当时观察的结果是，三大最拥挤的交易一是看空美元看多人民币，二是看空美元看多台币，三是看空美元看多韩币。当时是2009年的第四季度，美元指数大概71，索罗斯于是做了反向交易，之后半年赚了一大笔钱。

每个人都有自己的投资风格。在1999年市场严重分化的时候，三位投资大师，老虎基金的朱利安·罗伯逊、量子基金的索罗斯和巴菲特（应该说是当时看来之前30年美国做得最好的三个基金经理），都有不同的困境和应对方式。

讲这些案例是为了说明，2013年时很多人又有了几年前的想法，认为价值投资在A股是没有用的。但我想讲一句，便宜是硬道理。对大多数像我这样的凡夫俗子，投资还是要考虑估值。如果你认为有像巴菲特、索罗斯这种能力和水平，就可以不用考虑估值。索罗斯从来不考虑估值，巴菲特对估值考虑得不算太多。巴菲特在1970年以前自己做对冲基金的时候，基本上采用的是格雷厄姆的办法，对估值考虑得多。但之后受了菲利普斯和芒格的影响，越来越重视公司的品质。

◎ 不要为普通公司付太贵的价钱

投资肯定是讲性价比，但我认为A股很难找到高品质的伟大公司，所以一定不要为普通公司付太贵的价钱。随着时间的推移，A股所谓的成长股10个有9个会被证明是伪成长。上市公司主动来和你沟通时，都

是有目的的，有些甚至是没安好心的，所以不要被上市公司讲的“美好未来”忽悠了，一定要看现在看得见摸得着的利润、现金流和资产。

在估值、品质、时机这三点中，其实我对时机把握得很差，我选时经常不对，但是我能够坚持不付过高的估值，不买过贵的股票。哪怕是一个普通的公司，只要足够便宜，长远看问题都是不大的。

我的第一份工作就是给公司的创始人兼首席投资官做助手，他是一个很铁杆的价值投资者，对投资分析得很细。现在很多人讲中国的很多传统行业不能买。但是只要你仔细分析，哪怕是垃圾也是有价值的，你只要以1/2的价格买，也可以翻一倍。

举一个最典型的例子，美国钢铁（US Steel，股票代码是X）是美国最老的钢铁公司，最夕阳的行业。美国的钢铁产量在1973年就见顶了，已经夕阳了几十年。2002年它的2倍市盈率在许多人看来已是坐着等死的公司了。但是从2003年到2008年中期，这只股票翻了20倍，而且上涨期间持续了6年之久。当然，2008年下半年它又被打回了原形。

股票的回报并不取决于它未来增长是快还是慢，而是取决于未来增长比当前股价反映的增长预期更快还是更慢。这里有股价是否已经反映了所有的好消息或者坏消息的问题。

条条大路通罗马，不存在谁好谁坏，我只是更重视统计数据。你可以看看全世界的统计数据，10个国家中有9个国家是价值股跑赢成长

股的，而且跑赢是在什么时候呢？就是在季报公布后的那两三天。比如价值股一年能够跑赢成长股7个百分点，在美国这7个百分点基本就在8个交易日内实现70%——就在每次季报公布之后的两天。这说明在季报公布出来的业绩中，成长股很容易低于预期，而价值股很容易超出预期，因为未来不会有乐观者想象的那么好，也不会有悲观者想象的那么差。成长股的成长比价值股快，但没有大家预期的那么快。

但是，2013年的A股好像不存在股价是否反映了所有消息的问题。你会发现只要概念好，再贵也有人买，概念不好的时候，再便宜都没有人买。银行股6倍市盈率的时候大家觉得很便宜，但估值可以下降到4倍市盈率。当然这期间价格没有跌这么多，很多是利润增长带来的估值不断下降。A股这一点反而给了价值投资人一个非常好的机会。

在美国做价值投资，有时不得不买一些品质一般的公司，因为价值投资总是要买低估值的东西，而美国是一个定价相对合理的国家，所以你买的那些低估值的东西，在某些人看来真的就是一堆垃圾，例如钢铁、制造业。美国的制造业是很夕阳的，因为它已经被整个掏空，搬到中国来了。但是事实证明，在美国，低估值的“垃圾”公司的长期回报率显著地高于那些外表光鲜亮丽的高估值的“成长股”。这个现象在韩国也是一样。

过去10年应该算是中国成长最快的10年，今后10年的成长肯定没有过去10年快。但看看过去10年，有多少股票可以实现每年30%的复合利润增长？你可以自己算一下，真的不多。根据美国的统计，真正可

以算作成长股的，大概20只中有1只。很多人说美国小股票也跑赢大股票，但其实是低估值的小股票跑赢了大股票，高估值的小股票是最差的资产类别，因为它们的业绩总是不断地低于预期，10家小股票中可能只有1家能够成功。在世界各国，小股票的估值一般低于或接近大股票的估值，只有在A股中，小股票的估值是大股票的好几倍。2013年创业板的估值是主板的6倍，这不是一个正常现象，时间会证明这是不可持续的。

我很喜欢读成功投资人的传记，也很喜欢和中国杰出的投资者交流学习，思考这些人为什么成功。巴菲特来中国做投资大获成功：中石油赚了8倍，比亚迪现在的价格比当初的成本高出好几倍。安东尼·波顿（Anthony Bolton）在欧洲做了30年，平均年度回报率是20.3%，这个长期业绩和巴菲特差不多。

安东尼·波顿是我最尊敬的投资人之一，但为什么他到中国来投资的业绩不理想？关键在于安东尼·波顿喜欢做小股票，巴菲特喜欢做行业龙头，而中国小股票骗子的比例远高于欧洲，波顿最后才发现管理层和他的沟通不诚信。因为安东尼·波顿采用和彼得·林奇一样的“翻石头”的方法——不断地调研。安东尼·波顿一年大约调研700家公司，写下了几十大本的调研笔记。在这种“翻石头”的方法中，你翻100块石头，可能就会有1块底下有宝贝。安东尼·波顿到了中国就拼命地翻石头，但他翻的是小石头，而中国的小石头后面很多都是骗子，于是业绩就不理想了。

投资微论

关于估值的几句话 便宜是硬道理。买便宜货不一定赚钱，但赚钱的概率较大。买便宜货往往先被套，最终赚钱。即使如医药、科技、媒体、通信之类的成长行业，估值也是重要考量因素。有些行业，如何界定“便宜”并非易事，低市盈率、低市净率不一定是便宜。

问题2：品质

品质肯定是更重要的，那我为什么反复强调“便宜是硬道理”？这是因为估值方法容易，每个人都可以学。便宜不便宜大多数人都能够判断，因此关键的区别在于搞清楚公司的品质。关于时机，我不能够判断，但是绝大多数人也不能够判断。所以说，三个要素中，投资者真正需要下大力气搞清楚的就是品质。

我们很多的卖方报告过多地关注动态的信息，而对公司静态的信息分析得不够。静态的信息是什么呢？最简单的就是先回答一个问题：这家公司做的是不是一门好生意？好生意就是容易赚钱的生意。比如茅台，这个公司的商业模式很简单，哪怕现在被政府这样子打压一样能赚钱，只是增速下来了。你说他的管理层一定比钢铁公司的管理层高明很多吗？那也很难说。

所以说，马和骑师，选马比选骑师重要。特别是对大公司而言，这是一匹怎样的马比这是一个怎样的骑师更重要。特别是在中国这种环境中，你很难判断骑师的好坏。可能资深的研究员、基金经理能够

和高管沟通得多一些，但大多数人可能和高管都见不了几次面。而且就算见到了高管，你有精力了解他们的中层管理人员吗？

当然，对中小企业来说，管理层的重要性不容忽视。中国有很多小企业，看起来像是伟大的企业，但是发展到一定程度就发展不下去了，因为它受限于董事长、大股东个人的素质和境界。很多中国的上市企业在成长到100亿、150亿以后上不去，是因为管理层没有足够的眼光和胸襟。公司在不同的阶段，它的品质的看点是不一样的。小公司当然是骑师更重要，大公司就是机制和文化更重要。所以，是选骑师、选马还是选赛道，要看公司处于哪个发展阶段。

◎ 品质的判断1：是不是一个好行业

对于品质的判断，我的办法比较简单。我更重视行业分析，而不是个股分析。我认为选一个好行业是成功投资的基本条件。你会发现有一些很好的管理层，很好的公司存在于烂行业中，最终也没戏。我几年前调研过几个钢铁公司，里面有的管理层很好、产品线很好、技术也很先进，但可惜在中国钢铁这么一个烂行业里，再好的管理层也无用武之地，这是行业格局使然，所谓格局决定结局。中国的钢铁行业要比美国分散得多，美国钢铁行业最后只剩下三四家在玩了，中国钢铁行业还有几十家，竞争过于激烈。我很重视行业的竞争格局，行业里一旦玩的人多了，日子就难过。玩的人不多，日子就不会差到哪里去。

当然这个不包括一些“中字头”的央企，它们的垄断是国家给的。国家授予的垄断意味着它的定价权受到政策限制。我们并不喜欢垄断本身，我们喜欢的是垄断带来的定价权，所以定价权受限制的垄断没有意义。

公司的品质好坏，关键是看能不能具有定价权。并不是说消费品就好，投资品就不好，关键还是在于有没有定价权。消费品更能有定价权是因为消费品是差异化产品，而且下游是分散的客户，公司的议价权更大；投资品的定价权更有限是因为它们经常是无差异的同质化产品，下游客户更集中，因此公司的议价权更有限。

我特别重视行业格局的变化，因为行业竞争者的增加往往会把行业带入死胡同。美国的次贷危机是怎么搞出来的？其实它的根源是在1999年，《格拉斯-斯蒂格尔法案》（*Glass-Steagall Act*）被废除。当时为了使花旗顺利买下旅行家和所罗门兄弟公司，花旗的CEO桑迪·威尔（*San- ford Weill*）去游说国会废除大萧条时期制定的《格拉斯-斯蒂格尔法案》。废除之后，美国的商业银行就大举进入了投资银行业。商业银行在进入投资银行业后具有资本优势和客户优势，投资银行业的行业格局于是发生了变化：原来只有5家大投行在玩，现在是10家在玩。原有的5家为了维持自己的利润增长，就只好搞创新，最后搞出了次贷危机。

公司品质很大程度上在于行业格局是否良性、行业竞争是否激烈。所以每次我调研公司，都会问高管几个问题：你对你的竞争对手

怎么看？最近竞争对手有没有什么做法让你特别难受？你最近有没有什么做法让你的竞争对手感到难受？比如去调研装修行业，会发现过去两三年他们彼此不讲坏话，说明这个行业的竞争格局还不够激烈。但是看有的行业，两家龙头公司在微博、报纸上对骂，说明了行业格局的恶化。行业竞争太激烈，谁都赚不到钱。

◎ 对政府扶持的新兴行业为什么要谨慎

我为什么不太喜欢政府支持的新兴行业？因为政府的支持其实是增加了供应，增加了行业的竞争对手。比如风电和光伏，2010年一扶持，立马全国遍地开花，才两三年时间，马上供应过多、产能过剩。LED是一项很好的技术，它的需求确实上来了，技术也是可以的，也节能环保，但是最后大家都没有赚到钱。为什么呢？行业格局太分散了。前几年很多地方都是上一台MOCVD地方政府就补贴1 500万，这种补贴让企业在技术不成熟的时候就把产能摊子铺起来了，结果一定是产能过剩和恶性竞争。而且这种补贴还有一个不好的地方，就是都有地方保护主义。比如很多地方招标电动的公交车，就要求公司在当地采购，有的甚至连电池材料都要求当地采购。政府的扶持加上地方保护主义，反而阻碍了全国统一市场的形成。

我其实特别怕这种政府鼓励的行业，因为政府的基因和创新的基因往往格格不入。硅谷的苹果、Facebook、谷歌……没有哪家是政府扶持出来的。中国如果在10年前就把互联网定位成国家大力扶持的战

略产业，今天的互联网可能就是国有企业的天下，中国也就出不了百度、阿里、腾讯这些伟大的公司了。

一个行业一旦受到政府扶持，冲破各种桎梏的希望就不大，所以我一直对政府扶持的行业保持谨慎。政府对扶持的对象往往选择有误，中央政府没有精力和能力去管得这么细，各地方政府则倾向于各自扶持当地的企业，最后造成产能过剩、价格竞争。最后，资金都耗费光了，就没有钱搞研发了。没有钱搞研发，就竞争不过国外，而创新行业是以研发和创新为基础的，打价格战没有赢家。

电动车最后成功的是特斯拉（Tesla），而且它的技术路线和2010年热炒的那些技术路线都是不一样的，它的技术路线是几千块小电池并联在一起。当时市场炒作新能源，每个人都说自己是比亚迪的供应商，后来调研结果显示，只有卖包子的老阿婆没有撒谎——她真的为比亚迪食堂提供早餐的肉包子，比亚迪根本就没有向当时大家热炒的那些A股厂商采购过。

如何判断公司的品质？首先是看行业的格局，不要有太多人做，做的人多了，竞争自然就激烈了。银行之所以好赚钱，就是因为虽然中国有大大小小两三千家银行，但全国性的银行没有多少家，主要的市场份额都在上市的这十几家银行手里。

投资微论

政府扶持 政府今天扶持这个明天打压那个，但有些行业越打压越赚钱，有些行业越扶持越亏钱。不是因为政府的力度不

够，而是因为有些经济规律是不以人的意志为转移的。扶持其实是鼓励更多的人进入行业而加剧了竞争，打压却限制了新增供给，反而改善了竞争格局并且让行业龙头做大。

◎ 品质的判断2：差异化竞争

对品质的判断，第二个要注意的是差异化竞争和同质化竞争的区别。为什么钢铁业赚不到钱？因为提供的是同质化产品。为什么航空业在国外长期赚不到钱（在国内可以赚钱，因为大的只有3家，而美国有多家）？因为提供的基本上是无差别产品（当然细究之下还是有一些差别的，例如航空公司的历史安全纪录、机型等）。为什么白酒好赚钱？因为它是一个差异化的产品。可口可乐好赚钱，也因为它是一个差异化产品。差异化的第一个标志是品牌。

品牌也要进行区分，有的品牌只有知名度，没有美誉度。中国有很多品牌，但真正有美誉度的品牌不多。一个品牌的产品如果是用来请客送礼的就特别好，因为有个面子问题。请客送礼的东西是越贵越买的，在家里自己用的东西就不是越贵越买的。最近服装股和家纺股跌得一样惨，但其实服装还是比家纺要好。当然家纺的格局比服装好，家纺就只有三家慢慢脱颖而出了，服装竞争更激烈。但是，服装是穿在外面的，有个品牌，有个小logo，消费者就会觉着物有所值。请客送礼或者在外面可以炫耀的产品更有定价权。所以说，差异化、定价权的一个来源是品牌，而且最好是请客送礼的品牌。

差异化的第二个标志是有回头客，即用户黏度高。少量多次的购买是最好的。我不太喜欢靠大订单的企业，今年有大订单，可能明年后年就没有了。

差异化的第三个标志是单价不要太高。单价高的商品，消费者对价格较敏感，相反，单价低是个优势，卖家容易有定价权，比如口香糖，因为单价低，消费者对价格差异不敏感，它的定价权就比汽车定价权要高。汽车的品牌还是有一点用的：同样质量的车，如果有品牌，会卖得贵一点。但它不是决定性的，因为汽车是大宗商品，大家买的时候会慎重，会考虑性价比。全世界市值最大的汽车公司是丰田，而不是宝马和奔驰。可以看到，虽然宝马卖得贵得多，但是曾有很长的一段时间，丰田的净利润率超过宝马，说明汽车业更多是靠规模效应和精细化管理，宝马的品牌溢价还不足以带来比丰田更高的利润率。

差异化的第四个标志是转换成本。比如软件，前阵子公司技术部门建议我换一个大屏幕下面带两个小屏幕的新电脑，我没同意，一方面是因为我不愿意有更多的屏幕来关注短期的股价波动，但更重要的一方面是时间上的转换成本。如果更换医疗使用的设备或耗材，医生就需要时间去适应新的产品，转换成本就会高一些。转换成本高的产品用户黏性高，定价权就高。

差异化的关键在于能不能提价，提价之后是不是不影响销售。我最近在研究一个小的快速消费品公司，十几倍市盈率，市值也不大，

全中国只有四家，市场占有率大概90%。品牌可以，还控制了一些上游资源。但2013年它试着提了13%的价，随后需求一下子跌了20%，于是它又赶紧把价格降回来。这说明它现在不具有定价权。

差异化的第五个标志是服务网络。工程机械在全世界每个国家都只有1~3家，都是赢家通吃，很重要的一点就在于服务网络。比如如果一辆泵车坏了，工地停工一天就要浪费几十万的成本。所以必须要在几小时之内修好，修不好的话就要赶快拉一台新的来换。这种情况下服务网络就很重要，规模效应就很明显，龙头企业在服务布点上的优势就让后来者很难赶超。

产品的销售半径小，也是一个优势。比如水泥就比钢铁好，大家都是无差异产品，但水泥可以在某个城市占80%的市场份额。曾经的世界首富，墨西哥的卡洛斯·斯利姆·埃卢（Carlos Slim Helu）就是做水泥出身的，当然他也做了很多其他的行业。

再比如房地产，房地产为什么好赚钱，部分原因就在于销售半径小。东莞的房子没办法搬来和深圳关内的房子竞争。华侨城片区的房子，街这边卖3万一平方米，街对面卖6万，6万一平方米的楼盘卖得比3万一平方米的还快，这就体现出开发商品牌的定价权。

再比如高档手表，高档手表按理说应该是利润率很高的，但这是一个全球性竞争的行业，中国的手表商要和全世界的手表商竞争。而

就算是一个只有3个亿的小地产开发商，楼盘只和本区开发的产品竞争就可以了，竞争的激烈程度小得多。

差异化的第六个标志是先发优势。好的行业里，领先企业通常有较为明显的先发优势。我比较喜欢买的是龙头，而且是有先发优势的龙头。只要在行业内领先，后面的公司一辈子也追不上，这就是先发优势。俗话说男怕入错行，我们个人在做事业选择时，很重要的一点就是要找到有先发优势的行业。我认为做一个证券分析师就很有先发优势。做10年之后，和新进来的人相比，你的市场影响力、在行业内的人脉、对行业的理解是完全不一样的，这是个好行业。像外国的券商研究所里有60多岁了还在做分析师的人，也做得很快乐。但是，做程序员就不一定是一个好行业，可能3年就需要学一种新的计算机语言，除非你转型做产品经理。中国的很多行业就是这样，总是有后浪不断去推前浪，最后把前浪拍死在沙滩上。这样的行业就很难受。

其实现在炒的这些创业板公司，大多没有这种先发优势。当然其中有一小部分是有核心竞争力的，也出了一些很好的成长股，但是很多公司拿订单的核心还是靠便宜。

再过5年，中国可能会有很大一部分制造业被外包到越南、印度等国家。中国这几年劳动力成本、土地成本、环保成本上升很快，再加上汇率升值，我们的成本优势已经完全丧失了。10年以前，我们的人工是墨西哥的1/10，现在我们是他们的75%，基本上是同一个量级的，已经没有什么优势了。10年以前跨国公司可以把美国的产能转移到大

陆来，10年以后一样可以转移到越南等国家去。不过短期内还转移不动，因为总成本价差还不够大。现在的价差只有10%或20%，而且拆旧厂建新厂还有固定成本的问题。但是到下一代技术，特别是对那些技术变化快的（比如iPhone3零配件的产能到了iPhone8），可能一点用处也没有了（iPhone8可能就要用新的技术了）。我比较讲究先发优势，在行业内技术变化太快的行业里，这种先发优势就很难看到。

尽管美国的科技股是美国过去30年涨得最好的行业，出了不少涨幅几百倍甚至上千倍的牛股（20世纪90年代雅虎涨了几百倍、思科涨了上千倍），但为什么长期业绩好的投资大师如巴菲特、芒格、索罗斯、彼得·林奇、约翰·内夫（John Neff）、杰里米·格兰桑（Jeremy Grantham），没有一个爱投科技股？一个重要的原因就是因为这个行业技术变化太快，先发优势不明显，护城河每3~5年就要重新挖一次，太难把握。

投资微论

财务分析 许多人对财务分析不屑一顾，但是对季报利润比预期多一分钱还是少一分钱耿耿于怀。其实随便一点会计手段（向渠道压货、改变折旧方式、存货价值重估、信用销售）都可以轻易地改变每股盈余几分钱。对行业格局的分析和对公司核心竞争力的理解是“道”，财务分析只是“术”，但是后者对前者起着验证和把关的作用。

◎ 品质就是搞明白这是不是一门好生意

总结一下，判断一个公司所在的行业好不好，首先是看行业竞争格局是不是清晰，领先者有没有品牌的美誉度，领先者产品的售价是不是显著高于其他竞争者，领先者有没有网络服务的优势，有没有规模效应，产品的销售半径是不是相对比较小（不用参与全球竞争），是不是有回头客，是不是低单价（下游对价格不敏感），是不是转换成本高，领先者是不是有先发优势，技术变化是不是没有那么快。对品质的评判有很多指标，核心是“这是不是一门好生意，有没有定价权，是不是一门容易赚钱的生意”。

比如我不太喜欢女装，我认为女装品牌忠诚度没有男装高。男人比较懒惰，30岁时习惯买一个品牌，到50岁还是买这个品牌。女人三天两头变，款式变，颜色变，花样也变，女人又比男人爱逛街爱比较。所以我总觉得男装比女装容易赚钱。

我作为一个基金经理比较愿意读到的报告，是把一个公司与他的直接竞争对手作比较的报告，这对我的帮助是最大的。现在看10篇报告，有9篇都是孤立地讲这个公司多么多么好，和竞争者的比较都是一笔带过，这样的报告对我其实帮助不大。绝对的好没有意义，一定要和别人比较。我一直强调胜而后求战，愿意买已经把竞争对手打趴下的公司，而不是战而后求胜，在百舸争流中猜赢家。

很多人炒新兴行业根本没有把这些行业搞清楚，其实这些行业还处在婴儿期。买一只股票，要讲究买在什么阶段。如果我们可以提前付一个人一笔钱买断他一辈子的收入，那么你愿意在什么阶段买？你

愿意在他读幼儿园的时候就付这笔钱么？就因为他是一个新兴行业、是一只成长股？那个时候根本没有办法判断！你可以等到大学，如果他读的是名牌大学，未来成功的概率会大一点。不过最好是等到他工作三年以后，可以看到他是不是在一个好行业中找到工作、晋升的速度是不是较快，那个时候是最好的。买入一个真正好的公司，好的行业，你永远都不会太迟。就像百度、腾讯这种股票，一直等到他们把对手打趴下了，在优势已经很明显的2005年再买，也还有几十倍的空间。

另外，我认为行业研究员能够给基金经理提供的附加值在于讲出这个行业的特点。2013年最火的行业是传媒，因为电影的票房很高，但是“电影的商业模式到底是怎样的？”这个问题却很少有人探讨。作为一个内容行业，电影的特点就是它的利润缺乏可预测性和可持续性。这个电影可以有十亿票房，下一个电影可能就只有三亿。观众的口味是在不断变化的，特别现在80后和90后是看电影的主力军，他们的口味是很难把握的。

我分析公司、分析行业，更看重的是行业的内在特质和公司的长期经济特征这一类静态的信息，这是些规律性的东西，只有对行业真正理解了才能够说得出来。然而市场短期总是更关心公司这个月订单怎么样，下个月有没有资产注入这类动态的消息。跟踪动态消息的办法是术，不是道，若要真正长期地取得超额收益，必须要把行业的特性、内在的规律搞清楚。

再回到电影的例子。很多人以迪士尼为例说明电影商业模式的优势。但是迪士尼在电影业中是独特的，它起家时靠的是动画片，米老鼠唐老鸭是不会要求涨工资的，而且，迪士尼的动画片每七年就可以原封不动再卖一次，这种未来收入的可预见性在内容行业中是少见的。稳定和可预见的未来收入，这也是当年巴菲特购买迪士尼的重要原因之一。

但很多人认为，电影的票房增长这么快，一定有牛股。中国电影业过去十年的票房增长速率确实是很惊人的——每年40%~50%的增长。但是如果要讲行业增长的故事，我有两个问题：第一，如果行业持续快速增长，电影的院线肯定是要赚钱的，那为什么港股上市的电影院线才0.5倍的市净率、7个亿的市值？第二，为什么在美国上市的博纳影业才15亿元人民币的市值？其实它2012年的收入跟A股的这些电影龙头是差不多的，为什么总市值相差二三十倍？

当然，跟创业板其他那些空手套白狼的公司比起来，A股的这些电影龙头还算是有些基本面支持的，至少他们在行业中确实是属于领先的。但是，对内容行业的公司，我不愿意在他们拍的电影很火爆的时候用50倍的市盈率去买，长期来看这具有戴维斯双杀风险。投资者应该在他们拍出烂片的时候用15倍的市盈率买入，这样就可以等待戴维斯双升。因为对内容行业来讲，好片之后可能接着是烂片，烂片之后可能接着是好片，这其间的随机因素太多，缺乏延续性。

内容行业的收入与利润的不可持续性，对手游行业来讲是一样的。几年前最火爆的游戏是《愤怒的小鸟》，虽然之后又推出了好多版本，但再也没能达到当初的那种火爆程度。所以《愤怒的小鸟》的创始人把自己的公司卖给了大型的传统游戏开发商，《植物大战僵尸》的创始人也同样选择了出售公司，他们都属于了解行业特性的明白人。然而，迪士尼的情况就不一样，米老鼠唐老鸭的动画形象在小孩和家长的心里扎下了根，成为了“特许经营权”，他们会不断地反复购买各种各样的迪士尼商品。而手机游戏的生命力却只有3~6个月，绝大多数手游根本就没有什么黏性，更谈不上特许经营权。2013年市场对电影和手游行业的爆炒，最终结果就像纳斯达克泡沫最终的破灭一样是很清晰的，只是我不知道它什么时候会发生。

我并不是说手游作为一个行业没有美好的未来，相反，我认为手游的未来是无比光明的。就像1999年时我也认为互联网作为一个行业有着极其光明的未来，但这并不代表互联网企业的股票在畸高的估值下值得买入。

我是在1995年申请美国大学的时候开始使用互联网的，是中国的第一批网民。当时要访问美国大学的网站，输入网址后可以先去洗个澡，洗完澡出来，这个大学的网站才加载完成，而且出现的页面是纯文字版的，连图片都没有，当时的网速就是这个水平。

1999年时我不买互联网股票并不是因为不看好互联网的未来，而是因为它们太贵，而且当时行业还处于百舸争流的阶段，不知道谁是

最终赢家。回头看，现在最大的互联网公司——谷歌、Facebook、腾讯1999年时还都没有上市呢，苹果当时也被大家当作夕阳行业。在1999年上市、存活至今并且做大的其实也只有亚马逊、eBay、Priceline等少数几家，其他的几百家公司全都销声匿迹。在A股市场1999年恶炒的网络股中，更是连一家成功的互联网公司都没有走出来。因为好的互联网公司常常在天使投资、风险投资和私募股权投资阶段就有外资介入了，最后往往会去美国或者香港上市。1999年A股“5·19”行情爆炒的那些公司，事后证明都只是讲故事而已。

尽管在过去14年中，互联网是发展最快的行业，但是14年前在A股基本上找不到好的投资标的。同样，对于今天的新兴行业来说，未来最好的公司很可能今天都还没有在A股成功上市，看好新兴行业也不一定找得到好的投资标的。

三五年后，手机游戏可能是一个巨大的市场，但这个市场可能不是A股上市的这些手机游戏公司做出来的，因为这个行业实在是门槛太低、竞争者太多了。最后钱都被平台赚走了，内容公司只是为他人作嫁衣裳。

再举个例子：在2003年，如果比较中国的空调和手机行业，谁在之后10年的增长更快？手机基本是从无到有，现在已经坐拥7亿用户，是过去10年增长最快的行业之一；而空调的增速在2005年之后就大幅下降了。我们可以对比看看过去10年格力电器和美的电器的股价，再比较一下夏新和波导的股价。10年前，波导是“手机中的战斗机”，

夏新的手机也供不应求。手机是过去10年中国成长最快的硬件行业，但为什么其长期股价走势还不如专注于空调的格力电器？是因为没有掌握核心竞争力，竞争者太多，还是因为技术变化太快？有人也许会说，这是山寨机，品牌机就不一样了。那就看看过去几年摩托罗拉、诺基亚和黑莓的命运。还有2000年的PALM，它当时是最酷的智能手持终端生产者和最牛的股票，但现在已经没有人记得了。

这种颠覆性的、技术变化快的行业，是很难在事前知道谁是赢家的。并不是行业增长快就能随意购买股票。这个逻辑在2013年的市场中是不被认可的，大家只是想着要买符合转型的公司、快速增长、有远大未来的公司，但是这种逻辑是经不起时间考验的。

一个成功的投资者应该能够把行业到底竞争的是什么说清楚，把这个行业是得什么东西得天下弄明白。比如说高端酒是得品牌者得天下，中低端酒得渠道者得天下。中低端酒的品牌忠诚度没有那么高，就看谁的渠道铺得更广，管理得更精细。同样是白酒行业，在不同的细分子行业中竞争的东西也是不一样的，投资之前必须把每个细分子行业中决定胜负的因素研究清楚。即使是同一个行业，投资者也得明白在不同阶段，到底什么因素是决定胜负的关键。比如说电子行业在一些阶段可能是得良品率者得天下，或者是得技术路线者得天下，或者是得订单者得天下。

投资微论

要认识一个行业，不妨做一道填空题：得__ 者得天下，用一个词来概括这个行业竞争的是什么。例如，基金业是得人才者得天下，高端消费品是得品牌者得天下，低端消费品是得渠道者得天下，无差异中间品是得成本者得天下，制造业是得规模者得天下，大宗品是得资源者得天下。

问题3：时机

投资的第三个大问题是时机。都说投资是科学加艺术，在投资的三个基本问题中，估值是最接近科学的，有一整套的方法和规律可以学习；而选时是最接近艺术的，只可悟、不可学，只可意会、不可言传。

也有许多人试图从历史股价走势中总结出各种选时的规律，有些是依靠事前无法断定、事后昭然若揭的主观图形，例如数浪，A浪、B浪、第几大浪、第几小浪都是事前模棱两可，事后一览无余的，这样的方法就是“艺术”了——不可检验，无法证实也无法证伪。还有一些是依靠客观指标的，比如突破一定的百分比就是反转信号、移动平均线交叉就是交易信号等等。

这些信号其实是可以用历史数据测试的。多年前我曾与程序员一起用世界各国的海量历史数据测试过许多这样的“客观化”的技术指标，模拟结果令人失望：我们几乎找不到有效的指标，而且大部分只有50%左右的正确率，甚至不能够用作当反向指标，少数模拟有效的指标扣除了交易成本后也基本无利可图。对于选时指标，经常错的指标

和经常对的指标的价值是一样的，最无用的就是那些接近50%正确率的指标，而大多数的技术指标都在此列。

当然，也有些基金经理靠技术指标判断市场方向，根据这些指标进行的波段操作和及时止损来控制下行风险，管理的基金的长期业绩突出，也深受机构投资者的欢迎。不排除确有深谙此道者能够持续创造超额收益，但是，作为投资者的你很难识别这种选时能力。国外的研究表明，判别一个人有没有选时能力需要54年，因为选时只是二选一的涨跌选择，要判断一个选时正确的人是因为能力强还是因为运气好，需要积累很多年的数据才能够有足够的样本数进行区分。

对于多数人而言，对待选时的正确态度应该是避免把大量的时间花在试图“抄底”或者“逃顶”上。从时间耗费的投入产出比的角度来看，对于一个公司的基本面而言，你研究了3个月，比一个研究了3天的人做出的投资结论的胜算要高得多。然而，你在一张K线图上花3个月计算各种指标，也不见得能比一个看了几秒钟K线图的人更准确。彼得·林奇说的“如果你每年花10分钟在宏观分析上，你就浪费了10分钟”也是同样的意思。

总有人感叹错过了一只几十倍的大牛股，卖得太早了；而不久之后又会因为回避了某只股票20%的调整而沾沾自喜。其实，二者常常是鱼与熊掌不可兼得的。短期选时与长期投资虽然有时可以并行，但是更多的时候是相冲突的。

密歇根大学金融学教授内贾特·赛亨（H. Nejat Seyhun）对1926—2004年美国市场指数进行研究后发现，不到1%的交易日贡献了96%的市场回报。同样的数据，出发点不同就有不同解读。长期投资者说，这说明长期投资是对的，这样才能保证那1%的日子出现时你有持仓。短线选时者说，这说明波段操作是对的，因为其他99%的日子里你根本就不需要有仓位。二种观点的分歧在于，这1%的交易日是否事前可预知。

对于强调基本面分析的人来说，短期选时难度太大，相比之下长期择时更有意义。从统计意义上来说，最低点或最高点的成交量占全年的成交量的比例极小，精确的“抄底”或者“逃顶”跟彩票的中奖概率差不多。如果把“底”和“顶”在价格上看成区间、在时间上看成时段，用更长期的眼光来看问题就会相对简单一些。

对我而言，第一种办法是看估值。在世界各国的股市历史中，市场估值是长期均值回归的，例如，美国、欧洲的长期市盈率中值都在15倍左右。低估值时高仓位，高估值时低仓位，这个“笨办法”虽然既不能保证“总是对”、也不能保证“马上对”，但是长期坚持下来，一定是有超额收益的。

第二种办法，是根据各种指标之间的领先和滞后关系进行分析。（具体请参读本书第10章）

第三种办法，是根据对市场情绪的把握和逆向思考进行分析。其实，长期选时如果能够避免追涨杀跌，避免受众人的极端情绪影响，就能先立于不败之地。基金业的某教父级人物曾说过，从选时的成功率来看，“死多头”和“死空头”的正确率长期看各有50%，但是大多数人的选时正确率不到50%，因为人们易在暴涨后乐观、在暴跌后悲观，结果常常是高点高仓位、低点低仓位。如果我们观察一下A股公募基金的平均仓位，就会发现仓位最高点出现在2007年6 000点，仓位最低点出现在2008年的1 664点。所以才会有“88魔咒”的说法：当公募基金平均仓位达到88%以上时，一般就是市场阶段性见顶的信号了。

国外的公募基金绝大多数不选时，契约上就白纸黑字地要求95%以上的仓位，原因很简单：过去100多年的历史表明，国外选时的基金的长期业绩不如不选时的基金，就是因为大多数选时的人往往出现高点高仓位，低点低仓位的情况。

我的第一个老板曾经半开玩笑地说他有一个最佳选时指标，就是他的远房表弟，平时联系不多，但是每次市场火热时表弟就会打电话来问他对股市的看法，这通常是市场接近见顶的信号，老板称之为“表弟指标”。

其实，能成功选时的总是极少数。对于多数人而言，只要把估值掌握好，把基本面分析好，淡化选时，长期来看投资回报就不会差。2013年谈基本面就输在起跑线上了，说估值就死在起跑线上了，但这种现象不是常态。总体上看，A股市场过去10年的趋势是越来越重视基

本面，越来越重视估值。这个趋势是不会变的。随着QFII（Qualified Foreign Institutional Investers，合格的境外机构投资者）的进入，这个趋势只会得到进一步加强。2013年大家都说QFII不懂A股，再过几年，QFII的话语权增大后，那就不是“QFII不懂A股”，而是“A股不懂QFII”的问题了。

投资微论

历史上的股市见底信号1.市场估值在历史低位；2.M1见底回升；3.降存准或降息；4.成交量极度萎缩；5.社保汇金入市；6.大股东和高管增持；7.机构大幅超配非周期类股票；8.强周期股在跌时抗跌，涨时领涨；9.机构仓位在历史低点；10.新股停发或降印花税。

共性的、本质的、规律性的分析

估值分析加基本面分析长期来看是行之有效的，这一点我丝毫没有怀疑过。尽管2013年谈基本面和估值与市场格格不入，但是长期看一定是对投资业绩有帮助的。

在基本面分析中最重要的是那些静态的、本质的、规律性的分析，而不是动态的订单之类短期的经营情况。管理层的素质是静态的、本质的。如果能够对管理层的素质和道德水平作出定性的分析，对投资是特别有帮助的。首先，这个公司的管理层可不可靠、值不值得信任，是否曾经误导过投资者。其次，他们对行业的认识和这个行业的实际趋势是否相符。再次，这个公司的管理层有没有执行力，对

公司的中层是否有足够的控制力和号召力。这三个问题是都是些静态的信息，一旦找到答案，短期内是不会改变的。

对中小公司而言，管理层是特别重要的。中小公司更多地处于靠个人英雄主义的阶段。有一两百亿以上市值的大公司，更需要依靠一种机制而不是某个人。所以对大公司的分析，我经常需要看这个公司中层的关键绩效指标（Key Performance Indicater，KPI）是怎么定的。

比如，我们就曾经比较过金螳螂、亚厦、广田、洪涛和瑞和的KPI考核指标。因为装修行业的项目是散布在全国各地的，管理半径长，管理得好与不好差别非常大（全国性的房地产公司也是同样的道理）。考核导向是非常重要的，我们发现，哪家公司KPI最重视现金流和回款，哪家公司的现金流和回款就最好。大公司不能再依靠个人英雄主义，必须要靠管理、靠文化、靠机制。我们要寻找的就是那种好行业中的好公司，最好还有好的管理层和好的管理机制。

把投资分析简化为估值、品质和时机三个问题，不敢说是最好的办法，肯定也不是唯一的办法，但我相信它是一个相对行之有效、相对简单可行的办法。而且，它也不只是在A股行之有效，从我在美国、加拿 大、韩国、香港等很多个国家和地区的亲身经历来看，这个办法的效果都不错。

的确，投资有相当一部分是因时而异、因地而异、因国家和行业而异的；但是，投资也有一些更为本质的东西是共性的，是放之四海而皆准的，并不会因为国家和行业的不同而不同。作为一个职业投资人，我们要研究的就是这些共性的、本质的、规律性的东西。

投资微论

投资理念VS具体知识 如果把投资比成项链，那么投资理念就是线，对公司、行业的具体知识就是珠子。只有珠子没有线的人是行业专家，但不是行业投资专家。只有线没有珠子的人是投资学家，但不是投资家。二者只能选其一时，珠子更有用一点。所以一些没有投资理念的人短期业绩也可以很好，因为刚好找到了一个大珠子。对研究员而言，珠子更重要，但研究员应该是行业投资专家而不仅是行业专家，所以也要有一定的投资理念来把对行业公司的知识串在一起。对基金经理而言，线更重要，但只有线没有珠子很容易成为眼高手低的理论家，必须通过不断地调研保持对行业、公司动态的了解。

两句令我很受启发的话 一句是某投资界牛人说的：投资就是要杀鸡用牛刀，因为杀鸡用鸡刀不能一刀毙命反而容易伤到手，必须集中兵力深度调研打歼灭战。另一句是某上市公司总经理说的：带兵打仗，人是第一位的，因此即使目前经营环境恶劣，也不能减少对员工和团队的投入。

05

宁数月亮，不数星星

买黑马股的人有点像赌石：买块不起眼的石头，期待能开出好玉来。去年的情形是太多的人争着去赌石，玉没人买，结果石头的价格被炒得跟玉的价格很接近；有些还不怎么盈利的黑马股的市值已到了两三百亿，而寡头行业龙头的白马股的市值也不过五六百亿。这时候，我宁可买玉。

听邱国鹭谈行业投资

#周期性成长股#

市场低迷时，周期性成长股是最值得关注的，因为它们的估值会因其周期性而被恐慌性杀跌，但业绩增长却能因其成长性而跨越周期。与非周期性成长股（估值不低）和新兴行业成长股（估值过高）相比，周期性成长股在当前股价下的性价比更高。

#港股#

港股的金融股为何比A股溢价多这么多？为何许多港股小股票才5~15倍估值而A股小股票动不动就50倍估值？国际金融大鳄、对冲基金参与的香港市场定价是不是有参考价值呢？这些身经百战的职业投资者对中国行业和公司的理解真的一无是处吗？行业资本和国际资本的定价对中长期价值投资者往往有启发。

#季报#

历史表明，低估值价值股相对于高估值成长股的超额收益常出现在季报公布前后，因为市场对高估值成长股的业绩预期往往太高，因此季报容易失望；相反，市场对低估值价值股的业绩预期往往太低，因此季报容易超预期。近期业绩快报也凸显了这种预期差，直接推动了市场风格转换为低估值白马行情。

“来，咱们来数星星。你智商低，你数月亮吧。”这个段子引人发笑，但在股票投资中，我们要宁做数月亮的人，不做数星星的人。

从行业配置的角度看，有的行业集中度高，两三个龙头企业就占据了行业中绝大部分的市场份额，研究这样的行业就像数月亮一样简单；有的行业集中度低，参与竞争的企业多如繁星，要把行业的竞争格局搞清楚就像数星星一样困难。研究后者肯定比研究前者困难得多，但是投资收益的高低与研究的难易却常常不成正比。

如果比较长期的利润增长，数月亮的行业常常战胜数星星的行业。为什么呢？原因很简单。数月亮的行业一般门槛高，参与竞争的企业少，所以竞争有序，坐地收钱，旱涝保收；数星星的行业行业门槛低，谁都能进来，竞争激烈，经济好时担心成本上升，经济差时担心需求下降，好日子总是不长久。前者是赚钱不辛苦，后者是辛苦不赚钱，比较之后，哪一类公司更适合投资，其实是一目了然的。

最好也最容易研究的竞争格局是“月朗星稀”，就是一家独大，其他竞争对手都不成气候。例如，一家生产原材料的企业所处的本来是生产同质化中间产品的烂行业，但是它占有了该细分领域的中低端市场近一半的市场份额，行业第二名的市场占有率还不到它的1/5。因此，即使是在2011年行业低迷、竞争对手纷纷亏损的背景下，它还能保持10%以上的净利润率。这就是得益于“月朗星稀”的行业格局。

稍差一些的竞争格局是“一超多强”，彼此之间虽然有竞争，但老大的优势还是很明显，例如工程机械、客车以及某些汽车零配件，行业老大的市场占有率远超老二、老三，龙头企业的规模优势、品牌认知度和服务网络优势令竞争对手难于追赶。

再次一些的竞争格局则是“两分天下”和“三足鼎立”。空调是两分天下，所以过去六年空调龙头企业的股价涨了十几倍，同为家电制造但是竞争格局更为分散的电视企业则无法相提并论。

最差的竞争格局就是“百花齐放”、“百舸争流”的高度竞争行业。这种充分竞争的行业一般是吃力不讨好的行业，长期投资者不妨等待他们通过竞争分出胜负之后再投资。许多人都担心等行业竞争分出胜负后再投资会太迟。其实，只要看一下腾讯、百度、谷歌等公司的情况，他们在几年以前就已经击败行业内的其他对手成为一家独大的“月亮”了，但是过去几年的投资回报率依然不菲。

“数月亮”的行业还有一个不太好听的名字：寡头垄断行业。寡头垄断也分两种：国家给的和市场给的。国家给的寡头垄断（例如公用事业）往往伴随着价格管制，长期投资回报一般不会太高。只有市场竞争、行业洗牌后产生的寡头垄断才有定价权。中国的行业大多竞争激烈，真正靠市场洗牌后产生的寡头行业并不多。

不过，我们说的行业是细分子行业的概念。有些大行业内貌似竞争者多如繁星，但是在细分子行业的竞争格局中已经实现了“三分天

下”甚至“一超多强”。例如，白酒品牌貌似多如繁星，但是高端白酒和次高端白酒每个价位内可选的品牌实际上屈指可数；男装品牌貌似多如繁星，但是中高档国产品牌能实现全国布局并且具有美誉度的却寥寥无几；药品种类貌似多如繁星，但是许多病症的可用药基本就是独家品种。因此，在细分子行业的层面，可以“数月亮”的板块其实并不少。

另外，我们说的竞争是区域市场的概念，有的行业从全国的范围看好像市场挺分散，但是在某个特定的区域，市场已经形成了寡头垄断。比如，全国有上万家房地产公司，但城东的楼盘与城西的楼盘之间有时就不存在直接的竞争关系。啤酒、水泥等销售半径小的行业也一样。例如，有的啤酒公司，在其“一家独大”的省份，净利润率能够做到15%以上；在竞争者多的省份，净利润率则不到1.5%。同样的啤酒，由于不同的市场竞争格局，利润率可以相差10倍，可见竞争格局对利润的影响之大。因此，销售半径小的行业，例如房地产、啤酒和水泥，容易在某区域市场产生局部的“月亮”。

有统计表明，拥有博士和硕士学历的人炒股的收益不如拥有小学学历的人。这个统计结果也许不一定有代表性，但也说明了一个问题：投资收益与智商高低无关。高智商的人有时喜欢做一些有挑战性的难事，但是最赚钱的投资机会往往是简单的。数星星比数月亮更有技术含量，但是投资结果往往与智商和技术含量无关。对投资者而言，等企业竞争分出高下，在“月朗星稀”、胜负已分的行业中投资

行业龙头，是胜而后求战；在那些竞争者多如繁星的行业中硬要去猜谁是最后赢家，是战而后求胜。两种投资方法孰优孰劣，不言自明。

06

经验就像旧衣服

有人喜欢集中持股，不熟不做，只打有把握的仗；有人喜欢分散持股，降低个股风险，而且易于对每只个股保持客观性（集中持股的人容易“爱上”自己的重仓股）。二者各有千秋，无所谓对错。我喜欢在中间找个平衡：足够多，能降低绝大部分的个股风险；同时又足够少，能对每个持仓都进行深入研究。

听邱国鹭谈行业投资

#零售业#

百货自身行业的几个问题：电子商务的分流；商业地产的泛滥削弱了既有商圈优势；有车族购物半径增大，渠道的可替代性增强；人工和租金快速上涨，但是现存畸高的加价倍率导致百货公司在经济低迷时无法转嫁成本。

过去40年美国零售业涌现了沃尔玛、家得宝这样涨了几百倍的大牛股，但他们是以价廉物美为卖点、以标准化全国扩张为增长模式、以郊区“Big Box”为经营模式的企业；相反，那些位于市中心核心商圈、高加价倍率的传统百货公司却长期股价低迷，许多之前如日中天的标志性百货企业最终都难逃破产重组的命运。

#电子股#

我对买电子股一贯谨慎的原因是，也许刚刚费了九牛二虎之力成为iPad2的供应商，苹果又推出iPad3。在iPad2时最牛的供应商，到了iPad6、iPad7时可能就没你什么事了。前浪不断死在沙滩上。

十几年前我第一次对格林布拉特产生深刻印象是由于他的投资业绩，1985—1994年的10年间，他管理的对冲基金的净值翻了52倍，就连发生美国股灾的1987年和经济衰退的1990年，他都取得了28%以上的正回报，其他年份就更不用说了——10年平均年化收益率50%。

格林布拉特认为，选股有两个最好的指标，一个是资本回报率，另一个是EV/EBIT（EV是指企业价值，Enterprise Value的缩写，等于股票市值和长期净负债之和；EBIT即息税前利润。）芒格却认为，EBITDA（Earnings before Interest, Taxes, Deprecation and Amortization，未计利息、税收、折旧及摊销前的利润）意味着不计所有成本之前的利润，简直毫无意义。芒格作为巴菲特的合伙人，其投资造诣人尽皆知；而格林布拉特的长期投资业绩也丝毫不逊色于巴菲特。两人各执一词，究竟谁是谁非呢？

芒格之所以对EBITDA如此反感，是因为对于一些高估值的股票，华尔街有些人喜欢用企业估值倍数（EV/EBITDA）来使他们推荐的股票显得不那么贵，因为企业估值倍数通常远低于市盈率。

EBITDA的确不能代表企业的真实盈利，但是，不能因为EBITDA没有考虑所有成本就说它毫无意义。就像我们经常做毛利率的分析，毛利本身也是不计各项费用之前的利润，但是不能因此就说毛利率分析毫无意义。

同样的道理，市盈率和企业估值倍数不过是分析工具，关键在于怎么用。市盈率是个万金油，什么行业都可以抹一点。企业估值倍数则适用于制造业和各种周期性行业，因为这些行业的利润波动大，市盈率在亏损或者微利时没有意义，用市净率、市销率则难以及时反映企业的经营状况，此时使用企业估值倍数常有事半功倍之效。

与市盈率不同的是，企业价值在股票市值之外还考虑了企业的长期净负债，所以企业估值倍数对依靠高杠杆提升利润的企业有适度的惩罚（这一点比市盈率强多了）。另外，因为EBITDA不受利息、税收、折旧等的影响，管理层通过改变折旧方式、税率、利息收入等进行盈余管理的空间也较小。人们常说，“利润只是一种意见，而现金流却是一个事实”。其实，企业估值倍数的本质就是一种衡量现金流的指标，如果应用得当的话，不失为基本面分析的利器。EBIT也是如此。

值得一提的是，和其他现金流指标一样，EBITDA对于金融股没有丝毫意义；而对于不怎么负债、没多少折旧的品牌消费品公司而言，企业估值倍数还不如市盈率来得简明直观。所以，喜欢投资消费股和金融股的巴菲特和芒格对企业估值倍数不以为然也在情理之中。

价值投资的原则是放之四海而皆准的，然而，具体到分析方法和分析指标，一定要按照各国国情和各个行业的具体情况因地制宜地变化。比如很多价值投资者爱用的自由现金流指标（巴菲特的“所有者

盈余”的概念也与此接近），我在美国使用多年一直得心应手，但是后来在研究韩国、香港和A股等亚洲股票时就发现不太好用。

因为在亚洲，制造业的企业多，很多具有先发优势的企业在快速扩张时往往进行大幅资本投入，自由现金流很差，但是其规模优势、成本优势和渠道优势却在扩张中得以快速建立，成长为行业龙头，此时，如果拘泥于自由现金流，反而会错失许多大牛股。美国的情形正相反，其制造业过去几十年都在萎缩，那些进行大幅资本开支的企业后来都血本无归，所以资本开支大、自由现金流差的公司股价表现通常不理想。所以说，原则是不变的，但具体的分析方法和分析指标却必须因为国别、行业的不同而有所差异。

这只是一个小案例。我们研读不同的西方投资家的思想时，常发现貌似彼此矛盾的地方和许多不适用于中国国情的地方。其实，只要认真思考不同投资者投资的国别、行业的不同，以及投资风格、期限、规模等的不同，就会发觉每个成功者在自己特定的投资背景下的投资逻辑都是经得起推敲的。

投资经验就像旧衣服，于己合身的，于人往往并不合适。投资中的任何感悟和总结都有各种局限性，只有自己在市场中摸爬滚打、满身伤痕之后，才能找到适合自己的投资之路。

投资微论

一统天下“高小新”阶段，百舸争流，群雄混战，不必急着下注，不妨等“战国七雄”产生以后再挑赢家，而且要买最

强的诸侯，因为最后一定是秦国而不是韩国一统天下。等行业格局清晰后再买龙头，往往风险收益比更佳。腾讯、百度几年前就已是不怎么小也不怎么新的寡头了，但是之后股价又翻了多番。

防火防盗防后浪 小股票的高成长性大多只体现在新兴行业或者技术变化快的行业里。这些行业常处在长江后浪推前浪，前浪死在沙滩上的恶性循环中。即使你想买后浪，难处也很多：后浪太多了，此起彼伏，事前不知道买谁；等你买入某个后浪之后，他又被后后浪变成前浪，也死在沙滩上。

|投资随想录|

扑克与投资

德州扑克

许多投资大师都是德州扑克高手，因为二者有许多相通点：都需要理解概率；都要求在不完全的信息背景下决策；都需要在牌好时下重注，牌差时不下注；都需要风险控制——牌好时不能孤注一掷，牌差时要及时止损；读懂自己，避免恐惧和贪婪；读懂对手，知道谁打得松谁打得紧。

公司的内在价值是由现有业务（盈利、资产、现金流）的价值和未来成长的价值两部分共同组成的，就像德州扑克最后的大小是由手里拿的牌和将要摸的牌组成的。价值投资者赌的是手里拿的牌（现有业务的价值），成长投资者赌的是将要摸的牌（未来成长的价值）。一个是胜而后求战，一个是战而后求胜。

未出的牌能否构成赢张，事前是可以估算概率的，然而懂得估算的人少之又少。人性的弱点对未出的牌往往抱有过于美好的想象，驱使人们去赌未来的小概率事件。同理，投资中能预见未来成长的人少之又少，而为成长过分买单的却大有人在。

数牌

华尔街很多交易员和对冲基金经理爱玩21点，他们一般擅长数牌，也就是默记盘面上已出的大牌的数量，并以此来估算接下来各种

牌出现的概率。不过在拉斯维加斯数牌是与出老千一样遭严厉禁止的，经常数牌的人会上黑名单，各赌场都不欢迎他们，因为这是不公平的优势。

赌场也是与时俱进的，现在的21点经常用多副牌，打了其中的一小部分之后就重新洗牌，再想和以前那样靠数牌为生已经不大可能了。在股市中，“数牌”从来都不受禁止，只是会数的人不多。

数牌的原理很简单，一副牌中，大牌的数量是一定的，前面出多了，后面出的就少了。在股市中，这本质上就是“均值回归”的思路。盛极而衰，衰极而盛，股市的板块轮动其实也可从估值周期、盈利周期、政策周期和经济周期等多个方面进行“数牌”。所谓周期，就是周而复始、有规律可循、有牌可数的。

只是股市的牌比较难数，经常是几十幅牌混在一起，动不动就重新洗牌，而且许多牌还不那么规范。不过有一条捷径：可以数人，数人比数牌更简单、更有效。

数人的原理比数牌更简单：当大家都集中在某些板块抱团取暖时，这个板块的上升空间也就很有限了；当大家都对某些板块避之唯恐不及时，这个板块也就跌得差不多了。股市就像玩跷跷板，你想比大多数人站得高，诀窍是站在人少的那一边。

投资眼光

你有四个选择：便宜的好公司；昂贵的好公司；便宜的烂公司；昂贵的烂公司。央视《寻宝》节目中，几万几十万买的也有赝品，几百几千块淘的也有真品，贵的不一定好，便宜的不一定差，关键是看眼光。如果你有眼光，市场上有的是便宜的好公司让你捡漏；如果你没有眼光，你买的那些“昂贵的好公司”其实很可能是“昂贵的烂公司”。

爱买高估值股票的人，潜意识里有好货不便宜的念头，认为在有效的市场中，投资者只能在昂贵的好公司和便宜的烂公司之间选择。其实，A股中短线投机、跟风炒作、追涨杀跌的人基本不看估值和基本面，所以估值高低和公司好坏关系不大，因此便宜的好公司和昂贵的烂公司常有，捡漏的机会多，“打眼”的风险也大。

A股投机客多，又不能卖空，再加上昂贵的烂公司的机构持仓少、流通盘子小，常为游资炒作标的，时有爆发式的短线行情，吸引想赚快钱的散户跟风买昂贵的烂公司。其实，昂贵的烂公司本身的长期回报很差，爆发式上涨的另一面就是断崖式跳水或长期阴跌，散户很难在这种负和游戏中占便宜，还不如老老实实买便宜的好公司。

如果你对自己的眼光有把握的话，昂贵的好公司里面确有些大牛股能够通过未来的高速成长消化高估值，但是有这种眼光的人凤毛麟角。如果你不是那么有把握的话，买便宜的好公司的安全边际在于即使错了也是便宜的烂公司，好歹有点估值支撑；而买昂贵的好公司如果错了，就是昂贵的烂公司，可能血本无归。

很多人认为，好货不便宜，便宜没好货，所谓便宜的好公司在现实中是可遇而不可求的。其实，在市场的底部区域，便宜的好公司俯拾皆是，只可惜此时往往有钱的没胆了，有胆的没钱了。

股票式债券

债券投资者对债市波动往往能有逆向思维，而股票投资者对股市波动却总是追涨杀跌。造成这一差别的原因表面上是债券有固定的息票和到期日而股票没有，实质上却是许多股票投资者不太成熟，对股票投资的本质缺乏认识，所以华尔街有句老话：股票是小孩子玩的，债券才是大人们玩的。

债券下跌后，人们看到的往往是机会，因为人们会注意到债券的未来到期收益率已经因为价格的下跌而上升了；股票下跌后，人们看到的却只是风险，因为股票没有固定的息票和到期日。其实，股票和债券一样，价格大幅下跌后，未来预期收益率就上升；价格大幅上涨后，未来预期收益率就下降。

早在1977年巴菲特就说过，股票不过是穿着股票外衣来参加华尔街化装舞会的、长期资本回报率为12%的债券。想清楚了这一点，对股市进行逆向思维也就容易了。

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第三部分
投资风险

不为不可成，不求不可得，不处不可久，不行不可复。

管子

07

价值陷阱与成长陷阱

中国基建投资占GDP的比例为世界发展史上最高，为何每到上下班高峰就寸步难行，每到春运就一票难求，每到节假日高速公路就变停车场？这是个增量和存量的问题。从增量的角度看，我们的基建增速之高古今中外少见；但从存量的角度上讲，我们的人均基础设施存量与发达国家还相距甚远，人均固定资本存量仅为美国、日本的七分之一。

听邱国鹭谈行业投资

#政府扶持的产业#

在政府对新兴行业的大力扶持下，光伏产业曾经的中国首富宣告企业破产。其实，创新从来不是政府管出来的，有些事就该交给市场，最好的管理是不管，最好的产业政策是没有。不该管的乱管，该管的食品安全、药品质量、环境污染又不管，是政府该转变职能的时候了。

#政府补贴的产业#

2010年许多人喜欢炒区域或行业政策，其实相关板块的超额收益并不持久。研究一下过去5年涨幅10倍以上的个股，港股、美股的中国互联网公司自不必说，看看工程机械、白色家电、地产、食品饮料等行业的龙头里出的十倍股，即可知好企业是市场里竞争出来的，不是政府补贴出来的。

#选马，还是选骑师#

二者各有道理。一个简单的原则是：对小公司来讲，骑师更重要一些；对大公司来讲，“马”本身的质量更起决定性作用。在A股上市公司中，好马屈指可数，好骑师凤毛麟角，所以我更倾向于选赛道——那些别人想进却进不去的赛道、那些一马平川没有绊马索的赛道、那些领跑者有先发优势的赛道。

价值陷阱

价值投资最需要的是坚守，最害怕的是坚守了不该坚守的。金融危机时花旗从55元跌至1元的过程就深度套牢了无数盲目坚守的投资者。关键是要避开价值陷阱。所谓价值陷阱，指的是那些再便宜也不该买的股票，因为其持续恶化的基本面会使股票越跌越贵而不是越跌越便宜。

有几类股票容易是价值陷阱。

第一类是被技术进步淘汰的。这类股票未来利润很可能逐年走低甚至消失，即使市盈率再低也要警惕。例如数码相机发明之后，主业是胶卷的柯达的股价从14年前的90元一路跌到现在的3元多，就是标准的价值陷阱。所以价值投资者一般对技术变化快的行业特别谨慎。

第二类是赢家通吃行业里的小公司。所谓赢家通吃，顾名思义就是行业老大老二抢了老五老六的饭碗。在全球化和互联网的时代，很多行业的集中度提高是大势所趋，行业龙头在品牌、渠道、客户黏度、成本等方面的优势只会越来越明显，这时，业内的小股票即使再便宜也可能是价值陷阱。

第三类是分散的、重资产的夕阳行业。夕阳行业，意味着行业需求不再增长；重资产，意味着需求不增长的情况下产能无法退出（如果退出，投入的资产就会作废）；分散，意味着供过于求时行业可能

无序竞争甚至价格战。因此，这类股票的便宜是假象，因为其利润可能将每况愈下。

第四类是景气顶点的周期股。在经济扩张晚期，低市盈率的周期股也常是价值陷阱，因为此时的顶峰利润是不可持续的。所以周期股有时可以参考市净率和市销率等估值指标，在高市盈率时（谷底利润）买入，在低市盈率时（顶峰利润）卖出。另外，买卖周期股必须结合自上而下的宏观分析，不能只靠自下而上选股。

第五类是那些有会计欺诈的公司。但是这类陷阱并不是价值股所特有的，成长股中的欺诈行为更为普遍。

这几类价值陷阱有个共性：利润的不可持续性，因此，目前的便宜只是表象，基本面进一步恶化后就不便宜了。

只要能够避开价值陷阱，投资可以很轻松：找到便宜的好公司，买入并持有，直到股价不再便宜、或者发现公司品质没你想象的好时，卖出。这是一个蠢办法，但正如《美国士兵守则》所说，若一个蠢办法有效，那它就不蠢。

投资微论

金玉之堂，莫之能守 《道德经》中的这句话，不妨当作对低门槛行业的所谓成长股的警示。低门槛行业的护城河窄而浅，城内如果满是金银财宝（高增长、高利润），只能有一个结果：各路人马都会攻入城中。因此，高增长必须有高门槛（品牌、渠道、规模、资源、资质、核心技术）为后盾，否则易引来恶性竞争。

成长陷阱

许多人认为，买股票就是买未来，因此成长是硬道理，要买就买成长股。的确，最牛的牛股一般都是成长股；然而，最熊的熊股也往往是“成长股”。许多国家（包括A股）的历史数据表明，高估值成长股的平均回报远不及低估值价值股，原因就在于成长陷阱比价值陷阱更常见。

成功的成长投资需要能预测新技术走向的专业知识，能预判新企业成败的商业眼光，以及能预知未来行业格局的远见卓识。没有多年摸爬滚打的细分子行业研究经验和强大的专业团队支持，投资者很容易陷入下面的各种成长陷阱。

估值过高 最常见的成长陷阱是估值过高——高估值的背后是高预期。对未来预期过高是人之本性，然而期望越高，失望越大。统计表明，高估值股票业绩不达预期的比例远高于低估值股票。一旦成长预期不能实现，估值和盈利预期的双杀往往十分惨烈。

技术路径踏空 成长股经常处于新兴行业中，而这些行业（例如太阳能、汽车电池、手机支付等）常有不同技术路径之争。即使是业内专家，也很难事前预见哪一种标准会最终胜出。这种技术路径之争往往是你死我活、赢家通吃的，一旦落败，之前的投入也许就全打了水漂，这是最残酷的成长陷阱。

无利润增长 上一轮互联网泡沫中，无利润增长大行其道，以烧钱、送钱为手段来赚眼球。如果是客户黏度和转换成本高的行业（例如C2C、QQ），在发展初期通过牺牲利润实现赢家通吃，则为高明战略；如果是客户黏度和转换成本低的行业（例如B2C电商），让利带来的无利润增长往往不可持续。

成长性破产 即使是有利可图的业务，快速扩张时在固定资产、人员、存货、广告等多方面也需要大量现金投入，因此现金流往往为负。增长得越快，现金流的窟窿就越大，极端情况导致资金链断裂，引发成长性破产，例如拿地过多的地产商和开店过快的直营连锁（特别是未上市的）。

盲目多元化 有些成长股为了达到资本市场预期的高增长率，什么赚钱做什么，随意进入新领域、陷入盲目多元化的陷阱，因此成长投资要警惕主业不清晰、为了短期业绩偏离长期目标的公司。当然，互补多元化（例如长江实业、和记黄埔）和相关多元化（横向完善产品线和纵向整合产业链）的公司另当别论。

树大招风 要区别两种行业，一种是有门槛、有先发优势的，成功引发更大的成功；另一种是没门槛、后浪总把前浪打死在沙滩上的，成功招致更多的竞争。在后一种行业中，成长企业失败的原因往往就是太成功了，树大招风，招来太多竞争，蜂拥而至的新进入者使创新者刚开始享受成功就必须面对无尽跟风和山寨。例如团购，由于门槛低，稍有一两家成功，一年内中国就有3 000家团购网站出现，谁也赚

不到钱。即使是有门槛的行业，一旦动了行业老大的奶酪引来反击，一样死无葬身之地，例如网景浏览器（Netscape）的巨大成功引来微软的反击，最后下场凄凉。

新产品风险 成长股要成长，就必须不断推陈出新，然而新产品的投入成本是巨大的，相应的风险是巨大的，收益却是不确定的。强大如可口可乐，也在推新品上栽过大跟头。稳健的消费股尚且如此，科技股和医药股在新产品上吃的苦头更是不胜枚举。科技股的悲哀是费了九牛二虎之力开发出来的新产品常常不被市场认可，医药股的悲哀则是新药的开发周期无比漫长、投入巨大而最后的成败即使是业内专家也难以事前预知。

寄生式增长 有些小企业的快速增长靠的是“傍大款”，例如有的是为苹果间接提供零部件，有的是为中国移动提供服务，在2010年的“中小盘结构性行情”中鸡犬升天，又在2011年跌回原形。其实，寄生式增长往往不具持续性，因为其命脉掌握在“大款”手中，企业自身缺乏核心竞争力和议价权。有些核心零部件生产商在自己的领域内达到寡头垄断地位，让下游非买不可，提高自己产品的转换成本让下游难以替换，或者成为终端产品的“卖点”（如英特尔），那些事实上已经具备核心竞争力和议价权、成为“大款”的另当别论。

强弩之末 许多所谓的成长股其实已经过了成长的黄金时期，却依然享有高估值，因为人们往往犯了过度外推的错误，误以为过去的高成长在未来仍可持续。因此，买成长股时，对行业成长空间把握不

当、对渗透率和饱和率跟踪不紧就容易陷入成长陷阱而支付过高估值。

会计造假 价值股也有这个陷阱，但是成长股中这个问题更普遍。一个是市场期望50%增长的成长股，另一个是市场期望10%增长的价值股，哪个更难做到？做不到时，为避免戴维斯双杀，50倍市盈率的成长股和10倍市盈率的价值股，哪一个更有动力去“动用一切手段”来达到市场的预期？

各类价值陷阱的共性是利润的不可持续性，各类成长陷阱的共性是成长的不可持续性。成长是个好东西，好东西人人想要，想要的人太多了，就把价格抬高了，而人性又总把未来想象得太美，预期太高，再好的东西被过度拔高后也容易失望，失望之后就变成陷阱了。成长本身并不是陷阱，但人性的弱点中对未来成长习惯性地过高预期和过高估值却是不折不扣的陷阱。

投资微论

成长的持续性 管子说：“不为不可成，不求不可得，不处不可久，不行不可复。”投资者总是过于关注成长的暴发性而忽视成长的可持续性。其实暴发性成长本质上具有不可预知性和不可重复性，就像彩票一样，总有人中，但一定不是你。投资，宁要有门槛的低增长，不要没门槛的高增长，因为前者可持续，而后者难维系。

估值 常有人说，便宜没好货，好货不便宜，便宜的好公司难找。其实，你只要看看那些在品牌、渠道上占尽优势的龙头白马股的低估值，再看看那些主业毫无竞争力的概念股的高估值就会发现，A股中股票估值的高低与公司品质的好坏关系不大，确实有许多便宜的好货和昂贵的赝品并存。

08

真假风险与安全边际

股市如围城，城内的人在往外逃，城外的人在往里冲。有人辞官归故里，有人漏夜赴科场。过两年回头看，就会明白那句老话：股市永远是有钱的人获得更多经验，有经验的人获得更多钱的地方。

听邱国鹭谈行业投资

#品牌vs渠道#

我近日在研究某消费品股票时，比较了两个公司，一家在品牌上有优势，另一家在渠道上有优势（三四线城市布点多）。在互联网时代，品牌的优势比渠道的优势更重要。因为随着网购的物流配送体系的完善，渠道的优势会渐渐被淡化；而随着媒体受众的碎片化，塑造一个品牌的成本已大幅上升。

#看历届标王有感#

砸钱只能砸出知名度，砸不出美誉度。品牌的形成需要时间积累，所谓三代出一贵族。广告越来越贵，但效果越来越差。新塑品牌越来越难，所以既有品牌越来越值钱。消费电子产品技术变化快，广告砸钱性价比差，砸了一堆钱后刚有知名度，产品更新换代了，又得重新砸钱。

真假风险

人们常说高风险高回报，低风险低回报。其实，风险和回报常常不成正比。投资不可能不承担风险，成功的投资就是要承担那些已经暴露的、大家都感受到的、有相应风险折价但是真实危险性却很小的“假”风险。

1.感受到的风险和真实的风险

风险有两种，一种是感受到的风险，另一种是真实的风险。股票暴涨后，真实的风险上升，感受到的风险却在下降，在6 000点股市最危险的时候大家感受到的都是歌舞升平；股票暴跌后，真实的风险下降，感受到的风险上升，在2 000点股市相对低谷时人们感受到的却都是凄风苦雨。

乘飞机与乘汽车相比，相同的距离乘汽车的死亡率是乘飞机的60多倍，但是有飞行恐惧症的人很多而害怕乘汽车的人却很少。乘飞机感受到的风险大，但是真实风险小（出事的概率只有600万分之一），所以卖航空保险是一门很好的生意。

2.暴露的风险和隐藏的风险

从另一个角度看，风险可以分为暴露的风险和隐藏的风险。我们要承担暴露的风险，因为人们已经对其避之唯恐不及，危险性已经反映在价格里了，承担这样的风险会有相应的高回报。此外，我们还要

避开隐藏的风险，因为人们还没有意识到它的存在，承担这样的风险没有相应回报。

“9·11”事件发生后人们都不敢坐飞机了，其实2001年9月12日与2001年9月10日相比，暴露的风险大了但是隐藏的风险小了——之后的10年是美国航空史上最安全的10年。“9·11”之后数月，许多人以驾车代替乘飞机，高速公路车祸中的死亡人数比往年增加了1 500人。

能否区分真假风险往往也体现了一家机构的文化和水平。1987年10月，美国股市一天狂泻23%，高盛的风险套利部门损失惨重，罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）微笑着对团队说：“公司对你们充满信心，如果你们想加仓的话，就去做吧。”形成鲜明对比的是，其竞争对手所罗门美邦（Salomon Smith Barney） 在黑色星期一之后解雇了套利部门的所有员工。

其实，黑色星期一之后暴露的风险很大，但是隐藏的风险不大；感受到的风险很大，但是真实的风险不大。能区分并利用这两种风险的不同，是成功投资的必要条件。

3.价格波动的风险和本金永久性丧失的风险

再换个角度看，风险还可分为价格波动的风险和本金永久性丧失的风险。当市场在5 000多点时，股价“天天向上”，风平浪静，价格波动的风险貌似不大，但本金永久性丧失的风险却十分巨大；当市场

在2 000点时，股价“跌跌不休”，波涛汹涌，价格波动的风险好像很大，但本金永久性丧失的风险却已急剧缩小。美国的VIX指数衡量的就是市场的波动性，每次市场触底伴随着的都是VIX的高点，也就是市场波动性最大的时候。为什么人们常常会在底部斩仓呢？这是因为市场底部往往也是市场波动最剧烈的时候，大多数投资者承担股价波动风险的能力是很弱的，并且常常在市场底部把波动性风险混同为本金永久性丧失的风险。

有个故事说一个失恋的人找到一个老和尚，他说师父啊，这件事情我怎么都放不下，老和尚就让他拿着一只茶杯，给他倒热水，水满了烫到他的手，他就把杯子放了下来，老和尚说，这件事情就跟这杯茶是一样的，痛了就放下了。很多人做股票也是一样的，涨了，爽了，就满仓；跌了，痛了，就清仓。低点低仓位、高点高仓位就是这么来的。其实，对于逆向投资者来说，最痛的时候，往往是最不该放手的时候。正如索罗斯所说，如果你承受不了失败的痛苦，就不要入市，因为没有人能够百战百胜。

然而，对于管理他人资产的职业投资者来说，市场波动的风险却是实实在在的风险，并且在客户赎回或者风控强制止损时，就会转化为本金永久性丧失的风险。所以，对于每一个基金经理来说，成功的前提是管理适合其投资风格的产品以及找到适合其投资风格的客户群。

投资微论

两种风险 一是股价短期波动的风险，二是本金永久性丧失的风险。股价下跌的过程中，第一种风险在加大，第二种风险在减小。很多人只看到第一种风险，于是追涨杀跌，往往在最低点把股票清仓，其实第二种风险才是真正的风险。低估值的好公司，即使短期波动在所难免，本金永久性丧失的风险也很小。

安全边际

管理投资风险的一个重要方法，就是寻找有安全边际的公司。有安全边际的公司通常具有以下几个特点。

1.东方不亮西方亮，给点阳光就灿烂

有个段子说做豆腐最安全：做硬了是豆腐干，做稀了是豆腐脑，做薄了是豆腐皮，做没了是豆浆，放臭了是臭豆腐。未来的多种情景中，只要一种实现就能赚钱，东方不亮西方亮，这就是安全边际。对未来要求太高的股票是没有安全边际的，正如《美国士兵守则》所说，必须组合使用的武器一般都不会被一起运来。2010年买工程机械时，我心里想着：机械替代人工、保障房、城镇化、产业升级、产业转移、产能扩张、中西部大开发、进口替代、国际化、走出去战略，哪一条能实现对工程机械都是利好，这就是东方不亮西方亮的安全边际。

2.估值低到足以反应大多数可能的坏情况

低估值是安全边际的重要来源。未来总是不确定的，希望越高，失望越大。低估值本身反应的就是对未来的低预期。只要估值低到足以反应大多数可能的坏情况，未来低于预期的可能性就很小了。很多人说，高风险高回报，低风险低回报。其实，低估值带来的安全边际是获得低风险高回报的最佳路径。价值1块钱的公司，5毛钱买入，即使后来发现主观上对公司的估值出了30%偏差，或者客观上公司出了意外导致价值受损30%，两种情况下该公司仍值7毛钱，投资者仍不吃亏，这就是低估值带来的安全边际。

3.有“冗余设计”，有“备用系统”来限制下跌空间

安全边际好比工程施工中的冗余设计，平日看似冗余，灾难时才发现不可或缺，例如核电站仅有备用发电系统是不够的，最好还能有备用的备用。现实生活中百年一遇的灾害可能十年发生一次，股市更是如此。铤而走险虽然能在许多时候增加收益，但是某天你会发现“出来混，迟早是要还的”。零乘以任何数都是零，所以特别要警惕毁灭性风险。垃圾股如果没有更大的傻瓜接下“接力棒”，股价是没有“备用系统”支撑的。博傻游戏玩久了，骗子越来越多，傻瓜就不够用了，还不如在低估值和基本面的双重保险中寻找安全边际。

4.价值易估，不具反身性，可越跌越买

有安全边际的公司通常业务简单，价值易估，不具有反身性。索罗斯所说的反身性是指股价下跌本身对公司基本面有负面作用，易形成自我强化的恶性循环。例如贝尔斯登股价跳水会导致交易对手“挤

兑”，有反身性，故不能越跌越买；可口可乐股价跳水丝毫不影响它卖饮料，无反身性，故可越跌越买。

投资微论

鼻莫如大，目莫如小 韩非子说，雕刻的原则是鼻子不如先做大一些，眼睛不如先做小一些，因为“鼻大可小，小不可大也；目小可大，大不可小也”。凡事要留有余地，做投资也一样，因为市场总是天有不测风云。没有足够安全边际时，别抱侥幸心理孤注一掷。没有把握时，不妨均衡配置，先处不败，而后求胜。

止损

保罗·琼斯（Paul Jones）是我最尊敬的对冲基金经理之一，他的座右铭是“失败者才在亏损股上越跌越买、摊低成本”。对于趋势投资者而言，止损不止赢是短线交易的第一法则，自不必多说。那么，对于价值投资者而言，应该如何对待亏损股呢？止损，死扛，还是越跌越买？

要回答这个问题，我们先回顾一下卖股票的三个理由：基本面恶化；价格达到目标价；有更好的其他投资。换句话说，价值投资买的就是便宜的好公司，所以卖出的原因就是：公司没有想象的好；不再便宜；还有其他更好更便宜的公司。这三个理由均与是否亏损无关。

许多人潜意识中把买入成本当作决策依据之一，产生了常见的两种极端行为：一种是成本线上，一有风吹草动就锁定收益；成本线

下，打死也不卖。另一种是成本线上无比激进，因为赚来的钱赔了不心疼；成本线下无比保守，因为本钱亏一分也肉痛。这两种极端都是人性中的“心理账户”在作祟。

忘掉你的成本，是成功投资的第一步。全市场除了你之外，没有人知道或关心你的买入成本，因此你的成本高低、是否亏损对股票的未来走势没有丝毫影响。保罗·琼斯在判断哪些股票是失败者的时候，并不是从自己的成本，而是股价的近期高点起算的——那才是人人都看得见的参照点。

忘掉成本，也就不存在亏损股和盈利股的区别，也就不会总希望在哪里跌倒就从哪里爬起来。许多人在某只股票上亏了钱，总想从这只股票上赚回来，结果是在哪里跌倒就在哪里趴着，反而错过了很多其他机会。投资就是个不断比较不同股票的过程，与成本无关。

熊市末期，价格显著低于价值，常常吸引价值投资者买在底部的左侧，这时候止损就容易倒在黎明前的黑暗里。然而，不止损就有潜在的毁灭性风险的问题，不可不慎。所以，不止损是有很严格的前提条件的：必须避开各种价值陷阱；所买的股票有足够安全边际；所承担的只是价格波动的风险而非本金永久性丧失的风险。上一章和本章其实就是试图回答这样一个问题：什么条件下可以死扛，什么条件下必须止损。对投资者而言，这是个生死攸关的问题。比尔·米勒（Bill Miller）在辉煌了15年之后晚节不保，在第16年把前15年的超额收益悉数退还给市场的前车之鉴，值得每个投资者深思。

投资微论

收缩战线 市场调整时，我习惯的应对方法是花更多时间把组合里的个股梳理一遍，多读几篇报告，多想几个问题，多和研究员讨论，多和管理层沟通，然后减少持股个数，把筹码集中到那些核心优势最强、估值最低、自己研究最透、敢越跌越买的10~15只股票中。拳头缩回来是为了更好地打出去。

食品安全的资产组合理论 我们公司的食品饮料研究员从业多年，曾是新财富最佳分析师前三名。关于食品安全，他有一个简单易行的对策：“什么都吃，什么都不多吃。”此举可以保证任何食品的安全出问题时都不至于受到太大伤害。这有点像资产组合对个股风险的分散，因此我戏称其为“食品安全的资产组合理论”。

09

价值投资的局限性

格雷厄姆投资时特别强调低估值，有人批评这种做法是“捡烟屁股”，不过考虑到他所处的大萧条时代就不难理解这一选择。当大多数人买不起面包时，品牌、成长性、定价权只能是空谈。当时很多股票的市值低于其流动资产减去负债，这样背景下强调买绝对便宜的股票是正确，每个成功者的投资理念都带有一定的时代烙印。

听邱国鹭谈行业投资

#骑马找马#

去年白马股受冷遇，黑马股受追捧，二者的估值差已近十年高点。其实，白马股在品牌、渠道、成本和管理等方面的竞争力远优于黑马股。放着低价白马股不买，偏买高价黑马股，梦想黑马能成长为下一个白马，这岂不是骑驴找驴，骑马找马？

#一月风向标#

在A股过去的21年中，有17年里股市全年走势与一月份的走势在涨跌方向上是一致的，准确率高达81%，胜过所有的策略分析师和经济学家。无独有偶，美国过去60年中，“一月晴雨表”的正确率也是80%，所以华尔街有个谚语叫“一月定全年”。中国股市自成立以来，有11年的1月份是上涨的，其中，有9年出现了全年股市上涨，例如 2006、2007和2009年的1月份都是上涨的。相对照的是，在1月份下跌的10年中，有8年全年股市下跌，例如2008、2010和2011年。

很多人认为价值投资是放之四海而皆准的投资方法，应该在任何情况下都无条件地坚持。事实上，价值投资有其特定的适用范围和条件，清楚地认识到价值投资的局限性是成功投资的必径之道。

简单地说，价值投资就是当股票价格低于公司内在价值时买入，当股票价格高于内在价值时卖出。因此，价值投资的第一个基本条件：所买的公司的内在价值应该是相对容易确定的。为什么巴菲特只买商业模式简单并且跟人们日常生活息息相关的公司？道理很简单，这些公司的未来盈利增长非常稳定，因而其内在价值很容易被确定。

巴菲特最成功的投资大多在日常消费品领域，例如可口可乐、宝洁、吉列刀片和绿箭口香糖。如果把这些公司的历史盈利状况以图表示，几乎就是一条斜向上的直线。相反，有很多行业，其未来的现金流几乎可以说是不可预测的，因此很难对公司的内在价值进行有意义的估测。这种情况下，趋势投资往往更为合适。例如，在有色行业中，矿山的储量也许可以估计，但是这些储量未来几十年什么时候能挖出、挖出后以什么价格售出，几乎是不可预测的，因此市场上有色股的走势常常是顺着其对应的金属价格的趋势而动，与其内在价值关联不大。

大多数的外汇交易员也都是趋势投资者，因为界定一种货币的内在价值几乎是不可能的事。值得一提的是，在多数新兴行业和新兴市场国家，股票的价格很大程度上体现的是未来的增长，因此很难界定其内在价值，一个极端的例子是十年前的互联网行业。纵观今天的A

股，很多行业、公司存在同样的问题，因此奉行价值投资不宜生搬硬套。

价值投资的第二个基本条件：所投资的公司的内在价值应该相对独立于股票价格。看看巴菲特投资的可口可乐、宝洁等公司，这些公司不论股票价格怎么跌，都不会影响到公司业务的正常开展。相反，有些公司一旦股价跳水，直接影响到公司业务的开展，例如贝尔斯登和雷曼，一旦股价跌幅超过一定程度，大批的对冲基金停止与其交易，并提出提款要求（实际上就是挤兑）。这种情况下，公司的内在价值可以在一夜之间蒸发殆尽，再坚持越跌越买是非常危险的。

索罗斯一再强调的反身性本质上就是价格对价值的这种反作用力。在一定条件下，这种反身性会自我加强，导致恶性循环，因而股价的表现会大大出乎价值投资者的意料。很多美国的杰出价值投资者在2008年血本无归，就是没有认识到反身性的力量。A股中也有一些公司的内在价值依赖股票价格，最典型的德隆系靠高价格的股票获取抵押贷款来进行外延式扩张，一旦股价崩盘，公司就灰飞烟灭。

价值投资的第三个基本条件：要在合适的市场阶段采用。牛市的上半段往往更适合价值投资者。牛市刚开始时，悲观情绪弥漫，许多股票价格被严重低估，此时正是价值投资者大展拳脚的好时机。到了牛市下半场，估值从合理水平向高估迈进，铁杆的价值投资者往往对股市的泡沫充满警惕而提前清仓出场，反而是趋势投资者更能顺势而为，游刃有余。

和大多数新兴市场一样，中国股市历来都是涨的时候超涨，跌的时候超跌。牛市中期以后，股价一般已经高于公司的内在价值，但这并不意味着股市会见顶。严格地遵循价值投资，往往容易错过牛市下半场。熊市中场也是价值投资的陷阱，价值投资者容易抄底抄在半山腰，花旗银行的股价从60美元跌至1美元的过程中就套牢了一大批试图抄底的价值投资者。

价值投资的第四个基本条件：选取合适的投资期限。价值投资实现收益的前提条件是股票价格会向其内在价值靠拢。在现实生活中，价格偏离价值是常态，价格回归到价值往往需要漫长的等待。因此，价值投资一般更适合长线投资。如果能像巴菲特那样投资期限是10年以上，也就不用担心第三个条件中提到的市场阶段问题了，因为10年足以跨越牛熊市场周期。相比之下，趋势投资更适合中短线投资者。A股市场中许多投资者理念上对价值投资倍加推崇，操作中却常常快买快卖做波段。这样的投资者不如全心全意去研究趋势投资，追涨杀跌，更有可能获得超额收益。

讲价值投资的局限性，并不是贬低价值投资，相反，过去十年我一直都是价值投资的铁杆实践者，也正是在实践价值投资的摸爬滚打中，才认识到因地制宜、因时而异的重要性。对于任何一种投资方法，只有认识了其局限性，才能提高应用的有效性。

投资微论

三种投资风格 价值投资和成长投资的区别在于：价值投资者认为未来充满不确定性，因此公司的价值应该主要来自现有的资产、利润和现金流；成长投资者认为买股票就是买未来，因此成长性是企业价值的主要来源。两者都兼顾一点的中间派是GARP（Growth at Reasonable Price，合理估值的成长投资）。

价值投资的两种定义 第一种定义是相对于投机而言，强调价格低于价值，其实就是投资。巴菲特说“所有的投资都应该是价值投资”就是此意。另一种是相对于成长投资而言，强调买的公司须有资产、利润和现金流，而不仅仅是未来成长的可能性来支撑其价值。海外机构用的大多是第二种定义。

往事如烟

1.泡沫

我入行的那年正赶上互联网泡沫，那是有史以来价值投资最受质疑的一年。纳斯达克从2 500涨到5 000点，巴菲特的伯克希尔股价却跌了50%，媒体上充满对巴菲特“廉颇老矣，尚能饭否”的讨论，他的年会也不像现在这样门庭若市。那一年公司的业绩排名自然很不理想。那年呼风唤雨点石成金的网络先锋，泡沫破灭后大都成了先烈。如果更多的人记得那段历史，也许就不会有这么多100倍估值的小股票了。

2.好汉不赢头盘棋

入行第一年就遇上公司业绩落后，对一个职业投资人而言其实是件好事：可以学会如何在逆境中坚持自己的投资理念，学会在压力下保持头脑的冷静，学会在谷底要有仰望星空的勇气。就好比赌徒，职业生涯一开始就赢钱的一般难成大器，先输钱的反而能在本钱不大时获得宝贵经验。

3.淡定是怎样炼成的

我的第一任老板、公司首席投资官对我的投资理念的形成有巨大的影响。在泡沫顶峰，大家都在说“这次不同了”，他却坚定地说

“这也会过去”。他经常鼓励我看旧书、旧报告、旧杂志。历史读多了，对许多事情就见怪不怪了。

4.楷模

不仅在投资上，在做人上我的第一任老板也堪称楷模。他不到50岁就退休了，把公司股份低价转给包括我在内的其他合伙人，然后义务为一家慈善机构打理资产。尽管事业有成，他为人却一贯低调。他的住处树木茂密，每年秋天落叶无数，他都坚持自己清扫、打包。他还记得大楼里每个清洁工的名字。

5.芒格的标准

芒格对年轻人择业有三个建议：别兜售你不相信的东西，别为你不敬佩的人工作，别和你不喜欢的人共事。生活所迫时，要满足这三个条件简直是奢侈。但是第二条，找一个你敬佩的老板，却是在任何时候都应该尽量坚持的。

6.先天还是后天

投资能力是天生的还是后天培养的？多数人倾向于后者，但我的老板认为，你要么有投资能力，要么没有，这是没法后天学习的，就像篮球教练们常说“身高是无法后天训练出来的”一样。话虽如此，他长期积累的许多投资经验其实是可学的，特别是在宏观分析和板块轮动方面。

7.宏观

许多精选个股的人对宏观分析嗤之以鼻。其实，宏观分析和投资策略对大资金而言是极其重要的。所谓经济周期，就是周而复始的；周而复始的东西就有规律可循，有规律可循的东西就可学。

8.逻辑

初学投资策略时我写了篇颇为自得的报告，屁颠屁颠跑去交给了老板，他的第一句评价是：“逻辑性很强。”我赶紧做谦虚状：“过奖过奖。”他笑着说：“别误会，这不是夸奖，是指出你的不足。逻辑性强的策略报告一般没用，因为市场经常不讲逻辑。”在经历了市场的几次大起大落之后，我回想起这句话，言犹在耳。老板并不是说策略报告不需要逻辑，而是说成功的策略需要对市场短期的反逻辑性的非理性行为有充分的考量。

9.价值投资者

投资方式与个人性格息息相关，价值投资者买任何东西都讲究物有所值、价格低于内在价值，因此在生活中往往节俭而朴素，像巴菲特那样“小气”——我以前的许多合伙人就是如此。在美国时，圈内人如果笑着说某个人“是个真正的价值投资者”，意思其实是他很节俭。

10.口音

合伙人们生活节俭，但对员工培训不惜血本，常送我去参加各种天价培训班，还专门聘请了一位大学英语老师给我做了几个月的一对一英语发音矫正。可惜烂泥扶不上墙，我说的英语至今仍有浓重的中

国特色（确切地说，是闽南腔）。好在他们对Chinglish的理解力提高很快，沟通才顺畅了。

11.会计造假

各国会计准则不同，但会计造假的手法却大同小异，留下的蛛丝马迹也惊人相似——这是我后来管理环球对冲基金时的体会。当年老板让我仔细钻研法务会计学，找出会计欺诈的常见信号，并把一批涉嫌造假的公司“打入冷宫”。两年后（2002年）我不得不感叹他的先见之明。

12.会计丑闻

某知名财经杂志有点悲剧，它在泡沫破灭前评出的三个年度最佳首席财务官分别来自安然、世通（WorldCom）和Global Crossing，后来这三家公司都被发现是彻头彻尾的会计欺诈。丑闻大面积爆发，到处都是裸泳的人。多亏老板的前瞻性，我们的组合安然无恙。

13.师出同门

某世界级CEO在中国是家喻户晓的偶像，他写的自传至今被奉为管理学宝典（你如果上过国内商学院，就一定读过他的书）。但是在一个法务会计的培训班上，我的同事却发现同学中有许多该公司的财务经理。看来，侦察与反侦察的人是同一个老师教出来的。

14.稳定增长是如何炼成的

既卖矛又卖盾的老师，你不得不佩服：一半的学员在学如何发现会计造假，另一半的学员在学如何平滑利润不被发现。当然，适度地平滑利润也不是什么大事，该公司至今仍是众人偶像，只是我知道这件事后对其的敬意就大不如前了。

15.山外有山

在华尔街找工作有时是件很伤自尊的事，不论到哪儿都是高手如林。记得在曼哈顿的一家对冲基金面试时，面试官问我得过什么竞赛方面的奖，我说中学时物理竞赛和计算机程序设计竞赛都得过福建省第一名，还补了一句说福建省有3 000万人。面试官笑了，隔着玻璃墙指着大厅里的那些分析师和交易员说，这两个是国际物理金牌，那两个是国际数学金牌，这里不是大学招生办，我们不关心省级比赛。

16.初生牛犊不怕虎

记得还有一次，面试的最后一个问题是，“你为什么选择投资作为职业？”我操着极其蹩脚的英语说，“因为我热爱，而且我擅长”。老板皱了皱眉头说，你也太过于自信了。然后他录取了我。事后，老板对我说，在你这年龄，说“擅长投资”，那是不知天高地厚，不过我看得出你说“热爱投资”时是发自内心的。15年之后的今天，如果再有人问我同样的问题，我也许会有同样的回答——“因为我热爱，而且我擅长”，但我会补充说，只有前半句我没有吹牛。

17.“刚刚好”的基金经理

曾有个合伙人，他管理的基金中的基金在挑选对冲基金时，喜欢个人身家“刚刚好”的基金经理：身家不够的说明混得不好，水平不够；身家太高的已经有了绝对财务自由，干活往往就不够投入了（除非是那些真心热爱投资的人，标准是看他有了钱之后是否开始注重个人享受）。

18.最好的投资机会

以前的一个合伙人曾说，最好的投资机会往往是不需要动脑筋的，就像一大块金子躺在路中央等你去捡那么简单。我问，那其他人为什么不捡呢?他说，最好的投资机会出现时，大家都认为那是陷阱，都绕着走。我问，难道没人看得出那是金子吗?他答：有啊，不过最先看出是金子的那几个人都掉陷阱里了。

19.长寿的秘诀

有次和美国一位前辈对冲基金经理吃饭，90岁高龄仍每天工作12小时的他拄着拐杖，在停车场很从容地弯腰捡起了一分钱的硬币。他长寿的秘诀之一是为他的私人医生们理财，而这些医生们自然会尽力地保证摇钱树的健康。

几句废话

1.股市的历史就是政策与经济博弈的历史。经济好时股市不一定好，经济差时股市不一定差，因为看得见的手经常干预看不见的手。

2.政策与经济的博弈，历史经验看，最终胜出的一般是政策，因为政策的特点是不达目标就逐步加码，直到达成目标为止。所以说A股是政策市，不是经济市，因为看得见的手经常打败看不见的手。

3.欧债问题与A股的中期走势关系不大。即使发生最坏的情况，短期恐慌之后，其对中期宏观政策放松的促进作用完全足以抵消其对中国经济的负面作用。

4.目前中国的各项经济指标，包括工业增加值、用电量、M1、社会零售额增速、地产新开工、政府基建投资等，都已达到或差于2008年年底的水平。但是，对政策影响最大的两个经济指标：就业和通胀，都还未到适合政策大幅放松的地步。

5.向前看，CPI将在近期回落到3%以下，打开政策放松的空间。中国经济和社会就像自行车，保持平衡的前提是保持速度，特别是换届之年“稳”字当头，不会等到就业低迷才出手，因此，政策放松加码只是时间问题。

6.政策底领先于市场底，市场底领先于经济底。因此，在经济差成为共识时，与其担心经济，不如关注政策。

7.2008年年底的政策导向是“出手要快，出拳要重”，2011年年底以来的政策导向是“预调微调”，力度不可同日而语，所以股市表现也大相径庭。

8. 由于各方对上一轮4万亿刺激“用药过猛”颇多批评，这一次的危险在于“用药过轻、用药过迟”。这是股市中期最大的风险点。

9. 目前的瓶颈是资金来源不是项目，因此最关键的指标还是信贷增速。股市见底回升的速度和力度，取决于货币政策放松的速度和力度。

10. 到目前为止，货币政策放松的速度和力度差强人意，所以股市的回升过程也是跌跌撞撞、反反复复。尽管中长期前景看好，期间也会有恐慌时刻，那就是最后的补票机会。

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第四部分
投资策略

我的老师是历史。我觉得没有什么新鲜事在发生，所有发生了的或者将要发生的，已经在过去发生过了。

谢清海

10

四种周期、三种杠杆，行业轮动时机的把握

对有色股谈价值投资无异于对牛弹琴，叫一重要的就是趋势，包括大宗商品的趋势和有色股价的趋势。

听邱国鹭谈行业投资

#未来中国的行业趋势#

中国在可预见的未来不太可能出现下一个辉瑞、下一个沃尔玛，但出现下一个卡特彼勒、下一个三星还是有希望的。从国际分工看，每个国家都有自己的比较优势，这是国际贸易带来的必然结果，而且一个国家的长期牛股与其比较优势是一致的，如巴菲特在美国买消费和金融，这是美国的优势行业，但巴菲特在亚洲买的则是浦项钢铁、中石油、比亚迪这些在亚洲具比较优势的行业和公司。

#有品牌优势的消费股#

我更看好有品牌优势的消费股，这与如今媒体碎片化的现状有关。10年前有一半的人都在看中央电视台，那时广告的效果就好，现在大家看手机、玩微博、打游戏，分散的受众决定了重塑一个品牌的难度更大，成本也更高，所以品牌的护城河作用也就更不易被替代。

#国家的比较优势#

一个错误的逻辑是，因为美国的医药股占其总市值的13%以上，因此中国未来也要如此。为什么意大利的医药股只占总市值的1%不到，却涌现了阿玛尼、PRADA等奢侈品牌？难道意大利没有老龄化吗？这只是因为不同国家的比较优势不同罢了。

对于大资金来说，行业配置对总体投资收益的影响常常比精选个股更为重要。一个好的荐股逻辑包括三点：估值，这只股票为什么便宜（估值水平与同业比、与历史比；市值大小与未来成长空间比）；品质，这家公司为什么好（定价权、成长性、门槛、行业竞争格局等）；时机，为什么要现在买（盈利超预期、高管增持、跌不动了、基本面拐点、新订单等催化剂）。同样的道理，行业配置的逻辑框架也不外乎估值、品质和时机这三个要素。

估值是最容易的部分，哪个行业便宜、哪个行业贵，一目了然，只是大家都把便宜的行业当作夕阳行业而不愿意买罢了。

行业的品质则稍难把握，简单地说就是好行业赚钱不辛苦、坏行业辛苦不赚钱，复杂点说也无非是行业门槛、行业集中度、行业对上下游的定价权等老生常谈的东西。

本章的重点是第三个要素：行业轮动的时机。在三要素中，时机是最难掌握的，往往需要投资者对经济周期和市场周期进行前瞻性判断。我15年前进入基金业的第一份工作是定量分析师和策略分析师，之后数年分析了多个国家的多个经济周期和股市熊牛替换的大量数据，也做了一些关于行业轮动时机选择的粗浅思考，总结出一些自以为有点规律性的东西，概括为“四种周期、三种杠杆”。2009年3月，我刚加入南方基金不久，曾在内部季度策略会上给同事们就此话题做过一次介绍，以下是节选的部分内容。

（一）四种周期

1. 政策周期
2. 市场周期（估值周期）
3. 经济周期
4. 盈利周期

在市场的不同阶段，这四种周期的演变速度和先后次序是不同的。熊末牛初，股市见底时这四种周期见底的先后次序是：

- 政策周期领先于市场周期。在货币政策和财政政策放松后，市场往往在资金面和政策面的推动下进行重新估值。
- 市场周期领先于经济周期。美国历史上几乎每次经济衰退，股市都先于经济走出谷底（2001年的衰退除外）。
- 经济周期领先于盈利周期，换句话说，宏观基本面领先于微观基本面。过去70年中，美国的经济衰退从未长于16个月，但是盈利下降经常持续2~3年甚至更长。
- 熊末牛初，判断市场走势，资金面和政策面是领先指标，基本面是滞后指标。熊市见底时，微观基本面往往很不理想，不能以此作为低仓的依据。如果一定要等到基本面改善才加仓，往往已经晚了。

（二）三种杠杆

1. 财务杠杆：对利率的弹性
2. 运营杠杆：对经济的弹性

3. 估值杠杆：对剩余流动性的弹性

- 第一阶段，熊市见底时，经济仍然低迷，但是货币政策宽松，利率不断降低，常常是财务杠杆高的企业先见底。此时，某些高负债的竞争对手已经或者正在出局（破产或者被收购），剩余的企业的市场份额和定价权都得到提高。
- 第二阶段，经济开始复苏，利率稳定于低位，此时的板块轮动常常是运营杠杆高的行业领涨，因为这类企业只需销售收入的小幅反弹就能带来利润的大幅提升，基本面的改善比较显著。
- 第三阶段，经济繁荣，利润快速增长，但是股票价格涨幅更大，估值扩张替代基本面改善成为推动股价的主动力，此时估值杠杆高，有想象空间的股票往往能够领涨。
- 第四阶段，熊牛替换时，不要太在意盈利增长的确定性，而应该关注股票对各种正在改善的外部因素的弹性。所谓的改善，并不一定是指正增长，也可以是下降的速度放慢，或者下降的速度好于预期。

（三）周期分析

牛市和熊市是四个周期和三个杠杆的博弈与互动。

- 有周期性就表明有可预测性。只有认识了四种周期的先后顺序和相互间的作用，才能在牛熊更替中作出有前瞻性和预见性的判断。

- 有杠杆，股价的波动幅度就常常会出人意料的剧烈，投资者往往因忽视了杠杆的力量而低估了股价的波动幅度，在牛市初期认为股价的上涨超出了基本面的支持。只有认识了杠杆的力量，才能认识到股价的波动和基本面的波动是不成正比的。
- 投资周期性股票，一定要在炮火声中买进，在烟花声中卖出。例如，消费者信心低迷时通常是买入可选消费品股票的好时机。
- 当股市经过大跌达到合理的估值水平之后，开始在资金面和政策面的推动下上涨，这时不应该过多地担忧基本面（这就是华尔街常说的翻越忧虑之墙）。熊市见底时，基本面总是很不理想，呈现出所谓的黎明前的黑暗。

几年后回头看，四种周期所对应的政策底（2008年8月）、市场底（2008年11月）、经济底（2009年3月）和盈利底（2009年6月）在上一轮的熊牛替换中得到了市场的依次验证。

这一轮的市场启动则有所不同。此次政策底在2011年11月30日首次“降准”时出现，之后2012年1月初的2 132点当时看似乎是市场底，但是距离政策底的时间太短、调整幅度太小，后来没能守住（当然，即使把2 132点当作市场底，能坚定持有到现在也不吃亏）。最后的市场底目前看是到2012年12月5日的1 949点才出现，与政策底相差了整整一年。究其原因，主要是这次政策放松的力度大大低于市场预期，而且后面没有持续的放松政策跟进。2012年下半年的上海银行间

拆放利率还是上升的，说明货币政策的放松在下半年基本停滞，在这样的货币政策环境下，市场底延后出现也就不足为奇了。

尽管市场底的出现迟于往常，但是三种杠杆的轮动到目前为止似乎还是依次展开了。高财务杠杆的金融地产从2011年11月30日的“降准”之日起开始有较明显的相对收益。一些高运营杠杆的周期股（例如水泥、汽车等）也在2012年9月起领先市场3个月见底，之后大幅地跑赢了股指。随着经济见底复苏的迹象越来越明显，市场轮动明显加快。

必须指出的是，运营杠杆高的行业里许多是低盈利、高波动、没有定价权的烂行业。实际上，利润率低的行业的运营杠杆正是最高的，1%的净利润率回升到3%，就是3倍的利润增长，这种周期性的利润复苏往往是股价上涨的短期驱动力。在前文2009年3月的介绍节选中，得出的结论是推荐运营杠杆最高、弹性最大的板块——按当时的标准是钢铁和航运，这恐怕整个股市中最烂的行业了，高度产能过剩且没有产能退出机制，导致行业长期净利润率极低。之后的4个月内，航运和钢铁的一些龙头股票上涨超过了100%，但是如果没有及时卖出，长期持有难免血本无归。这种烂行业只能做波段，买对还得卖对，刀口舔血的活儿，只适合在经济有强复苏、股市有大行情的背景下进行。

然而，目前中国经济的内、外部条件与2009年时有着明显差异。简单地说，这一次经济复苏的力度可能明显小于2009年。当时有4万亿的项目和10万亿的贷款汹涌而出，还有美国正在展开的定量宽松，目

前这两个条件都不具备。虽然有欧洲和日本的货币宽松，但是对美元计价的大宗商品的价格走势的影响大不如前，因此对许多资源导向的发展中国家的经济促进力也大不如前。另外，过去两年的经济下行，只有去库存没有去产能，同时中国成本优势的削弱大大降低了实体经济产能扩张的意愿，这些因素都限制了复苏的强度。在这样的小周期的背景下，强周期的行业还能有多大空间值得斟酌。

相比之下，金融地产仍是性价比最高的周期股。目前，金融地产在估值和品质方面明显占优，强周期行业在时机方面也许占优（如果你相信强复苏和大牛市的话），也许不占优（如果你认为是弱复苏和中级反弹的话）。权衡再三，金融地产的胜算似乎更高些，特别是市场化管理的股份制银行和不怕调控的龙头地产股，其中，一些“地产+X”的公司可能更具估值修复和盈利改善的空间。如果是弱复苏，低估值、高定价权的金融地产明显更有安全边际；如果是像2009年那样的强复苏，其实当年金融地产的涨幅也并不弱于其他强周期股。

单纯的行业轮动的时机选择是个吃力不讨好的苦差事，能做对的总是少数，必须结合估值和品质综合考量。尽管本章主要探讨的是时机选择的工具，正确的做法其实应该是淡化时机选择（要素3），把投资的立足点牢固地建立在便宜的好公司上（要素1和2），因为只有估值和品质才是投资中能够把握的事，时机的选择更多只是尽人事，听天命罢了。

投资微论

价值投资者VS趋势投资者 价值投资者的悲剧常是买早了，下跌后没守住；趋势投资者的悲剧常是卖晚了，下跌后又舍不得斩仓。价值投资者一般是左侧投资者，既然悲剧常是买早了，那么建仓宜缓，不妨等负面消息出来股票也不跌时再买。趋势投资者是右侧投资者，既然悲剧常是卖晚了，那么斩仓就要狠，因为趋势一旦破了就难修复。

11

未来 10 年：投资路在何方

在市场上求生存，有的人靠跑得快，有的人靠熬得住，两种人都能赚钱。最怕的是那些初跌时跑不快、深跌后又熬不住的人。

听邱国鹭谈行业投资

#买入时机#

最好的买入时机是卖家不得不在短期内快速清仓的时候。当许多卖家因为风控止损、产品清盘、客户赎回、基金经理撤换等原因而不顾价格地急抛时，往往能砸出股价的阶段性低点。只可惜，当许多人不得不急卖时，其他人往往也面临减仓的压力而不能买。事后回头看，觉得几乎不可理喻的低价其实就是这样产生的。

#保持独立性#

市场悲观情绪弥漫或者乐观情绪泛滥时，若要保持独立性，最好是不和别人讨论，不看盘，不读当期卖方报告，关起门来读本老书、翻些旧报告，心里重温一下那句老话：人类的智慧如果压缩成一句话，就是“这很快将会过去”。这样做有点阿Q，有点鸵鸟，但不会人云亦云。

#消息与股份#

一样的消息，由于市场环境和市场参与者情绪的不同，在股价中可以有截然不同的体现。弱市中，利好消息常被当作出货的机会；强市中，利空消息常被当作补仓的机会。当市场对坏消息不敏感、对好消息敏感时，表明市场的人气在恢复，也表明悲观预期已经充分反映在低估值中了。

现在和10年前比最大的不同是什么？最大的不同就是中国经济的竞争力正在迅速削弱。过去10年我们取得了越来越大的国际经济贸易的市场份额，靠的是什么？靠的是低成本，而这个成本优势在今后5~10年内很可能会被大幅度削弱甚至丧失。

成本上升的主要原因有五个：劳动力成本的上升；环保成本的上升；土地成本的上升；资源和能源成本的上升以及人民币汇率的上升。这些因素在过去5年、10年中不断地累积，在过去两三年中进一步加速。为什么近年来的宏观调控越来越频繁、越来越短期化？原因之一就是在成本升高后，几个调控目标之间越来越难以兼顾，一放松通胀就抬头，一收紧经济就不行，政策腾挪空间越来越小。

未来10年我们将要面对的问题

今后5~10年，我们的内在经济增长速度与过去10年相比可能大幅度降低。现在大家说可以到7%，但也许会是6%或者5%，这个只有10年之后我们才会知道。由于成本上升，今后10年的通胀也会比现在高，也许是4%、5%甚至更高，这个我们现在没办法去定量地判定它，但是“滞胀倾向”这个趋势是不可逆转的。我说的不是“滞胀”，而是“滞胀倾向”，就是今后5~10年的经济增长速度可能放慢到7%以下、通货膨胀上升到4%以上的这样一种倾向。借用比尔·格罗斯（Bill Gross）的说法，这种成本升高之后的“滞胀倾向”也可被称为中国经济的“新常态”。这个新常态就是成本更高，通胀压力更大，经济的内生潜力更低。

它会带来什么后果呢？过去10年，投资和出口是拉动中国经济增长的主要动力。成本大幅上升后，出口这条路走不通了，在今后10年中，贸易顺差不可能再提高太多。想要靠增加出口来推动一个52万亿GDP的经济体，不仅其他国家受不了，中国的环境和资源也受不了。

没有投资增长和出口增长带来的收入增长，消费是没有办法自己加速增长的，特别在现在我们的收入分配体制改革还没有进一步完善、中产阶级还没有形成之前，希望消费能贡献3%~4% 以上的GDP增长是不现实的。

所以在这种情况下，留下的抓手就是投资。投资中40%是工业投资，但是工业投资在今后5~10年里再指望它快速增长也不太现实。为什么这么说呢？过去20年的工业投资和产能扩张的大背景是中国从自给自足的封闭式经济体转变为世界工厂的开放式经济体。如今，成本大幅上升之后，包括耐克和Coach在内的品牌商开始把工厂搬离中国，外商投资的迅速增长很难指望了。同时，由于环保因素，今后几年落后产能淘汰的力度必将大幅加大，再加上各种成本的上升和出口增速的下降，国内的工业产能扩张速度也会大幅放缓。

剔除出口、消费和工业投资，就只剩下基建投资和房地产投资了，三驾马车现在只剩下一架的三分之二还可以跑，中国经济的出路在何方？有人说，不是还有经济转型和新兴行业吗？经济转型是一代人的事，远水解不了近渴，指望新兴行业和经济转型能在5~10年内起到立竿见影的作用是大跃进式的一厢情愿。所以，在2020年前，要想

经济增长“保7”，基建和房地产投资是仅存的动力。而且，从人口红利和储蓄率的角度看，今后7~8年是中国提升基础设施的最后机会，之后将很难找到足够的基建工人和足够的低成本资金。

换一个角度，从供给层面来分析，经济发展的三大推动力是人口的增长，人均资本（包括土地）的提升以及人均劳动生产率的提高。创新和改革长远看有利于提高劳动生产率，但是改革的初期不见得能立竿见影。例如，水电油气要素价格的改革，长期看有助于理顺机制、节约资源和增加供给，但是改革的初期却更多地体现为要素价格的提升，经济运行成本的增加。

我们现在人均GDP是6 200美元，在成本上升的情况下克服中等收入国家陷阱，出路是什么？出路就是城镇化。现在关于城镇化的争论很多。从经济发展的三大推力上看，城镇化首先能够延续城市的人口红利，农村总的人口可能没增长，虽然总的劳动力人口也许不再增长，但是城镇化可以进一步推进城市的人口增长。其次，通过农村土地的流转实现土地资本的货币化，人均资本就能够增加，剩下的农业土地集约化使用，留在农业的劳动力的人均土地就能增加。再次，劳动生产率方面，中国过去10年对劳动力提高最大程度的实现，就是农民工的进城。人口的聚集和分工协作的深入是劳动生产率提升的最直接途径。过去这几年农民工工资增速较快，正体现了他们劳动生产率的提高。城镇化与新兴行业相比，我们的地方政府更知道怎么实现城镇化，相比之下，新兴行业大干快上反而造成了更多的重复建设和资

源浪费，过去几年太阳能、风能、锂电池、电动车、LED等一系列新兴行业的困境充分证明了这一点。

中国能否跨越中等收入国家陷阱，关键就看能不能在今后5~10年执行好城镇化的战略，实现投资与消费的良性互动，促进城镇人口增长、人均资本增加和人均劳动生产率提高。供给层面的这三个改善才是真正应对成本上升的最佳路径，依靠收紧货币政策、地产调控等实际上进一步增加成本、加重滞胀倾向的政策反而无益。

投资微论

中国有18亿亩的耕地，美国有30亿亩，美国的农民占总人口比例为2%，也就是有700万农民，参照美国的劳动生产率，中国的耕地只能容纳400万农业劳动力，就算中国农业达到美国1/10的劳动生产率，也只能容纳4 000万农民，这说明中国的城镇化进程还远没有结束。根据目前的测算，每个人的城镇化对应的投资是15万~20万。未来，投资持续的时间可能要比我们想象的长。

未来10年的投资思路

在这种大背景下，今后5~10年的投资思路是什么？

第一，从资产配置的角度来讲，股票比债券好。你现在拿着债券可能有5%~6%的收益，觉得不错，但是扣除今后5~10年的通货膨胀率后就所剩无几，甚至不排实际收益为负的可能。今后10年的“新常态”下，名义GDP增长仍然有10%以上，对有定价权的股票而言，实现利润的两位数增长并不难，这些股票在12倍以下的估值买入比债券更有吸

引力。同时，由于工业投资热度下降，实体经济对资金的需求下降，剩余流动性反而有可能更好，股市反映的主要是剩余流动性。我们可以参考日本的例子。1974年的石油危机之后的10~15年，日本的GDP从危机之前平均9%的增速下降到危机之后的平均4%~5%，增速减半，通胀压力更大，但是日本股市却迎来1975—1990年的大牛市。

第二，从商业模式上看，高利润的模式优于高周转模式，有定价权的公司会好于有成本优势的公司。看一个公司的核心竞争力，无非是资源优势、技术优势、品牌优势、寡头垄断优势、规模优势和成本优势。A股大多数公司的资源优势和技术优势是靠不住的，因为他们并没有真正的资源或真正的技术。接下来你要靠什么？在这种低增长、高通胀的新常态下，靠成本优势的企业比较难以维系，靠高周转的企业会发现周转成本越来越高，靠规模优势的企业有从规模经济变成规模不经济的风险，除非规模大到接近寡头垄断的地位。相比之下，寡头垄断和品牌优势在新常态下是最能持续的。关键还是看定价权，因为成本是越来越高的，需求增速却越来越慢，能否在需求不足的情况下把升高的成本转嫁给下游客户，这就要看企业是否有真正的定价权了。

第三，从投资风格上看，价值股好于成长股。有人说，经济增长减速，成长更难了，于是成长股有了“稀缺性”，因此估值应该更高。这好比说一张彩票，因为中奖概率降低了，因此该彩票的价格应

该更高，这个逻辑说不通。还有人说，困境倒逼转型，因此应该买新兴行业。

其实，低增长、高通胀的新常态对成长型企业是不利的。看一看美国的例子，低增长、高通胀的20世纪70年代，以“漂亮50”为代表的成长股的股价普遍跌去70%，相反，在美国高增长、低通胀的20世纪90年代，成长股表现最好。原因很简单：繁荣的经济、充裕的流动性更有利于企业拓展新业务、新产品，相反，经济低迷、通胀升高的背景下，企业举步维艰，哪有余力去创新？现在大家追捧的所谓“成长股”，十有八九是炒主题、炒概念的“伪成长股”，在逆境中生存的能力特别弱，这一点只要看一下2011、2012两年中小企业的利润下降的比例就清楚了。而且，成长股的现金流主要出现在几年以后，在高通胀的环境下，未来现金流的折现值大幅降低，成长股的估值应该更低才对。

但是，市场仍然热衷于“成长股”而抛弃银行、地产、白酒等低估值蓝筹股，认为他们是夕阳行业。其实，中国有14亿人，任何一个大行业，只要把握住行业的龙头地位，再发展20~30年是没有问题的。更何况地产是个很有定价权的行业，就像有的小区，路左边就是6万块一平方米的房子，路右边就是3万块一平方米的房子，同样的学区、同样的配套设施，不同开发商的地产就能卖出不同的价格，这就体现了不同的地产公司差异化的定价能力。前几天有人在争论政府是否把地产当成中国的支柱行业，这就好比争论米饭是否是中国人的主食一样

没有必要。不管你是否喜欢，现实是，在今后5~10年，地产仍然是中国经济增长的支柱行业。对于地产，政府会调控，但是不会打死，被压制的需求和被替代的需求，这二者是有本质区别的。

政府鼓励的行业很容易竞争过度和产能过剩，无锡尚德的破产就是最好的明证。政府压制的行业反而供给有限、竞争有序，龙头企业的日子反而更好过。而且，像银行、地产这样的大体量的行业，自有其内在的经济规律，不会因为国五条、银监8号文这样的政策改变就一蹶不振。事实证明，过去两三年那么严厉的政策变化都没有改变银行、地产行业的利润持续快速增长。目前市场对政策变化很可能过度反应了。

简而言之，低估值的、有定价权的蓝筹股，这就是我们新常态下的投资方向。

投资微论

股市风险论 如果股市是一棵大树的话，2014年年初有太多的人挤在最高最细的枝头上，摘着最青最涩的小果实，完全忘记了远离地面的风险。风来了猪都会飞。但是风刮久了，很多人就忘了风是迟早会停的，还有些人就开始相信猪是真的会飞的。

被忽视的价值 2013年，“乌龙指事件”让人们意外地发现，那些市值几千亿上万亿的原以为“绝对不可炒”的超级大盘蓝筹，居然只需要几千万或者一亿多就可以瞬间冲击涨停。这也从一个侧面说明了大盘蓝筹的交投是如此清淡、市场关注度是如此之低，只需要一点点阳光就可以灿烂。价值往往就存在于被市场忽视的角落，特别是当众人热衷于玩击鼓传花游戏的时候。

12

对冲中国：机遇与挑战

2013 年的创业板行情完美诠释了那句话：中国目前的创新有两种，一种是以创新的方式要流氓，另一种是以要流氓的方式创新。

听邱国鹭谈行业投资

#选对公司#

前阵子在饭桌上，某投资界资深人士感叹说：“现在的上市公司，10家中有3家是骗子，3家是吹牛，3家是傻子，只有1家在做事，但做成做不成还不好说”。这话难免夸大，但是上市公司的良莠不齐也是事实。所谓投资其实就是寻找那些认真做事并且能做成事的公司，然后在市场一片悲观时买入。即便真如斯言，10家公司只有1家在做事，只有0.5家能做成事，2 000只A股中也能挑出100家能成事的企业来，而一个投资组合只需要20几只股票而已。弱水三千，但取一瓢饮，关键是你要能保证你喝的这瓢水的水质。

#蟑螂理论#

中国人说，祸不单行。美国人说，你从来不会在厨房里只看到一只蟑螂，此即蟑螂理论（Cockroach Theory），指的是一个公司一旦爆发出一个问题，其背后往往隐藏着更多的问题，因为如果真只有一个问题的话，一般会被解决或掩盖而不会轻易暴露出来。此理论特别适用于高估值成长股。

#估值与预期#

估值低的股票，大家预期不高，偶尔基本面有点起伏，投资者也不会太在意。高估值的成长股预期很高，只要有一点坏消息，人们往往认为暴露出来的问题只是冰山一角，股价立即跳水。统计表明，许多成长股一旦有一个季度业绩低于预期，之后数个季度业绩低于预期的概率就会大大增加。

在过去的几十年中，对冲基金在海外市场有了长足的发展，管理资产规模持续上升，对冲策略也形成了十几个类别。随着中国资本市场的发展，对冲基金这个名称也逐渐为国内投资者所熟悉。

在中国市场，对冲基金面临着巨大的机遇，首先，中国是高储蓄国家，拥有巨大的客户的真实需求；其次，中国有创新和放松的监管大环境；再次，中国市场的动荡导致投资者对选股能力的需求更迫切。然而我们也看到，中国发展对冲基金面临着工具不足、人才稀缺、市场环境还不成熟等挑战和困难。

海外市场对冲基金发展现状

其实过去这几年世界的金融市场特别动荡，但是海外对冲基金的资产规模却每年都在上升，现在已经达到了2.5万亿美元，从这一点来看，传统资产管理向另类资产管理转移的趋势在国际金融市场上还是比较明显的，因为美国的共同基金业过去这几年，特别是股票型基金的资产其实是在逐步萎缩的，这和市场环境有一定的关系。

海外对冲基金主要可以分成两大类：对冲的和不对冲的。可能有人觉得很奇怪，为什么对冲基金不对冲？其实大多数对冲基金是不对冲的。像长短仓的对冲基金一边做多一边做空，但大多数都有做多的倾向。我们从资产管理规模的角度来讲，哪一类对冲基金占的规模大与市场环境是有关系的，比如在1990年，恐怕一半对冲基金的资产是宏观类的对冲基金在管理，到了1999年美国牛市顶峰的时候，有一半

以上的资产在长短仓的对冲基金里，因为做多在那个时候能赚钱。此外，专门卖空的对冲基金也是不对冲的，很多期货基金也是不对冲的。有人说所谓的对冲基金或者避险基金，这个叫法本身就不科学，因为很多基金本身就不避险、不对冲。

其实客观地讲，如果看国外对冲基金的排行榜，十几个类别分别进行排行，这十几个类别中大多数资产还是不对冲的，只有一小部分市场中性的，一小部分套利的，比如固定收益套利、可转债套利、期货套利、衍生品套利，这些套利基金从策略的角度来讲有一个容量的问题。因为套利本身是无风险的，无风险的本身利润就不可能多。这样的策略一旦广为人知，做的人多，利润就下来了。我原来在海外做了10年的基金投资，后面4年是做对冲基金，对冲基金对管理、公司策略的保密性要求都是很高的。很多时候，其实也没什么秘密可以保，制造点神秘感而已。

我们如何来认识对冲基金？其实所有对冲基金只有两点是共同的，其他都可以千变万化。对冲基金的第一个特点是收取业绩提成。也就是大家比较熟悉的2%的管理费外加20%的业绩提成，做得最好的基金有两三个可以做到5%的管理费外加45%的业绩提成。业绩提成的好处是什么？好处是对冲基金经理可以不追求规模，只追求回报。其实如果能把业绩做好，每年收20%的业绩提成，根本不需要特别大的规模。大多数做得好的对冲基金都已封闭，不再允许申购，所以，像我原来做对冲基金的时候，给我资助的基金中的基金（FoF）出资给我，他想

要获得的是什么？是容量的权利（Capacity Rights）。他有时候会出资给你，只分利润的很小一部分，但条件是将来你做大了，不能拒绝他的钱。

好的基金经理是一种稀缺资源，这在对冲基金业特别明显。国外那些能收5%的管理费、45%的业绩提成的基金，本身对客户来说是关着门的。像复兴科技的大奖章基金，后来逐步把大家往外推，退钱给客户，最后只管理自己员工的钱。所以很多时候向对冲基金进行种子资本投资，目的是得到容量的权利，真正好的对冲基金经理是不会盲目追求规模的，因为对冲基金的主要收入来自业绩提成，而不是管理费。

对冲基金的第二个特点是必须对高净值客户，而不是普通大众。美国对冲基金原先基本的规定是可以不注册，但后来因为出现欺诈行为，美国要求对冲基金注册。一个客户的净值要在100万美元以上，假定他有一定的判断能力，在这种情况下愿意锁定2年，他可以不受监管。从这两个特点上说，中国的大多数阳光私募和一对多专户，都可以算是只做多的对冲基金。

讲到海外对冲基金的现状，第一是发展很好，第二是发展分类分得很细。国外的十几个类别中，慢慢就形成多策略的对冲基金（比如千禧年）；以及不只是单一策略的对冲基金，而是由几十个独立的对冲基金小组组成的多策略基金。比如英仕曼集团，全球最大的对冲基金集团之一，下面分了很多子公司，有6个很大的分支。

对冲基金并不是不承担风险，它只是对冲掉它不愿意承担的风险，比如市场风险。对于海外来讲，主要是对冲股市的风险，因为海外大多数的资产投资在股市中，我认为中国的对冲基金很大程度要对冲掉房市的市场风险，因为中国的高净值客户60%以上的资产与房地产相关，反而与股市的关联度不大。房地产信托目前也有百分之十几的回报，但是对于很多高净值客户而言，从风险分散和风险控制的角度来说，房地产信托不一定是最优选择。一个人资产有1个亿，可能有6000万是跟房地产相关的，这对他来说风险很大，边际回报是有限的。

中国发展对冲基金面临的挑战

中国对冲基金业面临的挑战，首先是工具不足。有两条路让你做，一条是你做对冲，必须要卖空。海外大多数的散户买了股票以后，这个股票不是在他的名下，而是在券商名下，这样经纪商可以把客户的券借出去给对冲基金卖空。中国市场的股票都在个人名下，券商没有权力把客户的券借给阳光私募卖空，只能借自营的部分，这样可借的数量就少，成本就高，也就很难对冲。

另一条路是在卖空不易的情况下，靠选时来规避市场风险。但是选时是很难做的事情。它的难首先表现在大家都有恐惧和贪婪的情绪变动，真正要做到众人皆醉我独醒，难度是很大的。国外十几类对冲基金，基本没有哪一类是主要靠选时创造收益的，因为大多数人不具备这个能力。美国1万个对冲基金，真正靠选时做大的基本没有。索罗斯也不是只拿标普500做多做空，而是在全世界几十种货币、几百种期

货、几十个股市里做多做空，严格来讲是在市场之间进行品种的选择，而不只是单一市场的选时。因为工具的缺乏把所有的阳光私募基金变成靠选时来对冲市场风险，对行业是个很大的制约。

有一些QFII客户在谈业绩的时候会问这些超额收益有多少是选时得来的，并把这些先扣掉。因为选时是赌大赌小，可能连续4年都赌对了。作为基金行业，以选时实现对冲的目的，第一是很难，第二是没法告诉别人你是靠运气还是靠本事，如果没办法让人相信你是靠本事的，机构就没办法把很多钱交给你。国外的研究表明，判别一个人有没有选股能力需要18个月，但是判别一个人有没有选时能力需要54年。我追求的就是选股能力能够大多数是对的，而选时就淡化，到最后散户不一定认，但是机构喜欢，你可以向机构证明自己的选股能力——哪怕只有3年的业绩记录。如果你靠选时，机构可能觉得你刚好某一年押对宝，可重复性、可持续性就难讲。所以说，中国对冲基金业面临的第一个挑战是工具。工具不足，就没办法在短时间内建立能够说服客户的业绩，因为你需要十年八年，但是谁有十年八年的时间？

中国对冲基金业面临的第二个挑战是人才稀缺。我碰到QFII的客户说他们在中国见了好多基金经理，都是精选个股者，很少有真正意义上的资产组合经理。对冲基金首先强调的是风险的控制，而风险控制的实现离不开组合管理。不能够只看基金经理过去的业绩，因为你不知道他承担什么样的风险去创造了这个业绩。巴菲特是比较另类的基金经理，他举过一个好的例子，不知道大家有没有看过《猎鹿人》

（*The Deer Hunter*）这部电影，假设有这么一个游戏，你拿着一把左轮手枪对自己开一枪，如果打死你就死了，如果没死，我给你200%的回报。假设一个基金经理连续开了三枪，每年赚200%。这是一个好的基金经理吗？

现实中这把左轮手枪可能不是6个洞，而是20个洞，很多人炒新能源等东西，也许2009年以前可以说新能源做不了，但是很多人在2010年炒新能源赚了40%甚至50%，他赚过了，他所承担的风险就有点像拿一把手枪，转轮的20个洞里面有一两发子弹，这种风险是对冲基金不应该承担的。但是如果单看三五年的业绩看不出来，至少要看十年业绩。你需要的人才需要有风险控制和组合管理的知识和经验，当然我也不是说需要海归，大多数海归在中国做的并不成功。既要有海外成熟市场的知识，还要了解中国的国情，因为中国的会计报表、管理层的诚信度、游戏规则和海外完全不一样，必须要明白哪些东西是不变的，哪些东西是变的。所以说，我认为对冲基金发展的第二个挑战是人才的挑战，中国这么大，十几亿人，目前具备做对冲基金经理资格的人可能不超过100个，甚至连100个都是多说的，因为其实真正要做对冲基金，所需要的知识面和经验这两个方面大家都不具备，第二个最大的挑战是在人才上面。

中国对冲基金业面临的第三个挑战是环境、机构、氛围、渠道、客户。首先客户对对冲基金不了解，客户很简单，就是成王败寇，看你有没有替我赚钱，你替我赚钱就是好人，你替我亏钱就是坏人，他

不管你玩的是什么游戏。很多私募基金也通过银行渠道发行，这个有好有坏，好处是很快可以把规模做大，坏处是慢慢地私募公募化。私募定位和公募一定要不一样，公募能做的私募都能做，公募不能做的私募也能做。大环境对阳光私募评级的不成熟，比如所有的基金在一起排名，这本身就不科学，大家的风格都不一样，就像美国的排名分的很细，类别如果不分清楚，就不能够得出真正好的结果，就会劣币驱逐良币，一个差的对冲基金可能冒的风险很大，但是业绩不错，也受追捧。这点就是挑战。

投资微论

对投资者而言，有两股力量不容忽视，一个是中国政府，另一个是美国人民。2008年年底，大家都说美国人民借钱消费难以为继、中国政府借钱投资不可持续，仿佛再平衡已迫在眉睫。三年半过去了，拉动美国复苏的还是消费，兜底中国经济的还是投资。所谓的再平衡和经济转型都是持久战，会发生，但过程是极其漫长的。

中国对冲基金发展的机遇和前景

我觉得对冲基金的机遇是很大的，为什么？第一是需求。因为中国是高储蓄国家，每年的可投资金巨大。大家都在说股票的扩容太快，很多人都在抱怨，其实2012年股票扩容也就1 000多亿，再往前两年多的时候也就2 000多亿，房地产每年新增的面积是10亿平方米，每平方米算5 000块，就是5万亿，房地产每年5万亿的扩容我们都可以消化（还不算二手房的增值部分），民间的财富多巨大可想而知。全

中国14亿人，目前的股市市值也就相当于6个苹果公司的市值。市场是很大的，而且市场的特点在于现在很多人觉得实业不好做，很多人以前做出口业、加工业，现在根本没办法扩大再生产，这些人的钱都愿意做对冲基金投资，需求在这里。还有一块是移民，很多人移民之后，这些钱在中国或者在国外一样可以投资，移民之后可能没办法直接管公司做实业，海外的情况他也不了解。所以中国对冲基金的机遇首先是市场机遇的巨大，因为有真实的需求。

第二是放松市场管制和鼓励金融创新的大背景。现在监管机构的特点就是要放：放松管制，让大家八仙过海，各显神通。目前缺乏的一些对冲工具，随着金融创新的深入都会逐步出现。在这样的大环境之下，私募基金要做一些传统公募基金不能做或者动作比较慢的事：创新、新的产品、新的工具、新的方法角度，机遇是放松管制带来的。

第三是世界金融市场的动荡。过去几年为什么对冲基金的发展这么好？就是因为只做多赚不到钱了。如果都像2006、2007年那样，买指数基金每年赚100%多，谁需要对冲基金？正是因为没有办法通过市场上涨的市场弹性赚钱，才需要做选股能力，才需要做跟市场不相关的超额收益。

对冲基金就是个杯子，它装什么东西就是什么东西，它装水就是一杯水，装茶就是一杯茶，装醋就是一杯醋。不要以为对冲基金都一样，只能说具体公司具体分析。对冲基金严格来讲不是一个资产类

别，海外现在有1万家对冲基金，分析起来丝毫不比分析股票轻松。对冲基金不作为一个独立的资产类别，是因为无法定义它的投资和风险属性，因为每个类别的对冲基金之间的差别是千变万化的。它只是一个箩筐，这个筐什么都可以装，都得具体情况具体分析。

投资微论

去杠杆的方式 全球最大对冲基金桥水资本创始人戴利奥认为：去杠杆的方式有3种：1.债务人通过节制消费来还债；2.债权人通过债务重组放弃部分债权或者延长还款期；3.定量宽松和印钞票。1和2会导致通货紧缩，3会导致通货膨胀，如果三者取得平衡，就不会有通胀通缩，且经济会温和复苏。美国过去3年就是这样“完美去杠杆”的。

最一致的时候就是最危险的时候 原因有二：第一，越是一致，投资者对未来的集体预测区间就越小（例如，不一致时，大家众说纷纭，预期增长可以是10%~40%；一致时，大家意见统一，预期增长变成25%~30%），而现实世界是千变万化的，区间越小，实际值落在区间外的概率就越大，所以越一致，错的概率越大。第二，一致预期已经体现在股价里了，即使是正确的时候，市场也不会给任何奖赏。而在一致预期错误的时候，市场会因为预期落空给予惩罚。对了没奖，错了要罚，最一致的时候就是最危险的时候。

投资大白话

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。 1.这话很有道理。2.这话说了等于没说。3.很有道理的话一般说了等于没说。4.说了等于没说的话一般很有道理。5.如果你知道别人什么时候恐惧和贪婪，这话很有道理。6.如果你不知道别人什么时候恐惧和贪婪，这话说了等于没说。7.恐惧和贪婪在市场中的直接体现就是估值。恐惧时，估值水平低；贪婪时，估值水平高。8.所以，在估值低时贪婪，在估值高时恐惧。

留得青山在，不怕没柴烧。 本金安全性是每个投资者必须关心的。对冲基金经理们常说的“留在游戏中，别出局”其实也是此意。投资者需区分两种风险：价格短期波动的风险和本金永久性丧失的风险：前者只会短期没柴烧，后者才会让青山不再，人们往往过于关注前者而忽视了后者。

二鸟在林不如一鸟在手。 有人认为买股票就是买未来，喜欢二鸟在林；有人认为未来充满不确定性，喜欢一鸟在手。两种方法都可赚钱，只是风格不同而已。现实中，投资者对未来成长常抱有不切实际的过高期望，而对于现有价值视而不见，导致估值失当，这才造成了二鸟在林不如一鸟在手的现象。

国家竞争优势

迈克尔·波特（Michael Porter）在《国家竞争优势》（The Competitive Advantage of Nations）中把国家竞争力发展分为四个阶段：1.生产要素导向阶段（依靠资源或廉价劳力）；2.投资导向阶段（大规模产能扩张，政府起主导作用）；3.创新导向阶段（政府应无为而治）；4.财富导向阶段（社会已富足，强调公平而非效率，社会价值挂帅，实用主义减弱）。

对大多数发展中国家而言，阶段2与阶段3之间有着极高的门槛——第二次世界大战后的半个世纪，实现成功跨越的国家只有日本和韩国。

意大利是个例外，直接从阶段1跳跃到了阶段3，当然，不是每个国家都有创造阿玛尼和兰博基尼的基因，因此参考意义不大。在阶段1，企业之间的竞争优势主要体现在资源独占和价格竞争；在阶段2，企业的竞争优势体现在规模经济和产业链集群，所以现阶段国企的强势和民企的弱势也是形势使然。但是，要想进入阶段3，必须让民企成为创新的主体。回顾各国发展史，政府主导的创新鲜有成功先例。

网络上不少人喜欢以阶段4的欧美国家为参照，把处于阶段2的中国经济和社会说成一团漆黑、一无是处，其实，我国社会经济在这个阶段遇到的许多困难和问题，发达国家在阶段2都经历过，没必要妄自菲薄，对未来失去信心。

中国处在阶段2，美国处在阶段4，发展阶段不同，从经济结构（投资vs.消费）、主要矛盾（做蛋糕vs.分蛋糕）到社会的价值取向（强调效率vs.强调公平）都不同，但有些人却把中美差距简单归因为中国的国民劣根性，有失偏颇。古人说的仓廪实而知礼节其实是很深刻的。有些人认为中美体制不同不可比较，那我们就看看印度的例子。印度和美国一样有民主制度、司法独立、言论自由和宗教信仰自由，但是印度的腐败、贫富分化、社会不公现象比美国多得多，背后的原因还是社会发展阶段的差距。蛋糕不够大时，怎么分对一部分人都很不公平。

山寨行为也是阶段2的常见现象，美国也经历过。1903年，可口可乐从配方中去除可卡因后，仿冒者开始盛行。仅在1916年，美国就查封了153家可口可乐的假冒产品，包括许多“康帅博”式的名字：ColdCola，CandyCola，KocaNola等。

宏观上从城市化比率、人均GDP、经济结构等指标，微观上从企业竞争力、技术进步和全球产业链分工等角度上看，中国整体处在阶段2中期。分区域看，北上广深开始进入阶段3，东部沿海在阶段2中后期，中部在阶段2前期，西部还在阶段1。

从定量的角度分析，从人均GDP、城市化水平以及主要消费品保有量来看，中国大致相当于20世纪60年代的日本，20世纪70年代的韩国（见表6—1）。但考虑到中国的经济总量和东西部差异，20世纪70年代初的日本和20世纪80年代初的韩国经济对我们也有启发。

表 6—1　　中日韩发展程度对比

	中国		日本		韩国	
	数量	年份	数量	年份	数量	年份
城市化率（单位：%）	46.0	2008	46.0	1952		
城市人口比例（世界银行，单位：%）	43.1	2008	43.1	1960	43.6	1972
人均GDP（2000年，单位：美元）	1965	2008	7118	1960	1994	1970
劳动者收入占GDP比重（单位：%）	40	2007	40	1961	40	1980
汽车千人保有量	50	2009	51.71	1962	48.43	1988
轿车（每百户）	8.8	2008	6.8	1964		
彩电（每百户）	132.9	2008	142.2	1979		
电冰箱（每百户）	93.6	2008	94.4	1969	93.7	1981

日本在20世纪60~70年代经历了刘易斯拐点、工资暴涨、消费占GDP百分比提升、出口向内需的转型、城市化接近尾声后投资增速下降、经济增速从9%减半至4%~5%等一系列目前众多悲观者担心中国经济即将面对的问题，但是日本股市的牛市在此之后又持续了15~20年。

国际分工是大趋势。回顾过去几十年，投资银行多是美国和欧洲的，大飞机的制造是波音和空客，工程机械是卡特彼勒、小松、斗山，快餐就是美国那几家，奢侈品基本上是法国意大利，资源是加拿大、澳大利亚、巴西。分析任何可贸易品行业，都要在国际竞争的大背景下看这个行业是否有比较竞争优势。

为什么巴菲特买的多是消费和金融股？因为最能代表美国竞争力的就是像可口可乐、宝洁那样的消费品公司和像高盛那样的金融巨头。日本、韩国这样以制造业起家的国家，历史上很多牛股就出在机械、家电、汽车等能代表其国家竞争力的行业，如丰田、三星等。什

么行业最能代中国参与世界竞争呢？能代表中国参与世界竞争的行业应具备如下特点：本土市场巨大；横向已形成国内寡头垄断；纵向已实现产业链整合；相比国际竞争对手具有显著的规模和性价比优势（品牌和渠道优势目前还谈不上）。

在全球化和互联网时代，世界已经进入寡头阶段。如果还指望新兴中小企业能够与国际寡头竞争，就好比相信渔船舢板能挑战航空母舰。国家政策应有意识地支持中国的民营寡头成长为世界寡头，只有这样才能带动广告、法律、咨询、设计等高端生产性服务业的发展，才能跨越中等收入国家陷阱。

伟大企业是竞争而不是补贴出来的，因此在自由竞争阶段不应该对新兴行业的中小企业补贴；通过市场竞争产生民营寡头后，说明“内战”打完了，胜利者要代表中国参与“外战”了，这时国家对民营寡头在跨国并购、进出口信贷、国际渠道建设和海外知识产权纠纷等多方面的支持是必要的。

许多人热衷于研究美国，其实中国的经济发展模式与美国根本就不是一个路数，日本、韩国的产业升级道路才是中国应该走的，转型必须依靠和发扬既有优势，而不是好大喜功地超前发展所谓的新兴行业。本来打乒乓的人看到别人踢足球赚钱更轻松，就草率决定转型踢足球，令人无语。国际分工不是一成不变的，但转型不该由行政力量强推，那样容易对新兴行业揠苗助长、对传统行业自毁长城。

《美国士兵守则》的投资解读

美国士兵守则	投资解读
• 所有的 5 秒手榴弹引线都会在 3 秒内烧完	• 注意安全边际
• 别和比你胆大的战友躲在同一个散兵坑	• 小心卖方研究员的推荐
• 打过来的子弹才是老大	• 别接正在坠落的飞刀
• 好走的路总布满地雷	• 所以要逆向投资
• 若一个蠢办法有效，那它就不蠢	• 所以要价值投资
• 如果你多报战功，下次就一定会被委以力所不逮的任务	• 卖基金时别吹牛
• 重要的事总是简单的	• 先别亏钱
• 简单的事也是最难的	• 不亏钱也不易
• 曳光弹能帮你找到敌人，也能帮敌人找到你	• 卖方报告发给你也发给他
• 当防守严密到敌人攻不进时，你自己也可能打不出去	• 当你不承担任何风险时，你也得不到任何超额收益
• 如果你的瞄准镜能看见敌人，那么敌人也同样能看见你	• 你在研究竞争对手的持仓时，他也在研究你的
• 必须组合使用的武器一般不会一起被运来	• 讲多个故事的上市公司，最后一般都不能兑现
• 别忘了，承包商是以最低价中标而制造了你手中的武器	• 有些时候，财务报表的审计师是因为最听话才得以留任
• 你什么都不做，也可能挨枪子儿	• 随波逐流不保证排名中游
• 你不是超人	• 你不是巴菲特，也不是索罗斯
• 别太显眼，你将成为攻击目标	• 业绩好的时候要夹着尾巴做人
• 尽量显得你不重要，因为敌人的子弹快打光了	• 业绩不好时更要低调，再熬一下，市场风格就要转换了

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

第五部分
投资心理学

在实践中投资者必须提防许多东西，最重要的是提防自己。

杰西·利弗莫尔

13

人性的弱点：投资者常见的心理误区

1.家花不如野花香

我在研究世界各国股市的历史后发现，几乎每个国家（包括A股）低估值的价值股的长期投资回报率都显著优于高估值的成长股。原因很简单：投资者对未来的成长往往抱有不切实际的过高期望，而对于现有的价值却视而不见。不珍惜已拥有的，而对未到手的抱有过于美好的想象，是放之四海皆准的普遍人性。

2.过度自信

1999年我参加哈佛行为金融学短训班时，教授通过无记名调查提了两个问题：你退休时能有多少钱；在座的人退休时平均能有多少钱。当场统计的结果显示，第一个问题的答案平均是3 000万美元（在座多为美国基金经理），第二个问题的答案平均是300万美元。也就是说，基本上每个人认为自己比平均水平强10倍。

3.仓位思维

一旦买成了重仓股，对利好消息就照单全收，对利空消息就不以为然，心理学上叫确认偏误，民间说法叫屁股决定脑袋。正确的决策流程是先有论据，再有结论；但多数人是先有结论，再找论据，这样一来对反面的证据自然就视而不见。有了仓位，思维就不客观，故称仓位思维。

4.锚固偏见

常有人说，这股票涨这么多了，还不抛？或者，已经跌一半了，还不买？这就是锚固偏见的表现，其潜意识是把原有股价当成合理、有参照性的锚点。其实，一个股票便宜与否，看估值比看近期涨跌更可靠：基本面大幅超预期时会越涨越便宜，反之会越跌越贵。锚固偏见是奢侈品的常用营销手段。先设计一批2万美元的包包让模特们背着走来走去，让你感觉这个品牌的包就值2万美元一个。这样一来，当你在店里看到1 000美元的同一品牌包时，就不觉得贵了。其实2万美元的包也卖不了几个，利润主要来自卖1 000美元的包。

5.短期趋势长期化

某公司利润去年6毛，今年7毛；管理者故意报成去年5毛，今年8毛，增长高达60%，于是市盈率大涨，这就是利用人性中易把短期趋势长期化的倾向的手法，行为金融学称为过度外推。把过去的增长过度外推到未来，把不可持续当作可持续，是成长股陷阱和周期股陷阱的共性。

6.亏损厌恶症

厌恶亏损是人之常情，A股尤甚：卖亏损股票，老外叫“止损”，咱们叫“割肉断腕”——厌恶之情溢于言表；不少人股票涨回成本时就抛，亏损就扛着，还自欺欺人说不卖就不算真的亏。其实，股票的投资价值与买入成本无关；该不该卖，也与你是否亏损无关。1万元亏损带来的痛苦是1万元盈利带来的喜悦的2倍。求稳怕亏体现在机构身

上是尽管牛市中周期股常领涨，周期股再便宜也不买，稳定类的股票再贵也拿着；体现在散户身上是28万亿现金存银行，尽管股市长期跑赢现金是不争的事实。

7.标题党

投资者往往容易对新闻标题做出过度反应。例如，日本核事故时某些股票因为能为日本提供少量救灾物资药品而大涨，非典期间也出现过类似事例。上标题的多是“人咬狗”事件，调研才能了解那些上不了新闻的“狗咬人”事件。

8.榔头症

美国消费股多，适合价值投资；加拿大资源股多，适合趋势投资。互联网赢家通吃，买龙头；休闲服装百花齐放，买成长。差异化产品，买品牌；同质化产品，买成本低的。不同国家、不同行业，适用方法应不同，但人们常生搬硬套同种模式。在一个榔头看来，世界上的所有东西都是钉子。

9.选择性记忆

大多数人对持有的牛股都津津乐道（就像我老爱提起去年抄底工程机械的经历），对踩过的地雷却避而不谈（既然罄竹难书，干脆我就不书了）。对自己的正确决策印象深刻，对自己的错误却记忆模糊，选择性记忆是人脑自我保护的方式之一，也是提高投资水平的障碍。俾斯麦说，每个笨蛋都会从自己的教训中吸取经验，聪明人则会从别人的经验中获益。可惜股市中能从自己的教训里吸取经验的人也

不多见（笨蛋也不好当啊）。你记得你去年亏损最大的是哪5只股票吗？你吸取了什么教训呢？没关系，我也不记得我的了——这就是选择性记忆。

10.差点就赢

同样是错过航班，错过3分钟的比错过30分钟的更沮丧；同样是彩票没中，号码与头奖号码只差一点的是最痛苦的。与成功擦肩而过比从未接近成功更令人难以接受，更令人想再试一次，所以，许多赌博形式正是包含大量“差点就赢”的设计，才吸引了这么多赌徒不惜倾家荡产屡败屡战。赌场的研究者早就发现，那些经常出“差点就赢”图案的老虎机比随机设置的老虎机更易让人上瘾，更能让赌场赚大钱。细细地回想一下，那些垃圾股、庄股以及你只想做个波段赚点快钱就跑的股票，是不是也经常让你有“差点就赢”的经历？

11.羊群效应

羊群效应原是由生物学家在研究动物时发现的。现实生活中，基金经理抱团取暖，散户跟风炒作，非典时抢醋，地震后抢盐，羊群效应无处不在。不管是集体看空还是集体看多，最一致的时候往往是最危险的时候。只有卓尔不群的人才能在高处有如临深渊的谨慎，在低谷有仰望星空的勇气。

12.心理账户

广播电视节目中常有股民这样提问：“我买了某某股票，成本是xxx，请问应如何操作。”提问者潜意识中已把买入成本当作买卖决策

的依据之一。其实，是否应该卖出取决于很多因素（估值、品质、时机），但与买入成本无关，因为你的买入成本根本不影响股价的未来走势。心理账户指的是人们喜欢在脑袋中把钱分成不同部分（例如买房的钱和买菜的钱）。投资者最常见的心理账户是把钱分为本钱和赚来的钱，并且对这两部分的钱体现出非常不同的风险偏好，这样无形中就把买入成本作为决策依据之一了。

14

后视镜

还有什么比年复一年犯相同的错误更糟？每年犯不同的错误。美国前财长、哈佛前校长劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）说过，投资者都想在今天做昨天应该做的事。我的观察是，投资者，特别是机构投资者，都希望在今年做去年应该做的事。

2008年让大家认识到本金的安全性是第一位的，然后2009年股指翻倍。2009年让大家认识到牛市谁也跑不赢沪深300，然后2010年小股票结构性行情。2010年让大家认识到消费新兴和小股票才是硬道理，然后2011年蓝筹股大幅跑赢小股票。投资人总是不断地总结，只可惜是从“后视镜”中总结。股市里，即使那些想从自己的教训中吸取经验的投资者，也常常以偏概全地吸取不当的经验。美国人说“每个将军打的都是上一场战争”，也是此意。牛熊交替和市场风格都是不断在变化的，前一年正确的做法在下一年可能是不合时宜的。

而那些进行大类资产配置的人，又常常在这个十年做上一个十年应该做的事。1980年，美国人根据20世纪70年代的经验得出了买股不如买大宗商品的结论，然后出现了持续20年的股票牛市和大宗商品熊市。2000年，美国人根据20世纪90年代的经验得出了买大宗商品不如买股的结论，然后出现了持续10年的股票熊市和大宗商品牛市。近期，许多人根据过去10年的经验得出了买股不如买房的结论。其实，大类资产之间的轮动，往往是以10年、20年为单位的，未来10年与过

去10年的情况可以是截然不同的，因此，大类资产之间的这种长期比较往往也是后视镜。

1997年，香港人根据过去经验认为房价只涨不跌，之后6年房价跌了2/3。2007年，美国人根据过去经验认为房价只涨不跌，之后 4 年房价跌去1/3。谁也无法预测未来，没有只涨不跌的资产。仅凭过去10年的房价飚涨就断言房地产是更好的资产类别，这是“后视镜”效应下的一厢情愿。贪婪与恐惧是恒久不变的人性。现在的股市弥漫的是恐惧；现在的房市充斥的是贪婪。10年前股市的平均市盈率是50倍，今天却只有12倍。股票估值是10年前的1/4，而许多城市的房价过去10年涨了不只4倍，一来一去16倍的差异之后，谁还能断言今后10年买股不如买房呢？也有人根据过去10年的经验认为买股不如买大宗商品。其实，过去140年里大宗商品的长期真实回报率几乎是零，远不及股票。既然过去10年在历史长河中不具代表性，为何喜欢用后视镜的人只看过去10年，而不看过去30年、50年或100年呢？

某位对冲基金经理曾引用某冰球运动员的话来类比投资：应该跑向球将要去的地方，而不是球现在所在的地方。犯“后视镜”错误的投资人就是习惯跑向球现在所在的地方，追逐当下的热门板块或者主题，于是难免比市场慢半拍，因为市场就像冰球一样，总是在不断地运动中。如何从自己的教训中吸取经验，在股市中并不是一件简单的事，大多数人做的其实只是刻舟求剑式的总结，而不是前瞻性地跑向球将要去的地方。

15

傻瓜定价说

拍卖时，同一件古董有人估50万，有人估500万，价格最终是由头脑最发热的人决定的。同理，股市处于底部时，流动性萎缩，任何抛盘都能打压股价，因此，股价能跌多深往往是由最恐慌的人决定的。换言之，市场的极端价格常常是由最大的傻瓜决定的，所以股价总是上涨时超涨，下跌时超跌。

常有人感叹股市的非理性行为。其实，价值投资者对这些非理性行为应该感激涕零——没有超跌，哪来价值低估？没有价值低估，哪来超额收益？理解市场的非理性行为，淡然处之并加以利用，这是逆向投资的第一步。

1999年纳斯达克泡沫时，我碰到某行为金融学教授，他自己有个对冲基金，那年卖空网络股亏了很多钱。他感叹道：“我知道他们傻，只是我没想到他们会这么傻!” 聪明人（包括那些自作聪明的人）的悲剧在于，他们往往低估了傻瓜傻的程度。

长期资本管理公司，一家由世界顶尖的操盘手和诺贝尔经济学奖得主们管理的对冲基金，就是因为低估了市场的力量以及短期内价格能够偏离内在价值的程度，在1998年俄罗斯危机中被市场的极端行为“乱拳打死老师傅”的。其实，他们的持仓在被清盘后的数月后迅速飚涨，只可惜他们的高杠杆注定了他们倒在黎明前的黑暗里。

“聪明人”常希望傻瓜们傻得“刚刚好”：傻到愿意把价值1元钱的东西以5毛钱的价格卖给他，但不至于傻到继续把价格砸到4毛钱。其实，低估傻瓜傻的程度也是一种傻，能使股价低估50%的非理性行为同样能使其低估60%。正如凯恩斯所说，市场持续非理性行为的时间可能长过你持续不破产的时间。

对市场敬畏但不屈服，逆市场而动但懂得自我保护。抄底时注意安全边际（不用杠杆也是其中之一），避开价值陷阱，远离反身性（会恶性循环、不能越跌越买），精挑细选低估值、高品质（特别是高端品牌或寡头垄断）的股票，然后分期分批加仓，确保判断错误时也不至于粉身碎骨。

16

这次不同了

约翰·邓普顿说，“这次不同了”（This time it’s different）是英语中最昂贵的四个字。人性的弱点总喜欢把短期的事情长期化，乐观起来就是“黄金十年”；碰到困难时却又觉得从此再也看不到光明了，因为“这次不同了”。其实，经济周期和市场周期总是起起伏伏、周而复始的，太阳底下没有新鲜事。

过去40年香港股市的整体市盈率基本上都在10~20倍之间波动，如此反复多个周期，只要稍微研究一下市场历史的人都可以发现这个现象，可是几十年来人们的行为反复验证了这么一句话：人们从历史中学到的唯一教训就是人们从来不吸取任何教训。为什么人们会一而再、再而三地在市场高峰附近入市，在市场低谷附近离市呢？原因很简单：当市场估值到高点时，总有些“这次不同了”之类的观点来说明这次的高估值是合理的（例如新经济，“港股直通车”）；估值到低点时，又会有另一些观点来说明“这次不同了”（例如金融海啸，网络泡沫破灭）。

我的第一任老板、公司首席投资官是个热衷于研究市场历史的铁杆价值投资者。1999年科技股泡沫顶峰时，大家都在说“这次不同了”，他却坚定地说“这也会过去”。他经常鼓励我们看旧书、旧报告、旧杂志。历史读多了，对许多事情就见怪不怪了。

每隔几年“这次不同了”就换个新面孔出现。2008年的次贷危机叫“百年一遇”；2001年的“9·11”事件叫“美国本土第一次遭受外来攻击”；1999年网络泡沫叫“新经济”；1997年亚洲危机叫“金融海啸”；1989年日本泡沫叫“日本特殊性”；1987年10月的黑色星期一叫“二十西格玛事件”（20-sigma event，指几乎不可能发生的小概率事件）。每一次危机或泡沫都感觉像是史无前例，其实不过是历史长河中的一朵浪花。

2011年年底的中国股市悲观者众，“这次不同了”也就有了数张新面孔：旧的增长方式遇到了瓶颈，靠投资和出口拉动经济的路已经走到了尽头；刘易斯拐点出现，劳动力价格飞涨，长期通胀将失控；过去10年的好日子是加杠杆带来的，今后10年是去杠杆，经济潜在增长速度将从此下一个大的台阶。

我不是经济学家，这些似是而非的问题也不是三言两语能说清楚的。但我知道人性的弱点：当人们在为“黄金十年”找论据时，市场离见顶就不远了；当人们在为长期的悲观寻找理由时，市场已经在底部区域了。投资者的悲哀，永远是轻易地放弃和错误地坚持。

17

树动风动心动

股价波动的原因，是树在动（基本面），风在动（政策面），还是心在动（情绪面）？短期来说，股价波动是人心与人心博弈的结果，是心在动，难以预测。中期来说，股价更多是由政策面决定：吹的是政策宽松的暖风，股价就上涨；刮的是政策紧缩的寒风，股价就下跌。所以说，中期是风在动。

长期来说，股价是由基本面决定的。那些根基不稳的病树，难以避免在风中被连根拔起的命运；而那些有稳固根基的好树，不管人心冷暖，风向东西，终将成长为参天大树。所以说，长期是树在动。

“心在动”常对“风在动”推波助澜，把五级风放大为十级，此时人们已不关心“树动”与否，反正玩的是击鼓传花的游戏。其实，研究“心动”的人赚的是彼此的钱，玩的是一赢一输的零和游戏；研究“树动”的人赚的是树木成长的钱，玩的小树长成大树的正和游戏。

18

知易行难

有一道填空题：市场持续不理性的时间可以长过 。凯恩斯说，可以长过你持续不破产的时间。公募基金经理说，可以长过客户持续不赎回的时间。私募基金经理说，可以长过信托持续不清盘的时间。券商自营操盘手说，可以长过风控持续不平仓的时间。所以说，长期投资知易行难。

马科维茨（Markowitz）的资产组合理论解决了如何在预期收益不变的情况下，通过组合管理和资产配置取得组合风险最小化的问题，并因此获得了诺贝尔经济学奖。但是据说他在管理自己钱财时，资产配置一直是一半股票一般债券。所以说，组合投资知易行难。

我以前有个合伙人是有着30年从业经验的价值投资者。有一次我问他，1979年美国市场市盈率只有7倍、商业周刊封面文章宣告股市已死时，价值投资者们都跑哪儿去了呢？他笑着说，那时他们正忙着给客户解释为什么净值缩水了30%，因为他们在9倍市盈率时就早已满仓了。所以说，价值投资知易行难。

THE SIMPLE THINGS IN INVESTMENT

附 录
投资访谈

我只得要预测会发生什么比较简单，但预测何时发生会比较困难。

巴菲特

投资需要逆向思维

特立独行不仅需要勇气，更需要智慧。而这两点，在“特立独行”的南方基金投资总监邱国鹭身上，显然已经得到近乎完美的结合。一个多小时的采访中，他的快人快语、对独立思考的坚持、独到而有论据强力支撑的观点，无不给中国证券报记者留下深刻印象。

与他的“特立独行”相伴的是良好的投资业绩。据记者从银行渠道了解，邱国鹭亲自管理的一对多专户产品是目前市场中表现最好的专户产品之一。而今年三季度南方基金在工程机械板块的成功布局，也与他领导的投研团队的前瞻性判断不无关系。

“作为一位投资经理，要战胜市场、战胜同业，必须具备三个要素：一个是独立性，一个是前瞻性，一个是大局观。过去十多年，我遵循这些原则做价值投资，比较喜欢逆向思维。很多时候我的想法和投资思路会与其他人不同。”总结自己十余年的投资经验，邱国鹭如是说。

◎ 仓位、行业、个股，哪个更重要

如果有人问基金经理，仓位、行业配置和个股选择哪个更重要，一定会得到不同的回答。正如邱国鹭所言，有的基金经理注重仓位的控制，有的擅长行业配置，而有的则在选股方面技高一筹。不同的基金经理，在投资中所擅长和侧重的方面自然会有不同。

2010年以来，认为个股选择更重要的人为数不少。不管是市场大幅下跌的二季度，还是震荡上升的三季度，“精选个股”都是许多投资人士的偏好。

邱国鹭却认为行业配置才是投资成败的关键。“从过去的经验来看，任何半年、一年，或者过去五年，领跑的行业和垫底的行业板块表现天差地别。我们对许多基金的长期历史业绩做了归因分析，得出的结论也是投资业绩差异最主要的决定因素在于行业配置。所以，我一直把行业配置放在首位。”

回顾2010年的投资，邱国鹭表示，自己做得最成功的就是行业配置。上半年，当市场普遍把眼光投向大消费时，邱国鹭却另辟蹊径地看好以工程机械为代表的高端制造业。他认为，投资的增长是消费增长的一个前提，这种关系决定了在城镇化和产业升级的过程中，投资依然会是拉动经济增长的主要动力之一。当许多投资者在第二季度纷纷抛售投资品股票时，他两度赴中西部省份实地调研当地发改委、城投公司和建筑公司，发现各地的基建施工如火如荼，工程机械的订单空前旺盛，于是，在6月份市场最低迷的时候，他果断加大对工程机械的配置。下半年以来，工程机械板块大幅上涨，邱国鹭的独立判断得到了超额回报。

在如何做行业配置上，邱国鹭也有自己的思考。他认为，对不同的行业，是超配、标配还是低配，应该依赖深入的研究、根据自己对该行业的把握程度来决定配置偏离的程度。“只有在很有把握、明确

看好或看空时才能大幅超配或低配，而在自己没有观点的时候，不妨采取跟随策略，保持标配。”

◎ 200万的奔驰还是2万元的夏利

行业配置如此重要，但是如何判断不同行业的投资价值？邱国鹭的回答是，要综合考虑行业自身的因素和估值的高低——好行业如果估值过高，就不能成为好的投资标的；不那么好的行业，如果估值超低，也可能会成为好的投资对象。

按照这种标准来衡量行业的投资价值显然与目前市场上的一些做法不同。2010年第三季度，在医药股估值高涨之际，不少投资人士依然大举买入该板块股票。大消费类其他的一些行业板块和新兴行业中的一些行业板块，在估值过高的情况下也同样享受到“长期坚定看好”的礼遇。与此同时，低估值的机械设备却始终被市场冷落。

邱国鹭认为，市场的普遍做法虽然有其理由和逻辑，但是站在自己的角度基于估值的考虑，却很难跟随这一潮流做投资。“就好比有一辆奔驰和一辆夏利，如果本来只值100万元的奔驰，售价是200万元，而本来值4万元的夏利，只需要2万元就能买到，那你是买奔驰还是买夏利呢？我觉得半价买夏利会是个好投资，而双倍价钱买奔驰就不是好投资。选择投资某个行业、某只股票也是这样——好的投资还是坏的投资，都是相对于投资对象的估值而言的。”

“目前投资界有一种倾向，就是好行业再贵都拿着，其他行业再便宜也不看。这种做法是不合适的。因为历史事实证明，没有绝对的好行业和坏行业，只要有超预期的东西出现，投资就能获得超额收益。例如，有色金属行业的周期性强且波动性大，很多人认为它不是一个好行业，但是它却是过去10年中国每一次牛市中表现最好的行业，2010年10月份的行情再次证明了这一点。”

如何知道哪些行业适合长期持有，哪些行业适合波段操作？邱国鹭介绍，南方基金研究部和数量投资部对大量数据进行了统计和分析。“我们统计了过去10年的数据，总结出什么行业在什么时间段内跑得最好，通过这种方式把每个行业的特性弄清楚。最后确定对不同行业采取长期持有的策略还是波段操作的策略。同时，我们建立了一套系统的行业估值比较体系，在行业被严重低估时买入，在行业被严重高估时卖出，从而获取超额收益。”

◎ 医药和银行哪个前景更好

在独立性和前瞻性之外，邱国鹭特别强调做投资还必须有大局观。

邱国鹭对“大局观”的定义是，对国内外的政策、经济形势要有一个宏观的把握。他坦言，为了弄清楚投资和出口在未来国家政策中的地位，自己曾经把一份中央机关刊物上领导人的文章读了不下10遍。而他对医药和银行两个行业的投资前景的分析判断，也将他的大局观表现得淋漓尽致。

邱国鹭认为，2010年以来部分医药股投资者在分析医改时，把注意力集中在了猜测药品降价20%还是30%上。他认为，降价幅度并不是投资者应该关心的重点，这次医改对行业竞争格局最实质性的改变是医药企业与其下游客户在定价权上此消彼长的变化。以前，药厂的下游是各大医院和一些小流通商，医药制造公司就有定价权。而现在，下游将逐渐转变为大流通商、医保和各个省份的统一招标，除非是独家品种，否则药企对这些新的下游客户缺少定价权。一旦定价权消失，仿制药企业的估值就会向原料药靠拢。例如，尽管欧美老龄化带来了药品用量的快速增长，但欧美的各大医药公司近几年的估值都不到10倍的市盈率。

此外，中国医与药之间的不均衡发展，未来也会得到纠正。消除“以药养医”的结果是国家会压缩对“药”的支出比例，加大对“医”的扶持力度，因为中国医疗卫生的瓶颈在“医”而不在“药”。许多人认为医改后用药量会大幅增长，却没有考虑到除非药价大幅下降，患者和医保是无法承担迅速升高的医药总支出的，因此，未来三五年内医药行业难以出现目前高估值所预期的30%~40%的增长。所以，虽然医药行业未来一定会出许多大牛股，但是从行业配置来讲，大幅超配该行业未必是好的选择。

而银行业的投资前景则相反。邱国鹭认为，目前大家对银行业的认识存在一些误区，例如，错误地认为中国的息差是全球最高的，其实包括美国在内的多国银行的息差长期高于中国；再比如，没有考虑

到银行的信用卡业务、私人银行业务、代客理财业务等的巨大成长空间。

“许多人宁可以30倍市盈率买消费股，也不愿意以8倍市盈率买银行股。其实，中国消费的增长离不开银行的增长，消费的增速不可能比银行快3倍，但是估值却贵3倍。”2010年6月初，邱国鹭对医药股和工程机械股也做过类似的比较，比较的结果是他在医药股6月份的大跌前把原本大幅超配的医药股通通都换成了机械股。“银行板块盘子大，大家都不太愿意买。其实，把眼光放长一点，大家都不愿意买的股票，反而更有可能是中长期有超额收益的股票。”邱国鹭说。

◎ 跟随市场还是预测市场

对未来市场的走向，是静观其变跟随趋势做投资，还是提前预测，从容地走在市场前面？从邱国鹭提出“2010年十大预言”和他在投资机械设备板块上成功的埋伏战上，我们很容易获得答案。

2009年年底，在南方基金2010年投资策略报告会上，邱国鹭语出惊人，提出了著名的“2010年十大预言”。“预言”中不少预测都是当时市场普遍认为不太可能发生的“小概率事件”。邱国鹭说，因为是小概率事件，所以，十条预言中如果能有三条被事实验证，就可以算是及格；如果能有五条被验证，自己就非常满意了。如今，2010年已经渐渐接近尾声，邱国鹭的十大预言大部分也得到了验证。

“十大预言”的基本逻辑是：美国经济复苏超预期的同时政策退出晚于预期（预言第一条），并且世界经济不会出现二次探底（第十条），从而拉动中国出口超预期（第二条），出口强劲复苏带来的中国经济走强为政策提早退出创造了条件，同时由于部分城市房价大幅上涨引发担忧（第七条），促使中国货币政策的退出早于预期且力度大于预期（第九条），同时，财政政策继续保持宽松，带动对投资品的需求（第八条）。也正是基于这些大胆的预判，邱国鹭今年大幅超配了工程机械板块。以上各条预言环环相扣，在今年逐一被印证，也让他的投资取得了令人艳羡的收益率。

“预测未来是一件很费力的事情。很多人不愿意做前瞻性的判断，对未来抱着一种不可知论。但我一直认为，作为专业的投资人士，如果不对未来做一个判断，怎么能战胜市场、战胜同业呢？”邱国鹭说。

中国证券报2010年11月15日

记者 江沂 王红群

A股市场是价值投资者的乐土

2008年年底，在次贷危机的狂风骤雨中，在A股最低迷的时候，邱国鹭归来。

他本科毕业于厦门大学财金系，研究生就读于美国罗切斯特大学金融学专业，在美国做了十年投资——六年专户，四年对冲基金。

从美国的对冲基金经理到南方基金公司的投资总监，邱国鹭都一样得心应手，没有任何的“水土不服”。

这一方面因为他是一个乐观主义者，即使在市场最悲观的2008年年底，依然能保持积极的心态。他当时判断美国经济会在2009年中期复苏，并提出加大组合的进攻性，这一策略得到了后来市场的验证。

另一方面，邱国鹭是一个坚定的价值投资者，而投资的最本质规律并不受时间与地域的限制。“你只有买得便宜，才可以卖得便宜。”沃尔玛创始人山姆·沃尔顿的成功法宝，也是邱国鹭的投资信条。

“A股市场是价值投资者的乐土。”邱国鹭的这一感受与大多数公募基金经理相反。“A股市场热衷于炒主题、炒短线，真正做价值投资的人很少，但一种投资方法用的人越少，成功的概率反而越大。”

邱国鹭用自己的实践证明了价值投资在中国的有效性。过去两年半，邱国鹭管理的投资组合平均仓位75%，其中八成仓位锁定在市值80

亿以上的大盘价值股。在以小为美的年代，这样的大盘组合却获得了不错的业绩。

据光大银行客户经理介绍，在这两年不论公募私募许多产品都纷纷亏损的情况下，邱国鹭管理的南方基金与光大银行合作的一只一对多产品，自2010年成立两年来却逆市获得了超过20%的正收益，并且成为第一只被延期为无固定期限的一对多产品。在此之前，他管理的另一只一对多产品也同样在下跌市中取得了两位数的正回报。

许多人认为买股票就是买未来，邱国鹭却特别强调现在：“我始终信奉加尔布雷斯（Galbraith）说过的一句话：以为自己能够预测未来的人只有两种，一种是无知的，另一种是不知道自己是无知的。”

虽然他认为未来的成长性比现在的估值重要，但未来的成长性是不确定的，而现在的估值则是确定的。“未来确实很重要，但你把握不住，所以我更喜欢买入那些相对于目前的资产、现金流、盈利能力被严重低估的股票。这是胜而后求战，而不是战而后求胜。”在邱国鹭看来，估值是大类资产长期回报的决定因素。投资要取得长期良好的回报，必须少犯错误，而低估值则降低了犯错误的可能性和成本。2009年年底，他管理的投资组合平均市盈率15倍，2010年年底其组合平均市盈率12倍，2011年年底为10倍。

“10倍市盈率体现的是没有增长的经济。日经指数在1990年泡沫顶峰4万点时的市盈率是70倍，如果当时以10倍的市盈率买入，所对应

的日经指数为6 000点，即使经历了20年的经济低迷，到现在也不亏钱。”邱国鹭表示，过去50年欧美经济每年增长2%~3%，平均市盈率在15倍左右。因此，即使中国经济只有4%~5%的增长，现在以10倍的市盈率买入A股仍然划算。

在强调估值的同时，邱国鹭淡化选时：“国外的研究表明，判断一个人有没有选时能力需要54年，判断一个人有没有选股能力只需要18个月。虽然选时很重要，却很难，我还是更愿意做自己有把握的事情。”

在美国的十年投资经历，让邱国鹭对国家比较优势有了深刻的认识。“我做过加拿大、韩国、香港的股票，倾向于投资一个国家或地区有比较优势的行业。比如美国金融、科技、日常消费品、医药的市值占比很高，而在意大利，奢侈品的股票更有投资价值。”在中国，邱国鹭则看好工程机械和寡头垄断的制造业，2010年对工程机械的投资是邱国鹭的经典战役。

邱国鹭善于思考，热爱学习，业余时间喜欢大量阅读各类书籍，特别是历史与金融方面的书。他出身书香门第，父亲是厦门大学财金系教授，他很小就开始接触金融，关于投资，他有很多充满智慧的总结，他的博客、微博都有相当数量的粉丝。

邱国鹭认为，一个优秀的基金经理，应该具备大局观、独立性和前瞻性。以历史的眼光去看，他对中国经济和A股市场都比较乐观。在

他看来，A股市场被错误定价的股票特别多，“很多有品牌、有垄断地位、盈利能力强的公司，都很便宜；很多高价股盈利模式反而并不清晰，风险很大。”

证券时报2012年4月23日

记者 杨波

“超额收益主要来自行业配置，国内啤酒业已至拐点”

国内公募基金界，最不怕“见光死”的或许是邱国鹭。他在2009年公开宣布2010年A股”十大预言“后，又于2010年抛出了2011年的“十大预言”。

幸运的是，2010年结束后，他的十大预言准确率高达80%，让投资者惊叹“外来的和尚也能念经”；可怕的是，每个人都在等待他今年的预测结果，谁都知道，在诡谲的资本市场，预测是一件高风险的事情。

今年38岁的邱国鹭是位在海外工作了10多年的中国人，自1999年6月开始，他先后担任韦奇资本合伙人、执行副总裁，奥泰尔领航者对冲基金合伙人，普林瑟斯资本基金经理。他2008年年底从华尔街归国，进入南方基金公司，目前任南方基金总经理助理兼投资总监。

与多数海归派在A股水土不服相比，邱国鹭回国后如鱼得水。他的“十大预言”以高准确率成为国内投资者的市场风向标，在他担任投资总监期间，南方基金的“战绩”也证明了他的实力。

当记者问邱国鹭是否担心“预言会见光死”时，邱国鹭轻松说道：“错就错呗，投资中谁都可能会是错的。”

在邱国鹭看来，预测市场只不过是一项工作规划。他说：“一个好的基金经理要有独立性、前瞻性和大局观，预言实际是一种前瞻性，即通过预言强迫自己在年底做一个规划。”邱国鹭说，每一种预言都包含了多个判断，如果2011年的预言能对5条，最终体现在基金的业绩上应该是个不错的结果。

“当然，最终落实到基金的投资上不一定完全按照预言来做。我们每半年根据实际情况也会做一次调整。”邱国鹭告诉记者。

◎ “大资金是不能完全靠选股的”

邱国鹭毕业于厦门大学财金系，国内投资界出类拔萃者很多是他的校友。

在资本市场流行君安系（曾任职于君安证券）、五道口系（毕业于人民银行研究生部）的时候，实际上还有一个厦大系。在前十大公募基金公司中，有4家基金公司分管投资的高管毕业于厦门大学。

与其他几位投资者不同的是，邱国鹭主要的投资经历是在海外，但其对A股的熟稔或早于其他人。

“我从小就喜欢投资。”邱国鹭说出这句话的时候，是有相当底气的。据悉，邱国鹭在读大学期间，就“排队买过认购证”，在“营业部大厅看过屏幕，在大户室也留下过痕迹”。

随后，邱国鹭去了美国，并且开始担任基金经理。而海外近十年的职业化投资经历，已经在邱国鹭身上落下了印痕。

一个例子是，2011年7月15日，在某酒店的餐厅，当见到记者时，邱国鹭起身、主动而优雅地和记者握手，随后在采访中，又对南方基金同事提供的便利多次表示感谢。在专访期间，邱国鹭对投资理念以及其看好的行业做了详细的阐述，但对于与个人相关的事情则不愿涉及太多。

尽管如此，邱国鹭在专访中侧面解释了他为何加入南方基金。

“以前做公募基金的时候，平均持有期限是3年，后来做对冲基金，平均持有期限只有3个月，这个落差很大，跟我的投资理念不太吻合。”邱国鹭在讲对冲基金和公募基金的区别时说。

邱国鹭说，他之前做过趋势投资，也做过价值投资，目前是铁杆价值投资者。“估值、品质和催化剂中，公募基金最为看重的是估值和品质。”

而在具体投资中，邱国鹭更强调行业配置。“有统计数据显示，超额收益率主要来自行业配置和资产配置。2 000亿的大资金是不能完全靠选股的。”

“我选的东西本身不贵，但我不能保证它不跌，比如说有个工程机械的龙头股，我去年1月份买的，但在上半年跌了30%，我本来是5个点，跌的时候我继续加仓，之后它涨了3倍。也就是说，从1元跌到7毛，后来涨到2.8元，最终还赚了180%。”

◎ 坚定地买行业龙头

邱国鹭是个网络活跃者，他喜欢在微博上系统梳理对投资的思考。“有些东西是放之四海皆准的，比如要搞懂人性的贪婪和恐惧，才能避免随波逐流，独立性是一个优秀的基金经理必须具备的素质。”

对于看好的行业，邱国鹭在不同的场合也多次阐述自己的原因。比如今年以来，他在不同的场合以及微博上谈到了男装、啤酒以及工程机械等行业。

“看一个公司，我喜欢先把行业特性分析透，不同的行业有不同的特性。”邱国鹭表示，他喜欢竞争格局由分散到集中、从原来的无序竞争变为有序竞争的行业，他善于抓住行业的拐点，并且在这个时候去选取拥有核心竞争力的龙头企业。

邱国鹭认为，核心竞争力主要体现在定价权上面，而定价权主要来自品牌和寡头垄断。

“是赢家通吃的行业，再贵我都买龙头，比如说工程机械，我就坚定地买龙头，为什么呢？在美国我们只知道卡特彼勒（排行第一的工程机械生产厂家），不知道排行第二的特雷克斯，在瑞典只知道是沃尔沃，但不知道老二是谁。”

对于啤酒行业，邱国鹭认为“目前已经临近行业的拐点”。“每个国家前三名的啤酒企业占据的市场份额都到了80%甚至90%。目前我国啤酒业前四名已经占据了市场份额的60%，已经接近行业拐点。”

他接着分析说，中国的啤酒结构中，约50%是小罐装的，生啤约占50%。其中，小罐装和大瓶的价格相同，而生啤售价是普通啤酒的两倍。而在日本，小罐装销售在一半以上，生啤则占了90%。“这两个指标以后都会提升，以后啤酒的消费主力是80后，用瓶装喝是不酷的，你拿着小罐装才酷得多。”

而对于品牌，邱国鹭认为美誉度比知名度更为重要。“我觉得男装的含金量比家纺要高，因为家纺是家里用的。”

“我比较注重长远的竞争力。比如说服装，有人喜欢大学生、年轻人穿的服装的股票，有人喜欢童装的股票，这些我都不买，我买男装股票。”邱国鹭解释说，男装品牌一旦树立，30岁获得认可，65岁的时候还会买。而大学生和童装的客户三五年就换一批，需要不断地重建。

东方早报2011年7月29日

记者 柯智华 肖莉

“狼性3号”：一种是跑得快的人，另一种是熬得住的人

“做股票能做好的人，一种是跑得快的人，另外一种是熬得住的人。而我属于后者。”在南方基金一个安静的办公室里，邱国鹭边说边走向书架，把书架下的几瓶矿泉水递到记者的面前。整个办公室只有小小的几平方米，在邱国鹭的椭圆形的桌子旁边，透过窗户可以看到外面的车水马龙。

他称自己为“熬得住”的人。有的时候，“狼性”不仅仅表现在冒进的投资上，在邱国鹭身上，记者看到的“狼性”是坚持自己的投资理念，更有耐性。

邱国鹭给人的感觉就是永远都要坚持，厚积薄发。给行业配备研究人员，公司几乎是一个研究员覆盖一个行业，有的还是两个研究员一个行业，强调深度研究。用他自己的话说，就是：“宁打一口井，不挖十个坑。”

但是实际上，耐性说起来容易，做起来就不那么容易了。华尔街十余年的专户投资和对冲基金投资经验，让邱国鹭更具有大局观。相比较国外，国人对于投资即使追求的是长期效益，短期也还是难以忍受盘面下跌的风险。就像“鱼与熊掌，不能兼得”，国人永远只是把它当作奉条，在实践中总是抛之脑后。

◎ 和南方基金的不解之缘

和邱国鹭谈话，让人感觉轻松，丝毫没有距离感。邱国鹭有一说一有二说二的真性情使得他很平易近人。公司员工也都觉得他人很随和，但是有员工告诉记者：“邱总做事的严谨、认真叫人佩服。”

邱国鹭在2008年年底加入南方基金，而2008年正是股市大跌人心惶惶的时候，邱国鹭可谓临危受命，从华尔街直接回国，和南方基金结缘，现任南方基金的投资总监，总经理助理。

2009年，南方基金作为首批“一对多”获批的公司，任命这位具有长期海外绝对收益投资经验的老总亲自操刀，来管理公司的“一对多”产品。在国内，亲自任命投资总监来管理专户理财的不多，南方算是开了先例，足见公司的重视程度。

时间也证明了南方基金公司当初决定的正确性。邱国鹭不仅把一对多的业绩做得很好，而且自从他上任以来，南方基金公司旗下基金业绩表现突出。而邱国鹭把业绩改善明显的原因归结为公司在投研团队“改头换面”的结果。

基金业人员流动已经是稀松平常的事情了，而南方基金作为基金业的龙头老大，在全行业都头疼的“人员”问题上，也不能放松。此次采取的基金经理负责制南方基金算是推出的先例。邱国鹭一谈及这个就很兴奋，因为这是南方基金在人才机制改进方面的一个举措，更重要的是现在已经初见成效。

实际上，在公募基金普遍面临人才流失的困境时，南方基金在引进人才上斩获颇丰，在过去一年引进了四位长期业绩优秀的资深基金经理。而这些都和南方基金的人才机制改革息息相关，此次的举措实际上是放大基金经理的权限，使得他们有更好的展现自己的平台。公募为什么人才流失严重？邱国鹭认为，最关键的问题还是人才机制没有给予充分的展示空间。

◎ 他最有“耐性”

华尔街这十余年的工作经历让邱国鹭懂得了不管什么时候都要做市场的“少数者”，即逆向思维。“熬得住”的意思更是延伸为运筹帷幄，不管是“跑得快”的，还是“熬得住”的，都是投资市场的聪明者。

邱国鹭深深地明白，高增长不一定能够带来高效益。他一直强调一种安全边际，这也正是他的做事风格，在人生的坐标上，他选择的不是速度，而是冷静的分析、研判，来得出最终的结论。用一种非常接近价值的投资方式去获取最大的效益，而这正是邱国鹭的投资心得。

很多人都会误以为股市上的“大家”都是那种眼光犀利到什么时候都能看到涨跌的人，实际上，除了这种高瞻远瞩的本领之外，更多的是一种减少损失的能力。就连“股神”巴菲特，也不能每次都判断无误，但是最重要的是，他能做到最后赚的钱比别人多。

而在邱国鹭身上，记者看到的就是这样的光点。做市场的聪明者、独立、前瞻并有大局观，是邱国鹭最具有特色的几个标签。

“如果说每一个国家都有一个代表性的行业，那么中国就是高端制造业。”邱国鹭说。他认为，只有具有代表性的，能代表一个国家的全能产品，世界知名的产品，能参与国际竞争的产品，才具有长期的投资价值，未来两到三年，中国的产业升级会成为必然趋势，而高端制造业会成为中国的“另类标签”。

也许正是邱国鹭这样能“熬得住”的人，才能看到未来的大趋势，再加上持之以恒的坚守，才会看到最终的结局。而这个漫长的等待过程，更是人的耐性得到极致发挥的地方。邱国鹭就是这样有耐性的人。

21世纪经济报道2010年9月13日

记者 董华

投资戒盲目，慎选“风口的猪”

针对目前新兴行业的投资，现在有一个说法是说要选“风口的猪”，只要风来了猪都能飞。但南方基金投资总监邱国鹭提醒，投资者要保持谨慎，“核心的问题是这个风口有几头猪？”

2013年年末，沉寂了一年的A股市场突然变得热闹起来，新股发行体制改革意见出炉、IPO开闸、新三板扩容，一系列增量措施引发资本市场大讨论。

经历了价值质疑的创业板正在努力寻找自己的定位，财务增长指标排除了其他可能的估值体系，互联网高科技公司长期以来只能谋求“外向型”发展。能否对特定行业接纳新的估值模式、放弃财务实质判断，正在讨论当中。

2013年以来，单边做多策略带来的问题逐步累积，市场对于对冲策略的需求十分明显。在未来对冲工具进一步丰富的愿景下，如何划分风险、形成有效策略更为关键。

在这样的背景下，我们专访南方基金投资总监、投资决策委员会主席邱国鹭，分析讨论买方如何适应未来创业板新的估值模式，如何应对市场变化、形成有效的对冲策略，并对市场政策的变化给出点评。

记：创业板IPO和再融资的改革方案已经传出，其中一条是关于互联网、高技术公司未来可能不需要盈利即可发行上市。对于买方而言，未来在参与新股认购和二级市场投资的过程中，如何对互联网公司进行估值？

邱：对互联网企业取消盈利要求，这是一个正面的事情。衡量一家公司质地的标准有很多，特别是对于互联网或者新兴行业，可能短期内企业没有盈利，需要关注它的市场定位、市场份额、流量等。比如市值1 000多亿美元的亚马逊，至今不怎么盈利，但它在电商中的龙头地位是不可替代的。

现在创业板有很多公司估值不低，但核心竞争力并不高。说创业板的股票估值高，不完全是因为市盈率太高，而是因为它们在行业内的竞争地位并不那么突出，更多的只是沾到一点概念。互联网、高新技术类企业的发展关键在于团队、市场定位和在行业中的地位。只要信息披露真实全面，市场就可以做出正确的评价。

1999年的互联网泡沫前，市场曾提出新经济，新的估值体系，这套估值体系并不完全依赖公司的盈利状况。但此后纳斯达克指数从5000点跌到1 000点，暴跌了80%，一些拼眼球的公司普遍都跌了90%以上。这些公司肯定是有价值的，但是这类公司的估值本身就很难估，股价波动性就很大，因为它本身不赚钱。

关键的是你怎么发现这样的公司？互联网大多数都是赢家通吃的游戏，行业第一名能占行业份额的70%，第二名能占20%，第三名大概只有10%，第四名基本上就没有意义了。这种情况下，首先就是两个基本判断。第一，这个行业的未来是不是赢家通吃？像腾讯、百度、阿里巴巴，其实就是平台式的通吃，或者是入口式的通吃。腾讯是人与人之间的平台，百度是人与信息之间的平台，阿里巴巴是人与货物之间的平台。这决定了它的行业空间。一家公司在这种行业中一马当先，后面的人只能拼命追赶。

第二，行业的领先者是不是有先发优势，而且要评估先发优势是不是后面人很难颠覆、很难追赶的。比如团购就不具有平台优势，因为团购是一拥而上，很难赢家通吃。手机制作也很难做到赢家通吃，因为技术变化太快，就像诺基亚、摩托罗拉，很快硬件就被别人颠覆掉了。

记：在互联网、高新技术产业放开盈利标准的时候，对于买方而言，会面临哪些挑战？

邱：现在有一个说法是说要选“风口的猪”，只要风来了猪都能飞。但对于投资者而言，核心的问题是这个风口有几头猪？比如，过去十年手机制造是属于硬件当中最强的一个领域。十年前，波导是“手机中的战斗机”，TCL、夏新这些做电视的公司都做过手机，但这些最后都被快速超越。这说明，过去十年手机制造业的风口，风不可谓不强，也不可谓不持久，但问题在于风向经常会变，而且风口的猪

太多，竞争太激烈。相比之下，像家电制造、空调等这些技术变化不太大、并不在风口的白电，反而出了格力、美的等10多倍的牛股。

我个人对现在的创业板还是保持一种很谨慎的态度，一方面是它的估值很高，另一方面是这些公司我没有看出一种很好的核心竞争力。不是说我们不看好互联网，但看互联网可能是需要新的角度和标准。

我感觉，对于互联网，需要从一种“狗年”的角度去看。狗年是什么意思？三岁的狗就相当于三十岁的人。一个两岁的互联网企业就相当于一个二十岁的传统行业。比如移动互联网这个行业还很新，但仔细看里面的细分行业，不管是搜索、杀毒、软件分发平台、社交领域如微博、游戏领域等，其实很多领域的前三名，都已经若隐若现地看清楚了。创业板许多公司都在第四名以外，很难给高估值。而创业板中一些在行业中排名靠前的，又是处于内容行业，比如游戏内容，需要依靠平台分饭吃，赚的月流水当中，七成到八成要分给平台，而且行业竞争十分激烈，整体而言没有可持续性的优势。

这些特点就需要买方根据对行业的研究和理解，对公司价值进行进一步的挖掘，需要更加谨慎的判断。

记：2013年以来，单边做多的策略受到比较大的冲击，不少金融机构都在寻求可行的对冲策略。作为买方，你认为行业在对冲策略方

面产生了哪些变化？买方应该如何适应？对冲策略是否都具有一个“有效期”？

邱：行业在对冲领域的变化可以很直接地感受到。第一，市场的需求增加。过去五六年主板市场跌多涨少。这种情况下，大家对绝对收益和对冲策略的需求的增加是很自然的。第二，工具的增加。原来的对冲工具缺乏，现在可以有股指期货，未来个股期权、个股期货这些工具都会很快地推出。第三，人才储备增加。我自己在海外做了十年投资，其中也有四年做对冲基金，我知道做对冲对风控能力的要求比单向持股高得多。

我需要指出的是，对冲不是没有风险，它只是对冲掉市场风险。而市场风险只是众多风险中的一部分。比如配对交易，你买入A股票，卖空B股票，这样可以对冲掉市场风险。如果A和B属于同一个行业，你还可以对冲掉行业风险。但是你没办法对冲掉个股风险。

再比如，你买入A，卖空B，最后B涨了A跌了，你可能承担的是双倍的个股风险。所以有的人是认为对冲是没风险，这不是一个正确的看法。

只不过对冲你可以选择哪些风险你不承担，哪些风险你承担。而你不承担风险的同时，你也放弃掉一些潜在收益。比如如果不承担市场风险，未来出现一个大牛市，可能就享受不到上涨带来的好处，只能得到的是选股能力带来的益处。对冲能够把选股能力和市场弹性分

割开来，其中每类有几十个风控因子，可以对任意一个风控因子选择中性。

今年的对冲策略很多人做得好，有可能就是买创业板，卖空沪深300。但市场风险被对冲掉的同时，也有风格风险。更严格的对冲要求买的股票和卖的股票的市值大小要差不多。所以同样是对冲策略，还是分很多层次的。

海外一般形成的既有策略不怎么变。因为在海外，如果基金经理出现风格漂移是一个很严重的事情。你要是跟客户说你是价值投资，结果买了一堆成长股，或者你是做个股挖掘的，结果最终持有200只股票。这就是风格漂移。

我们讲究术业有专攻，每个基金经理做自己擅长的事情。每个策略里面竞争都是很激烈的，比如做可转债套利、衍生品、债券对冲，或者全球宏观，每个都分得很细。国内因为市场变化多，有些人可能风格不那么一致，但结果未必不好。

至于说一个策略是不是有一个有效期？是不是用的人多了它就不灵了？这是有可能的。特别是在定量策略上面会比较突出一点。像基本面策略就不存在这种问题。每个策略都有一定的容量。特别是对一些交易比较频繁的策略，对容量的限制更明显。不同的策略容量不一样。比如高频交易的容量就不会太大，真正好的基金都是封闭的。

财新网2014年1月10日

记者 郑斐 实习记者 林姝婷

后 记

我一直在思考一个问题，为什么美国的科技股过去50年表现如此优异，但是长期业绩领先的投资大家们，从巴菲特、芒格、索罗斯、彼得·林奇、邓普顿、安东尼·波顿、约翰·内夫到格兰桑，却都对科技股保有长期的谨慎态度？为什么那些热衷于投资科技股的基金经理们，虽然在数年间各领风骚，却鲜有持续二三十年业绩突出者？

主要有三个原因。

第一，科技进步内在的突变性决定了科技股投资人业绩内在的不可延续性。从PC时代的微软、英特尔到互联网1.0时代的雅虎、美国在线，再到互联网2.0时代的Facebook、Twitter，从功能机时代的诺基亚、摩托罗拉到智能机时代的苹果、三星，每一次貌似漫不经心的技术更替，都有可能演变成改朝换代的颠覆性飞跃，让原有的行业领先者一夜之间发现护城河被夷为平地，或者进攻者已经绕过旧城在别的地方建起一座更大更辉煌的新城。绝大多数投资者很难在每一次的技术变迁中都跟上节奏，而技术更替的残酷性又决定了一次错判就有可能导致毁灭性的投资后果。

第二，科学技术是不断变化的。蒸汽机、汽车、飞机、电话、收音机、电视、计算机、手机，每一个年代都有划时代的新技术，但

是喜新厌旧、贪婪恐惧的人性却是不变的。新技术肯定是好事情，谁都想要；想要的人太多，估值就过高了。过高的估值往往透支了任何新技术未来可能产生的收益，过高的期望最后总是以过多的失望告终。

第三，虽然新技术的前景广阔，初期的行业格局却非常散乱，绝大多数投资人很难在事前判断出谁是最终赢家。一旦不能押对赢家，行业发展再好也没有意义。电子商务如今大行其道，但是对于15年前买了eToys、WebWagon那些后来破产了的电商企业的投资人来说，又有什么意义呢？

然而，大多数人还是在60倍估值的创业板中寻找着十倍股、期望着一夜暴富。硅谷曾经有过统计，在风险投资的1 000个项目中，扣除最成功的8家，其他的992家是不赚钱的，而这8家则是成百倍上千倍的暴利，并因而成为报纸的头条。榜样的力量是无穷的，大到能够掩盖背后的巨大风险和沿途无数的失败者。

现在的估值与未来的成长性相比，哪一个更重要？当然是成长性更重要，但未来的成长性是不确定的、难把握的，而现在的估值则是确定的、可把握的。未来确实很重要，出类拔萃者大多对未来有着前瞻性的预判。我非常钦佩的一位投资人，他对行业和公司未来发展变化就有很深的洞察力，他管理的基金成立近9年来在传统行业和新兴行业中都创造了令人惊叹的投资业绩，但是这种洞察力和预见性对绝大多数人来讲是一件可望而不可即的事情。

身高是无法训练的。迈克尔·乔丹、老虎伍兹能做的事不一定是每个人都学得来的。临渊羡鱼不如退而结网，投资必须把握你能把握的东西，所以对多数人而言，也许更应该买入那些相对于目前的资产、现金流、盈利能力被严重低估的股票。知道自己的能力边界，发挥自己的优势，买便宜的好公司，注意安全边际，注重定价权，人弃我取，在胜负已分的行业里找赢家，这些貌似投资中最简单的事，其实也是投资中最本质的东西。

湛庐文化
Cheers Publishing

湛庐，与思想有关……

如何阅读商业图书

商业图书与其他类型的图书，由于阅读目的和方式的不同，因此有其特定的阅读原则和阅读方法，先从一本书开始尝试，再熟练应用。

阅读原则1 二八原则

对商业图书来说，80%的精华价值可能仅占20%的页码，要培养自己的阅读能力，进行阅读时间的分配。

阅读原则2 集中优势精力原则

在一个特定的时间段内，集中突破20%的精华内容。也可以在一个时间段内，集中攻克一个主题的阅读。

阅读原则3 递进原则

高效率的阅读并不一定要按照页码顺序展开，可以挑选自己感兴趣的部分阅读，再从兴趣点扩展到其他部分。阅读商业图书还应注意，从一个小主题开始，先培养自己的阅读能力，了解文字风格、观点阐述以及案例描述的方法，目的在于对方法的掌握，这才是最重要的。

阅读原则4 好为人师原则

在朋友圈中主导、控制话题，引导话题向自己设计的方向去发展，可以让读书收获更加扎实、实用、有效。

阅读方法与阅读习惯的养成

（1）回想。阅读商业图书常常不会一口气读完，第二次拿起书时，至少用15分钟回想上次阅读的内容，不要翻看，实在想不起来再翻看。严格训练自己，一定要回想，坚持50次，会逐渐养成习惯。

（2）做笔记。不要试图让笔记具有逻辑性和系统性，不需要有深刻的见解和思想，只要是文字，就是对大脑的锻炼。在空白处多写多画，随笔、符号、涂色、书签、便签、折页，甚至撕书都可以。

（3）读后感和PPT。坚持写读后感可以大幅度提高阅读能力，做PPT可以提高逻辑分析能力。从写读后感开始，写上5篇以后，再尝试做PPT。连续做上5个PPT，再重复写三次读后感。如此坚持，阅读能力将会大幅度提高。

（4）思想的超越。要养成上述阅读习惯，通常需要6个月的严格训练，至少完成4六书的阅读。你会慢慢发现，自己的思想开始跳出来，开始有了超越作者的感觉，比肩作者、超越作者、试图规划于作者之上思考问题，是阅读能力提高的必然结果。

好的方法其实很简单，难就难在执行，需要毅力、执著、长期的坚持，从而养成习惯，用心学习，就会得到心的改变、思想的改变。阅读，与思想有关。

[特别感谢：营销及销售行为专家 孙路弘 智慧支持！]

我们出版的所有图书，封底和前勒口都有“湛庐文化”的标志

湛庐文化 Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

并归于两个品牌

财富汇　　心视界

找“小红帽”

为了便于读者在浩如烟海的书架陈列中容易地找到湛庐，我们在每本图书的封面左上角，以及书脊上部47mm处，以红色作为标记——称之为**“小红帽”**，同时，封面左上角标记**“湛庐文化 Slogan”**，书脊上标记**“湛庐文化 Logo”**，且下方标注图书所属品牌。

湛庐文化主力打造两个品牌：**财富汇**，致力于为商界人士提供国内外优秀的经济管理类图书；**心视界**，旨在通过心理学大师、心灵导师的专业指导为读者提供改善生活和心境的通路。

阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。

时间才是读者付出的最大阅读成本。

阅读的时间成本=选择花费的时间+阅读花费的时间+误读浪费的时间

湛庐希望成为一个“与思想有关”的组织，成为中国与世界思想交汇的聚集地。通过我们的工作和努力，潜移默化地改变中国人、商业组织的思维方式，与世界先进的理念接轨，帮助国内的企业和经理人，走入世界，这是我们的使命和价值。

我们知道，这项工作就像跑马拉松，是极其漫长和艰苦的。但是我们有决心和毅力去不断拉动，在朝着我们目标前进的道路上，所有人都是同行者和推动者。希望更多的专家、学者、读者一起来加入我们的队伍，在当下改变未来。

湛庐文化2008-2013年获奖书目

《大数据时代》
国家图书馆“第九届文津奖”十本获奖图书之一
CCTV“2013中国好书”25本获奖图书之一
《光明日报》2013年度《光明书榜》入选图书
《第一财经日报》2013年第一财经金融价值榜“推荐财经图书类”
2013年度和讯华文财经图书大奖
2013当当年度图书排行榜经济管理类图书榜首
《中国企业家》年度好书榜管类TOP10
《创业家》“5年来最值得创业者读的10本书”
《商学院》“2013经理人阅读趣味年报·科技和社会发展趋势类最受关注图书”
《中国新闻出版报》2013年度好书20本之一
2013百道网·中国好书榜·财经类TOP100榜首
2013盛狮子·腾讯文学十大最生商业图书和最受欢迎的数字阅读出版物
2013京东经管图书年度经营榜上榜图书，综合排名第一，经济类榜榜首

《爱哭鬼小单》
国家图书馆“第九届文津奖”十本获奖图书之一
《新京报》“2013年度童书”
《中国教育报》“2013年度教师推荐的10大童书”
新阅读研究所“2013年度最佳童书”

《牛奶可乐经济学》
国家图书馆“第四届文津奖”十本获奖图书之一
搜狐、《第一财经日报》2008年十本最佳商业图书

《影响力》（经典版）
《商学院》“2013经理人阅读趣味年报·心理学和行为科学类最受关注图书”
2013当当年度图书分类榜心理励志图书第八名
《财富》推荐的75本商业必读书之一

《影响力》（教材版）
《创业家》“5年来最值得创业者读的10本书”

《大而不倒》
《金融时报》·高盛2010年度最佳商业图书入选作品
美国《外交政策》杂志评选的全球思想家正在阅读的20本书之一
盛狮子·新浪2010年度十大最生商业图书，《智囊悟读》2010年度十大最具价值经管图书

《第一大亨》
普利策传记类，获国家图书奖
2013中国好书榜·财经类TOP100

《卡普新生儿安抚法》（最快乐的宝宝0-1岁）
2013新浪“养育有道”年度论坛养育类图书推荐奖

《正能量》
《新营销》2012年经管类十大图书，京东2012好书榜年度新书

《认知盈余》
《商学院》“2013经理人阅读趣味年报·科技和社会发展趋势类最受关注图书”
2011年度和讯华文财经图书大奖

《神话的力量》
《心理月刊》2011年度最佳图书奖

《真实的幸福》
《环球》2010年度最具保值价值的10本实用书籍

湛庐文化 Cheers Publishing
与思想有关

延伸阅读

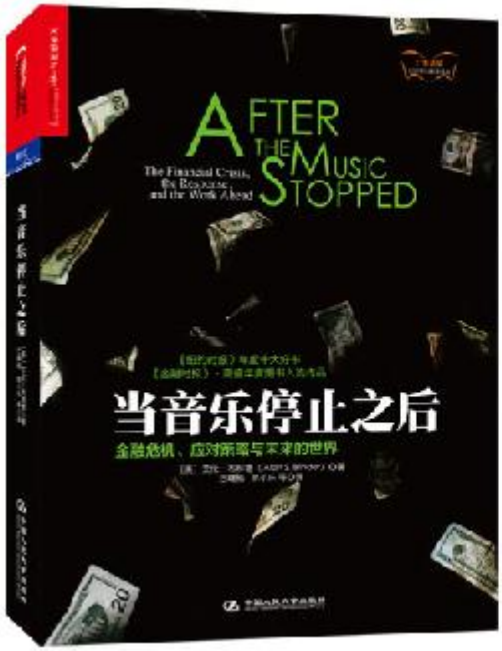
《当音乐停止之后》

◎ 美国著名经济学家、美联储前副主席艾伦·布林德最新力作，国务院发展研究中心金融研究所研究员巴曙松领衔翻译。

◎ 《纽约时报》2013年度十大好书、《金融时报》·高盛年度图书入选作品。

◎ 中国人民大学校长陈雨露、中国证券投资基金业协会会长孙杰、美国前总统威廉·克林顿、美联储前主席保罗·沃尔克等联袂推荐。

◎ 一部解读金融危机最权威、最准确的大师级著作，一部影响未来中国经济政策的启示录。



扫码直达本书购买链接

本书购买链接：http://t.cn/R7tPU9V

《2013年中国资产管理行业发展报告》

◎ 中国资产管理行业的年度晴雨表。
◎ 著名金融学家巴曙松连续八年的资产管理行业洞察。
◎ 在金融改革的大背景下，当分业经营壁垒被打破

扫码直达本书购买链接

本书购买链接：http://t.cn/R7tPVeN

《金融与中国经济》

◎ 全国人民代表大会常务委员会原副委员长成思危专文推荐，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松，亚洲开发银行首席经济学家魏尚进，美国哥伦比亚大学金融学讲席教授王能联袂推荐。
◎ 一部透析金融与中国命运关系的重磅之作。

扫码直达本书购买链接

本书购买链接：http://t.cn/R7tPJOJ

《巴塞尔资本协议3的实施》

◎ 著名经济学家巴曙松领衔著作。
◎ 关于巴塞尔资本协议研究最权威、最新专著。
◎ 巴塞尔资本协议III的制定和实施。
◎ 一个关乎中国银行业乃至金融业未来发展的重要现实课题！

扫码直达本书购买链接

本书购买链接：http://t.cn/R7tPafM

不知咋选书？
专家帮你选！
没时间看书？
有人帮你读！
湛庐文化·庐客汇全新学习方式》
12+50
12 = 每月一本未上市新书，拓展未来视野
50 = 全年 50 堂线上轻读晚课，讲遍思想前沿
1680 元享受一步领先的阅读
把时光挥霍给有价值的思想
一天 5 元，
选择一周一杯星巴克，
一部不那么好的手机，
一件差不多的衣服，
还是打开思想的大门？
微信扫一扫，
体验极速入汇
支付后请通知秘书小卢
（电话 / 微信号 18518443686）
以便及时为您开通服务
庐客汇，
爱读书的人都在这里

讲师阵容

持续更新中……

趋势+ 科技+ 商业+ 生活+

段永朝
财讯传媒集团
首席战略官

车品觉
大数据专家
阿里巴巴集团副总裁

毛大庆
北京万村天下
集团高级副总裁

王煜全
未来趋势专家

李向阳
美国伊利诺理工大学
计算机系教授

王一方
北京大学医学
人文研究院教授

胡泳
北京大学新闻与传播学院副教授
CCTV《我们》总策划

汪小帆
长江学者，上海交通大学
特聘教授、博士生导师

彭凯平
清华大学心理学系主任
美国加州大学伯克利分校
终身教授

曹虎
科特勒营销集团
中国区总裁

吴刚
深圳医谷创始人

邱国鹭
曾任南方基金
投资总监

张涛
安踏体育副总裁

迟毓凯
华南师范大学
应用心理学系副教授

海阳
中央人民广播电台
文艺之声主持人

孙路弘
营销及消费行为专家
畅销书作者

CHEERS
湛庐

西蒙斯传

征服市场的人

THE MAN WHO SOLVED THE MARKET

业绩远超巴菲特与达利欧的量化投资之父
大奖章基金掌舵人
詹姆斯·西蒙斯的传奇

How Jim Simons Launched The Quant Revolution

[美]格里高利·祖克曼 Gregory Zuckerman 著
安昀 [美]朱昂 译

天津出版传媒集团
天津科学技术出版社

版权信息

本书纸版由天津科学技术出版社于2021年2月出版

作者授权湛庐文化（Cheers Publishing）作中国大陆（地区）电子版发行（限简体中文）

版权所有·侵权必究

书名：征服市场的人

著者：格里高利·祖克曼

电子书定价：98.99元

THE MAN WHO SOLVED THE MARKET

Copyright © 2019 by Gregory Zuckerman

All rights reserved including the right of reproduction in whole or in part in any form.

This edition published by arrangement with the Portfolio, an imprint of Penguin

Publishing Group, a division of Penguin Random House LLC.

各方赞誉

早在人工智能成为一个“网红词”之前，詹姆斯·西蒙斯就已将其应用于金融市场，结合资金杠杆的巨大威力，取得了无与伦比的投资成功。让人不禁联想，如果詹姆斯·西蒙斯当初没有把其兴趣点放在金融市场上，而是在其他应用领域，他也许会给这个世界带来更大的惊喜和进步。

王庆
上海重阳投资总裁

资本市场是英雄辈出的，好比一道复杂的数学题，总有一些天才另辟蹊径，以出乎意料的方式找到答案，西蒙斯就是这样的一代传奇！阅读天才投资家的故事可以让我们品味、反省自己的人生，西蒙斯这样的成大事者都是有执念的，所谓只有偏执狂才能生存！

张维
基石资本董事长

不论你对量化投资是否感兴趣，这本书都值得一读：梦想、远见、执着、挑战、冲突、征服……你在其中可以找到传奇大片的所有元素。一本引人入胜的书，一段精彩的人生。

黎海威
景顺长城副总经理、量化投资部总监

詹姆斯·西蒙斯是全球证券市场公认的“量化交易鼻祖”，而他率领的文艺复兴科技公司则是全球最成功的，又最低调且神秘的量化基金公司。西蒙斯在波澜跌宕的投资人生中，可以说是在不确定中寻找机会、将不可能变成可能，而这恰好也正是资本市场的最大魅力所在。

感谢这本书的作者以及译者们，让我们得以通过这本书揭开神秘面纱，走近西蒙斯。

邬必伟

富途高级合伙人、金融及企业服务总裁

文艺复兴科技公司的故事堪称“股市投资成功的另类版”：在杂乱无序的股价波动中，用枯燥乏味的数学分析方法也能淘到真金吗？一群美国数学家成功地将数学算法和计算机交易软件转化为神奇的“股市淘金术”，创造了证券交易史上的奇迹。

神秘的文艺复兴科技公司掌门人詹姆斯·西蒙斯不仅对数学研究贡献良多，而且还华丽转身为股市投资家，用数学算法、数据挖掘和计算机模型去寻找影响股市短期波动的宏观变量，挖掘股市数据，建立计算机模型，分析价格波动规律，预测个股走势，引领全球量化投资的风向。

曹红辉

国家开发银行高级专家，中国社会科学院金融学教授

詹姆斯·西蒙斯和文艺复兴科技公司的传奇业绩告诉我们：在交易数据量呈几何级增长的今天，无论在期货市场还是股票市场，量化投资成为主流已是大势所趋，甚至你可以不懂金融，不懂企业基本面，不懂经济，也依然有可能做好量化投资。但真正要战胜市场，还是有很多先决条件的，包括西蒙斯在纽约州立大学石溪分校掌管数学系的成功经历，都给我们带来深刻的启发。

即使你本身就是一位大神级数学家，也必须有能力识别和招募到一群，而不只是一个绝顶聪明的人，一起渴望并创造奇迹；而且，光是绝顶聪明还不够，你的团队还必须拥有一种特质，那就是拥有原创性的思维。正如西蒙斯所说：“牛人和真正的牛人之间还是有很大区别

的。”与此同时，你还要有能力管理好这些最聪明的人，引导他们一起共事，包容他们的离经叛道、古怪性格甚至水火不相容的政治立场，这种挑战一点儿不亚于持续开发和迭代那些能够长期战胜市场的量化投资模型。

杨宇东

第一财经总编

格里高利·祖克曼写了一本有意思的书，关于数学家和密码天才詹姆斯·西蒙斯在量化投资和交易领域的传奇经历。我几乎是一口气读完的，那些艰深的数学理论我囫囵吞枣地读了，好在作者跟我们大多数人一样不是数学家，因此没有花太多笔墨在理论上，这本书更好看的是故事和人性。詹姆斯·西蒙斯的个人生活和投资生涯，字里行间都让我想起那句著名得有点儿老掉牙的话：只有偏执狂才能生存。与其他人不同，他偏执于对金钱和成功投资的狂热与不懈追求。

全书充满了数学天才们和密码破译天才们的故事，虽然是以西蒙斯为主角，但其实他创立文艺复兴科技公司、大奖章基金的经历就是一群不走寻常路、具有极高智商、不见容于凡人的天才们的极另类发展史，他们的成功通常被人们用一组数字佐证：从1988年到2018年，30年的时间里，他们运营的大奖章基金的年化复合收益率为39.1%；而同期，乔治·索罗斯的量子基金、彼得·林奇的麦哲伦基金、沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司等的年化复合收益率都望尘莫及。读罢掩卷，忽然非常好奇，这究竟是否已经是詹姆斯·西蒙斯和文艺复兴科技公司的全部故事。

张延

FT中文网总编

用文字讲述故事的独特性是什么？大约是回到流动着的历史中，撷取事物的细节去定义事实。在本书中，定义詹姆斯·西蒙斯人生的关键词不是天才、不是成功、不是财富，而是自由。詹姆斯·西蒙斯漫游在密码破译员、数学家、投资家等数个壁垒森严的身份之间，那份自由源于比他人多出的一点儿勇敢，以及一点儿想象力。

董力瀚

投中网总编

推荐序1

在资管行业独辟蹊径：量化投资的新赛道

巴曙松教授

北京大学汇丰金融研究院执行院长，
香港交易所董事总经理兼首席中国经济学家，
中国银行业协会首席经济学家

资本市场最具吸引力的一个特征，就是其提供了许许多多可能性，投资者可以根据自己的偏好，选择与探索不同的投资路径，并且承担投资决策的结果。我常常将资本市场类比为布满一两百条不同难度的滑雪道的巨大滑雪场，滑雪者可以自如地选择不同的雪道，当然滑雪技巧足够高的滑雪者也可以自己探索一下滑野雪。如果说沃伦·巴菲特是价值投资领域的标杆，那么，詹姆斯·西蒙斯在量化投资领域则同样享有标杆的地位。华尔街给西蒙斯的形形色色的称谓包括：数学大师、解码专家、亿万富翁、对冲基金大佬等。《纽约时报》将西蒙斯形容为探索者、行动者、给予者、思想者。西蒙斯24岁获得博士学位，25岁赴哈佛大学任教，26岁为美国军方破译密码，30岁在纽约州立大学石溪分校当上数学系系主任，随后创立文艺复兴科技公司，将数学思想融入投资，使用量化手段寻找“投资圣杯”。

西蒙斯缔造的文艺复兴科技公司凭借复杂的数学模型和算法进行海量数据分析，成为市场上最引人注目的量化投资公司之一。西蒙斯凭借量化投资策略，带领大奖章基金成为有史以来最成功的对冲基金之一。文艺复兴科技公司的标志性产品大奖章基金1988—2018年的年化复合收益率高达39.1%，大幅领先同期标准普尔500指数的年化复合收益率。和传统的对冲基金不同，文艺复兴科技公司是一家纯量化基

金公司。公司创始人西蒙斯本来就是一个顶级数学家，公司的数学模型也是由一个数百人的团队编制而成的。这个团队的成员包括弦理论物理学、天文学、量子力学、生物学、数学等领域的科学家。他们依据历史价格等海量数据，写了超过1000万行代码。

本书通过汇集西蒙斯团队的创业故事、投资策略和投资理念，将读者带入量化投资发展的不同场景，使读者能直观地了解量化投资的概念和特征：量化投资指用复杂的数学模型替代人为的主观判断，尝试追求收益的最大化，量化投资强调建立在大数定律(1)基础之上的统计优势、建立在严格执行基础之上的风控优势和建立在多元组合投资之上的分散优势。西蒙斯团队曾多次被模型失效及其原因所困扰。然而，该团队坚持不懈，克服了许多障碍，打造了相当成功的量化基金。对于有志成为量化分析师和投资经理的人，或者想深入了解量化投资与资产管理行业的读者来说，这本书都将大有裨益。

根据另类投资数据资料研究商Eurekahedge统计，在2019年，全球量化基金总管理规模约为2.31万亿美元，其中北美市场的管理规模约为1.59万亿美元，占比约为69%，其次是欧洲及中东市场的管理规模，合计占比约为20%，亚洲地区市场的管理规模总共占比约为8%。在目前的全球市场格局中，美国市场依然是量化投资的主战场，且占比较高。近30年间，美国量化基金的整体发展速度较快，各种策略百花齐放，主要强调的是收益水平相对稳定、与市场走势关联度相对较低且抗冲击能力强的策略。美国量化基金的规模多年保持着相对稳定的扩张速度，投资者对量化基金的投资热情一直较高。经过多年发展，海外量化基金发展出多家巨头，除了本书提到的文艺复兴科技公司，还有Two Sigma、Citadel、BGI（巴克莱国际投资管理有限公司）、AQR和WorldQuant都是几千亿美元规模左右的量化巨头。

目前市场上的金融数据提供商越来越多，通过现代科技和统计手段，可以将越来越多的资讯纳入数据库中。随着物联网、大数据和云

计算的发展，可以预计，未来会有各种维度的数据纳入量化统计之中。数据量的增加和计算能力的提高，为高频交易的发展提供了土壤。近年来，海内外的高频量化私募都迎来了大发展，高频量化私募具有交易量大、盈利率高和容量小的特点。美国的Two Sigma和Jump Trading是高频交易量化基金公司的典型代表。从发展历史来看，2020年中国的量化私募掀起了规模增长的浪潮，百亿级量化私募已经增至10家，这些量化私募以高频量化为主，主要采用高频做市策略、大单跟随策略和异常订单捕捉策略等高频方法。

与历史悠久的海外量化基金行业不同，中国国内的量化基金行业发展起步较晚。海外量化基金使用最多的策略是股票多空，其空头仓位一般通过融券卖空实现，而当前中国国内融券难度较大、成本较高，所以空头仓位一直以来大多是通过做空股指期货实现的。这就决定了国内量化基金的发展与股指期货息息相关。中国国内市场上的量化投资兴起于2010年股指期货上市，虽然起步较晚，但得益于中国国内场内股指期货和场外个股期权等衍生品市场的逐渐完善，量化投资迅速发展成为一股不容小觑的力量。从2017年到2020年，量化基金在所有证券类私募基金中的占比从不足5%提升到15%，管理规模增长了4倍，量化交易成交量在整个A股市场成交量中的占比超过15%。不管是从规模增长还是比重增长来看，近年来量化投资在中国飞速发展，虽然与美国市场相比仍有差距，但总体上看未来市场潜力巨大。

作为舶来品，量化投资在中国市场的发展有优势，也有劣势。以中国股票市场为例，量化投资的优势在于散户在中国市场上占有主导地位。在美国市场，由于投资者的主体是机构投资者，从长期来看持续获得较高的超额收益有一定的难度。而中国股票市场的投资者结构则有所不同，散户投资者所占的股票市值约占整个市场的25%，其交易额达到了所有股票交易额的85%。散户往往容易受“羊群效应”等影响，造成股票价格上存在大量市场异象。在中国使用量化投资策略可以有大量机会探索、利用市场异象发掘规律，制定策略，进而获得较

高的超额收益。在中国市场上从事量化投资的劣势在于中国资本市场仍处于市场深度和产品种类逐步完善的阶段，特别是能够用来对冲的工具有限，已有的工具也受到了一些限制。美国相对中国市场而言，相关的金融衍生品和工具比较多，可以开发不少收益风险比比较好的策略，目前海外对冲基金产品策略的数量可以达到50个以上，甚至超过100个。近年来，中国大力发展衍生品市场，丰富产品种类，为量化投资在中国生根发芽提供了更为肥沃的土壤。当然，如同任何资产管理活动一样，量化投资最重要的是人才，只有优秀的人才能将先进的技术、策略、理念运用到组合管理当中。

当前，资本市场已经成为中国对外开放的重要窗口。随着资本市场对外开放的深入推进，外资在不断加大对中国资本市场的配置力度，特别是沪港通、深港通和债券通的先后启动，为海外投资者投资中国市场提供了便捷的交易平台。目前，明晟指数（MSCI）、富时罗素指数和标普道琼斯指数将A股纳入比例分别提升到了20%、25%和25%。中国国债也纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数和富时世界国债指数。随着资本市场的开放，海外资产管理机构有可能会逐步在中国市场中尝试运用量化投资策略。随着中国资本市场的开放与发展，投资经理将需要尝试从全球视角配置资产。面对纷繁复杂的海内外投资品种，投资经理不可能了解所有品种，对于不太熟悉的投资品种，采用量化抓主要规律的办法可以实现多品种之间的投资仓位和操作平衡互动。

本书作者格里高利·祖克曼在书中详细讲述了量化投资的探索者西蒙斯如何与一群科学家，尤其是数学家创立了文艺复兴科技公司，并打造了史上最赚钱的量化基金之一。译者安昀和朱昂使用生动的语言将这本著作的中文版呈现给各位读者。在资本市场对外开放的大背景下，中国资产管理行业也在快速成长和进步，相信量化投资也会日益活跃，深入了解这些成熟市场的经验，也许可以给予我们多方面的启发。

是为序。

推荐序2

创造理解市场的模型

梁文锋
幻方量化创始人

詹姆斯·西蒙斯是量化投资领域的泰斗。一直以来，外界对西蒙斯和他所创建的文艺复兴科技公司所知不多。但这丝毫不影响无数年轻人在西蒙斯的故事的激励下，进入这个神秘的行业。

和很多新技术一样，量化投资刚出现的时候也是被嘲笑的对象，没有人相信计算机可以像人类一样进行投资。但西蒙斯却敏锐地预见到，随着计算机技术的发展，终有一天“不可能”将会变成现实。西蒙斯在早期做了诸多尝试，都不太成功，但他并未放弃，他相信时间是站在他这边的。

西蒙斯是幸运的，他遇到了好的时代。到了20世纪80年代末，计算机软硬件的发展到达了一个临界点，人们开始构建真正实用的模型，并在某些投资细分领域取得了初步成功。在1988年西蒙斯设立大奖章基金时，他已经50岁了，在投资上经历了10余年的挫折，但这一次他抓住了机会，登上了通往新时代的列车。如今华尔街很多量化巨头的崛起，都可以追溯至这一时期。西蒙斯和其他先驱者，使用现在看起来并不复杂的技术，迅速摘掉了市场上最低垂的果实，积累了第一桶资金。这只是开始，在之后的30余年里，计算机技术继续发展，量化投资正逐渐发展成资本市场中的一个新宠，不断有新的模型被开发出来，更多的“不可能”变成了现实，最终使量化投资在21世纪成为金融领域发展的大势所趋。在这个过程中，文艺复兴科技公司在西蒙斯的带领下，始终站在时代的潮头，成为行业的标杆。

文艺复兴科技公司辉煌的30余年，同时也是金融市场监管愈发严格、透明化的30余年。很早的时候，基金经理可以从公司管理层获得更多信息，从而取得交易优势。但诸如此类的不公平问题在过去30余年逐步得到了解决。在信息化时代，金融市场是公平和透明的，人类基金经理和计算机模型站在同样的起跑线上，这进一步为量化投资的大范围成功扫清了障碍。为何恰好是这30余年，金融变得公平和透明了呢？这在某种程度上还是得益于计算机技术的发展。

在西蒙斯即将退休之际，本书的出版，为我们揭开了很多之前未解的疑团，也为我们带来了丰富的可供借鉴的经验。国外的模式未必能照搬到中国，但阅读本书，可以让我们收获很多的思考和启发。是什么样的特质和机遇，使西蒙斯成为历史的幸运儿？如何管理一支优秀的团队，使之30余年立于不败之地？为什么科技会使金融市场产生如此深刻的变化？读者可以从本书中寻找答案。

作为后辈，能为西蒙斯的中文版传记作序，我感到十分荣幸。每当在工作中遇到困难的时候，我会想起西蒙斯的话：“一定有办法对价格建模。”

推荐序3

西蒙斯的奇迹

裘慧明
明汯投资创始人

对一般投资者来说，量化投资显得非常“高冷”；在量化投资领域，文艺复兴科技公司又尤其神秘。我在2001年入行做量化投资，职业生涯中唯一一次和文艺复兴科技公司的交集是2003年。当时我在瑞士信贷银行担任基金经理，有两位之前在文艺复兴科技公司任职的研究员来我们公司面试，他们就是书里提到的亚历山大·比洛浦尔斯基（Alexander Belopolsky）和帕维尔·沃尔夫贝恩（Pavel Volfbeyn）。他们的面试极具文艺复兴科技公司的风格——基本等于一言不发，但他们加入千禧年资产管理公司（Millennium Management）后确实做出了优异的业绩。我从那时候开始就密切关注文艺复兴科技公司。作为量化投资的先驱之一，西蒙斯和他的团队证明了量化投资作为和传统基本面调研不同的投资方式，也能在投资领域获得巨大的成功。

众所周知，文艺复兴科技公司旗下的大奖金基金在投资领域非常成功，但因为西蒙斯和他的团队非常抵触公开宣传，所以人们对于他们的了解非常稀少。华尔街日报资深专栏作家格里高利·祖克曼写的这本《征服市场的人》，终于给大家提供了一个了解西蒙斯生平和文艺复兴科技公司的机会。作者获取了详细的第一手资料，数字显示大奖金基金的真实盈利超越了大部分人的想象——在1988—2018年这30年间获得了39.1%的年化复合收益率，这还是在扣除了5%的管理费和44%的业绩提成后的数字，费前收益率甚至能达到年化66%左右。这个

收益率远远超过了那些相对于西蒙斯更为人所知的投资大师，如做宏观投资的索罗斯和做价值投资的巴菲特所创造的收益率。在一两年间获得高收益相对容易，在10年间获得高收益已经非常困难，保持30年的高收益更是难上加难。根据最新报道，在2020年这个对量化投资有非常大挑战的一年，大奖章基金也获得了76%的费后收益。

不过，文艺复兴科技公司并不是从一开始就一帆风顺的。西蒙斯在创立文艺复兴科技公司之前是个杰出的数学家。詹姆斯·西蒙斯20岁大学毕业，24岁博士毕业，30岁受邀担任纽约州立大学石溪分校数学系系主任，之间也从事过密码破译工作。在38岁时更是因为和陈省身教授合作的研究成果和其他杰出贡献，获得了代表几何领域最高成就的奥斯瓦尔德·维布伦几何奖。所以当他在40岁时决定辞去系主任一职创业做投资的时候，他的父亲和数学界同行都表示不能理解，并为他本能在数学领域达成的更高成就而感到惋惜。从1978到1988这前10年，西蒙斯所创立的投资公司并不是特别成功，西蒙斯自己也一直在主观和量化这两种投资方式之间摇摆。虽然西蒙斯找的合伙人都是杰出的数学家，从最早的列尼·鲍姆，到詹姆斯·埃克斯，还有后来的埃尔文·伯勒坎普和亨利·劳弗，但他们在很长时间内都没有找到稳定的盈利方式。西蒙斯实际并没有深度地参与量化模型的研究和开发工作，但如果没有他的坚持，他们的团队也没法度过这动荡的10年，迎来后面30年的辉煌。

文艺复兴科技公司的崛起过程有几个关键时刻：经历了1984年交易溃败所带来的亏损后，西蒙斯决定放弃列尼·鲍姆依靠智力和直觉的投资方法，开始支持詹姆斯·埃克斯开发计算机交易系统；1986年，瑞尼·卡莫纳开发出使计算机自动识别隐藏的价格趋势并给出交易建议的模型框架；1989年，埃尔文·伯勒坎普在关键时刻推动了大奖章基金将主要精力转向短期高频交易，从而使基金开始稳定获得高盈利；1992年，在亨利·劳弗的推动下，大奖章基金改为只用单一交易模型；1993年，两位来自IBM的语音识别专家彼得·布朗和罗伯特·

默瑟加入，帮助文艺复兴科技公司取得多项关键技术突破，从而使文艺复兴科技公司所管理的大奖章基金能在管理50亿到100亿美元的基础上还能获得稳定高收益。到20世纪初，文艺复兴科技公司已经在华尔街小圈子声名鹊起。虽然量化投资是一个枯燥的话题，但祖克曼用生动的文笔栩栩如生地讲述了西蒙斯和他的团队是怎么打造出史上最成功的量化交易公司之一的，也花了不少篇幅描述了里面主要角色除了投资和开发模型以外的个性特征和所从事的社会活动。他讲到西蒙斯的烟瘾令公司员工十分头疼，还讲到马杰曼发现默瑟写的模拟代码上有个非常初级的错误，导致盈利远低于预期。我相信不管是量化投资从业人员，还是其他对量化投资感兴趣的投资界专业人士及普通投资者，都能从这本书中有所收获。

对量化投资从业人员来说，这本书为大家提供了一个历史回顾，了解早期量化投资是如何起步的，了解量化投资的早期历史，看看以西蒙斯为代表的量化投资先驱是怎么探索着用统计的方式来解释和征服期货和股票市场的。对量化投资有兴趣的投资界专业人士可能能从这本书中得到更大的收获。在中国，量化投资起步不久，投资界很多专业人士也对量化投资缺乏了解。他们对量化投资的看法往往走两个极端，要么觉得量化投资无所不能，要么觉得量化投资没什么用处。大部分关于量化投资的书又比较注重技术细节，对非量化投资从业者来说可读性比较差，而这本书故事性比较强，专业人士读完也能得到一些启发。而对普通投资者来说，这本书给了大家一个初步了解量化投资行业的机会，揭开文艺复兴科技公司的神秘面纱。

期待通过一本书就让读者都成为量化投资的拥趸，这个想法并不现实，但如果它能够让更多的人对量化投资产生兴趣，那就是送给量化投资行业的最好的礼物，我愿意将这本书推荐给所有人。

做人类做不到的事

詹姆斯·西蒙斯从未放慢过前进的步伐。

这是1990年的秋天，西蒙斯正端坐在他位于曼哈顿市中心一座摩天大楼33层的办公室里，紧盯着电脑屏幕上不停刷新的全球金融市场动态。他的朋友们都很难理解他为什么还在坚持。当时已然52岁的西蒙斯已经度过了大半个可谓丰满的人生，披荆斩棘，乘风破浪，取得了旁人难以企及的成就。然而，他依然如故，尽心管理着基金，心随市场的每一个起伏而跳动。

西蒙斯身高约1.78米，略有一点儿驼背，一头稀薄的灰发使他看起来稍为显老。他的眼睛周围布满皱纹，这也许是他的烟瘾所致，但他压根儿不想戒掉自己的烟瘾。西蒙斯拥有棱角分明、粗犷坚毅的面容，眼中时常闪烁着狡黠的目光，这很容易让人联想起已故演员汉弗莱·博加特[(2)]。西蒙斯整洁的办公桌上有一只巨型烟灰缸，时刻准备着迎接下一坨烟灰。墙上挂着一幅略显恐怖的画作——一只猞猁正在尽情地享用一只兔子。几张沙发椅旁边的咖啡桌上，放着一份佶屈聱牙的数学论文，提醒着到访者西蒙斯早期辉煌的学术生涯，然而相关学术研究早已被西蒙斯抛诸脑后，留待同侪们继续去求索。

此时，西蒙斯已经为寻找成功的投资模型花费了12年时间。早先，他也和别人一样，依靠天性和直觉进行投资交易，但市场的波动常常让他愁到胃痛。他一度沮丧至极，甚至让同事怀疑他有自杀倾向。西蒙斯曾经雇用两位顶尖的数学家和他一起从事投资事宜，但是这种合作在亏损和相互指责中分崩离析了。就在此前的一年，也就是

1989年，由于业绩非常糟糕，西蒙斯曾经不得不停止相关投资活动。许多人认为他也许会终止他的整个投资生涯。

现在，在经历了一段失败的婚姻、离开了两任不合拍的合作伙伴之后，西蒙斯决定拥抱一种激进的投资风格。他与一位博弈论专家埃尔文·伯勒坎普一起开发了一个计算机模型，可以用来处理海量的市场数据，并从中挑选出最优的交易机会。他们认为，这是一种具有科学性和系统性的方法，可以用来去除交易流程中的情感因素。“如果我们有足够的数据，那么我们是能够做出预测的。”西蒙斯如是说。

西蒙斯的密友们都知道是什么在驱策着他。西蒙斯23岁就获得了博士学位，然后成了一位为人称道的密码学家、一位远近闻名的数学家和一位极具开创性的大学管理者。他需要新的挑战和更大的舞台。西蒙斯曾经和一位朋友提起过，如果能够破译股市密码继而征服投资世界“将会是了不起的成就”。他想用数学征服市场，如果成功，他非但能够赚到巨额的财富，甚至可能影响到华尔街以外的世界。有人认为这才是西蒙斯真正的目标所在。

投资领域和数学领域一样，你往往很难在中年取得突破。然而，西蒙斯确信他即将取得某种历史性突破。夹着梅丽特牌香烟，西蒙斯又一次拨通了伯勒坎普的电话。“你在留意黄金价格吗？”西蒙斯操着波士顿口音，用他那沙哑的嗓音问道。“是的，我在留意着黄金价格，”伯勒坎普答道，“但是我们并不需要调整我们的交易系统。”西蒙斯没有再说什么，而是像往常一样礼貌地挂上电话。然而伯勒坎普却对西蒙斯的盘问日益感到困扰。

瘦削的伯勒坎普不苟言笑，一对蓝色的眼睛隐藏在厚厚的眼镜片后边。他的办公室在美国西岸非常靠近加州大学伯克利分校的地方，他依然进行着正常的教学工作。当伯勒坎普和伯克利分校商学院的研究生们讨论交易的时候，研究生们经常嘲笑伯勒坎普和西蒙斯所采用的交易方法，将之戏称为“江湖骗术”。“行了吧，计算机怎么可能

与人类的判断力一较高下？”一位研究生说道。“我们想做人类做不到的事情。”伯勒坎普回答道。私下里，伯勒坎普其实也明白为什么他们的方法被讥为“现代炼金术”，因为甚至连他自己都不理解他们的模型为何会对某些交易类型“情有独钟”。

西蒙斯的交易思想不仅在校园不受欢迎，在其他领域也鲜为人知。此时，乔治·索罗斯、彼得·林奇、比尔·格罗斯[(3)]等一批大佬开始崭露头角，他们凭借智力、直觉以及传统的经济指标和技术分析，在国际金融市场上获取了巨大的收益。相形之下，西蒙斯并不懂得如何管理现金流，如何评估新产品，抑或如何预测利率走势。他所做的仅仅是挖掘海量的价格数据。这种交易方法包含了数据清洗、信号机制和回溯测试等要素，当时的华尔街对此毫无概念，甚至都没有一个合适的名字来概括这种方法。1990年的时候，网络浏览器还没有发明出来，连用电子邮件的人都非常少，人们对算法的概念仅仅停留在第二次世界大战时期帮助艾伦·图灵[(4)]破译纳粹密码的机器上。“这些算法有朝一日会引导甚至管理千百万人的日常生活”，或者“一帮数学教授能利用这些算法碾压那些经验丰富的知名投资者”，这类想法对人们来说不是遥不可及就是荒诞至极。

然而，西蒙斯天性乐观，并且有种莫名的自信，他已经嗅到计算机交易系统胜利的味道了。另外，西蒙斯实际上没有多少退路，他一度做得还不错的风险投资已经偃旗息鼓，他也肯定不想再回去教书了。

“我们再加把劲儿吧！”西蒙斯又急急忙忙地给伯勒坎普打了一个电话，“我觉得我们明年能取得超过80%的收益率。”“一年80%的收益率？他恐怕是真的异想天开了。”伯勒坎普想。“要取得如此巨额的收益是不太可能的。”伯勒坎普告诉西蒙斯，“另外，你真的不需要打这么多电话给我。”然而，西蒙斯就是停不下来，直到最后伯

勒坎普终于决定退出，这对西蒙斯而言又是一次重击。“见鬼去吧，大不了我自己来！”西蒙斯对一位朋友说。

与此同时，在大约80千米外的纽约州，一位高大英俊的中年科学家正盯着一块白板与他给自己出的一道难题较劲。罗伯特·默瑟正在IBM位于威斯特彻斯特郊区的研发中心里进行着一项研究，他试图找到一种方法让计算机更好地把语音转换成文本，甚至能够直接翻译语言。默瑟并没有采用传统的方法，而是使用了现在被称为大规模机器学习的一种早期形式。他和同事们用海量的数据来调试计算机，使其可以学会自动处理这些任务。默瑟已经在“计算机界的巨人”IBM公司工作接近20年了，但是关于计算机技术到底会发展到什么程度，他依然没有把握。

同事们并不能完全理解默瑟，哪怕是那些已经与他并肩战斗好几年的人。默瑟拥有非比寻常的天赋，但是在待人接物上总是稍显局促。他每天的午餐都很单调，用一个旧旧的棕色纸袋包着，不是金枪鱼三明治，就是花生酱和果酱三明治。默瑟经常在办公室转悠，嘴里哼着古典音乐的曲调，一副轻松超然的表情。默瑟经常说一些非常睿智的话，尽管有些话听起来很奇怪。之后，同事们了解到默瑟根深蒂固的反政府立场和激进的政治观点，这将在未来对默瑟的生活产生决定性的影响，并波及许多人。

在IBM的时候，默瑟花很多时间和一位叫彼得·布朗的年轻同事待在一起。彼得·布朗有着浓密的棕色头发，戴着厚厚的眼镜，是一位有创意、性格外向并且活力四射的数学家。彼时，他们并没有在一起讨论如何在股市中赚钱。但是之后，他们都因为一些个人的困顿而加入西蒙斯战队，一起为了征服股市，甚至发起一场投资革命而奋斗。

西蒙斯此时当然还不知道他面前的障碍，也不知道他即将面临的悲剧以及那些颠覆了他公司的变故。1990年秋的一天，当西蒙斯从他的办公室眺望纽约的东河时，他只知道他急需解决一个难题。“股市

的确存在着一些规律，”西蒙斯告诉同事，“我们一定能找到它们。”

神秘的西蒙斯

“你自己心里明白，没人会理你，对不对？”

2017年9月初，我正坐在马萨诸塞州剑桥市一家海鲜餐馆里，边咀嚼一份沙拉，边竭尽全力试图撬开一位名为尼克·帕特森的英国数学家的嘴，请他谈一谈他的老东家文艺复兴科技公司的情况。然而，我远没有那么幸运。

我告诉帕特森，我只是想写一本关于文艺复兴科技公司的创始人詹姆斯·西蒙斯的书，因为西蒙斯造就了金融史上最强大的赚钱机器。文艺复兴科技公司赚取了如此巨额的财富，让西蒙斯和他的同事们在世界政治、科技、教育和慈善等领域都拥有巨大的影响力。在马克·扎克伯格等人还没上幼儿园的时候，西蒙斯就致力于利用算法、计算机模型和大数据推动社会进步了。

然而，帕特森并不配合。此前西蒙斯和他的助手已经表示过，他们无法为我提供多少帮助。在文艺复兴科技公司的管理层和西蒙斯的亲友中，连那些视我为朋友的人，都没有接听电话或者回复邮件，就连文艺复兴科技公司的竞争对手们也迫于压力，不愿意与我会面，仿佛西蒙斯是一个黑帮老大。

几个回合之后，帕特森提醒我他必须遵守文艺复兴科技公司内部长达30页的保密文件，那是文艺复兴科技公司的每一位员工都必须签署的文件，且有效期一直延续到退休以后。我充分理解这些，然而，这又怎样？我已经在华尔街日报干了20多年了，我很清楚游戏规则，再难以企及的题材都有回旋的余地。再说，谁不想拥有一本关于自己的书呢？我相信西蒙斯和文艺复兴科技公司也不例外。

其实我并不吃惊。作为华尔街有史以来最顶尖的交易者之一，西蒙斯和他的团队是不愿意透露哪怕一丝一毫他们的秘籍的，唯恐竞争对手寻到任何蛛丝马迹。文艺复兴科技公司的雇员们尽量避免被任何媒体曝光，也极少参加行业会议和公开聚会。西蒙斯曾经引用《动物农场》(5)中那头著名的驴子本杰明的话来诠释他对抛头露面的态度：“‘上帝给了我尾巴来驱赶苍蝇，但是我宁可没有尾巴也没有苍蝇’，这就是我对于公开宣传的感觉。”[1]

我抬起头，露出一丝勉强的微笑。要从西蒙斯的身边人入手了解他的故事，势必要打一场“硬仗”。我继续努力地明察暗访，撰写西蒙斯的故事和探究他的秘密甚至成了我的癖好。他为此设置的那些障碍反而更加激起了我的斗志。

我决定写西蒙斯的故事是有充分理由的。西蒙斯曾经是一位数学教授，而且他无疑是现代金融史上最为成功的交易者之一。1988年以来，文艺复兴科技公司的旗舰产品大奖章基金获得了年化66%的收益率，在交易中获得了超过1 000亿美元的利润。这个记录在投资界无人能出其右，沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯、彼得·林奇、史蒂文·科恩，甚至瑞·达利欧都难以企及。

近些年来，文艺复兴科技公司每年能从交易中赚取超过70亿美元。这个数字超过了安德玛（UNDER ARMOUR）、李维斯（Levi's）、孩之宝(6)和凯悦酒店(7)的年度收入总和。更惊人的是，其他公司一般都有上千个雇员，但文艺复兴科技公司只有300人左右。

我确信西蒙斯拥有大约230亿美元的资产，资产规模超过了特斯拉的首席执行官（CEO）埃隆·马斯克、创立新闻集团（News Corporation）的鲁伯特·默多克和史蒂夫·乔布斯的遗孀劳伦斯·鲍威尔·乔布斯（Laurence Powell Jobs）。文艺复兴科技公司的其他员工也都是亿万富翁，员工们仅在公司对冲基金里的平均资产就有5

000万美元。西蒙斯和他的团队在现实中创造了只有在童话里才能拥有的巨额财富。

除了投资成功之外，西蒙斯身上还有其他东西在吸引着我。早先，当别人还在用诸如天性、直觉等老套的方法做预测的时候，西蒙斯已经决定借力于数据挖掘、高等数学和计算机模型来做投资。他引燃了一场投资界的革命。至2019年年初，对冲基金和量化交易者已经成为市场最大的参与者，交易额占比达到30%，远超散户投资者和传统机构投资者。[2]各大公司的管理层都曾经非常不屑于利用科技手段和计算机模型来投资，但他们觉得如有需要，可以轻易地雇用到程序员来作为辅助。而如今情形反转，程序员对管理者恰恰抱有相似的想法。

如今，西蒙斯先驱性的方法被绝大多数产业接受，并且影响到了我们日常生活的方方面面。他和他的团队30多年前就开始利用统计学、智能算法和计算机来进行经济形势预测和分析，远远早于硅谷、政府、军方等其他需要经常做预测的地方。西蒙斯找到了把天赋、脑力和算法转化成财富的方法，他利用数学知识赚取了巨额财富。在数十年前，这并非稀松平常的事。

再后来，西蒙斯化身为美第奇(8)再世，他资助了数以千计的公立学校的数学和科学老师，推进了孤独症疗法的研发，并且拓展了我们对于生命本源的认识。他的所作所为，尽管很有价值，但也引发了人们关于“个人是否应该拥有如此巨大的影响力”的思考。西蒙斯、罗伯特·默瑟和文艺复兴科技公司的其他人未来还将在各个领域产生广泛的影响力。

西蒙斯和他团队的成功也引发了很多深层次的思考。比如，为什么数学家和科学家在投资领域会表现得比大型机构的投资老手们更好？是不是“西蒙斯们”对于投资有异于常人的理解？西蒙斯的成就是否证明了人类的判断和直觉是有天然缺陷的，而能够处理海量数据

的模型和计算机系统可以碾压人类投资者？西蒙斯的量化投资方法的成功和风靡是否创造了新的潜在风险？

最令我着迷的是一个明显的悖论：按照常识来判断，西蒙斯和他的团队根本就不可能征服市场。西蒙斯从来没有上过正规的金融课程，也没有很积极地学习商业知识，40岁时，西蒙斯还只是初涉资本交易而已；10年之后，他在这方面依然没有取得什么进展。更过分的是，西蒙斯研究的甚至不是应用数学，而是理论数学，而且是最不实用的那一类。他把公司开设在美国长岛北岸一个平平无奇的小镇里，雇用了一群对华尔街的投资理论一无所知的数学家和科学家。然而，西蒙斯和他的团队却彻底改变了市场的玩法，一骑绝尘。这很像一群游客，手握粗陋的工具，背负微薄的给养，却在他们第一次登陆南美洲的时候就发现了黄金国(9)，并在其中大肆劫掠，徒留那些历尽艰难的探险者目瞪口呆。

最后，我终究还是挖到了宝藏。我了解到了西蒙斯作为一个卓越的数学家曾经获得终身教职，他曾担任过密码破译员，并且在文艺复兴科技公司成立早期经历过颇多动荡。我也了解到文艺复兴科技公司取得的一些关键性技术突破的细节，以及近期的一些极具戏剧性的事件。日积月累下来，我完成了对文艺复兴科技公司30多位现任和前任雇员的400多次采访。我还访谈了西蒙斯的许多朋友和家人，以期更深入地了解那些事件的前因后果。我深深地感激这些愿意花时间与我分享他们的回忆、观察和洞见的朋友，其中有些人其实冒了相当大的风险。希望我不会辜负他们。

渐渐地，连西蒙斯都愿意跟我交谈了。他告诫我不要写这本关于他的书，也因此表现得相当不配合。不过他还是很慷慨地花了10多个小时与我分享他生命中的数个片段，却从不讨论关于文艺复兴科技公司的任何交易细节。他分享的内容还是非常有价值的，在此一并致谢。

这是一本非虚构作品，完全基于当事人一手的见证和回忆。当然，我明白记忆会褪色，所以我已经尽我所能核实每一个事实和细节。

我尽力把本书写得既适合普通读者翻阅，也适合专业的量化交易者和数学家品读。书中既写到了马尔可夫模型(10)、机器学习的核方法(11)和随机微分方程，也写到了破碎的婚姻、职场中的内斗和恐慌的交易员。

尽管西蒙斯拥有超人的洞见，但生活中发生的许多事还是屡屡给他当头一棒。那些事也许就是他杰出的生涯中最令人唏嘘的时刻了。

测一测

你是否了解征服市场的策略

1．文艺复兴科技公司建立极少受到人为干预的全自动化交易系统，是为了规避人的贪婪、恐惧等情绪所带来的交易损失。

A．正确

B．不正确

2．使用模型和算法进行交易可以确保交易决策的正确性，不会有错误发生。

A．正确

B．不正确

3．华尔街有条不成文的规则是，不要频繁交易，因为频繁交易的成本高昂，并且短期交易产生的价差微乎其微，因此高频短期交易是绝对不可取的。

A．正确

B．不正确

4．如果交易得足够频繁，那么单次交易的成果就不那么重要，只要交易规模够大，保证51%的交易可以盈利就能获得可观的收益。

A．正确

B．不正确

5．影响投资结果的因素是有限的，在交易中考虑过多的因素只会带来不必要的干扰。

A．正确

B．不正确

6．大奖章基金称得上是一块“数据海绵”，每年吸收着几万亿字节的信息，并不断消化、存储和分析这些数据，从中寻找可靠的规律。对于量化投资来说，数据多多益善。

A．正确

B．不正确

7．通过基本面研究来进行投资的优势相对于过去在减弱，因为当下上市公司的财务信息会得到完整的公开，投资者很难从中找到未被对手发现的信息。

A．正确

B．不正确

8．大奖章基金的赚钱策略是，从历史价格中发现异常现象，只要这种异常出现的频率足够高，并且在统计上是显著的，就可以作为交易信号，不必思考背后的原因，借此他们发现了很多竞争对手发现不了的机会。

A．正确

B．不正确

扫码下载“湛庐阅读”App，
获取测试题答案及解析。

目 录

推荐序1　在资管行业独辟蹊径：量化投资的新赛道

巴曙松教授

北京大学汇丰金融研究院执行院长，
香港交易所董事总经理兼首席中国经济学家，
中国银行业协会首席经济学家

推荐序2　创造理解市场的模型

梁文锋

幻方量化创始人

推荐序3　西蒙斯的奇迹

裘慧明

明汯投资创始人

序言　做人类做不到的事
前言　神秘的西蒙斯
测一测　你是否了解征服市场的策略
第一部分　金钱不是万能的
　第1章　学数学赚不到钱吗
　　定理和方程式可以帮助人们发现真理
　　“赚快钱的感觉真是太棒了！”
　　财富可以让人独立，让人产生影响力
　第2章　让每年收益超过50%的交易方法
　　开发新型股票交易系统
　　“你被解雇了”
　　牛人与真正的牛人
　　离婚，只是因为结婚太早

陈-西蒙斯理论
在职业巅峰攀登一座新的山峰
第3章　一定有办法对价格建模
列尼·鲍姆的算法
“我想要在我睡觉的时候都能帮我赚钱的模型”
更名
解约，鲍姆退场
寻找一条新赛道
第4章　一场投资革命蓄势待发
詹姆斯·埃克斯的焦虑与愤怒
埃克斯加入西蒙斯的公司
桑铎·斯特劳斯，未知宝藏的探寻者
“他必须参与到竞争之中，并且必须赢”
新公司Axcom
瑞尼·卡莫纳，只要大部分正确就足够了
黑箱，跟着数据走
第5章　大奖章诞生，致敬曾经获得的数学奖章
用“大奖章”留住客户
称职的数学家，不称职的研究主管
道歉与忏悔
第6章　神奇公式，在高频交易中盈利
闻到硝烟味儿的时候要赶紧跑
只有系统能决定我们交易什么
征服市场的障碍
第7章　宽客们的金融工程
自动化自营交易团队
因子投资法
最大的竞争对手
第8章　只用单一的交易模型
亨利·劳弗，一个价值连城的决定
自作聪明的人太多了

又激动，又焦虑
透明带来竞争，曝光得越少越好
“皇帝们总想开疆拓土”
保罗·西蒙斯的去世
第9章　挖角IBM，招揽最优秀的人才
处在低谷状态中的聪明人
罗伯特·默瑟，计算机的信徒
彼得·布朗，给“深蓝”命名的人
第10章　拯救Nova基金
“一瘸一拐”的Nova基金
戴维·马杰曼，成为公司最不可或缺的人
第11章　永远不要完全相信一个模型
不同寻常的开放文化
赚钱策略的三个步骤
全新的自信
1998年陨落的两个量化巨头
模型不能反映全部事实，只反映事实的一部分
机器失控了？
“我们发现的原则始终有效”
第二部分　金钱改变一切
第12章　大奖章基金清退外部持有人
一篮子期权，大幅提升收益率的妙招
我真的应得那么多钱吗
劳弗代表过去，布朗和默瑟代表未来
新员工与老员工的冲突
初心变了
“他什么都没做”
西蒙斯的避难所
肉中的刺
第13章　启动RIEF，做长期交易
绝不放过叛逃者

一群“谢尔顿”
量化地震
“我们不会翻车”
压垮格伦·惠特尼的最后一根稻草
你可以比市场更聪明
第14章　在50.75%的机会中做到百分之百正确
戴维·马杰曼的新生活
稀有动物默瑟
专业表现和政治观点是两码事
“我们非常沮丧”
交战
死亡威胁
解雇马杰曼
投诉与撤资
第15章　量化投资的未来
量化投资者的挑战
计算机交易的风险被夸大了
试图击败市场是愚蠢的
友好和解
一切都在掌控中
西蒙斯的野心
后记　我们拥有很多运气
译者后记　致敬詹姆斯·西蒙斯
附录1　文艺复兴科技公司在1988—2018年的年报数据
附录2　各大基金的年化复合收益率对比
参考文献

第一部分　金钱不是万能的

第1章
学数学赚不到钱吗

“你应该做喜欢的事情，而不是你觉得应该做的事情。”西蒙斯从没忘记这句话。他最喜欢做的事情是思考数学问题，他经常沉溺于对数字、形状和斜率的思考之中。他3岁的时候就能算出某个数字的两倍和一半各是多少，还可以算出2到32的平方数，并且丝毫不觉得厌烦。

詹姆斯·西蒙斯抓起一把扫帚就奔楼上而去。

1952年的冬天，在马萨诸塞州首府波士顿的布雷克园艺商店里，一个14岁的少年想赚点儿零花钱，但不太顺利，在底楼储藏室干活的他毫无头绪，羊粪肥、种子……他总是把这些东西放错位置。沮丧的店主只能让西蒙斯穿过店铺狭窄的过道去扫硬木地板，做这项无须动脑的重复劳动。但这对西蒙斯来讲是一桩幸事，他终于可以独自安静地琢磨一些更重要的事情，比如数学、女孩儿和未来。“我又能拿工资又有时间思考！”这是西蒙斯当时的想法。

几周之后，西蒙斯的圣诞节兼职结束了。店主夫妇问起西蒙斯的长期打算。“我想去麻省理工学院学数学。”西蒙斯当时回答说。店主夫妇忍不住大笑起来。一个如此缺心眼儿，连基本的园艺用品都无法整理好的孩子，竟然想学数学，而且是在麻省理工学院？

“他们觉得那是他们听过的最搞笑的事情。”西蒙斯回忆道。但怀疑和嘲笑并没有影响到西蒙斯，这位年轻人满怀自信和决心，想要做一番大事业。在背后默默支持他的父母也怀有这样的雄心壮志，当然也历经深深的遗憾。

1938年的春天，老西蒙斯夫妇马修和马西娅迎来了詹姆斯·西蒙斯的出生。马西娅在此之前已经经历了好几次流产，所以西蒙斯就成了他们唯一的孩子，夫妇俩自然对他倾注了所有的心血。马西娅是一个聪明又外向的女人，她经常在西蒙斯的学校里做义工，却从未有过正式的工作。她把自己的激情和梦想都倾注到了西蒙斯身上，鞭策他在学业上不断精进，确保一个好前程。

“妈妈对我寄予厚望，”西蒙斯回忆道，“她将我视作她的作品。”

马修却对生活和育儿都有不同的看法。作为家中10个孩子之一，马修从6岁开始就着急为家里赚钱了，比如在大街上卖报纸，在附近的火车站为旅客搬运行李等。到了该上高中的年纪，马修却已经开始全职工作了。他尝试去上夜校，但最终还是放弃了，白天工作太累，他根本无法集中精神。

作为一位父亲，马修非常和蔼可亲。他很享受每天下班回家给马西娅讲他自己瞎编的故事，比如古巴要造一座通往佛罗里达的大桥等，而一旁的儿子则要努力不笑出声。马西娅虽然很聪明，却比较轻信别人。马修会说得越来越不着边际，直到马西娅最终识破骗局。这种家庭游戏经常让西蒙斯情绪亢奋。“妈妈通常并不能很快识破爸爸的骗局，”西蒙斯说，“但是我能。”

马修是二十世纪福克斯公司的一名销售经理，经常要驾车造访美国新英格兰地区的各大剧院，推销公司的最新影片。秀兰·邓波儿是那个时代最红的明星，她也签约了福克斯，所以马修经常借着邓波儿的新片搭售其他影片。马修非常享受他的工作，所以来公司不久后便被提升为销售经理，这似乎预示着他在公司会有进一步的上升空间。但当他的岳父彼得·坎特（Peter Kantor）要求他来自家的鞋厂工作的时候，马修就放弃了自己的计划，一方面是因为，彼得承诺给他股份，另一方面是因为，这毕竟是家族产业。

彼得的鞋厂是生产高端女鞋的，经营得很成功，但是钱赚得快花得也快。彼得是一个体格魁伟、行事浮夸的人，喜欢昂贵的服装和豪华的汽车，经常穿着增高鞋来掩饰他1.65米的身高，他在赌马和情妇们身上挥霍了很多钱。在发薪日，彼得经常让西蒙斯和他的表弟理查德·劳里（Richard Lourie）手捧足有半人高的现金。理查德回忆道：“我们都乐在其中。”[1]

彼得是一个无忧无虑的乐天派，这种性格也为西蒙斯所继承。作为一个土生土长的俄罗斯人，彼得经常给他的外孙们讲关于俄罗斯的

有趣故事，比如狼、女人、鱼子酱和伏特加等。他还会教他们一些俄语中的俚语，比如“给我一根烟”和“亲亲我的屁股”（kiss my ass，表示看不起对方）等，经常引得孩子们哈哈大笑。为了避税，彼得通常把现金都藏在一个保险箱里，但他总是会在胸前的口袋里放1500美元，甚至在他死的那一天，彼得的口袋里也精确地放着这个数额的钱，以及很多红颜知己寄来的圣诞卡片。

马修·西蒙斯在鞋厂当了多年的总经理，但他从未获得彼得所承诺的股份。后来马修和儿子坦承，觉得自己当初不应该放弃那份既有前途又激动人心的工作。

“教训就是，你应该做喜欢的事情，而不是你觉得应该做的事情，”西蒙斯说，“我从没忘记这句话。”

西蒙斯最喜欢做的事情是思考数学问题，他经常沉溺于对数字、形状和斜率的思考之中。他3岁的时候就能算出某个数字的两倍和一半各是多少，还可以算出2到32的平方数，并且丝毫不觉得厌烦。有一天，在全家人去海滩的路上，马修停下来加油，这个举动使西蒙斯很困惑。西蒙斯认为他们的车永远都不需要加油，因为即使用掉一半的油，油箱里还有另一半，如果每次都只用一半，那么永远都不会用尽。这个4岁的男孩看来已经初涉了一个高阶的数理逻辑问题。如果一个人每次都只走一半的路程，那么无论路程多短，他都是永远无法到达终点的。这个悖论最早是由古希腊哲学家芝诺（Zeno of Elea）提出来的，他提出的一系列关于运动不可分性的哲学悖论困扰了数学家们好几个世纪。

像其他独生子女一样，西蒙斯常常花很多时间思考，甚至自说自话。在幼儿园的时候，他经常会爬到附近的树上，坐在树枝上陷入沉思。有时候马西娅不得不强行命令他下来和其他小伙伴一起玩耍。

吸取了父母的教训，西蒙斯决定专注于自己热爱的事情上。西蒙斯8岁的时候，他们的家庭医生卡普兰（Dr. Kaplan）曾经建议他去学

医，因为医生对于一个“聪明的犹太男孩”来说是一份理想的职业。但是西蒙斯却大为恼怒。“我想成为一个数学家或者科学家。”他答道。卡普兰医生想继续跟这个男孩讲讲道理：“听着，学数学赚不着钱！”但西蒙斯说他还是想试试。虽然他并不十分了解数学，但是只要能跟数字打交道就足够了。无论如何，他很确定自己不想当一名医生。

在学校里，西蒙斯是一名聪明但很调皮捣蛋的学生，充分展现出他母亲的自信和父亲的诙谐。他很爱读书，经常光顾当地的图书馆，每周借出4本书来读，许多书是超出他的认知范围的。然而，最吸引他的还是数学。位于布鲁克莱恩市（Brookline）的劳伦斯中学（Lawrence School）曾经培养出许多知名校友，诸如新闻主播迈克·华莱士（Mike Wallace）和芭芭拉·沃尔特斯（Barbara Walters）。西蒙斯在这里取得了很好的成绩，并被推选为班长。但他后来没有保住这个位子，输给了一个女孩儿，可能因为她不会像西蒙斯一样经常陷入沉思。那时候西蒙斯还有一个比较有钱的朋友，西蒙斯对这个朋友家优越的生活条件印象深刻。“有钱真好，”西蒙斯后来说道，“我对商业不感兴趣，但是不意味着我对金钱不感兴趣。”[2]

西蒙斯花了不少时间在玩儿上面。他有时候会和一个名叫吉姆·哈佩尔（Jim Harpel）的朋友一起骑车去波士顿的贝利冰激凌店吃上一大碗冰激凌。大一点儿之后，他们又会经常溜入老霍华德剧院去看滑稽表演。一个周六的早晨，当他们正准备出门的时候，哈佩尔的父亲注意到了挂在他们脖子上的双筒望远镜，他问道：“你们要去老霍华德剧院？”西蒙斯惊讶道：“你怎么知道的，哈佩尔先生？”哈佩尔先生回答：“拿着望远镜还能干吗？去看鸟？”

九年级之后，西蒙斯一家从布鲁克莱恩市搬到了牛顿市。西蒙斯上了牛顿高中，这是一所优秀的公立高中，在这里他的梦想得到了很

好的滋养。高二开始，西蒙斯就热衷于讨论各种纯理论性问题，比如平面的无限延展性等。

高中毕业的时候，西蒙斯已经是一个瘦瘦高高但很结实的小伙子了，他和哈佩尔一起进行了一场横穿美国的自驾游。每到一处，这两个出身中产家庭、不谙世事的17岁小伙儿都会与当地人交谈。当他们穿越密西西比河流域的时候，他们看到很多黑人在地里劳作，住在像鸡笼一样的屋子里。“美国重建时期把黑人解放成了佃农，但是他们还是活得和奴隶差不多，”哈佩尔回忆道，“这深深地震撼了我们。”

在国家公园露营的时候，他们去了一个游泳池，但发现整个泳池是没有黑人的，他们觉得很奇怪。西蒙斯向一个身材魁梧的中年管理员询问，为什么这里完全没有有色人种。“我们禁止黑鬼(12)入内。”管理员答道。造访其他城市的时候，他们还看到一些家庭生活在极端贫困之中，这些都使得他们对社会不公留下了直观而深刻的印象。

定理和方程式可以帮助人们发现真理

后来，西蒙斯被麻省理工学院录取了。开学之后，他直接跳过了大一的数学课，因为他在高中就已经都学过了。然而，大学生活还是给西蒙斯带来了明显的挑战。起头儿的时候，西蒙斯因为压力太大而常常胃疼，他瘦了9千克，还在医院住了两星期。最后医生诊断他为结肠炎，开了类固醇药物来维持他的健康。

大一的下学期，西蒙斯过度膨胀了，他直接选了抽象代数，这是一门研究生课程。事实证明这是一场灾难。他跟不上其他同学的进度，上课听不懂，作业也无法完成。于是西蒙斯买了一本抽象代数的书，暑假带回家认真攻读，最后顺利地通过了这门课的考试。大二的时候，虽然他在高级微积分课程中只拿到D，但是教授还是允许他继续

参加下一阶段的课程。下一阶段的课程主要是讨论斯托克斯定理，即关于牛顿三维曲面和曲线积分理论的综述。西蒙斯被这门课程迷住了，他惊叹于微积分、代数和几何竟然能够在同一理论框架下达到这样单纯的和谐统一。西蒙斯学得非常好，同学们都来找他答疑。

“我对此感到心花怒放，”西蒙斯说，“这种感觉好极了。”强有力的定理和方程式可以帮助人们发现真理，并且使分属代数和几何的不同领域达到和谐统一，这种力量深深吸引了西蒙斯。“在我看来这十分优雅而美丽。”西蒙斯说。

当时西蒙斯的同学中不乏天才，比如只花了两年就从大学毕业、后来获得顶级数学奖项，并在哈佛大学获得教职的巴里·梅热（Barry Mazur）。西蒙斯承认自己不如他那么优秀，但也不是差得太远。西蒙斯有一种打破砂锅问到底的精神。朋友们经常看到他躺着，双目紧闭，进行长达数小时的思考。他是一个品位甚高且很有想象力的思考者，有一种直击问题本质的直觉，常常能够抓住那些可能会引致突破的关键点。“我认识到我或许不是最优秀的，但我依然可以做很多有意义的事情，我有这种自信。”他说。

一天，西蒙斯看到两位著名的数学教授，沃伦·安布罗斯（Warren Ambrose）和艾沙道尔·辛格（Isadore Singer）在咖啡馆讨论到深夜。他就认定这是他想要的生活——围绕着香烟、咖啡和数学的生活。“这是一次顿悟，犹如灵光乍现。”西蒙斯说。

除了数学课之外，西蒙斯不太愿意在其他课上花太多时间。麻省理工学院的学生必须选修健身课，但西蒙斯不愿意浪费时间在换衣服和洗澡上，所以他选了射箭课。为了让上课变得不那么无聊，他和一个来自哥伦比亚的名叫吉米·迈耶（Jimmy Mayer）的同学一起，每射一箭前都押注5美分。他们很快就成了朋友，经常混在一起打牌到深夜。“如果你在射箭打赌上输掉5美元，那简直和射自己一箭没什么区别。”迈耶回忆说。

西蒙斯有趣、友好、喜欢直来直去，但是经常惹上麻烦。大一的时候，他热衷于自制火焰喷射器，他把打火机油装到水枪里，然后对着点燃的打火机喷射。有一次，他在位于查尔斯河畔的宿舍楼卫生间里用木柴点了一个火堆，然后他径直把500毫升打火机油倒入了马桶的下水道里，并且关上了卫生间的门。结果火堆引燃了机油，等他意识到问题的严重性时，整个卫生间都着火了。

“别进去！”他对闻讯赶来的室友喊道。在卫生间里，机油已经燃烧成了一个大火球，所幸宿舍是用深红色的耐火砖建造的，火焰才没有蔓延开来。西蒙斯向校方承认了错误，并且赔偿了50美元，修缮工作持续了近10个星期。

1958年，西蒙斯大三结束就已经攒够了学分，可以获得数学学士学位，当时他才20岁。在读研究生之前，西蒙斯计划去历险。他告诉他的朋友乔·罗森斯海因（Joe Rosenshein），要做一些从没做过的事情。西蒙斯觉得，来一次长距离的轮滑旅行肯定能得到很高的关注度，但是太累了。邀请一群记者尾随他们滑水撬去南美也是一个不错的选择，但是后勤工作令人望而生畏。一天下午，他和罗森斯海因一起在哈佛广场转悠的时候，看到一辆维斯帕牌意式踏板车疾驰而过。“我们也可以试试啊！”西蒙斯说道。

西蒙斯制订了一个计划，他们要做一次有“新闻价值”的旅行。他首先说服了当地的一家摩托车经销商，用对他们旅行的拍摄权换取了购买摩托车时的折扣。然后，西蒙斯、罗森斯海因和迈耶就出发踏上了南美之旅，他们把此次旅程戏称为“抵达布宜诺斯艾利斯，或者毁灭”（Buenos Aires or Bust）。这几个年轻人先向西穿越了伊利诺伊州，然后向南转向墨西哥。他们白天在乡村公路上行进，晚上就随机找地方睡觉，比如门廊、废弃的警察局，甚至森林。在森林过夜时，他们不得不架起带蚊帐的吊床防止蚊虫叮咬。在墨西哥城，有一家人给了这几个年轻人一个忠告，劝他们一定要买把枪，以防遇到土

匪，并教了他们一句至关重要的西班牙语：“不许动，否则我开枪了！”

穿着机车夹克，开着摩托车，这群年轻人看起来就像马龙·白兰度在经典电影《飞车党》(13)中的形象。他们抵达墨西哥南部一个小镇时正是晚餐时分，于是他们开始找东西吃。但当地人对他们的吵闹声很恼火。

“外国佬，你们在干什么？”有人喊道。很快就有50多个年轻人围了上来，有一些还手拿砍刀，他们把西蒙斯和他的两个朋友推搡到一面墙边。罗森斯海因正准备摸抢，但是突然想到只有6颗子弹，无论如何也解决不了这么一大帮人。就在此时，警察出现了，他们挤过人堆，逮捕了这几个麻省理工学院的学生，罪名是扰民。

西蒙斯和他的两个朋友被关进了监狱。不久之后，监狱被一个黑帮团伙包围了，他们尖叫着、吹着口哨，引起了不小的骚动。于是市长亲自派人前来调查。当市长听说是3个波士顿来的大学生惹了麻烦时，就直接派人把他们带到了自己的办公室。原来市长就是哈佛大学毕业的，所以他很想听人说说美国波士顿的近况。在遣散了黑帮之后，当地官员请西蒙斯和他的两个朋友喝了奢华的下午茶，还请他们吃了晚餐。这3个小伙子决定在天亮前离开这个小镇，以免招惹更多的麻烦。

罗森斯海因觉得受够了，所以他提前回美国了。但西蒙斯和迈耶决定继续前进，他们要在7个星期之内抵达哥伦比亚中部的波哥大首都区，期间要穿越墨西哥、危地马拉和哥斯达黎加，路上还遇到泥石流和急流险滩。当他们最终到达的时候，已经没有钱也没有食物了，但是非常庆幸可以借宿在一个当地同学的奢华大宅里，这位同学叫艾德蒙多·艾斯坤那齐（Edmundo Esquenazi），就是本地人。艾斯坤那齐的家人和朋友列队迎接了西蒙斯和迈耶，他们在一起玩槌球(14)，一起笑谈人生，一起度过了暑假余下的时间。

“赚快钱的感觉真是太棒了！”

等西蒙斯回到麻省理工学院继续攻读研究生课程之后，他的导师曾经建议他去加州大学伯克利分校，师从陈省身教授，攻读博士学位。陈省身是一位从中国来的数学奇才，是微分几何和拓扑学的权威。但是当时的西蒙斯有更重要的事情要忙，他已经开始和一个叫芭芭拉·布鲁斯坦（Barbara Bluestein）的女孩儿约会了。这个女孩儿娇小美丽，拥有一头乌黑亮丽的头发，才18岁，是附近韦尔斯利女子学院（Wellesley College）的大一新生。经过连续4个晚上浓情蜜意的谈话，他们飞速订婚了。“我们不停地讲啊，讲啊，”芭芭拉回忆道，“他说他要去加州大学伯克利分校，我决定追随他。”

芭芭拉的父母对这个突如其来的决定非常恼火。芭芭拉的妈妈坚持认为他们的决定太草率了，她也担心女儿在婚姻中会吃亏。“用不了几年，你一定会后悔的！”她警告芭芭拉说。但芭芭拉已经下定决心要嫁给西蒙斯了，所以她和父母达成了一个协议——她跟随西蒙斯去加州大学伯克利分校，但是会等到大二才和他结婚。

西蒙斯申请到了去加州大学伯克利分校的助学金。但当西蒙斯1959年暮夏抵达伯克利分校的时候，他大失所望，因为陈省身休假去了，他刚刚向学校申请了为期一年的工休。西蒙斯只能和其他数学家一起做研究，包括巴特拉姆·康斯坦特（Bertram Kostant）。但研究进行得并不顺利。10月初的一个晚上，西蒙斯来到芭芭拉的宿舍，告诉她自己在研究上遇到的困境，他看上去情绪异常低落。“我们结婚吧。”芭芭拉说。

西蒙斯就这么“上船”了。他们决定去内华达州的里诺结婚，以避开像加州强制要求血检那样烦琐的事。这对年轻的夫妇几乎身无分文，所幸西蒙斯的室友借给他一笔钱，西蒙斯才买得起去里诺的汽车票。这是一趟300多千米的旅程。到了里诺，芭芭拉最终说服了当地的

银行经理接受她的跨州支票，这样他们才有钱办理结婚证书。举办了一个简单的婚礼仪式之后，西蒙斯用余下的钱去和别人玩扑克，赢了不少钱，足够为他的新娘置办一件崭新的黑色泳衣。

回到加州之后，这对年轻夫妇决定为他们的婚姻保密，至少要等到他们想好怎么跟父母挑明这件事情。直到芭芭拉的父亲写信说要来探望女儿，他们知道再也瞒不住了，只能写信给各自的父母。在写了很多关于学校的琐事之后，他们在末尾加了同样的一句话：“顺带说一句，我结婚了。”

等芭芭拉的父母终于冷静下来之后，芭芭拉的父亲找了一位当地的牧师，为他们举办了一个比较正式的传统结婚仪式。这对新婚夫妇在帕克街租了一间公寓，位置离校园很近。彼时，各个校园里的政治运动此起彼伏。西蒙斯正在撰写的微分几何的博士论文也取得了一些进展。微分几何是运用微积分、拓扑学和线性代数进行多维曲面空间研究的一门学科。西蒙斯也逐渐产生了一个新的兴趣，那就是进行金融投资。他们结婚的时候收到了5 000美元彩礼，西蒙斯急于让这笔钱翻倍。他做了很多研究，然后来到旧金山附近的美林证券公司（Merrill Lynch），买了一些联合水果公司（United Fruit Company）和塞拉尼斯公司（Celanese Corporation）的股票，前者是一家经营热带水果的公司，后者是一家化工公司。但这两只股票表现平平，这让西蒙斯很困惑。“这太乏味了，”他跟经纪人说，“你有没有更刺激一点儿的品种？”“你可以看看大豆期货。”经纪人说。

西蒙斯对在指定日期和指定价格交割某种商品的期货一无所知，但他对此充满了期待。当时大豆的价格是11.5美分／千克，但是当经纪人说美林证券的分析师认为大豆价格很快就涨到13.8美分／千克或者更高的时候，西蒙斯惊呆了，于是他买了两手大豆期货。果然，之后大豆价格飙升，西蒙斯几天之内就浮盈几千美元。“赚快钱的感觉真是太棒了！”他说。但事实上，西蒙斯上钩了。

一个朋友建议西蒙斯平掉合约兑现收益，因为期货价格波动很大，但西蒙斯置若罔闻。很快，大豆价格开始暴跌，西蒙斯的账户迅速被打回盈亏平衡点。这种像坐过山车一般的感觉可能会吓到大部分新手，却恰恰吊起了西蒙斯的胃口。他开始每天早起，确保在芝加哥交易所开盘之前赶到美林证券公司。他会连续站几个小时，眼睛死死盯着大屏幕上的价格波动，并适时买进几个产品以跟上价格的走势。甚至在不得不回去继续上课的时候，他也会对市场保持关注。

“太匆忙了！”他回忆道。确实太匆忙了。他每天破晓时分就要出发去旧金山，又要完成学业和论文，再加上芭芭拉发现自己怀孕了……西蒙斯有点儿分身乏术了，于是他被迫停止了金融投资。但是这段经历在他心底埋下了种子。

西蒙斯想在博士论文里为微分几何领域内一个著名的难题提供新的论据，但是康斯坦特很质疑他的能力。康斯坦特告诉西蒙斯说很多世界级的数学家都失败了，劝他不要浪费时间。这种质疑反而鼓舞了西蒙斯。1962年，仅仅经过两年的研究之后，西蒙斯的博士论文《全息系统的及物性》（*On the Transitivity of Holonomy Systems*）就完成了。这篇论文是关于多维空间曲面几何的。西蒙斯向非专业人士解释“全息”的时候，喜欢说这是封闭曲线上切向量的多维并行传输，真是令人头大。总之，一本著名的学术杂志刊登了这篇论文，这为西蒙斯赢得了麻省理工学院的三年教职。

当西蒙斯和芭芭拉一起带着他们的女儿伊丽莎白准备返回剑桥市的时候，西蒙斯开始思考他的未来。未来几十年的生活在他面前似乎已经波澜不惊地铺展好了：研究，教学，研究，教学……西蒙斯的确热爱数学，但他也需要一点儿新的刺激。他似乎已经很善于克服困难，习惯于挑战质疑，但未来看起来一马平川。仅仅在20多岁的年龄，西蒙斯就开始经历“存在危机”了。有一天，他在家里问芭芭

拉：“就这样了吗？我要这样生活一辈子吗？”随后又自答道：“一定还会有一些转机的。”

财富可以让人独立，让人产生影响力

在麻省理工学院待了一年之后，西蒙斯的理智开始输给他内心的躁动。他再次来到波哥大，见到了他的哥伦比亚同学艾斯坤那齐和迈耶，想看看能不能和他们一起做点儿生意。他们在一起叙旧的时候谈到了麻省理工学院宿舍楼的耐火砖，艾斯坤那齐开始抱怨波哥大缺乏良好的地板铺设材料。西蒙斯说他认识做地板生意的人，于是他们决定在当地开一家生产复合地板和PVC管道的工厂。资金主要来自艾斯坤那齐的岳父维克托·沙由（Victor Shaio）。西蒙斯和他父亲马修也入了一点儿股。

这个生意经营得很不错，但西蒙斯感觉自己并没有做什么贡献。于是他又重返学术圈，在1963年接受了哈佛大学的教职。他在哈佛大学教两门课，其中一门是研究生的高级偏微分方程，他认为这门课在几何领域发挥着重要的作用。西蒙斯其实并不很精通偏微分方程，但他发现教课正好为他提供了一个很好的学习机会。西蒙斯跟他的学生们坦承，他也是现学现卖，所教授的东西仅仅是他一周之前刚刚自学的，学生们啼笑皆非。

西蒙斯平易近人，热情洋溢，是一个很受欢迎的教授。他喜欢开玩笑，也很少穿正式的西装外套或者打领带，不像其他教授那样西装革履。然而，他只是用乐天派的外表掩盖了内心日益增长的压力。西蒙斯的学术研究进展很缓慢，他也不太喜欢哈佛大学的氛围。他贷款去投资艾斯坤那齐他们开办的地板工厂，还说服他父母把房产抵押了去入股。为了增加收入，西蒙斯开始在附近的剑桥初级学院（Cambridge Junior College）教授两门课程。西蒙斯是瞒着朋友和家人去的，这份工作也给他增加了许多压力。

西蒙斯很渴望金钱，不仅仅是为了还债，他还渴望变得富有。他喜欢买好的东西，但并不追求奢侈的生活。他并不是为了让芭芭拉过上好日子，尽管芭芭拉为了省钱还经常穿高中时候的衣服。驱动着西蒙斯的另有他物。朋友们甚至觉得西蒙斯想要改变世界。西蒙斯明白财富可以让人独立，也可以让人产生影响力。“西蒙斯很早就明白金钱就是力量，”芭芭拉说，“他不想让别人比他更有力量。”

当西蒙斯坐在哈佛大学图书馆里的时候，他对于未来的思考重新浮出水面。西蒙斯想，真希望别的工作能带来更多的新鲜感和满足感，最好还能多赚一些钱，至少够他还清贷款。内心不断累积的压力最终说服了西蒙斯，他决定一试。

征服市场的策略

- 西蒙斯认为强有力的定理和方程式可以帮助人们发现真理，并且使分属代数和几何的不同领域达到和谐统一。
- 西蒙斯的确热爱数学，但他也很渴望金钱。他明白财富可以让人独立，也可以让人产生影响力。

第2章
让每年收益超过50%的交易方法

西蒙斯渴望能用数学工具去发现并记录那些普世的原则、规律和真理，但他从未全身心地投入学术圈。他热爱几何学，欣赏数学的优美，但他对金钱的渴望、对商业世界的好奇和对一段冒险旅程的期待，把他和其他学究区别了开来。

“问：数学博士学位和比萨饼有什么区别？

答：一个大比萨饼可以喂饱一家四口，而数学博士学位却做不到。”

1964年，西蒙斯离开了哈佛大学，加入了一个智库，这个智库允许西蒙斯在完成政府任务的同时继续他的数学研究。更为重要的是，他的薪水翻倍了，西蒙斯开始有能力还债了。

这个智库位于新泽西州的普林斯顿，是美国国防分析研究所（Institute for Defense Analyses）的一个分支。该智库每年都会从美国的顶尖大学中招揽数学家，协助美国国家安全局监测和破译来自他国的军方密码。

西蒙斯加入的时候，国防分析研究所正处于动荡时期。他们已经有10多年没有正经破译过来自他国的军方密码了。西蒙斯被分在通信研究组，他们的任务是确保美国的通信安全，以及设法破译艰深的他国军方密码。在研究所的经历教会了西蒙斯如何用数学模型在看似无意义的数据中捕捉某种规律。他开始运用统计学和概率论这些数学工具，这对他以后的事业意义重大。

为了破译密码，西蒙斯必须事先制定好步骤。然后，他会编写某种算法，让计算机来测试和实施他的策略。西蒙斯的编程水平很糟糕，所以他不得不依赖国防分析研究所内部的程序员来编程，但他也练就了许多对他日后开展事业很有价值的本领。“我学会了如何使用算法在计算机上对某个事件做测试。”西蒙斯后来说。[1]

很快，西蒙斯就参与开发了一种速度超快的破解算法，帮助团队解决了一个长久以来的难题。在此之后不久，华盛顿的智库专家偶然发现，他国军方发送的密码似乎没有遵循常规的密码规则。这给了西蒙斯和他的两个同事一个千载难逢的机会，他们成功地设计了一些方

法来探究密码内部的构造规则。因为这个突破，西蒙斯得到了嘉奖，并且受到了华盛顿国防部官员的当面道谢。

这个工作唯一的问题在于，西蒙斯不能和组织之外的任何人分享成功的喜悦。组织成员都宣誓要绝对保密，政府给国防分析研究所的定位也是绝密。“你今天都做什么了？”西蒙斯下班回家的时候，芭芭拉经常这样问。“跟平时差不多。”他通常这样回答。久而久之，芭芭拉再也不问了。

西蒙斯对国防分析研究所招人的方式感到很吃惊。他的同事们大都有博士学位，但他们并不是因为有某种专业背景或者一技之长被招募的，而仅仅是因为智力超群，并且有足够的创造力和雄心。其中隐含的假设是，研究员们会自己找到问题，并且有能力解决它。最顶尖的密码破译专家之一的列尼·鲍姆曾说过一句话，这句话后来成了这个团队的座右铭：“好想法好过坏想法，坏想法好过没想法。”李·纽沃思（Lee Neuwirth）说：“这就是一个想法制造工厂。”他是这个团队的副总监，他的女儿后来成了一名百老汇的电视明星。

研究员们不能和组织之外的人讨论工作，然而组织内部却非常鼓励开放和合作的精神。这个团队的25个成员绝大部分是数学家和工程师，他们统称自己为“技术派成员”。他们经常在解决一些重大难题之后举行香槟庆祝酒会，也经常在办公室之间串门，互相提供帮助。每天喝下午茶的时候，他们会在一起下棋、讨论新闻、玩拼图，或者在线上围棋平台下围棋。西蒙斯夫妇经常设宴款待研究所的同事们，他们会被芭芭拉私藏的鱼库宾治鸡尾酒（Fish House Punch）搞得酩酊大醉。饭局之后，他们要打一整个通宵的牌。当然，西蒙斯是常胜将军。

一天晚上，这帮人又来了，但西蒙斯却不见了。“西蒙斯被捕了。”芭芭拉告诉他们。西蒙斯和他那辆破旧的凯迪拉克领了无数张罚单，但他从来没有回应过法庭的传唤，所以警察直接把他送进了监

狱。这帮数学家赶紧跳上车，冲到警局，想办法把西蒙斯保释了出来。

研究所里满是异想天开、标新立异的人，他们挤在一间放置着十几台电脑的机房里。一天早上，警卫在机房发现了一位穿着浴袍的密码专家，原来他前一天晚上被赶出家门了，所以只能住在这里。还有一次深夜，有人注意到一位雇员在认真地敲打键盘。令人震惊的是，他使用的是散发着怪味的脚趾。“这太恶心了，”纽沃思说，“大家都很恼火。”

当西蒙斯和他的同事们致力于发掘他国军方秘密的时候，他也在盘算着自己的秘密。当时，计算机的算力已经变得比较发达了，但是鲜有证券公司拥抱这些新技术，大部分公司还在用传统的卡片分类法[(15)]进行各种会计和统计运算。西蒙斯决定开一家公司，致力于股票研究和交易的电子化，这是一个能够颠覆行业现状的激进想法。28岁的西蒙斯和他的直接领导迪克·莱布勒（Dick Leibler）谈了这个想法，也鼓动了当时研究所最顶尖的程序员。莱布勒和这名程序员双双同意加入，西蒙斯给新公司取名叫“iStar”。

基于从事绝密工作的职业素养，他们把这个秘密保守得很好，但是纽沃思还是听到了风声。他非常担心团队会分崩离析，于是直接冲进了莱布勒的办公室问：“你们为什么要走？”“你是怎么发现的？”莱布勒答道，“还有谁知道？”“所有人都知道了！你们把商业计划书的最后一页忘在打印机旁边了。”纽沃思说。

很明显，他们的谋划看起来更像是蹩脚侦探的行为，而不是“007”的敏捷身手。最终，西蒙斯没能筹集到足够的启动资金，只得放弃了这个想法。然而“东方不亮西方亮”，西蒙斯的学术研究水平突飞猛进，他在困扰他已久的微分几何的极小簇（Minimal Varieties）问题上取得了进展。

微分方程描述的是数学变量的导数或者相对速率，被广泛地应用在物理学、生物学、金融学和社会学等领域。著名的牛顿第二定律就是一个微分方程，即作用在物体上的力等于物体质量乘以加速度，而加速度是时间的二阶导数。包含时间或者空间导数的方程就是偏微分方程，可以被用来描述物体的弹性、热量和声音等变量。

偏微分方程在几何中的一个应用就是极小簇理论，也是西蒙斯在麻省理工学院做教员之后的主要研究领域。这个领域关注的一个焦点，就是研究肥皂泡在穿过肥皂溶液的过程中其表面的变化情况。这个表面是具有相同封闭边界的曲面中的最小面积曲面。19世纪比利时物理学家约瑟夫·普拉托（Joseph Plateau）在做肥皂泡实验的时候提出了一个问题：这样的极小面积表面是否存在，且无论封闭边界多么扭曲和复杂，这个表面是否是连续可积的？这个问题被称为“普拉托问题”，已经在1930年被纽约的一位数学家证明了：这样的曲面至少在二维空间是存在的。西蒙斯想要探究在更高维的空间中极小曲面是否存在，这在几何中就被称为极小簇问题。

研究理论问题的数学家常常会沉浸在思考之中无法自拔，走路、睡觉，甚至连做梦都在思考，年复一年都是如此。那些从没接触过这种抽象的纯理论数学的人，可能会觉得这样毫无意义。但西蒙斯绝不仅仅像高中生一样只停留在解方程组的低级阶段，他渴望能用数学工具去发现并记录那些普世的原则、规律和真理。阿尔伯特·爱因斯坦认为宇宙间存在着一种普世秩序，而西蒙斯这样的数学家正致力于发现这种秩序存在的证据。他们的工作优雅而美丽，特别是当他们发现一丝关于普世秩序的蛛丝马迹的时候。通常，这种普世秩序在若干年之后才能找到实际应用的领域，特别是当我们对宇宙的认知更加深入之后。

西蒙斯间或与附近普林斯顿大学的小弗雷德里克·阿尔姆格伦（Frederick Almgren Jr.）教授讨论问题，阿尔姆格伦教授在三维空

间证明了极小簇问题。渐渐地，西蒙斯有了突破。他创建了一个偏微分方程，可以在六维空间下求出统一解，该偏微分方程后来被称为“西蒙斯方程”。他还提供了一个七维空间下的反例。后来，包括菲尔兹奖(16)得主恩里科·邦别里（Enrico Bombieri）在内的三位意大利科学家证明了这个反例是正确的。

1968年，西蒙斯发表了一篇名为《黎曼流形中的极小变种》（*Minimal Varieties in Riemannian Manifolds*）的论文。这篇论文成为几何学领域至关重要的奠基性论文，引用量持续处于高位，彰显了其重要性。上述成就奠定了西蒙斯作为世界杰出几何学家的地位。

开发新型股票交易系统

即使在密码破解和数学研究领域都获得了成功，西蒙斯还是在尽力寻找新的谋财之道。国防分析研究所的工作时间很有弹性，所以西蒙斯能抽出大把时间关注股票市场。他还和鲍姆以及其他两位同事一起，开发了一个新型的股票交易系统。他们在国防分析研究所内部发表了一篇名为《股票市场行为的概率预测模型》（*Probabilistic Models for and Prediction of Stock Market Behavior*）的文章，声称找到了可以将年化收益率维持在50%的一种交易方法。

西蒙斯他们没有像绝大多数投资者那样专注于股市的基本面数据，诸如盈利、股息和公司新闻等。相反，他们致力于寻找能够预测股市短期行为的宏观变量。他们把股市划分为8种“状态”，其中“高波动期”意味着股票大幅震荡，“良好期”意味着股票保持升势。

这篇论文的独特之处在于，他们没有用传统的经济学方法来甄别或者预测这些“状态”，也没有试图去解释为什么市场会进入某种状态，而是纯粹用数学方法来甄别当前的市场属于哪种“状态”，然后

利用模型来推荐购买股票。也就是说，他们并不关注市场为什么会进入某种状态，而是仅仅根据推断出的市场状态来制定策略。

对于大多数投资者来说，这种方法是闻所未闻的，赌徒们反倒更容易理解一些。扑克牌手会根据对手的动作来推测其状态，然后相应地调整策略。与一个冷面牌手对峙费力伤神，而如果与一名喜形于色的牌手过招则会轻松许多。牌手们无须知道为什么他们的对手会兴奋或者低落，他们只需要识别出这些状态所释放的信号并以此赚钱。西蒙斯团队利用一种叫隐马尔可夫模型（Hidden Markov Model）的数学工具，设计了一种相似的机制来预测股价走势。如同牌手们可以根据对手的决策来推断其牌面大小一样，投资者也可以通过价格的走势来推断市场所处的状态。

即使以20世纪60年代末的标准来看，西蒙斯团队发表的论文也是比较粗糙的。他们设定了很多可谓天真的假设，比如不考虑交易费用和摩擦成本，这对高频重度交易来讲是非常不现实的。但是，这篇论文依然具有开创性。彼时，投资者们主要通过经济指标来试图解释和预测股价的走势，或者是通过技术分析试图找出价格走势中的某种规律。西蒙斯他们提供了第三条路径，这种方法与技术分析有一些类似，但要复杂很多，且更为依赖数学工具。投资者通过使用这种方法抓取一系列包含有用信息的信号，来预测价格走势。

股票价格走势变幻莫测，受到很多变量的影响，包括一些很难界定的变量以及一些和传统基本面因素毫无关系的变量。当时持这一观点的并非只有西蒙斯他们，还包括芝加哥大学的诺贝尔奖得主、现代资产组合理论之父哈里·马科维茨（Harry Markowitz），以及数学家爱德华·索普（Edward Thorp）。索普也初涉了程序化交易，暂时领先西蒙斯半个身位。

西蒙斯也是利用数学模型来研究股票市场的先驱。他们认为，没有必要去理解市场变化的每个原因，只要找到一种系统性的能够适应

市场的数学方法，并产生可持续的利润即可，这是西蒙斯后来投资策略的一个侧影。他们提出的数学模型是投资革命的一个预兆，涉及因子投资、基于不可观测状态的模型和其他形式的量化投资，这些在数十年后将横扫整个投资世界。

“你被解雇了”

时至1967年，西蒙斯已经在国防分析研究所混得风生水起。他在密码破译、数学研究以及团队管理方面都有了不小的进展。除此之外，西蒙斯还对计算机的威力有了更深的体会。他能从一堆同事的各种想法中迅速挑选出最有价值的那个，他的这种能力尤其突出。“他是一个极好的倾听者。”纽沃思说，“千里马常有，而伯乐不常有，他就是那个伯乐。”

此时莱布勒已经准备退休，西蒙斯顺势成为部门的副总监。名利双收似乎近在眼前。但是战争改变了一切。那年秋天，反战浪潮席卷美国，包括普林斯顿大学校园。此前很少有普林斯顿大学的学生意识到，在他们校园附近有一个服务于国家安全局的分支机构，直到有一天校刊《普林斯顿人日报》（*Daily Princetonian*）上的一篇文章向公众指出了这个事实。在西蒙斯和他的同事们之中，许多人都是激烈的反战者。那年夏天，当西蒙斯和芭芭拉的女儿莉兹去参加露营的时候，别的女孩儿从父母那儿拿到的大多是一包糖果，而莉兹拿到的是反战项链。

然而，密码专家们的反战态度并没能平息学生们对国家安全机构的抗议浪潮。学生们阻塞了国防分析研究所的通道，进行静坐示威，还一度砸坏了大楼的设施。纽沃思的车子被扔了臭鸡蛋，还被学生们污蔑为“杀婴凶手”。[2]

正当关于战争的争论席卷全国之际，《纽约时报》在其周日版上刊登了一篇封面文章，此文出自马克斯韦尔·泰勒（Maxwell Taylor）将军。泰勒当时是美国参谋长联席会议主席。在这篇文章中，泰勒将军掷地有声地宣布美国将很快赢得战争，并且动员全国上下一心为之努力。

西蒙斯看不下去了，他不希望读者们据此认为国防分析研究所的确在为战争提供支援。他写了一封仅有6段文字的信给《纽约时报》表示抗议，他认为国家的资源应该有更好的用处，而不是都用来支援战争。“大力发展工业比起发动战争，哪个更有利于我们的国家？”西蒙斯写道，“‘建设良好的东部沿海交通运输设施’和‘与别的国家打仗’，显然前者会令我们更为强大！”

《纽约时报》登出西蒙斯的信之后，西蒙斯着实开心了一阵子。虽然他没有从同事们那里得到多少反馈，但是他确信泰勒将军对不同意见能够泰然接受。稍晚时候，有一位专门撰写国防部雇员反战观点的《新闻周刊》（*News week*）特约记者联系到了西蒙斯，该记者想知道西蒙斯他们在当下是如何开展工作的。西蒙斯说他和同事们会花一半时间在自己的研究上，而另一半时间则用来做政府项目。但是因为他非常反战，所以他说自己目前会把所有时间都花在数学研究上，等战争结束之后，他才会对政府的项目全力以赴。

实际上，西蒙斯从来没有正式停止过国防部的工作，停止政府项目的研究工作只是他的个人想法，显然是不应该公开的。“我那时29岁，”西蒙斯回忆道，“在那之前从来没有人采访过我，我当时有些自以为是了。”

西蒙斯把这个采访的情况告诉了莱布勒，莱布勒提醒他要小心。果不其然，不久之后，莱布勒带来了一个令人不安的消息：“你被解雇了。”“什么？你不能解雇我，我是一个永久成员。”西蒙斯回答

道。“西蒙斯，永久成员和临时成员之间唯一的差别是，临时成员有合同，”莱布勒说，“而你没有。”

西蒙斯在中午时分回到家中，彻头彻尾地蒙了。3天之后，约翰逊总统宣布战争已近尾声。西蒙斯看到新闻以为他又能重返岗位了，然而莱布勒告诉他再也不用回去了。

此时西蒙斯已经有3个年幼的孩子，他不知道下一步应该做什么。这次突然的失业让西蒙斯下定决心要设法掌控自己的未来，但他不确定具体要怎么做。西蒙斯关于极小簇的论文引起了不小的关注，不少学校，甚至IBM公司都向他伸来了橄榄枝。他跟同为数学家的朋友莱纳德·查拉普（Leonard Charlap）说，教数学太无聊了，他可能会加入一家投资银行去销售可转换债券。查拉普不明白什么是可转换债券，西蒙斯花了很长时间给他解释。事实上，查拉普对他的朋友很失望，西蒙斯是当今最杰出的年轻数学家之一，他的才华不是用来推销华尔街的花样产品的。

“这太荒谬了，”查拉普说，“你理想中的工作是什么？”西蒙斯坦承他更愿意去主管某个学校的数学系，但他太年轻了，没有什么人脉资源。查拉普灵机一动，似乎有了主意。不久之后，西蒙斯就收到一封纽约州立大学石溪分校校长约翰·托尔（John Toll）的信。石溪分校坐落在长岛，距离纽约100千米。这所分校5年以来一直在寻找可以领导数学系的人选。这所分校的名声还不错。

作为一名由纽约州州长尼尔森·洛克菲勒（Nelson Rockefeller）亲自招募的物理学家，托尔手握1亿美元的基金，试图把石溪分校改造成“美国东部的加州大学伯克利分校”。他已经招募了诺贝尔物理学奖得主杨振宁，现在正在致力于复兴其数学系。托尔愿意给予西蒙斯数学系系主任的职位，重建数学系的一切事务由西蒙斯全权负责。

“我愿意前往。”西蒙斯回信说。

牛人与真正的牛人

1968年，当西蒙斯30岁的时候，他们一家搬到了长岛，于是西蒙斯开始着手招募人手重建纽约州立大学石溪分校的数学系。一开始，西蒙斯瞄准了康奈尔大学的数学家詹姆斯·埃克斯，埃克斯一年之前刚刚获得著名的科尔数论奖(17)。从表面上看，埃克斯似乎不太可能离开常春藤盟校去一所名不见经传的学校。他已经成家，有一个年幼的孩子，在康奈尔大学的前途一片大好。但西蒙斯和埃克斯同在加州大学伯克利分校念研究生时就已经成为朋友，并且一直保持联络，这给了西蒙斯些许的希望。于是西蒙斯和芭芭拉一起历经5个小时的车程到了纽约州的伊萨卡，去拜访这位更为年轻的数学家。

西蒙斯试图说服埃克斯，许以更优厚的薪酬待遇。随后，西蒙斯和芭芭拉还在石溪接待了埃克斯一家，并且开车带他们去了位于长岛海峡布鲁克黑文镇附近的西草地海滩，期望海边的美景可以动摇埃克斯的决心。回到伊萨卡之后，埃克斯和他的妻子芭芭拉·埃克斯还收到了来自西蒙斯的邮包，里面装了一些鹅卵石和其他可以让他们联想起石溪宜人天气的物件。

埃克斯花了很长时间考虑，这让西蒙斯很气恼。一天，西蒙斯打完网球回到办公室，重重地把网球拍摔到了地上。他告诉同事说：“如果这个工作总是需要我低三下四地去求人的话，我就不干了！”然而，西蒙斯的诚恳付出最终得到了回报，埃克斯成为第一个加盟纽约州立大学石溪分校的大牌学者。“他真是个会磨人的家伙。”埃克斯的妻子说道。

埃克斯的加盟传达了一个信息，西蒙斯对于数学系是倾注了心血的。在物色其他学校的数学家的同时，西蒙斯也在逐渐锤炼着自己招揽贤士的技巧：那些看重钱的，得到了加薪；看重个人研究的，可以负担较少的教学任务和享受更多的行政自由，并且享有更长的休假和

更多的研究支持。“西蒙斯，我不想加入任何委员会。”一位受邀的专家对西蒙斯说道。“那图书馆委员会如何？”西蒙斯回答说，“这个委员会只有你一个人。”

为了吸引有成就的人才，西蒙斯形成了一种独特的人才观。他告诉纽约州立大学石溪分校的教授赫谢尔·法卡斯（Hershel Farkas），他想要的是“杀手”一样的人，就是那些极其专注、不达目的誓不罢休的人。西蒙斯还告诉另一个同事说，很多学者虽然极其聪明，但并不具有原创性的思维，这样的人他不想要。“牛人和真正的牛人之间还是有很大区别的。”西蒙斯说。

西蒙斯致力于创建一个既有学院气息，又有充分的激励机制的环境，就像他在国防分析研究所经历的一样。为了营造良好的团队氛围，他给学者们分配适量的教学任务，而且经常邀请他们出海游玩，乘坐的就是他和芭芭拉新买的停靠在长岛海峡的八九米长的游轮。西蒙斯很乐于与同事们互动，这与其他很多顶尖学者有着显著区别。西蒙斯经常走进某个教授的办公室，问他最近在研究什么，需不需要帮助等，像极了西蒙斯在国防分析研究所的所作所为。“像西蒙斯这样能经常为同事着想的人是比较少见的。”法卡斯评价说。

西蒙斯对数学系的成员没有过多刻板的要求，他在穿着上也较其他人更随意。他很少穿袜子，哪怕是在纽约寒冷的冬季，这个习惯他一直保持到了现在。“穿袜子太浪费时间了。”西蒙斯说。

西蒙斯和芭芭拉每周都会邀请一些教授、艺术家和民主党派学者到家里聚会。他们会脱了鞋，随意地坐在西蒙斯家的白色地毯上，喝酒吹牛，谈古论今。

西蒙斯也犯过错误，比如因没有满足丘成桐对终身教职的诉求而与这位著名的学者失之交臂。丘成桐后来获得了著名的菲尔兹奖。但总体上西蒙斯在石溪分校作为数学系系主任的工作还是很成功的，他

招募了20多位数学家，建立了世界上顶尖的几何学中心，还学会了如何识别、招募并管理这些绝顶聪明的人。

离婚，只是因为结婚太早

西蒙斯的事业蒸蒸日上，私生活也逐渐变得混乱了。

西蒙斯卓越的个人魅力经常吸引很多学生去他的办公室，而他刚好在事业发展劲头正盛的时候碰上了性解放运动。妇女解放运动也鼓励女性们抛弃社会的桎梏，包括保守的着装，甚至一夫一妻制。“女学生们似乎在比谁的裙子更短。”查拉普教授回忆道。

西蒙斯时年33岁，精力正旺盛。很快，他和部门女秘书的绯闻就流传开来。西蒙斯不止一次对一位女教员开过界的玩笑，这让同事们很震惊。而芭芭拉在西蒙斯的成就面前越来越自惭形秽，她觉得过早结婚生子阻碍了自己的发展。芭芭拉聪明又雄心勃勃，但无奈她18岁就结了婚，19岁就有了孩子。“我觉得自己被困住了。”芭芭拉说。

终于有一天，西蒙斯听说芭芭拉在和他的一个年轻下属交往，他十分吃惊。在一个饭局上，有人问起西蒙斯为什么如此沮丧。大家都注意到了西蒙斯和芭芭拉的关系似乎不像以前那么融洽了，他们的关系逐渐疏远了。“那天，西蒙斯喝醉以后猛烈地对着墙拳打脚踢。”一位同事回忆道。

西蒙斯决定去加州大学洛杉矶分校休假一年，他准备在那里接受原始疗法。原始疗法是当时正在美国兴起的一种文化现象，接受治疗者需要用尖叫或者歇斯底里的方式表达出内心的痛苦。有时候，西蒙斯在夜间也会尖叫着惊醒，所以他对这种疗法很感兴趣。但经过几周的治疗之后，西蒙斯决定就此打住。“这看起来像一个圈套。”他想。

西蒙斯回到东部，把这一年余下的时间花在了普林斯顿高等研究所（Institute for Advanced Study in Princeton）。他和芭芭拉的婚姻已经无可挽回，最终他们离婚了。芭芭拉后来去了加州大学伯克利分校就读，并在1981年获得了计算机博士学位。芭芭拉的论文解决了计算机科学中一个著名的理论问题。后来她入职IBM公司成为研发人员，并成为国际计算机协会（Association for Computing Machinery，简称ACM）的主席。国际计算机协会是全球最大的科学性和教育性计算机协会。再后来，芭芭拉在计算机投票安全方面成为国家级专家，并且对更大范围的社会问题展现出了浓厚的兴趣，她的成果日后也为西蒙斯所借鉴。“我们只是结婚太早了，”芭芭拉说，“我的父母是对的。”

陈-西蒙斯理论

只身回到长岛之后，西蒙斯想为他的3个孩子找一位居家保姆。一天，他面试了一名漂亮的22岁金发女郎玛丽莲·霍瑞丝（Marilyn Hawrys），玛丽莲后来成了纽约州立大学石溪分校的一名经济学研究生。雇用玛丽莲不久之后，西蒙斯就想跟她约会了，但是这段关系若即若离。最终玛丽莲去了詹姆斯·埃克斯家做保姆，因为埃克斯和他的妻子也在闹离婚。玛丽莲和芭芭拉·埃克斯及其两个儿子开尔文和布莱恩住在一起，给他们做奶酪汉堡，陪他们玩拼字游戏，在他们伤心的时候为他们提供一个可以依靠的肩膀。“玛丽莲对我们来说就像一个天使。”埃克斯的儿子布莱恩回忆道。

久而久之，西蒙斯和玛丽莲之间日久生情。玛丽莲在经济学博士论文方面渐渐取得进展，而西蒙斯和他在加州大学伯克利分校的导师陈省身一起做的研究也取得了突破。西蒙斯意识到，也许是到该换条赛道的时候了。

西蒙斯在三维弯曲空间可计量形状方面取得了一个重要突破。他把成果拿给陈省身看，陈省身意识到这是一个重要洞见，可以拓展至所有维度空间。1974年，陈省身和西蒙斯一起发表了论文《特征形式与几何常量》（*Characteristic Forms and Geometric Invariants*），在这篇论文中首次提出了陈-西蒙斯常量，常量就是经过各种变形之后依然不变的量，陈-西蒙斯常量在数学的各个领域中得到了广泛应用。

1976年，因为西蒙斯和陈省身的共同研究，以及西蒙斯早期在极小簇领域的成果，38岁的西蒙斯获得了美国数学学会奥斯瓦尔德·维布伦几何奖，这是这个领域的最高奖项。10年之后，包括理论物理学家爱德华·威顿（Edward Witten）在内的研究者们会发现，“陈-西蒙斯理论”（Chern-Simons Theory）适用于物理学的许多领域，包括凝聚态物质、弦论和超重力领域。甚至微软等公司在研发量子计算机的时候，也从“陈-西蒙斯理论”中挖掘出大量重要的价值。量子计算机的算力是碾压普通计算机的，特别是在新药研发和人工智能等领域。截至2019年，陈省身和西蒙斯的论文被引用的次数已达数万次，平均每天都有3次，这也奠定了西蒙斯在数学和物理学领域的殿堂级地位。

在职业巅峰攀登一座新的山峰

此时，西蒙斯可以说达到了职业生涯的顶峰。可是，他很快就决定开始攀登另一座新的高峰。

1974年，西蒙斯出售了地板公司50%的股权，手里有了一些现金。西蒙斯建议艾斯坤那齐、迈耶和维克托·沙由把钱交给他在哈佛大学认识的查理·弗雷菲尔德（Charlie Freifeld）来做投资。另外，沙由为西蒙斯设立的一个离岸信托基金也把钱投给了弗雷菲尔德。

弗雷菲尔德采用了一种与大多数人不同的策略。他建立了一个计量模型，使用经济数据和其他相关数据作为输入变量，试图去预测诸如糖之类的商品的价格。比如，如果谷物的产量下降了，他的模型就会指示其价格将上涨。这是一种早期形式的量化投资。

弗雷菲尔德的模型开始奏效了，糖的价格低开高走。他们的本金翻了10倍，达到了600万美元，但投资者对这笔意外之财的反应是出人意料的。“我很沮丧，”迈耶说，“我们的确赚了很多钱，但我们所做的事情毫无社会价值。”

西蒙斯的反应截然不同。迅速的获利再次唤醒了流淌在西蒙斯体内的投机血液，他再一次见证了投资的赚钱效率。弗雷菲尔德的方法与西蒙斯在国防分析研究所发表的那篇论文中基于数学的投资策略有着异曲同工之妙，这让他觉得基于模型的投资是很有前途的。“西蒙斯找到感觉了。”迈耶说。

虽然西蒙斯有投身金融市场的想法，但他还需要和数学研究之间做一个了断。西蒙斯有一个得意门生叫杰夫·齐格（Jeff Cheeger），是几何学领域冉冉升起的一颗新星。他们一直在试图证明诸如π等几何学常数在几乎所有情况下都是非理性的，但是几无进展。他们越来越沮丧，甚至到了绝望的地步。“明明前途一片大好，但我却偏偏寸步难行，”西蒙斯说，“这让我很崩溃。”[3]

西蒙斯还得处理个人生活中的困扰。虽然他与玛丽莲越来越亲近，但依然为之前的婚姻破裂备感痛苦。尽管已经持续约会了4年之久，但西蒙斯向朋友坦言，他虽然明白应该考虑结婚，但还没有下定决心是否要回到正式的婚姻关系之中。“我也许遇到了对的人，玛丽莲的确很特别，”西蒙斯告诉朋友说，“但我不清楚下一步该怎么做。”

西蒙斯和玛丽莲终于还是结婚了，但西蒙斯依然在思索人生的方向。他适当地减轻了自己在纽约州立大学石溪分校的工作负荷，开始

将主要精力用于管理由沙由设立的一个基金账户。1977年，西蒙斯确信外汇市场的获利机会来了。各种货币的弹性加大，开始和黄金价格脱钩，英镑也开始暴跌。在西蒙斯看来，一个波动加剧的新时代来临了。1978年，西蒙斯正式脱离学术圈，投身外汇交易，开始经营自己的投资公司。

西蒙斯的父亲马修认为，西蒙斯放弃终身教职是一个巨大的错误。同僚们更是吃惊不已，之前大家只是模糊地知道西蒙斯还有学术圈外的爱好，但他真要全职去做投资这件事还是引起了不小的轰动。数学家们对待钱的态度很暧昧，他们既渴望财富，又觉得喜欢赚钱是一种低级趣味，会妨害他们追求更崇高的目标。大家虽然嘴上不说，但是心里都觉得西蒙斯浪费了他的才华。“我们有点儿看不起他，仿佛他已经堕落了，把灵魂出卖给了魔鬼。”康奈尔大学的瑞尼·卡莫纳教授说。

其实，西蒙斯从未全身心地投入学术圈。他热爱几何学，欣赏数学的优美，但他对金钱的渴望、对商业世界的好奇和对一段冒险旅程的期待，把他和其他学究区别了开来。“不管我做什么，我总觉得自己格格不入。”他后来说，“我虽然沉浸在数学之中，但从未完全融入数学圈子，我总有着一些别的想法。”[4]

西蒙斯曾经是一位明星密码学家，曾经攀上过数学的高峰，还创立了由世界级学者组成的数学系，而且这些都是他40岁之前达成的成就。他自然对于征服投资世界充满了自信。长久以来，投资者们总想要征服市场，但从未成功过。这丝毫没有吓退西蒙斯，反而激发了他的热情。“他总想做一些非比寻常的、其他人认为不可能的事情。”他的朋友乔·罗森斯海因说。但西蒙斯显然低估了投身金融圈的难度。

征服市场的策略

- 西蒙斯与国防分析研究所的同事共同发表了一篇名为《股票市场行为的概率预测模型》的文章，提出一种投资者闻所未闻的投资方法：寻找能够预测股市短期行为的宏观变量，纯粹用数学方法来甄别市场的状态，然后利用模型来推荐购买股票。

第3章
一定有办法对价格建模

一些投资者认为，市场是随机游走的，所有已知的信息都已经体现在价格之中；另外一些人则认为，价格的变化是投资者对经济数据和公司情况做出的反应，认真研究是可以得到回报的。西蒙斯来自一个完全不同的世界，他善于从自然界混沌和杂乱无章的表面之下，寻找某些简洁和美丽的结构。

“被解雇不一定是坏事，但老被解雇就不好了。”

——詹姆斯·西蒙斯

1978年初夏，在离开纽约州立大学石溪分校郁郁葱葱的校园几周之后，西蒙斯就在同一条街上找到了一间办公室，虽然间隔不远，却已是两个世界。西蒙斯的办公室在一个再普通不过的购物中心后面的一个临街铺面里。该铺面与简陋的石溪火车站对面而立，隔壁是一间女士服装店，再隔壁是一家比萨店。西蒙斯的办公空间完全是为零售商店而设计的，除了贴有米色的壁纸外，只有一台电脑和一部电话机。从窗户向外看，西蒙斯可以看到牧羊路，这条路的名字似乎在讽刺他从一个令人艳羡的位置落到了一个被“放逐”的位置。

最古怪的不是一个40岁的数学家又开始了他事业的第二春，并满怀信心地要颠覆像山岳一样古老的投资世界。事实上，比起历史上取得突破的那些人，西蒙斯看起来更像即将退休的样子。他灰白的头发又细又长，直垂到肩，微微的啤酒肚若隐若现，看起来就像一个与现代金融行业格格不入的老教授。

彼时，西蒙斯初涉投资领域，且尚未展现出任何天赋。不过，他和他的父亲马修在查理·弗雷菲尔德的基金中的投资已经增值到了100万美元，因为弗雷菲尔德正确地预判了糖价的上涨，并且及时兑现了收益，幸运地躲过了几周之后的暴跌。其实弗雷菲尔德和西蒙斯都没有预料到这次暴跌，他们仅仅是觉得收益已经很可观了，应该适可而止。“难以置信，”西蒙斯说，“这完全是运气。”[1]

尽管如此，西蒙斯还是自信满满，他毕竟征服了数学，破译了密码，还创立了由世界级学者组成的数学系。而现在他觉得自己能够玩转金融投资，部分也是因为他对金融市场的运行有一些独特的见解。一些投资者认为，市场是随机游走的，所有已知的信息都已经体现在

价格之中，只有新的信息可以推动价格变化，但新的信息是无法预知的。另外一些人则认为，价格的变化是投资者对经济数据和公司情况做出的反应，认真研究是可以得到回报的。

西蒙斯来自一个完全不同的世界，有着完全不同的视角。他已经非常习惯于在看似随机的数据中探寻某种规律。科学家和数学家们非常善于从自然界混沌和杂乱无章的表面之下，寻找某些简洁和美丽的结构。寻获的这些规律或规则就构成了科学定律。[2]

西蒙斯认识到，市场并不总是以可理解的或者理性的方式运行的，所以仅仅依赖于传统的研究和分析视角是不够的。然而，不管市场表面上看起来有多么混沌，金融资产的价格看起来都存在着某些确定的规律，很像隐藏在看似毫无章法的天气背后的潜在规律。

“价格中看起来确实有一些可辨识的规律。”西蒙斯想。他决心要把它们找出来。西蒙斯认为，可以把金融市场视为一般的混沌系统。就像物理学家通过挖掘海量数据来建立科学模型，从而描述出自然界的定理一样，西蒙斯决定建立数学模型来识别金融市场的价格规律。他采用了与他在国防分析研究所破译密码时类似的策略，这个策略在他们的论文中也曾经得到过论证，现在要应用于金融市场了。西蒙斯深信他能够用数学模型挖掘出价格背后潜藏的规律。“一定有办法对价格建模。”他想。

西蒙斯把他的公司命名为“Monemetrics”，这是“金钱”（Money）和“计量经济学”（Econometrics）两个词的合体，表明他是用数学方法来分析金融数据并做出投资决策的。在国防分析研究所，西蒙斯创建过类似的数学模型来捕捉“敌方”通信数据之中隐藏的真实信号。而在纽约州立大学石溪分校，他又培养了识别、寻求并管理天才的头脑。现在，西蒙斯正要雇用一批最聪明的人和他一起挖掘金融数据，建立模型，识别趋势，并以之获利。

西蒙斯其实并不清楚该怎么开始，他只是意识到外汇市场已经和黄金市场有所脱节，这意味着获利的机会近在眼前。西蒙斯心目中有一位理想的合作伙伴，就是列尼·鲍姆。他是西蒙斯在国防分析研究所发表的那篇论文的共同作者，并且在数据挖掘和短期预测方面有着相当丰富的工作经历。西蒙斯需要做的只是说服鲍姆放弃稳定的工作，加入他的初创公司，一起探索他那激进的、未经验证的投资策略。

列尼·鲍姆的算法

列尼·鲍姆于1931年出生，是俄罗斯移民的后裔，为了躲避贫穷和反犹主义，他们从俄罗斯逃到了美国的布鲁克林。鲍姆的父亲莫里斯13岁的时候就开始在一家帽子厂工作，后来逐渐升任经理，最后买下了整座工厂。鲍姆少年时期就人高马大、虎背熊腰，他是其就读的高中里最好的短跑选手，也是校网球队的一员。即使如此，还是有人认为鲍姆更适合读书，而不是做运动员。

一天，鲍姆和朋友们在布莱顿海滩上玩耍，他注意到了一位正在和朋友交谈的迷人的年轻姑娘。1941年，5岁的朱莉娅·利伯曼（Julia Lieberman）同家人一起从捷克斯洛伐克的一个小村子逃到了美国，他们很幸运地挤上了最后一班从欧洲出发到美国的客轮，逃离了纳粹的铁蹄。到了纽约，朱莉娅的父亲路易斯花了好几个月依然没有找到工作。于是他决定常去当地的工厂转悠，试图与工人们套套近乎。最终，因为他的锲而不舍，路易斯终于找到了一份工作。后来，路易斯在居住的小屋子里开了一间干洗店，但他们一家始终过得很拮据。

鲍姆和朱莉娅相爱了，最终喜结连理。婚后他们搬去了波士顿，一同就读于哈佛大学。鲍姆于1953年毕业并取得了数学博士学位，朱莉娅的学术表现也同样出色，她以优异的成绩获得了哈佛大学的教育

学和历史学双硕士学位。加盟位于普林斯顿的国防分析研究所后，鲍姆在密码破译领域的表现比西蒙斯更为出色，经常取得重要的成就，为研究所增添了许多光彩。“在管理层眼里，鲍姆和其他一些人要比西蒙斯重要得多。”李·纽沃思说道。

鲍姆头顶微秃，留着络腮胡子，他和西蒙斯一样，一边研究数学一边完成政府指派的任务。20世纪60年代晚期，经过几个夏天的努力，鲍姆和一位名叫劳埃德·韦尔奇的信息学家一起，开发了一种可以分析马尔可夫模型的算法，后来被称为鲍姆-韦尔奇算法（The Baum-Welch Algorithm）。马尔可夫模型是一连串事件的集合，下一事件的概率只能由当前状态决定，与之前的事件无关。在马尔可夫模型中，你不可能确定地预测出未来的事件，但可以通过观察整个链的规律来给出对于未来事件的较好的估计。棒球就是一个典型的马尔可夫游戏。假设一个击球手已经打了3个坏球和2个好球，那么之前的击球顺序和其间的犯规次数都无关紧要了，只要他再误击一个好球，他就出局了。

隐马尔可夫模型是指事件的序列本身也是未知的，由隐藏的参数或变量控制，是一种双随机过程。人们观察到事件只是链的输出结果，并不能作为推测链走向的某种依据。不熟悉棒球比赛的人看到每局得分次数时往往摸不着头脑，也许这一局得分1次，那一局得分6次，没有明显的规律或者内在逻辑可循。一些投资者把诸如金融市场价格、语音识别和其他一些复杂过程都认为是隐马尔可夫过程。

鲍姆-韦尔奇算法提供了一种在有限增量信息的条件下估算复杂过程的概率和参数的方法。再拿棒球比赛举例，他们的算法可以帮助不太懂棒球的人去理解导致某种比分结果的赛况是什么样的。比如得分次数忽然从2次跃升为5次，鲍姆-韦尔奇算法会推测一个三分全垒打的概率要大于一个三垒安打。这个算法可以帮助人们从比分的结果去反

推比赛的大致规则，哪怕完整规则是未知的。“我们的算法能帮助你以更高的概率推测出最后的结果。”韦尔奇解释道。

鲍姆通常对于自己的成就很谦逊，但是他的算法如今已经被认为是20世纪机器学习领域最亮眼的突破，并通过在基因组学和天气预测等领域的应用，影响了千百万人的生活。鲍姆-韦尔奇算法赋能了世界上第一个语音识别系统，甚至影响了谷歌搜索引擎的开发。

尽管鲍姆-韦尔奇算法给鲍姆带来了很多赞誉，但是鲍姆写的几百篇论文中的大部分都是机密的，无法公开，这令朱莉娅很恼火。她认为她的丈夫无论在名还是利上都没有得到他应得的。甚至他们的孩子都不知道父亲具体是干什么的。孩子们偶然问起，鲍姆只能说这是机密，他最多只能说他不是做什么的。“我不是做炸弹的。”有一天，他肯定地告诉他的女儿斯特菲。因为当时反战的浪潮正甚嚣尘上。

与西蒙斯不同，鲍姆是一个居家型的人，不喜欢出去社交。大多数夜晚，鲍姆只是静静地坐在家中那张仿豹纹的皮沙发上，用铅笔在黄色的便笺簿上涂涂写写。当遇到难题的时候，他会停下来，凝视远方，陷入沉思。鲍姆有点儿像那种一根筋的老学究，有一次他只刮了一半胡子就去上班了，声称刮胡子妨碍了他思考数学问题。

当他还在国防分析研究所工作的时候，鲍姆就意识到自己的视力开始减弱了。医生最终确诊他患有一种视锥细胞营养不良的疾病。鲍姆发现自己已经很难再从事对视力要求高的活动了，比如网球。有一次在网前，一个球直接击中了鲍姆的头部。打乒乓球也是一样的，在他清澈的蓝眼睛里，乒乓球变得时隐时现，他不得不放弃体育运动。

但鲍姆依然保持乐观，专注于他能够从事的体育活动，比如每天在普林斯顿大学校园旁边步行3千米。尽管他的视力日渐衰退，但他依然很感恩，至少自己还能读能写，鲍姆保持着他那坚不可摧的乐观。“顺其自然吧，”当孩子们关心他时，鲍姆会浅浅一笑，“船到桥头自然直。”

然而，在西蒙斯离开国防分析研究所去纽约州立大学石溪分校组建数学系之后，鲍姆的家人们发觉他开始在工作中感受到前所未有的挫败感。有一次，鲍姆破译了他国军方的密码并锁定了一个间谍，但联邦调查局动作太慢导致抓捕失败，鲍姆显得很恼怒。鲍姆为部门的前途感到担忧，他写了一封内部邮件要求招聘更好的人才。

“很明显，西蒙斯的离开对我们是不利的，因为我们需要他的数学才华。并且，他被解雇的原因是不合理的。”鲍姆写道，“西蒙斯被质疑在长达7个月的时间里没有做国防部指派的工作，但实际上他在这7个月中没有丝毫松懈，他所做的支持国防的工作比我们某些同事在好几年中做的都多。”[3]

一天，西蒙斯来找鲍姆，问他能不能花一天时间来Monemetrics的办公室，帮忙开发一个进行外汇投资的交易系统。鲍姆笑了，虽然他早年和西蒙斯一起写了相关的论文，但实际上他对金融投资知之甚少，甚至漠不关心，他总会将赚的钱悉数上交妻子。无论如何，鲍姆还是同意协助西蒙斯，就当是帮老朋友一个忙。

到了办公室，西蒙斯把各种主要货币的日收盘价图表放在了鲍姆面前，就好像在让鲍姆做一道数学题。纵览这些数据之后，鲍姆很快就发现某些货币似乎表现出了稳定的价格趋势，特别是日元。鲍姆想，也许西蒙斯是对的，金融市场也许的确存在某些潜在的规律。鲍姆猜想日元稳定的上升趋势也许与日本政府的宏观调控政策有关，当时日本正迫于别国的压力让日元升值，来适度降低其出口商品的竞争力。不管怎样，鲍姆都赞同西蒙斯的想法，他们可以用数学模型来捕捉各种货币的价格趋势，并以此获利。

一开始，鲍姆和西蒙斯每周会面一次。到了1979年，48岁的鲍姆已经沉浸于金融投资之中不可自拔，而这正是西蒙斯期望看到的。作为大学时期的顶尖棋手，鲍姆似乎又找到了一种可以测试他脑力的新游戏。鲍姆从国防分析研究所请了一年的年假，举家搬到了长岛，租

了一间始建于维多利亚时代的、有丰富藏书的三居室房子。因为鲍姆的视力越来越差，朱莉娅每天开车接送鲍姆往返于西蒙斯的办公室与家之间。“看看我们能不能做一个模型。”西蒙斯跟鲍姆说，他们准备开始专注于研究金融市场了。

鲍姆并没有花太多时间就写出了一个算法并用其指导Monemetrics的交易：当货币汇率在算法给出的趋势线以下某一区间时，他们就买入，反之就卖出。这些事情看似平常，但看到鲍姆逐渐步入正轨，西蒙斯越发自信了。“一旦鲍姆加入进来，数学建模就指日可待了。”西蒙斯后来说道。[4]

西蒙斯打电话给一些朋友，包括吉米·迈耶和艾德蒙多·艾斯坤那齐，询问他们是否有兴趣投资他的新基金。西蒙斯给他们看了之前给鲍姆看过的那些价格图表，并鼓动他们说，如果他和鲍姆过去一直用数学方法做交易，那么他们今天的成就必然已斐然可观了。“他带着图表过来，介绍了获利的可能性，令我们印象深刻。”迈耶说。

西蒙斯并没有募集到他预设的400万美元的筹备资金，但也没差多少，再加上他自己的钱，他终于可以启动自己的基金了。他把新基金命名为“Limroy”，这是两个词的合体。一个是约瑟夫·康拉德(18)的小说《吉姆爵士》中的主人公，另一个是帮助公司处理跨国资金往来的百慕大皇家银行（Royal Bank of Bermuda）。西蒙斯为了享受税收优惠，把公司注册在了离岸市场。Limroy这个名字把现实的金融市场和一个以追求荣誉和道德理想而闻名的人物结合了起来，很好地描述了一只脚已跨入商业世界但另一只脚还留在学术圈的西蒙斯及他的搭档。

西蒙斯把Limroy的性质确定为对冲基金，这是一种比较宽泛的策略，适合为高净值人群或者机构管理资产的私募投资公司，可以用来追求多种投资目标，也可以用来对冲损失或保护资产。Monemetrics还会额外拨出一些钱给西蒙斯，以测试他的投资策略在不同市场的有效

性。如果某个策略有效，那么西蒙斯会将其运用到Limroy基金之中。Limroy基金中有外部持有人，其规模也大了许多。作为酬劳，鲍姆会从公司取得的交易利润中提取25%的份额。

西蒙斯期望他和鲍姆可以从一种糅杂了数学模型、复杂图形和人类直觉的交易系统中赚到大钱。鲍姆对他们的方法很有信心，而且越来越醉心于金融交易，所以他干脆从国防分析研究所辞职，全力支持西蒙斯。

为了确保他们行驶在正确的轨道上，西蒙斯还请来了詹姆斯·埃克斯帮助检查他们的策略有无漏洞。就像一年前的鲍姆一样，埃克斯几乎不懂也不在意金融投资。然而，埃克斯很快明白了他的前同事正在做的事情，并且确信他们做得很不错。埃克斯认为，鲍姆的算法不但在外汇交易中表现良好，而且或许也能被用于商品交易，比如小麦、大豆和原油。听闻这些，西蒙斯开始鼓动埃克斯也离开学术圈并建立自己的交易账户。西蒙斯现在真的有点儿激动了，他拥有两位杰出的数学家作为合作伙伴，又有足够的现金，可以一起去揭开市场的神秘面纱。

就在一两年前，鲍姆还时时刻刻都在思考着数学问题，但现在是金融交易占据了他的内心。1979年一个夏季的上午，当鲍姆和家人一起躺在沙滩上的时候，他仔细思考了英镑疲软已久的走势。当时普遍的观点是英镑只会一路下跌。有一位曾经给西蒙斯和鲍姆提供了很多投资建议的专家卖空了大量的英镑。鲍姆想着想着，就忽然从沙滩上直直地坐了起来，抑制不住内心的激动。他确信英镑马上就会出现买入机会。鲍姆一路小跑来到西蒙斯的办公室，告诉西蒙斯说，他认为是英国的新首相玛格丽特·撒切尔把英镑维持在了一个不可持续的低位上。

“撒切尔正在压制英镑的走势，”鲍姆说，“但她可能压不了多久。”鲍姆认为他们应该买入英镑，但西蒙斯被鲍姆突如其来的信心

逗乐了。“鲍姆，你为什么不早点来，”西蒙斯嬉笑着回答，“撒切尔刚刚一起身，英镑的价格就涨了5美分……”原来，那天早上撒切尔决定让英镑短暂回归一下市场。但鲍姆不以为然。“这没什么！”他坚持道，“英镑价格还会持续走高！”[5]

鲍姆是对的，他和西蒙斯持续买入英镑，而英镑也持续在升值。他们跟随这波趋势，同样对日元、德国马克和瑞士法郎进行了精准的预测，赚得盆满钵满，连他们身在南美的基金持有人都给西蒙斯打来电话表示祝贺和鼓励。

其他的数学家依然非常不理解为什么西蒙斯会放弃如此有前途的教职事业，而去坐在一个简陋的办公室里成天交易外汇。让他们更惊讶的是，鲍姆和埃克斯竟然也加盟了西蒙斯的队伍。西蒙斯的父亲马修也对西蒙斯的选择感到很失望。1979年，在西蒙斯的儿子内森尼尔的成人礼派对上，马修跟一位纽约州立大学石溪分校的数学家说：“我更愿意说，我有一个教授儿子，而不是一个商人儿子。”

但西蒙斯无暇他顾。挟着外汇交易获利的余威，西蒙斯修改了Limroy的契约，使之可以交易美国国债期货和商品。他和鲍姆现在有了各自分立的账户，同时组建了一个小团队来负责构建模型，以期能抓住外汇、商品和国债市场中的获利机会。

西蒙斯大张旗鼓地开始了他的金融投机生涯。如何才能征服市场？这也许是他遇到的最大挑战。此外，他还开玩笑说玛丽莲现在终于能够“听明白他们在谈论什么了”。[6]然而，太平日子并没有持续太久。

“我想要在我睡觉的时候都能帮我赚钱的模型”

西蒙斯开始为公司物色程序员，他打听到了一位年仅19岁却即将被加州理工大学（California Institute of Technology）开除的小

伙子。他的名字是格雷格·赫尔兰德（Greg Hullender），他睿智而富有创造力，但他总是无法完成学校作业，各门课成绩都很差。赫尔兰德后来被诊断为有注意缺陷障碍。当时，赫尔兰德因即将被学院开除而感到非常沮丧，当然，学校的管理部门也很沮丧。压垮赫尔兰德的最后一根稻草是，他在宿舍里进行未经授权的高风险证券交易时被抓现行了。他的朋友们把钱集中起来交给赫尔兰德，然后他在1978年牛市启动之前买入了一些股票期权，这些钱迅速就从200美元涨到了2000美元。很快，宿舍里的每个人都想参与这项交易，赫尔兰德于是把美林证券账户里的期权重新打包，卖给这些渴望赚钱的学生。“这就像我自己的股票交易所。”赫尔兰德不无骄傲地说。

然而美林证券对赫尔兰德的聪明才智并不买账。赫尔兰德被指控违反账户规则，美林证券关闭了他的账户，学校也把他开除了。一天早上7点，当赫尔兰德正准备搬出宿舍的时候，西蒙斯打来了电话。西蒙斯是从加州理工大学一位研究生那里听说赫尔兰德的，赫尔兰德的交易操作和对金融市场的理解，当然还有他的魄力令西蒙斯印象深刻。西蒙斯给赫尔兰德开了年薪9 000美元的条件，并给予其部分公司股权作为激励，邀请他来纽约为Limroy的交易写程序。

一头蓬松的棕色头发，圆圆的娃娃脸，笑起来像个小男孩儿，赫尔兰德看起来一点儿都不像是要横穿整个国土去加入一家不知名的投资公司的交易天才，而像一个要去参加夏令营的高中生。他戴着超大的厚眼镜，胸前的口袋里插着眼镜盒和钢笔，看起来特别天真。

赫尔兰德还没有见过西蒙斯和鲍姆，他对这个工作机会是好是坏有点儿不确定。“西蒙斯的公司听起来像世界上最阴暗的地方。”赫尔兰德说。但是最终，赫尔兰德还是接受了西蒙斯的邀请，他说：“我本来就是坐在宿舍里等着被踢出去的，我并没有多少其他的选择。”

赫尔兰德搬到了长岛，前几个星期借住在西蒙斯家，直到在附近的纽约州立大学石溪分校租到了一间宿舍。这个年轻人还没有驾照，所以西蒙斯借了一辆自行车给他用来上下班。西蒙斯在办公室通常穿开领棉衬衫和休闲皮鞋，这给了初来乍到的赫尔兰德一个关于交易人员的最初印象。外汇市场常常受到政府行为和言论的影响，但西蒙斯告诉赫尔兰德，他的公司想要创建一种详细的分步骤的算法，来识别出受潜在因素影响的趋势。不得不说，这与西蒙斯在国防分析研究所破译他国军方密码的过程很类似。

赫尔兰德先写了一个追踪公司投资业绩的程序。6个月过去了，这个追踪程序显示，西蒙斯在债券上的投资不太成功，亏了不少钱。客户不停地打电话过来，但这回不是来祝贺的，而是来质问为什么基金亏了这么多钱。西蒙斯似乎还没有学会如何应对低潮期，随着亏损增加，他显得越来越焦虑。有一天行情特别差，赫尔兰德发现他的老板仰卧在办公室的沙发上。赫尔兰德感觉西蒙斯似乎想开口说些什么，可能是某种忏悔的话。“有时候在面对这种糟糕局面时，我觉得我根本不知道自己在做什么。”西蒙斯说。

赫尔兰德很吃惊，在此之前，西蒙斯一直表现得自信满满。而现在，西蒙斯自己都不确定放弃数学研究并试图征服金融市场这个决定正确与否。有一次，身处心理医生的办公室，躺在沙发上的西蒙斯给赫尔兰德讲了吉姆爵士的故事，中心思想是如何面对失败和获得救赎。西蒙斯深深地迷上了吉姆这个人物，他自视甚高，渴望荣耀，但是在一场勇气的试炼中惨败，终身陷在羞愧与自责之中。

西蒙斯忽然直直地坐起来，转向赫尔兰德说：“但是，他至少死得很高贵啊。”等等，西蒙斯莫不是在考虑自杀吧？赫尔兰德想，他非常担心他的老板和自己的前途。他意识到自己只身在东海岸，身无分文，还要面对一个躺在沙发上要死要活的老板。赫尔兰德想要说些什么让西蒙斯振作起来，但好像说什么都无济于事。

在接下来的日子里，西蒙斯总算从低落中振作了起来，更加坚定决心要建立一个由算法驱动的高科技交易系统，或者说分步骤执行的计算机程序，来替代人类的主观判断。直到此时，西蒙斯和鲍姆还仅仅依赖粗糙的模型并辅之以个人的直觉来做交易，这是造成危机的根源。西蒙斯和之前加入公司的技术专家霍华德·摩根（Howard Morgan）商量，他有一个新目标，就是要建立一个复杂的、完全由预先设定的算法驱动的自动交易系统。“我不想每时每刻都被市场折磨，我想要在我睡觉的时候都能帮我赚钱的模型，”西蒙斯说，“一个完全屏蔽了人类干预的系统。”

西蒙斯认识到，当时创建这种全自动交易系统的技术还不成熟，但他想用一些更复杂的方法来小试牛刀。他觉得计算机基于海量的历史数据应该能够挖掘出有持续性的、不断重复的某种价格规律。西蒙斯从世界银行等地方买了一大堆的书，还从各个商品交易所买了许多磁盘，这些资料记录了商品、债券和外汇过去几十年的价格数据，甚至包含了第二次世界大战之前的一些数据。这本来是一堆没人在乎的破烂货，但是西蒙斯觉得可以从中挖到宝贝。

赫尔兰德的高达1.5米、蓝白相间的PDP-11/60电脑无法读取西蒙斯收集的这些数据，因为磁盘的数据格式太老了。所以赫尔兰德偷偷地把这些磁盘带到了附近的格鲁曼飞行器工程公司（Grumman Aerospace）总部，他的朋友斯坦供职于此。午夜时分，当警戒略有松懈时，斯坦打开了一台超级计算机，帮助赫尔兰德把那些数据转换成普通计算机可以读取的格式。他们边等边享用着咖啡。

为了获取更多数据，西蒙斯特地雇了一个人频繁地造访位于曼哈顿的美联储办公室，记录当时尚未电子化的利率历史走势等数据。西蒙斯还找来了他在纽约州立大学石溪分校时候的秘书卡罗尔·艾尔博金（Carole Alberghine），任命她为办公室经理，负责记录各币种当期的收盘数据。每天早晨，艾尔博金会通读一遍《华尔街日报》，然

后借助公司图书室的沙发和椅子，把价格数据更新到贴得满屋子都是的价格图表之中。这种操作一直维持到艾尔博金从椅子上摔下来才作罢，西蒙斯只得雇用一个更年轻的女孩儿来更新数据。

西蒙斯雇了包括他嫂子在内的几个人来负责把价格数据输入到赫尔兰德创建的数据库中，这个数据库可以跟踪价格，也可以用来测试基于数学算法或基于直觉的各种投资策略的效果。他们采用的很多策略都属于短期动量交易策略(19)，但他们也会关注不同商品价格之间的相关性。比如，某种货币已经连跌了3天，第四天继续跌的概率有多大？金价领先于银价吗？小麦价格是黄金和其他商品价格的先行指标吗？西蒙斯甚至研究过自然现象对行情的影响。在寻找相关性方面，赫尔兰德等人经常无功而返，但西蒙斯要求他们不要停止搜寻的脚步。“这其中一定存在着某种规律！”西蒙斯坚持道。最后，他们终于开发完成了一个可以覆盖各种商品、债券和外汇交易的系统。虽然公司仅有的一台电脑算力不够，无法运算所有的数据，但他们还是发现了一些可靠的相关性。

由于这个系统的覆盖范围包括了生猪价格数据，所以西蒙斯戏称它为他的“小猪篮子”（Piggy Basket）。这个系统主要是运用线性代数的原理分析大量的数据，然后给出投资建议。它通常会给出一行数字，比如“0.5、0.3、0.2”，这代表系统建议外汇投资组合应该是50%的日元、30%的德国马克和20%的瑞士法郎。等到“小猪篮子”提出大约40条不同的期货交易建议之后，公司的交易员会按照系统给出的比例来执行这些买入和卖出指令。这个系统只是提供投资建议，还不能够直接进行自动交易，但这已经是西蒙斯在当时的技术条件下，所能做的最大限度的事情了。

几个月之后，“小猪篮子”已经能够指导100万美元左右规模的交易，并且获利颇丰。组合一般只持仓一天，然后就卖掉。受到初期成

果的鼓舞，西蒙斯又从Limroy基金里面拨出几百万美元给“小猪篮子”来运营，以期获得更多的利润。

然而，出人意料的事情发生了。系统突然强烈看好土豆价格，并把三分之二的现金都配置到了纽约商品交易所的土豆期货合约上，相应的标的物是数百万千克的缅因州土豆。一天，西蒙斯接到了来自商品期货交易委员会的电话。交易委员会很不高兴，因为Monemetrics持有的这些合约几乎垄断了全球的土豆供应。西蒙斯暗笑，交易委员会的确有权质问他，但他们需要了解的是，他的本意并不是要囤积这么多土豆，事实上连他自己都不知道为什么他的系统要买入这么多土豆。当然，交易委员会并不需要明白这些。“他们认为我们要垄断全球的土豆市场！”挂上电话后，西蒙斯嬉笑着跟赫尔兰德说。

交易委员会可没那么欣赏西蒙斯的幽默感，它强平了Monemetrics公司的持仓，还给他们开了几百万美元的罚单。很快，西蒙斯和鲍姆就对他们的系统丧失了信心。他们能够清楚地看到“小猪篮子”做出的各种交易决策，也知道它的盈亏情况，但是他们不理解为什么系统要做出这些决策。西蒙斯和鲍姆觉得，也许计算机交易系统根本就行不通。

到了1980年，赫尔兰德决定退出，重返校园。过早地离开大学给了赫尔兰德很大的压力，而且他也很惭愧不能帮助西蒙斯进一步完善他的计算机交易系统。赫尔兰德对西蒙斯和鲍姆在算法中使用的数学逻辑感到陌生，他很孤独，也很抑郁。“我只是觉得在加州我更有可能遇到真正合得来的人，有些东西比钱更重要。”赫尔兰德说。他最后获得了学位，并且成为亚马逊和微软的机器学习专家。

更名

赫尔兰德走了，“小猪篮子”出问题了，西蒙斯和鲍姆也不再采用数学模型来指导投资了，而是转向更为传统的方法。他们开始根据各种事件和市场动向来寻找可能被低估的机会，把3000万美元的头寸分布在不同的交易品种之中。

西蒙斯想，如果他能比对手更早地获悉欧洲的新闻，那么这也许会给他带来优势。所以他雇了一个在纽约州立大学石溪分校读书的来自巴黎的学生来帮他翻译晦涩的法语金融新闻，以期能领先对手一步。西蒙斯还经常咨询一位名叫艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）[(20)]的经济学家，众所周知，格林斯潘是后来的美联储主席。西蒙斯曾在办公室安装了一部红色的电话机，只要有突发的金融新闻，电话铃声就会想起，他和鲍姆就能立即抢在市场反应之前下单。如果电话铃声响了，但是他们恰好不在，新的办公室经理佩妮·艾尔博金（Penny Alberghine）就会冲出去找他们，无论他们在餐馆、在商店，还是在男厕所，艾尔博金都会用力地拍门来提醒他们：“出来！快回去！”艾尔博金甚至会尖叫道：“小麦价格跌了3个点！”

西蒙斯无处不在的幽默感常常让他的团队感到很放松。他经常会拿艾尔博金浓重的纽约口音开玩笑，而艾尔博金则会取笑他的波士顿口音。有一次，西蒙斯发现公司银行账户里的存款享受了很高的利率，他高兴坏了。“投资者竟然能享受这么高的利率！”他喊道。

玛丽莲每周会带着儿子尼古拉斯来看西蒙斯几次，而芭芭拉有时也会来探望他的前夫。其他员工的家人有时候也会来办公室闲逛。每天下午，他们都会在图书室享用下午茶，西蒙斯和鲍姆他们会讨论最近的新闻，争论经济的走向。西蒙斯也会请同事们到他的游艇上玩，他的游艇叫作“吉姆爵士号”，通常停靠在附近的杰斐逊港。

大多数日子里，西蒙斯都会穿着高尔夫球服和牛仔裤，坐在办公室里，紧张地盯着电脑屏幕，看各种新闻，预测大盘的走势，并和绝大多数投资者一样买入卖出。当陷入沉思的时候，他会手拿一支香

烟，不停地咬着嘴唇。而鲍姆会坐在旁边一间较小的办公室里打理着他自己的账户，他喜欢穿破旧的毛衣、起皱的裤子和廉价的鞋子。因为视力日渐衰退，鲍姆会尽量凑近电脑屏幕，试图规避西蒙斯抽烟时升腾的烟雾。

他们的传统交易方法运行得还不错，所以当隔壁的小店倒闭的时候，西蒙斯把它盘了下来，并把中间的隔断墙打通了。办公室变大了，队伍也壮大了。有一位经济学家和其他领域的几名专家加盟了，他们提供专业的投资建议，同时打理着自己的账户，以期提高全公司的业绩表现。与此同时，西蒙斯又有了新的兴趣：支持那些冉冉升起的新兴技术公司。其中就包括做电子词典的富兰克林电子出版公司（Franklin Electronic Publishers），正是这家公司开发了第一台手提电脑。

1982年，西蒙斯把公司的名字更改为文艺复兴科技公司，反映出他对那些新兴科技公司的兴趣。除了交易者这个身份之外，西蒙斯还越来越视自己为一个风险投资家。他每周会在纽约市的办公室里待很长时间，一方面是与对冲基金的投资者互动，另一方面是处理他投资的高科技公司的相关事务。

西蒙斯还会花大把时间照顾他的孩子，其中一个孩子需要特殊的照料。保罗是西蒙斯和芭芭拉的第二个孩子，生来就患有一种罕见的遗传性疾病，叫作先天性外胚层发育不全（Ectodermal Dysplasia）。保罗的皮肤、头发和汗腺都发育不良，他比同龄人矮，牙齿也很稀疏而且畸形。为了减少由此产生的自卑感，保罗会刻意要求父母给他买新潮的衣服，以期能融入同学圈。保罗的情况给了西蒙斯造成了很大的压力。他经常会驾车带保罗去新泽西的特伦顿，找一位牙科医生给保罗做牙齿整形。后来，纽约的一位医生给保罗做了一整套的牙齿植入，此举略微修复了保罗的自尊心。

对于西蒙斯经常在纽约的办公室工作并且花很多精力去照顾家人这件事，鲍姆并不介意，因为他不太需要别人的帮助。鲍姆通过交易各类外汇赚了很多钱，似乎已经没有必要再去开发一个体系化的量化交易系统。构建方程组费时费力，盈利虽然稳定但不够可观。相反，通过分析新闻和地缘政治做事件性投资，不但刺激而且来钱很快。“我为什么还要开发这些模型？”鲍姆问他的女儿斯特菲，“比起寻找数学论据，我们现在的赚钱方式要容易得多。”西蒙斯很尊重鲍姆，很少对鲍姆的交易指手画脚，而且鲍姆正在风头上。公司的计算机算力也很有限，不可能反映所有自动交易系统的真实情况。

鲍姆喜欢仔细研究与经济相关的一系列数据，然后关上办公室的门，躺在他那张绿色沙发上，长时间思考市场下一步可能的走势。“他会忘记时间的，”佩妮·艾尔博金说，“他甚至有点儿神志不清。”

当鲍姆终于“出关”的时候，他通常会下单。他天性乐观，喜欢买入持有，并静待上涨，他不在乎要等待多长时间。“有的时候稳住仓位需要勇气。”鲍姆告诉朋友说。他很自豪在他人坚持不住的时候，自己坚持住了。“当我没有明确想法的时候，我不会轻举妄动。”鲍姆在写信给家人的时候这样解释他的策略。“爸爸的理论就是低位买入，然后长期持有。”斯特菲说。

鲍姆通过采用这种策略成功地应对了市场的波动，1979年7月到1982年3月期间盈利达到4 300万美元，西蒙斯当初给他的账户中的资金几乎翻倍了。此后一年中，鲍姆越来越看好市场，甚至连公司的年度旅游都不愿意参加，而是待在办公室盯盘和下单。中午时分，鲍姆往往会很勉强地加入同事们吃午餐的行列，西蒙斯问他为什么看上去这么不开心。“我建仓才建了一半，”鲍姆说，“就不得不来吃饭了。”

鲍姆确实应该待在办公室，因为他在那一年美国股市的历史性低谷果断地抄了底。随着股市上涨，鲍姆赚得盆满钵满，还和朱莉娅在长岛湾买了一栋拥有6个卧室的房子。朱莉娅依然开着那辆老凯迪拉克，但她不再为钱的问题而担忧了。尽管获利颇丰，但是交易还是给鲍姆带来了一些不利的影响。他曾经是一个乐观而随性的人，但是现在变得严肃而紧张，经常与同事通电话聊到深夜，争论应该如何应对最新发生的事件。“他像变了一个人。”斯特菲回忆道。

解约，鲍姆退场

鲍姆对投资的嗜好日盛，最终和西蒙斯之间产生了裂痕。紧张关系发端于1979年的秋天，当时他们在金价250美元的时候各自买了一些黄金期货合约。那年年底，紧张的国际形势使金价和银价不断上涨。那时候去拜访文艺复兴科技公司的人，经常能看到原本安静而内敛的鲍姆兴高采烈地谈论金价的走高，而西蒙斯则坐在一旁微笑。

时至1980年1月，金银价格依然在快速上涨。经过疯狂的两周时间，金价创下了每克约25美元的历史新高，此时西蒙斯选择了清仓，锁定了每克数十美元的收益。像往常一样，鲍姆依然不愿意卖出。一天，西蒙斯听一位朋友谈起，他的珠宝商妻子最近翻了他的衣橱，想把金袖扣和领带夹都拿出去卖了。

“你们是要破产了吗？”西蒙斯问道。“没有，她只是想去排队把它们卖了。”朋友回答道。西蒙斯又问：“现在卖黄金需要排队？”那位朋友解释道，现在乡下的居民正在排队卖珠宝，想趁金价在高位时赚上一笔。西蒙斯震惊了，他认为如果黄金的供给迅速增加，金价会崩盘的。回到办公室，西蒙斯要求鲍姆立即抛出手中的黄金。以下是他们的对话：

“鲍姆，马上卖出黄金。”

“不行，金价还在走高。”

“快点卖出，鲍姆！”

但鲍姆就是固执己见，西蒙斯很生气。鲍姆已经有超过1 000万美元的浮盈了，金价也已经超过每克28美元，但他确信还能赚得更多。“西蒙斯对我指手画脚，”鲍姆后来跟家人说，“但是当时没有任何理由或苗头让我卖出，所以我什么都没做。”

最后，1980年1月18日那天，西蒙斯不能忍了，他强行让鲍姆听电话。他对鲍姆说：“告诉交易员你要卖出，鲍姆！”

“好吧，好吧！”鲍姆嘟囔道。结果，几个月之内金价涨到了每克30美元，鲍姆一直在抱怨西蒙斯让他错失了很多赚钱机会。然后，泡沫破裂，金价几个月之内就跌到了每克18美元以下。

其后不久，鲍姆又发掘了一个在E. F. Hutton经纪公司(21)工作的哥伦比亚人，他声称自己非常擅长投资咖啡期货。这个哥伦比亚人很看好咖啡期货，于是西蒙斯和鲍姆建立了全市场最大的多头仓位。刚刚建完，咖啡价格就跌了10%，他们的浮亏达到了数百万美元。于是西蒙斯迅速清仓了，但鲍姆依然不愿意卖出。最终，鲍姆亏损严重，甚至都没有勇气自己去清仓卖出，只能求助于西蒙斯。鲍姆后来总是说这是他“职业生涯最愚蠢的一幕”。鲍姆的盲目乐观开始让西蒙斯感到不爽了。“他只有能力做到‘低买’，没办法做到‘高卖’。”西蒙斯后来说。[7]

1983年，鲍姆一家搬到了百慕大群岛，他们很享受那边友好的税率和舒适的天气。岛上美丽的景色增强了鲍姆乐观的天性和看涨的倾向。美国的通货膨胀看起来已经得到了控制，时任美联储主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）也表示未来利率有下降的空间，于是鲍姆买了几百万美元的美国国债，这看起来是一个恰逢其时的头寸。但是1984年晚春，恐慌性的卖盘(22)主导了债券市场，这一方面是因为里根

总统任期内债券发行量激增，另一方面是因为美国经济迅速增长。随着亏损增加，鲍姆依然保持着惯有的平静，但西蒙斯很担心这么下去公司会垮掉。“醒一醒，鲍姆，别这么顽固！”西蒙斯说。鲍姆的亏损仍在继续，而市场对于日元继续升值的预期也让鲍姆的美债头寸雪上加霜。“不能再这么继续下去了。”终于有一天，西蒙斯盯着电脑屏幕说。

当鲍姆的账户亏损达到40%的时候，触发了他和西蒙斯之间的协议中的自动条款，西蒙斯必须卖出鲍姆的全部持仓，并与他解约。两位著名数学家之间持续数十年的合作正式告吹了。

最终，事实证明鲍姆是对的。数年之后，利率和通胀都持续下行，债券投资者获益良多。此时，鲍姆一门心思地打理着自己的账户，他和朱莉娅又搬回了普林斯顿。和西蒙斯合作的岁月里，鲍姆总觉得压力巨大，甚至晚上都无法安然入睡。现在他终于可以休息休息，并重新思考数学问题了。随着年龄的增长，鲍姆越来越专注于研究质数领域的黎曼猜想（Riemann Hypothesis）。为了找乐子，鲍姆去全国各地参加围棋比赛，因为视力渐弱，他不得不把棋盘布局和每个回合都背下来。

80岁以后，鲍姆总喜欢步行大约3千米去普林斯顿大学附近的威瑟斯彭街，沿途他经常会停下来闻一闻路边含苞待放的花朵。过路的司机们有时候会放慢车速，问一问这位行动迟缓但穿戴讲究的老先生是否需要帮助，但他总是婉言谢绝。鲍姆有时会在咖啡店里靠窗的角落坐上几个小时，和各种陌生人搭讪。他的家人有时候会看到他正温柔地安抚着咖啡店里想家的本科生。2017年夏天，就在完成他最后一篇数学论文的几周之后，鲍姆离开了人世，享年86岁。他的孩子在他去世后发表了他的最后一篇数学论文。

寻找一条新赛道

1984年交易溃败所带来的亏损给西蒙斯留下了很深的伤痕。他停止了公司的所有交易，面对不满的投资者也是手足无措。以前，同事们听到西蒙斯的朋友打电话来询问行情的时候，总是暗自欣喜，但如今其管理下的基金每天都要亏损数百万美元，所以西蒙斯不得不和投资者们制定了一个新规则，即每月月底才会公布交易净值。

亏损一直困扰着西蒙斯，导致他一度想结束投资生涯，只专注于他那些不断深入的技术研究。他开放了基金的申赎，让想离开的投资者撤资。但大多数人都表示了对西蒙斯的信任，并且鼓励他采取措施改善基金的业绩表现，可是西蒙斯明显自信心不足。挫折感“令人心痛”，他告诉一个朋友：“它来得猝不及防，也不讲道理。”

西蒙斯得寻找一条新赛道了。

征服市场的策略

- 西蒙斯与列尼·鲍姆尝试用数学模型来捕捉各种货币的价格趋势，并以此获利。鲍姆写出了一个算法并用其指导Monemetrics的交易：当货币汇率在算法给出的趋势线以下某一区间时，他们就买入，反之就卖出。
- 西蒙斯坚定决心要建立一个由算法驱动的高科技交易系统，或者说分步骤执行的计算机程序，来替代人类的主观判断。他不再想仅仅依赖粗糙的模型并辅之以个人的直觉来做交易，他有一个新目标，就是要建立一个复杂的、完全由预先设定的算法驱动的自动交易系统，一个完全屏蔽了人类干预的系统。

第4章
一场投资革命蓄势待发

让计算机来做决策正是西蒙斯一开始就想要做的东西，然而他仍然无法完全相信这种激进的方法。西蒙斯理智上觉得应该完全依赖模型，但他的心似乎还不能完全认同。

“真理只能逼近，无法到达。”

——约翰·冯·诺依曼（John Von Neumann）

詹姆斯·西蒙斯很痛苦，在放弃了前途光明的学术生涯之后，他一时还没有完全准备好应对突然的亏损和满腹牢骚的投资者。他必须找到一种新的交易方法来应对金融市场，因为列尼·鲍姆的方法依赖于智力和直觉，并不总是行得通。这些都让他深感不安。“我在赚钱的时候，觉得自己是个天才，”他告诉一个朋友，“在亏损的时候，又觉得自己是个傻瓜。”

他给查理·弗雷菲尔德打电话倾诉他的困惑。此前，正是通过弗雷菲尔德在糖期货上的操作，西蒙斯成了百万富翁。“我们现在使用的这套方法已经行不通了，”西蒙斯似乎很恼火，“我要借助数学的力量。”

西蒙斯想知道，现有的技术水平是否支持投资者使用数学模型和算法来自动交易，以避免因情绪上的大起大落而遭受损失。幸好西蒙斯的身边还有詹姆斯·埃克斯，他是开发计算机交易系统的理想人选。西蒙斯决定给埃克斯更多的支持和资源，以期取得特别的效果。

一场投资革命似乎蓄势待发。

詹姆斯·埃克斯的焦虑与愤怒

没人知道为什么詹姆斯·埃克斯的脾气总是那么暴躁。他曾经踹过部门办公室的墙，曾经和别的数学家打斗，甚至经常谩骂同事。他总是为其要还的贷款抱怨不休；如果谁让他感到失望，他会怒不可遏；一旦遇到令他不满意的事，他就会大喊大叫。

这些怒火其实并不代表他性格的全部。埃克斯是一位外表俊朗并富有幽默感的知名数学家，他很享受事业上的成功和同行的赞赏。埃克斯的天赋在很小的时候就显现了出来。他出生在纽约布朗克斯区，就读于纽约最负盛名的位于曼哈顿南部的斯图伊韦桑特公立高中（Stuyvesant High School）。后来，他以优异的成绩毕业于布鲁克林理工学院（Polytechnic Institute of Brooklyn），这座学院为美国微波物理、雷达和太空项目的发展做出了卓越的贡献。

尽管埃克斯取得了优异的学术成绩，但他内心始终隐匿着痛苦。他7岁的时候，父亲抛弃了家庭。在成长的过程中，埃克斯又一直受胃痛的折磨。直到青年时期，才有医生诊断他罹患的是克罗恩病[(23)]。经过一系列的治疗之后，他的病症才得以减轻。

1961年，埃克斯在加州大学伯克利分校获得了数学博士学位，并且认识了西蒙斯。在西蒙斯的第一个孩子出生时，埃克斯是第一个向西蒙斯道贺的人。作为康奈尔大学的数学教授，埃克斯帮助学校创建了一个专门研究数论的纯数学专业。在此过程中，埃克斯与数理逻辑终身教授西蒙·科申（Simon Kochen）结下了亲密的友谊。两位教授想解决一个由奥地利著名数学家埃米尔·阿廷（Emil Artin）在50多年前提出的猜想。在此过程中，两人遇到了许多困难与挫折。为了发泄不满，埃克斯和科申每周都会在纽约地区的伊萨卡举办扑克联赛。两人在联赛中密切配合，虽然每局最多赢不过15美元，但累积下来他们竟然赢得了好几百美元。

埃克斯打牌水平很高，但是他始终无法战胜科申。埃克斯越来越恼火，他断定科申肯定是通过观察他的表情变化来取得关键优势的，于是他决定有意掩饰他的表情。一个夏日的夜晚，牌手们在热浪中奋战，埃克斯出现了，戴着一个严实的羊毛滑雪面罩。这个面罩使得埃克斯大汗淋漓，而且遮挡了他的视野，因此埃克斯再次负于科申。他气呼呼地离开了牌局，但没有当面揭穿科申胜利的秘诀。“其实跟他

的表情没关系，”科申说，“每次埃克斯拿到好牌，他就会挺直身子。”

埃克斯在整个20世纪70年代一直在寻找新的对手和最好的打牌方法。除了打牌之外，他还喜欢打高尔夫和保龄球，另外他是全国顶尖的双陆棋选手。“埃克斯是一个不知疲倦的人，有着一颗不知疲倦的心。”科申说。

当然，埃克斯还是把主要精力花在了数学研究上，对他来讲，这是最有挑战性的领域。数学家进入这个领域通常是出于对数字、结构和模型的热爱，但是真正激动人心的还是获得原创性的发现和突破的时刻。以证明费马猜想(24)而闻名的普林斯顿大学数学教授安德鲁·威尔士（Andrew Wiles）曾经这样描述数学研究工作：“这是一趟穿越未经探索过的黑暗大厦的旅程，你可能花费了几个月甚至数年时间，也只能‘蹒跚而行’。沿途，各种压力会接踵而至。数学常常被认为是年轻人的游戏，如果你在20多岁或者30岁出头儿没有获得显著成就的话，基本上就没有机会了。”[1]

埃克斯在事业上不断取得进展，而同时焦虑和愤怒情绪也如影随形。一天，他跟科申抱怨说，他的办公室离盥洗室太近，里面的水声会打扰他的思路。说完，埃克斯竟然就朝那堵墙上用力地踹了一脚，留下了一个不小的洞。是的，他的确证明了这堵墙有多么不牢靠，但是，他现在连盥洗室的冲水声都能听得很清晰了。为了纪念埃克斯，康奈尔大学数学系至今都特意保留了墙上的那个洞。

科申后来了解到埃克斯童年的遭遇之后，开始对他抱有更为宽容的态度。科申经常对人说，埃克斯的怒火来自内心的不安全感，并非生性如此，而且他的坏情绪总是很快就消散。埃克斯夫妇和科申夫妇成了很好的朋友。最终，埃克斯和科申为奋战已久的数学难题找到了一个解决方案，这个突破被命名为埃克斯-科申定理（Ax-Kochen Theorem）。从某种程度上说，他们用的方法比他们达成的效果更令人

吃惊，因为直到那时，还没有人用数理逻辑的方法解决过数论问题。“我们用的是旁门左道。”科申说。

1967年，埃克斯和科申凭借用3页纸的论文阐述的定理赢得了科尔数论奖，这是数论领域最高的奖项之一，而且每5年才会颁发一次。埃克斯得到了很多的赞誉，学校在1969年授予他终身教职。时年29岁的埃克斯成了康奈尔大学历史上最年轻的终身教授。正是这一年，埃克斯接到了西蒙斯的电话，邀请他加盟纽约州立大学石溪分校正在创建中的数学系。埃克斯虽然在纽约出生和长大，但他非常醉心于海洋的沉静，这也许与他早年的遭遇有关。而他的妻子芭芭拉也早已厌倦了伊萨卡严酷的寒冬。

埃克斯去了纽约州立大学石溪分校之后，康奈尔大学威胁西蒙斯说，如果他再挖走康奈尔大学的任何教员，康奈尔大学就要向时任纽约州州长纳尔逊·洛克菲勒提出抗议。很明显，这所常春藤名校为失去一位优秀的数学家而感到非常沮丧。

到了纽约州立大学石溪分校不久，埃克斯就告诉一位同事说，数学家最光辉的年华是30岁以前，这也许表明了他对于自己在数学领域取得更高的成就失去了信心。同事们隐约感觉，埃克斯可能认为他和科申的成果并没有得到充分的肯定。埃克斯的学术产出效率开始下降了，他醉心于打牌、下棋甚至钓鱼，一心想躲避数学。

由于出现了明显的抑郁症状，埃克斯经常会和妻子芭芭拉争吵。和系里其他同事一样，埃克斯在很年轻的时候就结婚了，那时候性解放运动还没有开始。随着埃克斯留起长发，穿上紧身牛仔裤，关于他对婚姻不忠的谣言也开始流传开来。其他那些有了孩子的夫妻也许会为了给孩子完整的家庭而努力维系婚姻，但做一个好父亲这件事对于埃克斯来说并不容易。“我喜欢孩子们，”埃克斯操着拖沓的布朗克斯口音说道，“但仅仅是在他们学习代数的时候。”

离婚让埃克斯很痛苦，而且他还失去了他的两个儿子开尔文和布莱恩的监护权，他和孩子们似乎不再有任何关系了。埃克斯一直处在低落的情绪之中。系里开会的时候，他会频频打断同事的讲话，以至于莱纳德·查拉普不得不手持一个铃铛，当埃克斯又打断别人的时候，他就摇铃抗议。“你到底在干什么？”有一天，埃克斯大叫起来。查拉普向他解释原因之后，埃克斯怒气冲冲地走了，同事们哭笑不得。

还有一次，埃克斯和一位年轻的助理教授发生了冲突，同事们不得不上前劝解。埃克斯不停地挖苦这位年轻助理教授，让这位助理教授认定埃克斯将会阻碍自己的晋升之路。局面一度非常紧张。“我刚刚差点儿被你弄死！”年轻教授朝埃克斯喊道。

尽管人缘很差，但是埃克斯在专业领域依然声名显赫。一位叫迈克尔·弗里德（Michael Fried）的年轻教授放弃了芝加哥大学的终身教职，来到纽约州立大学石溪分校投奔了埃克斯。埃克斯认可弗里德的能力，并且两人很是气场相合。弗里德身材魁梧，身高1.83米，有一头卷曲的褐色头发和淡淡的胡须，在20世纪70年代的美国，人们对一位数学教授的长相的最高期待也不过如此。

然而，他们的关系破裂了，弗里德怀疑埃克斯盗用了他的研究成果，而埃克斯觉得弗里德没有给他像对其他同事那样充分的尊重。在一场埃克斯、弗里德、西蒙斯和另一位学院领导参与的调停会上，埃克斯当着弗里德的面发了一个毒誓。“无论如何我会尽我所能毁掉你的事业。”埃克斯喊道。

由于过于震惊，弗里德都不知道该怎么回应。“随便你。”弗里德回答道，他转身走了出去，此后再也没有跟埃克斯说过一句话。

埃克斯加入西蒙斯的公司

1978年，当西蒙斯第一次邀请埃克斯加入他的公司时，埃克斯认为金融市场有点儿无聊。但等埃克斯去公司参观并且看了鲍姆开发的早期模型之后，他改变了主意。西蒙斯把投资比作一个难解的谜题，并且许诺埃克斯，如果埃克斯离开学校专心投身金融投资，那么公司会给他设立他自己的账户。埃克斯答应了，一方面出于对新挑战的渴望，另一方面是急于离开学校，再一方面是想试试自己能不能征服金融市场。

1979年，埃克斯正式加盟了西蒙斯的公司，搬到了夹在比萨店和女装店之间的办公室。起初，埃克斯专注于基本面研究，诸如大豆的需求是否会增长、极端天气对小麦供应的影响等，但是回报率平平。于是埃克斯开发了一种基于数学原理的交易系统，通过挖掘西蒙斯他们收集的数据来预测各种外汇和商品的价格走势。

埃克斯早期的研究并不十分具有原创性。他先识别出价格持续走高的投资品种，然后评估这些投资品种过去10天、15天、20天或者50天的均价是否对未来的走势有预测作用。这很像趋势投资者的做法，即通过跟踪移动平均线指标(25)的变化，抓住趋势，并一直持有到趋势结束。

埃克斯的模型有潜力，但是还很粗糙。经过测试，埃克斯发现西蒙斯他们收集的数据大多数都毫无用处，因为其中的错误和漏洞太多了。而且埃克斯的模型也远远称不上自动化，他的交易指令需要通过打电话每天在盘前和盘后各传达一次。

为了获取竞争优势，埃克斯开始将目光投向另一位数学教授。

桑铎·斯特劳斯，未知宝藏的探寻者

桑铎·斯特劳斯是费城人，1972年在加州大学伯克利分校获得数学博士学位之后，他开始供职于纽约州立大学石溪分校的数学系，并

且把家也搬到了长岛。斯特劳斯性格外向而且合群，学生和同事们都对他评价很高，他对于数学和计算机的热情深深地感染了大家。斯特劳斯的外表很像那个时代的成功学者。作为自由主义者，他第一次遇到妻子菲亚的时候是在1968年尤金·麦卡锡（Eugene McCarthy）领导的一场反战路演活动中。斯特劳斯像许多学者一样，戴着约翰·列侬那种圆圆的眼镜，棕色的长发梳成了马尾。

渐渐地，斯特劳斯开始担忧他的未来。他意识到自己只不过是一个二流的数学家，也不善于应对办公室政治。由于缺乏和其他数学家竞争项目资金的技巧，斯特劳斯明白他可能很难在纽约州立大学石溪分校或者其他还不错的数学系谋求一份终身教职。

1976年，斯特劳斯加入了纽约州立大学石溪分校的计算机中心，帮助埃克斯和其他同事进行计算机仿真测试。斯特劳斯当时的年薪不到20 000美元，看起来很难得到提升，他对未来充满了迷惘。“我真的不太开心。”斯特劳斯说。

1980年春，当赫尔兰德准备退出的时候，埃克斯向Monemetrics公司推荐了斯特劳斯来担任计算机专家。西蒙斯对斯特劳斯的资历很是满意，并想尽快填补因赫尔兰德的离开而留下的职位空缺，所以他给斯特劳斯开了双倍的年薪。斯特劳斯矛盾极了。他已经35岁了，学校计算机中心的薪水实在太低，很难养活他的妻子和1岁的孩子，但他觉得如果能再多坚持两年，应该就可以得到学校的终身教职了。斯特劳斯的父亲和朋友们给了他同样的建议：千万不要为了一个不知名的、随时可能倒闭的交易公司而放弃一份稳定的工作。

斯特劳斯没有理睬这些建议，反而接受了西蒙斯的邀请。但斯特劳斯也留了一手，他并没有直接辞职，而是向纽约州立大学石溪分校申请了1年的工休。初到公司，埃克斯就邀请斯特劳斯帮忙开发模型。埃克斯说他想基于技术分析来投资商品、外汇和债券期货。技术分析是一种相对古老的分析框架，试图利用过去的价格走势来预测未来。

埃克斯想要斯特劳斯尽最大可能挖掘所有的历史信息来改进公司的预测模型。

在搜寻价格数据的时候，斯特劳斯遇到了问题。那个时候，交易大厅使用的电传打字机(26)还没有供投资者收集和分析信息的界面。数年之后，一位名叫迈克尔·彭博（Michael Bloomberg）的下岗推销员推广的一种更有竞争力的设备将填补这一空白。

为了拼凑出一个数据库，斯特劳斯从印第安纳州的一家名叫唐&哈格特（Dunn & Hargitt）的公司购买了记录有商品历史价格的磁盘，然后把它们融合到之前已经收集好的那些数据之中。对于近期的数据，斯特劳斯干脆直接手动记录，包括开盘价、收盘价、最高价和最低价。最终，斯特劳斯发现了一种有规律的数据流，即各种商品期货和其他期货的日内波动数据。斯特劳斯在Apple Ⅱ电脑上写了一个程序来收集和存储不断增长的数据流。其实没人要求斯特劳斯记录下这么多的数据，对西蒙斯和埃克斯来说，开盘价和收盘价就足够了。他们甚至都不知道该怎么使用这些数据，况且当时计算机的算力也很有限。但是斯特劳斯表示他会继续收集数据，以后或许会派上用场。

斯特劳斯在寻找价格数据方面变得越来越痴迷，而当时人们并没有认识到数据的价值。他甚至还收集股票交易的数据，以备不时之需。对斯特劳斯来说，收集数据已经成了他的一种实现自我价值的方式。

不过，看着堆积如山的数据，斯特劳斯也发现了一些不对劲儿的地方。比如，在不少时间段，某些商品价格似乎是没有变化的，这似乎说不通。20分钟内，一笔交易都没有？几年以后也曾出现过类似的交易断档。芝加哥交易所曾经在两天之内没有任何一笔交易，而其他地方的交易是正常进行的。后来人们才知道，是一场大洪水迫使芝加哥交易所停牌了。

数据不连续的情况困扰着斯特劳斯。他找了一个学生来写程序，希望能检测出他们收集的价格数据中的各种异常。斯特劳斯的办公室就在埃克斯的隔壁、西蒙斯的楼下，狭小，无窗。就在这间办公室里，他开始了备受煎熬的校对之旅，借助各种商品交易所年鉴、期货表和《华尔街日报》等媒体资源，来校正他收集的数据。事实上没人要求他这么做，但是斯特劳斯已经对数据深深着迷，虔诚地收集和“清洗”着别人根本不在乎的数据。

许多人要花费许多年才能找到真正适合自己的职业，有些人永远也找不到，而此时，斯特劳斯独有的天赋才真正显现出来。在其他公司，或者是在其他时代，斯特劳斯对于准确价格数据的追求会显得格格不入，甚至有些古怪，而此时的他却视自己为未知宝藏的探寻者。其他一些交易者也会收集和清洗数据，但是从来没有人像斯特劳斯做得这么多，斯特劳斯可以说已经成了一位“数据宗师”。在挑战和机遇面前，他显然已经探明了自己的事业之路。“我再也不会回石溪分校的计算机中心了。”斯特劳斯说道。

“他必须参与到竞争之中，并且必须赢”

斯特劳斯的数据帮助埃克斯提升了投资业绩，这让埃克斯感到了少有的兴奋，也让他对他们的方法越来越有信心。但是请注意，埃克斯还在继续着赌博、打壁球和保龄球等活动。他还去过拉斯维加斯，参加了双陆棋世界业余锦标赛，并获得了季军，《纽约时报》还报道过此事。“他必须参与到竞争之中，并且必须赢。”另一位程序员雷吉·杜加德（Reggie Dugard）说道。

但是埃克斯已经发觉交易比他曾经参加过的任何比赛都要更刺激，更有吸引力。他和斯特劳斯把过去的价格变化输入模型，以期预测未来的价格走势。“这有点儿意思。”西蒙斯跟埃克斯说，意在鼓励他们继续研究。

为了寻求更多的帮助，西蒙斯邀请纽约州立大学石溪分校的另一位声名卓著的数学家亨利·劳弗每周花一天时间来帮忙。劳弗和埃克斯在数学研究方面互为补充，埃克斯是数论学家，而劳弗在复数函数方面造诣颇深，因此双方是存在合作基础的。然而，他们有着截然不同的个性。劳弗在之前鲍姆的办公室办公，但他有时候会把他的小婴儿放在安全座椅里带到办公室来，这不禁令埃克斯侧目。

劳弗开发了计算机仿真程序来测试某种策略是否应该被放到交易模型中。这些策略通常基于均值回归的理念。如果交易品种的开盘价相比前一天的收盘价低了很多，那么劳弗会买入期货合约；反之，如果开盘价异常的高，他则卖出期货合约。西蒙斯也对进化中的系统提了一些改进建议，同时他非常注重团队合作和成果共享。埃克斯有时候会难以接受这种要求，他想得到更多对他个人的认可和奖励。“劳弗过分夸大了他自己的作用。”一天，埃克斯向西蒙斯抱怨道。

西蒙斯回答：“别担心，我会保持公正的。”但西蒙斯的表态并没有对埃克斯起到安抚作用。接下来的6个月，埃克斯没有同劳弗说过一句话，尽管沉浸于工作中的劳弗甚至都没有注意到这一点。

在办公室里，埃克斯喜欢散布阴谋论，特别是与肯尼迪遇刺相关的。他还要求同事们称呼他为“埃克斯博士”，以显示对他博士学位的尊重。同事们对此要求都不予理会。有一次，埃克斯要求佩妮·艾尔博金去让附近停车场的一辆车挪一下儿位置，因为太阳照射在这辆车上的反光打扰到他了。艾尔博金只得谎称找不到司机才了事。“他缺乏自信，经常把事情搞得一团糟，”艾尔博金说，“我只能祈祷不要激怒他。”

埃克斯和他的团队确实在赚钱，但他们在交易系统上的努力似乎并没有什么特别的效果，甚至他们自己都不清楚西蒙斯是否还愿意支持他们继续研究下去。当一位雇员收到格鲁曼公司的邀请时，斯特劳

斯是支持他去的。格鲁曼公司是一家业务稳定的国防军工供应商，甚至提供免费的火鸡作为签约奖励。任谁都会不假思索地前去的。

新公司Axcom

1985年，埃克斯忽然告诉西蒙斯说他要搬家了。他想搬到一个气候更温暖的地方，整年都可以玩帆船、冲浪和壁球。斯特劳斯也想逃离寒冷的东北地区。西蒙斯别无选择，只得同意他们把手中的投资业务迁到美国西海岸。

埃克斯和斯特劳斯搬到了加州，他们在距离洛杉矶约60千米的亨廷顿海滩附近住了下来，并且创办了一家新公司，名叫Axcom。西蒙斯可以分到新公司25%的利润，但他要提供交易上的帮助，并且为新公司联系客户。埃克斯和斯特劳斯会负责投资，并且分享剩下的75%股权。劳弗并不想搬到西海岸，所以他回纽约州立大学石溪分校教书了，但还会利用业余时间和西蒙斯一起做金融投资。

埃克斯西迁背后还有一个潜在的动机没有告诉西蒙斯。离婚给他带来了持久的伤痛，为此他一直在责怪前妻，他很想摆脱这种伤痛。一旦离开纽约，埃克斯就相当于抛弃了孩子，非常类似于他父亲在他童年时的离家而去。事实上，埃克斯在之后的15年中都没有再和他的孩子们联系过。

瑞尼·卡莫纳，只要大部分正确就足够了

亨廷顿海滩上的办公室位于一座两层办公楼的顶楼，物业所有者是石油巨擘雪佛龙的一家分公司。这可能是世界上最不可能存在顶尖投资公司的地方了。停车场附近就有油井在工作，原油的味道弥漫在整个社区中。办公楼没有电梯，所以斯特劳斯只能和一众工人一起用一架爬梯机把巨大的VAX-11/750计算机和300兆的存储磁盘搬到楼上的

办公室。一台拥有900兆存储量的古尔德超级微型计算机（Gould Superminicomputer）跟一台大型冰箱差不多大，他们必须把它从卡车上弄到一台叉车上，再通过阳台放入办公室中。

到了1986年，Axcom公司的交易品种已经涵盖了21种不同的期货，包括英镑、瑞士法郎、德国马克和欧元，还包括小麦、玉米和糖等商品。埃克斯和斯特劳斯开发的数学模型主导了公司绝大部分的交易，只有很小部分是基于埃克斯的主观判断。每天上午开盘前和下午收盘前，计算机程序会向公司的外部经纪商格雷格·奥尔森（Greg Olsen）发送一条信息，包括一个交易指令和一些限制条件，比如，如果小麦价格开在4.25美元/千克以上，就卖出36个合约。

奥尔森会用老式的方法来执行指令：打电话给各个商品和债券交易所的场内经纪人。有时候，这个半自动系统的业绩相当不错，但大多数情况下的业绩却令人沮丧。他们最大的问题在于，没人致力于发掘新的投资方法或提升他们现有的交易策略，但他们的对手却在悄然进步。西蒙斯还曾经研究过太阳黑子周期和月球周期对交易的影响，但是无功而返。斯特劳斯有一个在艾库天气公司（Accu Weather）工作的表亲，他们的专长是预测天气，所以斯特劳斯委托他们研究巴西的天气情况和咖啡价格的关系，结果也是浪费时间。公众的情绪和同行的持仓情况看起来也没有什么参考价值。

埃克斯花了很多时间寻找新的算法，但是他也沉溺于壁球，爱上了帆板，还出现了中年危机的征兆。拥有宽阔肩膀、强壮肌肉和卷曲棕色头发的埃克斯，看起来就像一位冲浪老手，他几乎什么都玩儿，但是依然没有放松下来，即使是在阳光灿烂的加州。

埃克斯后来又开始和同事们进行减肥比赛，并且依然决心要赢。但在开始称重之前，埃克斯狼吞虎咽地吃了很多甜瓜，致使体重虚高，因为甜瓜里面水分太多了。还有一次，在大太阳底下连续骑行了

数小时后，埃克斯大汗淋漓，于是他把内衣放到微波炉里想要烘干，结果引起了微波炉起火，幸好另一位同事拿着灭火器飞奔而至。

西蒙斯一年要飞好几次加州，和大家探讨新的交易方法。但事实上，他的到来更多的是制造麻烦。同事们有很多已经定居在加州，而且拥抱了更为健康的生活方式，但西蒙斯还是每天连续不断地抽多达3包的梅丽特牌香烟。“当西蒙斯在办公室抽烟的时候，没人想跟他待在一起，”一位雇员说道，“所以我们会请他出去吃饭，尽量让他在办公室之外待着。”

午餐完毕，西蒙斯会提议回去上班，但大家实在是太抗拒和西蒙斯一起待在室内了，所以会制造出各种理由让他继续留在户外。“你知道吗？西蒙斯，其实在这里干活也挺好。”一位同事在午餐后跟西蒙斯说。“说得对！那我们下午不如就在户外工作吧！”另一位同事附和道。西蒙斯同意了，完全没有意识到同事们是多么不愿意同他一起回办公室。

最终，埃克斯还是决定要以一种更为复杂的方式来交易。他们之前没有采用更复杂的数学方法来构建交易模型，部分原因是当时的计算机算力不够，而现在埃克斯觉得是时候改变了。

埃克斯一直认为金融市场和马尔可夫模型非常类似，下一事件只取决于当前的状态。在马尔可夫模型中，要精确预测下一步是不可能的，但是如果有可靠的模型，要预测未来多个步骤的趋势却是有可能的。西蒙斯和鲍姆10年前在国防分析研究所开发的假想模型，也是把市场运行过程描述为一个类马尔可夫过程。

为了改善预测模型，埃克斯认为是时候引入擅长开发随机方程的人才了，马尔可夫模型在广义上是适用于随机方程组的。随机方程组可以用来描述随着时间进化的动态过程，也可以容纳高度的不确定性。斯特劳斯最近阅读了多篇相关论文，文中指出基于随机方程组的

交易模型会是很有价值的工具，因此他认为公司有必要招募新的数学大拿。

不久之后，附近加州大学尔湾分校的教授瑞尼·卡莫纳接到了一个朋友的电话。“有一群数学家需要随机微分方程方面的帮助，”电话那头说，“你对那东西了解多少？”

这位时年41岁，后来成为普林斯顿大学教授的法国人，对于金融市场和交易知之甚少，但随机微分方程确实是他的专长。这种方程可以使用随机数据来做相对准确的预测，比如应用在天气预报领域。Axcom公司的数学家们用数学方法来投资，并且把金融市场视为不可预测的复杂的进化系统，在某种程度上，这类似于一个随机过程。

不难看出，他们觉得随机过程和投资之间具有相似性是有一定道理的。一方面，西蒙斯、埃克斯和斯特劳斯都不认为市场真的像某些学者说的那样是“随机游走”，或者完全不可预测的；另一方面，尽管市场确实具有一些随机性，如同天气一样阴晴不定，但西蒙斯和埃克斯认为，利用某种概率分布应该能够预测未来的价格走势，就如同其他随机过程一样。这就是为什么埃克斯认为找一个这方面的数学专家应该能帮助他们改善模型。卡莫纳的加入或许可以帮助他们开发模型来计算投资结果的概率分布，以提升业绩表现。

卡莫纳很愿意施以援手，当时他正在为当地的一家空间技术公司提供咨询服务，他也很愿意每周为埃克斯他们工作几天来多赚些钱。而且，改善公司投资业绩的使命也吸引着卡莫纳。“我们的目标是开发数学模型，并以之为框架推导出一些实用的结论和结果。”卡莫纳说，“这不是一个一定能得出正确结论的游戏，但只要大部分正确就足够了。”卡莫纳也不敢肯定这种方法一定行得通，或者说比当时大部分投资者采用的非数量化的方法更好。“如果可以更加了解场内交易者们的交易哲学，我们也许能够做得更好。”卡莫纳说道。

一开始，卡莫纳用了斯特劳斯的数据，想要改善Axcom公司现有的数学模型，但收效甚微。虽然他的模型比公司原有的模型要复杂许多，但是效果并没有提升多少。尽管后来文艺复兴科技公司会在风险管理和期权定价中全面拥抱随机微分方程，但目前他们还不知道该怎么使用这一重器。这让卡莫纳很头疼。

黑箱，跟着数据走

时至1987年，卡莫纳已经自觉羞愧难当。卡莫纳的报酬是从埃克斯的个人奖金中列支的，但他却尚未给公司做出什么贡献。他决定暑期的时候全职在Axcom公司工作，期望更多的时间投入可以换来更好的模型改进，但他依然没有取得实质的进展。尽管埃克斯和斯特劳斯并不介意，但卡莫纳自己感觉很糟糕。“我感觉自己是吃白饭的。”卡莫纳说。

一天，卡莫纳有了一个想法。Axcom公司已经用了各种方法来运用他们的模型，比如依赖突破信号(27)和运用简单的线性回归。线性回归是很多投资者用来分析两个数据或者变量集合之间关系的一种工具，隐含的假设是这种关系可以线性外推。比如你把石油价格作为x轴，把汽油价格作为y轴，然后根据散点图画一条回归线，延长这条线，你就可以在某一石油价格水平下轻松预测出对应的汽油价格。

然而，有时候市场并不那么听话。简单的线性回归模型通常无法有效地预测复杂而波动的金融市场价格走势，这些价格可能会受到暴风雪、恐慌盘(28)和地缘政治等因素的严重冲击。同时，斯特劳斯此前已经收集了几十个各个历史时期的商品交易数据的集合，卡莫纳认为需要用回归的方法来找出这些市场数据之间的非线性关系。

卡莫纳建议尝试一种不同的方法：让计算机自己来寻找这些数据间的关系，从而找到过去某个相似的交易环境，然后观察价格的表

现，这样他们就可以开发一个复杂但更为准确的预测模型来识别隐藏的价格趋势。

为了让这个方法付诸实践，Axcom公司需要大量的数据，远比斯特劳斯收集的要多得多。为了解决这个问题，斯特劳斯开始挖掘数据，而不仅仅是收集数据，比如，针对历史数据断档问题，他利用计算机模型做出相对可靠的猜测，以填补空白；再比如，他们没有收集到20世纪40年代的棉花价格数据，但是通过模型“创造”出的数据也许能够派上用场。就如同可以根据已有拼图来推断丢失的那块拼图大致长什么样一样，他们“推断”出了丢失的数据和信息，然后输入了数据库。

卡莫纳建议让模型自己来消化所有的数据，并给出买卖的指令。在某种程度上，卡莫纳是在创建早期的机器学习系统。模型会基于复杂的数据结构、集群和相关性给出对各种商品价格的预测，这是卡莫纳他们无法理解也无法用肉眼观察到的。

在别处，实际上统计学家们也在使用类似的方法，该方法被称为“核方法”，可以用来分析数据模式。此前已经回到长岛的亨利·劳弗也在自己的研究中运用了机器学习的方法，并正准备分享给西蒙斯他们。卡莫纳不知道这回事，他只是想运用复杂的算法给埃克斯和斯特劳斯提供一个框架，以识别当前和过去数据中相似的模式。“你们应该试试这个。”卡莫纳催促同事们。

当埃克斯他们把这个方法分享给西蒙斯的时候，西蒙斯怔住了。过去依赖线性方程组的模型给出的投资和资产配置建议是西蒙斯可以理解的，但卡莫纳的模型给出的结果，其背后的逻辑是未知的，因为卡莫纳的方法并不是基于简单的可以被写成标准方程组的数学模型。卡莫纳的结果是来自计算机程序对于未知数据模式的自动挖掘，即计算机在运算了几个小时后直接给出的结果。对西蒙斯来说，这听起来

就不太对劲儿。“我觉得这听起来就让人不舒服，”西蒙斯有一天跟同事们说，“我不理解为什么模型一直要求买入而不是卖出呢？”

后来，西蒙斯越来越恼火。“这就是个黑箱！”西蒙斯愤怒地说。卡莫纳同意西蒙斯的评价，但是他依然很坚持。“跟着数据走，西蒙斯，”卡莫纳说，“这不是我的意思，是数据的意思。”

埃克斯已经和卡莫纳成了不错的朋友，也成了这种方法的“信徒”，他自然站在卡莫纳这一边。“它的效果不错，西蒙斯，”埃克斯对西蒙斯说，“这恰恰是合理的……因为人类无法预测价格，就让计算机来做决策吧。”其实这正是西蒙斯一开始就想要做的东西，然而他仍然无法完全相信这种激进的方法。西蒙斯理智上觉得应该完全依赖模型，但他的心似乎还不能完全认同。“西蒙斯想弄清楚模型到底在干什么，”斯特劳斯回忆道，“他并不是很喜欢这种利用类似核方法而开发出的模型。”

渐渐地，斯特劳斯和同事们又找到了更多的历史价格数据，以帮助埃克斯开发基于卡莫纳方法的预测模型。他们后来甚至找到了19世纪以来的股票交易周度数据，这是其他任何人都没有涉足过的。当时，他们还不知道如何充分利用这些数据，但是这种搜寻历史数据并据此观察市场对特殊事件反应的能力，后续会帮助西蒙斯团队开发出可以利用市场意外冲击或崩盘获利的模型，帮助公司在特殊时期跑赢市场。

当Axcom公司开始测试这种方法的时候，其投资业绩迅速得到了改善。公司开始采用高维的核回归方法，这种方法更适用于趋势模型，或者更有利于预测某个投资品种趋势的持续性。

西蒙斯确信埃克斯他们可以做得更好，卡莫纳的想法确实帮助了他们，但这远远不够。西蒙斯经常来电来访，想要帮助Axcom公司提升业绩。西蒙斯通常扮演的是“蓄水池主管”，他要为基金找到高净值

的客户并且哄他们开心，让他们愿意参与具有高科技含量的投资，这部分投资要占到公司1亿美元管理规模的一半。

为了得到更多数学方面的支持，西蒙斯还安排了一位颇有声望的学者为公司提供咨询。这个举动为公司的历史性突破埋下了伏笔。

征服市场的策略

- 埃克斯和斯特劳斯把过去的价格变化输入模型，以期预测未来的价格走势。数学家亨利·劳弗开发了计算机仿真程序来测试某种策略是否应该被放到交易模型中。这些策略通常基于均值回归的理念。如果交易品种的开盘价相比前一天的收盘价低了很多，那么劳弗会买入期货合约；反之如果开盘价异常的高，他则卖出期货合约。
- 卡莫纳建议尝试一种不同的方法：让计算机自己来寻找这些数据间的关系，从而找到过去某个相似的交易环境，然后观察价格的表现，这样他们就可以开发一个复杂但更为准确的预测模型来识别隐藏的价格趋势。

第5章
大奖章诞生，致敬曾经获得的数学奖章

在价格上涨时买入，在价格下跌后卖出，这种价值投资策略似乎与课本里写的完全相反，然而沃伦·巴菲特等大牌投资者却是该投资策略的忠实粉丝，但也有一些激进的投资者采用的是和西蒙斯他们类似的趋势跟踪策略。西蒙斯需要采取一些新的措施来保持自己的领先优势。

“我十分相信，对于所有的孩子和大部分成年人来讲，好奇心都远比钱重要得多。”

——埃尔文·伯勒坎普

在埃尔文·伯勒坎普的前半生，如果有人说他未来会对一场席卷投资界的革命起到重要的作用，那听起来就像是一个恶意的玩笑。

伯勒坎普出生和成长在肯塔基州俄亥俄河南岸的托马斯堡，他热衷于教会生活和数学知识，但非常讨厌运动。伯勒坎普的父亲瓦尔多是一位温柔而热心的教会领袖，他凭借精彩的布道和温和的个性赢得了大量的信众。当瓦尔多家族要搬离托马斯堡的时候，多达450位当地信众为他们送行。信众还送给瓦尔多一辆德索托汽车以表示赞赏和感谢。

托马斯堡是辛辛那提郊区的一个小镇，有大约1万的常住人口，极为拥护废奴主义。作为在这里长大的男孩儿，伯勒坎普对南方有着强烈的偏见，并且非常敢于追求自己的兴趣，无论该兴趣有多么冷门。当他的同龄人还在操场上追逐打闹的时候，瘦削而严肃的伯勒坎普喜欢待在教室里进行另一种游戏。他和几个朋友喜欢用铅笔在纸上画出点阵，然后依次在点与点之间连线，组成方形。这是一种叫作“点与盒子”(29)的传统游戏，已经在中西部流行了近一个世纪。有些人觉得这个游戏是小孩子玩的，其实“点与盒子”有着惊人的复杂性和相当深刻的数学内涵，这些在后来让伯勒坎普受益良多。“这是我最早接触的博弈论。”伯勒坎普说。

1954年，在伯勒坎普入读托马斯堡高地高中的时候，他已经是一个身高1.78米的精力充沛的年轻人了，而且他非常明白自己想要什么。在学校里，他非常喜欢数学和科学。因为智力过人，他被同学们

选为班长。其实他原本对文学也挺感兴趣的，但是文学老师花了半个学期给他们分析《乱世佳人》，把他对文学的兴趣消磨殆尽。

伯勒坎普对体育活动从来都不感兴趣，但有时候不得不参与其中。“书呆子不受欢迎，学校非常强调团队精神，”他说，“所以我就也加入了一个团队。”伯勒坎普发觉游泳队可能是最适合他的。他说：“游泳队从来都招不满人，所以我知道我至少不会被踢出局。”

每天晚上，游泳队员们赤身裸体地在泳池游泳。他们身上沾有的泳池里的液氯，需要花好久才能洗干净，这也许是游泳队不受欢迎的原因之一。当然也有可能是因为暴躁的教练，他会全程冲着游泳队员们大喊大叫。伯勒坎普作为体能最弱、游得最慢的那一个，当然是被教练训斥得最多的了。“快点啊，伯勒坎普！”教练吼叫着，“像个男人行不行？”

这句话让伯勒坎普觉得特别难堪。伯勒坎普游得很慢，也不健壮。在他仅有的几次获得银牌的比赛中，他获奖的原因都是除了他之外，只有一个对手报名参赛。

1957年的州锦标赛中有混合泳姿项目。伯勒坎普不得不作为接力赛中的一员，对抗强大的对手。幸运的是，他的队友为他创造了巨大的领先优势，他不费吹灰之力就拿到了金牌。伯勒坎普这次仅有的在运动领域的高光时刻，教会他一个宝贵的人生哲理。“一定要待在伟大的团队(30)里。”他说。

申请大学的时候，伯勒坎普有两个基本的择校标准：拥有世界级的学术水平和对体育要求不高。他觉得整个社会都过于看重体育运动了，他不想再委曲求全了。麻省理工学院明显是个很好的选择。“当我听说麻省理工学院没有足球队的时候，我就知道它一定适合我。”他说。

到了麻省理工学院之后，伯勒坎普开始涉猎物理、经济学、计算机和化学。大一的时候，他就被选中参加约翰·纳什教的高级微积分课程。纳什是著名的博弈论学家和数学家，西尔维娅·娜萨（Sylvia Nasar）的书《美丽心灵》[(31)]就是向他致敬的。1959年年初的一天，纳什正在黑板上边书写边讲解的时候，有一位学生举手想问问题。纳什转过来，目不转睛地盯着他。一阵尴尬的沉默之后，纳什用手指着那个学生，斥责他竟敢打断他讲课。“他看起来像个疯子。”伯勒坎普回忆道。这个小插曲只是纳什出现精神疾病症状的冰山一角。几周之后，纳什就从麻省理工学院辞职，住进了当地一家治疗精神分裂症的医院。

伯勒坎普可以轻松应对绝大部分课程。有一个学期，他得了8个A和4.9的平均学分绩点（GPA，满分是5分），唯独在人文学科拿了个C，拉低了平均分。大四的时候，在赢得著名的普特南数学竞赛[(32)]之后，伯勒坎普开始在麻省理工学院攻读博士学位。他专攻电气工程专业，师从彼得·伊利亚斯（Peter Elias）和克劳德·香农（Claude Shannon）。伊利亚斯和香农是信息理论领域的先驱，开创性地提出了电话信号、文字、图片和其他信息的数字化编码和传输方法，为计算机、互联网和一切数字媒体提供了基础。

一天下午，香农和伯勒坎普在学校的走廊里擦肩而过。这位身高1.78米、身形瘦削的教授是出了名的内向，所以伯勒坎普必须努力引起他的注意。“我正要去图书馆查找一篇您的论文。”伯勒坎普脱口而出。香农皱了皱眉，肯定地说：“千万别那么做，如果你自己去做研究，你会收获更多。”接着，香农把伯勒坎普拉到一旁，感觉是要讲什么秘闻。“现在不是投资金融市场的好时机。”香农说。

香农秘而不宣的是，他实际上已经开始研发能够跑赢金融市场的数学模型了。在那个时间点，他的模型给出的是谨慎的建议。伯勒坎普努力忍住不笑出声，因为他的银行存款是零，所以香农的警告对他

没有任何意义。况且，伯勒坎普内心也对金融市场不屑一顾。“我以前觉得金融市场只是富人之间的游戏，对社会也没有什么贡献，”伯勒坎普说，“我现在还是这么认为。”但是自己崇拜的人竟然也投资股票，这让伯勒坎普多少有些震惊。“这真是刷新我的三观。”伯勒坎普说。

1960年和1962年的夏天，伯勒坎普在著名的贝尔实验室实习，为物理学家小约翰·拉里·凯利（John Larry Kelly Jr.）工作。凯利年轻帅气，操着浓重的得州口音，而且兴趣广泛。一开始伯勒坎普并不喜欢他的某些习惯。凯利在第二次世界大战的时候在美国海军服役过4年，他家的起居室墙上挂着一把巨大的来复枪。他一天要抽6包烟，并且非常沉迷于职业级和大学级的足球联赛，甚至开发过一个投注系统来预测比赛结果。

当凯利工作不顺时，他会大声抱怨。“该死的积分。”凯利有一次大叫起来，吓到了伯勒坎普。尽管行为有些粗鲁，但凯利的确是伯勒坎普遇到过的最聪明的科学家。“令我震惊的是，他的数学研究能力非常出色。”伯勒坎普说，“我以前觉得美国南部的人都是笨蛋，但是凯利改变了我的观点。”

数年之后，凯利发表了一篇论文，论文中介绍了一个由他开发的用以分析信息在网络如何传播的系统，这个系统也可以应用在各种形式的赌博中。为了说明他的想法，凯利开发了一种可以在赛马中获利的凯利公式。依据该公式得出的建议是，如果投注者对比赛规则和赛马情况都很了解，那么他应该忽略官方公布的赔率而去计算每场比赛的“真实赔率”，这样投注者将获得最优获胜率。

凯利公式是从香农早期的信息理论发展而来的。伯勒坎普经常去凯利家打桥牌，谈论数学和科学等话题。久而久之，伯勒坎普体会到了赌马与投资股票之间的相似性，概率在两者之中都扮演了很重要的

角色。他们也讨论到了准确的信息和适当的赌注如何给参与者带来收益。

凯利的研究强调了赌注大小的重要性，这是伯勒坎普后来要学会的重要一课。“我对金融一点儿兴趣都没有，但是凯利的研究都是适用于投资组合理论的。”伯勒坎普说道。慢慢地，伯勒坎普也开始喜欢上了金融带来的智力挑战和可观的利润。

用“大奖章”留住客户

1964年，伯勒坎普似乎陷入了人生的谷底。一个与他交往了一段时间的女孩儿跟他分手了，他沉浸在自怜情绪中。当时，加州大学伯克利分校邀请他到西海岸参加一个教职员的面试，伯勒坎普欣然应允了。“我的世界一直在下雪，我想换个环境。”他说。

伯勒坎普最后接受了这个职位。在加州大学伯克利分校完成博士论文之后，他成了电气工程系的一位助理教授。一天，他在公寓里玩儿的时候，忽然听到从楼下传来的敲击地板的声音。原来是他发出的噪声打扰到了住在楼下的两位女士。下楼道歉的伯勒坎普非但没有遭到斥责，反而结识了一位来自英国的名叫珍妮弗·威尔逊（Jennifer Wilson）的漂亮女生。1966年，他们结婚了。[1]

伯勒坎普后来成了一名数字信息解码专家，帮助美国国家航空航天局（NASA）解码了很多卫星回传的火星、金星和太阳系其他星球的数字照片。利用他在类似于“点与盒子”等游戏中培养的技巧，伯勒坎普与其他学者共同创建了一个新的数学分支“组合博弈理论”（Combinatorial Game Theory），并且撰写了该领域的经典著作《代数编码理论》（*Algebraic Coding Theory*）。他还构建了一个用于有限域上多项式因式分解的算法，后来被命名为“伯勒坎普算法”，这成为密码学领域一个至关重要的工具。

伯勒坎普从来没觉得自己在科系政治方面有什么天赋，但他很快卷入了加州大学伯克利分校文理学院不同科系间的一场纷争。“因为和错误的人共进午餐，我被批评了。”伯勒坎普回忆道。

伯勒坎普逐渐认识到，人际交往中的若即若离和含混晦涩是难以辨识和把握的。相反，数学就要清朗很多，得出的答案客观公正，更让他感到平静和安心。“现实生活中的真相是多维和微妙的，每个人都可以有自己的看法，比如某位总统到底是伟大的还是糟糕的，”他说，“相比之下我更喜欢数学，因为它有着清晰的答案。”

到了20世纪60年代晚期，伯勒坎普在编码学领域的研究引起了国防分析研究所的关注，这是西蒙斯曾经战斗过的地方。1968年起，伯勒坎普开始为国防分析研究所做一些秘密的研究工作，在伯克利和普林斯顿两地都留下了研究的印迹。就是在这段时间，一位同事把伯勒坎普介绍给了西蒙斯。尽管两人都热爱数学，也都在麻省理工学院、加州大学伯克利分校和国防分析研究所待过，但是他们却没有什么交集。“他的数学理论和我的不一样，”伯勒坎普说，“而且西蒙斯在赚钱方面简直贪得无厌，他一旦有了想法就喜欢马上行动……他要么在打扑克，要么在金融市场中胡闹。我一直认为打扑克是一种低级趣味的游戏，就像棒球和足球一样，对我毫无吸引力。”

伯勒坎普回到加州大学伯克利分校做电气工程和数学教授的时候，西蒙斯正在纽约州立大学石溪分校创建他的数学系。1973年，当伯勒坎普成为一家密码公司股东的时候，他邀请西蒙斯担任公司的股东，但西蒙斯付不起400万美元的认购金，不过他答应在董事会任职。在相处的过程中，伯勒坎普发现西蒙斯是一位很好的倾听者，并能够提出合理的建议，尽管他经常要求中断会议出去抽烟。

1985年，柯达公司收购了由伯勒坎普创办的研究宇宙空间卫星分组通信[(33)]的公司。但由此带来的几百万美元意外之财，反而给伯勒坎

普的婚姻带来了矛盾。“我妻子想要拿这笔钱买一栋大房子，而我想要去旅行。”伯勒坎普说。

为了保护资产，伯勒坎普买了很多最高评级的市政债券。1986年春，市场开始谣传国会要取消投资该类债券的免税待遇，这引发了债券价格下跌，他的资产还是缩水了。事实上，国会并没有行动，这让伯勒坎普认识到投资者有时候是非理性的。他又考虑投资股票，但是一位大学室友告诉他，上市公司的管理层都倾向于欺骗股东，所以股票市场的前景很不明朗。“你或许可以考虑商品交易。”那位室友说。

伯勒坎普知道商品交易涉及复杂的期货合约，所以他打电话给西蒙斯寻求建议。西蒙斯是他唯一认识的对这个领域有所了解的人。西蒙斯接到电话似乎很激动。“我这儿正好有一个适合你的机会。”他说。

西蒙斯邀请伯勒坎普每月飞抵亨廷顿海滩两次，一方面是让他学习商品交易，另一方面是期待他在统计信息理论方面的造诣可以帮到Axcom公司。“你真的应该和詹姆斯·埃克斯聊聊，”西蒙斯告诉伯勒坎普，“他会从你身上获益良多。”

以前，伯勒坎普是比较鄙视金融交易这个行当的，但他现在也越来越为交易带来的挑战所吸引。1988年，伯勒坎普满怀期待地飞到了亨廷顿海滩，他的屁股还没坐热，埃克斯就流露出了不悦的态度。“如果是西蒙斯请你来工作的，那么让他付你工资，”埃克斯第一次见到伯勒坎普时就这么说，“反正我不会。”

埃克斯让他立即滚蛋，伯勒坎普有点儿不知所措。但他从伯克利千里迢迢飞过来，不想就这样无功而返，于是决定再坚持一下儿。但这一次他要尽量避开埃克斯的锋芒，就像经典电视剧《宋飞正传》(34)里的乔治·科斯坦萨（George Costanza）被解雇后重返岗位的情况。

不久以后，伯勒坎普就认识到，埃克斯和西蒙斯为了谁该支付Axcom公司费用的问题结怨已久。这一点，西蒙斯从未向伯勒坎普提起过。

虽然团队人才济济，也有卡莫纳等高人相助，但是埃克斯的模型主要聚焦于两种简单的策略。有时候，模型采用动量交易策略，追逐价格趋势，然后假设趋势持续，买卖一篮子商品；其他时候，模型采用反转策略[(35)]，认为当前的价格趋势会反转。

得益于斯特劳斯收集并整理的大量历史数据，埃克斯能比竞争对手接触到更多的价格信息。因为价格走势经常会复刻历史，所以这些数据能让公司对趋势的持续性有更准确的评估。计算机的算力变得更为强大，而且使用成本也更加低廉，所以团队可以开发更为复杂的交易模型，包括西蒙斯曾不以为然的机器学习的雏形——卡莫纳的核方法。有这些优势加持，Axcom公司的年化收益率达到了20%左右，在同行中排名遥遥领先。

然而，西蒙斯还是一直在质疑为什么投资收益没有更好，竞争对手持续涌现也给公司带来了很大压力。美林证券一位叫约翰·墨菲（John Murphy）的资深分析师写了一本关于如何跟踪和交易趋势的书，名叫《金融市场的技术分析》（*Technical Analysis of the Financial Markets*）。在价格上涨时买入，在价格下跌后卖出，这种价值投资策略似乎与课本里写的完全相反，然而沃伦·巴菲特等大牌投资者却是该投资策略的忠实粉丝，但也有一些激进的投资者，比如对冲基金经理保罗·都铎·琼斯（Paul Tudor Jones）采用的是和西蒙斯他们类似的趋势跟踪策略。西蒙斯需要采取一些新的措施来保持自己的领先优势。

伯勒坎普开始提出建议。他告诉埃克斯，Axcom公司的交易模型没有给出合适的仓位建议。伯勒坎普认为，当模型给出盈利概率较高的投资建议时，他们应该果断加仓。这是他从凯利身上得到的启发。

“我们应该加大仓位。”伯勒坎普有一天说道。但埃克斯并不在意，他说：“我会考虑的。”

伯勒坎普从Axcom公司的操作中还发现了其他问题。公司交易金、银、铜和其他金属，也交易猪肉、谷物和其他大宗商品。但是他们的买卖指令是在每日开盘和收盘前通过电子邮件的形式发给经纪商的，而且公司经常会持有某些头寸数周甚至数月之久。

伯勒坎普认为这么做很危险，因为市场的波动性可能会很大。低频交易可能会妨碍公司抓住新的投资机会，并在市场下行时扩大公司损失。伯勒坎普建议埃克斯寻找更短期更小的投资机会，也就是提高交易频率。埃克斯以频繁交易的摩擦成本太高为由而对伯勒坎普的建议不予理睬。另外，斯特劳斯收集的日内交易数据还没来得及整理和筛选，所以他们无法开发出一个可靠的短期交易模型。

埃克斯同意让伯勒坎普做一些课题研究，但是伯勒坎普每次来到公司，都发现埃克斯基本没理睬他的建议，不是在他建议的基础上只进行“小修小补”，就是对其视若无睹。因为让伯勒坎普来提供建议本就不是埃克斯的主意，而且他根本不想理睬一个初涉金融交易的大学教授提出的所谓理论或者意见。

埃克斯看起来并不需要太多帮助。就在前一年，即1987年，Axcom公司斩获了两位数的投资收益率，这还是在10月份发生股灾，道琼斯指数一天跌了22.6%的情况之下取得的。埃克斯没有理睬交易模型，而是提前买入了欧洲美元期货，在股票市场暴跌时对冲了损失。

坊间开始流传西蒙斯得到了数学天才相助，开发了一种全新的策略。也有不少人想要投资Axcom公司，其中就包括量化交易的先驱爱德华·索普。索普本来约了西蒙斯在纽约见面，但是做了一些尽职调查之后，他主动取消了会面，因为真正吸引他的并不是西蒙斯的策略。“我发觉西蒙斯每天持续不断地抽烟，走进他的办公室就像走进了一

个巨大的烟灰缸。”索普说。索普此前已经把公司搬到了加州的纽波特海滩。

客户们对Axcom公司还有其他的担心。很多人对西蒙斯的风险投资不放心，不想在基金中注入太多的风险投资的头寸。为了留住客户，西蒙斯在1988年3月把Limroy清盘了，卖出了所有的风险投资头寸，然后和埃克斯一起发起了一只纯做交易的离岸对冲基金。他们将该对冲基金命名为“大奖章基金”，意在向他们各自获得过的数学奖章致敬。然而，之后的6个月，大奖章基金的业绩一直处在波动之中，其中很多损失可以归因为埃克斯注意力的转移。

称职的数学家，不称职的研究主管

搬到加州之后，埃克斯在亨廷顿港附近租了一间静谧的屋子，沿着太平洋海岸公路驾车8千米就能到办公室。不久之后，埃克斯又开始寻找更为安静的住所，最终在马里布租了一间滨海别墅。

埃克斯从未真正享受过与人共事的乐趣，尤其是和同事们。此时的他变得更加离群，只是远程指挥着亨廷顿海滩办公室里的十几位雇员。他每周只去一次办公室。有时，伯勒坎普飞过来参加会议，却发现埃克斯还在马里布待着。埃克斯和一位名为弗朗西丝的会计结婚之后，就更加不愿意花时间和他的团队“共舞”了。有时候，他会打来电话提一些与算法和模型毫不相干的要求。“好吧，你到底要我给你买哪种麦片？”一天，一位员工在和埃克斯通话时被人无意中听到了。

随着埃克斯的重心转移，公司的业绩也在恶化。“他们的研究不再那么精准。”卡莫纳说，“老板不在，员工们的工作动力也减弱了。”伯勒坎普则是这么评价的：“埃克斯是一个称职的数学家，但不是一个称职的研究主管。”

为了更加避世，埃克斯在一处悬崖附近买了一栋豪宅，可以俯瞰整个圣莫尼卡山脉。每周卡莫纳会驱车去一次，给埃克斯带一些食物、书籍和其他必需品。卡莫纳一边陪埃克斯玩板网球(36)，一边听他讲最新的阴谋论。同事们都把埃克斯视作隐士，因为他不断地选择悬崖边的房子作为住所，这样他才能够享受到僻静的住所带来的安宁。有一位同事在埃克斯的院子里弄了一小块盐渍地，以吸引鹿等动物过来舔舐，之后埃克斯每天都会花很长时间从窗户里呆呆地看着这个场景。

埃克斯的一部分仓位是依靠直觉进行投资的，并没有完全依从他和斯特劳斯开发的那些复杂的交易模型。这很类似于早年鲍姆对于传统投资方法的回归，以及西蒙斯对卡莫纳“核方法”的不适应。看来量化投资的确是不顺应人的本性的，哪怕是对于数学教授们也是如此。埃克斯发现，《纽约时报》的西海岸版本就是在60多千米外的托伦斯市印刷的，所以他向报社提出申请，希望最新的报纸刚过午夜就要送到他家里，他如愿以偿了。埃克斯依然喜欢在晚上交易，试图利用他可以抢先看到报纸的优势，因为某些政府官员的言论会对国际市场造成巨大的影响。他还在家里装了很多巨大的电视屏幕，以随时掌握新闻信息，并通过远程视频会议系统和同事们交流。“他也开始迷恋科技了。”伯勒坎普说。

埃克斯开一辆白色的捷豹，喜欢打美式壁球，还热衷于在附近的山里玩山地车。有一次在玩山地车时，他脑部着地受了伤，还做了紧急手术。1988年上半年，公司业绩尚可，但随后就亏损了。埃克斯确信反弹在即，但西蒙斯却越来越担忧。很快，两人又吵了起来。埃克斯想要更新公司的计算机配置以加速交易系统的运行，但他不愿意出钱，西蒙斯也不愿意出钱。随着紧张态势的升级，埃克斯开始抱怨西蒙斯没有尽到一个股东的责任。“让西蒙斯出钱。”看着手中的账单，埃克斯跟同事说。

到了1989年春，埃克斯已经对伯勒坎普有了基本的尊重，毕竟两人都是世界级的数学家。埃克斯依然没有听取伯勒坎普的交易建议，但是他也认识到自己陷入了困境。另外，他周围的人也不太愿意再听他对西蒙斯的抱怨了。“所有的交易都是我做的，西蒙斯只是负责维护客户而已。”埃克斯抱怨道。伯勒坎普只能努力报以同情。

一天，伯勒坎普到访时，埃克斯显得非常阴郁。他们的基金在过去几个月内已经亏损了接近30%，这是沉重的一击。在一家意大利的大豆巨头试图垄断市场失败之后，大豆价格暴跌，导致公司的大豆持仓大幅亏损。来自其他趋势投资者的激烈竞争也给公司带来了很大的压力。

埃克斯给伯勒坎普看了一封来自西蒙斯的会计师马克·西尔伯（Mark Silber）的信，鉴于Axcom公司当前的业绩情况，信中建议公司先停止所有的交易活动，直到埃克斯和团队可以找到改善业绩的方法。西蒙斯只允许Axcom公司做短期交易，但短期交易只占到公司平时交易量的10%。埃克斯非常愤怒，毕竟他才是主管交易的，西蒙斯只是负责搞定客户的。“他怎么能让我停止交易？”埃克斯嗓门越来越大，“他没有权力这么做！”

埃克斯依然确信基金的业绩会反弹。趋势策略要求投资者在没有趋势或者难以识别趋势的时候静观其变，因为趋势随时都会到来。埃克斯想去起诉西蒙斯，因为西蒙斯的交易禁令违反了他们的合伙协议。“他对我指手画脚太久了！”埃克斯吼道。伯勒坎普努力想让埃克斯平静下来：“打官司不是一个好主意，既费钱，又费时间，最后还不一定能赢。西蒙斯的理由充分，理论上Axcom公司是一家普通合伙公司，而它的实际控制人就是西蒙斯，他拥有决定公司未来的法定权力。”显然埃克斯之前并没有认识到这一点。

不过西蒙斯也有自己的烦心事，投资者和老朋友们纷纷来电询问基金亏损的情况，有的索性赎回了基金。在办公室里与同事们共事

时，西蒙斯时常显得很粗鲁。大家都能看到亏损在累积，而公司内部的氛围也在恶化。西蒙斯觉得埃克斯的策略太简单了。他跟埃克斯说，要防止客户赎回基金并确保公司活下去只有一条路，就是减少致使公司大幅亏损的长期交易，并设法让客户相信公司正在开发更好的策略。

埃克斯根本听不进去，他动身去亨廷顿海滩，想获取同事们的支持，但是情况并不乐观。斯特劳斯不想选边站，身处一场日渐恶化的争斗中让他觉得很不舒服，这既危及公司，也危及他的事业。埃克斯被激怒了。“你怎么能这么没良心！”他朝斯特劳斯吼道。斯特劳斯不知该如何回答。“我只能坐在那里，静观这愚蠢的一幕。”斯特劳斯回忆道。

西蒙斯已经花了10多年的时间和各种交易员合作，想要探索一种新的投资方式，但是进展不大。列尼·鲍姆已经“熄火”了，亨利·劳弗也出局了，现在他和埃克斯、斯特劳斯的基金也在一连串的亏损之下只剩下2000万美元了。西蒙斯在各种副业上面花的时间要比投资多，他的心好像没有放在投资业务上。斯特劳斯和其他同事越来越确信西蒙斯会把公司关掉。“西蒙斯看起来也没什么信心，”斯特劳斯说，“我们到底会挺过去还是关门了事，前景很不明朗。”

夜里回到家，斯特劳斯和妻子开始为最坏的情况做打算。当他们计算家里积攒的所有资产和未来的开销时，就让两个年幼的孩子在一旁玩耍；他们还讨论了如果西蒙斯把公司关了，他们要搬去哪里。

斯特劳斯回到办公室，埃克斯和西蒙斯的争吵仍在继续。斯特劳斯听着埃克斯隔着电话对西蒙斯和西尔伯大吼大叫，已经忍无可忍了。“我要休假去了，”斯特劳斯最后跟埃克斯说，“你们自己去解决吧！”

道歉与忏悔

到了1989年夏天，埃克斯越发觉得自己陷入了困境。他请的是风险代理方面的二流律所，而西蒙斯请的是纽约的一流律所。很明显，西蒙斯会赢得官司。

一天，伯勒坎普给埃克斯出了个主意：“你为什么不把股份卖给我呢？”埃克斯思前想后觉得自己别无选择，所以他同意把绝大部分Axcom公司的股份卖给伯勒坎普。交易完成后，伯勒坎普拥有了公司40%的股权，斯特劳斯和西蒙斯各拥有25%，剩下10%则留在埃克斯手里。

埃克斯在家里窝了好几个月，除了妻子之外几乎不和别人说话。渐渐地，他开始了一场缓慢、艰难但卓有成效的转型。后来埃克斯和妻子搬到了圣迭戈，在那里他终于可以放松下来，他会写写诗，还报了一个学习撰写电影剧本的培训班。他甚至还写了一本科幻惊悚小说，名叫《机器人》（*Bots*）。一天，埃克斯在网上读到一篇西蒙·科申写的关于量子力学的学术论文，于是他联系了这位依然在普林斯顿大学任教的前同事。很快，两人就开始合作撰写关于量子力学数学原理的论文。[2]

然而，埃克斯的生命中依然有些许遗憾。他偶然打听到小儿子布莱恩的行踪，布莱恩此时已经是布朗大学的一名大学生了。一天，埃克斯终于鼓起勇气，拨通了布莱恩宿舍的电话，他们已经有超过15年没有说过话了。“你好，”他怯怯地说，“我是詹姆斯·埃克斯。”

那天晚上他们聊了好几个小时。此后，埃克斯和他的两个儿子陆陆续续进行过很多次长谈。埃克斯为自己抛弃孩子们而道歉，也为自己的怒气所导致的伤害而忏悔。孩子们原谅了他，而且非常渴望埃克斯回到他们的生活中。渐渐地，埃克斯和他的儿子们建立了亲密的关系。2003年，已经成为祖父的埃克斯和他的前妻芭芭拉破镜重圆了。亲情和爱情重新在埃克斯的生命中流淌。

3年之后，时年69岁的埃克斯死于结肠癌。他的儿子们在他的墓碑上刻了一个方程式，正是埃克斯-科申定理。

征服市场的策略

- 埃克斯的模型主要聚焦于两种简单的策略。有时候，模型采用动量交易策略，追逐价格趋势，然后假设趋势持续，买卖一篮子商品；其他时候，模型采用反转策略，认为当前的价格趋势会反转。
- 埃克斯的一部分仓位是依靠直觉进行投资的，并没有完全依从他和斯特劳斯开发的那些复杂的交易模型。这很类似于早年鲍姆对于传统投资方法的回归，以及西蒙斯对卡莫纳“核方法”的不适应。看来量化投资的确是不顺应人的本性的，哪怕是对于数学教授们也是如此。

第6章
神奇公式，在高频交易中盈利

华尔街有一条不成文的规则：不要频繁交易。除了成本高之外，短期交易产生的价差微乎其微，不值得投资者追逐。但大奖章持有的很多长期头寸都只带来了亏损，而短期交易却是基金收益最大的贡献者。

“科学家也是人，而且一点儿都不缺乏人性。当数据和欲望相冲突的时候，往往后者会胜出。”

——布赖恩·基廷（Brian Keating）[(37)]

埃尔文·伯勒坎普在1989年夏天接管了大奖章基金，此时公司的投资业务已经有所回暖。10年之前，金融类公司的利润占到全美公司利润的10%，而如今这一占比正朝20%进发。如同在小说《灯红酒绿》[(38)]和麦当娜的歌《物质女孩》（*Material Girl*）中描绘的那样，这是一个以贪婪和自我沉迷为特征的时代。

深度参与金融市场的交易员和投资银行家们能不断接触到不为公众所知的金融信息，即所谓的“信息优势”，这有效地提升了华尔街的金融收益。在里根时代，关于公司兼并收购、盈利情况和新产品研发的各种内幕消息是金融王国皇冠上的明珠。垃圾债之王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）因为内幕交易锒铛入狱之前，在1983年到1987年短短几年之间，他拿到的奖金就超过了10亿美元。[1]类似的还有明码标价进行内幕消息交换的投资银行家马丁·西格尔（Martin Siegel）和交易员伊万·博斯基（Ivan Boesky）。1989年的电影《华尔街》[(39)]中的主角戈登·杰科很好地诠释了这个行业的典型形象，激进、野心勃勃，常常渴望通过获取不对称信息而得到交易优势。

伯勒坎普在这个荷尔蒙迸发的时代像一个异类，他是一个几乎不打听任何小道消息的学者。他基本上不了解任何公司是怎么赚钱的，也没打算去学习了解。年近49岁的伯勒坎普在外形上与华尔街那些不可一世的大佬也很不一样。伯勒坎普很注重健身，酷爱自行车骑行，还拟订了严格的节食计划。他甚至一度瘦到了很夸张的程度，引发了同事们好一阵担心。伯勒坎普留着整洁的花白胡子，光秃的脑袋上经

常泛着油光，他很少打领带，还喜欢在上衣的口袋里插上多达5支的色彩缤纷的钢笔。

即使是与在商业世界崭露头角的计算机极客们在一起的时候，伯勒坎普依然是与众不同的。1989年，他去加州的卡梅尔参加了一次会议，探讨如何使用计算机开发更好的预测模型。他看起来依然是与会者之中最古板的那一位。“伯勒坎普有点儿不修边幅，他的衬衫衣摆露在裤子外面，而且皱皱巴巴的。当他努力思考的时候，他的眼珠会不停地打转。”兰登·惠勒（Langdon Wheeler）说道，他就是在那次会议上首次见到了伯勒坎普，并和他成了朋友的，“但他太聪明了，我不在乎他的怪癖，只渴望跟他学习。”

在Axcom公司的办公室里，伯勒坎普总喜欢天马行空地长篇大论，这让同事们难以招架。伯勒坎普曾夸口说，在一场谈话中，往往80%的时间都是由他主导的，但是认识他的人都觉得这个估测略显保守。伯勒坎普作为一个数学家还是很有声望的，很受人们的尊重。他对于改善基金业绩的自信也感染了不少持有人。

伯勒坎普上任后的第一个动作就是把公司搬到他在伯克利的住所附近，这个决定得到了斯特劳斯和他妻子的支持。1989年9月，斯特劳斯在历史悠久的富国银行大厦（Wells Fargo Building）的第9层租了一间办公室，这个大厦共有12层，是伯克利的第一座高楼，从那里步行就能到加州大学伯克利分校。办公室的光缆已经老化，无法又快又准确地传输期货价格。一位雇员设法在附近奥克兰市的论坛报大厦（Tribune Tower）上架设了卫星信号接收器，这样他们就可以足够快地获得价格信息了。一个月之后，旧金山发生了大地震，共有63个人丧生。Axcom公司的新办公室在地震中没有受到太严重的破坏，但是桌椅架子倒伏一地，部分资料和设备被损坏，那架卫星接收器也掉落了，这对于一家挣扎在生死线上的公司来说，不能说是一个好兆头。

但是团队奋勇向前，伯勒坎普专注于部署他之前提出的但被埃克斯忽视的建议。西蒙斯和埃克斯战斗了几个月之后已经筋疲力尽，也开始支持伯勒坎普的做法。“我们来做点儿确定性高的事情吧！”伯勒坎普这样对西蒙斯说。

埃克斯以前拒绝采取高频的短期交易策略，部分是因为他担心由此带来的交易成本和费用会吃掉潜在的利润。埃克斯还担心快速的成交会影响价格，从而减小获利空间，这种被称为“摩擦成本”的元素，是大奖章无法精确衡量的。

这种担心是有道理的，因为华尔街有一条不成文的规则：不要频繁交易。除了成本高之外，短期交易产生的价差微乎其微，不值得投资者追逐。既然获利空间如此有限，那么为什么还要如此努力地频繁交易？“这种观点在人们的脑海中根深蒂固，几乎没有人会去质疑它。”伯勒坎普说。

伯勒坎普并没有在华尔街工作过，他天然地对这些教条存有怀疑，而且他觉得提出这些教条的人可能并没有做充分的研究。伯勒坎普倡导做更多的短期交易。大奖章持有的很多长期头寸都只带来了亏损，而短期交易却是基金收益最大的贡献者，这还要感谢埃克斯和卡莫纳等人的努力。既然如此，他们现在理应顺着这条路走下去。此时，伯勒坎普还听到了好消息，斯特劳斯已经将绝大部分日内交易数据梳理完毕，可以为短期交易提供更好的支持。

他们的目标是一致的：仔细检视历史价格数据，以期找出未来可能重复出现的价格走势，隐含的假设是投资者的行为会不断重复。西蒙斯的团队觉得这种方法和技术分析如出一辙。华尔街的大佬们基本上把这种方法看作“暗黑艺术”，但是伯勒坎普他们确信这种方法是行得通的，前提是要用更科学和更复杂的形式来实现，并且只应用于短期交易，而非长期投资。

伯勒坎普还认为，如果交易不频繁，每次交易成果对公司都具有较大的影响，那么如果亏损的交易多来几次，公司就完蛋了；但是如果交易频繁，那么单次交易的结果就不至于那么重要，有助于降低公司的整体风险。

伯勒坎普和同事们希望大奖章基金可以模仿赌场的做法。赌场里每天有那么多场赌局，只要在超过一半的赌局上盈利，赌场整体就赚钱了。大奖章基金也是一样，只要保证每天进行的高频交易大多数都能盈利，大奖章基金就能赚很多钱。只需要拥有一点点优势，高频的重复博弈就会确保大数定律站在他们这边，这跟赌场的盈利模式非常相似。“如果你交易得足够多，那么只要保证其中51%是盈利的就够了，”伯勒坎普告诉一位同事，“我们就不必要为每次交易劳神费力。”

在深入挖掘数据，为大奖章基金的短期交易策略添砖加瓦的时候，他们也注意到了一些市场上的怪事。某些投资品种的价格会在关键经济数据公布之前先下跌，之后又立即上涨，但也有例外。不知何故，美国劳工部等部门的数据公布前后并不存在这样的现象，但其他很多数据公布时都符合这个规律。所以模型给出的建议是，在经济数据即将公布之前买入，公布之后立即卖出。

为了找到更多有用的策略，伯勒坎普给亨利·劳弗打了电话。在埃克斯退出之后，劳弗已经同意花更多时间帮助大奖章基金渡过难关。劳弗在西蒙斯长岛办公室的地下室，率领两名从纽约州立大学石溪分校来的研究助理，正紧锣密鼓地研究改善大奖章基金交易模型的方法，与伯勒坎普和斯特劳斯在伯克利做的一样。

通过不断筛选挖掘斯特劳斯的数据，劳弗发现了周内价格变化规律。比如说，周一的价格变化常常是周五趋势的延续，而到了周二，这个趋势会反转。劳弗还发现前一天的交易常常可以引领后一天的市况，他称之为“24小时效应”（Twenty-four-hour Effect）。大奖章

基金开始利用这些发现。如果周五的市场展现出清晰的上升趋势，那么大奖章基金会在周五收盘前顺势买入，在下周一早上就卖出，期望能够利用“周末效应”（Weekend Effect）占到便宜。

西蒙斯和同事们认为，不值得花太多时间去测试他们凭直觉获得的交易想法，而要让数据直接标示出异常交易信号。他们觉得也没有必要去思考这些异常现象为什么会存在。最重要的是，这些异常现象的出现频率要足够高才能纳入交易系统的考虑，并且要保证这些异常现象不是统计意义上的巧合。

他们也的确获得了理论支撑。伯勒坎普等人创建了一个理论：场内交易者对商品和债券的买卖有利于保持市场的流动性。比如他们会在周末来临前清仓，以防周末传来坏消息导致亏损。与之相类似的是商品交易所的场内经纪人会在经济数据公布前减仓，以防低于预期的数据导致头寸蒙受损失。

这些交易商在过完周末或者经济数据公布之后会立即补仓，这会助力价格反弹。大奖章基金的交易系统会利用这个规律，在交易商们卖出时买入，在他们觉得安全了又重新买入时再把头寸卖回给他们。“我们几乎包赚不赔。”伯勒坎普跟斯特劳斯说。

外汇市场的异常现象也提供了颇具吸引力的交易机会，特别是在德国马克的交易中。一旦某一天马克升值了，它第二天继续升值的概率非常高；而如果它贬值了，那么第二天大概率会继续贬值。无论是看月度、周度、日度甚至小时数据的相关性，德国马克都展现出一种不同寻常的价格趋势，这种趋势甚至比想象中的明显得多。

当你扔一个硬币的时候，你有25%的概率连续两次得到头像那一面，但是两次之间是相互独立的，没有相关性。与此相反，斯特劳斯、劳弗和伯勒坎普确信，德国马克在任意两个连续时间段内的价格趋势的相关性达到了20%，也就是说，在一半以上的时间段内，某个趋势会延续。相应地，他们在其他外汇中发现的这个相关性是10%，黄金

的是7%，猪肉和其他商品的是4%，而股票的只有1%。“时间段的长短好像并不影响结果，”伯勒坎普有一天惊讶地对一位同事说道，“统计结果是一致的。”

时间段之间的相关性是不应该发生的，这是当时绝大部分信仰有效市场理论的经济学家所抱持的观点。如果时间段之间存在相关性，那么想利用价格走势的异常规律来征服市场是不可能的。学者们认为，一旦某种异常规律被发现，那么蜂拥而至的套利者就会迅速抹平这个异常值。

德国马克的交易中存在这种异常相关性，日元交易中的这种相关性更为明显，这些都是非常出人意料的，所以Axcom团队很想弄清楚背后可能的原因是什么。斯特劳斯发现一些学术论文中曾经做出解释，全球的中央银行都不喜欢汇率的突然变动，生怕会影响经济，所以一旦突发变动，它们就会介入市场平抑波动，但是这会延长相关趋势的持续时间。用伯勒坎普的话来说，就像类似于柯达这种体量和级别的公司，决策和执行过程缓慢一样，汇率变动背后的经济力量也会持续数月之久。“人们凭借理性和习惯作战，一般都会以失败而告终。”伯勒坎普说。

利用汇率变动进行交易只是大奖章基金日渐增长的交易策略集合中的一部分。伯勒坎普、劳弗和斯特劳斯花了好几个月，每天长时间盯着电脑屏幕，反复挖掘数据，试图观察价格对于各种市场事件的反应。西蒙斯每天都会亲临现场或通过电话来跟踪进度，一方面分享自己关于如何改进交易系统的想法，另一方面勉励团队专注于寻找那些被别人忽视的“微弱的异常值”。

除了那些可以利用的重复性价格规律之外，交易系统还在不同的市场发现了各种难以解释且几乎察觉不到的规律。这些趋势和异常值有时候发生得太快，因此绝大部分投资者都无法察觉。它们如此微弱，因此被团队称为“魅影”，然而它们重复出现的频率是足够高

的，是值得纳入大奖章基金的交易策略集合的。西蒙斯依然认为，“不知道为什么”没关系，只要能用于交易就行了。

Axcom团队在努力检视市场的历史表现的时候，相对于竞争对手，他们其实拥有一个巨大的优势：他们拥有更为精确的定价信息。多年以来，斯特劳斯收集了多种期货的日内高频价量信息，而绝大多数投资者是忽视这类颗粒信息的。直到1989年之前，Axcom公司与其他投资者一样，主要采用日度开盘、收盘数据来开发交易模型，所以斯特劳斯收集的日内高频数据是无用的。但是办公室里新添置的每秒百万条指令计算机（MIPS），使得团队可以迅速地挖掘斯特劳斯收集的所有定价信息，产生数以千计的具有显著性的观测值，以揭示以前没有检测到的价格规律。

“我们觉得我们拯救了日内数据，”斯特劳斯说，“尽管这些数据并不十分完善，但是比其他投资者正在使用的数据要可靠和丰富多了。”

闻到硝烟味儿的时候要赶紧跑

到了1989年年末，经过6个月的努力，伯勒坎普和他的同事们已经有理由相信，他们创造的这个专注于商品、外汇和债券市场的交易系统可以大放异彩了。他们发现，某些异常价格规律和趋势可以持续好几天，有一些只能持续数小时甚至几分钟。伯勒坎普和劳弗确信他们改造后的系统能够有效地利用这些规律和趋势。Axcom团队发现，要找出股票交易中的可靠趋势很困难，但没关系，利用其他市场中的可靠趋势就足够了。

他们找到的某些交易信号并不特别新奇和复杂，但是很多交易者忽视了它们。这些信号要么出现的概率不足50%，要么相对于交易成本的潜在盈利空间太小。投资者选择忽视，继续寻找更丰厚的投资机

会，就像渔夫忽视网中的孔雀鱼，总想着抓大鱼一样。但是由于交易的频率很高，所以大奖章基金认为这些孔雀鱼也很值得拥有。

1989年年末，这种新的交易方法被用在了对西蒙斯仅剩的2 700万美元基金的管理上。可以说效果立竿见影，每位同事都震惊了。他们的交易频率大大提高，大奖章的平均持有时间从之前的一周半被削减到一天半。更重要的是，他们几乎每天都在赚钱。

忽然之间，问题出现了。每当大奖章基金交易加元的时候，基金就会亏钱，基本上每次都是如此。这似乎说不通，因为最新交易模型显示，大奖章基金应该是赚钱的，但实际上他们每天都在亏钱。

一天下午，伯勒坎普和西蒙斯说了他的困惑。西蒙斯立即致电芝加哥交易协会的一位场内交易员，询问他对这个现象的看法。“你不知道吗？”该交易员笑着说，“那些家伙是骗子。”

该交易员口中的“那些家伙”指的是交易所内的3名经纪人。他们专注于交易加元期货，相互串通以谋取客户的利益。每当西蒙斯他们下单，这些经纪人就互相分享这个信息，然后立即用自己的账户买入加元，把价格推高一点点，再卖给西蒙斯以赚取差价。而如果大奖章基金下的是卖单，他们就反过来操作。这个小小的价差足以让加元交易者损失巨大。这是华尔街老掉牙的骗局，但伯勒坎普和他的团队却对此一无所知。西蒙斯立即从大奖章基金的交易系统中把加元移除了。

几个月之后，1990年年初，西蒙斯又给伯勒坎普带来了更加令人不安的消息。“有传言说斯托勒集团（Stotler Group）惹上麻烦了。”西蒙斯充满焦虑地说。

伯勒坎普怔住了。斯托勒集团是一家商品交易商，由芝加哥交易协会会长卡斯滕·马尔曼（Karsten Mahlmann）运营，而大奖章基金的大部分头寸都托管于此。伯勒坎普等人把斯托勒集团视为芝加哥最

安全可靠的经纪商。如果斯托勒集团破产，大奖章基金的账户就会被冻结，并需要在几周之内进行清算，数千万美元的期货合约就会被置于险境，有可能导致巨额损失。斯特劳斯在交易所的熟人透露说斯托勒集团债务缠身，更加剧了大家的紧张。

然而，这只是传闻而已。如果要把大奖章基金的交易账户换到别家经纪商，会十分费时、费力且费钱。而斯托勒集团长久以来一直是业内最负盛名、最强大的公司，说不定会转危为安。伯勒坎普告诉西蒙斯说他有点儿犹豫。西蒙斯无法理解伯勒坎普的迟疑。“伯勒坎普，当你闻到硝烟味儿的时候应该干什么？赶紧跑啊！”西蒙斯告诉他。

斯特劳斯关闭了大奖章基金在斯托勒集团的经纪账户，并把它转移至别处。几个月之后，马尔曼从芝加哥交易协会辞职；两天之后，斯托勒集团宣布破产。最终，检方以欺诈罪起诉了这家公司。西蒙斯和他的公司再一次死里逃生。

只有系统能决定我们交易什么

在1990年的大部分时间里，西蒙斯的团队几乎都没有犯错，就好像在实验室摸索10年之后，他们终于找到了一个神奇的公式。除了在开盘前和收盘前交易之外，他们也会在中午交易。他们的系统越来越专注于短期交易，长期交易份额逐渐减少到了10%。

有一天，Axcom公司赚了100万美元，这种级别的日内盈利在公司历史上是首次发生。西蒙斯和同事们开香槟庆祝，就如同他们在国防分析研究所解决了一个难题之后所做的一样。后来，这种级别的日内盈利变得很普遍，使他们的庆祝显得有点儿频繁了。西蒙斯只能宣布，只有日内净值增长率达到3%才能把香槟拿出来，但是渐渐地，3%也变得司空见惯了。

即使盈利如此丰厚，外界依然对Axcom公司的投资方法不以为然。当西蒙斯为加州大学伯克利分校的学生介绍Axcom公司的投资方法时，还遭到了嘲讽。“我们的想法几乎被人看作痴人说梦。”伯勒坎普说。

学校的教授们会保持礼貌，至少不会当面表示怀疑和轻蔑。但伯勒坎普清楚他们在想什么。“他们只是在回避发表看法而已。”西蒙斯说，但他对这些怀疑不以为然，丰厚的收益更加使他确信，自动交易系统可以跑赢市场。“这是一次绝佳的机会。”西蒙斯满怀热情地告诉伯勒坎普。

大奖章基金在1990年的收益率达到了55.9%，一改上一年亏损4%的颓势。这个利润非常可观，因为它远远超过了基金5%的高昂管理费费率(40)和20%的利润分成。就在一年多之前，西蒙斯还花了很多精力在他的副业上面，但如今他确信公司的运转已经上轨道了，于是决定花更多的精力来打理公司的业务。西蒙斯开始频繁地给伯勒坎普打电话来沟通公司运营情况。

那年8月初，黄金和石油价格暴涨。西蒙斯立即打电话给伯勒坎普，鼓动他把黄金和原油期货纳入交易系统：“伯勒坎普，你在关注着黄金价格吗？”

事实上，西蒙斯还是会在自己的账户中做一些投资，主要采用技术分析去推断各种商品价格。他很想推销自己看涨黄金的观点。伯勒坎普像往常一样礼貌地听完建议，然后耐心地告诉西蒙斯，要避免修改运行得很好的算法，应该让模型自己做出选择。“好吧，听你的。”西蒙斯说。

过了一会儿，黄金价格又涨了。西蒙斯又打电话来了：“黄金价格又涨了，伯勒坎普！”伯勒坎普困惑了。明明是西蒙斯自己要开发一个避免人类干扰的计算机交易系统，也是西蒙斯想要依赖科学的方法而不是技术图表或者直觉来寻找那些被忽视的异常规律的。伯勒坎

普、劳弗和团队的其他成员夜以继日地工作，想要把人类的干扰从系统里清除出去，但现在西蒙斯却说他很看好金价，所以想调整交易系统？“西蒙斯确信基金应该由交易系统来管理，但他一有时间就瞎忙活，每周花5～10个小时交易黄金和铜，还以为自己从中悟到了什么真理。”伯勒坎普说。

就像鲍姆和埃克斯一样，西蒙斯无法抑制自己根据新闻消息做交易的冲动。伯勒坎普决定回击。“就像我之前说的，西蒙斯，我们不会调整基金的头寸。”一天，伯勒坎普终于恼怒地对西蒙斯说。挂掉电话，伯勒坎普转身对一位同事说：“只有系统能决定我们交易什么。”

实际上西蒙斯从没有下令主导过什么大的交易，但当海湾战争爆发之后，他的确曾要求伯勒坎普买入一些石油看涨期权以对冲油价上涨。另外，当中东紧张局势加剧的时候，西蒙斯也曾要求将基金整体减仓三分之一。西蒙斯觉得有必要向客户解释一下这些调整。“在发生突然而剧烈的变化时，我们的交易必须依赖主观判断进行自主干预。”西蒙斯在当月的一封信里解释道。

西蒙斯总会不停地给伯勒坎普打电话，伯勒坎普对此越来越恼火。“他一天之内给我打了4次电话，”伯勒坎普说，“实在是太烦了。”西蒙斯再次来电，但这次是告诉伯勒坎普他打算把研究团队搬到长岛去。在说服劳弗成为全职雇员后，西蒙斯还想在团队中发挥更大的作用。如果将团队搬到长岛，大家就可以经常在一起进行头脑风暴了，但这个想法遭到了伯勒坎普和斯特劳斯的反对。渐渐地，西蒙斯开始不断地告诉伯勒坎普，基金应该怎么操作才会更好，此时大奖章基金的资金管理规模已经到了4 000万美元。西蒙斯对于改进模型非常感兴趣，确信大奖章基金即将大放异彩。“我们再一起改改模型，”西蒙斯有一天说道，“明年没准儿就能拿到80%的收益率。”

伯勒坎普简直无法相信自己的耳朵。“我们在某些方面只是幸运，西蒙斯。”伯勒坎普这样告诉西蒙斯，试图平抑他的热情。挂断电话，伯勒坎普沮丧地摇了摇头。大奖章基金的收益已经很惊人了，伯勒坎普所担心的是基金的业绩能否勉强维持，更别说提高了。

西蒙斯又提出了更多的要求。他想要扩张团队，再买几个卫星数据接收器，投资更多的基础设施，以升级大奖章基金的自动交易系统。他还要求伯勒坎普出钱来支付这些费用。这些压力折磨着伯勒坎普。伯勒坎普依然是加州大学伯克利分校的一位兼职教授，他发现自己越来越享受教学，很可能是因为在讲台上没有另一双眼睛时刻在盯着他。“西蒙斯的电话实在是太多了，而我在教书的时候能感觉到更多的乐趣。”伯勒坎普解释道。

伯勒坎普终于承受不了了。最后，伯勒坎普打电话给西蒙斯，提出了要约。“西蒙斯，既然你觉得我们的基金收益率能达到80%，而我觉得只能维持在30%，那么你对公司的估值一定比我高，”伯勒坎普说，“你为什么不把我的股份买过去呢？”

西蒙斯的确这么做了。1990年12月，Axcom公司正式解散。西蒙斯用现金收购了伯勒坎普的股份，而斯特劳斯和埃克斯用自己的股份换取了文艺复兴科技公司的股份，文艺复兴科技公司接管了大奖章基金。伯勒坎普回到加州大学伯克利分校全职任教，他以6倍的价格把16个月前买入的Axcom公司的股份悉数卖给了西蒙斯。他觉得这笔买卖太值了。“我从没想象过我们曾经的事业会如此地一骑绝尘。”伯勒坎普后来说。

后来，伯勒坎普也开过一家投资公司，名叫伯克利量化（Berkeley Quantitative），主要做期货投资，管理规模也曾经超过2亿美元。但这家公司业绩平平，于2012年被关闭。“我总是更多地被好奇心驱使，”伯勒坎普说道，“但西蒙斯更专注于金钱。”

2019年春，伯勒坎普因肺纤维化并发症去世，享年78岁。

征服市场的障碍

伯勒坎普、埃克斯和鲍姆都相继离开了公司，但西蒙斯并没有特别在意。他确信他已经找到一种可靠的系统性的投资方法，可以借助计算机和算法，用一种比技术分析更为科学和复杂的方式，找到商品、债券和外汇市场中被人们忽视的价格规律。

然而，西蒙斯只是一个数学家，对投资的历史知之甚少。他并没有意识到他的方法并没有他想象得那么具有独创性。他也不知道曾经有多少使用相同方法的交易者遭遇了毁灭性的打击，而另一些使用相同策略的交易者则已经领先他好几个身位。要真正征服金融市场，西蒙斯还必须越过一系列他甚至都没有想象过的障碍。

征服市场的策略

- 伯勒坎普倡导做更多的短期交易。他认为，如果交易不频繁，每次交易成果对公司都具有较大的影响，那么如果亏损的交易多来几次，公司就完蛋了；但是如果交易频繁，那么单次交易的结果就不至于那么重要，有助于降低公司的整体风险。如果交易得足够多，那么只要保证其中51%是盈利的就够了。
- Axcom团队找到的某些交易信号并不特别新奇和复杂，但是很多交易者忽视了它们。这些信号要么出现的概率不足50%，要么相对于交易成本的潜在盈利空间太小。投资者选择忽视，继续寻找更丰厚的投资机会，就像渔夫忽视网中的孔雀鱼，总想着抓大鱼一样。但

是由于交易的频率很高，所以大奖章基金认为这些孔雀鱼也很值得拥有。

第7章
宽客们的金融工程

几个世纪以来，投机者用了各种方法来寻找价格规律，其中一些方法和文艺复兴科技公司采用的有一些相似之处。但现实是，大多数人都惨败而归，或者有些人根本就是江湖骗子，这些对西蒙斯来讲都不是好兆头。

1990年年末，西蒙斯的心情异常激动，而其原因也是显而易见的：历史的价格规律可以作为开发计算机模型的基础，用以识别被投资者忽视的市场趋势，让人能够从过去看见未来。西蒙斯一直觉得这能行得通，而近期的巨大投资收益更坚定了他的信心。

然而，西蒙斯并没有花太多时间钻研金融史，否则他应该会意识到他的方法也不是特别新奇。几个世纪以来，投机者用了各种方法来寻找价格规律，其中一些方法和文艺复兴科技公司采用的有一些相似之处。但现实是，大多数人都惨败而归，或者有些人根本就是江湖骗子，这些对西蒙斯来讲都不是好兆头。

西蒙斯的投资方法可以上溯至巴比伦时代，早期的商人会把大麦、枣子和其他农作物的价格刻在泥板上，以期能预测未来的价格。16世纪中期，德国纽伦堡有一位叫克里斯托弗·库尔茨（Christopher Kurz）的商人以能够预测20天后肉桂、胡椒和其他香料的价格而闻名。就像那个时代的许多人一样，库尔茨主要靠的是占星术，但是他也会回测观测到的星象，以期推导出一些可靠的规律，就像价格通常会遵循长期趋势一样。

18世纪，日本有一位叫作本间宗久（Munehisa Homma）的大米投机商，他被称为“市场之神”，因为他发明了一种制图方法，用来预测一段时期内全国大米交易的开盘价、最高价、最低价和收盘价。本间宗久的图表再加上经典的蜡烛图(41)，组成了早期的一种均值回归策略。本间宗久认为市场是被情绪主导的，“投机者应该迅速止损，并让利润奔跑”，这个策略为众多期货投资者所采纳。[1]

19世纪30年代，英国的经济学家会向投资者出售复杂的价格图表。19世纪晚期，美国记者查尔斯·道（Charles Dow）把市场中的各种假设和数学分析方法相结合，开创了现代的技术分析，这是一种需

要依赖价格趋势、交易量和其他因素的图表分析方法。查尔斯·道是道琼斯指数的发明人，同时也是《华尔街日报》的创始人。

20世纪早期，一位叫作威廉·D.甘恩（William D. Gann）的金融预言家获得了大批的追随者，尽管他的投资业绩平平。传说甘恩出生在美国得州一个棉花农场，他很早就从语言学校退学，回家种地，当地一个棉花仓库是他唯一接触过金融的地方。甘恩最后来到纽约市，并在1908年开了一家经纪公司，他以阅读价格图表的技巧出众而闻名，并能预测价格的周期和回撤。

“已有的事，后必再有；已行的事，后必再行。日光之下，并无新事。”对于甘恩来说，这句话表明对历史的研究是获得投资收益的关键。甘恩声名鹊起，部分原因是，传闻他在一个月之内把130美元升值成了12 000美元。拥护者们认为甘恩几乎准确预言了所有的事情，从经济大萧条到日本偷袭珍珠港。甘恩总结道，一种普世的自然秩序主导着生活的方方面面，他称之为“振动法则”，而几何的序列和角度可以用于预测市场的行为。迄今为止，“甘恩分析”依然是一个相当流行的技术分析分支。

甘恩的投资业绩平平，但他的粉丝们不在乎。比如，1936年甘恩曾说：“我认为道琼斯指数不可能再超过386点。”这个预测很快被打破了。甘恩一共写了8本投资书籍，而且每天都会写一份投资评论，但是其中很少涉及他自己的投资方法。甘恩去世时只有区区10万美元资产，也很能说明问题。[2]

“甘恩可以称得上是一个金融占星师。”麻省理工学院斯隆管理学院的教授安德鲁·罗（Andrew Lo）归纳道。

数十年之后，蔡志勇（Gerald Tsai Jr.）依靠技术分析在20世纪60年代晚期的金融市场封神。他在富达公司（Fidelity Investments）累积了自己的声望。由于非常善于投资成长型股票，蔡志勇成了第一位成长股基金经理。后来，他开办了自己的投资公司，

叫作曼哈顿基金（Manhattan Fund），成为当时媒体的宠儿。他设计了一间“作战室”，里面布置了各种图表，用以追踪数以百计的均线、比率和柱状图。他使这个房间的温度始终保持在12摄氏度左右，确保3位负责更新图表的雇员保持清醒和注意力集中。曼哈顿基金在1969—1970年的熊市中遭遇了惨败，其业绩和方法都遭到了嘲笑，但那时，蔡志勇已经把公司卖给了一家保险公司。他还忙于把一家叫Primerica的财务服务公司转型为一家银行，那就是后来的花旗集团。[3]

渐渐地，技术分析交易者成了被嘲笑的对象，技术分析交易策略被认为是最简单和最懒惰的，甚至被一些人视作一种“原始的巫术”。尽管有各种嘲笑声，但许多投资者依然继续绘制技术分析图表，跟踪头肩顶(42)等常用的技术形态。事实上，一些当代的顶尖投资者，比如斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller），也会看图形来印证自己的投资主题。安德鲁·罗等人认为技术分析是量化投资的先驱，然而这些方法其实从来没有经过独立而彻底的检验，大多数的法则来自人类的肉眼观察和似是而非的逻辑，有效性是非常值得怀疑的。[4]

就像之前的技术分析者一样，西蒙斯也试图在市场数据中寻找规律、信号和相关性。但是他期望能够通过运用更加科学的方法，比之前的技术分析者走得更远。西蒙斯赞同伯勒坎普所说的，技术指标更加适用于短期交易，而非长期交易。另外，西蒙斯希望借助严格的测试和更为复杂的模型，基于统计学分析而非肉眼观察，避免那些技术分析者经历过的惨败。但是西蒙斯没有意识到其他人也在加紧研发类似的策略，并且已经使用了高速计算机和自创的数学算法。其中一些交易者已经取得了巨大的进展，西蒙斯急需迎头赶上。

事实上，计算机时代刚一拉开序幕，就有投资者想用计算机来征服市场。早在1965年，《巴伦周刊》（*Barron’s*）就提到，计算机不

但可以给投资者带来难以估量的助益，而且可以有效地减轻分析师的负担，使之有机会做更多创造性的工作。同一时期，《华尔街日报》也大肆报道了计算机并行处理大量股票数据的能力。在经典投资著作《金钱游戏》(43)中，作者乔治·古德曼化名为亚当·斯密，对入侵华尔街的“电脑人”冷嘲热讽。

当投资世界的一部分已经开始运用电脑来助力投资的时候，技术却还没有准备好，一方面是由于当时的电脑只能处理很简单的统计分析，另一方面是由于当时的投资活动中并不需要太多数学模型或者其他复杂模型。但是依然有一位名叫理查德·丹尼斯（Richard Dennis）的芝加哥投资者，成功地开发了一个能够预先设定算法的交易系统，以期能移除自己交易操作中的情感和非理性因素，这其实和西蒙斯梦寐以求的东西很类似。当文艺复兴科技公司的成员们在整个20世纪80年代都致力于改善模型的时候，他们经常听说丹尼斯的成功故事。年仅26岁，丹尼斯在芝加哥交易商协会就已经是有头有脸的人物了，人称“深渊之子”（Prince of the Pit）。丹尼斯戴着厚厚的金边眼镜，大腹便便，稀疏而卷曲的头发“像比格犬的大耳朵一样搭在他的脸周围”（当时一位拜访过他的人如此形容）。

丹尼斯对他这套趋势追踪系统非常自信，他把系统的法则写下来，招募并且训练了20名学徒。这些学徒学成之后，丹尼斯还给了他们现金，让他们自己去交易。丹尼斯这么做是因为和一位朋友的长期赌约，即只要严格运用他的交易法则，初学者也能成为市场的行家里手。据说丹尼斯在1986年赚了8 000万美元，1987年更是赚了1亿美元之多。然而，丹尼斯在1987年的股灾中也损失惨重，他是距今最近的一位采用与西蒙斯类似的交易方法但最后损失惨重的人。在损失了一半现金之后，丹尼斯决定结束交易生涯，开始全力推动政治自由和大麻合法化。“生命中有很多比交易更为重要的东西。”丹尼斯这样告诉一位来访者。[5]

纵观20世纪80年代，华尔街和伦敦金融城都很热衷于招募应用数学家和物理学家。这些应用数学家和物理学家的任务主要是开发模型，为复杂的衍生品和抵押品定价，分析风险，对冲持有的头寸。这些操作被统称为“金融工程”。

不久以后，金融界就给这些开发和应用数学模型的人起了一个昵称。哥伦比亚大学的理论物理学博士，后来加入华尔街的伊曼纽尔·德曼（Emanuel Derman）说，起先他们被称为“火箭科学家”，因为很多人认为火箭科学是当时最为先进的科学分支。慢慢地，这些专家被称为“宽客”（Quants），这是量化金融专家的缩写。德曼回忆到，在许多年里，银行和投资公司的资深经理们都以不懂电脑为荣，他们把“宽容”这个名字视为贬义词。德曼说：“当我在1985年加入高盛的时候，我发现做量化投资简直是一种耻辱……在一个满是交易员、销售经理和投资银行家的公司里面，两个成年人谈论数学、UNIX系统或者C语言，都被视为低级趣味。”“你周围的人都看不起你。”德曼在他的自传《宽客人生》（*My Life as a Quant*）中写道。[6]

不过，当时人们的确有很好的理由对“电脑人”保持怀疑。一方面，“电脑人”复杂的对冲操作并不总能带来很好的效果。1987年10月19日，道琼斯指数一天内就跌了23%，这是史上最大单日跌幅。此次下跌就被归咎为一种被广泛采用的称为“组合保险”的对冲策略。在这种对冲策略的加持下，计算机会在市场出现下跌苗头的时候立即卖出股指期货，以防止组合头寸蒙受更大的损失。这些卖空操作导致指数进一步下跌，从而引发更多的计算机自动卖空，直至崩盘。

25年之后，《纽约时报》具有传奇色彩的专栏作家弗洛伊德·诺里斯（Floyd Norris）称：“那次崩盘是计算机破坏金融市场的恶性开端。或者，对于计算机更为公平的说法是，真正造成破坏的是那些不了解计算机的局限性又错漏百出的编程者。计算机一运转，人类的判断就消失了。”

20世纪80年代，本华·曼德博（Benoit Mandelbrot）教授提出，数学中某些被称为“分形”的结构可以刻画自然界中的不规则形状，并且金融市场也存在分形。曼德博教授认为，市场总会出现大多数投资者意料之外的事件，这成为质疑计算机模型有效性的又一理由。曼德博的研究进一步支持了交易员出身的作家纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）的观点：广受欢迎的数学工具和风险管理模型难以逃脱金融市场大幅偏离历史规律的魔咒，而这种偏离发生的频率要远超过绝大多数模型所预测的结果。

正是出于这种担心，那些经常摆弄计算机和数学模型的人通常不会被允许直接进行交易。他们只能给银行或者投资公司里面那些重要的交易员提供帮助，而不是取而代之。20世纪70年代，加州大学伯克利分校的一位叫作巴尔·罗森博格（Barr Rosenberg）的经济学教授开发了一种量化模型，可以跟踪那些对股市有重要影响的经济指标。但是他并没有靠这个模型来交易，而是把它卖给了其他投资者，帮助他们预测股市的走向。

爱德华·索普是第一位使用量化策略来进行大规模投资的当代数学家。索普本来是一位学者，曾经与信息理论之父克劳德·香农一起工作过。与埃尔文·伯勒坎普一样，索普也深受得州科学家约翰·凯利的比例投注系统的影响。起初，索普把他的才华用在了赌博上，并因为巨额的盈利而声名鹊起。他还写了一本著名的书，叫作《击败庄家》（*Beat The Dealer*）。这本书介绍了索普创建的基于规则的系统性赌博策略，并且论述了在概率游戏中，参与者要善于利用赔率变化来寻找下注良机。

1964年，索普把注意力转向了最大的“赌场”——华尔街。在读完相关技术分析的书籍，以及本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）的奠定了基本面投资基石的里程碑级著作《证券分析》（*Security Analysis*）[(44)]之后，索普在自传《战胜

一切市场的人》（*A Man for All Markets*）中写道：“我对于大众的无知感到既惊讶又窃喜。”[7]

索普把重点放在认股权证上，认股权证赋予持有人在某一价格购买股票的权利。他开发了一个模型能够计算认股权证的“正确”价格，这也使他能够立即发现市场的错误定价。在一台惠普9830电脑上，索普依靠程序化的数学公式，买入低估的认股权证，卖出高估的认股权证。这个策略在盈利的同时也能保护他的投资组合免受大盘震荡的伤害。

20世纪70年代，索普曾经参与管理了一家名为普林斯顿与纽波特合伙公司（Princeton/Newport Partners）的对冲基金，取得了斐然的业绩，并且吸引了不少知名的投资者，比如影星保罗·纽曼（Paul Newman）、好莱坞制片人罗伯特·埃文斯（Robert Evans）和编剧查尔斯·考夫曼（Charles Kaufman）。索普的基金是通过计算机算法和模型来交易的，所以耗电量巨大，导致他们位于南加州的办公室里总是很热。

索普的交易模型深受法国数学家路易·巴舍利耶（Louis Bachelier）的博士论文的影响。巴舍利耶在1900年就创建了一个理论，该理论可以用来为巴黎股票交易所的期权定价。他用的方程式与后来爱因斯坦用来描述花粉颗粒的布朗运动的方程式很类似。巴舍利耶这篇描述股价不规律运动的论文被忽视了几十年之久，直至索普等人认识到它与现代投资的相关性。

1974年，索普登上了《华尔街日报》的头版头条：“计算机模型是在市场上取得成功的密钥。”一年以后，随着财富的增长，索普也开上了一辆全新的红色保时捷911S。对于索普来说，依靠计算机来交易权证、期权、可转债等所谓的衍生证券是唯一可行的投资方法。“模型是对现实生活的简化，就像一张地图，可以带你从城市的一边

去另一边。”索普写道，“如果你没弄错的话，就可以用模型来预测新形势下会发生的事情。”

对此不屑者依然不屑。有人致信《华尔街日报》说：“真实的投资世界非常复杂，不可能简化为一个模型。”然而，到了20世纪80年代晚期，索普管理的基金规模已经达到3亿美元，远远超过当时西蒙斯的大奖章基金2 500万美元的管理规模。但是后来普林斯顿与纽波特合伙公司受到了垃圾债之王迈克尔·米尔肯丑闻的牵连，彻底终结了索普想要成为投资界大佬的雄心。

索普从未被指控有任何不当行为，政府也最终撤销了所有和普林斯顿与纽波特合伙公司相关的指控，但是这无法阻止他的基金遭遇巨额赎回的命运。1988年末，基金被彻底清盘，索普称之为一场“痛苦的创伤”。这只对冲基金的存续期超过19年，取得了费后超过15%的年化收益率，冠绝其时。“如果不是政府横插一杠，我们早就是亿万富翁了。”索普说。

自动化自营交易团队

20世纪80年代早期，格里·班伯格（Gerry Bamberger）对于名利并没有什么想法。班伯格高挑、瘦削，毕业于哥伦比亚大学计算机科学系，他在摩根士丹利的工作主要是为股票交易员们提供数据分析和技术支持，在投资银行这架大机器里充当着一个不起眼的齿轮。当交易员们准备为客户进行大宗股票交易，比如说买入价值几百万美元的可口可乐公司股票时，他们一般会同时卖出等量的相似公司的股票，比如百事可乐，以求自我保护，这被称为“配对交易”（Pairs Trade）。班伯格开发了可以跟踪交易员业绩的软件，但是交易员们却非常不屑于公司内部计算机部门的协助。

当交易员们大量买入股票的时候，班伯格观察到股价会如预期般上涨，反之亦然。这些交易活动每次都会改变某只股票和与其配对交易的股票间的价差，哪怕是在没有任何消息的情况下。比如说，一笔可口可乐的大额卖单可能会使其股价下跌一两个百分点，但配对交易的百事可乐股价却可能没什么变化。当卖单逐渐被执行完成后，价差又会回到正常状态。这是说得通的，因为除了摩根士丹利的卖单之外，并没有其他因素导致可口可乐的股价下跌。

班伯格嗅到了机会。如果公司创建一个数据库跟踪各种配对交易的股票之间的历史价差，那么在大宗交易执行完成之后，通过把握交易价差对于历史趋势的回归趋势，公司就可以获得盈利。班伯格的老板被说动了，给了他50万美元启动资金和一个小助理。班伯格开始开发计算机程序，以期能利用配对股票价差的“暂时性变动”获利。班伯格是一个正统的犹太人，同时也是一个富有幽默感的烟鬼，他每天的午餐都是用一个棕色的袋子装着的金枪鱼三明治。到了1985年，班伯格已经管理了3 000万美元，并能够同时在六七只股票上运用他的策略。[8]

大公司中总是有很多人事变动，摩根士丹利迅速就把班伯格的老板换成了农西奥·塔尔塔利亚（Nunzio Tartaglia），这成了班伯格离开公司的导火索。后来，班伯格加盟了索普的对冲基金，依然做相同的交易，最终成了百万富翁并提前退休。

塔尔塔利亚是一位身材矮小结实的天体物理学家，他管理摩根士丹利交易团队的方式和他的前任很不一样。身为混迹于华尔街的布鲁克林当地人，塔尔塔利亚锋芒毕露。有一次，一位新来的同事走过来做自我介绍，塔尔塔利亚立即打断了他：“别指望从我这儿得到任何东西，因为我是从那儿来的。”塔尔塔利亚用手指着窗外纽约的街道。[9]

塔尔塔利亚把团队的名字改为“自动化自营交易团队”（Automated Proprietary Trading，简称APT），并把办公地址迁到了摩根士丹利位于曼哈顿中城的摩天大楼第19楼的一个12米长的房间里面。他给交易过程加入了许多自动化成分，到1987年的时候，他们每年已经能够赚取5 000万美元的利润。团队的成员其实对于股票一无所知，他们也无须了解，因为他们的策略只是押注股票之间的历史相关关系会重复出现。这是古老的“低买高卖”策略的一种延伸，只是现在借助的是计算机程序和高速高频交易。

一些新来的雇员帮助团队显著地提高了盈利，比如曾在哥伦比亚大学任计算机科学教授的戴维·肖（David Shaw）和数学家罗伯特·弗雷。摩根士丹利的交易员们成为首批运用“统计套利”（Statistical Arbitrage）的人。“统计套利”通常意味着很多笔交易同时进行，但其中绝大多数交易与大盘没有关系，只是利用了市场中出现的各种统计意义上的异常行为。比如，程序会先按照前一周的涨跌幅把股票排序。然后APT会卖空某一行业内排在涨幅榜前10%的股票，同时买入涨幅榜后10%的股票，以期反转效应的出现。当然，反转效应并不是每次都会出现，但是只要交易次数足够多，这个策略每年大概就能产生20%的收益。反转效应并不总是见效，其背后的原因可能是投资者经常会对各种消息反应过度，从而使得不同股票间的价差偏离历史趋势。

到了1988年，APT已经是世界上交易规模最大的团队之一，每天买卖大约9 000万美元的股票，同时它也非常具有神秘感。然而，就是在这一年，APT产生了巨额亏损，导致摩根士丹利抽走了他们三分之二的资金。其实高层们从来就没有完全信任过计算机模型交易，塔尔塔利亚的巨额奖金也招来了很多嫉妒的目光。很快，塔尔塔利亚失业了，团队也解散了。

多年以后人们才明白，摩根士丹利挥霍了金融历史上最有利可图的交易策略。

因子投资法

其实在APT解散之前，罗伯特·弗雷就已经很焦虑了，但他并不是因为担心塔尔塔利亚处理不好与上司的关系，或是担心因投资亏损加大被遣散。弗雷很胖，腿有点儿瘸，这是他幼年时从高处跌落留下的后遗症。他的担忧主要是来自采取类似策略的竞争对手们正在迎头赶上。索普的基金就采用了相似的策略，弗雷打听到还有其他不少人也在这么干。弗雷决定去寻找新的交易策略。

弗雷建议通过识别导致股票价格变化的变量，来解构股票的波动。举例来说，埃克森美孚公司股价的上涨可以归因于多个因素，比如油价上涨、美元升值或者大盘的变动等。而宝洁公司股价的上涨可能主要是因为投资者避险的需求，他们阶段性地偏好资产负债表健康的公司，厌恶高负债的公司。因此，当这两类股票的价差突破历史区间的边界时，策略上就应该卖空一篮子具有良好资产负债表的公司股票，而买入高负债公司的股票。当时其实已经有不少投资者和学者在考虑“因子投资”（Factor Investing），弗雷想要通过计算机和数学工具分离出真正驱动股票价格变化的因子。可惜弗雷等人具有创新性的因子投资法并没能在摩根士丹利的高层中引起太多兴趣。“他们跟我说不要轻举妄动。”弗雷回忆道。

弗雷最终选择离开，后来得到了西蒙斯的资金支持并开办了自己的开普勒资产管理公司（Kepler Financial Management）。弗雷用了几十台小型电脑来运行他的统计套利策略。很快，他就收到了来自摩根士丹利律师的一封威胁信。其实弗雷并没有拿走摩根士丹利的任何东西，只是他是在那里工作的时候开发了这种策略。然而，弗雷是幸运的，因为塔尔塔利亚当年并没有要求团队成员签署保密协议。塔尔

塔利亚给自己留了一手，以防奖金不达预期时他可以带领团队出走。所以摩根士丹利并没有很强的法律依据来迫使弗雷停止交易。尽管有点儿战战兢兢，弗雷还是忽略了摩根士丹利持续的威胁，并继续开展交易。

最大的竞争对手

到了1990年，西蒙斯开始对弗雷和开普勒基金在股市中的交易抱有期待，同时对大奖章基金在外汇、债券和商品市场的交易寄予更高的希望。然而，与此同时，竞争日益加剧。西蒙斯最大的竞争对手就是APT团队解散风波的另一位受害者戴维·肖。戴维·肖毕业于斯坦福大学，取得了博士学位，从摩根士丹利离开时他36岁。戴维·肖接到了高盛递过来的橄榄枝，但是他不确定是否要接受邀请。为了寻求建议，戴维·肖找到了对冲基金经理唐纳德·苏斯曼（Donald Sussman），他们一起去了长岛海湾航行。在苏斯曼长约14米的单桅帆船上，两人激烈地争论戴维·肖的去处问题。“我觉得我可以用科技来进行证券交易。”戴维·肖心有不甘地告诉苏斯曼。

苏斯曼建议戴维·肖不去为高盛工作，而应创立自己的对冲基金，他可以提供2 800万美元作为种子基金。戴维·肖心动了，于是创立了D. E. Shaw公司，把办公室设置在了曼哈顿联合广场沙砾区一家书店楼上。戴维·肖的首要动作之一就是采购两台算力强大但是昂贵无比的太阳微系统服务器。“他需要法拉利，”苏斯曼说，“我们就给他买法拉利。”[10]

戴维·肖本身就是一位超级计算机专家，他雇用了几个相信他这套方法的数学博士和科学博士一起工作。此外，戴维·肖还找了不少拥有不同背景的达人。英语和哲学专业的人是戴维·肖最喜欢雇用的，另外他还找了一位国际象棋大师、一位喜剧演员、一位作家、一

位奥运会级别的击剑手、一位长号手和一位拆弹专家。“我们不希望任何人有任何先入为主的想法。”一位早期的公司高层说道。[11]

与华尔街大多数公司嘈杂的交易室不同，戴维·肖的办公室很安静，甚至有些阴沉。尽管雇员们都穿着牛仔裤和T恤衫，但他们的办公场所很容易让来访者联想到国会图书馆的研究室。此时还是互联网时代的早期，是只有学者才用电子邮件的时代，但是戴维·肖已经开始滔滔不绝地给他的程序员们描绘新时代的无限可能了。“我觉得人们未来会在网上购物，”戴维·肖和同事们说，“他们不但会在网上买东西，而且买完后还会在下面添加各种各样的评论。”

当时有一位程序员名叫杰夫·贝佐斯，在和戴维·肖共事多年之后，他与妻子麦肯齐一起开着拖车，载着全部家当搬到了西雅图。在路上，贝佐斯用笔记本电脑完成了亚马逊的商业计划书。贝佐斯起初选了“Cadabra”作为公司名字，但后来弃用了，因为很多人把它误认为是“Cadaver”（死尸）一词。[12]

戴维·肖的基金引擎刚一启动，就赚得盆满钵满。很快，公司管理的资产规模就达到了几千万美元。公司交易着一系列权益相关的资产，雇员也达到了100多人。对于戴维·肖等人正在取得的进展，西蒙斯并没有很清楚的认知。他只知道如果要赶上这些竞争对手，他需要一些帮助。苏斯曼对于戴维·肖的因子投资法大获成功做出了极大的贡献，于是西蒙斯打电话给苏斯曼，希望从他这边也得到类似的助力。

征服市场的策略

- 就像之前的技术分析者一样，西蒙斯也试图在市场数据中寻找规律、信号和相关性。但是他期望通过运用更加科学的方法，比之前

的技术分析者走得更远。西蒙斯赞同伯勒坎普所说的，技术指标更加适用于短期交易，而非长期交易。另外，西蒙斯希望借助严格的测试和更为复杂的模型，基于统计学分析而非肉眼观察，避免那些技术分析者经历过的惨败。

第8章
只用单一的交易模型

西蒙斯长久以来一直被两个现实的目标驱策着：证明自己解决问题的能力和提升赚钱的能力。朋友们从来都不理解为什么西蒙斯想赚这么多钱，但是西蒙斯的这种欲望从没停歇过。

当西蒙斯快走到第六大道的时候，他的心跳加速了。

这是一个闷热的夏日下午，但西蒙斯还是打了领带，穿了西装外套，希望能给对方留下好的印象。他提前把工作安排妥当了。到1991年的时候，除了戴维·肖之外，已经有另外一些人也在用计算机模型交易股票了。然而，华尔街的机构中了解这种方法的人很少，即使是这些少数人，也抱着嘲笑的心态。而像西蒙斯这样完全依赖算法投资的行为，则更令人觉得可笑而且危险。一些人称之为“黑箱投资”（Black Box Investing），因为它难以解释，而且暗藏风险。大量的资金持有者还是用传统的方法在市场中博弈，投资者把深度研究和直觉结合起来，用于对投资机会的筛选和预判。谁会需要西蒙斯和他的神奇计算机呢？

在曼哈顿中城一座高楼的办公室里等待西蒙斯的，正是唐纳德·苏斯曼，他是迈阿密人，时年45岁，被一些人认为是华尔街的异端。20多年以前，当他还是哥伦比亚大学本科生的时候，他就逃课去一家小经纪公司上班。在那里，他偶然发现了一种投资可转债的方法。苏斯曼说服老板花2 000美元买了一台早期的电子计算器，好让他迅速确定哪只债券是最有吸引力的。计算器在手，苏斯曼为公司赚了几百万美元的利润。这笔意外之财让他看清了技术能够带来的优势。

此时的苏斯曼身高1.9米，肩膀宽阔，肌肉发达，他运营的帕洛马合伙公司（Paloma Partners）就是迅速扩张中的D. E. Shaw公司背后的支持者。他猜测，未来由数学家和科学家运营的投资公司可能会匹敌甚至超过现在最大的投资公司。市场传闻苏斯曼很乐于再投资一些做计算机交易的投资者，所以西蒙斯也很希望得到他的支持。

西蒙斯放弃了前景光明的学术事业，一心想要在投资界有一番作为。但是，经过10年努力之后，他的基金管理规模也只有4 500万美元，仅仅是戴维·肖的公司的1/4。这次会面很重要。如果获得了苏斯

曼的支持，文艺复兴科技公司就可以再招些人，升级设备，也成为华尔街的一股重要力量。

其实苏斯曼在很早的时候给西蒙斯投资过，但是遭受亏损之后他赎回了资金，这对于来访的西蒙斯来说不是好消息。但是西蒙斯的算法最近得到了改进，所以他自信满满。苏斯曼所在的大楼距离卡内基音乐厅约一个街区。西蒙斯踏进大门之后，径直坐电梯来到31楼，走进了一间可以看到中央公园全貌的宽阔会议室，墙上有一块巨大的白板，供来访的宽客们书写他们的方程式。

苏斯曼隔着一张狭窄的木制长桌打量完西蒙斯，竟忍不住笑了。眼前这位客人胡子拉碴，秃顶，须发花白，和平时来办公室争取投资的一般投资者颇为不同。西蒙斯的领带系得有点儿歪，外套是花呢的，与华尔街人的风格格格不入。西蒙斯只身前来，没有像其他人那样带随行人员和助理。然而，他正是苏斯曼最喜欢的那种聪明的投资者。“他看起来就像一位学者。”苏斯曼回忆道。

西蒙斯开始了他的演讲，重点在于他的团队如何改进了大奖章基金的投资方法。西蒙斯花了一个多小时自信而坦然地介绍了基金的业绩、风险和波动性，并且概括介绍了新的短期交易模型。“我们取得了突破，”西蒙斯激动地说，“现在万事俱备，只欠东风。”

他请求苏斯曼给他的对冲基金投资1 000万美元，同时许诺他会妥善打理这笔资金，并把文艺复兴科技公司打造成为主流的投资公司。“我们已经获得了重要的启发，”西蒙斯说，“我们的规模会不断扩张。”

苏斯曼耐心地听着，印象很深刻，但是他却无法给西蒙斯投资。从心底里说，苏斯曼担心潜在的利益冲突，因为他是戴维·肖所管理的对冲基金的唯一资金来源。苏曼斯甚至会帮助戴维·肖的公司雇用学者和交易员，以扩大其相对于其他量化交易者的领先优势。即使苏斯曼有额外的资金，他也应该会投到D. E. Shaw公司上。再者说，戴

维·肖的年化收益率达到了40%，而文艺复兴科技公司似乎难以企及。“为什么我要把钱给一个理论上的竞争对手呢？”苏斯曼问西蒙斯，“不好意思，戴维·肖捷足先登了。”他们站起身，握手，并说好保持联络。当西蒙斯转身离开之际，苏斯曼注意到他脸上流露出一丝失望的表情。

西蒙斯在其他潜在支持者那里也无功而返。投资者当面不说，其实心里都觉得完全依赖计算机模型做交易很荒谬。此外，荒谬的还有西蒙斯的费率，每年5%的管理费费率远远超过同行的2%。“我自己也是按这个费率支付管理费的，”西蒙斯告诉一位潜在投资者，暗示他自己也投资了大奖章基金，“为什么你不能呢？”西蒙斯的这个逻辑显然站不住脚，因为他付的管理费是进入他自己公司账户的。最令西蒙斯心虚的是，到目前为止，他的基金只在一两个年度取得了令人瞩目的收益率。

一位名叫安妮塔·里瓦尔（Anita Rival）的华尔街资深人士在曼哈顿的办公室会见了西蒙斯，西蒙斯询问了里瓦尔的公司投资文艺复兴科技公司的可能性。里瓦尔的态度明显很冷淡。“他从不解释这些计算机模型是怎么运作的，”里瓦尔回忆道，“你很难理解他到底在做什么。”

文艺复兴科技公司内部也有传闻说，以发起商品投资基金而闻名的、由保罗·都铎·琼斯、路易斯·贝肯（Louis Bacon）和布鲁斯·柯夫纳（Bruce Kovner）等基金经理运营的商品集团（Commodities Corporation）也拒绝投资文艺复兴科技公司。“业内的观点是，‘这是一帮只会摆弄电脑的数学家，他们懂什么’？”西蒙斯的一位朋友说，“他们没有任何业绩纪录……投资他们可能会导致破产。”

虽然困难重重，但是西蒙斯依然在运营着他的交易系统。1991年，大奖章基金取得了39%的投资收益，管理规模也达到了7 000万美元。如果西蒙斯能够想办法延长他的连胜纪录，抑或提高大奖章基金

的收益率，那么投资者肯定会纷至沓来。然而，伯勒坎普、埃克斯和鲍姆早就离开了。斯特劳斯虽然既主管交易又负责收集数据，但是他很难胜任寻找潜在交易信号的工作。竞争日益激烈，大奖章基金必须找到新的盈利途径。为了寻求帮助，西蒙斯想到了亨利·劳弗，一位已经展现出丰富的创造性想法的数学家。

亨利·劳弗，一个价值连城的决定

劳弗从来没有像西蒙斯和埃克斯那样获得过著名的数学奖项，也不像列尼·鲍姆和埃尔文·伯勒坎普那样拥有以自己名字命名的算法。但是，劳弗也有他自己的成就和价值，他是迄今为止西蒙斯最好的合伙人。

劳弗先在纽约城市学院读了两年本科，然后去普林斯顿大学读了两年研究生。他在艰深的复变函数领域以及数学的嵌套结构上取得的进展获得了普遍的赞誉。

劳弗1971年加入纽约州立大学石溪分校的数学系，主要研究领域是复变函数和代数几何，后来他逐渐将研究重点从经典的复变分析转移到更为现代的问题上。劳弗上课生动有趣，深受学生们的欢迎，但是他在个人生活上却显得比较怯弱。在他高中同学的印象中，他是个总是手握滑尺的内向的书呆子。来到纽约州立大学石溪分校后不久，劳弗就向同事表示他想尽快结束单身生活。有一次，他和一位名叫莱纳德·查拉普的同事一起去滑雪。到了晚上，劳弗就提议去酒吧，看看能不能有什么浪漫的邂逅。查拉普看着他的朋友，忍不住笑了。“劳弗，你不是那块料。”查拉普说，他明白劳弗这种天性羞涩的人是很难在酒吧找到女朋友的。“他是个很好的犹太男孩。”查拉普回忆道。

在纽约州立大学石溪分校，劳弗最终遇见了一位名叫玛莎·兹拉汀（Marsha Zlatin）的语言病理学教授，并与她结了婚。玛莎很认同劳弗的自由派政治观点，她天性乐观，无论挑战有多大，总能保持积极面对的心态，并经常用“膨胀”来形容自己的心态。玛莎的朋友们见识过她坚韧不拔的毅力，在经历了好几次流产之后，她最终生下了健康的孩子。后来，玛莎又成功地获得了语言病理学的博士学位。玛莎对生活的态度似乎感染到了劳弗。在同事中间，劳弗是一位很好的合作者。同事们早就注意到劳弗对投资很感兴趣，所以当他1992年决定全职加入西蒙斯团队的时候，他们虽然感到失望，但并不惊讶。

学者初涉交易往往会变得紧张而急躁，会担心市场的每一次波动，就像鲍姆刚刚加入时那样，但是时年46岁的劳弗反应截然不同。“薪水的大幅提高减轻了他的压力，他终于可以不用为女儿的大学学费忧愁了，”朋友们说，“所以，劳弗看起来非常享受研究那些可能带来盈利的交易方程式。”

对于西蒙斯来讲，劳弗的温和随性是一服安慰剂，因为多年来他已经疲于应对鲍姆、埃克斯和伯勒坎普的复杂性格。渐渐地，西蒙斯的职责转变为把握公司大方向、应付投资者、招募人才、处理紧急情况以及制定新的策略，劳弗在石溪的新办公室主管研究，而斯特劳斯在伯克利负责交易，以进一步提升基金的业绩水平。

劳弗到公司不久后做的一个决定，后来被证明是价值连城的：大奖章基金应该只用单一的交易模型，而不是像其他量化交易公司那样在各种市场和市况下使用多个不同的模型。尽管劳弗承认，使用多个交易模型会更直观，但是他认为，单一模型可以更充分地利用斯特劳斯收集的广泛的定价数据，在多资产类别中更全面地寻找相关性和交易信号。相反，如果运行多个模型的话，单个模型可以使用的数据就少得可怜了。

同样重要的是，劳弗认识到，如果基于某些核心假设的模型是单一而稳定的，那么后期添加新的投资品种也会更容易。如果某些新的投资品种缺乏历史数据，但与大奖章基金正在交易的某些品种很类似，它们就值得借鉴。劳弗也明白把不同的投资品种结合起来很难，比如外汇期货和商品期货，但他总觉得只要把这些障碍“熨平”，单一的模型就可以产生更好的交易结果。

劳弗每天花费很长的时间伏案修改模型。午饭时分，团队的同事们会挤进劳弗的老式林肯轿车，一起去当地的一个集市觅食，但即使在那里，劳弗也会继续修改模型。过了没多久，模型就具备雏形了，而斯特劳斯等人已经为公司累积了几十种商品、债券和外汇的好几十年的数据。为了提高数据的可读性，他们把一个交易周划分成了10个部分，即外盘交易的5个夜间部分和5个日间部分。之所以要把一天分成两个部分，是为了便于团队在不同部分之中寻找规律。随后，他们会在早晨、中午和晚上各交易一次。

西蒙斯想知道还有没有更好的切分交易数据的方法，这也许能让团队在日内交易数据中发现新的价格规律。劳弗尝试先把一天一分为二，再一分为四，最后发现分成5分钟的时间段是比较理想的方式。至关重要的是，公司的计算机算力已经得到了很大的提升，可以让劳弗运算更高频次的历史数据。例如，当投资者普遍为市场走势感到紧张的时候，可可期货的价格是不是通常先在第188个5分钟内下跌，之后又在第199个5分钟内反弹？当投资者担忧通胀的时候，黄金市场会不会在第50个5分钟内看到强劲的买单，而在第63个5分钟内买单又会走弱？

劳弗的5分钟分段法使得团队有能力识别新的价格异常情况和潜在趋势，或者用他们的术语来说，叫作“非随机交易效应”（Nonrandom Trading Effects）。斯特劳斯等人做了很多测试，以防止过度挖掘数据而形成伪策略，但是很多新发现的策略还是站住了脚。

大奖章基金团队好像是第一次戴上了近视眼镜，整个市场都变清晰了。有一个发现是这样的：周五早上某些5分钟线内的走势能够稳定地预测当天收盘前的市况。劳弗的研究还指出，如果市场在收盘前走高，那么你可以抢在收盘前买入期货，然后在次日开盘后卖出，这样往往有利可图。

他们还发现了与波动性有关的预测效应，以及一系列的“组合效应”，比如相互配对的金价和银价、柴油和原油等交易品种的价格，在交易日内的某段时间同向运动的概率比其他时段更高。其实这些新发现的交易信号背后的逻辑尚不清楚，但是它们的P值(45)低于0.01，意味着它们是显著的，并非统计幻觉，所以这些信号也被加入了交易系统。

然而，西蒙斯认识到，仅仅拥有一系列有利可图的交易信号是远远不够的。“我们如何扣动扳机？”他问劳弗及其团队。

西蒙斯鼓励他们着手解决另一个令人苦恼的问题：大奖章基金管理的资金规模有限，应该在目前发现的这么多可供交易的信号上如何分配呢？哪个应该下重手呢？于是劳弗开始开发计算机模型来识别日内的最优交易，西蒙斯称之为“投注算法”（Betting Algorithm）。劳弗认为这个算法应该是动态调整的，即根据对未来市场变化方向的实时概率分析，对基金持仓进行调整。这种算法就是早期形式的机器学习。

与一位大奖章基金的投资人一起驾车去石溪的路上，西蒙斯激动不已。“我们的系统是活的，它一直在自我修正，”西蒙斯说，“我们应该好好栽培它。”

公司目前只有10位左右的雇员，要想跟上行业趋势甚至赶上D. E. Shaw这样的公司，西蒙斯必须先补充人手。一天，纽约州立大学石溪分校的一位名叫克雷西米尔·佩纳维奇（Kresimir Penavic）的博士生驱车前来面试。他等着见劳弗的时候，西蒙斯穿着破旧的裤子和休

闲鞋，手里夹着烟，来回踱步并打量着这位应聘者。“你在纽约州立大学石溪分校上学？”西蒙斯问。佩纳维奇点点头。“你都干过些什么？”西蒙斯接着问。佩纳维奇并不清楚面前这位发问的人是谁，于是开始讲他在读应用数学本科的时候做过的一些事情。

西蒙斯有点儿不耐烦。“那些都是琐事。”西蒙斯嘲笑道。这已经是一位数学家能说出口的最呛人的话了。执着的佩纳维奇没有就此打住，而是继续跟西蒙斯介绍他写的论文，这篇论文是关于一个尚未解决的代数问题的。“这个问题并不琐碎。”佩纳维奇坚持道。“这还是很琐碎。”西蒙斯的手臂一挥，烟灰差点飘到佩纳维奇的脸上。年轻人有点儿恼怒了，这时西蒙斯却咧嘴而笑，就像在和佩纳维奇玩恶作剧。“但我还是喜欢你。”西蒙斯说。过了不久，佩纳维奇就被录取了。

几乎同一时间，一位名叫尼克·帕特森的研究员也加入了团队，尽管他对这份工作并不十分满意。帕特森心里总是怀疑西蒙斯在进行某种诈骗活动，他很难消除这个疑虑。

劳弗的短期交易策略见效了：1992年，大奖章基金连续3年取得33%的年化收益率，管理规模也达到了1亿美元，公司收取了巨额的管理费。这些都称不上是诈骗，真正称得上诈骗的是，西蒙斯他们依靠自己都不完全理解的计算机模型卷走了如此之多的利润。

连文艺复兴科技公司的办公室在帕特森眼里也不是那么合法。西蒙斯已经把公司的研究中心搬到了一栋建造于19世纪的居民楼的顶楼。这座房子位于石溪的居民区，在绿树成荫的北国路上。房子里挤了9个人，这些人分属于西蒙斯投资的各个板块，包括做风险投资和股票交易的。每个人都不知道其他人具体在做些什么，西蒙斯也并不是每天都来。空间如此狭小，帕特森甚至都没有坐的地方。最后，帕特森在西蒙斯办公室的一角放了桌椅，总算坐了下来。西蒙斯每周会花一半时间在纽约的办公室，所以他并不介意帕特森的这一举动。

帕特森对西蒙斯在数学和密码破译领域的成就心知肚明，但这些并不能减轻他的疑虑。“数学家也可能是骗子，”帕特森说，“在对冲基金里洗钱是很容易的。”整整一个月的时间里，帕特森每天都会偷偷地记下大奖章基金组合中各持仓品种的收盘结算价，然后仔细地和《华尔街日报》上登载的数据进行比对，看是否契合。(46)

确认西蒙斯没有行骗之后，帕特森才放心地把注意力转移到工作上来，他想运用自己的数学技巧来改善模型。事实上，帕特森花了好些年才弄明白自己对数学充满了热爱。在他年轻的时候，数学对他来说只是一种能起到保护作用的工具。帕特森的面部发育不良，这是一种罕见的先天性疾病，导致他的左脸扭曲，左眼也失明了。[1]他出生在伦敦市中心的贝斯沃特区，是家里的独生子。很小的时候，他就被送到寄宿学校学习，但在那里受到了无情的欺侮。虽然每周只能和父母见上一次，但是帕特森体现了英国人特有的强硬态度，他把优异的课堂表现当成了他的优势。“我进化出了适合学术的大脑和英式的强硬性格。”帕特森回忆道，“我是一个异类，但是还有用处，所以他们留下了我。”

帕特森最初之所以最喜欢数学，一是因为他非常喜欢参与竞争，二是因为这是他觉得自己可以主宰的领域。直到16岁，他才发现自己是真的喜欢这门学科。数年之后，从剑桥大学毕业的帕特森找了一份写商业代码的工作。所以，帕特森的天然优势在于，他比其他数学家更懂得如何给计算机编程。

帕特森是一位国际象棋高手，他花了很多时间在伦敦的一家咖啡馆和其他客人下棋。这家咖啡馆提供棋具租借服务，还经常组织客人进行比赛。帕特森经常击败年龄比他大很多的棋手。后来他发现这家咖啡馆没有这么简单，有一架秘密楼梯通往一个房间，这里举行的是当地一个黑帮老大组织的非法牌局。帕特森参加了牌局，迅速地发现自己是个打牌高手，还赢了大把现金。帕特森的能力引起了黑帮老大

的注意，他向帕特森提出了一个难以拒绝的邀约：“如果你下楼帮我下棋，那么输钱我来承担，赢钱咱俩平分。”这对帕特森来说是没有风险的，但是他还是拒绝了这个邀约。黑帮老大告诉帕特森不要在错误的道路上越走越远。“你这个蠢货！你不可能用数学赚到钱！”黑帮老大嗤之以鼻。

这次经历让帕特森学会了不能轻信任何看起来似乎合法的赚钱途径，这也是为什么他后来总是对西蒙斯抱有怀疑。

研究生毕业之后，帕特森成了英国政府的一名密码专家。他所在的部门就是多年前艾伦·图灵所在的部门，艾伦·图灵因为在第二次世界大战时破译了德国的密码而享有盛誉。帕特森的职责是创建统计模型来加密和反加密机密信息。帕特森运用的主要是简单而深刻的贝叶斯定理(47)，即如果获知更新更客观的信息，人们就可以得出更优的概率估计。他破译了数据中被人们忽视的规律，解决了该领域中一个长久存在的问题。这个发现对于政府来说非常有价值，某些在同盟国内部分享的绝密文件上甚至写着“仅供美国人和尼克·帕特森参阅”。“感觉好像是给詹姆斯·邦德的绝密文件。”帕特森说。

几年之后，政府部门进行了薪酬改革，行政管理人员的薪资水平被提升到了密码专家之上，帕特森坐不住了。“这不是钱的问题，这是一种侮辱。”帕特森告诉妻子，“我宁可去开大巴也不愿意再待下去，我必须走。”

帕特森去了国防分析研究所，正是在这里，他结识了西蒙斯和鲍姆。但是当帕特森快到50岁的时候，他显得越来越焦虑。“我父亲在50多岁的时候过得还很艰难，这让我心有余悸。”帕特森回忆道，此时他的两个孩子都即将上大学，“我的积蓄不太够，我不想落入像父亲那样的处境。”

正巧，西蒙斯很快就打来电话，听起来很急。“我们得谈一谈，”西蒙斯说，“你可以为我工作吗？”

去文艺复兴科技公司工作对帕特森来讲是合适的，因为西蒙斯的团队做的就是通过分析大量杂乱而复杂的价格数据来预测未来的价格。帕特森觉得他天生多疑的性格非常有助于从市场的随机波动中察觉出真正的信号，他的编程技能也能用得上。而且，和文艺复兴科技公司其他雇员不同的是，帕特森是真正从事过投资活动的，尽管不多，但他的确懂一些金融。“我觉得我比他们懂多了，因为我持有一只指数基金。”帕特森说。

帕特森察觉到世界正在“变得越来越数学化”，计算机的算力也在呈现指数级增长。他觉得西蒙斯依靠高阶数学和统计学有机会颠覆投资界。“50年前，我们什么都做不了，但现在正当其时。”帕特森说。在排除了西蒙斯是个骗子的可能性之后，帕特森把电脑拖进西蒙斯的办公室，开始着手帮助劳弗解决难题。识别有利可图的交易只是整个游戏的一部分，买入卖出的冲击成本也是大问题，控制不好的话，获利空间会大大缩减。比如，你认为铜价会从3美元涨到3.1美元，但是在你的买单被执行完之前，价格已经涨到3.05美元了。出现这种情况的原因可能是交易商从中作祟，使得潜在获利空间被吃掉了一半。

从一开始，西蒙斯的团队就对交易成本非常在意，称之为“磨损”（Slippage）。他们经常会测算在没有交易成本的情况下，获利水平会提升多少。对于模型给出的理论价格和实际操作中得到的价格之间的差额，团队给它起了个名字，称之为“魔鬼”（The Devil）。

起初，“魔鬼”的真实体量只能靠猜。但是随着计算机算力的提高和斯特劳斯收集的数据越来越多，劳弗和帕特森开始写程序跟踪实际成交价格和理想价格间的差距，以及该差距对投资业绩的影响。帕特森正式加入文艺复兴科技公司的时候，公司已经可以用一个模拟器把实际成交价格中的交易成本剥离出来，估算出有多少投资业绩被磨损了。

为了减小交易损失，劳弗和帕特森着手开发复杂的方法，希望能把交易分散到不同的期货交易所，从而降低每一笔交易的成本。如今，文艺复兴科技公司已经可以很好地选择投资品种了，而不是像一开始那样对于市场和品种的选择不知所措。他们陆续把德国、英国和意大利的债券，伦敦的利率期货，日经指数的期权和日本国债等品种都纳入了交易范畴。

大奖章基金的交易开始变得频繁。开始一天交易5次，后来上升到16次。他们会挑一天内交易量最大的时间段下单，以减小冲击成本。此时，大奖章基金的交易员还是通过电话下单，但很快他们就会有更快捷的交易方式了。

自作聪明的人太多了

直到那个时候，西蒙斯和他的同事们还不是十分明白，为什么他们不断丰富的算法对价格有这么强的预见性。他们毕竟是科学家和数学家，不是分析师或经济学家。只要某些交易信号有利可图，并且有着显著的统计学意义，那么就值得加入他们的交易模型。“我不知道为什么行星都绕着太阳旋转，”西蒙斯告诉一位同事，想要说明没必要弄清楚市场为什么是这么运行的，“但这并不代表我不能识别这种状态。”

收益累积的速度依然很快，甚至有点儿让人难以理解了。仅1994年6月这一个月，大奖章基金就取得了25%的收益率，当年年底的收益率达到了71%，连西蒙斯都称“相当杰出”。更难能可贵的是，1994年是美联储出人意料地连续加息的一年，许多投资者损失惨重。

文艺复兴科技公司的团队对他们的交易模型充满了好奇心，他们的不少基金持有人也是如此。他们也一直很想知道大奖章基金的运行

逻辑到底是什么。如果大奖章基金在参与的大多数交易中都赚钱的话，那么谁是持续的输家呢？

渐渐地，西蒙斯认识到，输家并不是那些买入并长期持有的个人投资者，也不是那些根据公司需要调整外汇头寸的跨国公司的财务管理部门。西蒙斯告诉基金持有人，事实上，文艺复兴科技公司是利用其他投机者的疏忽和错误赚钱，无论其规模是大是小。“比如，某位经常预测法国债券市场的涨跌并频繁下注的国际对冲基金经理，就是一个很好的收割对象。”西蒙斯说。

劳弗对大奖章基金惊人的收益率有略微不同的理解。当帕特森对大奖章基金的收益来源表示好奇的时候，劳弗提到了那些频繁交易而又过度自信的交易者。“自作聪明的人太多了。”劳弗说。

劳弗的解释听起来略带嘲讽，但他和西蒙斯的观点却是比较前沿的。那个时候，大多数的学术研究都认为市场是有效的，要征服市场是不可能的，而个人做出的绝大多数投资决策都是理性的。但西蒙斯和同事们总觉得这种说法有失偏颇，他们觉得投资者有很多认知偏差，正是这些认知偏差导致了恐慌、泡沫、暴涨和崩盘。

西蒙斯不知道的是，其实有一个冉冉升起的新经济学流派会证实他的直觉。20世纪70年代，心理学家阿莫司·特沃斯基（Amos Tversky）和丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）研究了人们做决定的过程，证明了大多数人都倾向于做非理性的决定。后来，经济学家理查德·泰勒（Richard Thaler）运用心理学的观点来解释投资者行为中的异常现象，催生了一门研究个人和投资者认知偏差的学科，叫作“行为经济学”。已经被识别出来的典型心理偏差包括“损失厌恶”（Loss Aversion）、“锚固偏见”（Anchoring Bias）和“禀赋效应”（Endowment Effect）。损失厌恶是指，投资者因承受损失而感受到的痛苦是因获利而感受到的满足的两倍；“锚固偏见”是指，

先入为主的信息或经验会扭曲当前的判断；“禀赋效应”就是俗话说的“屁股决定脑袋”。

卡尼曼和泰勒因为这方面的研究获得了诺贝尔奖。后来的许多调查表明，投资者其实比他们认为的更加非理性，重复地犯着类似的错误。面对压力，投资者会感到慌乱，继而做出偏感性的决定。所以，大奖章基金发现其利润的最大头常常是在金融市场的极端情况下实现的，这并不是一种巧合。大奖章基金的这种盈利现象将持续几十年。

和大多数投资者一样，在基金表现黯淡的时候，西蒙斯也会紧张。极少数的几次，西蒙斯对公司的整体持仓动了手脚。但是整体来看，西蒙斯还是忠于交易模型的，因为他还清楚地记得依靠自己的直觉交易是多么困难。西蒙斯和大家有一个约定，即无论大奖章基金的表现如何，都绝不僭越模型，更不能因个人情绪波动而影响基金的操作。“我们的盈亏不是一个输入变量，”帕特森说，“我们是有七情六欲的普通交易者，但是系统可不会感情用事，正是类似的情感波动导致了市场中各种交易机会的出现。”

西蒙斯并没有使用基于行为经济学的统计模型，因为他们无法设计一种可以避免或利用投资者心理偏差的算法。然而，团队也逐渐认识到，正是这些心理偏差和过度反应为他们的利润做了一部分贡献，他们的系统似乎特别善于利用其他交易者所犯的具有普遍性的错误。“我们实际上是在对人类行为建模，”佩纳维奇解释道，“人类在高压下的行为具有很高的可预测性，他们会本能地表现出恐慌。我们建模的前提是人类会不断重复过去的行为……我们学会了利用这一点。”

又激动，又焦虑

投资者终于开始注意到大奖章基金的表现了。1993年，伦敦的一家专门服务高净值客户的投资公司、第一批投资对冲基金的机构投资者GAM Holding，向文艺复兴科技公司注资2 500万美元。此时，西蒙斯和他的团队已经不愿意再对外分享基金的运作机制了，以免给竞争对手可乘之机。但这让GAM Holding公司的管理层很为难，因为他们素来是要充分理解他们所投基金的运作逻辑的。GAM Holding公司最终认为，把客户的钱放在文艺复兴科技公司至少是安全的，但他们依然不理解大奖章基金是怎么赚到这么多钱的。GAM Holding公司的高层虽然对大奖章基金的业绩表现激动不已，但是他们也和其他持有人一样，持续地为大奖章基金而焦虑。“我总是过得战战兢兢的，担心什么地方会出问题。”戴维·麦卡锡（David McCarthy）说，他是GAM Holding公司负责与文艺复兴科技公司对接的人。

很快，西蒙斯的挑战将要浮出水面。

透明带来竞争，曝光得越少越好

截至1993年年末，大奖章基金的管理规模达到了2.8亿美元。西蒙斯很担心基金规模膨胀之后会带来过大的摩擦成本，从而影响基金的收益率，于是他下令把基金暂时封闭。

西蒙斯的团队变得更为神秘。客户拨打他们曼哈顿办公室的咨询电话，只能听到关于最新净值的录音；而如果客户想要知道更多的细节，则要去问文艺复兴科技公司的律师。这些举动都是为了防止竞争对手获知基金的情况。“优秀的业绩让我们变得很引人瞩目，这也许是我们最大的挑战。”西蒙斯在给客户的信中写道，“透明带来竞争，所以曝光得越少越好。”西蒙斯强烈要求持有人不要透露任何基金动作的细节。“我们唯一的防御手段就是三缄其口。”西蒙斯告诉他们。

这种神秘做派有时候也会给公司带来损失。1995年冬天，一位在布鲁克黑文国家实验室的相对论重离子对撞机部门工作的，名叫迈克尔·波特罗（Michael Botlo）的科学家接到了来自文艺复兴科技公司高层的电话，询问他是否有意加盟。

顶着暴风雪，波特罗开着他老掉牙的马自达汽车来到了文艺复兴科技公司的新办公室。新办公室坐落在纽约州立大学石溪分校校园附近的高科技园区中，位于一家医院和一家潜水吧的旁边。波特罗走进办公室，拍掉身上的积雪，立即被眼前狭小、拥挤又杂乱的办公室震惊了。当波特罗坐下与帕特森和其他雇员交谈的时候，发现他们只字不提基金运作和交易方法，而是只谈论天气，这让波特罗相当困惑。“寒暄得太多了吧。”波特罗想。

当波特罗被告知文艺复兴科技公司还在用古老的PERL语言编程的时候，他更加怀疑了。因为现在华尔街的大公司早就用C++一类的新式编程语言了。实际上，文艺复兴科技公司只是用PERL来记账而已，并不是用来交易，但是没人愿意和一个外人说清楚。“看起来就像4个家伙挤在车库里，而且他们看不起，也并不太懂计算机。他们只是坐着，很少有人去碰电脑，”波特罗说，“这看起来对我并不十分具有吸引力。”几天之后，波特罗写了一个纸条给帕特森：“我已经决定加入摩根士丹利，以便更好地了解这个行业。”这无异于给了帕特森当头一棒。

1995年，西蒙斯接到了普惠集团（PaineWebber）的高层打来的电话，这是一家大型证券公司，他们表达了想要收购文艺复兴科技公司的意愿。西蒙斯多年的打拼结果和文艺复兴科技公司惊人的收益率，让华尔街的大佬们终于注意到了他们那具有开创性的投资方法。收获的季节即将来临。

西蒙斯指定帕特森去见普惠集团的高层，但是他很快就认识到这家公司并不是对他的革命性交易策略或者模型感兴趣。他们只是在翻

阅对冲基金的客户名单时，吃惊地发现客户们付给文艺复兴科技公司的费率竟然如此之高。普惠集团收购文艺复兴科技公司的真正目的在于接触其客户，他们想把自己的产品通过文艺复兴科技公司卖给其忠实的拥趸。显然，会谈无法再进行下去了，文艺复兴科技公司的部分成员觉得很失望。华尔街的主流还是不信任计算机投资，觉得风险很大。“他们觉得算法这东西毫无意义。”帕特森说。

“皇帝们总想开疆拓土”

大奖章基金依然气势如虹，在期货市场获利巨大，管理规模也达到了6亿美元。但西蒙斯确信，大奖章基金已经陷入了困境。劳弗的模型精确地测算出了摩擦成本，劳弗明确指出，如果大奖章基金的管理规模进一步上升，收益率将显著回落。比如谷物类期货市场，它的容量不够，如果再有新增资金进入，势必增大摩擦成本。而在容量更大的债券和外汇市场，大奖章基金也很难更进一步。

坊间传闻说，大奖章基金有某种赚钱的秘诀，于是有人就开始想钻空子。文艺复兴科技公司的一位同事出差去芝加哥的时候，竟然发现有人在偷窥大奖章基金的欧元美元交易。当大奖章基金有交易操作时，这位“间谍”会做出各种手势，让同伙抢先行动。这种举动毫无疑问会降低大奖章基金的收益率。有人甚至还做了大奖章基金日内交易时段的索引表。场内交易员们还给西蒙斯的团队起了个外号，叫“酋长”（the Sheiks），这足以说明大奖章基金在某些期货品种上的影响力。文艺复兴科技公司不得不调整自己的交易行为，使之更为隐秘和无法预测。但这些信号也表明，文艺复兴科技公司的成长速度的确有些过快了。

西蒙斯还担心，随着越来越多竞争对手采取相似的策略，他赖以生存的交易信号会逐渐减弱。“系统一直存在漏洞，”西蒙斯首次接受采访时坦言，“所以我们必须确保领先优势。”[2]

文艺复兴科技公司里的一些人并不认为这是什么大问题。的确，限制申购会妨碍文艺复兴科技公司成为全球最大的对冲基金，可是那又如何？即使基金的规模仅维持现状，他们也都会变得非常富有。“我们为什么不把规模保持在6亿美元？”斯特劳斯问西蒙斯。这样的话，大奖章基金每年还能赚2亿美元利润，这已经足够让大家满意了。“不，”西蒙斯说，“我们可以做得更好。”西蒙斯坚持要寻找容纳更大基金规模的方法，这让一些同事很困惑。“皇帝们总想开疆拓土。”一位同事抱怨道。

罗伯特·弗雷曾是摩根士丹利的一位量化交易员，后来供职于西蒙斯投资的股票投资公司开普勒资产管理公司，他对于西蒙斯推动扩张的决心深表理解。“西蒙斯一直决心要做一些大事，”弗雷说，“甚至可能会开创一个新的投资流派。他想要拥有一个非凡的人生……如果是做基金，他就要做到最好。”

弗雷还认为，西蒙斯长久以来一直被两个现实的目标驱策着：证明自己解决问题的能力和提升赚钱的能力。朋友们从来都不理解为什么西蒙斯想赚这么多钱，但是西蒙斯的这种欲望从没停歇过。

想要扩张基金规模又不影响收益率，西蒙斯只有一条路可走：踏入股票市场之门。因为股票市场的容量和深度足够大，再大的交易规模都对收益率影响甚微。但问题是，西蒙斯和他的团队一直没有摸到在股票市场赚钱的门道。弗雷一直在开普勒资产管理公司运行着他的交易策略，但是业绩平平，这也增加了西蒙斯的压力。

为了保持大奖章基金的业绩并提高运营效率，西蒙斯决定把团队迁往长岛。这会影响到在北加州工作的10位雇员的生活。斯特劳斯正在上高中的儿子特别反对这次迁徙，斯特劳斯也表示不愿意千里迢迢去长岛，他对于西蒙斯迫使北加州的同事们改变生活轨道的做法很不满。斯特劳斯主管交易，又是初创成员中仅存的一位，而且他对公司的成功起到了至关重要的作用，同时，斯特劳斯还持有一部分公司股

权，所以他要求就迁址合并一事发起股东投票。结果斯特劳斯输了，他非常沮丧。

1996年，斯特劳斯决定出让文艺复兴科技公司的股权并离开公司，这是对西蒙斯的又一次打击。后来，西蒙斯还迫使斯特劳斯和其他非公司雇员的投资者从大奖章基金中撤资。斯特劳斯本来是可以争取特殊待遇，以无限期持有大奖章基金的，但是他觉得也许投资其他类似的基金也是一样的。“我觉得我们其实没什么特别的，”斯特劳斯说，“如果我当时觉得大奖章基金有什么秘密武器的话，那我一定会确保自己能持续投资大奖章基金的。”

保罗·西蒙斯的去世

西蒙斯和他的团队夜以继日地致力于寻找新的投资路径，同时也疲于应对斯特劳斯离去造成的影响，但是西蒙斯并没有从他的数学家朋友那里得到多少帮助。他们依然不理解为什么西蒙斯要在金融市场上花这么多的时间，他们看到的只是一个天才把天赋浪费在了琐事上。当年西蒙斯离开纽约州立大学石溪分校之后的一个周末下午，学校一位名叫丹尼斯·沙利文（Dennis Sullivan）的知名拓扑学家曾经造访过西蒙斯，当时西蒙斯正在给他和芭芭拉的儿子内森尼尔准备生日派对。西蒙斯给大家都发了水枪，并参与了各种嬉戏打闹。沙利文十分不理解西蒙斯的选择。“说实在的，我很恼火。”沙利文说，“数学是神圣的，而西蒙斯是一位能够攻克最难问题的数学家……他怎么能这样？我对他的选择很是失望。”

西蒙斯还经常和尼古拉斯开各种玩笑，尼古拉斯是他和玛丽莲的第一个儿子，性格和他父亲一样外向，富有幽默感。

但是随着与西蒙斯的接触日渐深入，沙利文对他的看法也在改变。沙利文到西蒙斯家做客的时候，经常看到西蒙斯悉心照顾年迈的

父母。沙利文很欣赏西蒙斯对于家人的关爱，特别是对受到先天疾病困扰的保罗的关爱。17岁的时候，保罗癫痫发作，后续只能靠持续服药来压制病情。但是这些病痛并没有击垮保罗，反而激发了他的信心。终其一生，保罗都在坚持锻炼身体，几乎每天都要做多组引体向上和俯卧撑，并且成了一名优秀的滑雪爱好者和自行车手。保罗生性热爱自由，对数学或交易都不感兴趣。长大以后，保罗坚持徒步、滑雪、遛狗，并和本地一位年轻的姑娘保持着亲密的关系，他特别喜欢石溪磨坊池塘周围的安静平和，经常在那里骑行。

1996年9月，刚过34岁的生日，保罗就穿上骑行装，骑上他那品质一流的自行车，去进行一场快速骑行。过程中，一位老妇人倒车的时候没有看到正飞驰而来的保罗，把车倒出了行车道。老妇人撞上了保罗，导致保罗当场死亡，这是一场悲惨的事故。几天之后，也许是不堪对于事故的愧疚，这位老妇人死于心脏病突发。

西蒙斯和芭芭拉极其伤心。之后的几周，西蒙斯几乎成了行尸走肉。他整天躲在家里，依赖家人的支撑，工作也被搁置了。同事们都不知道西蒙斯会怎么抚平自己的伤痛，需要多久才能走出伤痛的阴影。“你不可能忘得掉这个伤痛，”芭芭拉说，“你只能学着去压制它。”

当西蒙斯终于回到工作岗位之后，他的朋友们意识到他需要用一些事情来转移注意力。最终西蒙斯重新把注意力放到了股票交易上，这是他把公司做大的最后希望了。

不久之后，事实证明，西蒙斯似乎只是在浪费时间。

征服市场的策略

- 劳弗做了一个价值连城的决定：大奖章基金应该只用单一的交易模型，而不是像其他量

化交易公司那样在各种市场和市况下使用多个不同的模型。尽管使用多个交易模型会更直观，但单一模型可以更充分地利用斯特劳斯收集的广泛的定价数据，在多资产类别中更全面地寻找相关性和交易信号。

- 为了解决“大奖章基金管理的资金规模有限，应该在目前发现的这么多可供交易的信号上如何分配”这个问题，劳弗开始开发计算机模型来识别日内的最优交易。劳弗认为这个算法应该是动态调整的，即根据对未来市场变化方向的实时概率分析，对基金持仓进行调整。这种算法就是早期形式的机器学习。
- 从一开始，西蒙斯的团队就对交易成本非常在意，称之为“磨损”。他们经常会测算在没有交易成本的情况下，获利水平会提升多少。对于模型给出的理论价格和实际操作中得到的价格之间的差额，团队给它起了个名字，称之为“魔鬼”。

第9章
挖角IBM，招揽最优秀的人才

很明显，在市场上赚钱最稳妥的方法就是不断挖掘上市公司的动向和分析经济的趋势。让这些经验丰富的专业人士相信计算机的力量几乎是不可能的。但是西蒙斯不信邪，他依然在努力尝试从股市中赚钱。

“没有人仅根据一个数字就能做出决定，他们需要的是一个故事。”

——丹尼尔·卡尼曼

詹姆斯·西蒙斯似乎找到了交易商品、外汇和债券的完美方法：依赖具有预测性的数学模型。然而，西蒙斯知道，如果想要文艺复兴科技公司真正变得强大，他们必须能够从股市中赚钱。

西蒙斯不知道从哪里来的自信。20世纪90年代初期还是基本面投资者的黄金时代，他们采用的主要方式是调研公司，即研究各种年报和财务报表，沃伦·巴菲特是此类投资方式的拥趸。这类投资者主要依赖直觉和经验，用到的都是脑力，而非计算机。对于西蒙斯来说，跨入股市就是驶入一片未知的海域。

彼得·林奇就是基本面投资者的典范。1977到1990年，彼得·林奇凭借优秀的选股能力帮助富达公司麦哲伦基金（Magellan Mutual Fund）的管理规模从1亿美元增长到了160亿美元，平均年化收益率达到29%，14年中有11年都跑赢了基金指数。彼得·林奇从不关注所谓的隐藏价格规律，而这正是西蒙斯他们做出投资决策的根本依据。林奇认为，普通投资者只要持有他们最了解的公司的股票，就能跑赢市场。“懂你所投资的”是林奇的投资秘诀。

林奇的投资逻辑主要是寻找有较大盈利空间的“有故事的股票”，他用这个方法找到了诸如唐恩都乐（Dunkin’ Donuts）那样的公司。这是一家在富达公司所在地马萨诸塞州广受欢迎的甜甜圈制作公司，林奇买它的股票部分是因为“它不受低价韩国进口品的竞争影响”。还有一次，林奇的妻子卡罗琳带回家一双蛋牌（L’eggs）丝袜，这是一种被塞进独特的蛋形塑料容器里的连裤袜，一般放在超市或药店的结账柜台旁边销售。卡罗琳很喜欢蛋牌丝袜，所以她的丈夫

当然也喜欢它。于是林奇买了很多蛋牌丝袜制造商恒适公司（Hanes）的股票，尽管当时大多数丝袜类产品都是在百货商店或女式服装店销售的，而不是在药店。“我的确也做了一些研究，”彼得·林奇说，“我发现一般的女性每周都会去一次超市或药店，但她们每6周才会去一次服装店或百货商场。并且，所有质量比较好的丝袜或者连裤袜都是在百货商场出售的，在超市卖的质量都很差。”当另一个丝袜的新品牌出现的时候，为了测试其质量，林奇还买了48双让他的同事们试穿，得到的结果是不如蛋牌好。后来，恒适公司的股票成了林奇投资组合中的一只10倍股。

林奇最重要的工具是他的电话，而不是电脑。他会定期致电或者拜访一些他熟识的管理层，询问关于他们在业务、竞争对手、供应商和客户等方面的最新情况。这种做法在当时是合法的，尽管投资规模小一些的投资者是无从得知这些信息的。“计算机不会告诉你某种商业趋势会持续一个月还是一年。”林奇说。[1]

到1990年的时候，每100个美国人中就有1个投资了麦哲伦基金，而林奇的著作《战胜华尔街》（*One Up on Wall Street*）销量也超过100万册。在书中，林奇鼓励投资者们寻找无处不在的投资机会。随着富达公司制霸公募基金业，它开始安排年轻分析师们每年给几百家公司打电话。林奇的继任者们，包括杰弗瑞·威尼克（Jeffrey Vinik）在内，都是用调研的方式获取相对于竞争对手的信息优势的。

“威尼克让我们在来回机场的路上和大巴司机攀谈，以期了解当地经济或者某家我们正要拜访的公司的情况。”丹尼斯·让-雅克（Dennis Jean-Jacques）回忆道，当时他还是富达公司的分析师，“我们也会在这家公司的食堂吃饭……或者找一家附近的餐厅，这样我们就能在吃饭时向服务员打听这家公司的真实情况。”

当林奇和威尼克在波士顿赚大钱的时候，比尔·格罗斯正在美国国土的另一端，加州的纽波特海滩，构建着他的债券帝国。格罗斯的

公司叫太平洋投资管理公司。格罗斯在读完爱德华·索普关于赌博的书之后，用玩21点赢的钱付了商学院的学费。格罗斯非常善于预测全球利率的走势，他以视角独特又丰富多彩的观点而著称于金融界。每天格罗斯来办公室的时候，几乎都穿着定制的高级衬衫，领带松松垮垮地挂在领子上，因为经过早间剧烈的健身和瑜伽运动，他的身体还处于兴奋状态。

像西蒙斯一样，格罗斯用数学方法分析他的投资，但是他的公式中掺进了大量的直觉因素。格罗斯在1995年成了投资大赢家，他做空的利率大幅下跌，使得他的债券基金获得了20%的收益率，这是债券基金史上的最高收益率。投资者给格罗斯冠以“债券之王”的美誉，格罗斯开始了他制霸债市的旅程。

与此同时，所谓的宏观投资者登上了历史舞台，使全球的政治领袖心中一惊。与西蒙斯等人的频繁短期交易不同，宏观投资者的套路是预测全球政治和经济的变化，主要的利润来自次数有限的大规模下注。

斯坦利·德鲁肯米勒正是他们当中一颗冉冉升起的新星。德鲁肯米勒是匹兹堡人，时年35岁，有着一头蓬松的头发，因为某些情况而与经济学博士学位失之交臂。在加入乔治·索罗斯的量子基金（Quantum Fund）之前，他是一位业绩领先的共同基金经理。德鲁肯米勒的投资方法主要是深入分析经济数据和各种新闻，力求在全球政治经济发生大的变化之前埋伏进去。

但是仅仅6个月之后，索罗斯就后悔雇了德鲁肯米勒。由于担心亏损，索罗斯趁德鲁肯米勒飞去匹兹堡的时候，把他的债券持仓全部清掉了，甚至一声招呼都没打。一下飞机，德鲁肯米勒得知这个情况后，立即找了个公用电话，打给索罗斯请辞。[2]

几天之后，索罗斯冷静了下来，给德鲁肯米勒道了歉，并且说要去欧洲出差6个月。索罗斯也想趁这段时间看看德鲁肯米勒之前的一连

串亏损“是因为干扰因素太多了，还是因为他确实无能”。

几个月之后，竖立在东德与西德之间的柏林墙倒塌，投资者担心西德的经济和货币会受到东德的影响。德鲁肯米勒不这么认为，他觉得这会提振德国经济，而不会抑制经济的发展，德国央行也会谨慎对待货币政策以抑制通货膨胀。“我笃信德国人非常惧怕通货膨胀，”德鲁肯米勒说道，“他们不可能让货币大幅贬值。”

索罗斯不在的这段时间，德鲁肯米勒对德国马克下了重注，为量子基金在1990年斩获了接近30%的收益率。2年之后的一天，德鲁肯米勒走进索罗斯在曼哈顿中城的宽敞办公室，与索罗斯沟通了他即将要做的大动作：逐步提升做空英镑的仓位。德鲁肯米勒告诉索罗斯，英国政府一定会试图从欧洲汇率机制中脱离，然后让英镑贬值，以帮助英国走出衰退的困境。德鲁肯米勒的这个观点并不主流，但是他很有自信。

一阵沉默之后，随后索罗斯露出了困惑的表情。“索罗斯的表情像是在说‘你这个白痴’。”德鲁肯米勒回忆道。

“这听起来有点儿匪夷所思。”索罗斯回答他。在德鲁肯米勒开口想申辩之前，索罗斯打断了他：“你说的没错，这种级别的机会20年才会出现一次。”索罗斯要求德鲁肯米勒尽可能提升做空英镑的仓位。量子基金最终持有了100亿美元左右的英镑空头头寸。

很快，其他投资者也意识到这个机会，加入了做空英镑的行列，压低英镑币值，并向英国当局施压。1992年9月16日，英国政府放弃了努力，英镑大幅贬值20%，德鲁肯米勒和索罗斯在20个小时之内就赚了10亿美元。量子基金在1993年取得了60%的收益率，基金管理规模也膨胀到了80亿美元，远远超过了索罗斯当初的想象。之后的十几年内，这次交易都被认为是史上最伟大的交易，它强有力地展示了智慧和勇气的价值。很明显，在市场上赚钱最稳妥的方法就是不断挖掘上市公司的动向和分析经济的趋势。让这些经验丰富的专业人士相信计算机

的力量几乎是不可能的。但是西蒙斯不信邪，他依然在努力尝试从股市中赚钱。

由西蒙斯投资的、罗伯特·弗雷创办的开普勒资产管理公司也在努力之中。该公司正在努力改善其统计套利策略的表现。这个策略是弗雷等人在摩根士丹利开发的，通过识别少量的全市场因子来解释个股的变化。比如，美国联合航空公司（United Airlines）的股价走势，取决于其对于股市整体走势、油价和利率等因素的敏感性。而其他股票的走势，比如沃尔玛公司股票，也是受这些因素影响的，只是敏感性不同而已。

开普勒资产管理公司将这种方法用于统计套利，基于这些因素的变化情况，根据不同股票的敏感性测算出其理论上的价格趋势，然后做多低于趋势线的股票，同时做空高于趋势线的股票。比如在某个市场周期，苹果公司和星巴克的股价都涨了10%，但是从历史行情来看，苹果的股价弹性应该远大于星巴克，所以开普勒资产管理公司会买入苹果，卖出星巴克。运用时间序列分析等统计手段，弗雷等人不断地搜寻偏离历史趋势的交易机会，他们称之为“交易谬误”（Trading Errors）。这种手段背后的假设是，这些偏离随着时间推移大概率会被抹平。

弗雷的方法是利用不同股票之间的价格差异赚钱，而不在意股价的涨跌以及股市的走向，其难度明显低于预测股价走势的难度。所以，开普勒资产管理公司的投资组合可以被称为是“市场中性”（Market Neutral）的，即不受股市整体涨跌的影响。弗雷的模型专注于跟踪不同股票之间的价差是否符合历史趋势，这是一种均值回归策略。这样构建出来的投资组合非常有利于平抑净值的波动，夏普比率很高。夏普比率是以经济学家威廉·F.夏普（William F. Sharpe）的名字命名的，主要被用来衡量投资组合将风险纳入考量范围之后的回报率。高的夏普比率表示既好又平稳的业绩表现。

开普勒运营的对冲基金叫“Nova”，业绩平平，所以不少客户纷纷赎回资金。后来，这只基金被合并进了大奖章，但其表现仍然低迷。

问题其实并不在于弗雷的系统发现不了有利可图的投资机会。相反，它在识别投资机会和预测股价走势方面表现良好。关键在于，基金最终能实现的回报经常大幅低于其模型的理论值。弗雷就像一个能干的大厨，做了许多珍馐美味，但是在被送到餐桌前，它们却不翼而飞了。

对于弗雷等人的平庸表现，文艺复兴科技公司的一些人失去了耐心。劳弗、帕特森等人创建的模型可以运用投注算法，根据市场未来走势的概率分布，买卖商品等各类投资品种，并适时调整持仓，但弗雷却没有建立类似的股市模型。有人抱怨说弗雷的模型对于股市的微小波动太过敏感，持仓很容易受到股价突然变动的影响，在股价还没有显著变化之前就急于买入卖出。弗雷的系统似乎在辨别噪声和真正的信号方面效果不显著。

要解决这个问题，西蒙斯需要求助于两位奇人。一位“静如处子”，一位“动如脱兔”。

处在低谷状态中的聪明人

20世纪90年代初，当尼克·帕特森和亨利·劳弗一起致力于改进大奖章基金的交易模型时，西蒙斯逐渐发展了一个自己热衷的副业：为文艺复兴科技公司招揽人才。比如，为了升级公司的计算机系统，西蒙斯招募了杰奎琳·罗欣斯基（Jacqueline Rosinsky），这是公司的第一位系统管理员，后来成为公司信息技术等部门的负责人。后来又有其他女性员工进入了公司的法务部门等，当时，很少有女性参与研究、数据整理和交易等领域的工作[(48)]。帕特森对于招聘员工有着一

系列要求。他们要非常聪明，而且最好在与文艺复兴科技公司业务相关的领域取得过一些成就，比如发表过著名的论文或者获得过相关奖项。他对华尔街的人才并不感兴趣，帕特森不是对他们有偏见，而是觉得在别处可以找到更好的人才。“我们可以教你金融市场的运作规律，”帕特森解释说，“但不能让你变得聪明。”

此外，帕特森还告诉同事，那些从某个银行或对冲基金跳槽来文艺复兴科技公司的人，与那些没有金融领域工作经验的人相比，在关键时候更有可能表现不忠。这是至关重要的，因为西蒙斯非常强调公司内部的信息和观点共享，他要确保不会有人把这些信息告诉竞争对手。

如果候选人在其目前工作中感到痛苦不堪，那么这会让帕特森很兴奋。“我喜欢处在低谷状态中的聪明人。”帕特森说。

一天，帕特森在早报上看到了IBM裁员的新闻，他变得兴奋起来。他了解IBM杰出的语音识别团队取得的成就，也一直认为他们的研究和文艺复兴科技公司的业务有很多相似性。1993年年初，帕特森给该团队的两位负责人彼得·布朗和罗伯特·默瑟分别写信，邀请他们到文艺复兴科技公司的办公室探讨一下加盟的可能性。

布朗和默瑟的反应如出一辙，他们把帕特森的信随手扔进了身边的一个垃圾桶。不过，在经历了家庭剧变之后，他们都重新考虑了帕特森的邀请，准备为文艺复兴科技公司乃至世界的改变奠定基础。

罗伯特·默瑟，计算机的信徒

伴随罗伯特·默瑟一生的对计算机的热情是被他父亲点燃的。

托马斯·默瑟（Thomas Mercer）出生在加拿大不列颠哥伦比亚省的维多利亚市，他是一位才华横溢的科学家，后来成为气溶胶领域的世界级专家。气溶胶是大气中的一种悬浮物，会造成空气污染，也会

遮挡阳光导致地球变冷。托马斯早先在罗切斯特大学担任放射生物学和生物物理学教授长达10年之久，后来在新墨西哥州阿尔伯克基的一个专门治疗呼吸系统疾病的基地担任部门负责人。1946年，默瑟就出生在那里，是3个孩子中的老大。

默瑟的妈妈弗吉尼娅·默瑟（Virginia Mercer）对于戏剧和艺术非常着迷，但是默瑟却喜欢计算机。托马斯给默瑟看了最早批量生产的计算机之一IBM650的磁鼓和打孔卡，还给他解释了计算机的内部工作原理，这个10岁男孩儿自此着了迷，开始自己写各种程序，甚至写满了一个大号的笔记本。默瑟在拥有一台真正的计算机之前一直带着这个笔记本。

在桑迪亚高中和新墨西哥大学的各种俱乐部里，默瑟一直都以戴着眼镜、瘦削而低调的形象出现。然而，他好像天生擅长数学。他与两位同班同学在1964年的全国数学竞赛中获得了最高奖项，《阿尔伯克基日报》（*Albuquerque Journal*）还刊出了他的照片，照片上的他俊朗而自信。[3]

高中毕业以后，默瑟花了几周时间参加了位于西弗吉尼亚州山区的国家青年科学夏令营。他在营地找到了一台别人捐赠的电脑，这是一台IBM1620，每秒可以做50次10位数的运算。很明显，在夏天整日坐在室内对于夏令营成员们来讲简直无聊透顶，所以默瑟有了充分的时间来摆弄这台计算机。默瑟自学了FORTRAN语言，这是一种主要为科学家开发的语言。那年夏天，尼尔·阿姆斯特朗也造访了营地，5年之后他就成了登月第一人。他告诉夏令营成员们宇航员用的都是最先进的计算机，有些只有火柴盒那么大。默瑟张着嘴巴，专注地听着。“我当时很难想象这是真的。”默瑟后来回忆道。

在新墨西哥大学学习物理、化学和数学的时候，默瑟在约13千米外的柯特兰空军基地（Kirtland Airforce Base）的武器实验室找了一份兼职，在那儿他可以在基地的超级计算机上进行编程。就像棒球

手闻到新鲜草皮的味道一样，默瑟在柯特兰空军基地的机房里兴奋得不能自已。“我爱关于计算机的一切，”默瑟后来解释道，“我爱深夜机房里的孤独感，爱这里空气的味道、磁盘的嗡嗡声和打印机的咔嗒声。”

一个年轻人对机房如此着迷，确实有些不寻常甚至荒谬，但是在20世纪60年代晚期，计算机确实代表了未来世界无限的可能性。一种亚文化正在年轻的计算机专家和爱好者中产生，他们会坐在计算机前直到深夜，编写代码或指令让计算机自动执行各种任务。指令的背后是算法，也就是分步骤执行的逻辑过程。

程序员是反文化的叛逆者，勇敢地探索着未来。在同辈们还在享受生活的时候，这些聪明的年轻姑娘和小伙子就在铸就将在未来数十年改变世界的精神和能量了。“我们苦于难以在社会和心理上找到正确的位置。”阿隆·布朗（Aaron Brown）说道，他后来成为量化交易界的一位资深管理者。

作为计算机爱好者，默瑟花了一整个夏天重新编写一个可以计算核聚变产生的电磁场的程序，并且找到了可以使程序加速100倍的方法，这是质的飞跃。默瑟兴致勃勃，但是他的老板似乎不太在意他的成果。他们宁可要多占用100倍算力的程序，也不希望把原程序提速100倍，速度和效率对他们来说好像没有什么吸引力。这件事情改变了默瑟的世界观。“我认识到，政府出资的这些研究项目的目的并非解决问题，而是把预算花完。”默瑟后来说。

默瑟开始变得愤世嫉俗，认为政府都是傲慢且低效的。多年以后，他更加坚信这样的观点：个人应该自给自足，不能依靠国家。“这个夏天的经历让我对于政府资助的研究项目留下了永久性偏见。”默瑟解释道。[4]

在伊利诺伊大学获得计算机科学博士学位之后，默瑟于1972年加入了IBM。他对IBM制造的计算机质量不屑一顾，反而是公司的另一块

业务给他留下了深刻的印象。默瑟去参观了位于纽约市郊约克镇的托马斯·J·沃森研究中心（Thomas J. Warson Research Center），那些奋力寻求创新以推动公司发展的员工给他留下了非常深刻的印象。默瑟加入了这个团队，并在新成立的语音识别团队工作。最终，默瑟与后来匆匆加入的一位年轻外向的数学家一起，真的做成了一些大事。

彼得·布朗，给“深蓝”命名的人

彼得·布朗还在少年时期就目睹过他父亲亨利·布朗（Henry Brown）处理一系列复杂的商业问题。1972年，当布朗17岁的时候，亨利和一位合伙人决定设立一种投资产品，把个人的钱集中起来去投资一些既安全又有一定利息的债券，这可以说是世界上首只货币市场基金。亨利的基金收益率要高于银行利率，但还是无人问津。布朗帮助父亲寄信给数百位潜在投资者，希望能引起他们对这一基金的兴趣。那一年，亨利除了圣诞节之外每天都在忙，经常吃花生酱三明治，为了生意资金的周转，还做了第二笔抵押贷款。他的妻子贝齐则是一名家庭医生。“纯粹的饥饿和贪婪驱策着我们。”亨利对《华尔街日报》解释道。[5]

第二年，《纽约时报》报道了这只刚刚成立的基金，亨利的好日子来了。客户开始打电话要求投资，很快，这只货币基金的规模就达到了1亿美元。到1985年，基金的规模已经达到了几十亿美元，但亨利辞职了，他和妻子把家搬到了布朗家族的牧场。这座牧场占地200多万平方米，位于弗吉尼亚州的一个小村庄里，亨利在这里养牛。他还参加投石机比赛，用一台机器把3.5千克的南瓜弹射到300米开外，并赢得了比赛。在新社区，贝齐成了一名推动民权和民主的社会活动家。

然而，生意上的事依然占据着亨利的头脑。10多年来，他一直与他的前合伙人布鲁斯·本特（Bruce Bent）纠缠，他斥责本特违反了

协议中关于回购公司一半股权的条款。亨利最后诉诸法律，控告本特在管理基金期间获得了过度激励，这个官司直到1999年才了结，最后亨利把持有的一半股权卖给了本特。2008年，这只基金因为持有雷曼兄弟公司债券而损失惨重，而雷曼兄弟公司的倒闭也成了引爆金融危机的导火索。

尽管布朗家里很有钱，但朋友们说布朗有时会表现出对财务状况的焦虑，也许是因为他目睹了父亲早年遇到的困境，以及与合伙人之间经久不息的争斗。布朗想在数学和物理领域有一番作为。从哈佛大学数学系本科毕业之后，布朗加入了埃克森美孚公司，参与开发把语音转换为文本的程序，这是一种早期的语音识别技术。后来，他在位于匹兹堡的卡内基梅隆大学获得了计算机科学的博士学位。

1984年，时年29岁的布朗加入了IBM的语音识别团队，默瑟等人正在这里开发可以进行语音识别的计算机软件。拥有数十年研究历史的语音识别领域的一贯思维是，要想让计算机听得懂语言，就必须让语言学家教会计算机语法规则。

然而，布朗、默瑟和其他科学家，以及团队的领导弗雷德·杰利内克（Fred Jelinek），对这个问题有着截然不同的看法。他们认为，语言可以被视为一种概率游戏。在一个句子的任意单词之后出现的单词服从某种概率分布，这种概率分布是由通行的用法或者上下文决定的。比如，在单词“apple”后面出现“pie”的概率要大于“him”或者“the”。IBM的团队认为，这种类似的概率分布也适用于语音识别领域。他们的目标是给计算机“喂”足够多的语音和文本，通过计算机自身的学习，开发出一个统计意义上的概率模型，可以根据语音的序列猜测文本的序列。计算机无须“理解”这些文本到底在说什么，只要能按照概率猜测并记录下来就可以了。

从数学意义上说，布朗、默瑟和杰利内克的团队把语音序列视为一个随机过程，每一个当前出现的语音都是随机的，但同时依赖上一

步出现的那个语音，这个过程遵循隐马尔可夫模型。语音识别系统的任务就是基于已知的一串语音序列，通过概率计算，对产生这些语音的“隐藏”文本序列做一个最佳估计。为了实现这个目标，IBM的研究者们运用了鲍姆-韦尔奇算法来获得各种语言的概率分布。他们的程序与传统做法截然不同，不是靠手工编程去学习复杂的语法，而是让计算机自己从数据中抓取有用的信息。

布朗和默瑟等人依赖的贝叶斯定理是由托马斯·贝叶斯提出的一种统计学定理。贝叶斯基于当前的信息给每个估值赋予一定的概率权重，然后根据新增的信息来调整这些权重，以得出最佳估值。贝叶斯定理的绝妙之处在于，它可以不停地缩小目标范围。比如，邮件过滤系统一开始并不知道哪封是垃圾邮件，但它可以给每封邮件赋权，然后在邮箱操作过程中不断地学习新增信息，并调整这些权重，使得辨识垃圾邮件的有效性越来越高。这种方法对人类来讲其实并不陌生。有语言学家认为，人类在谈话中会不断地猜测对方说的下一个词可能是什么，并且在谈话过程中不断调整他们的猜测。

IBM的团队成员无论在做事方法上还是在性格上都很特别，尤其是默瑟。默瑟又高又瘦，平时通过跳绳来保持体形。他外形酷似演员瑞安·雷诺兹（Ryan Reynolds），这是他和好莱坞的唯一交集。默瑟惜字如金，如非必要，不会多说一个字，这种沟通方式受到不少同事的欣赏。在解决某个程序问题之后，默瑟有时会说一声“我搞定了！”但大多数时候，他整天就是一个人低声地哼唱古典音乐或轻轻地吹着口哨。默瑟不沾咖啡、茶和酒，最常喝的是可乐。极少数感觉沮丧的时候，默瑟会大喊一声作为发泄。

默瑟的手臂很长，妻子给他置办的衬衫袖子都是加长版的，衬衫的颜色和图案也很奇怪。有一年的万圣节派对，杰利内克学默瑟的样子穿了一件长袖衬衫，引得默瑟和同事们哈哈大笑。

默瑟每天早上6：00就到办公室，11：15会准时和布朗及其他同事一起享用午餐。默瑟的午餐千篇一律：一个装在可重复使用的特百惠容器或用过的棕色纸袋中的花生酱布丁或者金枪鱼三明治。同事们都认为默瑟很节俭。吃完三明治，默瑟会拿出一盒薯条，全部倒在桌子上，按照大小顺序排列好，从最小的那根开始吃，直到吃完最大的那根为止。周五下午，团队会在一起喝下午茶。同事们闲聊的时候，有时会抱怨IBM的工资太低。默瑟间或跟大家分享他最近读到的他认为特别有趣的内容。

布朗则要外向得多，他有一头浓密的棕色头发，和蔼可亲又充满活力，笑容充满了感染力。与默瑟不同的是，布朗与团队里的许多人结下了深厚的友谊，大家都很欣赏他的幽默感。

然而，在团队努力攻克语言识别方面的难题时，布朗有时会显得很不耐烦，他经常把怒火发泄到一位名叫菲尔·雷斯尼克（Phil Resnik）的实习生身上。雷斯尼克是宾夕法尼亚大学的一名研究生，之前在哈佛大学取得了计算机学士学位。雷斯尼克后来成了一名非常受人尊敬的学者。雷斯尼克想要把数学和语言学原理结合起来，但布朗不以为然，经常嘲笑这位年轻的同事。

一天，团队的十几位同事正观看雷斯尼克在白板上的推演，布朗忽然跑了上去，抢过雷斯尼克手里的马克笔，嘲笑他说：“这是幼儿园级别的计算机科学！”雷斯尼克非常尴尬，悻悻地回到了工位。还有一次，布朗说雷斯尼克“一点儿用都没有”。

“布朗给团队的许多年轻同事都取了绰号。”一位同事回忆道。比如，他给唯一一位女性同事梅雷迪斯·戈德史密斯（Meredith Goldsmith）取的绰号是“Merry Death”[(49)]，或者叫她“珍妮弗”，这是一位前团队成员的名字。不过布朗最常用的绰号是“梅雷迪斯小姐”，这位刚从耶鲁大学毕业的女孩子觉得这个称呼特别轻蔑。

默瑟和布朗给了戈德史密斯很多的引导和帮助，这让她很感激。但是默瑟也会跟她表达自己关于女性的观点，他认为女性就应该待在家里相夫教子，而不是出来工作。

后来，布朗的妻子被提名为纽约市的公共卫生主管，布朗便认为自己是一个进步主义者。紧接着，布朗表示认可戈德史密斯的贡献，还说他把她看作自己的女儿。但是，这并不妨碍布朗在办公室里开各种各样不恰当的玩笑。“他们很爱开一些不合时宜的玩笑，简直像在进行某种竞赛。”戈德史密斯回忆道。她最终离开了这个团队，部分原因是难以适应这样的环境。“他们虽然都对我很好，但是都有点儿歧视我的性别，”戈德史密斯说，“我丝毫没有被尊重的感觉。”

布朗本意上没有任何侮辱他人的意思，至少大家都这么觉得，而且他并不是唯一一个喜欢嘲笑别人的人。团队内部的文化比较残酷无情，这也是受到了杰利内克性格的影响。一旦有人抛出一个观点，其他人就会竭尽全力地攻击这个观点。他们会不停地争论，直到达成共识。团队里的双胞胎斯蒂芬和文森特·德拉·皮埃特拉（Stephen and Vincent Della Pietra）双双毕业于普林斯顿大学物理系，并且都取得了哈佛大学的物理学博士学位，属于攻击力最强的那批成员，他们会争先恐后地冲到白板前面去证明对方的观点有多么愚蠢。这是一种毫无顾忌的智力竞赛。在实验室之外，这种行为会被认为是粗鲁且具有攻击性的，但是团队的成员们实际上对事不对人。“我们可以在工作中把对方撕成碎片，也可以在下班后一起打网球。”戴维·马杰曼回忆道。当时他是IBM语音识别团队的实习生。

除了善于给别人起外号之外，布朗还非常具有商业嗅觉，这也许是因为继承了他父亲的优点。布朗敦促IBM使用他们团队的成果为客户提供新型服务，比如信用评估服务。他甚至还想用团队开发的统计学方法来管理IBM的几十亿美元规模的养老金，但是最终没有得到高层的

支持。“你有投资经验吗？”一位IBM的高层问布朗。“没有。”布朗回答道。

有一次，布朗听说他在卡内基梅隆大学的老同学正带领一支由计算机科学家组成的团队，开发下棋的程序。他试图说服IBM收购这支团队。冬季的一天，布朗碰巧在洗手间内遇到了IBM的高级研究主管阿贝·佩雷德（Abe Peled），他们谈论起“超级碗”（Super Bowl）的昂贵的电视广告。布朗说他有办法让IBM以很低的成本投放巨大的广告。如果IBM买下卡内基梅隆大学的这支团队，那么当他们的程序战胜国际象棋世界冠军的时候，IBM也就沾光了。况且，这支团队的研究员们还能辅助IBM自身的研究。

IBM的高层管理者采纳了这个建议，并且买下了这个团队，将其命名为“深思”（Deep Thought）。但是随着这支团队的计算机赢得越来越多的棋局，针对名字的分歧意见也开始出现了，因为“深思”这个名字酷似1972年的电影《深喉》（*Deep Throat*）。IBM广泛征集计算机的命名，最后采纳了布朗的建议——“深蓝”，这也是对IBM自己的昵称“蓝色巨人”的致敬。数年之后的1997年，千百万人会通过电视见证“深蓝”战胜国际象棋世界冠军加里·卡斯帕罗夫（Garry Kasparov）的过程，标志着计算机时代的正式来临。[6]

布朗、默瑟和团队一起在语音识别上取得了不小的进展。后来，布朗意识到概率模型也可以用于翻译。利用长达数千页的加拿大议会的英法双语文件，IBM在文本语言的翻译上也取得了进展。他们的成果为计算机语言学和语音处理领域的革命铺平了道路，在未来语音识别产品的研发中，包括亚马逊的Alexa、苹果的Siri、谷歌翻译和语音文本合成器等，扮演了重要的角色。

尽管取得了许多研究成果，但是IBM在将其成果商业化方面的缓慢进展却令团队感到很沮丧。就在把帕特森的信扔进垃圾桶几周之后，布朗和默瑟都不得不重新考虑自己未来的方向。

1993年冬的一天，在宾夕法尼亚州南部，一辆因在冰面上打滑而失控的车撞上了默瑟母亲的车子，造成他母亲当场死亡，同车的妹妹也受伤了。20天后的复活节，默瑟的父亲死于一场疾病。几个月后，当帕特森打来电话询问邀请信的反馈意见时，默瑟有点儿动摇了。默瑟的三女儿已经上大学了，而他们家还住在一间靠近变电站的简陋平房里。默瑟也吃够了装在棕色纸袋里的午饭。“来找我聊聊吧，”帕特森说，“你不会有什么损失的。”

默瑟告诉一位同事，他觉得对冲基金对社会没有什么贡献。而另一位同事则认为通过交易赚钱是不可能的，因为市场是“有效”的。但是在拜访过帕特森之后，默瑟的观念大为改观。文艺复兴科技公司的办公室位于纽约州立大学石溪分校校园旁的高科技园区中，看上去很安静。另外，办公室是由化学实验室改造的，几扇窗户居高临下，这里的科学氛围要远大于金融氛围，符合文艺复兴科技公司的核心理念。这一切都吸引着默瑟。

对于布朗来说，他听说过西蒙斯，但是对他的成就不以为然。毕竟西蒙斯是一位几何学家，与他的领域相去甚远。但是当他听说西蒙斯最初的搭档是列尼·鲍姆，IBM语音识别团队所依赖的鲍姆-韦尔奇算法的创立人之一时，布朗明显变得更为热情了。此时，布朗的妻子玛格丽特刚刚生下他们的第一个孩子，他的财务压力也随之而来。“我看着我们刚出生的女儿，又联想到自己支付大学账单时的压力，我想，也许去投资公司干几年也是个不错的主意。”布朗后来告诉一群科学家。

西蒙斯给默瑟和布朗开了双倍的工资，1993年，他们两人终于正式加盟了文艺复兴科技公司。当时，公司内部在关于是否继续股票交易方面的争论正在升级。一些人建议西蒙斯放弃股票市场，他们已经给了罗伯特·弗雷的团队足够长的时间，但是该团队似乎并没有取得什么进展。“我们是在浪费时间，”一天，有人在文艺复兴科技公司

的食堂这样对弗雷说，“我们真的还要坚持下去吗？”“我们正在进步。”弗雷坚持道。

期货团队的一些人觉得弗雷应该放弃股票方面的努力，加入他们的研究团队。然而，不管是公开地还是私下里，西蒙斯都在捍卫弗雷。西蒙斯说，他相信弗雷的团队肯定能找到股市盈利之道，就像劳弗和帕特森等人在期货市场做到的一样。“我们得再多点儿耐心。”西蒙斯告诉一位质疑者。他还经常鼓励弗雷：“干得不错，不要放弃。”

布朗和默瑟饶有兴致地看着股票团队的挣扎。来文艺复兴科技公司后不久，他俩就被分开了。默瑟去了期货团队，而布朗则去帮助弗雷挑选股票。西蒙斯此举是有意让他们更好地融入公司，以防止他们像幼儿园新来的小朋友那样，只跟最熟悉的人讲话。然而私下里，布朗和默瑟还是会经常见面讨论，试图解决文艺复兴科技公司面临的窘境。他们觉得自己可能找到了某种方法，但是要取得真正的突破，他们还需要另一位同样来自IBM的同事的帮助。

征服市场的策略

- 罗伯特·弗雷等人在摩根士丹利开发了一套统计套利策略，通过识别少量的全市场因子来解释个股的变化。西蒙斯投资的开普勒资产管理公司将这种方法用于统计套利，基于这些因素的变化情况，根据不同股票的敏感性测算出其理论上的价格趋势，然后做多低于趋势线的股票，同时做空高于趋势线的股票。运用时间序列分析等统计手段，弗雷等人不断地搜寻偏离历史趋势的交易机会，他

们称之为“交易谬误”。这种手段背后的假设是，这些偏离随着时间推移大概率会被抹平。

第10章
拯救Nova基金

事实证明，西蒙斯的步子迈得太大了。人们很快发现，新的股票交易系统在处理大量资金方面不太给力，这不符合西蒙斯进军股市的初衷。起初，文艺复兴科技公司仅仅在股票市场投入了3500万美元。后来，当更多的资金注入时，收益反而消失了。

1994年秋天一个凉爽的早晨，天还没亮，戴维·马杰曼关上了他位于波士顿的公寓的门，启动一辆银色的丰田花冠，然后向南行驶。26岁的马杰曼在95号州际公路上行驶了3个多小时，然后搭上一艘渡轮来到长岛的最南端，在早上10：00前到达了文艺复兴科技公司在石溪小城的办公室参与面试。

马杰曼似乎就是这个职位的完美人选。詹姆斯·西蒙斯、亨利·劳弗、尼克·帕特森和其他员工都是广受赞誉的数学家和理论家，但文艺复兴科技公司计划开发更复杂的计算机交易模型，却缺少具有良好编程技术的员工，而这是马杰曼的特长。马杰曼在IBM完成了一段富有成效的工作，结识了彼得·布朗和罗伯特·默瑟，而邀请他早上过来面试的正是布朗，这让马杰曼有理由相信面试会进展得很顺利。

但事情进展得并没有预想中顺利。马杰曼舟车劳顿，筋疲力尽，他后悔自己为了省钱，没有从波士顿坐飞机去面试，而是选择了自驾。在马杰曼到达之后，文艺复兴科技公司的工作人员几乎立刻就对他进行了盘问，提出了一系列技术难题和任务来测试他的数学和其他技能。西蒙斯很低调地坐了下来，但他的一名研究员就一篇晦涩的学术论文拷问马杰曼，让马杰曼在一块挂得高高的白板上解决一个棘手的问题。这似乎并不公平，这篇论文是这位研究员自己写过的博士论文，但他希望马杰曼能在某种程度上驾驭这个主题。

马杰曼把挑战看得过于针对他个人了，他不明白为什么要他证明自己，于是他通过表现得比实际更自负来掩饰自己的过度紧张。当天面试结束时，西蒙斯的团队已经认定，马杰曼太不成熟，不适合这项工作。马杰曼的形象很像青少年，他长着棕色的头发，拥有强壮的体格，长着一张娃娃脸和粉红色的脸颊，看上去很像一个大男孩。

布朗站在马杰曼这边，为他的编程技能做辩护，而默瑟也支持布朗。他们都看到了大奖章基金的计算机代码在规模和复杂度上的增长

需求，并得出结论，这家对冲基金迫切需要补充火力。“你对他有把握吗？你确定他能行？”有人问布朗。“相信我们。”布朗回应道。

后来，当马杰曼表示对这份工作感兴趣时，布朗和他开了个玩笑，假装文艺复兴科技公司对他已经失去了兴趣，这个恶作剧让马杰曼焦虑了好几天。最后，布朗给出了正式的工作邀请。马杰曼在1995年夏天加入了公司，决心尽一切可能来说服质疑者。

在成长的过程中，马杰曼与父亲梅尔文的关系一直很紧张。梅尔文是纽约市布鲁克林区的一名时运不济的出租车司机。由于在纽约买不起出租车牌照，梅尔文不顾马杰曼的强烈抗议，举家迁往迈阿密西南20多千米外的佛罗里达州肯德尔。在他们离开的前夕，8岁的马杰曼一气之下离家出走，跑到街对面邻居家待了一个下午，直到父母找到他并把他领回。

几年来，梅尔文开着一辆出租车，把私房钱都藏在房间角落里的麦斯威尔咖啡罐里。他和妹夫在一位富有赞助人的帮助下，制订了一项收购当地出租车公司的计划。在交易前夕，这位赞助人心脏病发作，使梅尔文的收购计划泡汤。终其一生，梅尔文都饱受抑郁症的折磨，他的情绪越来越低落，后来连出租车都开不了了。因为他的精神状况进一步恶化，梅尔文只得在他妹夫的拖车公园(50)收房租。梅尔文对马杰曼和他的妹妹越来越疏远，这兄妹俩的母亲希拉却和他们关系密切，希拉是一家会计公司的办公室经理。

马杰曼一家生活在中下层社区，那里住着罪犯和一些异类。马杰曼年轻时的大部分时间都在努力摆脱贫穷。为了赚生活费，他在路边摆摊卖花，在学校里卖糖果。他和父亲在当地的一家杂货店买来棒棒糖和其他商品，然后装在一个行李袋里，再以稍高的价格把它们卖给同班同学。他这个略带风险的生意做得风生水起，直到被其竞争对手，一个肌肉发达的俄罗斯孩子抓了个正着。这个俄罗斯孩子指认马杰曼是这桩生意的发起人。二话没说，学校校长就给马杰曼贴上了

“麻烦制造者”的标签，并勒令他停学。和《早餐俱乐部》[(51)]里的剧情一样，当马杰曼和其他伙伴一起被安置在图书馆将功补过时，一个魅力十足的女同学邀请马杰曼加入她在迈阿密的非法生意。马杰曼婉言谢绝了。

之后，马杰曼把大部分精力都放在了学习上，享受着老师、父母和其他人对他由衷的赞美，尤其是在他赢得了学术竞赛之后。他参加过一个当地的天才学生训练营，还在一所社区大学学习电脑编程，七年级后赢得了一笔支撑他去私立中学就读的奖学金。在那里，马杰曼学习了拉丁语，数学连跳了两级。

走出课堂后，马杰曼显得不太合群。他对家庭的经济状况感到不安，尤其是与新同学相比。他发誓有一天要实现财务自由。马杰曼后来把一天中的大部分时间都花在了学校的计算机实验室里。马杰曼说：“那是我们这群书呆子躲避橄榄球运动员的绝佳场所。”

他的父亲梅尔文从来没有机会充分发挥自己的才能，他把挫败感发泄在儿子身上。在梅尔文批评马杰曼超重后，马杰曼决定通过长跑来保持体形。有一年夏天，马杰曼刻意节食，甚至出现厌食症的迹象，只为得到父亲的表扬。后来，马杰曼向他的田径教练学习，参加了长跑比赛，尽管他在跑完2万米以后就累垮了。“教练给了我很多激励。”马杰曼回忆说。

马杰曼继续寻求那些权威人士的认可，极力打消父亲的不满，这已经成了马杰曼的一种莫名的需求，有时他会故意挑起争端，甚至是不必要的争端。“我需要纠正错误，为正义而战，即使别人认为我是在钻牛角尖，或吹毛求疵。”马杰曼承认，“我有一种弥赛亚情结[(52)]。”

在高中的最后一年，马杰曼和几个朋友决定在以色列的一所学校度过最后一个学期，部分原因是高中校长警告过他不要这样做。马杰

曼似乎在寻找自我。在耶路撒冷，这个年轻人开始背诵宗教书籍，学习历史，虔诚地参与宗教仪式，沉浸在周围人的赞美中。

在去以色列之前，马杰曼把他的大学论文和申请书交给了他在佛罗里达的母亲，这样他的母亲就可以把它们寄给不同的学校。那年春天，马杰曼被宾夕法尼亚大学录取，但被其他所有常春藤盟校拒绝，这让他既惊讶又失望。几年后，在清理母亲的房子时，马杰曼偶然发现了一份哈佛大学的申请表。他发现母亲修改了他的论文，就像她修改所有学校的论文一样，删除了所有提到宗教的内容，因为她担心那可能不利于他的大学申请。

在宾夕法尼亚大学，马杰曼表现极为优异，部分原因是他想努力证明其他学校拒绝他是个错误。他的专业是计算机科学和数学。他被选为计算机语言学课程的助教，受到了同学们，尤其是女生的关注和欣赏。他的毕业论文也收获了某种程度上的认可。马杰曼，一个可爱但不沉稳的孩子，终于在他擅长的领域得心应手。

在斯坦福大学，马杰曼的博士论文解决了布朗、默瑟和其他IBM的研究人员一直在努力解决的问题：如何根据统计数据和概率利用计算机来分析和翻译语言。1992年，IBM为马杰曼提供了一个实习机会。那时，马杰曼变得更加外向，并在该组织尖锐的竞争文化中蓬勃发展。马杰曼最终在IBM收获了一份全职工作。但是，他生活的其他方面没那么顺利。在公司里，马杰曼喜欢上了一个名叫珍妮弗的年轻女生，于是开始追求她，但几乎立刻遭到了拒绝。“她不想和我有任何瓜葛。”马杰曼说。这可能是最好的结果。这个叫作珍妮弗的女孩儿，就是罗伯特·默瑟的大女儿。

“一瘸一拐”的Nova基金

当马杰曼在1995年加入文艺复兴科技公司时，西蒙斯的公司在投资领域尚未显山露水。文艺复兴科技公司的总部位于医院旁边，相比较一个初创公司，这个沉闷空间似乎对一个日渐衰落的保险公司来说更合适。文艺复兴科技公司约30名员工坐在单调乏味、毫无特色的办公室小隔间里。墙壁被刷成丑陋的灰白色，家具就像是从旧货市场淘来的古董。在暖和的日子里，西蒙斯穿着百慕大短裤(53)和露趾凉鞋四处闲逛。这家对冲基金公司看起来还没有准备好迎接黄金时代。

然而，这个地方隐约有一种令人生畏的东西，至少对马杰曼来说是这样的。部分原因仅仅是他的新同事们身材高大、体格魁梧。每个人的身高几乎都在1.9米以上，比身高不到1.7米的马杰曼高得多，让单身汉马杰曼产生了新的不安全感。马杰曼在这个地区也没有朋友或家人。一次，默瑟的妻子戴安娜邀请他去看家庭电影，并在Friendly’s餐厅(54)吃了甜点，这让他兴奋不已。马杰曼在随后的几个晚上也加入了默瑟家族的家庭活动，这让他感激不已，并促进了他的转变。

没过多久，马杰曼就意识到文艺复兴科技公司面临着一个严重的问题。事实证明，弗雷的股票交易系统存在漏洞，其损益率于1994年甚至达到-5%。弗雷的交易模型同样有着某种优势，它的统计套利交易在书面上看起来很不错，应该能赚很多钱。然而，他们从来没有实现过模型显示的那么多收益。这就像在没有可靠的办法开采金子的情况下，发现埋在深山里的金矿一样。

在会议上，西蒙斯有时会摇头，似乎对Nova基金越来越失望。“Nova基金在一瘸一拐地运转着。”西蒙斯有一天说。

默瑟继续与布朗合作，调整他们的股票交易模型，并发现了关键问题。默瑟面露喜色，在大厅里踱来踱去，引用了一句谚语：“人孰无过。”在这寥寥四个字中，默瑟承认弗雷的交易系统正在催生许多绝妙的交易点子。但该交易系统在执行交易时，出现了一些问题，使

其无法持续盈利。最后，西蒙斯和弗雷一致认为，专注于公司的其他项目应该是弗雷的理想选择。“我不是让火车准时运行的最佳人选。”弗雷承认。

大约在同时，默瑟获得了西蒙斯的批准，加入了布朗的股票研究领域。这是西蒙斯推进公司发展的最后一次机会。“伙计们，就让我们赚点钱吧！”西蒙斯在每周例会上都这样说，他似乎等得越来越不耐烦了。

布朗与默瑟的重新组合意味着两位性格迥异的科学家建立了不同寻常的合作关系，他们在一起工作得非常好。布朗直言不讳，好争辩，坚持不懈，声音洪亮，精力充沛。默瑟沉默寡言，很少流露情感，工作时就像在玩一场没完没了的扑克游戏。不过，他们的配合十分成功。

几年前，当布朗正在完成他的博士论文时，透露了一些关于他如何依赖其神秘同事的信息。“一次又一次，当我想到了一些主意时，会恍然意识到这恰恰是默瑟几个月前敦促我尝试的东西，”布朗在论文摘要中写道，“我逐渐有所顿悟。”

在IBM任职期间的行业会议上，布朗和默瑟有时坐在一起，远离舞台，全神贯注地下棋，却对正在进行的讲座充耳不闻，直到轮到他们自己发表演讲。他们形成了一种特定的写作风格：布朗会在第一时间写作研究初稿，然后把它们交给默瑟，一个更好的作家，默瑟则针对初稿进行润色和补充。

布朗和默瑟全身心地投入他们的新任务之中，去改进弗雷的模型。他们经常工作到深夜，然后一起回家；平时，他们住在当地一位老妇人家的阁楼里，周末回家。随着时间的推移，布朗和默瑟发现了改善股票交易模型的方法。事实证明，弗雷的模型提出的建议很不靠谱，甚至是不切实际的。例如，Nova基金面临经纪机构对其杠杆率或借款施加的限制。因此，当Nova基金的杠杆率超过某个阈值时，弗雷

和他的同事们就不得不手动缩小投资组合的规模，使其保持在必要的范围内，而忽略了股票交易模型给出的建议。在其他情况下，弗雷的股票交易模型选择的交易看起来颇具吸引力，但实际上无法操作。例如，该模型建议Nova基金做空或对赌一些实际上无法出售的股票，所以弗雷不得不无视这些建议。

没有完成预期的交易，业绩自然非常糟糕。不仅如此，因子交易系统产生了一系列复杂而又相互交织的交易，每一笔交易都是利润与风险共存的。相比之下，期货交易很简单，如果交易没有发生，几乎不会产生什么后果。在弗雷的股票交易模型中，几次交易失败就有可能使整个投资组合对市场变化更加敏感，从而危及整体健康。而错过的交易有时会引发更大的系统性问题，损害整个模型的准确性。即使是一点点错误也会引发一系列大问题，弗雷和他的团队使用20世纪90年代中期的技术和他们自己的软件工程技术，均无法解决这些问题。“这就像同时找到了数百个方程的共同解，千篇一律，毫无新意。”弗雷说。

布朗和默瑟采用了一种不同的方法。他们决定将必要的限制和要求设置为一个单一的交易系统，这个系统可以自动处理所有潜在的复杂情况。由于布朗和默瑟是计算机科学家，而且他们已经在IBM和其他领域花费了数年时间开发大型软件项目，所以他们有能力构建一个独立的股票交易自动化系统。相比之下，弗雷之前的系统编码是零散的，很难整合整个投资组合并使其满足所有的交易要求。“在此之前，文艺复兴科技公司……真的不知道如何制造大型系统。”默瑟后来解释道。[1]

布朗和默瑟把他们面临的挑战看作一个数学问题，就像他们在IBM遇到的语音识别问题一样。他们的输入包括基金的交易成本、各种杠杆、风险参数和其他限制及要求。考虑到所有这些因素，他们设计了一个系统来构建理想的投资组合，做出最优决策，创造最大回报。这

种方法的美妙之处在于，通过将所有的交易信号和投资组合需求组合成一个单一的模型，文艺复兴科技公司可以很容易地测试和添加新的信号，瞬间得知一个新型投资策略是否能够盈利。

布朗和默瑟还使自己的系统具有自我适应性，即能够自主学习和调整，这与亨利·劳弗的期货交易系统非常相似。如果该系统的推荐交易没有被执行，不管出于什么原因，它都会自我修正，自动搜索买入或卖出指令，驱使投资组合回到正轨，这是解决弗雷模型弊端的一种有效方式。该系统每小时循环几次，在发出电子交易指令之前，会对数千笔潜在交易进行权衡和优化。相较而言，竞争对手的系统则没有自我改进的模式。文艺复兴科技公司终于有了一个秘密武器，这个武器对Nova基金未来的成功至关重要。

最终，布朗和默瑟开发了一个复杂的股票交易系统，它包含50万行代码，而弗雷的旧模型只有数万行代码。新系统包括所有必要的限制和要求，这正是西蒙斯多年前梦寐以求的那种自动交易系统。由于新的股票交易系统的加持，Nova基金的股票交易对市场波动的敏感度降低了，所以它开始延长持股时间，平均两天左右。

至关重要的是，布朗和默瑟保留了弗雷从摩根士丹利的经验中提炼出的预测模型。它能继续识别出足够多的盈利模式，通常是在股市出现问题后，通过押注股市的回调来获取盈利。文艺复兴科技公司实施这一基本战略的过程中也会遭遇一些波折，但10多年来，这些波折只是对该公司核心的“均值回归”预测信号的二级补充。一位员工简洁地总结道：“我们从人们对价格波动的反应中赚钱。”

1995年，布朗和默瑟的经过改进的新交易系统上线了，这让西蒙斯和其他人松了一口气。不久，在西蒙斯的提议下，布朗和默瑟成了文艺复兴科技公司的合伙人，他们被提升为管理层，和团队的其他高级管理成员一样持有公司一定比例的股份。

事实证明，西蒙斯的步子迈得太大了。人们很快发现，新的股票交易系统在处理大量资金方面不太给力，这不符合西蒙斯进军股市的初衷。起初，文艺复兴科技公司仅仅在股票市场投入了3 500万美元。后来，当更多的资金注入时，收益反而消失了，就像几年前弗雷的系统一样。更糟糕的是，布朗和默瑟不明白为什么他们的系统会遇到这么多问题。

为了寻求帮助，他们重新在IBM团队中招募新的人才，包括德拉·皮埃特拉双胞胎兄弟，然后是马杰曼，他们有望成为拯救这个系统的人。

戴维·马杰曼，成为公司最不可或缺的人

马杰曼一加入文艺复兴科技公司，就专注于解决问题并获得新同事的赏识。马杰曼一度说服其他员工学习C++，这是一种通用的计算机语言。马杰曼坚持认为C++语言比C语言和其他对冲基金使用的语言要好得多。

“C语言是过时的20世纪80年代的程序语言。”马杰曼这样告诉他的同事。

的确，C++是一种更好的语言，但由C语言向C++语言的转变并不像他说的那样必要，尤其是在当时。马杰曼是C++语言方面的专家，他有一个不可告人的动机，他想成为团队不可或缺的一分子，而他的策略奏效了。公司转向使用C++语言，没过多久，数学家和其他人就不停地向马杰曼求援。“我成了‘团宠’。”马杰曼回忆道，他把所有的空闲时间都花在学习公司的股票交易策略上，贪婪地获取信息。

布朗天生就具有体察下属需要的能力，他觉得自己可以给予马杰曼一些荣誉来激励他更加努力地工作。有一天，当马杰曼沉浸在自我

陶醉之中时，布朗对他说：“我相信你有能力学习更深奥的股票交易系统知识。”

马杰曼明白布朗在操纵他，尽管如此，他还是沉浸在赞美之中，渴望找到其他方法来帮助布朗。在IBM，马杰曼开发了一个脚本，或者说是一个简短的指令列表，用来监视公司计算机的内存和资源，这样他和其他人就可以征用那些功能强大且未被充分利用的机器来进行外部编码，并从事其他未经IBM授权的活动。马杰曼发现了一种巧妙的方法来消除他的活动痕迹，并把他的程序以1983年上映的黑客电影《战争游戏》[(55)]中那台人工智能电脑命名，即“Joshua”。

最终，马杰曼的黑客行为被一位IBM高管察觉到了，高管怒不可遏。这名高管说他的机器是根据政府的一项绝密合同购买的，可能包含机密材料。这名高管甚至威胁要控告马杰曼犯了美国联邦罪。“这我怎么知道？”马杰曼回应道，他指的是该公司与政府的秘密关系。

当然，马杰曼的黑客行为还在继续，但是他和他的同事们还是避开了这位愤怒高管的电脑，在其他人需要额外的计算能力时，他们会直接征用其他IBM员工的电脑。

在文艺复兴科技公司，马杰曼重写了监控系统。对冲基金里没有像IBM那样没用过的电脑，但马杰曼认为他的程序可能有用，至少在不久的将来会派上用场。大多数时候，马杰曼只是无法控制自己的渴望。“我想成为公司里最不可或缺的人。”马杰曼解释道。

马杰曼欺骗了文艺复兴科技公司的系统管理员，创建了一个后门来启动他的监控系统。马杰曼坐在椅子上，得意地往后一靠，等着荣誉滚滚而来，但这种得意只持续了一两分钟。突然，他听到了同事们惊恐的喊声。当马杰曼看到他们的电脑屏幕时，惊得下巴都快掉下来了，他未经授权的监控程序释放了一种电脑病毒，感染了文艺复兴科技公司的电脑。就在员工们忙着处理危机的时候，羞愧的马杰曼承认他应对这种混乱情形负责。员工们都暴跳如雷。股票团队一分钱都没

赚到，现在这个愚蠢的成员又搞垮了网络！布朗气得满脸通红，冲到马杰曼面前。“这里不是IBM！”布朗喊道，“我们在这交易的是真金白银！如果你用你愚蠢的小技巧妨碍我们，你会毁了我们的！”

任职几周后，马杰曼突然遭到了冷落。他为自己的工作前景发愁，不知道自己在文艺复兴科技公司还有没有前途。马杰曼说：“从社会角度来看，我犯了一个巨大的错误。”

马杰曼的焦虑终将得到释放。布朗和默瑟的新型股票交易系统正在莫名其妙的连败中痛苦挣扎。事情有些不对劲儿，但没人知道是怎么回事。期货团队的成员们继续赚取利润，他们私下里说，问题来自新招的员工，他们“只懂电脑，不懂交易”。即使在文艺复兴科技公司，这种偏见也屡见不鲜。

在公开场合，西蒙斯表现得很自信，鼓励股票团队坚持下去。他在1995年夏天的一次小组会议上说：“我们必须继续努力。”尽管他那时穿着短裤和凉鞋，但其话语仍然令人生畏。可是私下里，西蒙斯怀疑自己是在浪费时间。也许这个团队永远也驾驭不了股票市场，文艺复兴科技公司注定只能是一家规模相对较小的期货交易公司。这是劳弗、帕特森和期货团队的其他人已经得出的结论。“我们已经在股票市场摸爬滚打了很多年，”帕特森说，“如果是我在领导公司，很可能已经放弃股票市场了。”

西蒙斯虽然是一个顽固的乐观主义者，但就连他也觉得受够了。西蒙斯给布朗和默瑟下了最后通牒：让系统在未来6个月内运行起来，否则他就要将其关闭。布朗彻夜不眠地寻找解决方案，甚至将卧室搬至办公室。默瑟的工作时间没有那么长，但他同样神经紧绷。他们仍然找不到问题。当系统管理少量资金时，交易系统能获得可观的收益，但当西蒙斯为其提供杠杆，交易规模变大时，利润反而蒸发了。系统模拟一直显示需要注入更多资金，但一旦注入更多资金，在实践中他们反而会承受损失，就像弗雷几年前的交易系统一样。

默瑟看上去很平静，泰然自若，但布朗的神经却很紧张，周围同事都焦虑不安。“在两三天内连输的感觉太差了，就像游戏还没开始就已经结束了。”一名团队成员说。

马杰曼看着同事们越来越沮丧，他渴望能帮助他们。如果他能扭转乾坤，也许就能赢得老板的信任，尽管他之前犯下了不可饶恕的错误。对于公司面临的困境，马杰曼知道得足够多了，但他也提供不了太多帮助。他仍然我行我素，日夜钻研代码。当时，马杰曼住在一间十分简陋的公寓里，连一个可以正常使用的电炉都没有，冰箱里也几乎什么都没有，所以他大多数时候住在办公室里，寻找一种自我救赎的方法。

一天傍晚，马杰曼的视线因为连续数小时盯着电脑屏幕而变得模糊，他发现了一些奇怪的事情：布朗和默瑟交易系统的一行模拟代码显示，标准普尔500指数处于异常低的水平。这个测试代码似乎使用了1991年的数据，大约是当时数据的一半。默瑟把它写成了一个静态的数字，而不是一个随着市场的变化而变化的变量。

当马杰曼修复了错误并更新了数字时，代码的其他地方又出现了一个代数偏差。马杰曼花了一晚上的时间，自认为解决了这个问题。现在，模拟器的算法终于可以为Nova基金推荐一个理想的投资组合了，包括应该用多少借来的钱来扩大其股票持有量。根据马杰曼的计算，由此产生的投资组合似乎能产生巨大的利润。

马杰曼激动万分，跑去告诉布朗他的发现。布朗向马杰曼投去怀疑的目光，但还是耐心地听他说完。之后，布朗仍然没有表现出什么热情，毕竟这套系统是由默瑟亲手编写的，大家都知道默瑟很少出错，尤其是在数学方面。垂头丧气的马杰曼偷偷溜走了。他觉得过去的失败给他打上了被人讨厌的烙印。

马杰曼已经没有什么可输的，他把自己的作品拿给默瑟看，默瑟也同意看一看。默瑟坐在办公桌前，躬着背，耐心地逐行检查旧代

码，并将其与马杰曼的新代码进行比较。慢慢地，默瑟的脸上露出了笑容，他从桌子上拿了一些纸和一支铅笔，开始研究一个公式。默瑟检查着马杰曼的作品，大约经过15分钟的演算之后，默瑟放下铅笔，抬起头。“你是对的。”默瑟对马杰曼说。

后来，默瑟说服了布朗，让他相信马杰曼的发现意义重大。但当布朗和默瑟告诉其他员工他们发现的问题和解决方案时，他们遭到了质疑，甚至是嘲笑。一个初级程序员解决了这个问题？还是那个在被雇用后几周就让系统崩溃了的家伙？

布朗和默瑟无视这些质疑，在西蒙斯的支持下重新启动了这个系统，将改进和修正结合起来，结果立竿见影，有力地回击了质疑者，长时间的连败结束了。马杰曼终于得到了他所渴望的赞赏，得到了布朗的鼓励。“这太棒了，”西蒙斯在每周例会上大声说道，“我们将继续扬帆起航。”

对于马杰曼和文艺复兴科技公司而言，一个新的时代似乎触手可及。

征服市场的策略

- 布朗和默瑟的输入包括基金的交易成本、各种杠杆、风险参数和各种其他限制和要求。考虑到所有这些因素，他们设计了一个系统来构建理想的投资组合，做出最优决策，创造最大回报。这种方法的美妙之处在于，通过将所有的交易信号和投资组合需求组合成一个单一的模型，文艺复兴科技公司可以很容易地测试和添加新的信号，瞬间得知一个新型投资策略是否能够盈利。

- 布朗和默瑟还使自己的系统具有自我适应性，即能够自主学习和调整。如果该系统的推荐交易没有被执行，不管出于什么原因，它都会自我修正，自动搜索买入或卖出指令，驱使投资组合回到正轨。
- 布朗和默瑟保留了弗雷从摩根士丹利的经验中提炼出的预测模型。它能继续识别出足够多的盈利模式，通常是在股市出现问题后，通过押注股市的回调来获取盈利。

第11章
永远不要完全相信一个模型

西蒙斯经常强调相信交易系统的重要性，但是在市场危机中，他倾向于减少对某些信号的依赖性，这使那些始终认为应该交由计算机程序来发出交易指令的研究人员感到懊恼。

带着紧张的情绪，西蒙斯走过大厅。

那是1997年的夏天，西蒙斯感到距离某个非同寻常的时间点很接近了。西蒙斯的大奖章基金目前管理着超过9亿美元的资金，其中大部分是追踪商品、货币、债券和股票指数的期货合约。亨利·劳弗的小组进行所有这些交易，而且势不可当。劳弗主要的策略是，在一周中最有利可图的一天以及一天中最理想的时刻进行交易，这个策略让他的小组一直是赢家。西蒙斯的团队还完善了绘制价格走势图的技巧，持续追踪各项投资在两天中的走势。

西蒙斯开始相信彼得·布朗和罗伯特·默瑟提出的统计套利策略[(56)]帮助其10人团队实现了突破。这对于一直沉浸在儿子去世的悲痛中的西蒙斯来说，是难得的好消息。尽管股票交易每月的利润只有区区数百万美元，但它足以支持西蒙斯将Nova基金合并至大奖章基金，从而创建一个可以交易几乎所有可投资类别的对冲基金。

然而，西蒙斯和他的团队尚未真正地征服市场。大奖章基金在1997年的年收益率为21%，低于1996年32%和1995年超过38%的年收益率，大大低于1994年高达71%的年收益率。大奖章基金的交易系统仍然会产生严重的问题。一天，一个数据输入错误导致该基金购买了5倍于预期交易量的小麦期货合约，从而推高了相应的价格。第二天，有些难为情的交易员在《华尔街日报》读到，分析师将价格上涨归因于投资者对小麦收成不佳的担忧，而不是文艺复兴科技公司的错误。

一段时间后，尼克·帕特森好不容易推出了一种交易股票期权的新模型，但新模型仅仅产生了微薄的利润，这使西蒙斯感到沮丧。“帕特森，你的期权系统需要改进，”西蒙斯在一次会议上对他说，“期权系统需要提升性能。”西蒙斯指向了另一位通过交易股权期权，取得稳定而巨大收益的投资者，那就是茁壮成长中的伯纳德·L.麦道夫投资证券公司（Bernard L. Madoff Investment Securities）

的操盘手。“看看麦道夫在做什么。”西蒙斯对帕特森说。西蒙斯的话刺激到了帕特森，后者酸溜溜地反驳道：“也许你应该雇用麦道夫。”几年后，西蒙斯对麦道夫的非凡业绩产生怀疑，并撤回了他投资给麦道夫基金的资金。2008年，麦道夫承认它运作了历史上最大规模的庞氏骗局。

西蒙斯对于回报率的下降感到紧张，并提出了一个新想法。每年，成千上万篇经过同行评审的研究论文被发表在包括经济学、金融学和心理学在内的众多学科领域的期刊上。许多论文深入研究了金融市场的内部运作方式，并指出了获得超额收益的方法，但却被遗忘在历史的尘埃中。西蒙斯决定，每周都会为布朗、默瑟和其他高级管理人员分配3篇论文，大家需要阅读、消化并向其他人分享。这是一个热衷于阅读金钱题材，而不是爱情或谋杀题材的量化交易员读书俱乐部。

阅读过几百篇论文后，西蒙斯和他的同事们放弃了。论文中的策略听起来很诱人，但当大奖章基金的研究人员测试策略的效果时，交易通常无法有效执行。阅读了如此多令人失望的论文让公司内部不再相信学者预测金融市场走势的能力。布朗之后总结道：“任何时候，当你听到金融专家谈论市场因何上涨时，记住，那些完全是胡说八道。”

不同寻常的开放文化

在每周例会上与员工聊天时，以及和劳弗、布朗和默瑟挤在石溪高科技园区的狭窄办公室里办公时，西蒙斯总是会强调几个他始终恪守的原则。其中的许多原则是西蒙斯从之前多年的工作经历总结而来的，包括他在国防分析研究所从事的密码破解工作，以及之后在纽约州立大学石溪分校与杰出的数学家合作完成的工作。现在，他想让文艺复兴科技公司的员工充分地应用这些原则。

西蒙斯主张的一个关键原则是，科学家和数学家需要辩论、相互分享想法，这样才能产生理想的结果。这一原则看似不言而喻，但就当时的情况来说，可以称得上是激进的。文艺复兴科技公司里许多智商超群的员工在职业生涯早期就获得了成就和认可，他们致力于个人研究而不是与他人合作。事实上，才华横溢的量化分析人员可能是最不愿意与他人合作的人。一个经典的行业笑话：内向的科学家会在与你谈话时盯着自己的鞋子，而外向的数学家会盯着你的鞋子。

对手交易公司通常允许研究人员和其他员工在一个个“孤岛”中工作，有时甚至鼓励员工相互竞争。但西蒙斯坚持采用不同的方法：大奖章基金拥有一个单一的、整体的交易系统，所有员工都可以接触到赚钱的算法背后的每一行源代码，所有这些代码都可以在公司内部网络中以明文形式阅读，不存在藏于某个角落的只有高层管理人员才能访问的代码。任何人都可以尝试着修改代码以改善交易系统。西蒙斯希望他的研究人员能够交换想法，而不是只限于其私人项目。有一段时间，即使公司的秘书也可以访问源代码，尽管最终证明没有这个必要。

西蒙斯创造了一种不同寻常的开放文化。员工们可以出入同事的办公室，提出建议并发起合作。当遇到挫折时，他们倾向于向他人分享自己的工作并寻求帮助，而不是转而开启新的项目，以确保像西蒙斯所说的那样：不要浪费任何有前景的想法。小组定期开会，讨论进展中的各个细节，并回答西蒙斯提出的问题。大多数员工一起从当地餐馆订购午餐，然后挤进一个很小的午餐室共进午餐。西蒙斯每年支付一笔费用，将员工及其配偶带到有异国风情的度假胜地，以加深同事间的情谊。

同辈压力成为至关重要的激励工具。研究人员、程序员和其他员工将大量时间用于演示成果。员工们尽全力为彼此留下深刻的印象，或至少不会在同事面前丢脸。同辈压力刺激员工尽全力解决具有挑战

性的问题，并提出具有独创性的解决方案。“如果你没有取得太大进步，你会感到压力，”弗雷说，“解决具有挑战性的问题是体现自我价值的方式。”

西蒙斯使用的薪酬设计让员工专注于为公司整体成功而努力。每6个月，员工可以获得奖金，但前提是大奖章基金的利润水平要超过一定的标准。文艺复兴科技公司会把奖金递延到几年时间内发放，以留下人才。无论员工是发现了新的交易信号、完成了数据处理工作，还是在执行其他更加低调的任务，只要这些员工能够脱颖而出，而且大奖章基金发展良好，他们就会获得奖励积分，每个奖励积分代表着文艺复兴科技公司利润池的百分比，是基于清晰易懂的公式计算出来的。

“员工从年初就知道自己的奖金公式。除了取决于级别的几个系数外，每个人的公式几乎一样。”曾经是文艺复兴科技公司核心管理层成员的格伦·惠特尼（Glen Whitney）说，“你想要更多的奖金吗？那就尽一切可能帮助基金获得更高的回报，发现有预测效果的数据来源，修复漏洞使代码运行得更快，和楼下那个有好想法的女人喝杯咖啡……奖金取决于基金的表现，而不取决于你的老板是否喜欢你。”

西蒙斯刚开始分配股份的时候，将10%的股份授予了劳弗，后来又将相当一部分股份给到布朗、默瑟、马克·西尔伯和其他人，这些做法使得西蒙斯的所有权减少至50%多一点。其他表现优异的员工可以购买代表公司股份的股票。员工也可以投资大奖章基金，这也许是他们最大的福利。

西蒙斯正在承受巨大的风险。颇有成就的研究人员和其他员工可能会因为在一个扁平组织中工作而感到沮丧，组织奖励相对分散，员工也很难做到与众不同。完全开放的系统源代码访问权限使得员工可以随时走出大门，加入竞争对手公司并窃取文艺复兴科技公司的秘

密。但是，因为有非常多的研究人员是来自学术界的博士，对华尔街了解有限，所以西蒙斯认为员工背叛的概率相对较小。异常繁复的终生保密协议以及同业竞争合同也减少了风险。后来，西蒙斯和他的团队知道了协议不能消除员工背叛公司并窃取知识产权的风险。

除了一些执行交易的老派交易员，文艺复兴科技公司的许多员工似乎都没有将财富放在优先位置。当著名的计算机科学家彼得·温伯格（Peter Weinberger）在1996年接受工作面试时，他站在停车场，对即将结识的研究人员进行了评估，忍不住咯咯地笑起来。他回忆说：“停车场里停着很多破旧的汽车，汽车品牌通常是通用旗下的土星、丰田旗下的花冠和凯美瑞等。”

一些员工不知道大奖章基金每天是在赚钱还是亏钱。一些员工甚至不知道如何在公司的网页上找到每月的基金表现数据。在大奖章基金持续亏损的时间，这些毫不知情的员工无忧无虑地四处走动，惹恼了那些已经意识到麻烦的员工。也有一些员工似乎为自己不断膨胀的财富感到很不适应。1997年，一群研究人员在午餐室聊天时，有人问他的同事们是否坐过头等舱。整张桌子的人陷入了沉默，似乎没有一个人坐过。最后，一个数学家尴尬地开口了。这个数学家承认：“我坐过，不过是我的妻子坚持要坐的。”

尽管大奖章基金有着可观的收益，招聘仍然是一个难题。很少有应聘者听说过文艺复兴科技公司，而加入这家公司意味着牺牲个人声誉，并从事无法获得公众认可或赞誉的项目，这对大多数学者来说都很陌生。为了吸引人才，西蒙斯、尼克·帕特森和其他高管都强调着工作的积极面，例如，许多科学家和数学家都是天生的难题解决者，因此文艺复兴科技公司的高管们会谈到解决棘手的交易问题所带来的回报，一些学者则被公司同事间友好的氛围和对冲基金的节奏吸引。学者们在学术论文上要奋斗多年；相比之下，文艺复兴科技公司在数周甚至数天之内就能推动结果产生，这一紧迫感迎合了一些学者的喜

好。文艺复兴科技公司的整体气氛是非正式和学术性的，同时充满了紧迫感，一位访客将其比作“永久的考试周”。[1]

在IBM，默瑟对流行用语言包装工作成果的公司文化感到沮丧。在那里，科学家可以依靠默瑟所谓的“小把戏”假装取得进展，而在文艺复兴科技公司，默瑟和他的同事无法愚弄任何人。默瑟对科学作家莎伦·麦格雷尼（Sharon McGrayne）表示：“一天结束时，你的银行账户里要么有钱要么没钱。你不必怀疑自己今天是否做得成功……这样明确的结果非常令人满意。”[2]

文艺复兴科技公司的面试过程通常是按部就班的：讨论你过往的成就，解决一些涉及概率论和其他领域的挑战性问题，然后看公司是否有合适的岗位。通常，应聘者会被6名工作人员轮流刁难，每次面试时间为45分钟，然后应聘者会被要求向整个公司以讲座形式介绍其科学研究。西蒙斯和帕特森通常着重于招聘经验丰富的学者，这些学者往往拥有诸多学术成就，此外，那些能够写出让他们觉得非常出色的学术论文的应届博士生也受到青睐。即使是大名鼎鼎的人物来应聘也必须通过编程测试，这一要求展现了一种态度，即每个人都应该掌握计算机编程技术，并愿意执行一些其他公司可能认为不重要的任务，他们还必须能够彼此和谐相处。一位现任高管说：“人与人之间的化学反应很重要，这就像加入一个家庭。”

赚钱策略的三个步骤

到1997年，大奖章基金的员工们发现了被数据证明有效的赚钱策略，或者说总结出了发现交易信号的三个步骤：识别历史价格数据中的异常模式；确保异常在统计上显著，随着时间的推移表现一致且并非随机；查看是否可以合理解释与之相关的价格表现。

有一阵子，员工们押注的主要是他们可以理解的模式。大多数异常情况是由于价格、交易量和其他市场数据之间的关联所致，或是由投资者行为及其他一些因素导致的。持久有效的一种策略是对价格回归进行下注。事实证明，大约60%突然大幅上涨或下跌的产品价格会回归，至少部分回归。这种回归策略使得大奖章基金在波动尤其剧烈的市场中，在价格陡然变化时却还未回归的情况下获利丰厚。

到了1997年，超过一半的由西蒙斯和他的团队发现的交易信号是不直观的，或者是那些他们不能完全理解的。对于那些无法通过建立合理的假设来解释的信号，大多数量化交易公司会忽略掉，但西蒙斯和他的团队从来不喜欢花费太多时间寻找市场现象产生的原因。如果信号满足各种统计强度的度量标准，西蒙斯和他的团队就愿意去押注它们，但西蒙斯和他的团队不会相信那些荒谬的规律。“用前三天的交易量除以价格变化，这个信号可以参考，我们会将这个数据包括在内，”文艺复兴科技公司的一位高管说，“但是我们不相信那些荒谬的规律，例如，股票代码开头字母是A的股票表现一定更加优异。”

西蒙斯和他的团队并不会主动寻找那些没有明确解释的交易，只相信在统计上有意义的策略。没有明显逻辑可以解释但重复发生的价格特征有一个额外的好处：这些特征不太可能被竞争对手发现和采用，大多数竞争对手不会接触这类交易。布朗解释说：“如果是意义非常明显的信号，早就被用于交易了。有些信号你不理解，但它们就在那里，而且可能相对较强。”[3]

采用只依赖数据判断和解释的交易策略会带来显而易见的风险，现象的背后可能是毫无意义的巧合。如果人们花足够的时间对数据进行排序，就不难发现一些看似可以产生出色回报但实则是偶然发生的交易。量化投资人将这种有缺陷的方法称为“数据的过度拟合”。为了凸显依赖信号的愚蠢性，量化投资人戴维·雷恩韦伯（David Leinweber）结合孟加拉国黄油年产量、美国奶酪产量以及孟加拉国和

美国的绵羊交易量对美国的股票回报率进行拟合预测，其预测成功率达到了99%。[4]

通常，文艺复兴科技公司的解决方案是在交易系统中加入这种令人头疼的信号，但是会在刚开始的时候限制分配给它们的资金。之后研究人员开始努力了解异常现象出现的原因。随着时间的流逝，他们经常会发现合理的解释，从而让大奖章基金相对那些忽视这些现象的公司拥有更大的优势。文艺复兴科技公司最终选择寻找一些合理的信号、一些有强有力的统计结果支持的交易信号，以及一些看起来离奇但实际上非常可靠，以至于不能被忽视的信号。“我们会问，这背后是否有某种合理的行为方式作为解释？”几年后西蒙斯解释道。[5]

就像天文学家使用强大的设备来持续观测银河系中是否存在异常现象一样，文艺复兴科技公司的科学家们对计算机进行编程以监视金融市场，持续地努力直到发现被忽视的模式和市场的异常行为为止。一旦确定这些模式和信号是有效的，而且公司确定了要在交易中投入多少资金，就将信号放置到系统中，并在没有任何干扰的情况下执行。大奖章基金也越来越依赖其系统自主学习的策略。这是一种机器学习方式，输入足够多数据的计算机经过训练可以输出自己的答案。例如，能够持续产生盈利的策略可能会自动获得更多资金，而无须得到任何人的批准甚至注意。

全新的自信

尽管大奖章基金的规模仍旧不大，但西蒙斯对统计套利团队的前景越来越有自信，也对文艺复兴科技公司的前途越来越抱有信心，这促使他将公司搬迁到附近的一栋主体由木质和玻璃组成的复合建筑中。每个办公室都可以欣赏到附近让人心旷神怡和略带田园气息的森林景观。公司总部设有宽敞明亮的体育馆、温暖舒适的图书馆和庄严华丽的大礼堂。在这里，西蒙斯每两周举办一次学者研讨会，通常与

金融无关。交易厅只能容纳20名左右的交易员，不超过会议室的大小。但是员工餐厅和公共区域很宽敞，给员工们提供了开会和争论的空间。

随着统计套利结果的不断向好，布朗和默瑟在办公室里表现出了全新的自信，他们开始招揽IBM的前同事。“有没有打算离开IBM，加入我们文艺复兴科技公司？”布朗在给一位IBM员工的电子邮件中写道。很快，有6名IBM员工加入文艺复兴科技公司并开始崭露头角，包括德拉·皮埃特拉双胞胎兄弟。德拉·皮埃特拉兄弟以收集大量胡桃夹子雕像而著称。兄弟俩设法加速这个依赖多个程序、多个计算机网络和数十万行代码的股票交易系统。

精力充沛而富有激情的布朗经常骑着单车匆匆忙忙地从一个会议赶到另一个会议，甚至会撞到同事。布朗整夜都在办公室的电脑前工作，累了就在旁边的折叠床上小睡一下儿。有一次深夜，当布朗在电脑上进行一个复杂项目演算时，尽管时间已晚，但他仍然充满能量，他拿起电话准备向一名助理询问一个紧急的问题。一个同事在布朗拨通电话前阻止了他。“布朗，你不能打电话给他，”这个同事说，“现在是深夜两点。”布朗看上去很困惑，非要让同事对此给出解释。同事答道：“他的薪水不足以让他在深夜两点回答你的问题。”“好吧，那我们给他加薪，”布朗回答，“但是我必须给他打电话！”

那时布朗的妻子玛格丽特在纽约市担任卫生协会委员长已有6年之久，她推出了一项针具交换项目(57)来对抗艾滋病毒的传播，她还发出了其他诸多行动倡议。1997年，玛格丽特及其子女搬到华盛顿特区，在美国卫生与公共服务部担任高级职务，并最终升任美国食品药品监督管理局局长。布朗平常会在周末飞到华盛顿与家人团聚，在工作日则把大把的时间用在工作上，布朗的工作专注程度给他团队里的其他

成员施加了很大的压力。“当我不在家人身边时，我只喜欢工作。”在对朋友一次又一次的邀约爽约后，布朗向其解释道。

默瑟是一个善于分析且脾气温和的人，他对脾气暴躁的布朗来说是天然的镇静剂。默瑟工作勤勤恳恳，喜欢在下午6：00左右回家。几年前，默瑟的小女儿希瑟·苏说服她的父亲陪着她到住所附近的橄榄球场玩儿，并让默瑟举着一只玩具橄榄球，以便她练习踢定位球。默瑟告诉记者：“我认为希瑟·苏会逐渐对橄榄球失去兴趣的。”[6]

然而，希瑟·苏的球技却使她的父亲大吃一惊。她之后成为高中橄榄球队的首发球手，后来在杜克大学参加了一系列校队比赛，同时也是一级联盟橄榄球名单上的第一位女性。后来，希瑟·苏被她的教练逐出了校队。她的教练事后承认，竞争对手教练嘲笑他拥有一名女性球手让他感到尴尬。1998年毕业后，希瑟·苏起诉杜克大学存在性别歧视，并获得了200万美元的惩罚性赔偿。

在办公室，默瑟开始逐渐展现出性格的另一面。当员工们共进午餐时，他们大多对争议话题避而不谈。默瑟则不同，在许多工作会议上，他几乎从不讲话，但对于争议话题却有着莫名的兴趣。默瑟的一些想法，例如，他对金本位的支持，以及他对小约翰·洛特（John R. Lot Jr.）在《更多枪支，更少犯罪》（*More Gun, Less Crime*）一书中对于枪支拥有率与犯罪下降率成正比的论证的拥护，都反映了他保守主义的观念。

默瑟乐于游说他的那些具有自由主义倾向的同事，他的观点越来越极端，这使同事们感到震惊。有一天午餐时，默瑟对同事们说道：“克林顿应该入狱。”默瑟指的是比尔·克林顿总统。克林顿在1998年因与白宫实习生莫妮卡·莱温斯基的关系而被指控做伪证和妨碍司法公正。默瑟称克林顿为“强奸犯”和“谋杀犯”。每当这时，默瑟的大多数同事都会从饭桌上溜走，不愿意与他进行激烈的辩论。其他同事，比如同为政治迷的帕特森则留在饭桌上与默瑟辩论。帕特森为

一个如此聪明的科学家用站不住脚的证据来支持自己的观点而感到震惊。随着时间的流逝，默瑟的同事们感到震惊的日子越来越多。

1998年陨落的两个量化巨头

20世纪90年代中期，互联网发展得如火如荼，硅谷也日渐热闹起来。华尔街的投资银行和交易公司也终于相信量化策略可以帮助他们获得巨大收益，于是想方设法招揽计算机人才、科学家和数学家。不过，西蒙斯和他的团队在业界的监控雷达上还未被发现。其中部分原因是文艺复兴科技公司有意为之。西蒙斯指示他的团队保护他们的策略，他们对于竞争对手有可能发现他们最为成功的策略而感到焦虑。“在国家安全局，泄露秘密的惩罚是25年监禁。”西蒙斯喜欢略显严肃地警告员工，“不幸的是，我们所能做的只是解雇你们。”

布朗在使工作人员和投资者保持沉默的问题上几乎变成了狂热分子。有一次，一家大型日本保险公司的代表来访，对方的翻译人员将录音机放在会议室的桌子上，这样他稍后就可以重新播放对话，并确保在翻译过程中没有遗漏任何内容。走进会议室，布朗看到了录音机，差点儿因此而精神崩溃。“桌子上有一台录音机！”布朗惊叫，将客户和文艺复兴科技公司的客户代表吓了一跳。布朗几乎惊呆了，把他的同事从会议室拉了出来。“我不希望任何人给我们录音！”布朗喊道，气氛显得异常紧张。对方的翻译人员不得不尴尬地撤走了录音机。

西蒙斯和他的团队在保密方面做得有点儿过头了。那时候，没有人真正关心西蒙斯和他的团队在做什么，他们真正关心的是文艺复兴科技公司的两大竞争对手——长期资本管理公司和量化对冲基金巨头D. E. Shaw。

长期资本管理公司由约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）创立，梅里韦瑟曾是一名数学讲师。长期资本管理公司的管理层中有诸多知名教授，其中包括麻省理工学院的金融博士和计算机专家埃里克·罗森菲尔德（Eric Rosenfeld），以及哈佛大学的罗伯特·默顿（Robert Merton）和诺贝尔奖获得者迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）。长期资本管理公司的团队成员大多是性格内向的知识分子，他们下载了债券的历史价格数据，提取出那些被忽视的联系，并建立了预测未来价格行为的计算机模型。

像文艺复兴科技公司一样，梅里韦瑟的团队对整个市场和个人投资的走向都不太关注。长期资本管理公司的模型会关注相似的投资之间的价格异常，并且这家位于康涅狄格州格林尼治的对冲基金认为异常行为会收敛并消散。长期资本管理公司最喜欢的一类交易便是买入跌破历史水平的债券，同时卖空或押注看似被高估了的类似债券，然后等待债券价格趋同，并从中获利。长期资本管理公司通过大量使用杠杆或借入资金来扩大自己的头寸，以扩大收益。银行也急于放贷，部分原因是，长期资本管理公司的对冲基金避开了那些大额的高风险交易，而押注了约千余个看似安全的小额赌注。

投资者被长期资本管理公司全明星级别的聪明大脑吸引，将资金投入了该基金。自1994年成立以来，长期资本管理公司在最初的3年中获得的平均收益率接近50%，在1997年夏季它管理了近70亿美元，这使西蒙斯的大奖章基金看上去相形见绌。在竞争对手扩大自己的套利交易之后，梅里韦瑟的团队转向了更新的策略，甚至是竞争对手闻所未闻的策略，例如，合并套利和丹麦抵押贷款。1997年夏季进行了年度高尔夫远足活动之后，长期资本管理公司的合伙人们宣布，由于管理层认为市场机会减少，投资者必须撤回大约一半的现金。客户们一下子迷失了方向，希望梅里韦瑟和他的团队能够继续帮他们做投资。

长期资本管理公司的模型并没有为1998年夏天发生的几起令人恐慌的事件做好准备，其中包括俄罗斯的债务违约以及由此引起的全球市场恐慌。当投资者开始撤离风险资产时，各种资产的价格以人们意想不到的方式剧烈波动。长期资本管理公司，在当年8月的一个星期五以某种方式损失了5.53亿美元，并且其资产在数周之内蒸发了数十亿美元。

梅里韦瑟和他的团队不停地给投资者打电话，试图重新筹集现金，根据他们的投资模型，市场价格将恢复到历史常态。当梅里韦瑟拜访朋友维尼·马托尼（Vinny Mattone）时，他回到了现实之中。马托尼是一名资深交易员，体重约136千克，身材魁梧，喜欢穿黑色丝绸衬衫，经常戴着金链和小指环。“你们现在是什么境况？”马托尼直截了当地问。“我们损失了一半。”梅里韦瑟说。“你们完了。”马托尼回答道，这震惊到了梅里韦瑟。“当你们损失一半的资金时，人们会认为你们有可能一直亏损。”马托尼解释道，“他们将促使整个市场的力量与你们为敌……你们真的完了。”[7]

就在此时，由于长期资本管理公司的权益价值跌至10亿美元以下，并且杠杆率飙升，美联储介入了。美联储担心长期资本管理公司的崩溃会破坏金融体系。在美联储的推动下，一个银行财团控制了该基金。在短短几个月的时间里，梅里韦瑟和他的团队损失了近20亿美元，这是他们在职业生涯中永远无法抹去的伤疤。

这次惨败使投资者对使用计算机模型进行交易的做法敬而远之。“量化投资本身的声誉已受到长期损害，”《商业周刊》杂志一个月后评价道，“即使这些量化基金在今年秋天反弹，它们中的很多也不敢再声称自己能够可靠地产生低波动性的收益了。”[8]

D. E. Shaw公司似乎没有受到此次事件的太多干扰。到1998年，由哥伦比亚大学前计算机科学教授戴维·肖在投资者唐纳德·苏斯曼的支持下创立的对冲基金已拥有了数百名员工。借助戴维·肖在摩根

士丹利研制的统计套利股票策略，自成立以来，D. E. Shaw公司声称其年平均回报率达到了18%。有时，D. E. Shaw的交易量甚至能占到纽约证券交易所所有交易的5%。D. E. Shaw基金的投资组合是市场中性的，不受整个股市波动的影响。

D. E. Shaw公司聘用人才的风格与文艺复兴科技公司不同。除了询问有关申请人专业领域的具体技术问题之外，D. E. Shaw公司还用脑筋急转弯、应用数学问题和概率难题测试应聘者，其中包括著名的蒙提霍尔悖论（Monty Hall Problem），这是出自美国电视游戏节目《让我们成交》（*Let's Make a Deal*）的一个概率问题。D. E. Shaw公司的许多员工是英国科幻电视剧《神秘博士》（*Doctor Who*）的粉丝，他们穿着随意，打破了华尔街人给他人留下的刻板印象。

《财富》杂志1996年的封面故事宣称，D. E. Shaw公司是“华尔街最迷人和最神秘的力量……是登峰造极的量化交易公司，数学家、计算机学家和其他量化交易分析大师的大本营”。随着D. E. Shaw公司和其他量化公司的扩张，纽约证券交易所被迫实现自动化。电子证券交易的发展，使得股票交易费用大幅缩水，降低了所有投资者的交易成本。

在办公室之外，戴维·肖曾担任时任副总统阿尔·戈尔和时任总统比尔·克林顿的科技政策咨询顾问。D. E. Shaw公司也进行了新的尝试，推出了第一款免费电子邮件服务Juno，并与美国银行公司成立合资公司，借入14亿美元。D. E. Shaw公司的对冲基金将其中一部分资金投入价值200亿美元的债券投资组合，同时推动了互联网银行等更多新型业务的发展。[9] D. E. Shaw公司现金充裕，雇用了600多名员工，将他们安置在位于纽约、东京、伦敦、旧金山和波士顿的高级办公室里，以及印度海得拉巴的一个以雕塑而闻名的地方。

1998年秋天，市场动荡。在短短几个月内，D. E. Shaw公司的债券投资组合蒙受了超过2亿美元的损失，迫使其解雇了25%的员工并缩

减了业务。D. E. Shaw公司之后得以恢复并重新恢复为一股交易力量，但是它遭遇的打击以及长期资本管理公司的巨额亏损为西蒙斯和文艺复兴科技公司提供了影响持久的教训。

模型不能反映全部事实，只反映事实的一部分

帕特森和其他同事剖析了竞争对手们遭遇的突如其来的挫败。大奖章基金的投资收益率于1998年上涨42%。当年秋天，其他投资公司陷入恐慌，而大奖章基金却获益颇丰，但帕特森必须确保文艺复兴科技公司没有犯与长期资本管理公司相同的错误。帕特森知道，文艺复兴科技公司没有像梅里韦瑟的公司那样债台高筑，长期资本管理公司的交易需要在一定的时间范围内执行，这与西蒙斯所青睐的交易不同。文艺复兴科技公司聘请的是数学家和计算机科学家，而不是经济学家，这是他们另一个与长期资本管理公司的区别。

尽管如此，文艺复兴科技公司与长期资本管理公司之间仍然有足够的相似性，值得继续深挖。对于帕特森和他的同事来说，长期资本管理公司的倒闭增强了文艺复兴科技公司的现有信念：永远不要对交易模型过于信任。的确，文艺复兴科技公司的系统似乎有效，但是所有公式都不可靠。这一结论加强了文艺复兴科技公司管理风险的方法。如果交易策略不起作用，或者市场波动加剧，那么文艺复兴科技公司的系统往往会自动减少头寸和风险。例如，大奖章基金在1998年秋季将期货交易减少了25%。相比之下，当长期资本管理公司的策略陷入困境时，该公司通常会扩大投资规模，而不是缩减规模。“长期资本管理公司的基本错误是认为其模型就是事实真相，”帕特森说，“我们从未相信我们的模型能够反映全部事实，它只反映事实的一部分。”

D. E. Shaw公司和长期资本管理公司都涉足了公司缺乏了解的市场，比如丹麦抵押贷款和网上银行业务。这些教训都提醒西蒙斯的团

队需要磨炼他们的既有策略，而不是从事新业务。

机器失控了？

虽然布朗、默瑟和其他人都投入股票交易系统的研发之中，但是股票交易在1998年仅贡献了文艺复兴科技公司利润的10%左右。即使西蒙斯一再敦促股票团队，最终也是亨利·劳弗领导的期货交易在驱动着文艺复兴科技公司发展。之后，像过往一样，戴维·马杰曼再一次力挽狂澜。

马杰曼曾经设法找到并修复导致布朗和默瑟的股票交易系统无法盈利的计算机故障。随后，马杰曼被赋予了更多的责任，成为大奖章基金用于实际股票交易的软件系统的架构师。彼时，马杰曼是系统所有变更的监督者，是系统所有改进的关键参与者，并且是十几位博士的领导者。

马杰曼在公司顺风顺水：他的薪水很高，更重要的是，他的成果获得了布朗、默瑟和西蒙斯的赏识。马杰曼用部分薪水升级了他的衣橱，甚至开始穿吊带裤，他的一举一动越来越像默瑟。长期以来，对获得公司主要领导者认可的期望一直激励着马杰曼，而他正在获得的肯定使他感到振奋。

尽管马杰曼越来越成功，但他还是受到了默瑟家族的冷淡对待，尤其是默瑟的二女儿丽贝卡，她加入了文艺复兴科技公司并成了马杰曼的下属。马杰曼感到困惑，为什么自己很久没有收到默瑟家族的外出就餐邀请或者去家里做客的邀请。有一次，马杰曼给默瑟写了一封长达5页的信，希望打破僵局，但他没有得到任何答复。马杰曼不知道发生了什么，他分析了种种可能性，或许是那次他在公开场合谴责了丽贝卡。要知道，在交易小组中工作的可是老板默瑟的女儿，这让丽

贝卡在新同事面前感到难堪。“我认为丽贝卡那次完全是咎由自取。”马杰曼说。

马杰曼与默瑟家族之间的裂痕也可能是由于文艺复兴科技公司组织的一次夏季郊游所致。当时，马杰曼与希瑟·苏两人共度了一场浪漫的独木舟之旅，他肯定此举让丽贝卡产生了嫉妒心理。无论出于何种原因，马杰曼越来越不受默瑟家族的欢迎。马杰曼说：“在默瑟的家庭聚会上，我是不受欢迎的人。”

为了继续受到默瑟的赏识，马杰曼决定专注于他的工作。1999年，马杰曼开发了一种可以控制公司股票交易的代码，从而使交易效率更高。然而，几乎在同一时间，大奖章基金的期货交易就出现了巨额亏损。员工们都不知道发生了什么，但马杰曼知道原因。他犯了一个错误，代码中存在一个致命的漏洞，再次延缓了文艺复兴科技公司前进的步伐。“这是我造成的！”之后数周，马杰曼一直不能原谅自己，他想知道自己怎么可能犯这样一个低级错误。虽然马杰曼的股票交易小组没有向亨利·劳弗的期货职员透露过相关代码，但马杰曼确信他一定是罪魁祸首。为了尽快弥补自己的过失，马杰曼夜以继日地工作着，但他始终没有找到漏洞所在。

在进行季度总结时，大奖章基金告诉客户，其遭受了轻微且意外的亏损，这是10年来的首次季度亏损。马杰曼满怀忧虑，等待着被解雇，他的睡眠质量变得格外地差。马杰曼说：“我快失去理智了。”他去看了心理医生，并被诊断为广泛性焦虑症，医生叮嘱他每周要做一次心理疏导训练以安抚神经。慢慢地，大奖章基金的回报反弹了，马杰曼这才松了一口气，也许他根本不用为亏损负责了。

2000年1月，大奖章基金上涨了10.5%，那是其多年来最好的单月回报。到3月初，由于投资者对科技股，尤其是与互联网相关的公司热情高涨，纳斯达克综合指数创下了纪录，大奖章基金的利润已超过7亿美元。

随后，马杰曼和他的同事们陷入了真正的困局。3月10日，科技股泡沫破裂，导致股价暴跌，这次暴跌几乎没有什么先兆。一个月后，纳斯达克下跌25%，最终从最高点下跌了78%。大奖章基金损失惨重，它在3月的一天里损失了大约9 000万美元，第二天又亏损了8 000万美元。情况变得异常严峻，之前大奖章基金一天之内的损失从未超过500万美元。

每个人担心的不仅是越来越多的亏损，更多的是关于市场为什么如此糟糕的不确定性。大奖章基金的投资组合持有商品、货币和债券期货，其股票投资组合主要用于抵销头寸，旨在避开市场的大走势，损失本就不应该发生。但是，由于许多系统的交易信号都是通过某种形式的机器学习自行产生的，因此很难查明问题的确切原因或者何时问题会消散。换句话说，机器似乎失控了。

在市场暴跌中，一名应聘者来到文艺复兴科技公司的长岛办公室参加面试，帕特森等公司领导者参与了面试过程。当他们第二天早上见面讨论候选人的情况时，甚至没有一个人记得与这个新人的会面。亏损使得研究人员彻底迷失。

默瑟一如既往地保持着平静，似乎任何异常情况都与他无关。布朗则不同，他从未经历过如此严重且突然的账面亏损。布朗高度紧张、激动，无法掩饰其与日俱增的恐惧。布朗无法入睡，整夜都在检查系统，以获取有关交易系统出现故障的蛛丝马迹。在办公室里，布朗脸色苍白，显然是缺乏睡眠所致，同事们为他的身体状况感到担忧。布朗的朋友说，布朗认为自己对亏损负有不可推卸的责任，毕竟这些亏损来自他的股票交易系统。

股灾发生的第三天，马杰曼开车来到公司，在他的计算机上检查了股票期货的价格，然后猛地一震，发现这又是糟糕透顶的一天。马杰曼欲哭无泪。布朗和默瑟正在与西蒙斯和其他高层管理人员举行紧急会议，但马杰曼认为有必要提醒他们这一严峻的问题。马杰曼慢慢

地打开了会议室的门，来到一个挤满了十几位高管的小型会议室，视频会议屏幕显示了位于全球各地的其他参会人的面孔。西蒙斯坐在一张长桌子的头部，神情呆滞而专注。马杰曼弯下腰，低声对布朗说：“我们又损失了9 000万美元。”布朗僵住了。大奖章基金的损失现在已经接近3亿美元。布朗心烦意乱，甚至感到恐慌，他向西蒙斯投去了求助的目光。“西蒙斯，我们该怎么办？”

西蒙斯试图让布朗和其他高管放心，他有信心他们会绝处逢生。“相信模型，”西蒙斯告诉他们，“我们必须让模型主导交易，我们自己不能惊慌。”后来，西蒙斯提醒员工，他们的交易系统已经为艰难时期做好了准备。除此之外，他们几乎无能为力。大奖章基金当时交易着约8 000只股票，他们无法快速修改产品组合。

经过了几个通宵的研究分析，一些研究人员针对此次亏损事件提出了一个结论：曾经屡试不爽的策略已经行不通了。曾经的策略相当简单：如果某些股票在前几周上涨，那么大奖章基金的交易系统会发出购买更多类似股票的指令，但前提是这种增长将持续下去。多年来，这种策略屡建奇功，但现在熊市已经开始，增长不可持续，而该系统的算法仍在指示大奖章基金购买更多的股票。

西蒙斯经常强调相信交易系统的重要性，但是在市场危机中，他倾向于减少对某些信号的依赖性，这使那些始终认为应该交由计算机程序来发出交易指令的研究人员感到懊恼。现在，这些研究人员也认识到了他们的错误，特别是因为他们的系统在预测市场的短期行为上表现更好，而专注预测长期行为的错误信号令整个投资结果亏损严重。这些研究人员果断地放弃了动量策略，制止了损失。很快，收益再次恢复。

布朗仍然感到恐慌，他主动提出辞职，认为自己要为巨大的亏损负责。西蒙斯拒绝了这一提议，并告诉布朗，既然他已经领会“永远不要完全相信一个模型”的真谛，他就会变得更有价值。[10]

“我们发现的原则始终有效”

到2000年秋天，大奖章基金的成功赢得了业界的广泛关注。那年，即使在向客户收取高达20%的收益和5%的管理费后，大奖章基金飙升了99%，文艺复兴科技公司管理着近40亿美元。在过去10年中，大奖章基金及其140名员工的表现要好于乔治·索罗斯、朱利安·罗伯逊[(58)]、保罗·都铎·琼斯和其他投资巨头管理的基金。同样令人印象深刻的是，大奖章之前5年的夏普比率为2.5，这表明与许多竞争对手相比，该基金的收益具有较低的波动性和风险。

西蒙斯放下了他的思想包袱，同意接受《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志作家哈尔·勒克斯（Hal Lux）的采访。在纽约办公室的咖啡厅喝咖啡时，以及后来在文艺复兴科技公司的长岛总部品尝杜松子酒和滋补品时，西蒙斯都自信地表示大奖章基金将越发强大。“我们的事业不会就此止步。”西蒙斯告诉勒克斯，“某段时间，业绩可能会有所下滑，甚至很糟糕，但是我们发现的原则始终有效。”

布朗、默瑟和劳弗都对即将到来的、难得的，甚至是历史性的机会充满信心，他们一致同意公司雇用新员工以加固壁垒。一位资深员工对同事说：“虽然市场效率低下，但是我们有信心让钱生钱。”新员工将以西蒙斯和他的同事无法预料的方式改变公司。

征服市场的策略

- 大奖章基金拥有一个单一的、整体的交易系统，所有员工都可以接触到赚钱的算法背后的每一行源代码，所有这些代码都可以在公司内部网络中以明文形式阅读，不存在藏于

某个角落的只有高层管理人员才能访问的代码。任何人都可以尝试着修改代码以改善交易系统。西蒙斯希望他的研究人员能够交换想法，而不是只限于其私人项目。

- 大奖章基金的员工们发现了被数据证明有效的赚钱策略，或者说总结出了发现交易信号的三个步骤：识别历史价格数据中的异常模式；确保异常在统计上显著，随着时间的推移表现一致且并非随机；查看是否可以合理解释与之相关的价格表现。
- 文艺复兴科技公司的系统似乎有效，但是所有公式都不可靠。这一结论加强了文艺复兴科技公司管理风险的方法。如果交易策略不起作用，或者市场波动加剧，那么文艺复兴科技公司的系统往往会自动减少头寸和风险。

第二部分　金钱改变一切

第12章
大奖章基金清退外部持有人

西蒙斯的团队貌似找到了投资中的“圣杯”：在实现了高回报率的同时，还能将投资组合进行有效分散，从而取得较低的波动率和与主要金融市场表现的关联度。过去，也有一些人发展出相关类型的投资工具，但是他们的问题是规模容量太小。没有人像西蒙斯和他的团队那样，以50亿美元的规模获得如此卓越的表现。

2001年，西蒙斯的对冲基金变得不同寻常。随着文艺复兴科技公司不断吸收新的信息种类，公司的盈利节节攀升。公司收集每一笔交易数据，包括那些从来没有成交过的交易，以及相关年度和季度盈利财报、公司高管交易记录、政府报告、经济预测报告和文献等。西蒙斯还不满足。“我们还能玩出新花样吗？”他在一次团队会议中问道。

很快，研发人员开始追逐更多来自报纸、新闻、互联网论坛以及其他源头的晦涩数据，比如境外保险索赔金额数据等。研发人员挖掘几乎所有能被量化的数据，并且检测这些数据预测市场的价值。大奖章基金变成了一块数据海绵，每年吸收着几万亿字节的信息，并不断购买昂贵的存储器来消化、存储和分析这些数据，从中寻找可靠的规律。“数据多多益善。”默瑟告诉他的同事。这句话后来成了公司员工的座右铭。

文艺复兴科技公司的目标是预测股票价格或其他投资的“未来走势”。默瑟之后解释说：“我们希望知道3秒、3天、3周和3个月中的价格走势情况。假设有一篇关于塞尔维亚面包短缺的报道，文艺复兴科技公司的计算机数据库就会筛查历史上面包短缺后，不同投资品种对于小麦价格上涨的反应。”[1]

有些新增的信息，比如公司季度财报，并不会带来额外的竞争优势，但是关于分析师盈利预测以及观点调整的数据都会有所助益。观察股价在财报公布后如何表现，跟踪公司的现金流数据、研发支出、新股增发以及其他因素，也都非常有价值。文艺复兴科技公司的团队甚至通过加入一个公司被新闻报道的次数这种简单数据来优化其算法模型，无论这个新闻报道是正面的、负面的，还是谣言。

默瑟和其团队非常清楚，语音识别和股票交易之间有着很高的相似度，这也是为什么文艺复兴科技公司一直在招募IBM的电脑语言学团

队成员。文艺复兴科技公司和IBM都致力于通过建立模型，消化不确定的、混乱的信息，从而构建可靠的预测，并且无视没有足够数据支撑的传统分析结论。

当越来越多的交易变得电子化后，人为的做市商(59)和中间人逐渐被挤出这个业务。大奖章基金把越来越多的交易放到了电子化网络平台，使得买进和卖出更加方便有效。终于，西蒙斯开始接近他最初的目标，即构建一个极少受到人为干预的全自动化交易系统。

员工们对于研发基于几秒甚至更短的超级短线指标的交易模式越来越兴奋，这种交易模式后来成为我们今天熟知的高频交易(60)。尽管文艺复兴科技公司的计算机运转速度还不足以战胜其他对手，但大奖章基金每天依然能成交15万～30万笔交易。绝大部分交易被拆分成很小的单子，以避免造成冲击成本，他们并不依靠买进或卖出这样的方式来赚取利差。西蒙斯和团队所做的不太像投资，他们也不是纯粹的高频交易者(61)。

不管你如何定义，大奖章基金的收益表现都让人叹为观止。在2000年收益暴涨99%之后，大奖章基金的业绩在2001年继续上涨了33%。相比之下，用来作为比较基准的标普500指数在两年中仅取得了0.2%的收益率，其他对冲基金的平均收益率也只有7.3%。

此时，西蒙斯的团队依然在投资界不为大多数人所知。《机构投资者》杂志于2000年发表的一篇文章写道：“很有可能，你至今都没有听说过詹姆斯·西蒙斯，那么在这点上你和大部分人是一样的。当然这对西蒙斯本人来说无关痛痒。”[2]

布朗和默瑟的系统运转得非常出色，研发者能不断测试和研发新的算法机制，优化现有的单一交易系统。新加入的员工开始挖掘在其他市场的预测指标，包括加拿大、日本、英国、法国和德国的预测指标，以及其他一些小国家的股市，比如芬兰、荷兰和瑞士的预测指标。海外股市通常跟随美国行情，但并非完全一致。通过将这些市场

的数据整合到大奖章基金的现有算法模型中，一个让人惊叹的事情发生了：大奖章基金优化了收益率，其收益表现和主要金融市场表现的关联度有所下降。

专业投资者通过用夏普比率，即回报率和波动率的比例来评价投资组合的风险，夏普比率越高，代表组合的风险收益越好。20世纪90年代的大部分时期，大奖章基金的夏普比率都高达2.0以上，是同期标普500指数的2倍。但是通过加入境外市场的算法，大奖章基金的夏普比率在2003年年初提高到6.0，是大型量化基金的2倍。这个数字意味着，这只基金在一年以上的时间维度，几乎没有亏钱的可能。

西蒙斯的团队貌似找到了投资中的“圣杯”：在实现了高回报率的同时，还能将投资组合进行有效分散，从而取得较低的波动率和与主要金融市场表现的关联度(62)。过去，也有一些人研发出相关类型的投资工具，但是他们的问题是规模容量太小。没有人像西蒙斯和他的团队那样，以50亿美元的规模获得如此卓越的表现。

这个成就为新的可能性打开了大门。

一篮子期权，大幅提升收益率的妙招

彼得·布朗在他的办公室来回踱步，他努力寻找更多能让其对冲基金下注的领域。布朗依然生活在2000年年初亏损惨重的阴影之中，并为其当时的一系列慌乱反应而懊恼。他希望在下一个更大的市场灾难来临时，能够保护他的公司。

布朗很幸运。银行嗅到了机会，向文艺复兴科技公司敞开大门。从许多角度来看，西蒙斯的公司都是一个理想的借款人，它的投资回报丰厚，而且和整体市场表现并不相关。西蒙斯允许布朗运用更高的杠杆来扩大他们的利润，文艺复兴科技公司变成了一个积极的借款人。就像购房者通过房屋贷款来购买价值超过银行存款的房子一样，

类似于文艺复兴科技公司这样的对冲基金，也可以通过借款来扩大投资组合的资本，从而增加盈利。

银行开始放松贷款标准和限制。在全球互联网泡沫崩塌、房地产市场开始复苏、贷款者大规模放贷的情形下，即使有些没有信用历史的人也能贷到款。相比较而言，文艺复兴科技公司看上去是一个安全的借款者，它布局了同样数量的多单和空单，降低了市场暴跌时面临的潜在风险。这也是为什么德意志银行和巴克莱银行开始向这家对冲基金销售一种叫作一篮子期权的新产品。这个产品对令布朗头疼的问题提出了近似完美的解决方案，能够在风险可控的同时，大幅提高公司的杠杆水平。

一篮子期权是一种和一篮子股票表现挂钩的金融工具。大部分期权的价值是基于某一种股票或者金融工具而定义的，而一篮子期权的价值是和一篮子股票关联的。如果这些股票价格上升，那么期权价值也会上涨。虽然这些投资银行是一篮子股票的合法拥有者，但实际上是大奖章基金在持有背后的股票。大奖章基金的计算机会将交易指令自动下单给银行，买入哪些股票，以及以什么样的形式进行交易。布朗本人也参与了这套模型的研发。每一天，大奖章基金的计算机将自动交易指令发送给银行，有时候每分钟发送一笔交易需求，有时候甚至每一秒就发送一笔交易需求。一年多之后，大奖章基金执行期权，获得剔除成本后的所有收益。[3]

交易一篮子期权是大幅提升大奖章基金收益率的妙招。券商一般会限制一只对冲基金的借款比例，但是一篮子期权令大奖章基金能够撬动更高的资金杠杆。其竞争对手通常只能用1美元现金撬动价值7美元的金融资产，相比而言，大奖章基金的期权策略允许其用1美元现金撬动价值12.5美元的金融资产。只要大奖章基金能持续找到赚钱的交易机会，它的业绩就能碾压竞争对手。当大奖章基金看到特别诱人的机会，比如遇到类似于2002年市场触底的情况时，它可以将其杠杆比

例提高到用1美元现金撬动价值20美元的资产。2002年，大奖章基金的资金管理规模超过50亿美元，但是它实际上控制了超过600亿美元的金融资产，就是得益于其一篮子期权。2002年标普500指数下跌22.1%，大量互联网企业破产，安然和世界通信公司倒闭而一篮子期权帮助大奖章基金在市场低迷的2002年，获得了25.8%的年化收益率。

一篮子期权提供了一种途径，让文艺复兴科技公司将投资背后的风险转嫁给银行。因为理论上讲，借款人才真正拥有一篮子期权交易中的证券，这也导致大奖章基金面临的最大理论亏损仅仅是其为这些期权支付的期权费。相反，银行持有着这些股票的全部抵押物。也就是说，一旦市场崩盘，大奖章基金最多损失几亿美元；相比之下，银行面临的潜在亏损高达几十亿美元。换句话说，参与借款协议的银行，通过给大奖章基金提供期权产品，帮助大奖章基金对其股票组合实施“围栏策略”(63)，以保护公司的其他部分，包括亨利·劳弗依然努力改进的期货交易部分，确保文艺复兴科技公司能够在突发事件中存活下来。一名员工对这个条款感到非常震惊，他将大部分的个人储蓄都投入了大奖章基金，因为他明白最大亏损比例也不过20%。

即使存在值得担忧的诸多原因，这些银行依然愿意承担风险。一方面，它们对于大奖章基金的投资策略如此有效的原因一无所知。这家基金只在近10年表现良好。另一方面，几年前美国长期资本管理公司的崩盘事件，也为基于历史数据模型的投资策略提供了血淋淋的教训。

布朗意识到一篮子期权带来了另一个巨大好处：它将帮助大奖章基金获得更好的长期资本利得税条件，虽然它的大部分交易只持续几天，甚至只有几个小时。这是因为，期权要一年以后才被执行，文艺复兴科技公司因此将获得更优惠的长期投资税收政策。当时，投资人需要为持有股票一年内的短期盈利缴纳39.5%的利得税，而只需为持股超过一年的长期盈利缴纳20%的利得税。

一些员工认为这种做法不太妥当，声称这样做“虽然合法但并不正确”，但是布朗和其他人获得了公司法律顾问的支持。几年之后，美国国家税务局（IRS）认定，大奖章基金将来自一篮子期权的利润作为长期收益是不合理的。美国国家税务局认为，西蒙斯和他的团队通过这个操作，规避了高达68亿美元的税收。2014年，一个参议院小组委员会认定文艺复兴科技公司通过“滥用”交易结构，偷税漏税的额度高达数十亿美元。文艺复兴科技公司对美国国家税务局的证据进行了申诉，它们之间的争端到2019年夏天依然在继续。

虽然其他对冲基金也会通过一篮子期权协议来减免税收，但它们都没有像文艺复兴科技公司那样对一篮子期权形成高度依赖。2000年年初，一篮子期权成了文艺复兴科技公司的秘密武器，文艺复兴科技公司甚至专门委派了几名程序员以及50余名员工来确保和银行之间的无缝对接。

我真的应得那么多钱吗

即使对于科学家和数学家来说，金钱也让人着迷。渐渐地，文艺复兴科技公司的员工们，即使那些曾经对赚钱手段嗤之以鼻的人，也开始享受盈利的刺激。有一名员工研发了一套小装置，放在公司电脑屏幕的一边，能让大家时刻看到盈利的滚动，偶尔也会看到亏损。当数字跳动的时候，公司的气氛也会随之变化。“这些数字节节攀升，”一名员工说，“但是这也会分散人们的注意力。”

他们的开支也伴随着收益率而节节攀升。许多科学家在公司附近的旧城区买了豪宅，后来这个地方被称为文艺复兴科技公司的蔚蓝海岸。西蒙斯本人在东锡托基特（East Setauket）购买了一栋占地约5.7万平方米的别墅，能够俯瞰长岛海岸线和整个海湾的壮丽景观。亨利·劳弗花了将近200万美元购置了一个有5间卧室、6个卫生间、占地约4万平方米，拥有152.4米独家海岸线的地中海式别墅。劳弗还花80

万美元购买了一个占地约1.05万平方米的相邻别墅，将它们与地中海别墅整合成一个巨大的宅邸。西蒙斯的表兄罗伯特·劳里（Robert Lourie）早年便离开学校，以高层职位加入文艺复兴科技公司，也在这个时期在同一个区域为女儿购置了一块练习马术的场所。他在这个马场门口建造了一个巨大无比的拱门，大到相邻的一座从长岛通往纽约市的大桥要被迫关闭。[4]

默瑟的庄园有着一条很长的道路通向外部，两边铺满了细沙，从庄园可以俯瞰整个石溪小镇的港口。他和戴安娜将在客厅里悬挂他们的女儿，希瑟·苏、丽贝卡和珍妮弗的画像。[5]当他们一家为希瑟·苏举办婚礼时，来宾们为其巨大的喷水池和艳丽的玫瑰花园而震惊得目瞪口呆。那个夜晚，来宾们在花园里来回踱步时，有数千只昆虫被踩死于脚下。默瑟和希瑟·苏的影像让人头晕目眩，有些客人甚至开玩笑说都搞不清谁是新郎了。

保时捷、奔驰以及其他高档汽车占满了文艺复兴科技公司的停车场，只在偶尔才可见低级别的金牛座和凯美瑞，一些高管甚至坐直升机去纽约吃晚餐。[6]在食堂，一个人在公司的冰箱上贴了一个数字：他最近一年的年化收益率。他告诉朋友，这个数字一旦下滑，他就会辞职。

有一天，当一些研发人员坐在一起抱怨他们交了那么多税时，西蒙斯正好经过，他马上皱起眉头：“如果你们不赚那么多钱，你们就不用交那么多的税了。”文艺复兴科技公司的员工变得非常富有，研发人员以及其他一些职员的年收入高达数百万甚至上千万美元。在大奖章基金获得如此高的投资收益率的同时，他们也在思考自己是否配得上这些财富。文艺复兴科技公司的大部分员工之前是学校教授，他们禁不住要问问自己，如此巨额的收入到底是不是他们应得的。

我真的应得那么多钱吗？

关于这个问题，大部分员工的结论是，文艺复兴科技公司频繁的交易为市场提供了流动性，或者说投资者能轻易地买进卖出，促进了金融系统的进一步优化，但是这个解释有些牵强，毕竟人们无法真正量化文艺复兴科技公司对于市场的影响。其他员工承诺，在填满财宝箱之后，他们会把多余的钱捐了，他们并不去想，文艺复兴科技公司正在交易中赚钱，可能意味着医生以及其他类型的投资者正在交易中亏钱。“我们的内心会挣扎。”公司高管格伦·惠特尼说。

布朗对于自己变得越来越有钱有一种复杂的感受。布朗的同事说，很长一段时间以来，布朗都在为经济状况而焦虑，他渴望获得更多的财富。但是布朗会尝试在孩子们面前将其财富程度隐藏起来，他开着一部普锐斯混合动力汽车，有时候还会穿有破洞的衣服。他的妻子也很少在自己身上花钱。然而，隐藏财富并不是一件容易的事。布朗的同事曾经分享过一个故事。有一次，布朗一家去参观默瑟的庄园。布朗在读研究生的儿子，看了一眼默瑟房子的大小，然后用一种疑惑的眼神看着他父亲：“爸爸，你和默瑟不是在做同样的事情吗？”

劳弗代表过去，布朗和默瑟代表未来

在股票交易业务蓬勃发展时，布朗和默瑟在公司的影响力越来越大，而劳弗的权力被削减。布朗和默瑟团队与劳弗团队在公司运作层面扮演了重要角色，如同他们的领导者西蒙斯一样。劳弗依然维持冷静严谨，无论市场的情况如何，劳弗的团队成员早晨上班时，都会先喝上一两杯咖啡，读一读《金融时报》，再开始工作。他们研发的软件在当时略显落后，无法快速测试和执行交易理念，无法建立新的贸易关系和揭示新的投资规律，但他们给公司带来的回报率却非常可观。劳弗的团队从来不理解为什么西蒙斯要扩大基金规模。他们每年都赚几百万美元，这还有什么大问题呢？

布朗和默瑟的团队经常晚上加班进行电脑编程，比赛谁在公司待的时间更长，然后一早回到办公室观察程序优化后的效果。连布朗都通宵达旦地坐在电脑前，他的下属也就自然觉得有必要这么做。布朗藐视他的开发人员，除了默瑟以外，他给团队里的每个人都起了绰号，意在督促每个人加倍努力。员工们为能够应对布朗的加压而自豪，他们认为布朗将这种压力化作了一种激励工具。布朗经常看上去面色苍白，似乎肩负着所有的重担，他对于工作的在乎程度超过了公司其他任何一个人。布朗有时候也会兴高采烈和富有娱乐精神。作为《老实人》(64)的超级粉丝，布朗喜欢在做演示时用上一些法式的讽刺，导致员工们经常在私底下暗暗发笑。

在不知不觉中，布朗的团队构建出了一个效率更高的交易模型，能够用来代替期货团队使用的模型。当他们向西蒙斯展示新研发的交易模型时，西蒙斯对于他们偷偷摸摸建了一套模型很不开心，但西蒙斯承认这套模型应该可以用来代替劳弗期货团队的模型。

到了2003年，布朗和默瑟的股票交易团队赚取的利润已经是劳弗期货团队的两倍，仅仅在几年中就带来了巨大变化。作为对于公司明星员工的奖励，西蒙斯宣布将布朗和默瑟提拔为文艺复兴科技公司的执行副总裁，联合管理公司所有的交易、研发和技术分析工作。劳弗曾经一度被认为是西蒙斯的准接班人，彼时，他却被任命为公司的首席科学家，负责处理内部的各种技术问题。布朗和梅瑟代表着公司的未来，而劳弗代表着过去。

在杰弗逊港湾旁的小酒吧比利1890餐厅享用了芝士汉堡午餐后，西蒙斯告诉布朗和默瑟，他正在考虑退休。“你们会接替我。”西蒙斯告诉他们，希望两人成为公司的联席CEO。[7]

当消息传出后，一些员工坐不住了。布朗的团队能忍受布朗的咒骂，但其他人无法忍受布朗。有一次，在和纽约办公室负责财务和投

资关系维护工作的一名员工打电话时，布朗发泄了他的愤怒：“你就是一个傻瓜！”

而默瑟虽然和布朗沟通顺畅，但是在团队会议中他几乎一言不发。他就算说话，通常也是在情绪激动的时候。默瑟一直以来都很喜欢和下属辩论，更是经常在午餐室直截了当地挑衅下属。通常，默瑟的挑衅集中发生在尼克·帕特森身上。员工因此给帕特森冠以绰号“诱饵尼克”。

帕特森通常也很享受与人辩论，虽然有些时候会过头。有一天，默瑟再次向帕特森发起辩论，坚持说人们对气候变暖的担忧过头了，还递给帕特森一份由生物化学家亚瑟·罗宾逊（Arthur Robinson）和其他人写的研究报告。帕特森把这份报告带回家研究，他发现罗宾逊曾是一个牧羊人，曾与人联合创办了一家研发生物碱的公司，“以提升我们的健康、幸福感和富足感，甚至提升孩子的学习成绩”。[8]在阅读了这份研究报告后，帕特森给默瑟发了一条短信：“这份报告很可能是错误的，而且肯定存在政治导向问题。”默瑟再也没有对此回应。

默瑟特别喜欢把事情量化，似乎这是衡量成绩、成本的唯一方式。甚至对于社会价值，他也是通过数字来衡量的，通常是基于金钱数量。“为什么我们除了罚款还需要别的惩罚手段？”默瑟询问惠特尼，惠特尼是除帕特森之外默瑟喜欢发起辩论的另一个对象。“你到底在说什么？”惠特尼反问道。

默瑟的一些言论只能用可恶来评价。布朗的妻子玛格丽特记得，有一次默瑟尝试量化政府在非洲裔人口上花费的金钱，包括协助管理刑事犯罪、创建学校、财政补助等。默瑟经常提出“这些钱是否更应该用以鼓励非洲裔人口回到非洲”这样荒谬的问题。当然，默瑟之后否认自己发表过这样的言论。

奇怪的是，当默瑟在办公室和人辩论工作问题时，他是一个讲求明确证据的科学家，但涉及他自己的观点时，他却总是基于脆弱的数据得出结论。有一天，默瑟带来一份研究报告。这份报告显示，当美国在日本广岛和长崎扔下原子弹后，核辐射反而延长了当地居民的寿命，说明核战争没有大家想象的那么让人担忧。研发人员对于这种伪科学报告感到震惊。

默瑟是午餐室内级别最高的人，于是一些员工在用餐时谨言慎行，不愿意去挑战他们的老板。有一次，默瑟向一个年轻的研究人员，同时也是公开的无神论者宣称自己并不相信进化论，并给了他一本神创论的书，虽然默瑟本人也根本不相信神。“这本书里面没有充分地论证进化论的谬误。”默瑟对这名员工说。

对于当时的大多数员工，甚至那些与他辩论的对象来说，默瑟只是一个煽动者，有时候有些搞笑，让人厌烦，但总体来说无伤大雅。但接下来他们的观点将发生改变。

新员工与老员工的冲突

西蒙斯还没有准备好把接力棒交给布朗和默瑟，但他给这两人分配了更大的职责，有时候会强行把他们从每天的交易中抽离出来。而一批新的员工开始坚持自己的主张，这种冲突从本质上逐渐改变了这家公司。

基于对业务扩张的渴望，20世纪90年代末斯和21世纪初期，文艺复兴科技公司的大奖章基金有时也会从竞争对手处挖人，其中许多是来自俄罗斯和东欧的科学家，曾经供职于量化基金公司D. E. SHAW的亚历山大·比洛浦尔斯基就是其中一位。帕特森曾强烈反对录用他，帕特森认为比洛浦尔斯基解决面试中那些难题时显得过于轻松了，就像被提前训练过一样。

其他国外出生的科学家在解决面试中的难题时也展现出了异乎寻常的能力。每次惠特尼向一位面试者抛出他的拿手难题之后，他观察到的反应都是一样的：一阵戏剧化的停顿和夸张的思索，然后会忽然给出一个非常漂亮的答案。“我知道了！”后来，惠特尼逐渐认识到肯定是有人提前把答案泄露给了这些面试者。“他们是很好的演员，而我像一个小丑。”惠特尼说。

大奖章基金的员工们赚了很多钱，但是因为2003年基金规模没有超过50亿美元，所以员工们的奖金很难增长，这导致了内部气氛紧张。在华尔街，交易员之间气氛最紧张的时候并不是在亏损年，而是在盈利年，经常有人抱怨：“我的确拿了很多奖金，但那个什么都没干的家伙比我拿的还要多！”

在文艺复兴科技公司，一些新来的员工经常会在背后议论那些高收入的老员工，比如彼得·温伯格。西蒙斯在1996年雇用了温伯格，让他和劳弗一起进行期权交易。温伯格是来自贝尔实验室的首席计算机科学家，曾经参与开发了AWK编程语言(65)。新员工在背后议论他的技术已经过时了，对公司没有任何贡献。“他曾经的确很有名，但他现在做了些什么呢？”人们嘲笑道。温伯格最终在2003年离开了文艺复兴科技公司。

新员工们锋芒毕露，但也有一些老员工理解他们。有时候，新员工们会跟老员工分享他们过去受过的苦难，并不是所有的新员工都在鄙夷老员工。

公司的基调逐渐在改变，组织内的紧张氛围在加剧。

初心变了

戴维·马杰曼也不高兴了，并且不想保持沉默。

马杰曼对于西蒙斯的抽烟行为提出了控诉。的确，西蒙斯是量化投资的先驱、亿万富翁，也是公司的创立者和大股东。但是，这不代表他可以在任意场合抽烟。马杰曼觉得烟味加重了他的哮喘，每次会议结束后，他都要在会议室咳个不停。“够了！”他下定决心要做些什么。“西蒙斯，我已经让人力部起草文件，向美国职业安全与健康管理局投诉。”马杰曼某天告诉西蒙斯，“你的行为属于职场侵犯，是非法的。”马杰曼声明，如果西蒙斯继续在会上抽烟，他就不参加任何会议。西蒙斯不得不买了一个能从空气中收集烟味的机器来减少抽烟对他人的影响。自此，马杰曼这场小小的抵制行动才算收场。

另一个令马杰曼恼火的事情是西蒙斯雇用了一些传统的交易员，西蒙斯虽然相信量化交易，但不完全信任自动交易系统。马杰曼发火的时候会乱扔东西，比如可乐罐，甚至显示器。最后，还是布朗使马杰曼确信无须过度担心这个问题。

公司经常组织一些团建活动。比如，在距离文艺复兴科技公司东锡托基特总部几千米，靠近西草地海滩的地方，是北佛罗里达州最长的公共海滩，这里矗立着大约90栋小木屋。文艺复兴科技公司员工拥有其中一部分小木屋，可以在此观赏石溪湾的美景，而且公司名下也拥有一栋。然而，这些地是公共用地，占用是非法的。市政府准备推平这些木屋，有一些民间团体站出来反对政府的行为，其中就有文艺复兴科技公司员工。但惠特尼被激怒了，他曾是一位数学教授，于1997年加入公司。他设立了一个网站公开支持市政府，马杰曼还打印了海报到处分发，上面用大字写着“推平木屋！”。

“占用公共用地的行为绝对是错误的，”惠特尼在公司午餐室说道，“这是公共用地！”默瑟当然是持反对意见的。“有什么大不了的？”他和惠特尼针锋相对。紧张气氛逐步升温，甚至一些员工一度禁止他们的孩子和惠特尼的孩子一起玩耍。惠特尼也感觉到文艺复兴

科技公司的氛围在新员工的影响下开始发生变化，员工之间的交往不再那么亲切与赤诚。木屋虽然被推倒了，但怒气并未消散。

2002年，西蒙斯把大奖章基金的业绩提成比例提升到了36%，并且清退了部分客户；后来，他又把提成比例提升到44%。最后，在2003年年初，西蒙斯把所有外部持有人都清退了。他总是担心如果大奖章基金的规模变得太大会影响业绩表现，他也更希望所有的资本利得都归自己人所有，尽管许多基金持有人曾经在他们最困难的时候力挺过大奖章。惠特尼、马杰曼和一些其他员工反对这个做法，对他们而言，这意味着公司的初心发生了变化。

“他什么都没做”

最有野心的新员工之一是一位来自乌克兰的数学家亚历克谢·科诺能科（Alexey Kononenko）。他16岁就被著名的莫斯科罗蒙诺索夫国立大学理论数学系录取，他们一家于1991年移民到了美国。

1996年，他在宾夕法尼亚大学获得了博士学位，当时他师从著名的几何学家阿纳托尔·卡托克（Anatole Katok）。科诺能科后来在宾夕法尼亚大学继续他的博士后研究，并且发表了几十篇有影响力的论文，其中一篇解决了台球轨迹问题。

科诺能科最终获得了加州大学伯克利分校数学科学研究所的博士后职位，但当同事恭喜他的时候，他却显得有点儿失望。“科诺能科原本希望能获得普林斯顿大学、哈佛大学或者芝加哥大学的终身教职，但这在那个时候是不可能的。”他的同事回忆说，“他确实取得了不少成就，但他需要更多的远见和耐心。”

科诺能科比他的同僚们更加在乎钱，这可能是因为他想尽快实现财务自由。所以当科诺能科放弃科研工作而加入文艺复兴科技公司时，同僚们并不感到惊讶。科诺能科在文艺复兴科技公司如鱼得水，

迅速爬升到了境外股票交易部门的核心岗位。到了2002年，外表瘦弱、秀气的科诺能科每年已经能赚4 000万美元了，一半来自工资，一半来自大奖章基金的投资收益。他用这些钱收集了不少令人印象深刻的艺术品。

尽管财富增长很快，但是科诺能科和其他一些新同事却并不痛快，因为他们对于很多尸位素餐的老员工意见很大。“他们做了什么贡献？”某些新员工会直接这样质问管理层。

一些人甚至认为布朗和默瑟是可以被开除的。由于经年累月地敲击键盘，此时布朗已经患上了腕管综合征，并经常显得情绪很低落。默瑟则患有关节炎，有时候不来上班。科诺能科经常在背后非议布朗和默瑟，甚至有一次在发现了投资组合中的错误之后，直接质疑是否应该让他们俩继续管理公司。西蒙斯捍卫了管理层，但科诺能科的耿直性格也由此被大家熟知。

甚至还有员工抱怨西蒙斯：“他很少来办公室，却拿走公司一半以上的利润。”“他什么都没做！”有一次，一位员工在大厅抓住马杰曼说，“他在压榨我们！”马杰曼几乎不相信他所听到的话。“这是他赚来的！”马杰曼回答道。

不久以后，科诺能科就推动了一项内部计划，希望西蒙斯和老员工拿出更多的股份分享给优秀的新员工。这个计划使得公司内部产生了分裂，西蒙斯最终同意进行一定程度上的重新分配。然而，这并没有平息公司内与日俱增的怨气。公司在发生变化，部分是因为老员工们在纷纷离职。在挖掘了近10年的市场数据之后，帕特森决定去马萨诸塞州剑桥市的一家研究所工作，去挖掘另一项同样非常复杂的数据——人类基因组，以期对生命科学做出贡献。

不久，公司内部出现了类似《蝇王》(66)里的桥段。老员工们非常担忧新员工们触动他们的“奶酪”，而来自东欧的新员工们则喜欢在办公室待到很晚，蹭一顿公司的晚餐，然后再一起谈论为什么西蒙斯

和老员工们会享受那么好的待遇。第二天，他们会聚集起来嘲笑那些工作进度慢的同事。

于是，比洛浦尔斯基和另一名资深科学家帕维尔·沃尔夫贝恩暗中谋划跳槽。此前，文艺复兴科技公司的人力资源部门犯了一个严重的错误。在这两人入职的时候，他们本应该签署保密协议和竞业协议，但是他们没有签竞业协议，也没人注意到。这给了他俩一个机会。

2003年7月，比洛浦尔斯基和沃尔夫贝恩终于抛出了重磅炸弹，他们即将加盟由著名对冲基金经理伊斯雷尔·英格兰德（Israel Englander）创立的千禧年资产管理公司。西蒙斯非常紧张，因为比洛浦尔斯基和沃尔夫贝恩了解几百万条大奖章基金的源代码，如果泄露出去，他的基金就完了。“他们是盗贼！”西蒙斯怒道。然而，更悲惨的事情还在后面。

西蒙斯的避难所

西蒙斯的儿子尼古拉斯继承了父亲的探险爱好。2002年，在大学毕业一年后，尼古拉斯作为一家美国公司的项目经理，在尼泊尔首都加德满都与当地的一家水电公司合作。加德满都号称为喜马拉雅的门户，是户外爱好者的天堂，尼古拉斯很快爱上了这座城市。

回到长岛家中的时候，这位长相酷似父亲的年轻人跟家人分享了他对于户外运动的热爱，并表示他想在第三世界国家工作，比如在尼泊尔开一家诊所来帮助那些最穷苦的人。他想先和一位朋友去做一次环球旅行，然后回来学习生物化学等医学方面的课程并申请就读医学院。

就在尼古拉斯的环球旅行结束前一周，他抵达了位于东巴厘岛的一个沿海渔村阿莫德，这是一个非常适合自由潜水的地方。自由潜水

是一项极限运动，潜水者不使用水下呼吸装置，完全靠屏气来进行潜水。当年7月，尼古拉斯和他的朋友依次跳入水中准备潜到水下30米处。海面温暖而平静，他们一上一下彼此保护着，自由潜水必须遵从一些固定步骤以防范水面以下可能存在的危险。

游了一阵，同伴的面罩起了雾气，所以先游到水面上去调整装备。然而，当他5分钟之后再返回水下时却找不到尼古拉斯了。最终，在同伴发现尼古拉斯时他已经溺水身亡了。同伴把尼古拉斯拉回岸边，但是已经回天无力了。西蒙斯和玛丽莲在午夜接到了儿子遇难的电话：“尼古拉斯溺水了。”

葬礼上，西蒙斯和玛丽莲极度悲伤，几近虚脱。当日电闪雷鸣的天气更加烘托了葬礼的悲伤氛围，给人一种世界末日的感觉。西蒙斯坚定地信仰逻辑、理性和科学，每天都在交易中玩各种概率游戏，屡屡获胜。这次他却几乎被随机性事件彻底摧毁，爱子溺亡这件事情完全是一个无法预期的小概率事件，是一个异常值，但他却无法避免。

西蒙斯希望弄明白为什么他在事业上运气很好，个人命运却如此悲惨。他在纽约家中为尼古拉斯祭奠的时候，公司的高层罗伯特·弗雷前来慰问。“弗雷，我的运气到底是好还是坏？”西蒙斯说，“我不理解。”

7年前保罗的突然离世和这次尼古拉斯的去世，对于西蒙斯来说是两记无法承受的重拳。西蒙斯的悲痛之中夹杂着愤恨，这是人们在他身上从没看到过的。他的脾气变得越来越暴躁。“他视死亡为一种背叛。”他的一位朋友说。

为了平复剧烈的伤痛，西蒙斯和玛丽莲决定买下圣约翰岛上的一大片土地，搬过去隐居。当年9月，西蒙斯一家人第一次飞去了尼泊尔，和尼古拉斯的一些朋友商量，能否继续尼古拉斯未竟的事业。尼古拉斯生前想在尼泊尔开一家医院，所以他们资助了当地一家医院的

妇产科。之后，西蒙斯和玛丽莲还创办了一家以尼古拉斯的名字命名的诊所，为乡村地区的居民提供医疗服务。

工作上西蒙斯依然不在状态，他甚至在考虑退休。他一度花了很多时间和丹尼斯·沙利文一起解各种各样的数学难题。“游弋在数学难题之中，能让我的心暂时安静下来。”西蒙斯说。[9]与此同时，公司内部的分裂却在加剧，矛盾即将浮出水面。

肉中的刺

布朗和默瑟穿过西蒙斯家的大门，在一张长条形餐桌前坐下。稍后，马杰曼、惠特尼和其他一些人也进来落座了，西蒙斯拉了一张椅子坐在另一端。

这是2004年的春天，文艺复兴科技公司的13位高管齐聚在西蒙斯位于长岛东岸的近9万平方米的豪宅中。其实没人想聚餐，他们只是要商量该怎么处理亚历克谢·科诺能科。此时的科诺能科已经令大家非常头痛了，他经常拒绝执行布朗和默瑟分配的任务。当他们决定开会讨论科诺能科不合群的问题的时候，科诺能科甚至都没有出席会议。

科诺能科的同事对于他及他的行为的描述各执一词。西蒙斯和管理层们也是在两难之中，如果他们解雇科诺能科和他的团队，那么该团队有可能会成为文艺复兴科技公司的一个致命威胁，就像比洛浦尔斯基和沃尔夫贝恩一样。他们与公司签订的保密协议很难得到执行，而他们虽然与公司签署了竞业协议，但他们完全可以离开美国回到东欧，到美国法律管不到的地方去大发其财。

酒过三巡，菜过五味，西蒙斯正色道：“我们要做一个决定。”大家都知道这是关于科诺能科的处置决定。布朗坚定地认为应该保留科诺能科和他的团队，因为他们代表了公司近三分之一的权益投研力量，而且公司曾经花了那么大的力气培训他们，失去他们太可惜了。

“他做了积极的贡献，”布朗自信地说，“这个团队是很有效率的。”布朗的话反映了文艺复兴科技公司内部一些人的想法，科诺能科及其团队的粗鲁行为也许只是在东欧生活时留下的习惯。

默瑟几乎没有说话，他似乎同意布朗宽恕科诺能科的观点。西蒙斯也似乎有意保留这个团队。“我们可以解雇他们，”西蒙斯说，“但是如果他们走了，会和我们竞争，那样我们会更难受。”

西蒙斯不认同科诺能科的行为，但他也认为科诺能科具备一定的可塑性，也许日后会成为一个好的团队成员，甚至优秀的投资经理。“科诺能科是我们的肉中刺，他是去是留对我们来说是一个艰难的决定，”西蒙斯后来告诉朋友说，“但他至少没有在我们这儿偷窃。”西蒙斯意在暗讽比洛浦尔斯基和沃尔夫贝恩。

马杰曼越听越觉得不对劲儿，开什么玩笑？科诺能科及其团队甚至想要布朗和默瑟走人，他们曾经迫使西蒙斯降低老员工的工资，并且严重破坏了文艺复兴科技公司引以为傲的合作分享型企业文化。西蒙斯还能在科诺能科身上看到潜力？马杰曼忍无可忍。“太恶心了！”马杰曼看着西蒙斯和布朗说，“如果不开除他们，那我走！”

马杰曼看着惠特尼，期待他的支持。但惠特尼没有作声，他知道他们已经无力回天了。惠特尼曾经私下跟西蒙斯说过，如果西蒙斯不解雇科诺能科，他和马杰曼就辞职。但大家似乎都认为他们在虚张声势。最后，团队成员勉强达成共识，留住科诺能科及其团队。实际上，科诺能科在不久后还获得了升职。“给我们点时间，马杰曼，我们会处理好的。”布朗说。“我们已经有完备的计划了。”西蒙斯补充道，他想让马杰曼留下。但马杰曼和惠特尼沮丧而气愤地走出了房间。不久之后，他们都有了自己的打算。

时近午夜，团队成员都走了，西蒙斯的家又重归安静。他的公司分裂成了两派，老员工们掌握着大奖章基金最重要的秘密，儿子尼古

拉斯的离世依然在折磨着他……西蒙斯身陷泥淖，他必须找到一条能够让自己走出困境的道路。

征服市场的策略

- 布朗和默瑟的系统运转得非常出色，研发者能不断测试和研发新的算法机制，优化现有的单一交易系统。新加入的员工开始挖掘在其他市场的预测指标，包括加拿大、日本、英国、法国和德国的预测指标，以及一些其他小国家的股市，比如芬兰、荷兰和瑞士的预测指标。通过将这些市场的数据整合到大奖章基金的现有算法模型中，大奖章基金优化了收益率，其收益表现和主要金融市场表现的关联度有所下降。

第13章
启动RIEF，做长期交易

当新聘请的销售团队在推销这只名为文艺复兴科技公司RIEF的机构股票基金时，他们明确表示，这只基金跟大奖章基金不一样。但一些投资者无视这一声明，认为这只是一种官方说法。他们认为同样的公司、同样的研发人员、同样的风险和交易模型，将会带来同样的回报。

“所有的模型都存在漏洞，但有些是有用的。”

——乔治·博克斯（George Box）[(67)]

西蒙斯面临的问题越来越多，然而他还是有解决之道的。

文艺复兴科技公司的员工们私下里议论纷纷，比洛浦尔斯基和沃尔夫贝恩这两位科学家叛逃时，可能带走了大奖章基金的诸多秘密。有鉴于此，西蒙斯决定对留下的员工做出规划。这家管理着50多亿美元资产的对冲基金在扣除成本后仍能获得约25%的强劲年收益率；2004年，大奖章基金的夏普比率甚至达到了7.5。这些令人瞠目结舌的数字让竞争对手相形见绌，但西蒙斯担心他的员工会因此而松懈下来，失去钻研的动力。

在几年的时间里，文艺复兴科技公司聘请了数十位数学家和科学家。西蒙斯觉得有必要让这些人保持忙碌，免得他们胡思乱想。因此，西蒙斯希望给他们施加一个新的挑战。“现在所有这些科学家都变得比他们曾经想象的还要富有，”西蒙斯跟一位同事说，“我该如何继续激励他们呢？”

西蒙斯寻找新的挑战项目还有另一个更私人的原因：他一直在失去儿子尼古拉斯的强烈痛苦中苦苦挣扎，他想尽快走出丧子之痛的阴霾。几年前，西蒙斯就已经萌生了从投资交易中退休的想法，当时他急需做一些分散注意力的事情。西蒙斯对整顿大奖章基金的业务没有太大兴趣。该基金每年都会向投资者返还收益（大部分投资者都是公司员工），以确保基金规模保持在一定水平。由于大奖章基金的表现仍然与各种短期价格波动挂钩，西蒙斯、劳弗以及其他人认为一旦大奖章基金规模扩大，其业绩就会受到影响。

这种规模限制意味着，有时大奖章基金发现的市场异常比它能够利用的要多。被抛弃的交易信号所代表的机会通常是长期的。西蒙斯

和他的团队对短期信号更有信心，部分原因是有更多的数据可以帮助他们确认这些信号的有效性。例如，单日频率的交易信号可以包含一年中每个交易日的数据点，而年度频率的信号仅取决于一个年度的数据点。尽管如此，研发人员仍坚信，如果他们有机会开发适用于长期投资的算法，那么他们的收益将更为可观。

这让西蒙斯萌生了一个想法：为什么不利用这些无关紧要的长期预测信号成立一个新的对冲基金呢？西蒙斯意识到，由于新基金无法利用更可靠的短期交易信号，其回报率可能不如大奖章基金，但这只基金可管理的规模容量可能远超大奖章基金，因为一个长期持有投资项目的大型基金不会产生规模类似的短线交易基金那样多的交易成本。做长期交易也可以防止新基金蚕食大奖章基金的收益。

西蒙斯认为，研究并推出新的对冲基金将成为激励公司员工的新挑战。这个想法还有一个额外好处。西蒙斯在考虑为文艺复兴科技公司找个买家，也许他无须出售整个公司，只是卖出公司的一部分。西蒙斯已经接近70岁高龄，他认为出售公司的部分股权是个不错的主意，虽然他还不想告诉任何人。一个能从佣金和收益中产生可靠且可持续收入的巨型对冲基金，对潜在的买家将具有特别的吸引力。

一些文艺复兴科技公司的员工不明白西蒙斯此举的意义何在。这可能会干扰他们的工作，导致一群爱指手画脚的投资者在走廊里闲逛。但西蒙斯拥有最终决定权，他想要构建一只专注于长期交易的新基金。像大奖章基金一样，这只新基金的研发人员需要研发出一种几乎不需要人工干预的交易工具。利用该交易工具，投资者可以从事长期投资，其投资周期可以长达一个月甚至更久。新型对冲基金将吸纳文艺复兴科技公司已有的一些常用策略，比如寻找影响股价相关性和走势的因素，但也会加入其他更基本的策略，包括基于市盈率、资产负债表数据和其他信息买进廉价且看涨的股票。

经过周密的测试，研发人员断定，这只新型对冲基金每年的表现都能比大盘收益率高出好几个百分点，同时产生的波动率也将低于整个市场。新型对冲基金产生的稳定回报将对养老基金和其他大型机构具有特别的吸引力。更值得一提的是，经计算，即使基金未来管理的资金规模高达1 000亿美元，也能获得这样稳定的回报，这将使它成为史上最大的对冲基金。

当新聘请的销售团队在推销这只名为文艺复兴科技公司RIEF的机构股票基金时，他们明确表示，这只基金跟大奖章基金不一样。但一些投资者无视这一声明，认为这只是一种官方说法。他们认为同样的公司、同样的研发人员、同样的风险和交易模型，将会带来同样的回报。截至2005年，大奖章基金过去15年扣除巨额运营费用及成本后的年化收益率为38.4%，RIEF的基金销售文件(68)自然会注明这一业绩。投资者理所当然地认为，新基金的回报率一定会在某种程度上接近大奖章基金的业绩。此外，RIEF只收取1%的管理费和10%的收益回报，与大奖章基金相比，这个费率的折扣力度太大了。

RIEF于2005年夏天开始交易。一年后，这只新基金的收益率已经比大盘高出好几个百分点，投资者们开始排队认购。很快，这些投资者向RIEF基金投入了140亿美元。一些潜在投资者以能够与拥有神奇交易能力的明星投资者西蒙斯和其神秘员工的会面而感到荣幸。某高级销售主管戴维·德怀尔（David Dwyer）带领潜在客户参观文艺复兴科技公司时，每当经过科学家和数学家们的工作场所，他们就会停下来仔细观摩，就好像这些科学家和数学家是来自异国他乡的罕见生物一样。

“在那个会议室里，我们的科学家正在检测他们最新的预测信号。”

“哦！”

“这就是同行之间做关键性的审查论证的地方。”

“噢！”

“在那里，西蒙斯与高管们会面，制定战略。”

“哇！”

即使访客经过厨房看到偶尔有工作人员在那里烤百吉圈面包或吃松饼，也都感到兴奋不已，但这也招致了不习惯被外人盯着看的工作人员的警觉。

接下来，德怀尔会带着他的访客到楼下参观文艺复兴科技公司的数据组成员，那里有30多名博士，他们通常会在写满复杂公式的白板旁沉思。德怀尔解释说，这些科学家的工作是收集成千上万的外部数据，源源不断地输入公司，然后做数据清理，消除错误和不规范之处。这样，楼上的数学家就可以利用这些信息来挖掘定价公式。

类似这样的参观之旅通常在楼上的机房结束，那里的空间足够容纳好几个网球场。在那里，一长排约2.5米高的铁笼里，大量服务器被连接在一起。在访客的注视下，它们“眨着眼睛”，静静地处理着数千笔交易。机房给人一种不同寻常的感觉，客人们仿佛能感觉到抽动的电压。这个房间更加强化了德怀尔想表达的信息：数学模型和科学方法是文艺复兴科技公司的支柱。“来到这里参观的人，很少有不投资的。”德怀尔说。

有时候，西蒙斯或布朗会加入进来向访客问好，并回答现场提问。有时，与访客会面会收到意想不到的效果。有一次，RIEF的一名销售人员在文艺复兴科技公司的长岛办公室，为致力于投资公共健康项目的最大基金会罗伯特·伍德·约翰逊基金会（Robert Wood Johnson Foundation）的一行人安排了一顿午餐。当基金会的投资团

队走进大会议室，与RIEF的销售人员握手后，他们分发了印有该基金会口号“构建健康文化”的名片。

午餐会进行得很顺利，眼看该基金会就要给RIEF开出一张大额支票。就在这时，西蒙斯走了进来，让整个房间的气氛都活跃起来。谈话开始时，西蒙斯的右手开始做一些奇怪的动作。该基金会的与会人员不知道发生了什么，但紧张的RIEF工作人员知道。当西蒙斯急着要抽烟时，他就会在左胸口袋里摸索，那里放着他的梅丽特牌香烟，但是当时他的口袋里什么也没有。西蒙斯通过对讲机呼叫他的助手，让助手给他拿支烟来。“你们介意我抽烟吗？”西蒙斯问他的客人。

当客人还没反应过来的时候，西蒙斯就开始抽烟了。很快，烟雾弥漫了整个房间。致力于构建健康文化的罗伯特·伍德·约翰逊基金会的高管们震惊了。西蒙斯似乎并没有注意到，他也不在乎。在一番尬聊之后，西蒙斯想熄灭香烟，却找不到烟灰缸。RIEF工作人员开始紧张地冒汗了，因为有时西蒙斯会随心所欲地在办公室里的任何地方撒烟灰，甚至是在下属的桌子上和他们的咖啡杯里。当时，西蒙斯在文艺复兴科技公司最豪华的会议室里，却找不到一个合适的容器。

最后，西蒙斯发现了摆在会议桌上的奶油蛋糕。他站起来，把手伸到桌子对面，把香烟深深地插进蛋糕里。当蛋糕发出咝咝声时，西蒙斯走了出去，他的客人们目瞪口呆。文艺复兴科技公司的销售员工们垂头丧气，认为他们利润丰厚的销售成果将毁于一旦。然而，罗伯特·伍德·约翰逊基金会的高管们很快恢复了镇静，热情地开出了一张巨额支票。要想让他们放弃投资RIFF，只靠香烟和一块被毁的香草蛋糕是远远不够的。

除了会偶尔出点小差错，西蒙斯在大部分时间是一位卓越的销售员，一位世界级的数学家，与不懂数学的人也能融洽地打交道，这可是种罕见的能力。西蒙斯喜欢讲有趣的故事，有一种冷幽默。西蒙斯还表现出不同寻常的忠诚和对他人的关心，投资者可能已经感受到了

他的这种品质。有一次，在法国生活了20年的丹尼斯·沙利文回到石溪小镇，开车去文艺复兴科技公司与西蒙斯叙旧。两人花了几个小时谈论数学公式，但西蒙斯察觉到沙利文正面临着另一道难题。事实上，沙利文40多年来经历过多次婚姻，有6个孩子，他在处理孩子们的经济请求时遇到了困难，很难决定该如何对待他们。

西蒙斯默默地坐着，思考着这个两难的处境，然后做出了富有智慧的回答。“最终，要让孩子们觉得自己被平等地对待了。”西蒙斯说。这个回答让沙利文很满意，他如释重负地离开了。这次会面巩固了他们的友谊，之后两人花更多时间合作写数学研究论文。

西蒙斯对自己的私人生活直言不讳，这也让他赢得了投资者和朋友的喜爱。当被问及一个如此热爱科学的人怎么能不顾统计学上的种种可能性而大量抽烟时，西蒙斯开玩笑似的回答，他的基因已经经过测试，测试显示他有一种独特的能力来应对吸烟的危害。西蒙斯说：“当你过了一定的年纪，你就不会有事了。”

布朗在投资者面前几乎同样圆滑能干，但默瑟却是另一回事。RIEF的销售员试图让默瑟远离客户，以免他在谈话中做出令人不悦的行为。有一次，当西蒙斯和布朗都没时间去迎接西海岸捐赠基金会（West Coast Endowment）的代表时，默瑟参加了会议。当被问及该公司是如何赚到这么多钱时，默瑟给出了一个解释。“我们能够预测市场信号。”默瑟开始说，他的同事们紧张地点头。默瑟接着说：“有了市场信号，我们就知道该什么时候买进克莱斯勒的股票以及何时抛售。”大家瞬间沉默，扬起了眉毛。自1998年被德国汽车制造商戴姆勒收购以来，克莱斯勒就不复存在了，默瑟似乎不知道。默瑟是个量化分析师，所以他实际上并不关注他交易的公司。但西海岸捐赠基金会最终无视了这一失误，成为RIEF的新投资者。

到2007年春天，想赶走投资者都越来越难了。350亿美元被注入RIEF，使其成为世界上最大的对冲基金之一。文艺复兴科技公司不得

不对新增投资设定每月20亿美元的限额。没错，RIEF是为了管理1 000亿美元而设立的，但并不意味着资金要一步到位。

就这样，西蒙斯发起了文艺复兴科技公司的新基金RIFF，长期交易债券、货币和其他资产的期货合约。公司聘请了一批新的科学家，同时公司其他部门的员工也相互协作，实现了西蒙斯激励和团结员工的目标。[1]

然而，西蒙斯仍有另一个迫切需要解决的问题。

绝不放过叛逃者

2007年的晚春，西蒙斯在他位于纽约市中心的办公室里盯着伊斯雷尔·英格兰德，一位头发花白，戴着独特的玳瑁眼镜的57岁亿万富翁。这栋大楼距中央车站仅一步之遥，是一座41层的玻璃和钢结构建筑。这两个人冤家路窄、怒目相对。这不是他们的第一次对峙。

4年前，研发人员帕维尔·沃尔夫贝恩和亚历山大·比洛浦尔斯基离开了文艺复兴科技公司，加盟英格兰德的对冲基金——千禧年资产管理公司。一天，西蒙斯怒气冲冲地冲进英格兰德的办公室，要求他解雇这两个交易员，这个要求激怒了英格兰德。“给我看看证据。”英格兰德要求西蒙斯拿出证据，证明沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基窃取了文艺复兴科技公司的知识产权。

英格兰德私下里怀疑，西蒙斯真正担心的是会有更多的人离开他的公司，而不是窃取信息。西蒙斯不愿与英格兰德过度纠缠。他和文艺复兴科技公司起诉了英格兰德的公司，以及沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基，而这两名交易员则对文艺复兴科技公司提起了反诉。

在这种敌对状态下，沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基建立了自己的量化交易系统，获得了约1亿美元的利润。正如英格兰德对一位同事所说，他们是英格兰德遇到过的最成功的交易员之一。在文艺复兴科技

公司，沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基签署了保密协议，该协议禁止他们私自使用或分享大奖章基金的秘密。但据一位同事说，他们拒绝签署竞业禁止协议，因为他们认为公司把这些协议塞进一堆待签署的文件中，希望雇员一股脑签下是不坦诚的。由于沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基没有签订竞业禁止协议，英格兰德认为他有权雇用他们，只要他们不使用文艺复兴科技公司的任何秘密信息。

那年春天，坐在西蒙斯对面的英格兰德说，他不知道员工交易的细节。沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基告诉英格兰德和其他人，他们依靠的是开源软件和学术文献中的观点，而不是文艺复兴科技公司的知识产权。英格兰德没有理由解雇他们。

西蒙斯怒不可遏。他也很担心，如果沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基不停止交易，他们的交易可能会吞噬掉大奖章基金的利润。这些叛逃者可能还会为其他人继续离开铺平道路。西蒙斯觉得这涉及一个原则性问题——他们偷了大奖章基金的东西！

有越来越多的证据表明，沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基实际上可能已经侵犯了大奖章基金的知识产权。一位独立专家得出结论，沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基使用的大部分源代码与大奖章基金的相同。他们还依赖类似的数学模型来衡量交易对市场的影响。至少有一位专家证人对沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基的解释非常怀疑，拒绝为他们作证。沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基采用的策略之一甚至被称为“亨利信号”。这与亨利·劳弗开发的策略完全相同，这似乎不仅仅是个巧合。

西蒙斯和英格兰德双方在那天的谈判没有取得多大进展，但几个月后，他们达成了协议。英格兰德的公司同意终止与沃尔夫贝恩和比洛浦尔斯基的合同，并向文艺复兴科技公司支付2 000万美元。文艺复兴科技公司的一些人被激怒了。这两个叛变的交易员为英格兰德赚取了远超2 000多万美元的利润，而且在被限制几年后，他们仍可以自由

活动。但西蒙斯放弃了继续追究，并向公司里那些想要跳槽的交易员发出了警告，这让他松了一口气。

此时似乎没有什么能阻止西蒙斯和文艺复兴科技公司了。

一群“谢尔顿”

大奖章基金依旧像一台印钞机。彼得·布朗非常自信，他和一个同事打赌：如果2007年大奖章基金获得100%的回报，这个同事新买的奔驰E级轿车就归他。布朗的好胜心延伸到了生活的其他方面。布朗身材瘦削，身高1.83米，他曾在公司的健身房中与同事们进行壁球比赛和力量测试。当西蒙斯带着员工和他们的家属在百慕大群岛度假胜地度假时，许多人穿着齐膝的黑色长袜和凉鞋，懒洋洋地躺在游泳池周围，观看水上排球比赛。突然，比赛现场一阵骚动。泳池里有人扑向球，把水溅到了队友的眼睛里，他的手肘差一点儿碰到一个观看比赛的孩子的脸。“那个疯子是谁？”孩子的母亲惊恐地边问边靠近水池。“哦，那是布朗。”一名员工说。

布朗和默瑟研究的都是逻辑，而不是感情。他们聘请的许多科学家和数学家也同样才华横溢、干劲十足，而且似乎不太容易与人类共情。在百慕大之旅结束回家的路上，工作人员排队准备登上返程航班，有人建议他们为一名孕妇让路，然而该建议却遭到了文艺复兴科技公司一些科学家的拒绝。他们对这名孕妇没有任何不满，但他们认为如果这名女士真的想早点登机，按理说应该早到。“这些人简直就是一群‘谢尔顿’。”旁边的一位路人气愤不已。他说的谢尔顿就是电视剧《生活大爆炸》（*The Big Bang Theory*）中的那个角色。

由于承担了更多的责任，布朗花了更多的时间与销售主管以及其他适应了他唐突、古怪的性格的人打交道。就像一名青少年一样，布朗玩世不恭、桀骜不驯，特别是当基金运行良好的时候。然而有时，

布朗却会因为一些细枝末节而变得精神失常。在一次会议上，一位下属不小心把手机调到了震动模式，而没有关机。布朗瞪大了眼睛，他盯着手机，又盯着那位员工，然后他勃然大怒。“把那东西给我扔出去！”布朗声嘶力竭地吼道。“别生气，布朗，”马克·西尔伯安慰他说，“何必为此大动肝火。”

默瑟也有让布朗冷静下来的能力。只要默瑟在身边，布朗的情绪似乎就会好一些。默瑟与大多数同事的交流并不多，白天有时也会吹口哨，但他却经常与布朗一起讨论如何改进交易模型。一个感性、外向，另一个沉默、严谨，他们两人的结合有点儿像喜剧二人组。

量化地震

2007年7月，RIEF遭遇了一次小亏损。但大奖章基金的收益率仍然处于50%的水平，布朗似乎要赢得他同事的奔驰车了。在美国的其他经济领域，所谓的次级住房抵押贷款也存在着很多问题。悲观者预测经济衰退可能会蔓延，但很少有人认为抵押贷款市场的动荡会重创股市或债市。无论如何，布朗和默瑟的统计套利股票交易策略都是市场中性的，因此这种悲观情绪不太可能影响大奖章基金的回报率。

2007年8月3日星期五，道琼斯指数暴跌281点，原因是投资者对原华尔街第五大投资银行贝尔斯登的经济状况感到担忧。不过，股价下跌似乎没有造成太大的影响，毕竟大多数投资高手都在休假。因此，深入解读这次股价波动似乎没有必要。

到了2007年的夏天，一批量化对冲基金已经占据了主导地位。受西蒙斯成功经历的启发，大多数公司都建立了自己的市场中性策略，并且开始依赖计算机模型和自动化交易。在摩根士丹利位于曼哈顿中城的总部，蓝眼睛的量化分析师彼得·穆勒（Peter Muller）在空余时间会在当地的一家俱乐部弹钢琴，他领导的团队管理着60亿美元的

资金。在康涅狄格州的格林尼治，芝加哥大学博士克利福德·阿斯内斯（Clifford Asness）协助管理着一家规模达390亿美元的量化对冲基金公司AQR Capital Management。在芝加哥，肯·格里芬（Ken Griffin），一位于20世纪80年代在哈佛大学宿舍屋顶上安装卫星天线以获取最新报价信息的交易员，正在使用高性能的电脑为他管理规模达130亿美元的公司Citadel进行统计套利交易和其他操作。

2007年8月6日周一下午，所有的量化交易员都突然遭到了严重的亏损。在AQR基金公司，阿斯内斯“啪”的一声关上办公室的百叶窗，打电话给圈内人询问发生了什么事。有消息称，规模较小的量化基金Tykhe Capital陷入了困境，而高盛旗下的一个以类似策略投资的部门也遭遇了麻烦。当时还不清楚是谁在进行抛售，也不清楚为什么会有这么多公司认为自己的策略与众不同。后来，不止一个量化基金被低价出售，其他人也纷纷削减杠杆，这些举措引发了残酷的经济低迷现象，即业界所谓的“量化地震”。

1987年股市崩盘期间，投资者因为复杂的模型而受到了冲击；1998年，长期资本管理公司出现了历史性亏损；2007年，算法交易员们在为他们近期的惨败叫苦不迭。“情况很糟糕，阿斯内斯，”AQR基金公司的全球交易主管迈克尔·门德尔松（Michael Mendelson）对阿斯内斯说，“有一种要清盘的感觉。”[2]

8月6日的大部分时间里，西蒙斯并没有关注股票，他和家人在波士顿为他去世的母亲马西娅举行葬礼。8月6日下午，西蒙斯和他的表弟罗伯特·劳里乘坐西蒙斯的湾流G450型私人飞机飞回长岛。劳里在文艺复兴科技公司负责期货交易业务。在飞机上，他们得知大奖章基金和RIEF遭遇了重创。西蒙斯告诉劳里不要担心：“风雨过后，会见彩虹。”

然而，8月7日的情况变得更糟了。西蒙斯和同事们看着他们的电脑屏幕毫无理由地闪着红光。布朗的心情变得沉重起来。“我不知道

到底发生了什么，但这并不是什么好兆头。”他说。

8月8日，事情变得可怕起来了。西蒙斯、布朗、默瑟等6个人挤进了中央会议室，围绕会议桌落座。他们立刻将注意力集中在墙上的图表上，这些图表详细描述了公司的亏损情况，以及银行将在什么时候要求他们追加保证金，并提供额外抵押品，否则银行可能会出售该基金的股票头寸。一篮子期权已经跌了许多，文艺复兴科技公司不得不拿出额外的抵押品来阻止它被出售。如果它的头寸遭受了更大的损失，大奖章基金将不得不向银行提供更多的抵押品，以防止银行大规模地抛售股票，那样他们会承受更大的损失。

会议室旁边是一个开放的工作区，几组研发人员聚在这里工作。在会议进行的过程中，工作人员通过观察进出会议室的人的面部表情，来衡量高管们的绝望程度。

会议室里，一场战斗开始了。7年前，也就是2000年科技股崩盘的时候，布朗不知所措。但这一次，他很有把握。他说，抛售不会持续太久，文艺复兴科技公司应该坚持自己的交易体系，甚至可以增加头寸。文艺复兴科技公司的交易系统已经可以实现自动买卖，并能抓住混乱的局面扩大一些头寸。“这是一个机会！”布朗说。默瑟也表示同意。“相信模型，让它们去运行。”亨利·劳弗补充道。

西蒙斯摇了摇头，他不确定他的公司能否经受住更大的冲击。他非常担忧，如果损失继续扩大，而他们又拿不出足够的抵押品，银行就会出售大奖章基金的头寸，他们将会因此遭受巨大的损失。如果这种情况发生了，就没有人再去买西蒙斯的基金了。即使文艺复兴科技公司遭受的经济损失比它的银行贷款人要小，这对文艺复兴科技公司来说仍然会是一个致命的打击。西蒙斯告诉同事，大奖章基金需要卖出，而不是买进。“我们的目标是生存，”西蒙斯说，“如果发现错了，我们可以在后面增加头寸。”

布朗对西蒙斯的话表示非常震惊，他对自己和其他科学家开发的算法有绝对的信心，但西蒙斯公开否决了他的意见，似乎还对交易体系本身表示质疑。

8月9日，大奖章基金开始减少股票头寸，以积累现金。回到会议室，西蒙斯、布朗和默瑟盯着一个正在更新公司盈亏数据的电脑屏幕。他们想看看他们的抛售将如何影响市场。当第一批股票被卖出时，市场受到了打击，进一步下跌，造成了更多的损失。后来，同样的事情又发生了。西蒙斯默默地凝视着电脑屏幕。

所有头部的量化公司都面临着越来越多的问题，摩根士丹利公司由彼得·穆勒领导的PDT部门仅在两天时间内就损失了6亿美元的资金。抛售正蔓延到整个市场。那个星期四，也就是8月9日，标准普尔500指数下跌3%，道琼斯指数下跌387点。那一周，大奖章基金损失了超10亿美元，损失率高达20%。RIEF也在暴跌，跌了近30亿美元，跌幅约为10%。一种怪异的寂静笼罩着文艺复兴科技公司的餐厅，研发人员和其他人静静地坐着，不知道这家公司能否幸存下来。研发人员熬夜工作，试图解决这些问题，他们担心：“我们的模型真的失灵了吗？”

一些高级研发人员很沮丧，不是因为损失太多，而是因为西蒙斯干预了交易系统并减少了头寸。有些人认为西蒙斯的这个决定是对其人格的侮辱，是意识形态软弱和对自己的工作缺乏信心的表现。“你大错特错了。”一位高级研发人员在给西蒙斯的电子邮件中写道。“你到底相不相信这个交易系统？”另一位科学家略带厌恶地问道。西蒙斯说他相信交易系统，但是市场的损失是不寻常的——比平均水平高出20个标准偏差，这是大多数人从未经历过的损失规模。“它能走多远？”西蒙斯很疑惑。

文艺复兴科技公司的银行贷款人甚至更加担心。如果大奖章基金继续亏损，德意志银行和巴克莱银行可能会面临数十亿美元的损失。

银行内部甚至很少有人知道这种“一篮子期权”安排。如此突如其来的巨额亏损可能会令投资者和监管机构感到震惊，并引发公众对银行监管和整体经济状况的质疑。与文艺复兴科技公司关系最密切的巴克莱银行高管马丁·马洛伊（Martin Malloy）拿起电话打给布朗，希望得到一丝安慰。布朗听起来很慌乱，但他表示局面还是可控的。

其他人开始感受到恐慌。那个周五，两年前受聘担任RIEF基金高级销售主管的德怀尔离开办公室，去游说一家再保险公司的代表。尽管股市整体上涨，RIEF当年的收益率却下跌了约10%，这让客户们十分恼火。对德怀尔来说，更重要的是，他在加入文艺复兴科技公司时卖掉了自己的房子，并将所得投资于大奖章基金。此外，和公司的其他人一样，德怀尔也从德意志银行额外借了钱来投资该基金。现在，德怀尔损失了近100万美元。德怀尔年轻时曾与克罗恩病做斗争。他的症状本来减轻了，但现在压力引起了疾病复发，他不得不应对发烧和可怕的腹部绞痛。

结束这次游说后，德怀尔驱车前往长岛湾，登上前往马萨诸塞州的渡轮，与家人共度周末。当德怀尔把车停好，等着把钥匙交给服务员时，他设想着结束自己的痛苦。“就让刹车失灵吧。”德怀尔情绪失控了。不过，回到办公室后，有迹象表明，大奖章基金稳定下来了。当天上午，当大奖章基金再次抛售头寸时，市场似乎在不走低的情况下消化了这些交易。一些人将市场的转向归因于当天AQR的买入指令。“我想我们会挺过去的，让我们停止抛售吧。”西蒙斯命令公司停止抛售。

到了下个周一早上，大奖章基金和RIEF又开始赚钱了，就像其他大多数大型量化交易基金一样，他们似乎已经“退烧”了。德怀尔感到如释重负。后来，文艺复兴科技公司的一些人抱怨说，如果西蒙斯没有凌驾于他们的交易系统之上，他们的收益可能会更大。“我们放

弃了很多超额收益。”一名员工对西蒙斯说。“如果同样的场景再现，我还会做同样的决定。”西蒙斯回应道。

“我们不会翻车”

不久之后，文艺复兴科技公司重新站稳了脚跟。全球市场不断加剧的动荡令大奖章基金的交易信号更清晰，帮助该基金在2007年获得86%的收益，几乎足以让布朗赢得同事的那辆奔驰。RIEF基金在2007年亏了一些钱，但损失并不大。

2008年年初，次级抵押贷款的问题几乎影响了美国及全球股票和债券市场，但大奖章基金却独树一帜，像往常一样，其收益率在2008年的头几个月里上涨了20%。西蒙斯重新产生了出售文艺复兴科技公司20%股权的想法。

2008年5月，西蒙斯、布朗和公司的其他几位高管飞往卡塔尔，与该国主权财富基金(69)的代表会面，讨论出售文艺复兴科技公司的部分股权。他们是在周五抵达的，会面要等到第二天。酒店的礼宾员建议他们尝试一下“沙地越野”（Dune Bashing），这是一种流行的越野方式，四轮驱动的车辆在陡峭的沙丘上以高速和危险的角度攀爬和滑下，就像沙漠过山车一样。那是极其炎热的一天，布朗和其他人冲到了酒店的游泳池。但西蒙斯和投资公司奥本海默（Oppenheimer）的前CEO、投资界资深人士斯蒂芬·罗伯特（Stephen Robert）一起驱车进入了沙漠。西蒙斯聘请罗伯特负责把控文艺复兴科技公司的销售和战略方向。

没过多久，他们就开上了沙丘。沙丘看起来像山一样高，他们在沙丘上的行车速度快得让他们几乎翻车。西蒙斯脸色变得苍白。“西蒙斯，你没事吧？”罗伯特喊道。“我们会死的！”西蒙斯回应道，声音里充满了恐惧。“放松点儿，别人都是这样做的。”罗伯特告诉

他。“要是车翻了怎么办？”西蒙斯回应道，“人们认为我很聪明，但我现在可能以最愚蠢的方式死去！”

又过了5分钟，西蒙斯惊恐万分。然后，他突然放松下来，脸上又恢复了血色。“我明白了！”西蒙斯对罗伯特喊道，“物理学中有一条原则，除非轮胎有牵引力，否则我们不会翻车！我们在沙子里，所以轮胎没有东西可以抓！”西蒙斯脸上闪过一丝微笑，为自己发现了一个相关的科学原理而自豪。

压垮格伦·惠特尼的最后一根稻草

格伦·惠特尼一点儿也不放松。

当西蒙斯决定不会因亚历克谢·科诺能科的粗鲁行为而开除他时，惠特尼变得沮丧。惠特尼和马杰曼曾说过他们会辞职，但文艺复兴科技公司很少有人相信他们。谁会为了一个讨厌的同事而放弃每年数千万美元的薪水呢？

不过惠特尼是认真的，他认为西蒙斯关于科诺能科的决定是压垮他的最后一根稻草。此前，惠特尼曾抗议西蒙斯清退外部持有人的决定。惠特尼希望大奖章基金能产生一定的社会效益，而非只为员工赚钱。文艺复兴科技公司曾经就像是一个组织严密的大学学院，现在它变了。

2008年夏天，惠特尼宣布他接受国家数学博物馆（National Museum of Mathematics）的领导职位，这是北美第一家致力于典藏数学知识与遗迹的博物馆。同事们时常拿惠特尼的辞职一事来调侃他。有人对他说，如果说真的想造福社会，可以留下来积累更多的财富，然后在未来把它们捐出去。

“你离开只是为了追求良好的自我感觉而已。”一位同事说。“我有追求个人幸福的权利。”惠特尼回应道。“这太自私了。”一

名员工嗤之以鼻。无论如何，惠特尼就这样辞职了。

戴维·马杰曼也受够了。几年前，他经历了中年危机，部分原因是令人震惊的“9·11”恐怖袭击。科诺能科不仅还在公司工作，还参与整个股票业务管理的工作。马杰曼忍无可忍，最终带着他的妻子和3个孩子从长岛搬到了宾夕法尼亚州的格拉德温，去寻找一种更平静、精神层次更丰富的生活方式。

你可以比市场更聪明

随着2008年全球经济形势恶化，金融市场暴跌，人们对文艺复兴科技公司的兴趣也随之蒸发。但大奖章基金仍在混乱中蓬勃发展，其业绩当年飙升了82%，帮助西蒙斯赚取了20多亿美元的个人盈利。这些巨额的收益引起了众议院的注意，众议院要求西蒙斯出庭作证，协助其调查金融危机的原因。西蒙斯和他的公关顾问乔纳森·加斯霍尔特（Jonathan Gasthalter）一起认真地准备着。出庭作证当天，同为对冲基金经理的乔治·索罗斯站在西蒙斯的右边，约翰·保尔森站在他的左边。西蒙斯对国会表示，他支持对冲基金与监管机构共享信息，并支持政府对对冲基金管理人增加税收。

然而，无论是在听证会上还是在金融行业本身，西蒙斯都是事后才会被想起的人物。所有人的目光都集中在保尔森、索罗斯和其他一些投资者身上，与西蒙斯不同，他们成功地预测到了金融危机。他们采用了老式的投资研究方法，这提醒人们传统的方法具有持久的潜力和吸引力。

保尔森第一次对失控的房地产市场感到担忧是在2005年，当时他的同事保罗·佩莱格里尼（Paolo Pellegrini）开发了一张价格图表，显示房地产市场的价格被高估了40%。保尔森知道机会就在眼前。“这是泡沫！”他告诉佩莱格里尼。

保尔森和佩莱格里尼以信用违约掉期(70)的形式为风险最高的抵押贷款购买了保护，在2007年和2008年获得了200亿美元的收益。经验丰富的对冲基金投资者乔治·索罗斯也进行了信用违约掉期押注，获利超过30亿美元。[3] 39岁的大卫·艾因霍恩（David Einhorn）在2008年5月的一次行业会议上指责雷曼兄弟公司利用会计手段规避了数十亿美元的房地产相关损失。年末雷曼兄弟公司宣布破产时，艾因霍恩被证明是正确的，他后来将自己的发现归因于“批判性思维能力”。[4]

教训是显而易见的：你可以比市场更聪明。这需要勤奋、智慧和很强的进取心。西蒙斯的量化模型虽然有效，对大多数人来说却很难理解，也很难实现。

2008年，RIEF的收益率下跌了约17%，文艺复兴科技公司的研发人员对这些亏损不予理会。损失在模拟范围之内，并且与标准普尔500指数当年包括股息在内的37%跌幅相比，显得微不足道。然而，科学家们从2009年开始担忧，当时RIEF的收益率下跌超过6%，标准普尔500指数飙升26.5%。所有那些相信RIEF会带来像大奖章基金一样回报的投资者突然意识到，当公司说RIEF是一个与众不同的基金时，他们是认真的。其他人则抱怨不公平，当RIEF还在苦苦挣扎的时候，大奖章基金还在赚取高额收益。

RIEF的投资者在2009年5月的一次电话会议上向71岁的西蒙斯抛出了许多尖锐的问题。西蒙斯在写给投资者的信中称，RIEF基金在“市场极度反弹”期间遭受了“业绩冲击”。“我们当然理解客户的不安。”西蒙斯说。[5]

投资者开始逃离RIEF，该基金的规模很快就缩减至不足50亿美元。另一只交易股票期货的基金也出现了亏损，失去了之前的投资者，同时新客户也枯竭了。“世界上没有哪个客户会接触我们了。”高级销售主管德怀尔说。

一年后，在经历了RIEF更为平淡无奇的表现后，已经72岁高龄的西蒙斯决定，是时候把公司的火炬传递给布朗和默瑟了。大奖章基金还是火力全开，它当时管理着100亿美元资产，自1988年以来，扣除成本和相关费用后的平均年回报率约为45%，超过了沃伦·巴菲特和其他所有明星投资者的投资回报率。当时，巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司的年收益率连续20多年一直维持在20%左右。

布朗对记者表示，公司不确定未来会保留RIEF还是撤掉RIFF，要取决于投资者的态度。布朗说：“如果我们认为它的前景不乐观，就会撤掉这块业务。”至于西蒙斯，他花了20多年时间积累了惊人的财富，接下来他要把它花掉。

征服市场的策略

- 西蒙斯想要构建一只专注于长期交易的新基金。像大奖章基金一样，这只新基金的研发人员需要研发出一种几乎不需要人工干预的交易工具。利用该交易工具，投资者可以从事长期投资，其投资周期可以长达一个月甚至更久。新型对冲基金将吸纳文艺复兴科技公司已有的一些常用策略，比如寻找影响股价相关性和走势的因素，但也会加入其他更基本的策略，包括基于市盈率、资产负债表数据和其他信息买进廉价且看涨的股票。

第14章
在50.75%的机会中做到百分之百正确

导致市场失效的因素是如此复杂，在某种意义上它们甚至可以说是加密的。文艺复兴科技公司致力于破解这些密码。我们在系统中纳入时间、风险、部门和行业因素来发掘它们。

西蒙斯喜欢赚钱，也喜欢花钱。

从文艺复兴科技公司高位引退后，身价110亿美元的西蒙斯有了更多时间玩儿他的游艇，这条价值1亿美元的游艇长达67米，以希腊数学家和发明家阿基米德的名字命名，游艇上设有可容纳20人的正式餐厅、燃木壁炉、宽敞的按摩浴缸和一架三角钢琴。有时，西蒙斯会把他的朋友们用湾流G450型私人飞机载到一个异国港湾，大家可以从那登上西蒙斯和玛丽莲的超级游艇。这艘游艇吸引了当地媒体的关注，使西蒙斯这位年老但依然神秘的数学家的动态以意想不到的方式登上各类国际小报的头条。

当西蒙斯和一些朋友在苏格兰斯托诺韦一日游的时候，一个名叫肯尼·麦克雷（Kenny Macrae）的出租车司机告诉记者：“他非常接地气，也给了我丰厚的小费。”[1]

几年后，当西蒙斯停靠在英国布里斯托尔的时候，阿基米德成为这个城市有史以来停靠的最大船只之一，英国广播公司（BBC）推测西蒙斯可能是来购买英国足球队的。西蒙斯位于纽约的家，是一个建于第二次世界大战前、价值5 000万美元的公寓楼，可以俯瞰第五大道与中央公园的美丽景色。早上，西蒙斯有时会碰到住在同一栋楼的邻居，乔治·索罗斯。

几年前，玛丽莲从家庭事务中抽身出来启动了家庭基金会。随后的时间中，她和西蒙斯给纽约州立大学石溪分校以及其他机构捐赠了超过3亿美元。在逐步退出文艺复兴科技公司后，西蒙斯更多地参与了慈善事业。西蒙斯比任何时候都重视解决社会中的重大问题。不久后，他与玛丽莲瞄准了两个迫切需要解决方案的方向：孤独症研究与数学教育。

2003年，西蒙斯在某位家庭成员被诊断出患有孤独症后，召集了顶尖科学家在一个圆桌会议上讨论这一发育性疾病。他承诺为新的研

究资助1亿美元，成为该领域最大的私人捐助者。3年后，西蒙斯通过哥伦比亚大学神经生物学家杰拉尔德·费许巴（Gerald Fischbach）扩大了自己的实践范围。几年来，费许巴的团队建立了一个涵盖数千名孤独症患者及其家庭成员的基因仓库，他们称之为西蒙斯样本库（Simons Simplex Collection）。该项目将帮助科学家确定100多个与孤独症有关的基因，增进对该疾病的生物学理解。由基金会驱动的研究将会发现基因异变在疾病中的作用。

另外，由于科技和金融公司挖走了大量有数学背景的优秀人才，西蒙斯对于美国许多公立学校的数学老师自身只受到有限的数学教育感到焦虑。早些年，西蒙斯曾去过华盛顿特区，提出了为最好的数学老师提供津贴的想法，减少他们加入私营行业的诱惑。几分钟内，西蒙斯就说服了查克·舒默（Chuck Schume），一个来自纽约的有影响力的民主党参议员支持这一提案。“好主意啊！”舒默拍案叫好，“我们立刻着手去办。”

当西蒙斯和同事兴高采烈地在舒默办公室外面的沙发上等待时，另一组人起身进入舒默的办公室，不久后，西蒙斯再一次听到了舒默对那些人的响应：“好主意啊！我们立刻着手去办！”

西蒙斯意识到自己不能指望政客。2004年，他协助创建了美国数学协会，一个促进数学教育并支持优秀老师的非营利性组织。协会每年会花费数百万美元给1 000名纽约公立初中和高中的数学和科学老师提供每人1.5万美元年度津贴，这些老师约占全市该学科老师的10%。美国数学协会也经常举办研讨会和讲座，为充满热情的数学老师创建了社群。“比起指责不好的老师，我们更专注于奖励好的老师，”西蒙斯说，“我们给他们地位和金钱，希望他们留在公校教育行业里。”

西蒙斯仍然是文艺复兴科技公司的董事长和大股东，定期与布朗、默瑟以及其他高管保持联系。回头看看，西蒙斯承认他在公司角

色的转换中遇到了一定的困难。“我觉得在这里变得无足轻重。”他有一天向玛丽莲倾诉道。[2]随着时间的流逝，西蒙斯会发现他的慈善事业与他遇到的数学问题和金融问题一样具有挑战性，这使他精神振奋。

戴维·马杰曼的新生活

戴维·马杰曼和他的妻子以及3个年幼的孩子搬到了格拉德温，为自己的生活寻找新的意义，在经历了文艺复兴科技公司的内部冲突后，他也想寻找一点儿内心的安宁。马杰曼渴望对社会做出积极贡献。与从来没有对在文艺复兴科技公司的工作有任何顾虑的西蒙斯不同，马杰曼对他的工作有些顾虑。马杰曼花了多年的时间使文艺复兴科技公司那些本就富有的员工变得更加富有。现在他想帮助别人。

马杰曼不像西蒙斯一样拥有数十亿美元资产，但多年的丰厚奖金和来自大奖章基金的巨大投资回报，使得他在离开文艺复兴科技公司时也拥有远远超过5 000万美元的财富。马杰曼捐赠了数百万美元给有需要的学生和学校，这些人在2008年的经济衰退中受到了重创。最终，马杰曼开创了自己的基金会，并建立了一所高中。

但是，他的新生活并不平静。马杰曼将一些强势的观点带到了慈善领域，提出许多要求和条件，导致有些管理者拒绝了他的捐助。这也对他造成了情感上的伤害。有一次，他甚至陷入了和一群中学生父母互相咒骂的困局中。之后马杰曼加入了他的母校宾夕法尼亚大学，教授电气与系统工程和投资组合管理的量化课程，在那里也出现了矛盾。“孩子们不喜欢我，我也不喜欢他们。”马杰曼说。

马杰曼还帮助威尔·费雷尔（Will Ferrell）的电影《舍弃一切》（*Everything Must Go*）进行筹款。尽管电影得到了不错的外界评价，但马杰曼却对之很失望，他也没有拿到最后的分红。他看了自

己出资的另一部由詹妮弗·洛芙·休伊特（Jennifer Love Hewitt）主演的电影《咖啡厅》（*Café*），并在他的家庭影院招待了主演及其男友，但是马杰曼自己并不喜欢那部电影。[3]

除却这些，马杰曼是难得的拥有一定自我意识的量化人才。他开始定期拜访心理治疗师，试图消除或至少减少他的对抗性行为，并且取得了效果。

到了2010年，离开文艺复兴科技公司两年后，马杰曼渴望重返文艺复兴科技公司。他想念电脑编程，同时也对当时的生活感到有点无聊了，但他不想再次让全家人搬家。马杰曼与彼得·布朗达成了一个在家中远程办公的安排，对于一个无法避免与人争吵的人，这是一个完美的解决方案。

在他辞职前，马杰曼负责执行文艺复兴科技公司的所有程序化股票交易。现在代替他位置的是亚历克谢·科诺能科，投资组合也收益颇丰，所以马杰曼回到原来的团队是不太可行的。相反，马杰曼开始研究文艺复兴科技公司的债券、大宗商品和外汇交易。很快，他又参与到了核心会议中，他嘹亮而坚定的声音通过天花板上的扬声器，重新出现在文艺复兴科技公司的会议室里，同事开玩笑说这声音的效果就像“来自上帝的声音”。“有时候，你付出努力不一定会有所收获。”马杰曼说。

他回到了一家比预期中有更坚实基础的公司。文艺复兴科技公司不像以前一样学术气氛浓厚，但团队成员仍然合作得非常愉快，甚至对提高收益率比以前有更强烈的紧迫感。那时，RIEF的回报率已经得到改善，所以布朗和默瑟决定保留这只基金以及另外一只名为RIFF的新基金，这两只基金管理了总计60亿美元的资金，相比几年前超过300亿美元的资金规模下降了，但至少投资者已不再赎回。

大奖章基金还是只供内部员工购买，这只产品仍然是公司业务的核心。现在它的管理规模约为100亿美元，并且在扣除管理费用之前的

每年收益率约为65%，实现了几乎创纪录的收益。大奖章基金的长期业绩表现记录无疑可以说是金融市场历史上最出色的，这也是投资者和其他人对于这家神秘的公司饶有兴趣的一个原因。“市场上保持领先的永远是文艺复兴科技公司，然后才是其他公司。”《经济学人》（*The Economist*）在2010年4月刊里这样写道。[4]

大奖章基金仍然持有数千个多空头的投资头寸，持有期限从一两天到一两周不等。基金做了一些更短期的交易，被某些人描述为高频交易，但是大多数时候是为了对冲或逐步建仓。文艺复兴科技公司仍然注重梳理并收集数据，但是细化了风险管理及其他交易技术。“我不能确定我们在交易的各个方面做得都是最好的，但是我们最擅长估算交易成本。”西蒙斯几年前和同事这么说。

在某些方面，文艺复兴科技公司变得比马杰曼辞职以前更加强大。公司现在雇用300多名员工，包括60多名专业领域的专家，包括人工智能专家、量子物理学家、计算机语言学家、统计学家和数字理论家等。

天文学家习惯于细致审查庞大而混乱的数据集，发现细微现象，尤其擅长识别被忽视的市场信号。例如，伊丽莎白·巴顿（Elizabeth Barton）从哈佛大学获得了博士学位，在加入文艺复兴科技公司之前，她用二手望远镜在夏威夷和其他地方研究星系的演化。当公司慢慢变得更加多元化后，公司雇用了朱莉娅·肯普（Julia Kempe），她是量子计算专家，也曾是美国数学界、科学界的双料博士埃尔文·伯勒坎普的学生。

大奖章基金仍然保持着在债券、大宗商品和外汇上的交易，通过判断趋势和回归预测信号赚钱，包括特别有效的一种被命名为“似曾相识”（Déjà Vu）的信号。但是，相比之前更甚的是，现在的投资策略是基于混合的复杂信号而进行的股票交易，而不是简单的配对交易，例如，做多可乐和做空百事可乐。

每笔交易的收益从来不是很可观的，而且基金的判断仅在略多于50%的时间里是正确的，但这已绰绰有余。“我们只在50.75%的情况下是对的……但是在这50.75%的情况下，我们的操作是百分百正确的，”默瑟告诉朋友，“这样就足以赚到数十亿美元。”

默瑟可不是在分享公司的交易优势，他说的重点是文艺复兴科技公司在数千个同步交易中有着微弱的优势，积累起来就是一个足够可观且稳定的、可以创造巨大财富的优势。而获得这些稳定收益的关键是，影响股票和其他投资品种走势的因素，要比任何一个经验最丰富的投资者可以理解的都复杂得多。例如，预测像谷歌母公司Alphabet股票的走势，投资者通常会预测公司的盈利、利率走势和美国经济情况等。其他人会评估搜索在线广告的未来发展潜力、科技行业的前景、全球公司的发展轨迹，以及公司的市盈率、市净率和其他相关指标、比率。但文艺复兴科技公司的员工会推测有更多影响投资的因素，包括不显著的或有时甚至不合乎逻辑的因素。通过分析和估算数百种财务指标、社交媒体的订阅源、在线流量的指标和其他几乎所有可以量化和测试的指标，他们发现了新的因素——一些边缘化的、对于大多数人来说不可能理解的因素。

“导致市场失效的因素是如此复杂，在某种意义上它们甚至可以说是加密的。”一位工作人员说，“文艺复兴科技公司致力于破解这些密码。我们在系统中纳入时间、风险、部门和行业因素来发掘它们。”

更重要的是，文艺复兴科技公司认为所有这些因素之间有着可靠的数学关系。通过应用数据科学，研究人员更好地了解了在影响股票方面，这些因素何时相关、如何相关、频率如何。他们还测试并归纳出各种股票之间微妙的数学关系，员工称之为“多维度的异常现象”，这种关系显然很容易被其他投资者忽略。

“这些关系是必然存在的，因为公司之间的连接是复杂的，“一位文艺复兴科技公司的前任高管说，“这种互联性很难通过建模被精准地预测，并且它会随着时间推移而变化。文艺复兴科技公司已经建立了一个机器来模拟这个相关互联性，他们会跟踪各因素在一段时间内的表现，当根据模型推测的价格表现出不正常时，再进行投资。”

外人不太明白，文艺复兴科技公司得以成功的真正核心是它能够把一切因素和力量录入一个自动化的交易系统。公司买入一定数量的由多个单信号组合的、有正面信号的股票，并做空或对赌带着负面信号的股票，这些都是由成千上万行源代码决定的投资行为。

“我们无法对单一股票的涨跌进行解释并且下注。”一位高级职员说，“我们每次下注都与诸多因素有关，比如我们对其他股票的交易情况、风险状况以及我们在短期和未来有什么规划。这是一个庞大且复杂的交易系统，基于这个系统我们可以充分预测未来并从中赚钱，充分了解风险、成本及市场结构并加足杠杆。”

公司如何下注和下什么样的注一样重要。如果大奖章基金发现了一个能带来收益的交易信号，例如美元在每天上午9：00和10：00之间升值0.1%，它不会在早上9：00的时候准时买入，这可能会向其他人发出信号，预示每天在这个时候有特殊情况发生。相反，它会在这个时间段以分散的不可预知的方式进行买入，以保留它的交易信号的有效性。大奖章基金开发出一些方法，对最强信号进行内部人士所谓的“全负荷”交易，推动价格变化，让竞争对手无法发现可以获利的买入价。这类似于在美国大型零售商TARGET对某个热门物品进行大规模促销时，商场一开门购物者就把这个物品买光，让其他人根本意识不到折扣发生过。“我们基于某些信号进行了一年的交易，这让不理解我们的交易的外人完全一头雾水。”知情人说。

2014年，西蒙斯在韩国的一次演讲中如此总结：“你们可以把这看作对机器学习的大型演练，即通过了解过去发生了什么，来理解如

何以非随机的方式影响未来。”[5]

稀有动物默瑟

很长一段时间，默瑟在公司里是一个奇特但无害的人物。他有着银发和深色眉毛，喜欢线框眼镜和高端鞋品。默瑟经常吹口哨，也嘲笑过支持自由党的同事们，但大多数情况下，他只和彼得·布朗谈话。“交易策略都是默瑟的智慧结晶，而我只是把它们表达出来。”布朗这样告诉一位同事，但他这个说法可能过于谦虚。

默瑟是个真正喜欢独处的人。他曾经告诉过一位同事，比起人他更喜欢猫的陪伴。在晚上，默瑟隐居到名叫“猫头鹰之家”的长岛庄园——与另一种智慧、冷静和喜欢长时间处于静默状态的生物相互陪伴。他会摆弄价值270万美元的火车模型玩具，火车的轨道尺寸有一半篮球场那么大。[6] 2009年，默瑟起诉了制造商，声称被超额收取了70万美元。制造商反驳说，默瑟要求他们在其女儿婚礼前完成轨道安装，这导致了费用飞涨。“如果我能够对任何人都一言不发就度过这一生，我会很高兴。”默瑟在2010年7月告诉《华尔街日报》。[7]

那些了解默瑟的人知道他是一个政治保守派。作为全国步枪协会会员，他收藏了一支阿诺德·施瓦辛格在《终结者》里使用的AR-18突击步枪。[8]然而，文艺复兴科技公司里几乎没有人花时间关注这些。“默瑟认为我们需要防范政府以保护自己，并提出了持有枪支和黄金的必要性。”一个大奖章基金早期投资者说道，“我以为他只是说说而已。”

每隔一两年，默瑟会请几天假去俄亥俄州立大学和研究生学院的同事做计算机项目工作。默瑟经常请大家在当地一个牛排馆吃午饭，他吃饭的大部分过程中会哼着歌，脸上常带着平静的微笑。“当默瑟和学术界的人讨论与他们的项目无关的事的时候，他常常对税收怀有

不屑的态度，并且对气候变化的起因表示怀疑。”一位物理教授蒂姆·库珀（Tim Cooper）回忆说。一次，默瑟匆匆说出一系列统计数字，以证明大自然比人类释放的二氧化碳更多。后来，库珀检查了数据，默瑟的说法是准确的，但默瑟忽视了大自然吸收的二氧化碳几乎和它释放的一样多，而人类却没有这样的功能。“听起来像是有人给他洗脑了，”库珀说，“即使是聪明人，也会因为过于关注细节而误判大局。”

直到2008年，默瑟的家庭基金会大多捐钱给边缘化的事业。默瑟资助了亚瑟·罗宾逊的工作。罗宾逊是俄勒冈州的一个生物化学家，他收集了成千上万瓶人类的尿液，认为自己能从中发现可以延长人类寿命的关键要素。默瑟给了罗宾逊140万美元买冰箱以储存尿液。[9]默瑟订阅了罗宾逊创办的内刊，内容包括“低水平的核辐射不但无害，甚至是有益的”“气候科学就是个骗局”等。

在奥巴马2008年当选总统之后，当时身价数亿美元的默瑟，开始进行政治性捐款。两年后，当罗宾逊竞选国会众议员时，默瑟花费了30万美元用于宣传抨击罗宾逊的民主党对手彼得·德法齐奥（Peter DeFazio）。抨击的内容集中于德法齐奥在某些金融交易中想填补税收上的漏洞并加征新税。默瑟从未告诉罗宾逊他赞助了罗宾逊的竞选。最终，罗宾逊意外以微小差距输掉了竞选。

默瑟作为一个高姿态的捐赠者在美国共和党圈子里引起了一些骚动。许多重要的捐赠者总想从政客那里获得一杯羹，通常会比较清楚地表达他们想要什么。但默瑟从未要求过什么回报。政府工作人员认为，默瑟是个稀有动物，是个有着长期原则的理想主义者。默瑟有着强烈的对政府的怀疑态度和对制度的不满，至少有部分原因来自他在新墨西哥空军基地写代码的糟糕经历。像很多保守派一样，默瑟也对克林顿和希拉里有着强烈的厌恶。

2010年，在默瑟64岁的时候，他确信美国政府应该在社会中扮演尽可能少的角色，因为政府部门只会助长不作为之风。默瑟一生大部分时间都在私营企业工作，也没怎么表现出对公共服务业的兴趣，所以他形成的这种观点并没有多少经验作为支撑。“不过，糟糕的政策和伪善的官员的存在，在折磨着他。”同事们说。默瑟强调个人自由的重要性。有人认为他是个“极端自由主义者”。安·兰德[71]描述的英雄或许就是以默瑟为原型的——一个高个子、粗犷、英俊的个人主义者，总是保持理性并富有掌控力。

拥有了巨额财富之后，默瑟想做一些可以改变国家方向的事情。他的时机是完美的。2010年，美国联邦最高法院在公民联合会对联邦选举委员会的诉讼中，宣布了一个里程碑式的决定：根据宪法第一修正案，富有的捐赠者和其他人在选举中的捐赠将同言论自由一样受到法律保护。这个审判决定为超级政治行动委员会（Super PACS）的行动铺平了道路，他们为了支持候选人可以接受无限金额的捐赠，只要捐赠者不直接影响竞选结果。

在那个决定之后，西蒙斯开始向民主党大幅捐赠，而默瑟则加大了对共和党政客的支持力度。默瑟对隐私的偏好限制了他的活动范围，然而他对竞选十分专注。

专业表现和政治观点是两码事

此时，詹姆斯·西蒙斯受到了打击。

自从西蒙斯及儿时玩伴吉姆·哈佩尔横穿美国，并亲眼见到了一些经历苦难的人之后，他在政治上就变得更亲近民主党派。他有时会支持共和党候选人，但是更多的时候是支持民主党的。从2016年年中开始，西蒙斯成了民主党最重要的支持者之一和民主党参众两院候选人的关键后台力量。

从2016年年底之后，西蒙斯捐赠了超过2 700万美元给民主党。玛丽莲的思想则比她的丈夫更加开放，吉姆·哈佩尔的儿子纳撒尼尔也创立了一个专注于缓解气候变化以及研发清洁能源的非营利基金会。

当罗伯特·默瑟对特朗普竞选的支持力度不断加码时，西蒙斯开始收到同事的投诉，大多数人提出的都是同一个要求：“对默瑟你不能做点儿什么吗？”

西蒙斯陷入了困境，他最近才了解到默瑟的一些政治观点。他不同意默瑟的观点，但他尊重默瑟。默瑟有时不善于沟通，但他一直对西蒙斯非常友好。西蒙斯对一个朋友说道：“原则上来说，默瑟有权自由支配自己的财富。”另外，默瑟是帮助大奖章基金取得了关键性突破的人。西蒙斯感叹道：“专业表现和政治观点是两码事。”

大奖章基金和RIEF的业绩表现都很出色，默瑟与布朗在领导文艺复兴科技公司上做得很棒，而布朗自己并没有对选举投入太多时间，布朗不喜欢花钱。布朗还告诉一个朋友，由于他妻子在政府工作，所以他对政治避之不及。但选举会给金融市场带来一定程度的波动，这对于对冲基金来说是有利的。

默瑟仍然很特立独行，但没有任何明显的迹象表明默瑟的外部活动对公司有负面影响，所以西蒙斯没有动力对此采取任何行动。但随着时间的推移，有些事情必将发生改变。

“我们非常沮丧”

随着选举临近，西蒙斯对结果越发感到担忧。希拉里在大多数选民的民意调查中领先，但她似乎有战略上的误判。希拉里的团队与西蒙斯联系说，如果西蒙斯今年要做额外的政治捐款，那么他应该捐向党内以争取参议院的控制权。希拉里阵营似乎对胜利充满信心，他们认为希拉里的竞选已经不需要额外帮助了。

在选举之夜，西蒙斯和玛丽莲聚集在朋友的家中。所有人都是希拉里的支持者，挤在电视屏幕周围，紧张但乐观。当选举结果慢慢地显示对希拉里不利时，氛围开始变得阴沉起来。晚上9：30左右，西蒙斯已经受够了。

“我要回到公寓去喝一杯，”西蒙斯对他的政治顾问阿贝·拉克曼（Abe Lackman）说，“你要不要一起？”西蒙斯和拉克曼静静地饮着红酒，看着特朗普拿下了选举。午夜前，他们把电视关了，他们已经看够了。“我们非常沮丧。”拉克曼说。

在2016年11月9日的早餐会，总统大选结束后的一天，西蒙斯一抬头，发现有很多焦虑的面孔在盯着他。差不多50位科学家、研发人员以及其他员工自发地聚集在了位于基金会总部9楼的公共空间。他们试图了解到底发生了什么。

太阳照进这个空间，但每个人的表情都是阴沉沉的。他们为这个国家和自己的未来担忧。众所周知，西蒙斯是希拉里总统选举的最大支持者之一。现在特朗普上台了，他们担心新的政策会对基金会不利。

西蒙斯站在电梯旁，身穿蓝色西装外套和棕褐色棉布裤，当他开始发言时，大家逐渐安静下来。西蒙斯用一种克制的语气告诉大家，眼下最重要的是专注于工作，持续推进孤独症研究、探究宇宙起源以及其他长期项目，要努力工作，不要在意政局的动荡。“我们都很失望，”西蒙斯说，“但我们能做的就是专注于各自的工作。”

员工们陆续回到办公室，有些人感觉放心了。

交战

此时戴维·马杰曼痛苦交加。

虽然马杰曼注册的是民主党派，但是他认为自己是中间派，有时候他也会给共和党投票。2016年，美国总统选举结果已定。特朗普的政治观点在马杰曼看来是错误的，甚至是残酷的，让马杰曼感到担忧。

马杰曼想做一些改变甚至抵制政府政策的事情，但他不知道要做什么，他一直被罪恶感困扰着。马杰曼异常愤怒地对妻子说：“我协助开发的交易系统让默瑟变得更加富有，但他却用这笔财富去支持糟糕的政策，这太令人沮丧了。”

2018年2月，马杰曼给《华尔街日报》的记者发送了一封邮件。“我准备行动了，”马杰曼写道，“我受够了。”

在马杰曼拥有的一家位于宾夕法尼亚州的餐厅内举办的一次访谈中，马杰曼说话无所顾忌。“默瑟的观点显示了他对社会安全制度的藐视，”马杰曼说，“现在他用我帮助他赚到的钱，来践行他的世界观。”接下来，马杰曼进一步表达了他对自己未来的担忧。“我希望我的这些言论并不会危害到我的工作，但他们很有可能把我解雇。”马杰曼说，“这是我毕生的工作，他们的交易系统至今还在用我写的代码。”

第二天早晨，这次访谈的网络版内容出现在了《纽约时报》的网站上。马杰曼接到了来自文艺复兴科技公司法务部门的电话，告知他已经被停薪留职，并且禁止和任何公司成员接触。

死亡威胁

2017年3月，大约有60名抗议者聚集在默瑟家门口，谴责他对于共和党派的资金援助以及他对于向富人征收更高税收的呼吁。一周以后，另一组人前来抗议，有些人举着“默瑟，管好你自己的税收”的

牌子。警察封锁了“猫头鹰之家”门口的道路，为站在雨中批判默瑟的人提供便利。

“默瑟家族收到了死亡威胁，”默瑟的朋友说，“这迫使他们家加强了安全戒备。”对于一个在意隐私的家庭来说，他们对于扑面而来的各种恶名感到震惊和困扰。

解雇马杰曼

文艺复兴科技公司不知道该怎么处置马杰曼。即使是混日子的中层研发人员和程序员，也都能接触到公司的核心机密，而且知道这对于竞争对手来说是极为有利的信息。因而文艺复兴科技公司极少解雇员工，即使他们没有产出，或者变得难以管理。但尽管如此，公司还是面临员工泄密的风险。这也是马杰曼胆敢公开评论默瑟的原因，他看到其他员工的出格行为都没有面临相应处罚。但是马杰曼触犯了公司的底线，他在公开场合抨击他的老板，甚至宣称他的老板是种族歧视者。对于一向行事低调的文艺复兴科技公司来说，是否要让马杰曼回归成了它的大难题。

马杰曼对公司有着复杂的感情，他在公司赚了很多钱，并不担心被解雇后面临经济压力。他厌恶默瑟的政治行为，但他也清楚地记得在他刚刚加入公司时，默瑟和他的妻子对他展现的关怀，比如邀请他共进午餐，邀请他一起看电影。马杰曼尊敬罗伯特·默瑟的才智和创造力，他内心依然渴望取悦默瑟。那时，马杰曼已经在文艺复兴科技公司工作了20年，他对于公司心存感激。他觉得如果自己能被允许继续对默瑟的政治观点发表不同意见，他愿意继续自己原来的工作。

当马杰曼和布朗以及其他人讨论关于自己的未来时，他态度颇为强硬。“我可不拿封口费。”马杰曼告诉他们。

有一天，马杰曼去了一次长岛办公室，看到那么多员工对他表现出不友善的态度，马杰曼很伤心。看上去没有人愿意站出来支持马杰曼，连民主党派员工都觉得他在用错误的方式抗议。“那些我认为会给我温暖拥抱的人实际上对我冷漠无比，”马杰曼站在前台说，“他们把我当成了坏人。”

克服种种制度上的障碍之后，双方达成了短暂的协议，如果马杰曼不再肆意评价默瑟，就可以重新回到公司，然而这个方案并没有最终敲定。为了修复两人的关系，马杰曼决定参加2017年4月20日在纽约圣瑞吉酒店（St. Regis Hotel）举办的扑克比赛。该比赛是由西蒙斯资助的用来推动数学在美国发展的非营利项目。这个比赛是量化投资者、职业扑克玩家等都非常期待的年度盛宴。马杰曼知道西蒙斯、默瑟、布朗和其他文艺复兴科技公司的高管都会参加。“我希望能重新融入公司文化，”马杰曼说，“向他们显示我在努力修复关系。”

在驱车赶往酒店的3小时路程中，马杰曼惴惴不安，他不确定公司其他员工会怎么对待他。在酒店，马杰曼参与到比赛中。他马上发现自己穿着不得体。在二楼宴会厅的200多名选手中，大部分人穿着西装或休闲外套，保安穿着燕尾服，而马杰曼却穿着牛仔裤和开领口衬衣。这个失误加剧了他的不安和担忧。

马杰曼进入扑克室后马上就看到了罗伯特·默瑟。马杰曼想这可不是他不好意思的时候。他径直向默瑟走去，夸赞他西装的颜色，那是一种不常见的蓝色。默瑟笑着回答说，那是他的女儿帮他挑选的。两人的对话似乎进展得不错。

马杰曼长出一口气。晚上7：00之后，马杰曼开始和西蒙斯玩得州扑克，同桌的还有扑克名人堂成员丹·哈灵顿（Dan Harrington）等。当西蒙斯躲到房间的一边抽烟时，马杰曼紧跟其后，并对于自己因批判默瑟给公司带来的负面影响表示道歉。“我很抱歉事情会发展成那样，”马杰曼对西蒙斯说，“我尊重你，希望你知道这一点。”

西蒙斯接受了道歉，告诉他和默瑟之间的对立关系是可以化解的，这让马杰曼受到鼓舞。回到牌桌上，马杰曼输掉了几把牌，但他心情不错，继续玩了下去。

另外一张牌桌上，默瑟和一些投资者激战甚酣，包括“运动—金融”公司（Sport-Finance）的高管克里斯·英格利希（Chris English）。默瑟赢了几把牌，但英格利希却识破了一个破绽：当默瑟拿到好牌时，他通常会吹爱国歌曲的口哨，比如《共和国战歌》（*The Battle Hymn of the Republic*）。当默瑟对牌没那么有信心时，他会哼哼这些歌曲。基于这些发现，英格利希很快赢了默瑟一把牌。

马杰曼一直在输。到了晚上10：30，喝了几杯苏格兰威士忌后，马杰曼被淘汰出局。这时候回家太早了，他还沉浸在被同事们重新认可的喜悦中，于是他决定走出房间，看其他人玩牌。马杰曼来到了丽贝卡·默瑟的那桌。丽贝卡盯着马杰曼。当马杰曼靠近时，丽贝卡变得激动，用生气的口吻责骂马杰曼：“善恶终有报。”马杰曼站到丽贝卡身旁时，丽贝卡告诉马杰曼，因为他对默瑟家族的批评，他们一家面临危险。“你怎么可以这样对我父亲？他对你那么好。”丽贝卡说。马杰曼说，他感到很抱歉，也意识到了自己在加入文艺复兴科技公司的时候默瑟家庭是多么支持他。“我尊敬你的家族。”马杰曼告诉丽贝卡。

但丽贝卡不想听。“你就是个小人，”丽贝卡不断责骂马杰曼，“过去25年来，你一直是一个小人，我从一开始就知道了。从这里滚出去。”这时一个保安走过来，告诫马杰曼离桌子远点。马杰曼拒绝了，躲过了保安，向西蒙斯寻求帮助。“西蒙斯，你看他们试图对我做什么。”马杰曼大叫。西蒙斯对他说：“你最好离开这里。”

保安强迫马杰曼出去，并且告诫他：如果他再不离开，他们就叫警察了。另一个对冲基金经理博阿兹·温斯坦（Boaz Weinstein）看

到了马杰曼的狂躁，告诫他不要再喝酒了，赶紧开车回家。温斯坦花了一些时间说服马杰曼，最终马杰曼还是配合了，走向了他的车。

“我不否认酒精对我有所影响……那并非我最清醒的时刻，我不是主动要发起挑衅，”马杰曼几天后在一个活动上说，“但是这不能改变丽贝卡对我说过的话……我没有挑起争斗，我不是一个小气的人。”

回到二楼，大家对于刚刚发生的冲突议论纷纷，但比赛继续。很快，罗伯特·默瑟遥遥领先，从他之前的颓势中一举翻盘。这时候，西蒙斯、彼得·穆勒以及布朗都已经出局了，但默瑟继续前行。到了凌晨1：00，在晚上最后一把豪赌中，默瑟将英格利希请出局。“可能他改变了哼哼的节奏，”英格利希试图给自己的失败做解释，“周围实在太乱了，我分辨不出来。”[1]

当默瑟微笑着接受对手的祝贺时，马杰曼在回宾夕法尼亚州的路上，他收到一条来自布朗的短信：“祝愿你的生活不被今天所发生的事影响，愿你的人生不要再发生争斗。我真心认为这样你会更加快乐。”

2017年4月29日，文艺复兴科技公司解雇了马杰曼。

投诉与撤资

到了2017年夏初，安东尼·卡尔霍恩（Anthony Calhoun）的怒气加剧。这位巴尔的摩警察退休系统的执行总监对默瑟的行为越来越感到不满。巴尔的摩警察退休系统在RIEF基金投资了2 500万美元，卡尔霍恩决定将不满告知文艺复兴科技公司。卡尔霍恩拿起电话，给RIEF的代表打了电话：“我觉得很担忧。”

这位代表说，卡尔霍恩不是第一个来投诉默瑟的人。之后，在和行业顾问交谈时，卡尔霍恩发现，文艺复兴科技公司的其他客户也向

公司表达过他们的不满。很快，卡尔霍恩和巴尔的摩警察退休系统的其他董事会成员投票决定将资金从RIEF撤出。这笔钱对于文艺复兴科技公司来说微不足道，没有人会担心任何投资者的撤资。但是到了当年10月，文艺复兴科技公司自己的近50名员工发起抗议，抗议矛头直指默瑟，认为他给公司带来了不曾有过的负面影响。

2017年10月，西蒙斯担心对默瑟的争议会危害文艺复兴科技公司的未来。公司的士气在持续恶化，不止一名核心员工想要离开，有些已经走人了。最让他担心的员工是沃尔夫冈·万德（Wolfgang Wander），他从德国埃朗根—纽伦堡大学（the University of Erlangen-Nuremberg）获得高能量物理博士学位。万德是公司基础设施部门的负责人，也是文艺复兴科技公司最资深的科技负责人。西蒙斯认为，文艺复兴科技公司当时在吸引优秀人才方面处于低谷。

一年多以来，西蒙斯一直无视默瑟工作之外的个人产场。现在，他觉得应该要有所行动。在10月的一个早晨，西蒙斯来到默瑟的办公室，告诉默瑟有重要的事情要讨论。西蒙斯坐在默瑟对面的椅子上，直奔主题。“我认为你最好从现在的位置下来，”西蒙斯对默瑟说，“目前公司的氛围不太好。”默瑟显然毫无防备，他看上去有些受伤。然而，他没有反抗就接受了西蒙斯的决定。

之后，西蒙斯对一群麻省理工学院的学生说：“那时文艺复兴科技公司的氛围出现了问题，并且越来越糟糕。”

“让默瑟从联席CEO一职退下来绝不是一个容易的决定。”西蒙斯之后跟一个朋友说。

2017年11月2日，默瑟给文艺复兴科技公司的投资者写了一封信，表示他将从文艺复兴科技公司联席CEO的职位退下来，但依然保留公司研发人员的职位。

征服市场的策略

- 大奖章基金仍然持有数千个多空头的投资头寸，持有期限从一两天到一两周不等。基金做了一些更短期的交易，被某些人描述为高频交易，但是大多数时候是为了对冲或逐步建仓。文艺复兴科技公司仍然注重梳理并收集数据，但是细化了风险管理及其他交易技术。
- 大奖章基金仍然保持着在债券、大宗商品和外汇上的交易，通过判断趋势和回归预测信号赚钱，包括特别有效的一种被命名为“似曾相识”（Déjà Vu）的信号。但是，相比之前更甚的是，现在的投资策略是基于混合的复杂信号而进行的股票交易，而不是简单的配对交易。
- 文艺复兴科技公司在数千个同步交易中有着微弱的优势，积累起来就是一个足够可观且稳定的、可以创造巨大财富的优势。而获得这些稳定收益的关键是，影响股票和其他投资品种走势的因素，要比任何一个经验最丰富的投资者可以理解的都复杂得多。

第15章
量化投资的未来

人类容易变得恐惧、贪婪，所有这些情绪都会加剧金融市场的动荡。如果机器挤走受偏见和情感支配的个人，那么它便可以使市场更加稳定。

“永远不要派一个人类去做机器的工作。”

——特工史密斯[72]

股票市场的崩溃，让西蒙斯开始担忧。

这时候是2018年的12月，西蒙斯和他的妻子玛丽莲正住在洛杉矶的比弗利山庄酒店，借着圣诞假期拜访洛杉矶地区的家人。西蒙斯穿着休闲裤和马球衫，试图在这家以大泳池以及色彩缤纷的装修风格著称的酒店休息，但他还是控制不住要看盘。人们对于经济增长的担忧导致市场大跌。这一个月，标准普尔500指数几乎跌去了10%，是1931年以来最糟糕的12月走势。

西蒙斯当时身价230亿美元，但每一次下跌都会让他感到好像肚子被揍了一下儿一样。部分原因是，西蒙斯已经答应慈善基金会捐出巨额的财富，包括他自己的雇用了超过上百名员工的基金会以及其他组织。但这并非他如此灰心的主要原因，他知道无论股市表现如何，都不会对他带来太大的影响。他只是痛恨亏钱，对于这种痛苦什么时候能停下来感到越发焦虑。

西蒙斯给阿什文·查布拉（Ashvin Chhabra）[73]打了一个电话，后者是西蒙斯雇来负责管理家庭私人投资公司Euclidean Capital的。西蒙斯向查布拉表达了对于市场前景的担忧：“看上去我们应该做空一些股票作为保护，以应对市场变得更加糟糕的情况。”西蒙斯询问查布拉有什么意见。“我们是不是要卖空一些？”西蒙斯问。查布拉有些犹豫，建议等市场平稳下来后再行动，西蒙斯也表示同意。一天后市场稳定了，暴跌结束。

西蒙斯花费超过30年的时间引导了一种全新的投资方式。他触发了金融市场的革命，将量化方式带入交易中。今天，几乎所有人都希望用文艺复兴科技公司的方式进行投资：消化数据，构建预测不同投

资品种走势的数学模型，执行自动交易系统。而现有的金融巨头也向量化交易缴械投降，连摩根大通这样的巨型银行，也对数百名银行家和员工进行强制的代码培训。西蒙斯的成功推动了量化投资领域的发展。“西蒙斯和文艺复兴科技公司的业绩显示，这一切都是可能的。”运营着自己的对冲基金的理论物理学博士达瑞欧·维拉尼（Dario Vallani）说。

西蒙斯的量化投资目标是，避免人在投资中的情绪和本能反应对投资的干扰。但情绪波动恰恰是西蒙斯在市场连续几周表现不佳后有的表现。这种模式可以应用于多个领域，比如奥克兰运动家棒球队的总经理比利·比恩（Billy Beane）会通过数据统计方式来挑选有潜力成为明星的球员。

西蒙斯打给查布拉的这通电话再次证明，要完全将决策交给计算机、算法、模型是多么困难，甚至对于执行这种方式的投资者亦是如此。他和查布拉的对话也显示，人们长期以来对于股票和债券的选择，一直基于个人的经验以及传统的研究。

但是到了2019年，投资者对于传统投资方式的信心在减弱。连续几年糟糕的基金表现，导致投资者从主动管理基金或者那些以战胜基准利率为目标的职业经理人处撤离。在那时，这些传统的主动管理基金还控制着共同基金领域50%的资金规模，比起10年前75%的比率大幅下降。共同基金领域的另一半资金投资于指数基金或者被动型产品，这些产品的目标是取得市场回报，认为战胜市场是巨大的挑战。[1]

越来越多的人发现，过去曾经靠谱的投资策略，比如盘问公司管理层、拆分资产负债表、使用直觉对重大宏观经济变化进行下注，都变得无足轻重。甚至有时候这些方法会把华尔街最耀眼的明星的声誉搞垮。比如在2007年通过做空次贷危机发家的约翰·鲍尔森，在2019年经历了巨大的亏损和客户叛逃。[2]大卫·艾因霍恩，被称为“大卫王”的对冲基金领域扑克选手，在2008年通过预测雷曼兄弟公司倒闭

赚了大钱，也在2019年因为糟糕的业绩而经历客户撤资离开的危机。在加州的纽波特海滩，只要员工多看他两眼就会暴怒的太平洋投资管理公司大佬比尔·格罗斯，业绩也大幅下滑。[4]连巴菲特的收益率也在下滑。截至2019年5月，他的伯克希尔·哈撒韦公司，在过去5年、10年和15年的收益率都跑输标准普尔500指数。

导致这个现象出现的部分原因是，传统的主动管理基金经理不再对其竞争对手具有信息优势。曾经这些对冲基金经理、共同基金经理能够优先享受到大量的公司年报和财务数据，从中挖掘金矿。今天，公司财务方面的任何数据都可以随时通过电脑获得，让投资者从数据中找到尚未被竞争对手发现的信息变得不太可能。另外，由于政府对内幕交易的打压，以及一系列监管政策的出台，投资战场变得更加公平，削减了基本面投资者曾经具有的优势。大型对冲基金不再能在第一时间就从其经纪商那里接到透露某公司即将发布新公告的电话。

这时，反应速度最快的机构通常拥有某种优势。2018年8月下旬，一家生产治疗癌症的药物的小公司杰龙生物医药（Geron Corporation）在其合作伙伴强生制药公布了一个职位后股价暴涨25%。从这个职位公告中可以看出，两家合作的新药可能马上将获批上市。只有那些具有对工作信息自动检索技术或者具有第一手信息的公司能够获得这个消息。[5]

量化投资者成为金融领域的主要玩家，在2019年早些时候，他们的交易量占到了市场的三分之一，比2013年翻了一番多。[6]

资本市场的主宰者出现了变化。2018年，西蒙斯赚到了大约15亿美元，他的竞争对手量化对冲基金巨头Two Sigma的两位创始人各赚了7亿美元。基于系统和规则进行投资的桥水基金创始人达利欧入账10亿美元。千禧年资产管理公司创始人、曾经和西蒙斯产生过节的，伊斯雷尔·英格兰德进账5亿美元。[7]

2019年早些时候，总部在芝加哥的量化交易基金城堡创始人肯·格里芬，用2.38亿美元在纽约购买了一套顶层豪宅，这是当时美国境内最昂贵的房子；他又在芝加哥花了接近6 000万美元购买了一套多层公寓楼，并且用同样的价格在迈阿密买下了一套顶层豪宅，这还没有提及他用5亿美元买下杰克逊·波洛克（Jackson Pollock）和威廉·德·库宁（Willem De Kooning）的两幅画。

我们有理由相信，随着数据的大爆发，像文艺复兴科技公司这类基于计算机交易的机构的竞争优势会越来越大。IBM判断，全球数据量的90%都是在过去两年被创造出来的，2020年的数据量级将达到44万亿G，相比2005年增长了300倍。[8]

今天，几乎所有类型的信息都被电子化。作为大型数据库的一部分，这些数据是以前的投资者做梦都得不到的。现在投资者的竞争聚焦于另类数据，包括任何我们能够想象的信息，从实时感应信息到全球的卫星图片。高明的投资者对赚钱的相关性和各种结构化数据进行测试，包括管理层电话会的口气、零售店停车场的车流、汽车保险申请记录以及意见领袖的建议等。

比起等待农产品生产数据，量化投资者更愿意通过农机销售情况或者耕地的卫星图片进行预测。集装箱码头的账单数据能对全球贸易状况给予指引。量化交易员甚至能通过手机监控，看到商店中不同货架的销售数据。你如果希望知道一个新商品的受欢迎程度，那么可以试着提炼亚马逊上评论的信息。算法还能对食品监控委员会中成员的背景信息进行分析，从而预测新药获批的概率。

为了让这一切变得可能，对冲基金开始雇用一批新员工，他们被称为数据分析师或者数据猎人。这些人专注于从新的数据源挖掘信息，如同桑铎·斯特劳斯在20世纪80年代中期为文艺复兴科技公司所做的一样。所有这些信息都被用来辅助投资者更好地理解目前的经济

状况和经济轨迹，以及不同类型企业的前景。更具有冒险精神的投资者甚至可以用这些信息为下一个可能的危机做准备。

电脑的数据处理能力和存储能力的快速增长，让量化交易员得以更加细化地筛选数据。根据奇点枢纽（Singularity Hub）的研究，到2025年，1 000美元购买的电脑能达到人脑的处理能力。现在，量化对冲基金巨头Two Sigma已经构建了一个超过100万亿次算力的电脑系统，意味着每年计算数据的量级达到100万亿次，相当于美国大学图书馆存储数据总量的5倍。[9]

所有算力的提升都让量化投资者能够比过去找到更多预测市场的信号。“与其通过想象力寻找不一定靠谱的策略，”一个文艺复兴科技公司的电脑专家说，“不如放入一组公式让机器自己学习，测试几百万种不同的可能。”

在文艺复兴科技公司掌握了机器学习技术后，其他量化投资者也开始拥抱这种做法。文艺复兴科技公司预计，从商业到生活的大量决策模式将发生改变。越来越多的公司和个人将通过模型来持续学习他们的成功和失败。如同投资者马修·格拉内德（Matthew Granade）所说：“亚马逊、腾讯、奈飞等新兴企业正在变成主流，获得的数据越多，它们就会变得越聪明。”

小说家加里·施特恩加特（Gary Shteyngart）用一句俏皮话总结了金融公司未来的道路和社会发展的方向：“当孩子们的教育被算法代替时，就是末日来临的时刻，什么都不会留下。”

量化投资者的挑战

即使人们对构建量化投资的热情如此高涨，量化投资也具有明显的局限性。在大量数据中，处理信息和发现有效信号不那么容易。许

多量化投资者认为，让机器选择股票比选择一首歌、识别面孔，甚至开车都要难。

一些大型机构，包括总部位于伦敦的期货管理基金公司Man AHL，主要通过机器学习算法来判断如何以及何时交易，让机器来自主交易。

尽管量化投资极具竞争优势，但除了文艺复兴科技公司和其他少数几家以外，量化投资基金的投资收益率并没有比传统主动管理投资基金好多少。截止到2019年春天，量化对冲基金在5年间的平均年化收益率为4.2%，同期传统对冲基金的平均年化收益为3.3%（这个数据不包括没有公开业绩的神秘基金，比如大奖章基金）。量化投资者也面临挑战，毕竟他们筛选的信息经常会发生变化，同时股票价格和其他投资品种的历史样本数据也是相对有限的。“比如，你希望预测一只股票未来一年的表现，”资深量化投资者理查德·杜威（Richard Dewey）说，“但我们只有美国股市自1900年以来的数据记录，也就是只有118个不重合的一年期投资样本数据可以查看。”[10]

而且，通过系统来交易某些类别的资产也很困难，比如问题债务，它是基于法官的判决和债权人的谈判结果来定价的。基于这些原因，传统投资模式依然会在某些领域应用广泛，特别是对于长期投资，算法和程序交易投资者一般会敬而远之。

计算机交易的风险被夸大了

文艺复兴科技公司和其他基于计算机编程交易的公司的崛起引起了人们对其市场影响以及可能突然出现的抛售的担忧，这种抛售可能是由计算机自主引发的。2010年5月6日，道琼斯指数暴跌了1000点，这在日后被称作“闪电崩盘”。在短暂又令人痛苦的几分钟内，数百只股票瞬间跌去了几乎所有价值。投资者将矛头指向了基于计算机编

程交易的公司，并表示崩盘凸显了程序化的交易可能造成的不稳定性，但市场迅速反弹。检察官随后指控一名交易员在伦敦西区的家中人为操纵股票市场指数期货合约，指责他的行为是市场下跌的罪魁祸首。[11]

在某些人看来，这些难以解释的突发性下跌现象的存在，表明机器的崛起令人们进入风险与波动并存的新时代。对于许多人来说，计算机自动交易是一个令人恐惧的概念，如同自动驾驶飞机和自动驾驶汽车一样，尽管有证据表明这些机器会提高人们的安全系数，人们依然会对其感到恐惧。我们有理由相信，计算机交易员可以扩大或加快现有趋势。

作家兼风险管理人理查德·布克斯塔伯（Richard Bookstaber）认为，由于量化模型的使用是系统性的，今天量化投资给市场带来的风险和影响远比过去的要大。[12]随着越来越多的人接受量化交易，金融市场正在发生质变。一些此前尚未出现的新类型错误可能发生，难以预测。到目前为止，市场一直是由人类行为驱动的，也反映了交易员和投资者们的主导作用。如果机器学习和其他计算机模型成为市场上最具影响力的因素，那么市场可能变得更加难以预测且不稳定，毕竟人类的本性大致不变，而计算机化交易的性质却可以快速变化。

然而，计算机交易的风险被夸大了。量化投资种类如此之多，也无法一概而论。一些量化交易者采用动量策略，因此会增加股价下跌时其他投资者抛售的概率。但是包括智能贝塔策略（Smart Beta）、因子投资和风格投资（Style Investing）等其他方法是量化投资领域中规模最大、增长最快的投资类别。应用这些策略的一些从业人员已经编好程序，以便在股价便宜时买入股票，这有助于塑造稳定的市场。

我们要记住的关键是，在市场危机期间，市场参与者一直以来都倾向于回撤并减少交易，这表明量化投资者的交易态度与其他投资者

并没有太大不同。如果真的有什么不同的话，随着量化投资者占据主导地位，市场将变得更加平静。人类容易变得恐惧、贪婪，所有这些情绪都会加剧金融市场的动荡。如果机器挤走受偏见和情感支配的个人，那么它便可以使市场更加稳定。在航空业等其他领域中，计算机驱动的决策通常会减少错误的发生。

试图击败市场是愚蠢的

到2019年夏季，文艺复兴科技公司的大奖章基金自1988年以来扣除费用前的年化收益率约为66%，扣除费用后的年化收益率约为39%。尽管RIEF早期曾陷入困境，但文艺复兴科技公司向外部投资者开放的3只对冲基金最终全都跑赢了竞争对手和指数。2019年6月，文艺复兴科技公司一共管理了650亿美元的资产，成为全球最大的对冲基金公司之一，其交易量有时甚至占到剔除高频交易后全市场交易量的5%。

文艺复兴科技公司的成功是对人类行为可预测性的有力提醒。文艺复兴科技公司研究过去，是因为它足够相信投资者将来会做出类似的决定。同时，员工们采用科学的方法来对抗认知和情感偏见，这种理念在解决各种挑战性问题时都有价值。这些员工提出假设，然后测试、评判并调整其理论，试图让数据而非直觉和本能去引导他们。“方法论是科学的，”西蒙斯说，“我们使用了非常严格的统计方法揭示表象之下的事物本质。”[13]

文艺复兴科技公司的另一个经验是，影响金融市场和个人投资的因素和变量比大多数人意识到的更多。投资者倾向于专注地寻找最基本的推动因素，但是遗漏了许多其他因素，也许是一整个维度的信息。与绝大多数人相比，文艺复兴科技公司了解更多重要的价格推动因素，以及通常会被忽略的、影响资产价格的数学关系。

这有点儿像蜜蜂可以在一朵花上看到各种各样的色彩光谱，而当人们盯着同一簇花朵时，往往会忽略其丰富的色彩。文艺复兴科技公司并不能看到市场所有的色彩，但是它看到了足够多的色彩从而盈利颇丰，这在一定程度上要归功于该公司对大额杠杆的依赖。文艺复兴科技公司在过去经历过磨难，这让它深深地了解到，伴随着市场的进化，其员工已经难以跟上市场发展的速度，这意味着文艺复兴科技公司很难再复制过去的成功。在一些反思过程中，文艺复兴科技公司的现任和前任员工为自己过往的成就感到惊讶，并承认未来的阻碍所在。

西蒙斯和他的同事们所取得的收益表明，市场具有比大多数人想象中更多的无效性。实际上，对于投资者而言，他们可以用以获利的无效性和潜在机会比大众所设想的要少。尽管文艺复兴科技公司聚集了独特的数据、高超的计算能力、特殊人才以及交易和风险管理领域的专业知识，但也仅能从其略微超过50%的交易中获利。这表明试图击败市场有多么困难，以及大多数投资者尝试这样做是多么愚蠢。

西蒙斯和他的同事们通常避免预测单只股票的波动。至少是在长期维度上，很难有专家或系统能够可靠地预测单只股票的波动或者金融市场的走向。文艺复兴科技公司所做的是，试图预测一只股票相对于其他股票、某个指数、某个因子模型以及某个行业的波动。

埃尔文·伯勒坎普在协助管理大奖章基金期间，逐渐意识到大多数投资者用来解释价格变动的说辞非常离奇，甚至是危险的，因为他们激发了不应有的、对于一笔投资可以被完全理解以及它的未来可以被准确预测的信心。对于伯勒坎普来说，人们关注的应该是股票背后的数字，而非公司名称。

伯勒坎普说：“我不否认财报和其他商业新闻肯定会推动市场变化。问题在于，太多的投资者都紧密地关注着这类新闻，这会导致他们的回报只能接近于平均水平。”

友好和解

在丽贝卡·默瑟将戴维·马杰曼从纽约圣瑞吉酒店的扑克之夜狂欢中赶出去之后的几天内，文艺复兴科技公司解雇了这名计算机科学家，从而消除了双方和睦相处的任何可能性。

马杰曼提起了两项诉讼，一项针对罗伯特·默瑟的联邦民权诉讼，另一项是针对文艺复兴科技公司和默瑟的不合理解雇诉讼。在两起诉讼中，马杰曼都声称默瑟因他“从事受法律保护的活动”而迫使他离开了文艺复兴科技公司。“默瑟的行为是否认宪法和联邦法定权利的野蛮尝试。”宾夕法尼亚州费城联邦法院提起的长达10页的起诉书中如此写道。

马杰曼承认，文艺复兴科技公司的员工手册禁止他公开贬低公司或其雇员，但他说，他获得了至少一位文艺复兴科技公司高管的批准，这之后他才在当年早些时候与《华尔街日报》诉说了他的担忧。马杰曼的内心感到颇为受伤，尤其是想到事发后，他的老同事都对他极为冷漠。

但是慢慢地，马杰曼和文艺复兴科技公司之间的争议平息了。虽然马杰曼对默瑟的政治活动感到不满，并且坚决地捍卫自己发表言论的权力，但他从未想过激怒西蒙斯、布朗或其他同事。有时候，马杰曼甚至会想念与默瑟亲近的时候。马杰曼对记者说：“我在文艺复兴科技公司工作了20多年，这是我唯一工作过这么久的地方。我希望将自己的想法告知公众……但对我而言也就到此为止了，没想到我被停职并解雇了。”[14]

2018年，在经过数月的谈判之后，双方达成了友好和解，马杰曼像其他退休人员一样退出了文艺复兴科技公司，并保留了继续投资大奖章基金的权力。很快，50岁的马杰曼谋取了一份新的职业：与强大的社交媒体公司作战。马杰曼向一家抗议组织投入了将近50万美元，

以对抗社交网站，并在费城一家风险投资公司担任高级职位，与和数据相关的新兴公司一起合作。

马杰曼在2018年年底说：“无论在生理方面还是心理方面，我对自己现在所处的状态都很满意。我不会说我已经没有任何难过的感觉了，但是我会向前看。”[15]

一切都在掌控中

在默瑟于2017年11月卸任文艺复兴科技公司的联席CEO后，员工发现公司并未发生太大改变。默瑟仍然在文艺复兴科技公司工作，仍旧为布朗出谋划策。员工们都说，默瑟肯定能继续控制布朗的冲动情绪。与其他研究人员不同，默瑟直接向布朗汇报，体现了他的地位。一切似乎没有多大不同。

然而，几乎在宣布辞职后的瞬间，默瑟就决定往后在公司中担任不那么重要的职位。默瑟没有参加高级别会议，对公司显得漠不关心。默瑟的转变引发了员工们的紧张情绪，他们担心布朗会在没有默瑟指导的情况下匆忙做出错误决定。员工们担心，当更多的投资公司开始采用量化交易时，这种变化会损害文艺复兴科技公司的回报，出现更多潜在的竞争。

布朗似乎意识到了这种危险，他通过调整管理风格做出回应。在大多数工作日的晚上，布朗仍然保持着狂躁的工作节奏，在办公室的折叠床上睡觉。但是他开始依靠其他高级职员，广泛听取同事们的意见。布朗的这种转变使得公司内的人心稳定下来，并帮助大奖章基金在2018年结束时获得了丰富的回报，这一年的回报率达到了45%。在标准普尔500指数下跌超过6%的情况之下——自2008年以来的最差表现，这个回报率超过了几乎所有投资公司的业绩。文艺复兴科技公司共有3只向投资者开放的基金，公司的机构股票基金、机构多元化Alpha基金

和机构多元化全球股票基金也都位居市场前列。大量资金注入了这3只基金，文艺复兴科技公司的资金总管理规模激增至600亿美元以上，成为世界上规模最大的对冲基金公司之一。“我认为一切都在掌控之中，”西蒙斯在2018年年底表示，“只要你继续为投资者赚钱，他们就会很高兴。”[16]

西蒙斯的野心

2018年春天，西蒙斯庆祝了他的80岁生日。西蒙斯的家族基金会举办了一系列关于西蒙斯在物理学领域贡献的讲座来纪念这一时刻。学者们在附近的一家酒店为西蒙斯庆祝。一个月后，西蒙斯在阿基米德号游艇上接待了家人和朋友们，他们在晚上环游了曼哈顿。

西蒙斯弯曲的脊背凸显了他的高龄，但他依然神采飞扬，提出各种尖锐的问题，并在整个庆祝活动中幽默地开着玩笑：“我保证不会再回到80岁了。”

西蒙斯似乎已经到达了一个舒适的着陆点。他迫使默瑟从文艺复兴科技公司的高管位置离开，从而减轻了来自各界的压力，并且公司在布朗的带领下蓬勃发展，甚至与马杰曼的纠葛也都只出现在“后视镜”中了。

不过，西蒙斯仍然感受到了压力。他重要的人生目标还未实现，显而易见，他可能没有足够多的时间来实现这些目标了。西蒙斯维持着日常运动，似乎是为了提高他满足野心的可能性。西蒙斯于6：30左右醒来，然后前往中央公园步行数千米，并与教练一起锻炼身体。在他的基金会组织的一日徒步旅行中，西蒙斯通常在前面带路，留下年轻的员工在他身后急促喘息。西蒙斯甚至转而使用稍微健康一些的电子烟，至少在一些会议期间，他心爱的梅丽特牌香烟被深深地塞进了胸前口袋里。

西蒙斯仍然与布朗以及其他文艺复兴科技公司的高管们保持着交流，并主持公司董事会会议。偶尔，他也会提出改善公司运营的想法。然而，西蒙斯真正的关注重心却移向了别处。这一年，他花了2000万美元支持各种民主党政治候选人，帮助该党重新控制了众议院。

西蒙斯基金会的年度预算为4.5亿美元，已成为美国第二大基础科学研究私人基金。他协助建立的美国数学协会每年为纽约市的1 000多名顶级数学和科学老师每人提供1.5万美元的津贴。这个组织还举办了数百场年度研讨会和讲习班，建立了一个教学技巧高超且富有教学热情的教师社区。西蒙斯此举帮助公立学校留下了很多容易被私立学校招募走的教师。

在西蒙斯的一些人生决定中，人们可以看到自相矛盾甚至虚伪的表现。文艺复兴科技公司花费了数年时间，合法地将短期利润转化为长期收益，为高管们减少了数十亿美元的纳税额——尽管西蒙斯还在谴责政府缺少在科学、数学和其他领域的基础教育投入。一些尖锐的批评家，包括作家和激进主义者纳奥米·克莱因（Naomi Klein），对社会上“仁慈的亿万富翁”的影响力表示质疑。这些亿万富翁有时在政府预算紧张的情况下，独自决定分配资源的方式并确定非营利领域的优先事项。西蒙斯的对冲基金成批聘请顶尖科学家和数学家，但西蒙斯同时也在惋惜私营产业从公共领域吸引了很多人才，有很多所学校无法留住其顶尖的教师，这些矛盾点都使得西蒙斯受到了不同程度的批评。

然而，西蒙斯并未将数十亿美元投入浮华的项目中，而是将现金和创造力投入可能使数百万人受益的工作中。有可靠的迹象表明，他的慈善投资可能在他有生之年就会带来真正的改变甚至突破。西蒙斯会因他如何积攒财富，以及利用财富做了什么而被人铭记。

征服市场的策略

- 文艺复兴科技公司的成功是对人类行为可预测性的有力提醒。文艺复兴科技公司研究过去，是因为它足够相信投资者将来会做出类似的决定。同时，员工们采用科学的方法来对抗认知和情感偏见，这种理念在解决各种挑战性问题时都有价值。这些员工提出假设，然后测试、评判并调整其理论，试图让数据而非直觉和本能去引导他们。
- 影响金融市场和个人投资的因素和变量比大多数人意识到的更多。投资者倾向于专注地寻找最基本的价格推动因素，但是遗漏了许多其他因素，也许是一整个维度的信息。与绝大多数人相比，文艺复兴科技公司了解更多重要的价格推动因素，以及通常会被忽略的、影响资产价格的数学关系。

我们拥有很多运气

西蒙斯一生中的大部分时间都致力于解开谜题和应对挑战。早年，他专注于研究数学问题和破译敌人的密码。后来，他又专注于研究金融市场的隐藏模式。2019年春天，临近81岁生日之际，西蒙斯还在面对着两个难题，这可能是他一生中最难解的两个难题：理解并治疗孤独症，发现宇宙和生命的起源。

时间在不断地流逝，但孤独症研究还没有取得实质性的突破。6年前，西蒙斯基金会聘请了生理学和神经科学教授路易斯·雷克哈特（Louis Reichardt），他是第一个既攀登了珠穆朗玛峰，又攀登了乔戈里峰的美国人。西蒙斯给了雷克哈特一个更艰巨的挑战：改善孤独症患者的生活。

西蒙斯基金会建立了一个涵盖2 800个家庭的基因样本库，每个家庭中至少有一个孩子患有孤独症。这个基因样本库加速了动物模型的发展，向针对人类的治疗又迈进了一步。到了2019年春天，西蒙斯的研究员已经成功地对孤独症患者的大脑如何运作有了更深入的了解，并在研制有望帮助那些孤独症患者的药物。一项针对某种药物的试验正接近尾声，这种药物可能会帮助到20%的孤独症患者。“这将是第一个对某些孤独症患者有效果的药物，”西蒙斯说，“我认为我们相比过去任何时候，都有了更高的成功的可能性。”

西蒙斯同样希望在一系列现存问题的挑战上取得进展，这些挑战从人类诞生之初就一直困扰着人类。2014年，西蒙斯聘请了普林斯顿大学的天体物理学家戴维·斯珀格尔（David Spergel），斯珀格尔因开创性地测量宇宙的年龄和组成而闻名。西蒙斯委派斯珀格尔回答

“宇宙是如何产生的”这个永恒的话题。“请尽量在几年之内解决这个问题，趁我还活着的时候。”西蒙斯说。

西蒙斯出资7 500万美元，准备在智利海拔5 000米的阿塔卡马沙漠上建立一座配有超强大望远镜阵列的巨型天文台。这是一个测量宇宙微波辐射的理想地点，可以很好地观测宇宙诞生的最初时刻。该项目由8名科学家主导，包括斯珀格尔和布赖恩·基廷。布赖恩·基廷是一位天体物理学家，他是西蒙斯天文台的主管，也是西蒙斯早期合作伙伴詹姆斯·埃克斯的儿子。天文台预计将于2022年完成。除此之外，天文台还将用于寻找古时期发生大爆炸的证据，来论证宇宙形成的理论事件。[1]

许多科学家假定宇宙在诞生后瞬间膨胀，他们称之为宇宙膨胀。那次事件可能产生了引力波并使光线发生弯折，也就是基廷所说的“大爆炸的指纹”。科学家们花了很多年的时间寻找这一现象的证据，但每一次的努力都以毁灭性的失败告终。数十年来，他们无数次接近成功，但最终还是徒劳无功。西蒙斯天文台提供了迄今为止探索宇宙诞生时爆炸的微弱回声的最佳机会之一，能为宇宙起源提供潜在的证据。“西蒙斯正在努力寻找答案。”斯珀格尔说。

西蒙斯本人对大爆炸理论以及他的巨型望远镜能否实现其目标，即发现宇宙膨胀的证据表示怀疑。他支持时间从未有起点的观点，同时支持无通胀弹性模型的主要支持者保罗·斯坦哈特（Paul Steinhardt）的反大爆炸理论。西蒙斯说：“每次想到时间是永恒的，总能够给我带来美妙的快感。”

西蒙斯认为无论不同的研究团队能够发现什么，他都将是赢家，这听起来很符合对冲基金交易员的口气。如果宇宙膨胀的证据没有被发现，而他的直觉被证明是正确的，西蒙斯就会觉得自己是正确的，虽然像斯坦哈特这样的科学家将感到失望。如果斯珀格尔—基廷小组

找到了支持大爆炸理论的证据，西蒙斯说“那么我们将会获得诺贝尔奖，然后一起在街上跳舞”。

西蒙斯仍渴望得到其他困扰人类多年的问题的答案。他的基金会支持科学合作，旨在了解生命是如何开始的、早期生命是什么样的，以及在太阳系的其他地方或太阳系外的行星上是否可能存在生命。“所有的宗教都涉及这个话题，我一直很好奇，”他说，“我觉得我们离找到答案越来越近了。”

2019年3月中旬的一个晴天，西蒙斯和妻子乘坐着他的私人飞机前往波士顿郊外的一个机场。在那里，他们被邀请前往西蒙斯的母校麻省理工学院的剑桥校区。按照计划，西蒙斯将在那里发表演讲。他身穿粗花呢运动夹克、褐色卡其裤、清爽的蓝色衬衫和便鞋，没穿袜子，向数百名学生、学者和当地商界人士发表演讲，回顾他的职业生涯，以及文艺复兴科技公司在美国大选后的动荡。当被问及为何不阻止鲍勃·默瑟的政治活动时，西蒙斯在一片欢呼声中答道：“我觉得他有点儿疯狂，但他非常聪明，我不能因为他的政治信仰而解雇他。”

当被问及学生们应该向哪些投资大师学习时，仍对投资者能否预测市场持怀疑态度的西蒙斯绞尽脑汁地思索着答案。最后，他提到了他在曼哈顿的邻居，对冲基金经理乔治·索罗斯。“我想他的话值得一听，”西蒙斯说，“尽管他的确说了不少。”

西蒙斯为学校的听众们分享了一些人生经验：“与最聪明的人一起工作，最好是比你更聪明的……要坚持不懈，不要轻易放弃。以美为导向……它可以体现在一个公司的运作方式上，或是一个实验结果上。当某种东西运作良好时，就会产生一种美感，这几乎是一种美学。”

西蒙斯分享了他最近热爱的事情，包括努力理解宇宙的产生和人类的起源。他说：“地球上的智慧生命完全有可能是孤独的。”他认

为，由于地球拥有在其他星球上不可能存在的一系列有利因素，所以智慧生命可能只存在于地球上。

在一个短暂瞬间，西蒙斯看了看坐在前排的玛丽莲，旁边是他们的孙子，一个哈佛大学的研究生。“我们拥有很多运气。”西蒙斯说。在观众的欢呼声中，西蒙斯向众人挥手致意。他慢慢地走出大厅，他的家人紧跟在后面。

致敬詹姆斯·西蒙斯

当朱昂兄拿着本书的原版向我提出共同翻译的想法时，我是很心动的。“西蒙斯”、“文艺复兴科技公司”和“大奖章基金”这些词在金融圈内绝对是振聋发聩的存在，作为从业人员，很想与之“有染”。

翻译完稿之后，更有一种“相见时难别亦难”的感想。一方面，翻译过程的确艰难。初涉这么长的书稿，书中又有大量的理论数学和计算机术语，作为非专业人士，我们不敢造次，查询了大量的专业文献，甚至频频询问身边数学出身的朋友，反复斟酌，才敢落笔。另一方面，西蒙斯的魅力一再驱策着我去探索。他无疑是金融史上最为成功的投资者之一，泰山北斗级的人物。1988年以来，文艺复兴科技公司的旗舰产品大奖章基金的平均年化收益率为66%，在历年的交易中累计获得了超过1 000亿美元的利润。这个记录在投资界无人能出其右，沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯、彼得·林奇甚至瑞·达利欧等都难以望其项背。

心怀激动地通读完全书，我反而平静了很多，西蒙斯不过是个不平凡的普通人。

他的不平凡很容易理解。比如他用两年时间就读完了麻省理工学院的本科课程，又用两年时间拿到了加州大学伯克利分校的博士学位，23岁时就成为哈佛大学的助理教授，他与陈省身合著的论文使其位列几何学和物理学领域的殿堂级人物；又比如他40岁才从学术界投身金融界，在几乎不懂投资的情况下，他的大奖章基金取得了极其夸张的年化收益率和“富可敌国”的累计收益；再比如他对于风险的嗅

觉极为敏锐，书中令我印象深刻的一句话是：“当你闻到硝烟味儿的时候应该干什么？赶紧跑啊！”这种嗅觉帮助文艺复兴科技公司屡屡虎口脱险。

然而，西蒙斯的确只是个普通人。比如他自小就一心向钱看，“赚钱养家”是他早期从学术界下海的最大动因；又比如迷恋小道消息，曾经设法结识格林斯潘并与之密切交往；再比如一开始他始终无法完全信任计算机模型给出的交易建议，刚愎自用，坚持用主观判断做投资。书中可以清晰地看到他的理性与动物精神的角力过程，从这个角度讲，这只是一个投资从业人员的日常功课而已。

然而，此书给我最大的鼓励就在于此，试看草根出身、一心向钱看和刚愎自用的普通人西蒙斯是如何一步一步地进化，最终修炼成圣的。

当然，译者作为做投资研究多年的老兵，也有些许感悟。首先，以西蒙斯为代表的数学家们一直致力于用数学工具去发现并记录普世的，当然也包括金融市场的原则、规律和真理。西蒙斯的核心思想是不必去理解或预测价格变化的原因，只要找到系统性的能适应市场的数学方法，即可持续赚钱。主动投资也是致力于寻找在各种市况下都能立足的方法，使手里的头寸或者投资组合始终处于风险收益比最佳的状态，而不是去事前预测或事后解释市场。其次，无论是量化方法还是主动投资，都是在寻找某种错误定价，并从中盈利。量化方法借助模型和计算机的算力和速度，视野更广，效率更高；而主动投资则诉诸深度理解和长期视角，同样能进入“人迹罕至的境地”。再次，无论是计算机模型的算力，还是人类的理性，都只是工具，能不能很好地驾驭它们，是区分普通投资者和杰出投资者的准绳。人类与生俱来的情感和动物精神在大脑中是占据第一顺位的“第一系统”，无论是牛顿、西蒙斯还是普罗大众，都是一样的，能不能安抚并且避开

“第一系统”，倚靠理性主导的“第二系统”，或许才是成功的关键所在。

对本书的翻译工作令我们如痴如醉，乃至在携家眷去北海道度假之时，可以对门外雪道上的嬉闹之声充耳不闻，一心在屋内奋战。在翻译过程中，我们也得到了一些志愿者的帮助，包括拾象科技的刘元鸿、上海交通大学高级金融学院的硕士研究生聂丹雨，以及长信基金各位投研人员。在此一并向他们表示最真诚的感谢！

安昀　朱昂

附录1

文艺复兴科技公司在1988—2018年的年报数据

年份	净收益率（%）	管理费率（%）*	基金表现费率（%）	扣除费用前的收益率（%）	资金管理规模（百万美元）	大奖章基金利润（百万美元）**
1988	9.0	5	20	16.3	20	3
1989	-4.0	5	20	1.0	20	0
1990	55.0	5	20	77.8	30	23
1991	39.4	5	20	54.3	42	23
1992	33.6	5	20	47.0	74	35
1993	39.1	5	20	53.9	122	66
1994	70.7	5	20	93.4	276	258
1995	38.3	5	20	52.9	462	244
1996	31.5	5	20	44.4	637	283
1997	21.2	5	20	31.5	829	261
1998	41.7	5	20	57.1	1 100	628

*管理费由大奖章基金向其投资者收取，这些投资者在大多数年份就是文艺复兴科技公司的雇员和前雇员。

**总收益率和大奖章基金的基本利润是估算出来的——实际数字可能会略有不同，这取决于年度资产费用的计提时间以及其他影响因素。大奖章基金的基本利润未扣除基金各项开支。

续表

年份	净收益率（%）	管理费率（%）*	基金表现费率（%）	扣除费用前的收益率（%）	资金管理规模（百万美元）	大奖章基金利润（百万美元）**
1999	24.5	5	20	35.6	1 540	549
2000	98.5	5	20	128.1	1 900	2 434
2001	33.0	5	36	56.6	3 800	2 149
2002	25.8	5	44	51.1	5 240	2 676
2003	21.9	5	44	44.1	5 090	2 245
2004	24.9	5	44	49.5	5 200	2 572
2005	29.5	5	44	57.7	5 200	2 999
2006	44.3	5	44	84.1	5 200	4 374
2007	73.7	5	44	136.6	5 200	7 104
2008	82.4	5	44	152.1	5 200	7 911
2009	39.0	5	44	74.6	5 200	3 881
2010	29.4	5	44	57.5	10 000	5 750
2011	37.0	5	44	71.1	10 000	7 107
2012	29.0	5	44	56.8	10 000	5 679
2013	46.9	5	44	88.8	10 000	8 875
2014	39.2	5	44	75.0	9 500	7 125
2015	36.0	5	44	69.3	9 500	6 582
2016	35.6	5	44	68.6	9 500	6 514
2017	45.0	5	44	85.4	10 000	8 536
2018	40.0	5	44	76.4	10 000	7 643

平均净收益率（%）	扣除费用前的平均收益率（%）	总交易利润（亿美元）
39.1	66.1	1 045.3

年均收益率

66.1%总收益率

39.1%净收益率

上述1 045.3亿美元是大奖章基金的总交易利润。截至2019年4月30日，文艺复兴科技公司还从3家对外部投资者开放的对冲基金中获利，这些基金的资金管理规模约为550亿美元。

Source: Medallion annual reports; investors.

附录2

各大基金的年化复合收益率对比

投资人	关键基金	年份	年化复合收益率*
詹姆斯·西蒙斯	大奖章基金	1988—2018	39.1
乔治·索罗斯	量子基金	1969—2000	32†
史蒂文·科恩	SAC资本	1992—2003	30
彼得·林奇	麦哲伦基金	1977—1990	29
沃伦·巴菲特	伯克希尔·哈撒韦	1965—2018	20.5‡
瑞·达利欧	Pure Alpha基金	1991—2018	12

*所有的收益都是扣除费用后的。

†近年来，由于索罗斯停止了对其他人的投资，债券年化复合收益率一直在下降。

‡从1951年到1957年，巴菲特个人投资的平均收益率为62%，而从1957年到1969年，他管理的合伙企业的平均收益率为24.3%。

Source: For Simons, Dalio, Cohen, Soros: reporting; for Buffett: Berkshire Hathaway annual report; for Lynch: Fidelity Investments.

参考文献

前言　神秘的西蒙斯

1. “Seed Interview: James Simons,” *Seed*, September 19, 2006.

2. Gregory Zuckerman, Rachel Levy, Nick Timiraos, and Gunjan Banerji, “Behind the Market Swoon: fte Herdlike Behavior of Computerized Trading,” *Wall Street Journal*, December 25, 2018.

第1章　学数学赚不到钱吗

1. D. T. Max, “Jim Simons, the Numbers King,” *New Yorker*, December 11, 2017.

2. James Simons, “Dr. James Simons, S. Donald Sussman Fellowship Award Fireside Chat Series. Chat 2,” interview by Andrew Lo, March 6, 2019.

第2章　让每年收益超过50%的交易方法

1. James Simons, “Mathematics, Common Sense, and Good Luck” (lecture, Ameri- can Mathematical Society Einstein Public Lecture in Mathematics, San Francisco, CA, October 30, 2014).

2. Lee Neuwirth, *Nothing Personal: The Vietnam War in Princeton 1965–1975*(Charles- ton, SC: BookSurge, 2009).

3. James Simons, “Simons Foundation Chair Jim Simons on His Career in Mathe- matics,” interview by Jeff Cheeger,

Simons Foundation, September 28, 2012, https://www.simonsfoundation.org/2012/09/28/simons-foundation-chair-jim-simons-on-his-career-in-mathematics.

4. Simons, “On His Career in Mathematics.”

第3章　一定有办法对价格建模

1. Simons, “Mathematics, Common Sense, and Good Luck.”

2. William Byers, *How Mathematicians Think: Using Ambiguity, Contradiction, and Paradox to Create Mathematics* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007).

3. Private papers from Lenny Baum, provided by his family.

4. Richard Teitelbaum, “fte Code Breaker,” *Bloomberg Markets*, January 2008.

5. James Simons, “Jim Simons Speech on Leonard E. Baum” (speech, Leonard E. Baum Memorial, Princeton, NJ, August 15, 2017).

6. Simons, “On His Career in Mathematics.”

7. Simons, “Jim Simons Speech on Leonard E. Baum.”

第4章　一场投资革命蓄势待发

1. Byers, *How Mathematicians Think*.

第5章　大奖章诞生，致敬曾经获得的数学奖章

1. James R. Hagerty and Gregory Zuckerman, “Math Wizard Elwyn Berlekamp Helped Bring Sharp Images from Outer Space,” *Wall Street Journal*, May 1, 2019.

2. Brian Keating, *Losing the Nobel Prize: A Story of Cosmology, Ambition, and the Perils of Science's Highest Honor* (New York: W. W. Norton, 2018).

第6章　神奇公式，在高频交易中盈利

1. James B. Stewart, *Den of Thieves* (New York: Simon & Schuster, 1991).

第7章　宽客们的金融工程

1. Geoffrey Poitras, *The Early History of Financial Economics, 1478-1776: From Com- mercial Arithmetic to Life Annuities and Joint Stocks* (Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2000).

2. Mark Putrino, "Gann and Gann Analysis," *Technical Analysis of Stocks & Com- modities*, September 2017.

3. Brian Stelter, "Gerald Tsai, Innovative Investor, Dies at 79," *New York Times*, July 11, 2008; John Brooks, *The Go-Go Years: The Drama and Crashing Finale of Wall Street's Bullish 60s* (New York: Weybright and Talley, 1973).

4. Andrew W. Lo and Jasmina Hasanhodzic, *The Evolution of Technical Analysis: Fi- nancial Prediction from Babylonian Tablets to Bloomberg Terminals* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010).

5. Douglas Bauer, "Prince of the Pit," *New York Times*, April 25, 1976.

6. Emanuel Derman, *My Life as a Quant: Reflections on Physics and Finance*(Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2004).

7. Edward O. ftorp, *A Man for All Markets: From Las Vegas to Wall Street, How I Beat the Dealer and the Market* (New York: Random House, 2017).

8. Scott Patterson, *The Quants: How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed It* (New York: Crown Business, 2010).

9. Patterson, *The Quants*.

10. Michelle Celarier, "How a Misfit Group of Computer Geeks and English Majors Transformed Wall Street," *New York*, January 18, 2018, http://nymag.com/intelligencer/2018/01/d-e-shaw-the-first-great-quant-hedge-fund.html.

11. Hal Lux, "Secretive D. E. Shaw & Co. Opens Doors for Customers' Business," *Investment Dealers' Digest*, November 15, 1993.

12. G. Bruce Knecht, "Wall Street Whiz Finds Niche Selling Books on the Internet," *Wall Street Journal*, May 16, 1996.

第8章　只用单一的交易模型

1. Ingfei Chen, "A Cryptologist Takes a Crack at Deciphering DNA's Deep Secrets," *New York Times*, December 12, 2006.

2. John F. Greer Jr., "Simons Doesn't Say," *Financial World*, October 21, 1996.

第9章　挖角IBM，招揽最优秀的人才

1. Peter Lynch, “Pros: Peter Lynch,” interview with *Frontline*, PBS, May 1996, www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/betting/pros/lynch.html; and Peter Lynch with John Rothchild, *One Up on Wall Street* (New York: Simon & Schuster, 2000).
2. Sebastian Mallaby, *More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite* (New York: Penguin Press, 2010).
3. Michael Coleman, “Influential Conservative Is Sandia, UNM Grad,” *Albuquerque Journal,* November 5, 2017, https://www.abqjournal.com/1088165/influential-conservative-is-sandia-unm-grad-robert-mercer-trump-fundraiser-breitbart-investor-has-nm-roots.html.
4. Robert Mercer, “A Computational Life” (speech, Association for Computational Linguistics Lifetime Achievement Award, Baltimore, Maryland, June 25, 2014).
5. Stephen Miller, “Co-Inventor of Money-Market Account Helped Serve Small In- vestors’ Interest,” *Wall Street Journal*, August 16, 2008.
6. Feng-Hsiung Hsu, *Behind Deep Blue: Building the Computer That Defeated the World Chess Champion* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002).

第10章　拯救Nova基金

1. Peter Brown and Robert Mercer, “Oh, Yes, Everything’s Right on Schedule, Fred” (lecture, Twenty Years of Bitext Workshop, Empirical Methods in Natural Lan- guage Processing Conference, Seattle, Washington, October 2013), http://cs.jhu.edu/~post/bitext.

第11章　永远不要完全相信一个模型

1. Hal Lux, “The Secret World of Jim Simons,” *Institutional Investor*, November 1, 2000, https://www.institutionalinvestor.com/article/b151340bp779jn/the-secret-world-of-jim-simons.

2. Robert Mercer interviewed by Sharon McGrayne for her book, *The Theory Would Not Die: How Bayes’ Rule Cracked the Enigma Code, Hunted Down Russian Subma- rines, and Emerged Triumphant from Two Centuries of Controversy* (New Haven, CT: Yale University Press, 2011).

3. Brown and Mercer, “Oh, Yes, Everything’s Right on Schedule, Fred.”

4. Jason Zweig, “Data Mining Isn’t a Good Bet for Stock-Market Predictions,” *Wall Street Journal*, August 8, 2009.

5. Lux, “The Secret World of Jim Simons.”

6. Robert Lipsyte, “Five Years Later, A Female Kicker’s Memorable Victory,” *New York Times*, October 19, 2000.

7. Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (New York: Random House,

2000).

8. Suzanne Woolley, “Failed Wizards of Wall Street,” *BusinessWeek*, September 21, 1998.

9. Timothy L. O’Brien, “Shaw, Self-Styled Cautious Operator, Reveals It Has a Big Appetite for Risk,” *New York Times*, October 15, 1998.

10. *Abuse of Structured Financial Products: Misusing Basket Options to Avoid Taxes and Leverage Limits: Hearings before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, 113th Congress (2014) (statement of Peter Brown, Chief Executive Officer, Renaissance Technologies).

第12章　大奖章基金清退外部持有人

1. McGrayne, *The Theory That Would Not Die: How Bayes’ Rule Cracked the Enigma Code, Hunted Down Russian Submarines, and Emerged Triumphant from Two Centu- ries of Controversy*.

2. Lux, “fte Secret World of Jim Simons.”

3. *Abuse of Structured Financial Products* (statement of Peter Brown).

4. Katherine Burton, “Inside a Moneymaking Machine Like No Other,” *Bloomberg*, November 21, 2016.

5. George Gilder, *Life after Google: The Fall of Big Data and the Rise of the Blockchain Economy* (Washington, DC: Regnery Gateway, 2018).

6. Simon Van Zuylen-Wood, “The Controversial David Magerman,” *Philadelphia Magazine*, September 13, 2013.

7. Scott Patterson and Jenny Strasburg, “Pioneering Fund Stages Second Act,” *Wall Street Journal*, March 16, 2010.

8. Zachary Mider, “What Kind of Man Spends Millions to Elect Ted Cruz?” *Bloomberg*, January 20, 2016.

9. William J. Broad, “Seeker, Doer, Giver, Ponderer,” *New York Times*, July 7, 2014.

第13章　启动RIEF，做长期交易

1. Christine Williamson, “Renaissance Believes Size Does Matter,” *Pensions & Invest- ments*, November 27, 2006.

2. Patterson, *The Quants*.

3. Gregory Zuckerman, *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History* (New York: Broadway Books, 2009).

4. Tae Kim, “Billionaire David Einhorn Says the Key to Investing Success Is ‘Critical ftinking,’” CNBC, December 26, 2017, https://www.cnbc.com/2017/12/26/david-einhorn-says-the-key-to-investing-success-is-critical-thinking.html.

5. Susan Pulliam and Jenny Strasburg, “Simons Questioned by Investors,” *Wall Street Journal*, May 15, 2009.

第14章　在50.75%的机会中做到百分之百正确

1. Alice Walker, “Billionaire Mathematician Jim Simons Parks £75 million Super Yacht during Tour of Scotland,” *Scottish Sun*, July 15, 2018.
2. Simons, “On His Career in Mathematics.”
3. Van Zuylen-Wood, “The Controversial David Magerman.”
4. Ryan Avent, “If It Works, Bet It,” *Economist*, June 14, 2010.
5. James Simons, “My Life in Mathematics” (lecture, International Congress of Mathematics, Seoul, South Korea, August 13, 2014).
6. John Marzulli, “Hedge Fund Hotshot Robert Mercer Files Lawsuit over $2M Model Train, Accusing Builder of Overcharge,” *New York Daily News*, March 31, 2009.
7. Patterson and Strasburg, “Pioneering Fund Stages Second Act.”
8. Joshua Green, *Devil’s Bargain: Steve Bannon, Donald Trump, and the Storming of the Presidency* (New York: Penguin Press, 2017).
9. Mider, “Ted Cruz?”

第15章　一切都是为了公司

1. Gregory Zuckerman, “Renaissance Feud Spills Over to Hedge Fund Poker Night,” *Wall Street Journal*, April 28, 2017.

第16章　量化投资的未来

1. “Morningstar Reports US Mutual Fund and ETF Fund Flows for April 2019,” *PR Newswire*, May 17, 2019.
2. Gregory Zuckerman, “Architect of Greatest Trade Ever Hit by Losses, Redemp- tions Postcrisis,” *Wall Street Journal*, April 27, 2018.
3. Gregory Zuckerman, “‘This Is Unbelievable’: A Hedge Fund Star Dims, and Inves- tors Flee,” *Wall Street Journal*, July 4, 2018.
4. Gregory Zuckerman and Kirsten Grind, “Inside the Showdown Atop PIMCO, the World’s Biggest Bond Firm,” *Wall Street Journal*, February 24, 2014.
5. George Budwell, “Why Geron Corporation’s Stock Is Charging Higher Today,” Motley Fool, August 28, 2018.
6. Data based on report by TABB Group.
7. Nathan Vardi, “Running the Numbers,” *Forbes*, April 30, 2019.
8. “The Four Vs of Big Data,” infographic, IBM Big Data & Analytics (website), https://www.ibmbigdatahub.com/sites/default/files/infographic_file/4-Vs-of-big-data.jpg?cm_mc_uid=16172304396014932905991&cm_mc_sid_50200000=1494235431&cm_mc_sid_52640000=1494235431.
9. Bradley Hope, “Five Ways Quants Are Predicting the Future,” *Wall Street Journal*, April 1, 2015.

10. Richard Dewey, “Computer Models Won’t Beat the Stock Market Any Time Soon,” *Bloomberg*, May 21, 2019.

11. Aruna Viswanatha, Bradley Hope, and Jenny Strasburg, “‘Flash Crash’ Charges Filed,” *Wall Street Journal*, April 21, 2015.

12. Robin Wigglesworth, “Goldman Sachs’ Lessons from the ‘Quant Quake,’” *Finan- cial Times*, September 3, 2017, https://www.ft.com/content/fdfd5e78-0283-11e7-aa5b-6bb07f5c8e12.s

13. “Seed Interview: James Simons.”

14. Marcus Baram, “fte Millionaire Critic Who Scared Facebook Now Wants to Help ‘Fix the Internet,’” *Fast Company*, December 11, 2018.

15. Baram, “The Millionaire Critic Who Scared Facebook.”

16. Richard Henderson, “Renaissance Founder Says Hedge Fund Has Overcome Trump Tension,” *Financial Times*, March 15, 2019, https://www.ft.com/content/7589277c-46d6-11e9-b168-96a37d002cd3.

后记　我们拥有很多运气

1. Gary Robbins, “UCSD Gets $40 Million to Study Infancy of the Universe,” *San Diego Union-Tribune*, May 12, 2016, https://www.sandiegouniontribune.com/news/science/sdut-ucsd-simons-telescopes-2016may12-story.html.

未来，属于终身学习者

我这辈子遇到的聪明人（来自各行各业的聪明人）没有不每天阅读的——没有，一个都没有。巴菲特读书之多，或读书之多，可能会让你感到吃惊。孩子们都笑话我，他们觉得我是一本长了两条腿的书。

——查理·芒格

互联网改变了信息连接的方式；指数型技术在迅速颠覆着现有的商业世界；人工智能已经开始抢占人类的工作岗位……

未来，到底需要什么样的人才？

改变命运唯一的策略是你要变成终身学习者。未来世界将不再需要单一的技能型人才，而是需要具备完善的知识结构，极强逻辑思考力和高感知力的复合型人才。优秀的人往往通过阅读建立足够强大的抽象思维能力，获得异于众人的思考和整合能力。未来，将属于终身学习者！而阅读必定和终身学习形影不离。

很多人读书，追求的是干货，寻求的是立刻行之有效的解决方案。其实这是一种留在舒适区的阅读方法。在这个充满不确定性的年代，答案不会简单地出现在书里，因为生活根本就没有标准确切的答案。你也不能期望过去的经验能解决未来的问题。

湛庐阅读App：与最聪明的人共同进化

有人常常把成本支出的焦点放在书价上，把读完一本书当作阅读的终结。其实不然。

时间是读者付出的最大阅读成本
怎么读是读者面临的最大阅读障碍
“读书破万卷”不仅仅在“万”，更重要的是在“破”！

现在，我们构建了全新的“湛庐阅读”App。它将成为你“破万卷”的新居所。在这里：

- 不用考虑读什么，你可以便捷找到纸书、有声书和各种声音产品；
- 你可以学会怎么读，你将发现集泛读、通读、精读于一体的阅读解决方案；
- 你会与作者、译者、专家、推荐人和阅读教练相遇，他们是优质思想的发源地；
- 你会与优秀的读者和终身学习者为伍，他们对阅读和学习有着持久的热情和源源不绝的内驱力。

从单一到复合，从知道到精通，从理解到创造，湛庐希望建立一个“与最聪明的人共同进化”的社区，成为人类先进思想交汇的聚集地，与你共同迎接未来。

与此同时，我们希望能够重新定义你的学习场景，让你随时随地收获有内容、有价值的思想，通过阅读实现终身学习。这是我们的使命和价值。

湛庐阅读App玩转指南

湛庐阅读App结构图：

三步玩转湛庐阅读App：

App获取方式：
安卓用户前往各大应用市场、苹果用户请前往App Store
直接下载“湛庐阅读”App，与湛庐和他人共同进化！

使用App扫一扫功能，
遇见书里书外更大的世界！

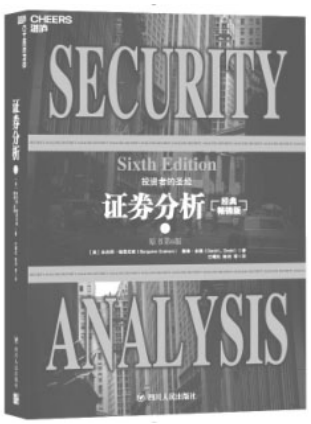
湛庐CHEERS

延伸阅读

《证券分析》（经典畅销版）

◎ 投资者的圣经，巴菲特灵魂导师、“华尔街教父”本杰明·格雷厄姆不朽巨著。

◎ 香港交易所董事总经理兼首席中国经济学家巴曙松领衔业内专业人士全新翻译。



使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-220-11527-1
9 787220 115271

《共同基金常识》（10周年纪念版）

◎ 指数基金教父约翰·博格先生的心血力作，历经市场10年洗礼之后的升级版，堪称“投资界的经典必读书”。

◎ 香港交易所董事总经理兼首席中国经济学家巴曙松领衔翻译。

◎ 高瓴创始人张磊、招商银行董事长缪建民、耶鲁大学首席投资官大卫·史文森专文作序推荐。

使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-5596-0531-3
9 787559 605313

《3G资本帝国》

◎ 深度揭秘鲸吞百威、汉堡王、亨氏的超级帝国，讲述3位依靠梦想缔造3000亿美元奇迹的传奇人物，10条让所有人受益匪浅的黄金法则。

◎ 3G资本“千亿美元并购大战”亲历者、百威亚太执行董事王仁荣亲笔翻译。和君咨询集团董事长王明夫、复星集团联席董事长汪群斌、高毅资产董事长兼CEO邱国鹭倾情作序！

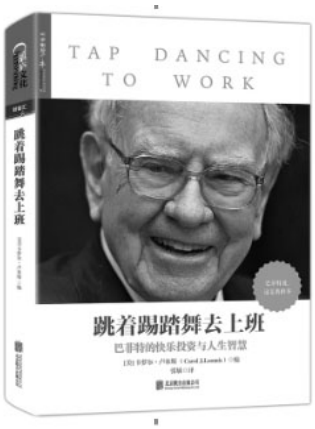
使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-5596-0379-1
9 787559 603791

《跳着踢踏舞去上班》

◎ 全球投资界公认的解读巴菲特必读书，全面集结近10万字珍贵的巴菲特亲笔文稿，20余篇深度揭秘巴菲特投资中里程碑事件内幕

的文章，帮你重塑对投资市场的认知。

◎　微软创始人比尔·盖茨、高毅资产董事长兼CEO邱国鹭、东方港湾董事长但斌倾情推荐！



使用“湛庐阅读”App，
“扫一扫”获取本书更多精彩内容。
ISBN 978-7-5596-0867-3
9 787559 608673

---

(1)在随机实验中，每次结果均有不同，但大量重复实验的结果平均值几乎总是接近某个特定的值。这个规律即为大数定律（Law of Large Numbers）。其原因是，在大量观察实验中，受个别的、偶然的因素影响产生的差异会相互抵消，从而使现象的必然性显示出来。——编者注

(2)汉弗莱·博加特（Humphrey Bogart）出生于美国纽约，男演员，1999年被美国电影学会评选为第一位“百年来最伟大的男演员”。——编者注

(3)比尔·格罗斯（Bill Gross），全球债券市场的主要操盘手，创建了太平洋投资管理公司（Pacific Investment Management Company，简称PIMCO），投资债券领域超过30年，有“债券天王”之称。——编者注

(4)艾伦·图灵（Alan Turing），英国数学家、逻辑学家，被称为“计算机科学之父”“人工智能之父”，第二次世界大战爆发后回到剑桥，后曾协助军方破解德国的著名密码系统Enigma，帮助盟军取得了最终的胜利。——编者注

(5)《动物农场》（*Animal Farm*）是英国作家乔治·奥威尔创作的中篇小说，1945年首次出版。该作讲述了农场的一群动物成功地进行了一场“革命”，将压榨他们的人类东家赶出农场，建立起一个平等的动物社会。然而，动物领袖——那些聪明的猪最终却篡夺了革命的果实，成为比人类东家更加独裁和极权的统治者。——编者注

(6)孩之宝（Hasbro），美国著名玩具公司，1923年由亨利与海拉尔·哈森菲尔德兄弟（Henry Hassenfeld and Helal Hassenfeld）在美国罗德岛创建。——编者注

(7)凯悦酒店（Hyatt Hotels），总部位于美国芝加哥，在世界各地开发、拥有、管理和特许经营凯悦品牌酒店、度假村、住宅和度假性产业。——编者注

(8)美第奇家族从银行业起家，逐渐获得政治地位，在14～17世纪的大部分时间里，他们都是佛罗伦萨实际上的统治者。但美第奇家族最重大的成就在艺术、建筑和科学方面，是他们资助了像达·芬奇、伽利略、米开朗琪罗这样的天才。如果没有美第奇家族，意大利文艺复兴绝非今天所见的面貌。——编者注

(9)黄金国（El Dorado）是传说中的南美黄金王国，据考古和历史学者的研究，遗址可能是在现今南美秘鲁高原一处叫库斯科（Cuzco）的地方。——编者注

(10)马尔可夫模型（Markov Model）是一种统计模型，广泛应用在语音识别、词性自动标注、音字转换、概率文法等自然语言处理应用领域。——编者注

(11)核方法（Kernel Methods）是一类模式识别的算法，其目的是找出并识别一组数据中的相互关系。用途较广的核方法有支持向量机、高斯过程等。——编者注

(12)“黑鬼”是不尊重的称呼，我们可以从中看出当时歧视黑人的状况。——编者注

(13)《飞车党》（*The Wild One*）是一部反映美国非法机车团伙的电影，精准地刻画出美国青年乖戾、阴郁、好斗和渴望得到社会认同的形象，被认为喊出了美国青年一代的心声，影片的主演是马龙·白兰度。——编者注

(14)槌球起源于法国，是在平地或草坪上用木槌击球穿过铁环门的一种室外球类游戏。20世纪三四十年代，槌球游戏传到中国。——编者注

(15)卡片分类法（Card-sorting Methods）是整理信息架构、确定多个功能分组和多个内容逻辑关系的一种有效工具，可以用于网站或应用的导航、信息架构等项目，也可以用于文档、电子书籍的结构整理或文件的分类管理等。——编者注

(16)菲尔兹奖（Fields Medal），是据加拿大数学家约翰·查尔斯·菲尔兹（John Charles Fields）要求设立的国际性数学奖项，于1936年首次颁

发。因诺贝尔奖未设置数学奖，菲尔兹奖常被视为“数学界的诺贝尔奖”。——编者注

(17)科尔奖（Cole Prize）分为科尔代数奖（Cole Prize in Alge-bra）和科尔数论奖（Cole Prize in Number Theory），由美国数学学会（American Mathematical Society，简称AMS）颁奖。科尔代数奖与科尔数论奖不同时颁发，每种奖项的颁奖时间前后相隔5年，获奖者都是美国数学学会会员。——编者注

(18)约瑟夫·康拉德（Joseph Conrad），英国现代主义小说的先驱，他延续了亨利·詹姆斯（Henry James）发起的英文小说的实验与改革。康拉德的作品不但以印象主义著称，更以其悲剧性的特质震撼着人们的心灵。其代表作有《吉姆爵士》（*Lord Jim*）、《黑暗的心》（*Heart of Darkness*）等。——编者注

(19)动量交易策略（Momentum Strategies），即预先对股票收益和交易量设定过滤准则，当股票收益和交易量同时满足过滤准则时就买入或卖出股票的投资策略。——编者注

(20)美联储第十三任主席，任期跨越6届美国总统。许多人认为他是美国国家经济政策的决定性人物。在巅峰时期，他被称为全球的“经济沙皇”“美元总统”。他的传奇历程被记述在《格林斯潘传》之中，本书简体中文版已由湛庐策划出版。——编者注

(21)爱德华·赫顿（Edward Hutton）于1904年创办了以他名字命名的证券经纪公司E. F. Hutton。此后，这家公司成为全美最著名的证券经纪公司之一。——编者注

(22)“买盘”表示以比市价高的价格进行委托买入，并已经“主动成交”，代表外盘；“卖盘”表示以比市价低的价格进行委托卖出，并已经“主动成交”，代表内盘。——编者注

(23)克罗恩病（Crohn’s Disease）是一种原因不明的肠道炎症性疾病，在胃肠道的任何部位均可能发生，但多发于末端回肠和右半结肠。——编者注

(24)费马猜想（Fermat’s Conjecture）又称费马大定理或费马问题，是数论中最著名的世界难题之一，由17世纪法国数学家皮耶·德·费马（Pierre de Fermat）提出。——编者注

(25)移动平均线指标（Moving Averages）是金融投资领域应用最普遍的技术指标之一，有助于交易者确认现有趋势、判断未来趋势、发现过度延伸即将反

转的趋势。——编者注

(26)电传打字机（Telerate Machines）是随着计算机的发展而出现的一种远距离信息传送器械，形状像一个大号的打印机。——编者注

(27)突破信号（Breakout Signals）是一种常见的交易指示器，可用来免费查看交易理念、策略、观点、分析等。——编者注

(28)恐慌盘是指在大盘下跌时，投资者因为看到大盘瞬间跌幅巨大而产生恐慌心理，之后非理智地卖出手中的股票以求减少亏损的现象。——编者注

(29)“点与盒子”游戏是一款益智类游戏。在游戏中，你要想尽办法在布满点阵的纸张上通过连线来组成你的盒子，你与对手谁抢占的点数多，谁就是最后的赢家。——编者注

(30)数十年之后，接力队的队长小杰克·华兹华斯（Jack Wadsworth Jr.）成了一名投资银行家，后来作为主要成员承办了苹果公司的IPO项目。

(31)《美丽心灵》（*A Beautiful Mind*）介绍了美国诺贝尔经济学奖获得者约翰·纳什的传奇人生。——编者注

(32)普特南数学竞赛是伊丽莎白·洛厄尔·普特南为纪念其逝去的丈夫威廉·洛厄尔·普特南于1938年开始举办的比赛，现由美国数学学会承办，每年的比赛于12月的第一个星期六进行。参赛者为所有在美国和加拿大的大学生，且任何参赛者的参赛次数都不得超过4次。——编者注

(33)卫星分组通信（Satellite Packet Communications）是利用卫星信号以分组方式传递信息的通信方式，可以分为两大类：在分组通信网中仅部分使用卫星信道作为分组交换节点机间的传输链路的通信方式，以及完全或主要利用卫星广播信道来组织分组通信网的通信方式。——编者注

(34)《宋飞正传》（*Seinfeld*）是美国情景喜剧，于1989年开始在美国全国广播公司（NBC）播出。——编者注

(35)反转策略是根据过去一段时间的股票收益率情况，买入过去表现较差的股票而卖出过去表现较好的股票，据此构成的投资组合在未来一段时间内将获得较高收益的投资策略。——编者注

(36)板网球（Paddle Tennis）是从网球派生出来的一种小型球类运动，其比赛规则、打法和网球基本相同，只是场地较小，并且击球时要用木板拍。——编者注

(37)宇宙学家，著有《错失诺贝尔奖》（*Losing the Nobel Prize*）。

(38)《灯红酒绿》（*Bright Lights*）是美国作家杰伊·麦金纳尼（Jay McInerney）于1984年出版的一部小说。——编者注

(39)《华尔街》（*Wall Street*）为二十世纪福克斯电影公司制作的剧情片，由奥利弗·斯通（Oliver Stone）执导，该片讲述贪婪成性的股市大亨戈登·杰科（Gordon Gekko）不择手段地在幕后操纵股票行情，最后被绳之以法的故事。——编者注

(40)5%的管理费费率是1988年被确定下来的，当时斯特劳斯告诉西蒙斯说，每年他需要约80万美元的运营费用，这大致相当于当时1600万美元基金管理规模的5%。西蒙斯没有异议，这个费率水平就一直保持了下来。

(41)蜡烛图也称股票K线，样子像蜡烛一样，常用红色和绿色表示。一条K线代表股票一天的走势，也代表着当天投资者对它的看法。——编者注

(42)头肩顶（Head and Shoulders）是最为常见的倒转形态图表之一，是在上涨行情接近尾声时的看跌形态，其图形以左肩、头部、右肩及颈线构成。在技术分析的各种方法中，头肩顶是预判市场波段头部形成的最常见K线形态之一。——编者注

(43)《金钱游戏》（*The Money Game*）是美国著名财经作家和电视节目主持人乔治·古德曼（George Goodman）的著作之一。它对当时的金融市场万相做了非常生动的记录，充满了洞见并且极为风趣幽默。——编者注

(44)《证券分析》是价值投资流派的开山之作，给出了历经时间检验的价值投资思想和常识，其原书第6版的简体中文版已由湛庐策划出版。——编者注

(45)P值（P-values）是用来判定假设检验结果的一个参数，也可以根据不同的分布使用分布的拒绝域进行比较。P值是指在一个概率模型中，两组样本均值差等统计摘要与实际观测数据相同，或统计摘要比实际观测数据更大这一事件发生的概率。——编者注

(46)帕特森的怀疑是有根据的，甚至这个根据超出了他自己的认知。当时，另一位来自长岛的投资者伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）正在策划历史上最大的庞氏骗局。

(47)贝叶斯定理（Bayes’ theorem）是由英国数学家托马斯·贝叶斯（Thomas Bayes）首次提出的，是关于随机事件A和B的条件概率或边缘概率的一则定理，对于现代概率论和数理统计都有很重要的作用。——编者注

(48)这并不表明文艺复兴科技公司存在女性歧视。就像其他交易公司一样，文艺复兴科技公司收不到女性科学家或数学家的简历。不过，西蒙斯等人也确实

没有特意招募女性员工或少数民族员工。

(49)取自“Meredith”的谐音，字面翻译是“死亡快乐”。——编者注

(50)拖车公园里的居民以拖车、活动房屋或房车为家，因为他们的生活低于社会经济标准，而拖车型活动房屋的住宅费用远远低于建筑型房屋住宅的造价，有些活动房屋几乎没有任何舒适度可言。——编者注

(51)《早餐俱乐部》（*The Breakfast Club*）是环球影业公司于1985年出品的一部剧情电影，影片描述了5个成长环境各异且性格不同的青春期学生，他们因为叛逆被罚假期留校。在相处中，他们逐渐建立了友好的关系。——编者注

(52)弥赛亚情结（Messiah Complex），是指无法消除自卑感的人们常常会陷入的一种情结，他们想要通过扮演救世主的角色来体现自己的价值。——编者注

(53)百慕大短裤是一种长至膝上两三厘米的短裤，款式一般比较简单。据说百慕大当地的居民忍受不了长裤的束缚，于是纷纷把长裤裤管剪掉，只留下膝盖以上的部分。第二次世界大战以后，有位裁缝路经百慕大，发现了这种装束，觉得很新鲜，于是将它取名为“百慕大短裤”并带到欧洲，沿用至今。——编者注

(54)Friendly’s餐厅曾经是一家全美连锁餐厅，以汉堡和甜品出名，最终倒闭。——译者注

(55)《战争游戏》（*War Games*）是1983年于美国上映的一部科幻片。在影片中，一个自恃聪明过人的男孩想方设法地要证明自己的智商高过任何一个成年人，结果却险些将整个世界毁于一旦。——编者注

(56)统计套利策略帮助投资人通过获取两个标的间的差价（Spread）来盈利，具有这种关系的两个标的在统计上被认为具有协整性（Cointegration），两个标的的价格会在过程中有所偏离，但最终会趋于一致。统计套利策略利用有强协整性的标的间价格偏离的时机交易获利。——编者注

(57)针具交换项目是一项针对静脉吸毒者共用注射器静脉吸毒的行为而开展的，以预防艾滋病及其他血液传染病为主要目的的疾病预防项目。——编者注

(58)朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）是老虎基金的创办人，是华尔街风云人物以及避险基金界的教父级人物。——编者注

(59)做市商是指，在证券市场上，由具备一定实力和信誉的独立证券经营法人作为特许交易商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格（双向报价），并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投

资者进行证券交易。买卖双方无须等待交易对手出现，只要有做市商出面作为交易对手方，即可达成交易。——编者注

(60)高频交易是指从那些人们无法利用的极为短暂的市场变化中寻求获利的计算机化交易。比如，某种证券买入和卖出价差的微小变化，或者某只股票在不同交易所之间的微小价差。——编者注

(61)原文中的“Flash Boys”一词来自迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）在2014年出版的《闪击者：华尔街的反抗》（*Flash Boys*），这本书介绍了美国高频交易时代的崛起。——译者注

(62)这打破了基金投资中的不可能三角理论，即同时实现稳定的汇率、货币政策的独立性、资本的自由流动。——译者注

(63)围栏策略是指，投资者分离若干金额的资金，使之无须面对外部风险的策略，一般是离岸投资采用的策略。——编者注

(64)《老实人》（*Candide*）是法国作家伏尔泰的哲理性讽刺小说代表作，是其在66岁高龄创作的。作者凭借第三人称观望性的叙述手法，将读者的视角和思绪带入老实人的各种经历中，在此过程中道出小说的主题。作者巧用隐喻的手法，让该消亡的一切最终消亡，同时展示了启蒙运动思想家理想国度的样子。——编者注

(65)AWK是一种优良的文本处理工具，是现有的功能最强大的数据处理引擎之一。它可以进行样式装入、流控制、数学运算符、进程控制语句等。——编者注

(66)《蝇王》（*Lord of the Flies*），是英国作家、诺贝尔文学奖获得者威廉·戈尔丁（William Golding）的代表作，它是一部重要的哲理小说，借小孩儿的天真来探讨人性的恶这一严肃主题。——编者注

(67)乔治·博克斯是统计学大师，在实验设计、时间序列分析和贝叶斯推断等方面做出了重要贡献。——编者注

(68)基金销售文件：为准投资者提供基金投资资料，具有法律效力，其中包括基金的投资目标、策略、风险、费用以及过往表现等。——编者注

(69)主权财富基金（Sovereign-wealth Fund），与私人财富基金相对应，是指一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的，由政府控制与支配的，通常以外币形式持有的公共财富。——编者注

(70)信用违约掉期（Credit Default Swaps，简称CDS）是国外债券市场中最常见的信用衍生产品。在信用违约掉期交易中，违约掉期购买者将定期向违约

掉期出售者支付一定费用（信用违约掉期点差），而一旦出现信用类事件（主要指债券主体无法偿付），违约掉期购买者将有权利将债券以面值递送给违约掉期出售者，从而有效规避信用风险。——编者注

(71)安·兰德（Ayn Rand），俄裔美国人，20世纪著名的哲学家、小说家和公共知识分子。她的哲学理论和小说开创了客观主义哲学运动，她同时也写下了《源泉》（*The Fountainhead*）、《阿特拉斯耸耸肩》（*Atlas Shrugged*）等数本畅销小说。——编者注

(72)电影《黑客帝国》中的角色，起先是矩阵特工，后来变成病毒。——编者注

(73)阿什文·查布拉是美林财富管理公司和美国银行的首席投资官，他从多年投资经验中提炼出一套全新的财富配置框架，帮助读者实现财富自由，其著作《通往财富自由之路》（*The Aspirational Investor*）的简体中文版即将由湛庐策划出版。——编者注