

舵手证券图书



“我绝对是菲利普的热心读者，现在我把他推荐给你。”

——沃伦·巴菲特

Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings

怎样选择成长股

菲利普·A·费舍尔/著
Philip A. Fisher

冯治平/译

最新全译版

地震出版社

B

■ 在读完《怎样选择成长股》之后，我开始寻找菲利普·费舍……当我见到他时，他和他的思想都给我留下了深刻的印象。利用菲利普的技能，就能获得对行业及其商业模式的彻底理解……能使一个人做出明智的投资决定。

——沃伦·巴菲特

■ 几乎不为公众所知，很少接受采访，只接受极少的客户，尽管如此，菲利普·费舍还是会被最有思想的投资专家阅读和学习……每个人都能从仔细思考费舍信奉的投资原则中获益，就像沃伦·巴菲特一样。

——詹姆斯·沃克·麦克斯斯 《福布斯》编辑

■ 在我拥有的《怎样选择成长股》一书中，到处是下划线，页边都写满了我的想法。

——约翰·特兰 《投资技巧》、《新金融大师》作者



www.wiley.com

经典证券图书是人类智慧在投资领域的心血结晶，
其中任何文字和图表对投资成功与否至关重要。
敬请读者购买时务必选择正版。



ISBN 978-7-5028-3100-4



9 787502 831004 >

定价：45.00元

怎样选择成长股

(最新全译版)

菲利普·A·费舍 著

冯治平 译

www.55188.com 理想在线证券网

地震出版社

图书在版编目(CIP)数据

怎样选择成长股 / (美) 菲利普·A·费舍著; 冯治平译. —北京: 地震出版社, 2007. 6

ISBN 978-7-5028-3100-4

I. 怎… II. ①费… ②冯… III. 股票 - 证券投资 - 通俗读物 IV. F830.91-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 055372 号

地震版 XT200700112

著作权合同登记 图字: 20072802

Philip A. Fisher, Common Stocks and Uncommon Profits

Copyright © 1998 by Philip A. Fisher

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

Simplified Chinese Translation Copyright © 2007 by China Seismological Press

All Rights Reserved. This translation published under license.

怎样选择成长股(最新全译版)

菲利普·A·费舍 著

冯治平 译

责任编辑: 吴德慧

责任校对: 汪 明

出版发行: 地震出版社

北京民族学院南路 9 号

邮编: 100081

发行部: 68423031 68467993

传真: 88421706

门市部: 68467991

传真: 68467991

编辑部: 68462709 68423029

传真: 68467972

E-mail: seis@ht.rol.cn.net

经销: 全国各地新华书店

印刷: 北京东海印刷有限公司

版(印)次: 2007 年 6 月第一版 2007 年 6 月第一次印刷

开本: 787×1092 1/16

字数: 242 千字

印张: 19.25

印数: 0001~8000

书号: ISBN 978-7-5028-3100-4/F·349 (3732)

定价: 45.00 元

理想在线证券网图书馆

理想在线证券网图书馆

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



作者简介

1928年, 菲利普·费舍开始证券分析师的事业生涯, 1931年创立投资公司Fisher & Company(费舍公司), 被视为现代投资理论的先驱。

菲利普·费舍是最具影响力的投资专家, 广受尊敬和钦佩。他的投资哲学在50多年前提出, 不仅被今天的金融专家学习和应用, 并且几乎被当作真理。他在《怎样选择成长股》一书中记录了他的投资哲学, 该书于1958年首次出版, 非常值得一读, 今天更是成为投资者的必读书籍。

“你可以在本书中发现许多其他有价值的内容, 这些内容对你的帮助可能和我的一样大。”

——摘自《福布斯》专栏作家肯尼
斯·L·费舍为本书所写的前言。

能手证券图书新书预告

怎样选择成长股	菲利普·A·费舍 著	45.00
股票作手回忆录	爱德温·李费佛 著	38.00
复制盈利模式	张鸿儒 著	39.80
宁波高手1	雪峰 小美 著	26.00
宁波高手2——发掘股市金矿	雪峰 小美 著	26.00
宁波高手3——发现翻倍黑马	雪峰 小美 著	28.00
股市经典理论市场量化实战技法	玄祖敏 著	28.00
新波浪理论——彻底解读价格密码	刘利 著	30.00
股市高手是怎样炼成的	张华 著	39.80

责任编辑: 吴德慧

封面设计: 红蚂蚁工作室
red-ant@263.net

书名	作者	定价
怎样选择成长股	菲利普·A·费舍著	45.00
股票作手回忆录	爱德华·李费佛著	38.00
复制盈利模式	张鸿儒著	39.80
宁波高手1	雪峰·小美著	26.00
宁波高手2——发掘股市金矿	雪峰·小美著	26.00
宁波高手3——发现翻倍黑马	雪峰·小美著	28.00
江恩精髓——形态、价格和时间	詹姆斯·A·海尔齐格	49.00
技术与股票盈利预测	理查德·W·帕森斯	69.00
世界上最伟大的交易者	杰西·利弗莫尔	30.00
全球杰出交易员的成功实践和心路历程	(美)阿尔·帕森斯	45.00
我要买基金——基金投资完全手册	杨芳	20.00
从外行到内行——股票投资实战解析	潘伟君	30.00
技术分析实战精要	周铭·蒋义行	35.00
看透庄家——主力运作揭秘	李振祺·王丰	30.00
征战全流通	古易	26.00
主控战略开盘法——掌握开盘先机决胜战场	黄伟中	48.00
主控战略移动均线——道氏理论成交法的完全攻略解密	黄伟中	39.80
主控战略K线——道氏主力操盘K线运用技巧	黄伟中	42.80
如何从股票交易中获利——顶尖操盘手如是说	(美)罗比·伯恩斯	46.00
股指期货——实战获利绝技	廖记华	30.00
股指期货入门与实战	张鸿儒	30.00
趋势理论交易	张鸿儒	38.00
图表与交易	[澳]戴若·顾比	48.00
决战千市——急速获利秘籍	一阳	30.00
股道真经——波浪理论实战技巧	吴献海	30.00
股市天元——准确捕捉黑马股	徐子城	48.00
权证套利及实战策略	梁卫东	48.00
看盘细节——全新的股价走势分析方法	潘伟君	26.00
宁波高手③	雪峰·小美	30.00
弹无虚发交易方法	[美]约翰·内托	45.00
大炒家	吴迪	48.00
趋势交易大师	[澳]戴若·顾比	38.00
股市图表分析技法——投资者和交易员的制胜法宝	[美]托马斯·A·梅耶斯	30.00
股票期货市场预测指标	[美]保罗·克斯重尔	25.00
股市数据分析实战技法	蒋义行	25.00
江恩理论解析与实战应用十六讲	蒋义行	48.00
K线金印组合交易秘诀	翁富	26.00
股市技术分析实战技法(全新版)	雪峰	100.00
短线交易大师	(美)埃利弗·瓦莱士	48.00
道氏理论精解	[香港]利可求	25.00
战无不胜	只铁	68.00
反弹操作技术精要	金石·一舟	48.00
职业操盘手实战全程解析	金石·一舟	30.00
价量实战技术精要	一舟	48.00
时机波动理论	李金明	128.00
江恩理论——金融走势分析	黄柏中	30.00
股市外汇买卖技巧	黄柏中	20.00
新股淘金与炒股绝技	李闻	24.00

序 言

从父亲的著作中学到的

这本书会对你产生越来越大的影响。之所以这样说是因为《怎样选择成长股》(Common Stocks and Uncommon Profits)对我产生的影响是越来越大的,我花了大约15年的时间才理解了该书。当我第一次阅读它时,几乎什么也看不懂。那时我只有八岁。对于一个刚刚开始的美好的暑假来说,这是一个浪费时间的举动,因为需要我查字典才能理解的词语实在是太多了,但是它是父亲的著作,我为父亲感到自豪。通过学校、邻居和当地的报纸,我了解到他的著作有着巨大的影响。别人告诉我它是第一本占据《纽约时报》(New York Times)畅销书排行榜榜首的投资类书籍,尽管我不明白这有什么意义。我认为阅读它完全是我的职责,所以我开始阅读,并且在读完以后感到非常高兴,因为暑假终于恢复自由了。

谁能想到后来我创建了一家为上千位客户服务的大型投资管理公司,出版了自己的作品,并且作为有着80多年杰出历史的《福布斯》(Forbes)杂志的专栏作家,我为他们工作的时间长度排在现役作家中第六位,还在过去的十几年间每年为读者撰写大量有关年度最佳投资类书籍的评论,并推荐数十本作品。或许该书指导了我的人生之路:我可以说自己在八岁的时候阅读了第一本投资类书籍,即使我无法理解书中的内容。

在我 20 岁面临大学毕业时，该书又一次深深地影响了我的想法。父亲给我和哥哥提供了一个和他共事的机会，怀有疑问的我渴望知道那份工作是否真的是一个好机会。所以，我再一次阅读了《怎样选择成长股》(这时我不理解的词语只有很少的几个了)。

当我阅读到寻找股票时使用的“十五点原则”时，我想知道是否可以把它应用在本地的股票上。如果可以的话，就可以确认和父亲共事所带来的好处。

结果是十五点原则没有起到什么作用。本地有一只公开上市交易的木材类股票——太平洋木材(Pacific Lumber)，它似乎有着不错的获利机会。但是对于想成为小侦探而寻找有竞争力的细节的我来说，对分析的准备并不充分，我去找一些人商讨我的观点，但是他们并没有留下什么深刻的印象。我甚至不知道如何提出有意义的问题，在这些人否定了我的试图找到结果的问题之后，我放弃了。但是这次经历使我明白自己需要弥补相当多的知识。

和父亲共事是十分艰难的，这有些像我第一次正式地买入股票——和买入能够上涨 10 倍的股票完全相反：我买入的股票从十元跌到了一元。我说这些只是为了让你明白，即使只是一个 20 多岁的年轻人，一个在学校里从没有取得过顶尖的成绩，从未进入过知名的大学学习，在以往的经历中也没有什么值得炫耀的成就的年轻人，也能在短短的几年中学会有效地使用书中的原理，所以你也可以做到。

十五点原则

不幸的是，当你像我一样还是一个刚开始在企业工作，还没有买过股票的年轻人时，似乎能立即想出买入哪些股票要比卖出哪些股票更为重要。幸运的是，本书会教给你在你想出应该买入的正确

的股票后，卖出就变得不那么重要了，因为你可以更长时间地持有。而买入哪些股票直接来自父亲的十五点原则。

使用他的十五点原则是和“闲聊”有关的可重复的工作经历，正如父亲所描述的那样，目的是在一个地方研究一只股票，而在另一个地方研究另一只，这样闲聊就会产生作用。我不会在这里详细叙述有关十五点原则如何帮助我在职业生涯的早期获得成功，但是通过发现一些对我来说表现极好的股票，我获得了巨大的前进动力。通过十五点原则，我可以大体上推测出一家公司能否在这个世界占据一席之地，以及它是如何成功或者失败的。如果它失败的话，那么问题出在哪里？不久我就理解了为什么我在大学时使用十五点原则会以失败而告终。和所有的技巧一样，要掌握闲聊中的技巧是需要花时间学习的。闲聊仅仅是从现实中小镇居民的消息来源中查明一家公司的实力强或者弱，大多数人都不会使用这个方法，他们相信产生于当地和华尔街的谣言，而把商品卖给你是制造这些谣言的人的目的。

对人们来说，在新世纪来临之后，闲聊的力量按理说是显而易见的，但是事实并非如此。如果你使用了本书中的十五点原则，并且你的消息来自于小镇居民而不是华尔街，你就绝对不会买安然(Enron)、泰科(Tyco)、世界通信(WorldCom)这些卷入了丑闻事件的股票，这些丑闻事件都发生在2000~2002年的熊市之中。在通常情况下，避免买入像安然、泰科、世界通信这类公司的股票是很容易的。那些在这类股票上栽了跟头的人都依赖于社会新闻和华尔街的观点，而没有经过具有商业优势的小镇居民的核实。十五点原则和非常基本的商业特征有关，这些特征是无法伪造的。闲聊意味着能够避免产生故意歪曲的话，并且可以从竞争者、顾客和供应商那里寻找信息，他们都有着目标公司的既得利益，没有理由用不

现实的眼光来观察这家公司。这就表示在和某公司的竞争对手的销售代表交谈时，虽然他从本能上会以否定的态度观察这家公司，但是只要他有着远大的目标，基本上就不会这样做。在和竞争对手的研究人员和管理层交谈时也是如此。如果这些人都看到了公司真实的强弱，并表现出了尊敬甚至畏惧，那么简单地说，这家公司就不是安然或者阿德菲亚(Adelphia)这种卷入丑闻的公司，它就值得你期待。

闲聊本身就可以成为一种艺术形式，这种艺术形式能够用来确认对十五点原则的特性的描述，这就是学习弹钢琴（技巧）和作曲（艺术）之间的区别。掌握一门艺术是需要时间学习的，可能你达到了相当高的弹奏水平之后才会作曲。在大多数领域，你可以通过重复的动作而学会某种技巧，但是有些领域不是这样的。你可以欣赏某种艺术，而无需自己去进行创造；或者在掌握了某种技巧之后，你或许可以使自己成为一个艺术家。本书使你能觉察到艺术的存在，幸运的是掌握这门艺术不需要花太多的时间，因为其中的很多知识都是常识。大多数人的问题在于他们不知道这些常识是可以利用的，因此也不会去尝试，但是《怎样选择成长股》会告诉你如何利用常识。

我们暂时考虑一下十五点原则，我知道你还没有读到这一部分。让我用简单易懂的方式描述一下这些原则规定了什么，你立即就会明白这些特性都是值得向往的，在后面的章节中你可以更详细地阅读，并慢慢地品味这些内容。

父亲的十五点原则规定了应该买入什么股票。这些原则描述了一家具有巨大的产品和市场潜力的公司，同时该公司需要有一个决心继续开发潜能，并且远远超过产品当前水平的管理层。这一规定表示现行的研究要能有效地创造未来的产品，这和销售人员的数量

和效率有关，而在将现有的和未来的产品投放市场的过程中，销售人员需要克服所有的困难，这是非常未来化的想法，这意味着要具有足够的原产品的盈利能力，并结合毛利率来支付管理的成本。这就表示需要一个现实的、具体的计划来保持和改善盈利能力，所有级别的员工都感到满意，能够对公司忠诚和保持生产的积极性，此外，员工需要具有未来化和开放的思想，追求永无止境。另外，严格控制成本，有些方面在行业中具有独特性，以保证可达到的目标能超过同行业的其他对手。最后，所有这些都需要开放的、能紧密团结成一个整体的管理层的领导。

想想那些卷入丑闻的公司的股票，或者其他一些估价过高的投资组合，这些公司都无法通过闲聊的检验，因为如果你和顾客、供应商或者竞争对手交谈，他们都不会对这些公司留下什么深刻的印象，或者感到过分地畏惧。顾客不会留下什么印象是因为相比较而言，这些公司的产品并不总是最好的。由于卖主拥有可以订购更多产品的更好的顾客，真正的销售量并不取决于这些公司，因此卖主和供应商也不会留下什么印象。竞争对手也不会感到畏惧，因为这些公司没有使它们在竞争中陷入不利的位置。

十五点原则不仅能很容易地排除在2000~2002年的熊市中所有卷入丑闻的股票，也排除了全部所谓的95%俱乐部的股票——科技股在熊市中贬值了95%甚至更高的比例，因为它们对互联网或者诸如此类的行业存在着痴心妄想，尽管在1999年这些股票一度十分活跃，但是从根本上说这类公司没有什么真正的价值。想一想有多少互联网股票没有真正的销售人员（当然对竞争对手来说就无法产生威胁）；根本就没有利润；没有实现盈利能力的计划，当然对计划的改进就更少了；没有基本的研究；在没有股权融资的情况下缺少生存的能力。还有很多像这样的情况，它们连十五点原则中一

半的要求都达不到，于是，十五点原则就排除了相当多的公司。但是考虑一下十年来十五点原则都无法排除的那些公司，无论股票价格便宜还是昂贵，无论你个人倾向于买入成长型股票还是价值型股票，是小盘股还是大盘股，十五点原则都可以使你选择到正确的公司，让你在波动性很强的金融市场中披荆斩棘，急流勇进。

目标与闲聊

我和父亲的目标从来都是不一致的，但是这本书符合父亲、我以及作为读者的你的目标。父亲几乎一直是一个成长型股票的投资者，他一向就是如此，而由于多种原因，我在年轻的时候是一个价值型股票的投资者。近年来，我不再是一个单纯的价值型股票、成长型股票、大盘股或者小盘股的投资者，我倾向于买入我想买的任何股票，但是这是另外一个话题，并不适合在本书中讨论。不管怎样，作为一个年轻的价值型股票的投资者，十五点原则非常适合我，它们帮助我买入了一些价格低廉，但是品质较高的股票，发行这些股票的公司，在20世纪70年代中期被人们忽视，但是其经营情况却相当不错。父亲要买入的是能够增长、增长、再增长的股票，以合理的价格买入，并且基本上不考虑卖出。我要买入的是没有什么价值的低价股，公司也不为华尔街所看好，但是股票能够稳定地增长，价格能在5~10年的时间里上涨几倍，这样我就可以在较高的价位卖出。

我的观点是：闲聊和十五点原则都适合于成长型股票或者价值型股票，大盘股或者小盘股。以第四点原则为例：对于没有自然的销售动力的价值型公司来说，高于平均水平的销售团队和顺风行驶一样不可或缺，甚至更加重要，对于想要战胜较强的竞争对手的小公司来说也很关键。拥有高于平均水平的销售团队是很难实现的，

但是对想要击退大量风险资金的大公司来说是必需的，因为市场中堆积着许多这样的风险资金。同样，关于具有真实价值的利润率的第五点原则也是如此，例如，在没有自然增长的商品型企业中，市场占有率、相对生产成本、长期利润率的确有形成相当紧密的联系倾向。出色的管理可以通过采用先进的生产技术（应用新的技术而不是让生产技术自然发展）来赢得市场占有率，降低相对生产成本；而糟糕的管理则会降低利润，直到利润完全消失。因此在1976年，我发现了正在增加市场占有率的纽克（Nucor）公司，这是一家小型的低成本的钢铁销售商——它拥有出色的管理层、创新的技术、较低的生产成本，在小型钢铁市场上具有相对较高的市场占有率。我把它的股票当作价值型股票买入，父亲随后迅速地把该股票当作成长型股票买入，我们都使用了十五点原则。几年之后，我在赚取了较大的利润之后卖出了股票，而父亲则持有了数十年才卖出，赚取了更大的利润，此时纽克公司已经成为美国第二大钢铁制造企业。

在本书出版的时候，父亲已经51岁了，他具有不拘一格的才华，已经获得了非常大的成功。这些年来，他慢慢地从直觉上将技巧的理解转变为对艺术的理解，但是我认为，他不明白这一转变是新手需要花很长的时间才能学会的。在他的一生中，他经常思考一些问题，而思考的结果和他最初对这些问题的解释是不同的，他的想法是古怪多变的。我写这些文字的时候已经52岁了，和他当时写本书的年龄差不多；我很清楚地了解这一点，因为我也不得不花时间去学习，而不是创造这一过程。

我比父亲的想法要直接一些，在许多方面更加注重内省，我极力劝你在投资生涯中多次地阅读本书。让我们再一次回到闲聊这个话题。虽然闲聊只占了三个章节的篇幅，但却是本书中最重要的部

分。在回顾时我能清楚地看到，父亲在书中忽略了关于技巧的部分，他可能想当然地假定这部分内容无需提到。

这些年来，我将这一过程应用到许多个股上，得到了很深刻的理解。关键点是什么？关注顾客、竞争对手和供应商。在我的第一本书《超级强势股》(Super Stocks)(Dow Jones-Irwin 1984年版)中有对这种技巧的描述，并用了一些现实生活中的例子来说明如何使用这种技巧，它是1984~1985年间最畅销的股票市场类书籍。我对自己写了《超级强势股》感到自豪，但是它不如《怎样选择成长股》这本书优秀。和我的第一本书相比，本书中可能过时的内容要少得多；而且一旦提到了新的概念，父亲提出的新的概念更加地基本，能够始终如一地应用而较少受时间的影响——这就是本书的伟大之处。我的书主要是关于技巧，而不是艺术。对于技巧而言，无论你何时提出问题，都能得到答案。艺术则要得到更多正确的答案，而这源自于你之前得到的回答。我曾看到有人严格地使用标准的问题列表，而不管会得到怎样的答案。那样做就不是艺术：你提出问题，然后别人来回答。根据得到的答案，还能提出什么好问题？然后重复这一过程，如果你能当即提出好问题，你就是一个作曲家、艺术家以及有创造力和研究性的投资者。那就是父亲在他的全盛时期做得最好的地方。

在1972~1982年之间，我和父亲一起拜访了许多公司。我只为他工作了一年，但是随后我们一起做了很多事情。在观察公司时，他通常提前准备好问题并打印在纸上，问题间留有空隙以便进行简要的记录。他总是先做好准备，并让被拜访的公司知道他做好了准备，这样公司就会欣赏他。他把问题当作一种所涉及话题的摘要来使用。这也是在出现偶尔的谈话冷场时很管用的备用问题，然后他会立即提出一个事先准备好的问题，将谈话拉回主题。但是真

正最优秀的问题通常是他脑海中突然冒出来，而事先没有准备的问题，从来不会提前写下来，一旦他听到了一个对次要问题的回答时，就会灵光一现。艺术就是提出这些创造性的问题，我认为正是这些问题使他的询问变得出类拔萃。

他在金融方面的思维十分流畅，这种状况一直持续到年纪很大的时候。我想告诉你最优秀的问题之一，这是一个我从未听他本人说过的，只是后来从詹姆斯·麦克尔斯那里听到的问题。本书没有提及这个问题，但是可以作为本书很有用的补充。

毫无疑问，詹姆斯·沃克·麦克尔斯 (James Walker Michaels) 是美国商业杂志的泰斗。1998年他从《福布斯》退休，而在他退休之前，我曾经为他做过15年的编辑，这是我生命中莫大的荣幸。他使我进入《福布斯》杂志工作，非常关注我的发展，并在退休之前为我编辑我写的每一个专栏（这在期刊编辑中是很少见的）。他也非常钦佩我的父亲，有且仅有那么一次，他和我一起去西海岸度周末，他希望能早到几个小时以便和我的父亲聊一聊，虽然父亲那时已经89岁了，但还是有些腼腆。

我的公司总部设立在加利福尼亚的国王山(Kings Mountain)的山顶，他们就在那里的会议室中谈了几个小时。随后詹姆斯和我向北行进了数个小时，到达了我们的目的地俄罗斯河(Russian River)。在路上，他一直问我和“那个问题”有关的内容。对于他所谈论的内容，我一点线索也提供不出来，而且我知道父亲是最棒的，这使我感到窘迫，我不知道他想从我这里得到什么信息。他在坚持思考了大概一个小时以后放弃了，和我们通常的做法一样，他在放弃努力时，也突然地说出这么一句：“你正在做哪些竞争对手还没有做的事？”多么伟大的一个问题！这句话的重点在“还”上，真是令人难以相信。在竞争对手还没有开始做的情况下，大多

数人也都不会去做，哪怕那是一件非常重要的事情。如果你问大多数人这个问题，他们会对你的提问感到惊奇，因为他们从来没有考虑过这一问题。

那些经常向自己提出这个问题的公司永远都不会感到满足，它们永不落伍，在仔细思量更好的发展时从不匮乏智力上的进步。这样的公司符合十五点原则，另外还具备诚信和严格的管理。“你正在做哪些竞争对手还没有做的事”是一个非常伟大的问题，它暗示了对产品市场的推动，迫使竞争对手只能选择跟随行动，控制了顾客、雇员和股东状况的改善。詹姆斯的问题不但总结了父亲一生的志向，而且概括了十五点原则。直到今天，我仍然不明白他是如何提出这个问题的，但是这确实是一个令人震惊而又巧妙的问题。

詹姆斯对潜在的重大事件有着很强的觉察力。在我们回到纽约之后，他围绕先前提出的问题，在《福布斯》撰写了一篇文章，这篇文章将他和父亲的最为精妙之处组合在一起。我没有贬低自己的意思，我在一生中也取得了很多成绩。父亲是一个善于复杂性思考的天才，而我工作勤奋，善于演绎和推论，富有紧迫感，在思考方面比父亲更为直接。

我的公司将十五点原则和闲聊应用在各种各样的企业，这些企业基本上规模较小，其中包括零售商，不同形式的技术类公司，服务性公司、钢铁企业、专业化学公司、消费性产品的生产企业、博彩公司等等，还可以列举出很多。虽然十五点原则通常不是我或者公司做出最终决定的原因，但是它们一般可以帮助你实现增值。我通常有充足的自由去做自己的事情。我们经过深思熟虑，尝试着每年在几百只股票上得出一些结论。许多年来，我的公司大量重复这一步骤，我们把它叫做“通话 12 次 (Twelve Call)”，并为员工印制出操作手册以便对顾客、竞争对手和供应商的电话进行访问。

这样做的效果未必好于你自己研究一只个股，但是它让我们接触到许多领域。今天，我们已经用随后产生的资本市场技术代替了这一方法，但这是一个超出本书范围的话题。

现在，我的公司在全球范围内购买股票，拥有 500 多名雇员，操纵着数不清的金钱来达成几个不同的目标。你大概还做不到这些，因此你做不到我现在所做的事情，我也不会去做那些你需要做的。如果你是个人投资者，那么十五点原则都是适用的。在我年轻时，不具备今天的这些机器和设备，如果你像我当时那样利用十五点原则，那就是一种高明的策略。对你来说可能没有必要，甚至不值得做我现在做的事情。我的观点是：不管是像父亲设想的那样严格地使用还是进行表面上或者大范围的更改，不管针对的是国内的还是国外的股票，是成长型股票还是价值型股票，或者在你放弃公开发行的股票转而购买私人企业的股票时，可能拥有的公司数量多还是少，也不管你购买的企业规模如何，十五点原则都是很有价值的，所有的原则都是适用的。

更多有用的内容

但是现在你不要认为本书中只有闲聊和十五点原则是值得一读的，只是我认为这两方面是本书中最有价值的部分。书中还有其他一些闪耀着智慧光芒的地方，例如，到 1990 年时，我成为股票方面的专家已经 18 年了，并取得了相当大的成功。同时，我担任《福布斯》专栏作家的时间也有六年了。我们回想一下那时的萨达姆·侯赛因和海湾战争，当战争的硝烟开始弥漫的时候，投资者变得更加小心，市场呈现出紧张的局面。我对历史有一定的研究，并撰写了两本金融史的书籍。在历史上出现类似情况时，正确的选择往往是“买入”。但是我亲身经历的次数不是太多。在一个周末，通过回顾

本书第一部分的第八章“投资者的五个不要”和第九章“投资者的另五个不要”，我坚定了信心，我知道对战争的恐惧会转变为市场中一个买入的机会。我从这一点出发，加上我的其他一些经济预测，于1990年底在《福布斯》推出了“买入”专栏，建议投资者买入股票。当大多数人认为熊市来临的时候，这一准确而又及时的专栏帮助我确立了在《福布斯》的长期地位，我也一直对《福布斯》心存感激。你可能会发现，在2000~2002年的熊市之后，又出现了类似的情况，这一次又是和萨达姆·侯赛因有关。

在我刚刚开始职业生涯的1974年，以及大萧条的1937~1938年，市场都出现了熊市。2002年又出现了熊市，当然每个人都对情况的糟糕程度有自己的标准，很多人之前建立起的坚定的投资信念遭到了破坏。很多人对某些观点形成了新的信念，但是他们很快就发现这些观点浮浅而苍白无力，并不是永恒的真理。父亲的观点是向前看，他很简单地认为资本主义还处于优势，美国及其他西方国家可以继续进步。他认为自己并不擅长判断市场的底部在什么位置这种问题（然而在长期的职业生涯中，他对市场做出了一些准确而惊人的判断）。他认为如果你拥有那些符合十五点原则的公司的股票，就不必为那些被他称为“古怪的念头”而冲动，你就会安然度过这一时期。他还认为，如果你手中还没有股票，那么对于符合十五点原则的公司来说，这时绝对是一个买入并持有它们的股票的时机，2000~2002年的熊市就是这样一个时机。那么在股票上涨以前，它们还会继续下跌吗？父亲一般承认这种可能性的存在，但是在几年之后这就不是什么问题了。这时他打算撤离市场，卖出所有的股票吗？决不是。是的，在他超长的职业生涯中，他确实数次提前卖出了股票，但那是因为他已经了解到市场还没有下跌，或者只是可能会下跌。如果市场已经开始下跌，并有望持续下

跌的话，他是不会那样做的。

父亲害怕萨达姆·侯赛因、奥萨马·本·拉登或者恐怖分子吗？不。他害怕战争吗？他会直接地告诉你：不。他欣赏布什总统领导的战争吗？不。他很少表示出对总统的欣赏，因为他把总统看成自己一向不喜欢的政治家，而他喜欢的少数政治家却没有爬上政坛的顶峰。他说：“地位越高的人越有可能说谎。”他厌恶战争，很少考虑到出现战争的正当理由。他是否担心当代媒体对以下问题发表的大量消极观点，包括公司的诚信、三次衰退的可能性、高市盈率、巴西违约给市场带来的风险，或者其他什么吗？不，不是很多。当其他人把目光集中在一些错误的观点上时，他会重新审视他持有股票的公司的基本面，并做出是否继续持有的决定。对于其中基本面最差的公司，他会仔细考虑是否用一两家更好的公司的股票来代替。他通常能看到波动性，他所持有的股票种类不多，而下降的市场则是提升这些股票品质的太好机会。对市场表示苦恼的人越多，他就越难决定应该持有哪些股票。

在他的职业生涯晚期，当有人问及时机的选择或者有关部门问题的时候，他可能会这样说：“我的儿子已经证明了他能比我更好地处理这些问题，他认为……但是，我仍然不会相信他的话。”他从不相信任何人为他做出的决定，他只相信通过持有符合十五点原则的公司的股票，他的晚年生活就有了经济上的保障。直到今天，他的想法也没有改变。

在我的职业生涯中，有人告诉我：①我错了（这种说法大概总是相当准确的）；②我的父亲绝不会做我正在做的事情。这种事情发生了很多次。我大体上了解，说这些话的人和我一样不清楚父亲细小的想法，他（她）必定不如我那么频繁地阅读父亲的著作，所以，我从来都不太关心人们对父亲做了什么或者没做什么的评价。

这里，我的观点是：从商业上说，我是最了解他的人。即使一个人很全面地理解了父亲的著作，他也能从多次的重复阅读中获益，使得自己的投资生涯取得进步。如果只凭借着阅读了一遍所学到的东西，就会造成损失。首先，学过的内容会从记忆中逐渐消失。其次，阅读的内容越多，丢弃的也就越多。这并不是什么极端的学说，而是像一本小的投资圣经，这意味着你要阅读很多遍，而对书中有益的内容的获取不会随着读完最后一页而停止。

除了十五点原则和闲聊之外，你还可以在本书中发现许多其他有价值的内容，这些内容对你的帮助可能和我的一样大。本书中最值得注意的是它纯粹的基本面分析法，它不仅讲述了有关基本面投资的精髓，也是许多主要的投资从业者进行训练的核心部分。许多年来，它一直是斯坦福商学院投资课程的教材，很多在斯坦福就读并阅读过本书的学生，成为了国家顶级的投资者。但是本书使用的广泛性远远不止这些，比如，长时间以来，沃伦·巴菲特一直都很相信我的父亲，本书就是他的投资哲学的发展基础。在第九章中，第一个“不要”是“不要过分强调经营多样化”，这就使你很快地明了巴菲特主义的关键性基础。你现在看到的文字就是巴菲特当年看到的。

从父亲开始撰写第一本书开始，到第三本，也是最后一本《保守型投资者安枕入睡》(Conservative Investors Sleep Well)为止，期间市场基本面的重要性没有什么改变。在投资大桥之下，时间像流水一样奔流不息：1958~1974年之间出现了一次大的牛市和一次大的熊市，当时人们充满了幻想和古怪的念头。他写最后一本书的时候已经67岁了，虽然最后一本写得很好，但是和第一本相比还是有一些差距，他写的第一本书是如此出色，以至于随后的两本仅仅是作为补充。如果你只能阅读他的某一本的话，那就选

择第一本吧，这是他的巅峰之作。如果你仍然想读更多一些他的著作，那么重要性排在第二位的是最后一本，那本书中也对基本面的观点有所贡献，在当时具有一定的时事性，即使是现在也没有过时。

我认为在《保守型投资者安枕入睡》中，第六章关于摩托罗拉公司(Motorola)的部分是最能代表他的思想的。在书中，他说明了为什么摩托罗拉在不为其他人十分看好的情况下能成为一家非常强大的公司，并且他个人打算长时间地持有，并做好了遭受损失的准备。要想读懂这一部分内容是很费劲的，也不容易识别出摩托罗拉是一家高质量的公司。但是看看之后发生了什么？25年后，它的股票价值在分红之前增长了30倍，公司一直可靠且管理良好，每年都不用向证券经纪公司支付佣金，不用考虑共同基金的营业费用比例，对于真正有信心的人来说不需要花费太大力气。有人能经常成功地提前几十年做出预测吗？几乎从来没有。有人能做到实际持有一只股票长达25年吗？在这里，我可以确定无疑地告诉你，父亲就是这样做的。摩托罗拉的股票是他个人的持有中最多的，一直到打败标准普尔500指数(Standard & Poor's 500)，无论是现在还是过去，他都是这样做的。寻找极个别优良的公司，然后持有它们的股票很久很久，而与此同时那些股票也在惊人地增值。在解决不承担较大风险的情况下如何买入和持有成长型股票方面，《保守型投资者安枕入睡》是我所知道的最出色的专著。当然，你也可以从第一本或者第三本中获得解决办法。尽管写作的时间相隔了16年，可是这两本在主体部分的很多方面都存在着紧密的联系。然而，如果你只能读其中一本的话，就选择第一本吧，它提供的信息更多、更基本，文笔更好且不易过时，覆盖的范围更广，对智力的要求更高。如果可以的话，就两本都读吧！

在接下来的引言部分，我会讲述关于父亲的一些不为人知的事情。近年来，由于我和父亲在同一家企业工作，人们经常问我有关我们之间关系的问题。由于他和我都很古怪，而通常提问的人也很古怪，所以有时我会给出古怪的回答，例如，他们经常会问我最喜欢和父亲在一起时的哪件往事，我习惯性地回答：“下一件。”那些往事都已经过去很长时间了，不会再发生了。他们总是试图让我确定类似这样的问题：“你在小时候没有快乐的时光吗？”我很快地承认有。父亲是世界上最擅长睡前讲故事的人，他的故事和股票市场完全没有关系，其中许多是他自己虚构的创作。对年幼的我来说，我喜爱那些故事中的每一个，而人数不断增加的巴菲特迷们不喜欢我的回答，他们想得到关于研究某些股票的见解，但我和父亲之间很少出现这样的事情。他们所问的仅仅和工作有关，所以，在没有得到满意的回答后，他们通常会问我：“你的父亲提出了很多建议，如何用一句话概括出来呢？”我会这样回答：“阅读他的作品，并且坚持读完。”这就是你阅读本书的目的所在，尽情享受这本书吧！

肯尼斯·L·费舍

2003年7月于加利福尼亚国王山

引言

本书一直是最受读者喜爱的，也是最畅销的投资类书籍之一，已经出版了45年。1957年9月，父亲在我孩提时的家中写下了最初的前言，那些内容仍然包括在本书中。45年后，也就是2002年10月，在我现在的家中，我终于敢为本书写下了几十年来第一篇新的前言。

如果你已经看过了我修订的前言，可能会认为我的父亲已经故去了。当我写这些文字的时候，他还健在，而且已经95岁高龄了。由于受到阿尔茨海默病（目前还无法确认）和晚期老年痴呆症的影响，他的健康每况愈下。

他的病情在不断地恶化。作为少数照顾他的人之一，我对病情的恶化速度之快感到吃惊，当你读到本书时，他可能会不在人世了。他没有机会读到这些话了，如果我们读给他听，由于可怕的病魔打断了他的思路，他已经无法领会长度超过一两个句子的内容了。他曾经是一个伟人，可是现在只是一个处在生命末期的瘦弱的老人。这种疾病通常不会使人们羞愧，它仅仅是一种疾病，而不是缺点。我撰写的第三本书以美国金融领域100位已经离世的先驱的传记为基础，之所以限定选用已经不在人世的，是因为即使我写错了什么，死去的人也不会控告我。我确实是这样做的，因为我有意不想在任何事情上涉及到父亲。如果我的解释不同于他可能希望看到的答案，那就有可能伤害到他，而我不愿意，事实上也没有那样

做。

现在我不担心这些了，因为他不会再知道我在这里写了什么。既然本书是一直最受喜爱的投资类书籍之一，那么现在是由我来告诉大家有关父亲的一些事情时候。如果综合考虑商业和个人事务的话，我是最有资格写这些事情的人，因为我是最了解他的，当然，在其他方面，我的母亲比任何人都了解他。我的姑姑认识他的时间最久，但是他们之间的关系基本上和个人有关，而不牵涉到商业。我的长兄亚瑟曾经短暂地和父亲紧密地工作过，但是他在父亲身边工作的时间是相当短的，后来他逐渐在人文学科发展，一直到现在。在三个儿子中，父亲最喜爱的就是亚瑟，亚瑟和父亲在感情上的联系也要比我更深。但是亚瑟认为我在父亲身边处理商业问题的时间更久，他无法做到像我一样每天和父亲呆在一起，这主要是因为他居住的地方离父亲有1000英里之远。

早年的生活

父亲的祖辈是犹太人，移居美国之前居住在捷克斯洛伐克的首都布拉格和德国，于19世纪50年代初迁至旧金山。我的曾祖父叫菲利普·伊萨克·费舍，不仅是列维·斯特劳斯（Levi Strauss，牛仔裤的创始人）最初聘用的会计人员，而且每天照料斯特劳斯开的第一家店铺，他的整个职业生涯都是为斯特劳斯工作。曾祖父并不富有，但是去世时生活还比较宽裕。曾祖母在很年轻时就去世了，他们的大女儿卡罗琳（下文称作卡丽）在照顾她的弟妹们时起到了很重要的作用。我的祖父亚瑟·劳伦斯·费舍是他们八个兄弟姐妹中最小的一个，对实际扮演着母亲角色的姐姐卡丽非常敬重。祖父于1875年生于旧金山，并在那里长大，后来毕业于加州大学伯克利分校，加入了约翰·霍普金斯大学医学院，1900年毕业后回到了旧

金山，作为一名普通医师开始行医。随后（在第一次世界大战期间，或者更早一些，也就是在获得了洛克菲勒大学博士后奖学金期间），他在骨科领域具有了一定的专长，成为了密西西比州西部的第三位骨外科医生，并成为美国西部骨科协会的发起会员之一。1906年，曾祖父的去世短暂地拖延了祖父和尤金尼亚·萨穆埃尔斯的婚期。同年，旧金山发生的大地震和火灾使得他俩的婚期两次推迟，最终他们还是走进了婚姻的殿堂。1907年9月8日，我的父亲出生，此时我的曾祖父去世不久，父亲最初的名字也叫做菲利普·伊萨克·费舍。

四年之后，即1911年，父亲的妹妹出生了，取名也叫做卡罗琳，祖父母只生育了这两个孩子。卡丽嫁给了斯特劳斯的一个叫做亨利·萨赫莱因的亲戚，是曾祖父把他介绍给了卡丽，大家对这桩婚姻感到满意。卡丽在祖父和父亲这两代人的成长过程中扮演了很重要的角色，她不仅秘密地资助父亲上学（有些事情是父亲从不知道，也不会知道的），而且背地里给祖父提供了为父亲买车的资金，这意外地对父亲的职业生涯起到了推动作用。卡丽不间断地支持着这个家庭，为父亲像孩子一样脆弱的感情生活提供帮助——这一过程持续了几十年。如果我的父母有一个女儿的话，也会给她起名为卡罗琳，就像他们的第一个孙女就叫做卡罗琳一样。

与很多医生不同，祖父对金钱没有什么兴趣，他参与了很多慈善活动，进行了医学理论的研究。他并不喜欢商业或者金钱，即使他的病人支付不起费用，无论如何他也会想办法照料。如果病人没有支付他第一次送出的账单，他就不会再次催账。由于他的善良、热心和慷慨，许许多多的人都认为他像圣徒一样品德高尚。对这个家庭来说，幸运的是卡丽在背后资助着他，如果没有卡丽，你可能也就不会看到这本书了。

父亲最初接受的是家庭教师的辅导。祖父不相信那时的小学，他认为卡丽可以提供更好的教育。后来父亲进入了旧金山著名的洛维尔高中，并在16岁的时候毕业。那时的父亲年幼但是聪明，很好地接受了家庭教师的教育，但是也和那些接受了正常的小学教育的孩子一样缺乏社交技能。他的意志薄弱，不好相处，运动时的动作也不太协调。由于年纪较小，所以和高中的同班同学相比要长得瘦小一些，所以他对社交感到局促不安，后来这种不安随着祖母不断地批评和否定性的评价而加深。16岁时，父亲进入了加州大学伯克利分校，但是随后由于卡丽资助他买了一辆汽车，因此他转学到了规模较小和更加友好的斯坦福大学。后来的事实证明，这次转学对父亲的命运有决定性的作用。

每个周末，父亲都会按时返回旧金山，首先参加周五晚上在卡丽家举行的家庭晚宴。从父亲出生开始，这种家庭晚宴存在了差不多50年，参加晚宴的有时甚至还包括了远方的亲戚。晚宴以建立父亲早期的社交技能为中心，（这一仪式在我小时候仍然存在。）我的祖父母通常也会参加，父亲直接从加州大学伯克利分校或者后来的斯坦福大学赶来。如果卡丽的房子现在还存在的话，可以称之为大厦了，它是亨利于19世纪90年代在杰克逊街修建的，房子紧挨着范尼斯大道。晚宴由多项节目组成，包括很多演讲和使得不同家庭的成员变得好斗的饭后辩论，而祖父很喜欢观看辩论时的场面。父亲这一代人里参加晚宴的女孩很多，但是只有他一个男孩。亨利尤其喜爱父亲，这些事情是父亲特别怀念的——作为一个年轻人，他有机会脱颖而出。晚宴之后，父亲回到父母的家中，直到周一早上返回学校。

对父亲来说，斯坦福大学是令人惊奇的。斯坦福大学的温暖、悠闲和极高的声望，使他感到比伯克利分校或者其他地方更让人愉

快。父亲 20 岁时毕业，仍然对社交感到紧张和局促，但是在斯坦福大学里就感到安全得多。毕业后父亲立即开始在斯坦福商学院最新成立的投资班级中学习，这一次仍是卡丽偷偷地资助了父亲。父亲从不知道卡丽为了他而在金钱方面十分慷慨，而众多其他的家庭成员都已经知道了。卡丽和祖父认为，让父亲以为资助来自有一笔存款的祖父，而不是嫁给了有钱人的卡丽会更好一些。

和现在不同的是，斯坦福大学那时还没有投资课程，但是正如父亲在其他著作中描述的那样，当时有一门去各地参观访问，分析当地商业情况的课程。父亲有一辆汽车，于是他自愿开车接送伯里斯·埃梅特教授，所以他们有大量的时间待在一起，这对父亲有着深远的影响。他觉得在开车过程中从埃梅特教授那里学到的东西，比他在斯坦福大学的其他所有的时间学到的加在一起还要多。在 1980 年金融分析师研究基金会 (Financial Analysts Research Foundation)(FAF)发表的他的专题论文《发展投资哲学》(Developing an Investment Philosophy)中，有关这方面的内容写得更加清楚明了，因此我不再涉及。在他最初为本书写的序言中，他也描写了自己早年的商业经历，这里我也不再赘述。

成年后的生活

第二次世界大战开始以后，父亲对商业的兴趣降至了冰点，随后他选择了参军。幸运地是，父亲年纪太大，又接受过很好的教育，不符合理想士兵的条件。父亲长久以来的良师益友艾德·海勒 (Ed Heller) 在他之前入了伍，不知怎么的，父亲很快成了一名办公室职员，因此没能上前线。但是，他自毕业以后就一直在美国中部的各个地方从事和战争有关的工作——为陆军航空兵提供会计和金融的服务。有一天，他成为了尉官，不过他感到很不适合，无

论是穿着制服，进行职责汇报，还是比他级别低的人向他行礼，他都感到不知所措。更高级别的军官希望能在她面前得到尊敬，并看到合适的举止，可是他也不知道如何表达。这需要时间来调整。他讨厌军队，认为那是一段可怕的时间，尽管他很乐意承认当时受到的待遇很不错。他厌恶组织化的团队，不喜欢缺乏自由的环境，害怕受到约束。当他在阿肯色州的小石城工作时，他邂逅了也在那里工作，后来成了我的母亲的桃乐西·怀特。我的母亲出生于阿肯色州的卡姆登，那里离后来比尔·克林顿总统长大的地方很近。相遇之后，父亲立即失去了自我控制，一心一意地爱上了母亲，仅仅在确定关系数周之后，他就向母亲求婚，母亲马上就答应了。1944年，我的长兄亚瑟出生了——在产前和产后的那一段时间，母亲被送往旧金山，由当医生的祖父照料。正如父亲在专题著作中描述的那样，母亲在得到祖父允许后才离开旧金山，随后父亲也回到家中，并且恢复了对商业的兴趣。1947年母亲生下了第二个儿子唐纳德，1950年生下了我，其间曾有一女儿在分娩时夭折。

在我出生后不久，父母在旧金山以南仅20分钟车程距离的圣马特奥购置了一幢住宅，那里也是他们目前生活的地方。他们都厌恶那幢住宅，但是很喜欢住宅下的那片土地，他们喜欢那里的景色。后来父亲拆了住宅，重新修建了一栋，从此以后一直和母亲住在那里。在重建的过程中，我们临时租下了一幢距离一个街区远的房子。修好之后，我看到了一栋很宽敞，墙壁雪白，屋内干净明亮而又朴素的房子。在父亲的屋子里，每一件东西都摆放得极为整齐，虽然数量不多，但是都恰当好处地放在合适的位置，否则就会使他发疯。他非常喜爱后院，直到生命的晚期之前，他都坚持在周末拿出几乎一整天的时间清理后院。虽然后院已经长满野草，但是还有引人注目的橡树和野花。他为越来越像野生花园的后院除草，

考虑一切使得他烦恼的事情，包括股票市场、政治、家庭事务等等。对他来说，那是一段惊奇的时间，能够解决困扰他的所有事情，直到患上的痴呆症使得他频繁地跌倒，他才放弃了清理后院。

在我看来，20世纪50年代末和60年代是父亲的巅峰时期。1958年，《怎样选择成长股》的出版使得他迅速成为国家的明星。在当地，他成了旧金山投资界的泰斗。我认为仅仅通过一本投资类书籍就达到了如此的高度，这是一般人做不到的。当然，结合所处的时代，本杰明·格拉汉姆(Benjamin Graham)的《证券分析》成名所花的时间太久。1960年时，迪恩·威特(Dean Witter)有较大的影响，他在旧金山创办并领导了一家大型的证券经纪公司，但是对威特而言，纽约才是他的圣地。公众已经推测出股票经纪人并不是资金的管理者。随后是著名的杰拉德·罗布(Gerald Loeb)，他也是出生在旧金山的犹太人，同时也是一位股票经纪人。可能他在全国的影响力更大一些，但是他很早就去了纽约，和旧金山没有什么联系了。我简单地提了几个1960年以前在旧金山具有影响力的人物，但是没有哪个投资顾问的名声能达到父亲那样的高度。和今天不同的是，从地理上看，加利福尼亚州北部所有的投资活动都集中在旧金山的蒙哥马利街和布什街附近的少数街区，在那一片区域，父亲具有的名望是他只有在不稳定的童年时期才敢于想象的。

1940年时，加州的法律中有一项直到现在还存在的规定：如果一名投资顾问所拥有的客户数量少于15名，并且不再维持其公众顾问的身份，那就不用在证券交易委员会注册，而且可以根据合约从利润中抽取一定百分比的报酬，否则就是不合法的，这是一项当今大多数投资者都不了解的规定。在这项规定制定之前，想要骗取资金的投资顾问会找到客户，告诉其中的一半人做某笔交易，而通知另一半人完成相反的交易，然后无论结果如何，都从中收取利

润的 20% 和价格差异的 10%。因此，在超过 40 年的时间里，投资顾问利用利润百分比的合约是不合法的，除非他所拥有的客户数量少于 15 名，并且不为自己是投资顾问作宣传。当父亲不再为军方工作而回到了旧金山以后，正是利用这一方式经营起他的商业。由于《怎样选择成长股》的名声，他很容易地就将当地少数几个富有的家庭作为客户，这些家庭付的报酬很高，使得父亲不需要依靠机构来维生。和那些需要更多公众顾客的投资顾问相比，父亲更加有优越感，并且仍然是一个经常独处的人，这样的工作适合于对社交感到尴尬与不安的父亲。不管他的名声如何，他通常都不喜欢并避免在公共场合抛头露面。

时间倒转到 1945 年。赫伯特·杜格尔 (Herbert Dougall) 受聘于斯坦福大学，在商业研究生院首次开设了投资课程，在斯坦福大学的历史上，只有三个人曾经教过这门课程。从 1946~1968 年由杜格尔任教，其间因为休假而缺席了 1961 和 1962 年，这两年是由父亲以兼职的方式短暂地代课。杰克·麦克唐纳德 (Jack McDonald) 是父亲的学生，于 1968 年被斯坦福大学雇用，自那以后，这门课程就一直由他教授。当杜格尔离开时，之所以选择父亲代课，很大程度上是因为《怎样选择成长股》给他带来的名望以及男性校友的身份。父亲很喜欢这份工作，它使得父亲回想起年轻时在斯坦福大学发生的一些情感方面的往事。只要杜格尔不回来，我就憧憬着父亲能够永远以兼职的方式教下去，但是后来杜格尔回来了，然后在 1968 年由杰克·麦克唐纳德接管。杰克曾经公开宣称是我的父亲使他对市场产生了兴趣，在那之前，杰克是一个在惠普 (Hewlett-Packard) 工作的年轻工程师，在遇到父亲之后，他改变了原先的生活轨迹。杰克曾经说过，父亲的主要贡献在于他是第一个把持续增长的模型和竞争优势的概念联系在一起的人，这些可

以从《怎样选择成长股》中看出，现在这是一个非常普遍的观点，但在当时是难能可贵的。在有些方面，杰克更多地把父亲看作是一个发展战略家，而不是股票市场的改革者或者经营者。

无论如何，对于那些极为尊敬斯坦福大学及其MBA，以及非常看重该学校研究生的投资课程的学生和商业人士来说，需要注意的是：很长时间以来，该课程的授课教师要么是你所使用的教材的作者本人（讲授两年），要么是作者的学生，而且在父亲之前只有一个人教过该课程。《怎样选择成长股》简直就是一本圣经——只是没有多少人欣赏和了解。很长的一段时间内，在我临时拥有了本书的版权，随后和杰克·麦克唐纳德陷入互不理睬的境地之前（这件事是我的错），杰克一直使用本书作为斯坦福大学正式的或者非正式的教材。许多年来（并非每一年，但是在大多数的年份），父亲都接受杰克的邀请，去斯坦福大学做一年一次的讲座，并在杰克所教的班上回答问题。2000年5月，杰克请求他再次回到学校做讲座，而此时深受老年痴呆症影响的父亲已经缺席了好多年。我担心生命已快到终点的父亲会感到窘迫，因为我知道他已经不是年轻时的那个他了，但是父亲坚持着去了，并且度过了长久以来最愉快的一天。他完成了一次令人振奋的演讲，并且回答了所有的听众的问题。包括杰克对父亲热情的介绍在内，那一次的所有过程都逐字地刊登在《杰出投资者文摘》（Outstanding Investor Digest）第15卷的第7页。

当父亲突然受到了老年痴呆症的袭击以后，他渐渐地遗忘了大多数曾经认识的商业人士。他认识得越早，他能记住的时间越长，最近认识的人首先从记忆中消失，例如，他记得大多数50年代认识的，而忘记了相当多70年代认识的人，患上了痴呆症就是这样，但是更多的情感记忆更深地刻在脑海中，杰克·麦克唐纳德和父亲

在1961年相识，在父亲72年的职业生涯中，他们认识的时间长达33年。杰克是父亲最后遗忘的几位商业人士之一，这说明了他在父亲心中占据了多么重要的位置。

60年代以后，父亲对他在公众中的形象更加不感兴趣，变得更加沉默。他更多时间是在设想着为大量的商业人士做出评价，但是他知道这是一种个人的行为。他出席本地活动的次数本来就很少，而且递减的趋势越来越明显，也没有在外地的公众面前露过面。1970年，父亲63岁的时候，他仍然没有一根白头发。同年，我的长兄亚瑟开始和他一起工作，亚瑟当时已经成长成为一名优秀的教会的历史学家。两年之后，我也加入进去。父亲的想法是让我们一起工作一段时间，然后慢慢接管他的生意，但是这种想法始终没有实现。我只用了一年左右的时间就明白了父亲这样做的原因，父亲是一个经常为细枝末节而争论的人，他不擅长社交和成为众人瞩目的焦点，在任何情况下都不肯授权，所以亚瑟和我一直没有做出重要的贡献。我天生精力旺盛，个性叛逆，在感情上对人相当苛刻，一旦我意识到父亲一直不肯授权，我知道自己不得不远离父亲，这也是为了我和父亲双方的利益，否则对我来说没有什么机会，而且有可能在彼此之间造成伤害。又过了四年亚瑟才离开，最初投奔了我，但是哥哥要想作为下属和弟弟共事是很困难的，而且也没有什么意义，所以亚瑟离开了企业，而我独自留了下来，而我虽然还和父亲保持联系，但是关系已经比较疏远了。自从《怎样选择成长股》出版以后，这段时间是最让人失望的时候。这段时间包括了1973~1974年的残酷的熊市，而父亲的行动也在这个时候开始变得有一些迟缓。1977年时，父亲已经70岁了。尽管他从不服老，并在那个年龄段的人中显得异常精力旺盛，可是他不再像以前那样心情愉快，而且第一次显露出衰老的早期征兆。他的头发更加稀

疏，一部分已经开始发白。在下午去旧金山半岛的火车上，他开始有规律地睡眠。有时在下午，他会趴在办公桌上睡着。他已经到了退休的年龄，但仍然在继续工作。

在这些年中，他决定改善所持有的股票的品质。在他持有的仅有的几只股票中，剔除他认为实力最弱的，只保留数量更少的高品质股票。我们可以在回顾中推测出，他所做的实际上是缩小持有股票的范围，以匹配他日渐衰退的精力。在他的职业生涯早期，他大概持有 30 种股票：少量大公司的；一些在他买入其股票时规模还比较小的中等规模公司，他持有这部分股票的时间已经长达数十年；一些被他长期寄予厚望的小公司的；以及极少量作为长期投资的风险很大的私募股票。在 70 年代中期，他逐渐卖掉了手中的一部分股票，只把注意力集中在自己最喜爱的几种股票上，以至于大约到了 1990 年，他仅仅持有六只股票，而到了 2000 年就只剩下三只了，这几只股票的表现并不好。我给所有投资者的建议是：不管“老”对你来说意味着什么，当你确实老了以后就不要再做出任何投资决定，在你变老之前就停下来。我关注过成功投资者的年龄，其中并没有年纪特别大的。尽管有不少人在年老的时候取得了很大的成就，但是投资的过程太至关重要了，因此不适合年纪过大的人参与，而衰老所带来的影响力比之前取得的成就更加强大，最终会使人心中产生荒谬的想法。在医学上，“老年脆弱”是一种最近发现的疾病，这是一项伟大的新领域，而现在它阻止了所有已经年老的伟大的投资者继续成功。其实根本就没有在 80~89 岁之间还能取得重大成就的投资者。在最近几年里，他还保持着很好的演讲和思考能力，但是在重大的决定上思维不够清晰，选择的卖出时机一贯不佳。在生命的末期，他还会说一些类似于“还在寻找能够持有 30 年的股票”之类的话，对于一个已经 85 岁高龄的人来说，

听上去这是很糊涂的言语，人们经常认为这是很令人高兴，同时也很愚蠢的。因为他热爱自己的事业，不愿意退休，即使对他的经济状况不利，他也要继续做下去。对于这一点，我相信大多数人都是了解的，但是所有人都十分迁就他，也包括我在内。我在意的是什么呢？如果这样能够使他高兴，我就感到满意了，但是有人可能会认为他就像一个拿着球棒和手套，却因为年纪太大而无法参加比赛，只能在棒球场外徘徊的人。他在生命末期有限的几次购买并不成功。如果他在80岁或者70岁的时候就不再从事任何的投资活动，那么他在经济条件上可能会更好一些。至于他是卖出股票，转而投资指数基金，还是终生持有原有的股票并不重要。而事实上，他的决定不断地降低着所持有股票的价值。

对投资者来说，父亲对长期持有的含义是这样规定的：购买优秀公司的股票，相当大量地永远持有。他自己也拥有过优秀公司的股票。如果他在晚年能遵循自己的规定，而不是试图盲目地准备超越他的全盛时期的话，那么他可以终生持有原先的股票，那将会比现在的结局好很多。我无法回想起他持有过的所有股票，但是可以记起其中主要的一些。1973年，在市场处于顶部的时候，他大量持有当时一些大公司的股票，这些公司包括道化学（Dow Chemical）、食品机械化学公司（FMC Corporation）、摩托罗拉以及德州仪器（Texas Instrument）。他还大量持有一些中等规模公司的股票，这样的公司有瑞侃（Raychem）和雷诺（Reynolds and Reynolds）。这六只股票构成了他的资本净值的三分之二，其中持有最多的是摩托罗拉、德州仪器和瑞侃，直到现在他还持有这部分股票，尽管经历了2000~2002年的熊市浩劫，这些股票的总体表现仍然相当不错。但是除了摩托罗拉以外，其他的股票都全部卖出了，而且每一次选择的卖出时机都很糟糕，如果他年轻一些的

话就不会发生这种事情了。在较小的公司中，他持有的很多股票都是在1968~1973年之间选择的，而他在1973年之后选择的股票几乎都没有什么好的表现，表现最好的是对制造数据系统（Manufacturing Data Systems）的风险投资，父亲在该公司80年代公开上市后不久买入，帮助他赚到了100倍的利润，其中最早买入的是罗杰斯公司（Rogers Corporation），直到现在还持有着。他也一直持有着摩托罗拉。在生命的末期，他倾向于卖出部分长期亏损的股票，而往往在卖出后不久，那些股票就有了明显的反弹，其中尤其明显的是80年代卖出的食品机械化学公司和德州仪器，以及90年代卖出的瑞侃。

1970年，父亲的想法发生了一些我不能理解的变化。1959年，祖父在停止行医不久后就去世了。在之前的几年，祖父患上了今天可能会诊断为阿尔茨海默病，或者某种其他形式的痴呆症。祖父的病情很快恶化，没多久就去世了。但是父亲的分析与众不同，他认为祖父的去世是因为停止了工作，因此他推断说如果自己也停止工作，也会很快离世，因此他得出了必须激励自己继续工作的结论。在他的有生之年，工作就成为了生活。慢慢地，他开始放弃一部分工作，但是在可能的情况下尽量多做一些，并且完成了一项非凡的工作。他把生命看作是肌肉：如果你勤奋工作，它就能保持工作的状态；但是如果你让它放松下来，它就会衰弱（他的想法是这将导致衰老和死亡）。最终，即使在父亲的痴呆症迫使他完全放弃工作的时候，他还非常地怨恨，认为这将导致他的死亡，而不是以其他方式考虑这一问题，比如无论他是否工作，所患的痴呆症都会使他病倒。即使在诊断出患有痴呆症以后，他仍然持续工作，每个月都去让神经科医生评价他的病情。尽管痴呆症对他造成了损害，但是无法阻止他工作。1999年，我把他的办公室移到了家里，

移到了我小时候住的卧室，而他以前办公室的所有物品都保持原样。他将自己的病情告知了剩余的几个客户，但是他们都愿意继续合作，但是他可能对自己的记忆正在衰退，并且只能记住18个月以内的事情有所隐瞒。到了2000年，他完全地放弃了。2001年，他平静地和我商量有关再写一部著作，如何回到商界，以及他是否可以像以前那样回到斯坦福大学做讲座的事情。他甚至尝试了再写一本书，并假定书名为《我在过去的25年中学到了什么》(What I have Learned in the Past Twenty Five Years)，但是实际上他只通过口述完成了七页。他的精力几乎每个月都在枯竭，思维能力不断地下降。在疾病发作的时候，他在早上谈论的计划会在下午就忘记。在他72年的职业生涯结束之后，他开始变得非常消沉，因为他的自我定位和工作职责的联系是如此紧密。正如我已故的岳母过去所说：“晚年的生活不适合柔弱的人。”

他是哪种人？

父亲是一个不合群的、强悍的人，他会严肃地说一些含义古怪的幽默。他喜欢一语双关，他对所有人都会提到这样一个双关语：“双关语(Pun)的三分之二是什么，其实就是PU!”当我年幼时，我的朋友都害怕像死人一般的他，因为他会无意识地冷冷地盯着你，好像要穿透你的身体。如果你不太了解他，他会把你吓死：身材并不魁梧（实际上差不多到了瘦削的程度），深色的头发，深色的皮肤，而且总是穿着深色的衣服，看上去会引起别人的惊慌。如果他只有20岁，也就是在75年前的话，他看上去有一点点像美国西部的持枪歹徒的原型：瘦削，深色的头发，以及深色的着装。你可以想象出他正在说：“不许动，否则我就开枪了。”但是他从没有向任何人“开过枪”。他只是看上去脾气暴躁，而实际上并非如此。

他不需要做任何解释。孩子们会踮着脚尖从他身边溜过，然后飞快地跑开。再说一次，他的脾气不坏，但是也不热情。除了从一出生就受他喜爱的我的长兄，他从没有表扬过任何人。事实上，我一直知道父亲非常关心我，可能超过了他曾经接触过的任何人，即使他表达的方式很奇怪，并且往往表达不出来。例如，我非常清楚地记得，在我40岁以前，他从没有因为任何事情直接表扬过我，除了在我16岁的时候有一次例外。在我年轻的时候，这是很困扰我的，但是我逐渐接受了这种方式。他不是那种善于称赞别人的人。他几乎会用吹嘘的口吻告诉其他人，他有多么地为我感到骄傲。我是从其他人那里听到他这样说的，但是他从没有直接对我说过。后来他告诉我说他感到后悔，但是他不知道如何处理这样的事情，对父亲来说，这种交流形式太困难了。

让我通过描述他的职业生涯中的一段时间，来帮助你正确地理解他。在计算机世界到来前的那几十年，他有一套为新股票找到新见解的方法论。他设法使大家知道，任何年轻的投资者都有且仅有一次约他见面、探讨投资问题的机会，通常他不会再见那个人，但是如果他认为那个人有着不同寻常的才能，以后就会有多次见面并交换观点的机会。他首先让别人了解他对什么感兴趣，然后如果他们有一些共同的兴趣，就会交换观点。几十年来，这些人向父亲提出了很多的看法。他对自己想要得到的非常清楚，那些是和十五点原则有关的，而其他的他都不关心。在他的整个职业生涯中，观点能被他采纳一次的，只有一个人。而父亲对这个人的其他观点置之不理，因为在他眼里，那些不是足够优秀的观点，并非相当准确。

观点能被他采纳两次的有两个人，而这两次都使他蒙受了损失。仅有的一个观点能被他采纳三次的人是我。他完全采用了我在股票方面的三个观点，为他的客户、我的母亲以及他自己都赚取了

十倍以上的利润。这是他最多次数的采纳某一个人的观点，而且得到的结果很出色。这些观点都出现在70年代中期到末期，正如我已经告诉你的，此时他的职业生涯已经进入晚期，他成功的次数越来越少，因此这几次成功显得更加珍贵。

但是让我来告诉你他是怎样的人。在那三个关于股票的观点中，有两个是他从没有向我表示过感谢的，还有一个呢？至少过了15年以后，在我40多岁时，他递给了我一张便条，告诉我做得不错。那时他仍然持有着我那次推荐的股票，并且继续持有了多年。当我让他回想另外两个观点时，他承认采纳了我的观点，但是没有再说什么，没有祝贺，没有道谢。和其他人相比，我更加不害怕他，有时会在言语上冲撞他。当时我质问他是谁帮助他得到了三个成功的投资观点，他指出那个人不是别人，而是我，并认为这不是非常重要。他解释说，对他来说关键的是知道采纳和放弃哪些观点，他也从来没有采纳过我的任何错误的观点，这使我非常生气。所以，我反驳说他曾经采纳过许多别人的错误观点，然后他对我大发脾气，大概在一个月內互不讲话。后来他忘记了曾经对我大发雷霆，那件事也就没有再提过。那就是他：冷酷，不友善，严厉，顽固，纪律性强，不善交际，不言放弃，外表上总是显得很自信，但是内心里经常感到恐惧，真是令人吃惊。我知道他很尊重我，但是即使面对最尊重的人，他也很难进行直接的交流。

他每天都做些什么事情呢？1958年，《怎样选择成长股》出版以后，父亲每天在傍晚时下班，回到家换好衣服，正式地和家人在餐厅共进晚餐，然后去起居室，那里是他在睡前读书的地方，有时阅读商业资料，通常则是看有关谋杀的推理小说丛书。当我还是个孩子的时候，他会在睡前读书时暂停下来，到我和哥哥们的床边，花费大量的时间给我们讲故事。他给我讲的更多，因为我更喜欢他

的故事。有时是关于英雄人物或者英雄事迹的真实历史，像圣女贞德、美国独立战争、保罗·里维尔的夜奔、拿破仑的生平等。另外还有他自己创作的故事，有时他希望最终能把自己的创作变成孩子们的书籍，但是他始终没有那样做。那些故事都是很精彩的。我和哥哥们有着各自的卧室，父亲讲故事时就坐在我们的床边，而我们躺在附近的地板上。当我们睡着以后，他再把我们抱到床上。他和母亲在十点左右就寝。早上7点半的时候，他开着一辆老式的、蓝色的奥斯莫比尔（Oldsmobile：美国通用公司奥斯莫比尔部生产的两门敞篷车）把我们送到学校，然后去距离圣马特奥火车站半英里远的地方停车。之后他走到车站，乘火车去旧金山。圣马特奥的零售店员工把他形容为“闪光”，因为他走得非常快，而且在迈出有力的步伐之前，身体就已经向前倾斜。父亲认为，如果雨下得不大，就不能很好地解决干旱；如果走路不快，就是没有充分利用路程。他从童年开始就喜欢乘坐火车。他早上乘的火车八点整出发，半个小时后到达旧金山的第三大街和汤森大街（和现在的位置有一个街区的距离）。他每天在火车上阅读商业资料，如果有人靠近他，想和他交谈，他会说自己正忙于工作，然后继续读书。多么冷酷而孤僻！下车后，他步行一英里到达办公室，他的办公室位于布什街和圣萨姆街一角的米尔斯大厦。没有人能够和他一起走，因为他走得如此之快，以至于别人都赶不上他的步伐。多么冷酷而孤僻！有点像他自己创造的持枪歹徒形象。在米尔斯大厦，他乘电梯到位于18层的办公室，这是他一个人的办公室。事实上，这些年来他一共有两间办公室。从第二次世界大战到1970年，他在1810号房间，此后搬到了1820号。在两间办公室中都挂过一幅画，也就是《保守型投资者安枕入睡》一书的护封背面，如今，它挂在我的公司总部的一间会议室的墙上。

这么多年来，他的家具从没有换过。唯一用过的一张书桌，现在放在我小时候的卧室。椅子以及每一样陈设都十分耐用和结实，在40年内没有更换过。他就是这么简朴，他有什么奢侈的地方吗？有，那就是旧金山湾的景色。他搬到1820号房间以后，他可以奢侈地从两个不同的角度观赏海湾的美景。50年代时，米尔斯大厦是市内最高的两栋办公大楼之一，另一栋是拉斯大厦。他在1970年搬到1820号以后，从两个窗户，也就是两种不同的角度看海湾都是非常清楚的。到了80年代中期，我把他的办公室搬到家中后，无论从哪个角度向外看，除了街上越来越高的办公大楼之外，他什么也看到不到了。70年代时，旧金山的办公楼迅速增加，周围的环境发生了变化，由于无法再看到海湾的景色，他的热情大部分都消失了。

即使在他老了以后，他也坚持每天下班后步行到车站，在火车上阅读更多的商业资料。正如前面提过的，他经常在回家的火车上睡着。他每天早上九点到办公室，下午四点下班，如果碰上下雨，他就不得不乘坐令他讨厌的公共汽车。公共汽车使得他近距离地接触到各种各样的人——毕竟任何人都可以乘坐公共汽车，但是即使和人缘最好的人在一起（他是一个不善于跟人打交道的人），他也会感到不自在。和大多数在商业上取得成功的人相比，他从来没有连续很长时间刻苦或者疯狂地工作。早些时候，我惊叹一个人如何才能像他那样，在工作不长的时间，花费并不很艰苦的努力的情况下取得成功，这都是因为他的天赋。有时，他看上去就像激光束那么完美。如果在大多数时候不是一团糟的话，你只需要在职业生涯中相对较短的时间内就能完成大量的工作。父亲把握住了那些较短的时间，因此在工作中取得了很大的成就。

他总是一个人独处，我的哥哥从1970年开始和他一起工作，

之前他身边连一个兼职的秘书都没有，几十年来一直如此，直到他在 70 年代早期（这时他的生意开始走下坡路）雇佣了戴尔·波索女士。我在年轻时一直没有见过她，现在我很后悔，因为我确信可以从她那里了解到更多关于父亲的事情。其他时候父亲总是不和别人交往，一个人进行思考和阅读。是的，他在电话中可以很好地交谈，但是不适应面对面的交流。毫无疑问，他是一个不善于和人交往的人。

父亲喜欢看选举报告书，他经常这样做，因为这是他的爱好。他在痴呆以前拥有不可思议的记忆力，通常，他能记住众议院的 435 名议员和 100 名参议员。为了帮助入睡，他会在睡前挨着回忆每一个州的名字。他也记熟了所有州的首府，并且在我小时候也要求我记住。对他来说，背诵州和首府的名字没有任何挑战性，因为它们从没有发生变化，但是国会议员的名字是变化的，这就给了他新的有待记忆的内容。他唯一一次记错名字是在沃伦·巴菲特刚开始和他接触的时候，沃伦·巴菲特的父亲叫做霍华德·巴菲特，曾经担任奥马哈市（Omaha）议员。由于父亲在霍华德·巴菲特（沃伦·巴菲特的父亲）担任奥马哈市（Omaha）议员时对其印象深刻，因此他后来总是把沃伦·巴菲特称作“霍华德”，后来他每次提到此事就会感到很不好意思。沃伦·巴菲特也从没有提醒过他，我几次向父亲指出这个问题，而他却说要我管好自己的生意。但是他还是喜欢看选举报告书，因为那将是下一个记忆周期的起点，这就和他感兴趣，并且经常着迷于其中的政治分析有联系，而他的分析水平一点都不赖，而且他在这方面有一个优势。由于他已经非常牢地记住了所有议员的名字，他就比大多数人领先了一着。我敢在任何时候打赌，能记住众议院和参议院所有议员名字的人，全美国也不会超过 500 个，但是他一直能做到。

再者，由于他记住了议员的名字，当选举临近时，他就能比大多数人更容易地记住那些任何一方都有可能获胜的竞选。很久以前，像查尔斯·库克（Charles Cook）这样的政治分析家会提炼自己的分析结构，而父亲则就每一个政党的稳得席位、较稳得席位和竞争中胜负难分的席位，将竞选按照区域进行分类。选举之夜，如果出现势均力敌的情况，他会仔细考虑相对少数的席位。当选举报告书公布以后，他会熬夜收集数据，并把它们写下来，重新衡量这些数据对未来两年内国会内部力量的均衡有什么意义，以及在一般情况下可能会如何影响总统的产生和美国的政治活动。他不擅长了解是什么使得实力接近的竞选发生倾斜，他自己也认为不擅长这个方面，但是他知道哪些人是势均力敌的，并且像鹰一样盯着他们。仅仅由于我知道他不擅长了解是什么使得实力发生倾斜，后来我在这方面努力地进行了特殊训练，因为我想学会一些他不知道如何做的事情。在他的晚年，他很惊叹我在这方面的能力，因为他认为任何人能做到这一点都是不可思议的，但那是一项相当简单的技能。具有讽刺意味的是，如果有人在他的职业生涯早期教会他的话，我确信他能比我做的好得多。不过他的生命中的另一个特点是，对于任何技能，如果他在50岁之前没有学会，那么大概永远也学不会了。他在50岁左右做了很多事，包括《怎样选择成长股》的出版。

该书的出版和他的一些古怪的个人性格有关系。注意一下他为该书写的题辞。上面说：“本书献给所有无论资金多少，都不支持本书观点，并且会说‘我已经形成了观点，不要用事实混淆我’的投资者。”由于几乎对所有的事情都有固定的习惯，所以他不想打乱自己的生活。就我所知，除了投资之外，在任何一个领域，他都不想被事实混淆。每一样东西都要原封不动，你无法用新出现的东西去替代。他拆除房屋并重建的举动是令人吃惊的，他只是不想接

受那些可能会导致他改变的东西。这影响到了他身边的每一样事物，从花园，到汽车、衣服、家具、熟人；无论是什么，他都不愿改变。在我短暂地和他一起工作时，最初我无法从商业的观点上真正了解他，但是我能看到他的办公室很陈旧了，所以我开始做一些微小的改变。

1972年，他的办公桌上仍然放着三部转盘式电话，并且他听不清电话的铃声。因为他不知道是哪一部电话在响，所以他只能一个个地接起；他经常接错电话，接错后又不得不赶快放下，转而去接另一部。后来我为他安装了一部单独放置的标准的按键式电话，这部电话拥有多条电话线和多个脉冲光源，几个月之后他才不再对我感到愤怒。我打扰了他的世界，而且他无法接受这一进步，但是在研究商业问题时，他会做出改变；最终他还是习惯于使用新的电话了。当他形成了这一新的习惯之后，就忘记了曾经对我的愤怒。在我14岁时，曾经和他一起有过一次家庭森林旅行，我在途中利用兼职工作攒下的钱，为他买了一件夹克衫，但是他从来没有穿过，也许是因为他更喜欢穿一件旧的运动外衣。他讨厌改变。

他的办公室里放着一台手摇式加法机，大概最早是由暴龙公司(Tyrannosaurus rex)开发的。当我第一次看见他辛苦地使用那台机器，我想不仅办公桌会受到破坏，更重要的是他的手腕也会受到损伤。那台机器的位置离我现在坐的地方有三英尺远，之所以记得这么清楚，是因为我平时记录下了许多重要的事情。1961年10月20日，《华尔街日报》宣布一种四功能计算器的诞生，那时的叫法和现在不一样，当时叫做袖珍计算器，由于它使用了集成电路(由德州仪器的杰克·基尔比[Jack Kilby]在20世纪50年代与人合作发明，他后来因此获得了诺贝尔奖)，因此后来被称为“固体电路半导体网路”。那种计算器原本用于太空计划，重10盎司，

售价 29350 美元。父亲在财务会计基金会 (Financial Accounting Foundation, 即 FAF) 的专题著作中提到, 他是德州仪器最早的公共投资者之一; 在我前去与他一起工作时, 他非常专注于对德州仪器的投资, 所以在 1973 年, 我为他买了一台早期的商用电子计算器, 抛弃了过时的手摇式加法机。我认为他会喜欢新机器的, 因为它产自德州仪器, 并且和他以前使用的加法机相比有很大的进步, 也因为它能完成许多之前无法完成的工作, 但是他一点也不喜欢它, 因为使用方式发生了改变; 他花了将近一年的时间才克服了习惯上的变化。不过他最终还是能够熟练使用了, 就像以前一直在使用一样。他在 80 年代卖出了德州仪器的股票, 但是仍然在职业生涯的剩余时间里使用这台已经用旧的计算器, 因为他讨厌改变。

父亲承认, 他在一生之中只有五个朋友: 戴维·萨穆埃尔斯 (David Samuels, 他的表弟)、艾德·海勒 (Ed Heller)、弗兰克·斯洛斯 (Frank Sloss)、路易斯·兰费尔德 (Louis Langfeld) 和约翰·赫茨费尔德 (John Herschfelder)。他们在很早的时候就认识了父亲, 并且亲密地几乎像来自同一个家庭。尽管这些朋友都在本地生活, 但是作为一个成年人, 父亲很少去看望他们。父亲一生都记得戴维·萨穆埃尔斯。父亲定期和他通电话, 但是每年大概只见两次面。前面曾提到过, 艾德·海勒比父亲大十多岁, 更早地获得了成功和财富, 他是父亲早年的良师益友, 他是一位成功的股票市场投资者, 全能型商人和风险资本家。他或许是父亲在 50 年代早期之前最钦佩的人, 后来父亲断定海勒沉溺于女色, 于是结束了关系。之后不久, 海勒就去世了。弗兰克·斯洛斯是父亲在斯坦福读书时的室友, 他于 80 年代去世, 之前他和父亲一直保持着亲密的关系。按照今天的说法, 弗兰克是旧金山的一位

房地产律师，他在去世之前为父亲处理了大多数与证券无关的法律工作。从这方面来说他们经常交谈，但是其他时候他们几乎不怎么见面。路易斯·兰费尔德是父亲的远方亲戚，多年来还一直是父亲的一个客户。由于工作的原因，他们经常一起去旧金山。在父亲的这五位朋友中，路易斯是我见面次数最多的，因为他住得很近，还经常和父亲结伴去坐火车。路易斯于50年代去世，他的儿子宣称拒绝支付路易斯留下的账单，父亲对他提起诉讼，并赢得了胜利。可见他是多么地冷酷而强硬，而且相当孤僻。路易斯的儿子呢？他现在正处于无人照顾，自生自灭的境地。与父亲交往时间最长的朋友是约翰·赫茨费尔德，他是一个工程师，和父亲从孩提时代起就亲密无间，但是成年以后，父亲大概每四年才会与约翰见面或者交谈一次。父亲无法忍受约翰的妻子，她会把父亲给逼疯。尽管如此，约翰临终前，父亲还是定期去医院陪着他。约翰对父亲来说十分重要。然而在平时的生活中，父亲是孤僻的，他很难找到和人们相处的方式。父亲恬淡寡欢，除了和母亲在一起，他不太喜欢和人来往。大多数人喜欢让朋友聚在身边，只是和大家一起相处，沐浴在友谊之中，而父亲不喜欢这样。

他喜欢一个人独处，或者和母亲在一起。如果是和母亲在一起，大多数时候是两个人各处一室，母亲在书房，而他在起居室。他就是这样的人。如果不在工作中，或者在花园时，如果母亲不在身边，他会更加焦虑。其他人呢？他不喜欢人们围在他身边太久。他喜欢我，但是如果我和他待得太久，也会使他烦恼。还有亚瑟，那是他除了母亲以外最喜欢的人。他对唐纳德的关心不如对我的多，这给唐纳德带来了麻烦。他喜欢亚瑟甚于我，同样也给亚瑟带来了麻烦。事实上父亲是一个孤僻的人，不论他和谁交往，他总是相对很孤独的。70年代初，亚瑟和我先后和他一起工作，在我看

来，那让他发疯。他的整个职业生涯都是相当孤单的，我们又在他的身边陪伴得太久。在看到父亲的心态更加不正常，认识到我还没有了解他是怎样的人，以及开始时提到的，认识到由于他不肯授权而无法获得机会之后，我决定立即疏远父亲一些，这样能使我们都好受一些。我在一年内开始了我自己的事业，但是我还在同一个办公楼内工作。在既不受到父亲的古怪脾气的打扰，能够和他分开相处，又仍然保持相当紧密的关系方面，我有一种不同寻常的能力。亚瑟做不到这一点，他太感性了。亚瑟在感情上从来就不如我强硬，我不知道这是为什么。我一直认为，我的两个哥哥都对父亲过于认真了，最后都不如我和父亲那样亲密。最终，父亲的情感给亚瑟带去了太多的问题，于是亚瑟在1977年彻底离开了公司，搬到了西雅图，从事他的学术工作。父亲决不是一个能和其他人亲密相处的人。

父亲有时相当地节俭。在我小时候，当因为商业活动而外出的时候，我不得不和他挤一个房间睡，甚至在我已经能供养自己的房产之后依然如此，因为他认为我的观点是在“浪费”金钱。在我30岁左右时，我再也不能忍受了。70年代初的一个晚上，我们在蒙特利（Monterey）参加一个首次为技术类股票举办的规模盛大的会议，也就是随后美国电子协会（American Electronics Association）所说的著名的“蒙特利会议”。在这次会议上，父亲向我展示了一种令我终生难忘的本领。在期间的一次宴会上进行了一次比赛。在每个人的餐具边有一张卡片，每个人都要写下他对第二天道·琼斯工业指数（Dow Jones Industrials）走势的判断，当然，这是一次很无聊的练习。随后将卡片收集起来，判断与第二天的实际结果最接近的人将赢得一台迷你彩色电视机（一种当时非常流行的产品）。获胜者将在第二天的午餐时间宣布，此时正好是

市场刚刚收盘的下午一点（太平洋时间）。大多数人的做法和我一样，写下了一些比较的数字，比如上涨或者下跌 5.57 点。我假定市场不会有什么特别惊人的表现，就像大多数时候那样。那时，道·琼斯工业指数约为 900 点，所以 5 点的变化不算大，也不算小。晚上回到房间以后，我问父亲写了什么，他回答说：“上涨 30 点，”也就是上涨 3%。我问他这样写的原因，他说他根本不知道市场会有怎样的表现。如果你了解他，就会知道他根本不会对市场在某个给定日子的表现有什么看法。但是他说，如果他和我的数字接近，并因此胜出的话，人们会认为他只是幸运罢了，因为写下 5.57 点胜出表示仅仅打败了那些写下 5.5 点或者 6.0 点的人，显然所有人都将认为这是纯粹的运气。但是如果他说“上涨 30 点”并赢得了胜利，人们就会认为他确实有些本事，而不只是运气。如果他输了，可能没有人知道他写的数字是多少，这就不会给他造成什么损失。第二天，道·琼斯工业指数上涨 26 点，父亲以 10 点的优势胜出。

当午餐时宣布父亲以一个很高的上涨点数胜出时，数百人的群体发出了非常惊叹的声音。当然，当天的新闻是大家试图明白为什么会发生这种变化。在会议的休息时间，父亲欣然向人们解释了他能提前算出结果的基本理由，以及为什么市场会出现这样的变化，但是他所说的都是虚构的，他展现了自己表演虚构内容的技巧，但是我听得相当仔细，每一个听他讲述的人一点儿也不怀疑。虽然父亲总是不能自在地参与社交，总是感到局促不安，但是在那天，我了解到父亲比我曾经推测的更善于表演。还有，他并不想要那台迷你电视机，因为他没有必要改变他的个人生活，所以他把电视机给了我，我拿回家以后又给了母亲，后来母亲在很长的时间内一直使用它。

三个“W”

父亲还喜欢些什么？有三个以字母W开头的单词：步行(Walking)，担心(Worrying)和工作(Work)，这三样事情都是他喜欢做的。我从没有见到过他采用大多数人的放松方式，我认为这是因为他太喜欢担心了。他喜欢传递用来担心的能量，在他的外表下，身体处于一种无休止的波动和紧张不安中。他会担心任何事情，从某种意义上说，这能使他感到安全。不知什么原因，他相信如果担心得足够多的话，他就可以避免所有的风险，那样就不会在他身上发生什么糟糕的事情了。他会一遍又一遍地担心同一件事情，因为他经常处于担心的状态，而我又是一个不怎么懂得担心的人，这个问题烦扰着他。我总是尽可能地倾向于简单地思考问题，然后做出决定。如果我断定自己是错误的，可能就会做出改变，这样的做法使他发疯。父亲常常对我说：“肯，我希望你平时更谨慎一些。就谨慎一次怎么样？我仅仅是希望你更加谨慎。”他对自己的谨慎感到自豪。对我的生活而言，我不明白为什么要以那样的方式生活，但是他不只是要求我更谨慎，也对自己有同样的要求。

在花园里，父亲会坐下来担心所有关心的事情，这会使他感到更舒服一些，也许这就是导致他和大多数投资者相比，所犯的错误更少的原因。他担心每一件事情，直到现在也是如此。或许他用那种方式降低了风险，但是这也可能就是为什么他不如别的投资者富有的原因。如果他还没有完全考虑好可能发生的错误，那么他就不愿意承担那些事情的风险，他从来就不是一个爱冒风险的人，而那些真正变得富有的人比他承担了更大的风险。

那么步行呢？当父亲步行时，他的身体在清除过剩的精力，此时也是我看见过的他最放松的状态。无论在城市还是森林，他都可

以走很长的一段路，然后平静下来。他在步行时可以与人交谈，也可以保持安静。他的每个工作日都以从车站出发的步行开始，然后以走同样的路作为这一天工作的结束。如果他走得不够快，就不计算在内。过去，亚瑟和我陪他步行往返于车站和办公室之间，我们会满身是汗，并且感到疲惫不堪和忿恨不平，他从来没有满头大汗，他就是一个喜欢速度快的人。那个时候从他的内心深处讲，他的生活中不能没有步行。在他的职业生涯晚期，当我把他的办公室搬到圣马特奥以后，他就步行往返于家和办公室之间：走过圣马特奥居民区的花园，注视着生气勃勃的花朵。他说那是他成年以后度过的最平静的时间，他简直是一个伟大的步行家。那时他的脚步已经开始蹒跚，不过他的身体还是很结实。他会永远用双腿走下去，无论发生什么事情，无论走多远，或者山路有多么陡峭，他都不会放弃。他喜欢步行。

我生活和工作在一座 2000 英尺高，覆盖着红杉的山顶上，那里可以眺望太平洋。我在那里生活了 30 年，在我公司的 500 名员工中，有 200 名都在山顶的总部工作。我在山顶附近拥有一处非常漂亮的农场，正好位于一块大小为 5000 英亩的保护区内。父亲 80 岁时，我的哥哥唐纳德从俄勒冈州赶回父亲的身边。父亲、唐纳德、年仅 12 岁的内森（我的第二个儿子）和我告别了农场的其他人，开始下山，经过普里斯马峡谷（Purissima Canyon）深处的小道上的树丛，向着太平洋出发。父亲像个孩子似的打着口哨，和我们聊天。只有步行，没有担心，步行将担心一扫而空。我的生命中的大部分时间都在这一片地区生活，因此对山上的情况特别熟悉。从我在这里生活开始，我就经常行走在山上。每走到一个岔路口，我就会提醒说：“父亲，这条路近一些，更加平缓，返回时会更快；那条路远一些，更加深入峡谷和陡峭。我们走哪条路？”在

每一个岔路口，父亲都选择更难走、更远的路。在高度下降了1300英尺，走了五英里的路之后，我们不得不返回了。此时我有一些担心，父亲已经80岁了，唐纳德体重超重，缺乏锻炼，心血管系统也不是很好。唐纳德那时正在考虑雇佣护理医师，他在上山时一直喘气，经常测量自己的脉搏。父亲不时地回头看看身后的唐纳德，问他是否需要我们等等他，或者走慢一些。唐纳德不时地停下来休息。当我们停下来时，父亲由于没有处在步行中，所以他就开始担心，如果没有什么可担心的事情，他就会更加担心。那时他还担心，由于返程的路很长，如果我们受困在树林中或者受伤的话，母亲会很焦虑。所以父亲反复地对唐纳德说我们必须坚持走回去，否则母亲会很担心。可怜的唐纳德，他沉重缓慢地走着，气喘吁吁，同时测量着脉搏。到达山顶以后，内森像一只飞奔的小鹿，蹦蹦跳跳地冲在最前面。此时太阳已经开始下山，父亲更加地担忧，他要我们加快脚步。当然，母亲并没有担心，她不是那种经常焦虑的人。那天晚上，唐纳德住在父亲的屋里。第二天唐纳德告诉我他的腿很疼，以至于几乎只能躺着或者坐着，父亲照料着他，并且一直非常地担心。那就是父亲喜欢的：步行、担心和工作。

我和父亲一起度过的最美好的时光来自于一次意外发生的事情。那年我14岁。父亲、母亲、唐纳德和我正在怀俄明州的一个观光农场享受暑假，亚瑟那时不在家中。父亲和我每天都要徒步旅行。那时我是一个野生动物迷，喜欢很多种动物。一天我们外出寻找羚羊，父亲边走边和我交谈，而我则顾着寻找羚羊。我们走到离汽车大概四英里的地方，那里是丛林稀疏的高原。夏季的云开始遮住天空，于是我们开始返回汽车所在的地方。很快，云变得非常阴暗，空气开始变凉，闪电击打在四周，还有高尔夫球大小的冰雹砸向我们。我们朝着汽车跑去，到处都是闪电。我们本来应该平躺在

一块平地上，但是那时我很笨，也没有经验，父亲也没有什么好主意，我们只是一直在奔跑。闪电一次次地击中我们周围 10~25 英尺的地方，我们都很恐惧。冰雹一直打在父亲的头上，于是他在跑的时候紧紧地用手抱住头。我那时 15 岁，体格相当健壮。而他已经 59 岁了，但是跟上我却没有什么问题，这是因为他有一双从未停止步行的双腿。我们最终赶到了汽车那里，挤到了车里。四周持续着闪电，但是我们最终是安全的，我从未看到过父亲笑得如此辛苦。他跑得很努力，以至于那一个小时他没有担心什么。

在 80 年代早期，父亲在旧金山火车站和办公室之间步行时，有过几次不愉快的经历，包括一次由于走神而把头撞在了金属柱上，一次昏倒，还有一次被打算偷袭抢劫的人搭话。因此，母亲和我说服他听从我的安排，由我把他的办公室搬到了旧金山半岛，我在 1977 年就已经准备好了。我在圣马特奥的第五大街和皇家大道的一幢小办公楼里安排好了他的办公室。他仍然坚持并喜欢每日步行上班，每天走在没有强盗的花园中，无须避开交通信号灯或者疯狂的出租车司机。路边是漂亮的鲜花，没有什么需要担心的。

正如之前提到的，在生命的晚期，父亲周日会去他的花园，然而开始在那里摔倒。这是痴呆症侵袭的早期警示，但是当时没有人这样认为。在回顾中，我还看到了其他一些信号，但是我不了解痴呆症，因而无法辨别。祖父大概也得过阿尔茨海默病，但那时这种病症还没有取这个名字。如果你不知道要确定的是什么病症的话，该病早期的发展通常很难觉察，父亲身边也没有人能觉察得出来。即使我们发觉了，父亲也不会听取我们的意见，因为他通常极其自主和任性。

父亲从前在斯坦福教过一个长时间以来一直很尊敬他的学生，叫做托尼·斯贝尔 (Tony Spare)。托尼最初任职于加利福尼亚银

行，负责货币管理与运营的工作，随后创办了自己的货币管理公司（现在该公司风光不再，已经被托尼卖掉），并且取得了成功。1998年11月5日，托尼在旧金山参加一个客户研讨会，他邀请父亲在宴会上演讲。父亲在傍晚时分步行离开了他在圣马特奥的办公室，准备乘火车前往旧金山，其实他本可以乘出租汽车去的，因为托尼可以在晚上开车送他回家。由于从下午开始天上一一直在下毛毛细雨，因此父亲走的道路十分湿滑。当父亲经过圣马特奥的商业区时，他看见前方的交通信号灯开始由绿变黄，于是他像以前那样，想在信号灯变红之前跑过去。他刚刚跑到人行道就滑倒了，摔坏了右髌部。虽然后来伤势复原得相当不错，但是从那一次受伤开始，痴呆症就像洪水决堤一样侵袭而来。

父亲身体复原时，他的记忆和逻辑却没有恢复。我负责实施他的健康恢复计划，感觉到他的恢复情况相当理想。但是与大多数摔坏了髌部的老年人一样，1999年1月15日，他患上了肺炎，这对他的身体造成了很沉重的打击，几乎夺去了生命。到了1月19日，他已经进入了重病特别护理阶段，我们被告知他只能活到第二天早上，母亲非常地难过。那天亚瑟从西雅图乘飞机赶来，整晚上都坐在他的身边。到了凌晨三点，顽强的父亲渡过了危机，从昏迷中苏醒过来，他最初的反应是去除脚趾上的刺。清晨五点，亚瑟让我去接替他照顾父亲。早上八点，我叫醒了母亲，她由于认为父亲已经去世而悲伤不已。我叫她和我一起回到父亲身边，因为她还能再一次和她的丈夫交谈。虽然父亲仍然没有脱离人工呼吸机，但是头脑很清楚。在父亲无需重病特别护理以后，我让我的私人医生来到医院，指导那些日以继夜工作的护士们照管父亲。院方已经尽可能地做好了照顾父亲的事情，但是在那种条件下，他们的工作仍然是不够的；从工作方式来看，他们还能做得更多一些。家人都很清楚，

如果让我们来做，结果会更好一些。这家医院从未请过外部的工作人员前去协助，但是当我做出这个决定的时候，他们对我的态度很好，给了比我期望或者应得的更大的自由，父亲需要这样的结果。在父亲最终恢复之前，还有两次徘徊在死亡的边缘，包括有一次利用强心针和真空清除装置从肺部抽取四分之三的积水，这需要时刻观察着可能出现的紧急情况。当时积水几乎马上就要填满了他的肺部，没有医护人员的及时发现，他就不会生存下来。这次创伤严重打击了他的身体和精神状态。

病情危险期中，父亲还发生过几次中风，此时他的身体内对痴呆症的防御被全部破坏。尽管如此，父亲顽强的身体已经恢复到足以每天步行数英里，并且终于能清楚地谈话，即使他有很多事情都忘记了。那时，他几乎忘记了1968年以后发生的任何事情。慢慢地，受到痴呆症的影响，他的长期记忆中只剩下了很久很久以前的事情。他的病情现在已经发展到了只能认出极少数人的阶段，这是典型的晚期痴呆症的表现。父亲的健康状况的下降速度不快，也没有什么规律，但是每过几个月，我们就能明显地感觉到父亲的身体更糟糕了，父亲平时能认出来的只有母亲和我两个人。当他第一次没能认出他最喜爱的儿子亚瑟时，我非常地震惊，现在，他也只是有时能认出来。他记得我是因为平时见面的次数最多。在家时，他接受着家人日以继夜的照顾，由于卧床不起，无法步行，他不能进行生命中最喜爱的活动——步行、担心和工作。在健康恢复、资金等方面，他和母亲的一切几乎都由我照顾。尽管母亲仍然相当健康，但是父亲已经不再为我所熟悉，一点儿也不熟悉了，我所了解的父亲已经一去不复返了。

今天，母亲长时间地陪着他，但一直是在重压之下艰难地努力着。尽管总的来说，照顾父亲健康恢复的人做得非常出色，但是她

从来都认为做得不够，并且定期亲自出马，直到最后累得精疲力竭。后来，每当母亲离开时，父亲就开始把她叫回来。无论对母亲，还是对任何人来说，需要做的工作都太艰难了。当父亲最终去世时，我无法想象她会怎样的咒骂和祷告，我也不能这样去想。我唯一确信的是，晚年的生活不适合柔弱的人。

他们有11个孙子和四个曾孙。他们的长孙，也就是唐纳德的长女，继我的姑姑之后，又取了卡丽的名字。第二个孙子是亚瑟的长子，继父亲之后，他也叫做菲利普·A·费舍。他们是仅有的两个真正以他人的名字取名的人。父亲经常后悔曾孙中没有一个取母亲的名字，但是母亲并不在意，像她那样的性格不会烦恼这样的事情。由于父亲在拥有自己的孩子时年龄已经比较大了，因此和他的长孙最为亲密。母亲在她的家中年龄最小，自然更喜欢较小的孙子。有两个曾孙是他们几乎不熟悉的，还有两个从未见过，都生活在很远、很远的地方。我知道，对父亲来说，真正有意义的曾孙只有少数几个。他们从不了解这面镜子。

意义——镜子中的形象

父亲是一个影响了很多人的伟人。受他影响的人包括大企业的领导者，也包括普通人，从国家的商业领导人，到在各个行业中工作的他的学生，以及他的学生的学生。他在让别人明白用其他方式无法明白的事情上有一个诀窍。父亲通过使人们思考，而不是直接告诉的方式，使他们产生了一些在没有受到父亲影响时不相信自己会拥有的想法。有时，他就像一面能把你的智力显现出来的镜子。

我无法说出几十年来有多少人这样对我说过：“我见过他一次，时间很短暂，但是他说了一些想法，使我受到启发，并且提供了我在开办自己的公司时使用的观点。”当然，他们最终采用的是

目 录

序言 从父亲的著作中学到的	1
引言	1

第一部分 普通股和不普通的利润

引言	3
第一章 过去提供的线索	6
第二章 “闲聊”的用处	16
第三章 买什么：寻找优良普通股的十五个原则	19
第四章 买什么：根据你的需要使用	50
第五章 什么时候买	60
第六章 什么时候卖出，什么时候不要卖出	76
第七章 股利的喧嚣	85
第八章 投资者的五个不要	94
第九章 投资者的另外五个不要	106
第十章 如何找到成长型股票	133
第十一章 摘要和结论	144

第二部分 保守型投资者高枕无忧

引言	147
第一章 保守型投资的第一个特点：生产、市场营销、研究和 财务技能的优势	150
第二章 第二个特点：人的因素	156
第三章 第三个特点：一些商业的投资特征	167
第四章 第四个特点：保守型投资的价格	176
第五章 再论第四个特点	182
第六章 三论第四个特点	187

第三部分 发展投资哲学

第一章 哲学的起源	197
第二章 从经验中学习	209
第三章 哲学的成熟	223
第四章 市场有效率吗	238
附录 评价有前途公司的关键因素	250

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

第一部分

普通股和不普通的利润

理想在线证券网图书馆——理想在线证券网图书馆

引言

在投资领域出版一本新书要求作者进行一些解释性的声明。由于另一本面向投资公众的著作要求展示我的商业活动，因此为了提供充足的解释，下面的言辞有些涉及到了我的私事。

我毕业于斯坦福大学成立不久的商业研究生院。一年以后，即1928年5月我进入了商界。我进入了一家银行，即在旧金山的克洛克-安格罗国家银行工作，并在20个月以后在具有重要作用的统计部担任主管。按照现在的说法，那时我可以被称为证券分析师。

我在银行工作的时候，可以近距离地观察各种巧妙的金融行为，这种观察一直持续到1929年秋，此时正是美国经济处于逆境的时期。我的观察使我相信，在西海岸有一个建立专业投资咨询公司的好机会，这样的公司和某些过时而又不值得称道的股票经纪人直接对立。那些股票经纪人只知道股票的价格，而不知道股票的价值。

1931年3月1日，我创办了费舍公司(Fisher & Co.)，虽然那时公司为公众提供投资咨询服务，但是兴趣主要集中在一些成长型公司上，这一行为获得了成功。随后第二次世界大战爆发了，尽管我有三年半的时间为陆军航空兵从事各种办公室工作，但是我利用部分空闲的时间，像过去一样回顾了一些成功的，尤其是不成功的投资活动，其中包括十年前我经历的，或者我亲眼看见别人经历的。从回顾中，我开始明白特定的投资原则，这些原则和金融界普

遍接受的一些信条有所不同。

当我回到普通百姓的生活时，我决定将这些原则尽可能不受无关事情影响地应用在商业环境中。11年来，费舍公司并不是为公众服务的，它的客户数量从未超过12个，大多数客户在这些年来没有改变。公司所有的活动都集中于一个目标，而不是把主要的兴趣放在资本增值上。我知道，在过去的11年间，股票价格普遍上涨，任何从事股票活动的人都应该获得很好的利润。然而，这些资金能够通过从整体上认识市场指数而持续稳步增长，我发现在第二次世界大战之后遵循这些原则，要比10年前，也就是第二次世界大战之前更彻底地证明其合理性。我在第二次世界大战之前只使用其中一部分原则，或许更重要的是，它们在市场普遍处于静止或者下降状态时带来的回报，和市场迅速攀升时一样出色。

在研究我和其他人的投资记录时出现了两个具有重要影响力的问题，它们是我撰写此书的原因。其一，如果投资即将获得大的利润，那么我们需要耐心。这是我在别处也提过几次的问题。换一种说法，一般来说讲述一只股票的价格将如何变化，要比该股票还要多久才能发生这种变化容易得多。其二，股票市场天生具有迷惑人的本质。如果你所做的事情是同一时间所有人都在做的，并且因此对你产生了几乎不可抵抗的欲望，那么一般这件事情根本就是错误的。

出于以上原因，这些年来我用一个个自身的经历，对资金的拥有者详细地解释了我对这些原则的运用。只有这样，他们才能充分地理解为什么我会购买对他们来说默默无闻的股票，以保证买入的股票在足够长的时间以后才开始用市场行情证明自己，而之前买入的行为不是在外界的刺激下做出的。

逐渐地，有人要求我编辑这些投资原则，并著书立作，这就导

致了我第一次摸索着组织本书的内容。然后我考虑到，我所服务的客户数量很少，与我在生意上的来往已有多多年，而大多数人的资金没有那么充裕。另外，我还问自己，如何从一开始就能让资金较少的投资者采用正确的投资方式。

对于大批的小规模投资者来说，他们无意识间学到了各种观点和投资见解。我认为他们的困难在于可能从来没有遇到过更基本的概念的挑战，因此会在相当一段时期内付出昂贵的代价。最后，尽管立场不同，但是我和另一些对这些问题十分感兴趣的人有过多讨论，这些人是上市公司的总裁、财务副总裁和财务主管，当中的许多人都对尽可能多地学习这些问题展现出浓厚的兴趣。

我断定这类人需要这样一本书。我决定这样一本书应该用一种日常使用的方式来呈现，于是我试着用第一人称为你——也就是读者写作此书。我使用的大量的语言、例子和类比，都与我向客户表达同一概念时完全相同。我希望我的坦率，甚至有时直言不讳，不会引起你的反感。我特别希望你能从我提出的观点中，得到比我在写作中的不足之处更重要的价值。

菲利普·A·费舍

1957年9月于加利福尼亚圣马特奥

第一章 过去提供的线索

假定你在银行里存了一笔钱，你决定买一些普通股。你之所以做出这一决定，可能是因为和以其他方式使用这些钱相比，你渴望得到更多的收入，也有可能是因为你和想和美国一起发展和成长。也许你考虑到了早年间亨利·福特(Henry Ford)创办的福特汽车公司(Ford Motor Company)，或者安德鲁·梅隆(Andrew Mellon)建立的美铝公司(Aluminum Company of America)，你想要知道你是否也能发现一些现在正在打基础的年轻企业，能在未来给你带来一笔巨大的财富。可能你的担心大于希望，希望自己的储蓄金能经得起风浪，因此，在听到了越来越多的关于通货膨胀的消息之后，你渴望一些没有风险的投资，以避免降低你的美元购买力。

或许你真正的动机可能有点受到在市场中赚了一些钱的邻居的影响，可能是由于收到了邮寄来的小册子，上面解释了为什么目前中西部全麦面包公司(Midwestern Pumpernickel)的股票很便宜，也可能是这些因素的混合，然而，你的行为背后有一个基本的动机。无论有什么理由，使用什么投资方法，你购买股票是为了赚钱。

因此，在考虑购买任何普通股之前，似乎必然要首先了解过去投资者使用什么方式最赚钱，甚至随便看一下美国股票市场的历史，就能看到有两种截然不同的积聚大量财富的方法。19世纪到20世纪初期，一些数额巨大的和许多零散的财富主要是由商业周期

产生的。在某一个时期内，不稳定的银行体系致使繁荣与萧条交替出现，在萧条时买入，而在繁荣时卖出股票的做法包含了很浓厚的价值原理。对于那些在金融领域具有良好的关系的人来说，这种做法是尤其正确的，因为一旦银行体系的压力变得有些沉重，他们可能会提前得到消息。

但是或许人们认识到的最重要的结果是：在股票市场上，从1913年联邦储备体系(Federal Reserve System)的成立，到罗斯福政府执政早期通过了有关证券与交易的法令这一时期，那些使用其他方法的人赚到了更多的钱，承担的风险也更低。实际上在早些时期，如果能找到确实优秀的公司，即使在震荡波动的市场中也一直持有它们的股票，结果证明，由于这样做而赚钱的人数越来越多，而且他们的收益比那些交易更加频繁，总是试图以低价买入，高价卖出的人更高。

这看上去有些让人惊讶，那我们就详细描述一下这个问题来证明这种说法，同时也提供一把钥匙，用来打开成功投资的第一道大门。目前国内有各种不同的股票交易形式，而且可供投资的公司数量非常庞大，比如说，在25~50年之前的某个时候，投资1万美元就很可能在今天增值为25万美元以上。换句话说，在大多数投资者的一生之中，他们拥有大量打下良好基础的机会，这些机会能使得自己或者子女获得大笔的财富。这些机会并不意味着要在市场最为恐慌的某一特定时期购买，每年我们都能以可能赚到大笔利润的价格买入某些公司的股票。这要求我们具备把相对较少的具有极好投资可能的公司，和那些数目众多的一般成功或者完全失败的公司区分开的能力。

今天存在的投资机会能在多年以后产生相应的利润吗？我们值得仔细地注意对这个问题的回答。如果答案是肯定的，通过股票投

资而赚得实际利润的道路就开始变得明朗起来。幸运的是，有充分的证据表明，今天的机会不仅不比 20 世纪头 25 年差，而且实际上要更好一些。

之所以发生这种变化，原因之一是公司管理的基本观念发生了改变，并且处理公司事务的方式也相应地发生了变化。在上一代人掌控公司时，大公司的管理层通常都是同一家族的成员，他们将企业看作是私人的财产，很大程度上忽视了外部股东的利益。如果真的要考虑管理层的续接问题，那些年龄过大的领导者就会培养一个年轻人来接班，这样做的目的主要是帮助他的儿子或者侄子将来继承他的位置。管理层很难最先考虑发挥别人最大的才能来保护普通股股东的投资。在那个专制的时代，陈腐的管理层倾向于反对革新或者进步，并且屡次拒绝接受批评和建议。这和今天不停地在竞争中寻找更完美的做事方式是不同的，今天，顶尖的公司管理层通常不断地进行自我分析，从不停止寻求进步的脚步，甚至经常向公司外部的各种专家咨询，以求得到好的建议。

在以前的日子里，公司一般无法在行业内最引人注目的领先地位待得太久，因为那样会面临很大的危险，或者公司内部的人员会夺取所有的利益。虽然现在这种风险没有完全消除，但是对谨慎的投资者来说，这种有害的投资风险要比以前小得多。

公司管理层有一个方面的改变值得注意，这就是企业的研究和工程实验室的增长。如果企业的管理层不学习相应的技术，那么这种研究的出现几乎不能使股东获益，也就无法成为一种创造美好生活的工具，为股东产生持续增长的利润。甚至在今天，许多投资者也未能深刻地意识到这方面的发展速度有多快，能够发展到怎样的程度，以及对基本的投资政策的影响如何。

实际上，在 20 世纪 20 年代末，大约只有六家从事工业的公司

成立了作用显著的研究机构，按照今天的标准，这些公司的规模很小。直到阿道夫·希特勒为了军事目的而加快了研究和工程实验室的发展，由于人们感到害怕，工业研究才真正地开始增长。

从那时到现在，工业研究一直在不断地增长。1956年春，《商业周刊》(Business Week)发布的一项调查显示：1953年，私人企业支出的研究和发展经费大约是37亿美元。这些内容也刊登在麦格罗-希尔(McGraw-Hill)公司出版的其他一些有关交易的出版物上。1956年，该经费上升到55亿美元，而当时企业的计划要求上升的速度加快，争取在1959年超过63亿美元。同时令人吃惊的是，1956年的调查表明：到1959年，也就是在三年之内，一些主要的企业希望将经费的比例从产品总销售额的15%提高到20%以上，而这种情况在1956年是不会出现的。

1957年春，《商业周刊》又做了一次类似的调查。如果说1956年的数据使他们吃惊的话，那么仅仅一年之后就得到了一个或许称得上爆炸性的结果：和前一年相比，研究经费的上升比例超过了原先计划的20%，经费总额已经达到了73亿美元！这表示在四年之内，经费的数额增加了几乎一倍，而最近12个月的实际增长数额，要比一年前预测的之后三年的增长总额还要多10亿美元，同时，预期1960年的研究经费会增加到约90亿美元。此外，所有的制造企业都希望到1960年，销售额的10%来自于三年前还不存在的產品。而一年前的调查中，这种预期仅仅局限于少数几个企业。对选择的特定企业来说，在排除了销售新的型号和样式的情况下，这一比例还要再增加数倍。

这对投资的影响几乎不会被夸大。研究成本是如此浩大，以至于如果企业不能在商业的立场上明智地运用，就可能在运营费用的负担下步履蹒跚。此外，对管理层或者投资者而言，缺少能快速而

简单地衡量收益性的评价标准，甚至像能力最强的职业棒球运动员也不指望每三次击球就至少击出一次安打，所以，仅仅是平均数定律就能限制一项规模相当大的研究计划，使之无法产生利润，而且从理论的机会上说，在一个特定的时期，甚至在杰出的商业实验室也会出现一堆无法产生利润的计划。最后，一项计划从酝酿到对企业的利润产生重要影响需要 7~11 年的时间，因此，即使是利润最多的研究计划，也会在它最终实现了增加股东利润之前成为财务上的负担。

但是对于组织混乱的研究来说，如果成本很高且不易察觉的话，那么小规模研究的成本可能会更高。在未来的几年内，拥有着数千家公司的市场，甚至整个行业如果无法跟上时代的步伐，那么就会因为多种新原料和新的机械形式的引入而逐渐萎缩，而采用电子计算机进行记录和在工业过程中使用辐射技术，引起了经营方式的重要改变。有些公司会注意到这种趋势，并设法从中获取庞大的销售利润。这些公司的管理层在处理日常运营时，可以继续保持最高效率的标准，同时也能在影响公司长远利益的事务上做出良好的判断，以维持领域内领先的地位。幸运的股东们有福了。

除了企业管理层观点的改变、研究的增长这两个因素以外，还有第三个因素使得今天的投资者能够比过去大多数时期拥有更多的机会。如果商业周期对投资政策存在影响的话，那么在后面有关应该什么时候买入和卖出股票的章节中讨论这种影响似乎更加合适。但是这里应该讨论这一因素的一部分内容，这主要是由于从 1932 年开始，联邦政府的基本政策发生了内部结构的变化，使得持有一些特定类型的股票更加有利。

不管是 1932 年之前还是之后，也不管所做的贡献有多么微小，主要的政党通常都会在执政的时候因出现经济繁荣而赞颂自己。如

果发生了严重的经济衰退，他们也同样会遭到反对党和公众的指责。然而在 1932 年之前，执政党有责任认真考虑一下，为了支撑孱弱的商业部门而有意背负巨额的赤字，在道德上是否合理，或者是否发挥了政治上的智慧。无论是哪一个政党执政，都未能认真地考虑一个问题：解决失业问题要比分配救济品物资花费更高的成本。

1932 年之后，所有的事情都反过来了，民主党可能比共和党更加关心，也有可能更不关心平衡的联邦政府预算。然而，可能除了前财政部长汉弗莱 (Humphrey) 之外，自艾森豪威尔 (Eisenhower) 总统以下其他重要的共和党领导人一再声称，如果商业真的开始衰退，他们会毫不犹豫地降低税率，或者即使会产生赤字，也要颁布一些能恢复繁荣和降低失业率的措施。这和大萧条之前盛行的政策是完全不同的。

即使人们没有普遍接受这种政策上的转变，但是还是有一些能够产生相同结果的变化发生，尽管发生的速度可能不是很快。所得税是从威尔逊 (Wilson) 政府执政期间开始变得合法的，但是直到 30 年代才对经济造成重要的影响。在早些时候，联邦政府的税收大部分来自关税和消费税。虽然在一定程度上，税收会受到经济繁荣水平的波动的影响，但是从整体上看是相当稳定的。相反，今天联邦政府的收入中约有 80% 来自企业和个人所得税，这就意味着整体商业水平的任何急剧下降都会导致联邦政府的税收相应减少。

同时，农产品价格支持和失业补助金等各种各样的措施已经写入法律。在经济衰退大幅度降低了联邦政府的税收的特定时期，法律将强制实行这些措施，以使政府支出急剧地增长。通过削减税收，增加更多的公共岗位，以及向财政紧张的商业团体提供贷款，以确保达到扭转不利的商业趋势的目的。更加明了的是，如果真的

发生了衰退，那么联邦政府每年的赤字很可能处于 250 亿~300 亿美元之间。这一数额的赤字产生了进一步的通货膨胀，通过和战时支出造成的赤字近乎相同的方式，使得战后主要产品的价格不断增加。

这表示如果现在发生衰退，就倾向于比过去一些较大的衰退持续时间更短。接下来进一步的通货膨胀引起总体价格的上涨几乎就成为了必然，而过去总体价格的上涨在帮助某些企业的同时也损害到了其他企业。在这种整体的经济背景下，对于财务方面较为弱小的公司的股东来说，商业周期的威胁可能会和过去一样大，但是对于成长型公司的股东来说，如果公司具有足够的财务实力或者贷款能力来保证在困难时期坚持一到两年的话，那么在当今经济状况下发生衰退时，股票市场价值的缩水更加具有临时性，而在 1932 年之前则会威胁到投资本身的生存。

另一个基本的金融趋势起因于人们对固有型通货膨胀的偏见，这种偏见已经深入到了法律和公认的政府经济职责的观念。对于普通的个人投资者而言，如果他们希望严格地长期持有，那么债券就变得不再是理想的投资。持续上涨了几年的利率在 1956 年秋获得了重要的动力。由于高等级债券正处于 25 年来的最低价，金融界有很多人提倡从价格正处在历史高位的股票，转向投资这种固定收益证券。与正常情况下的比例相比，债券收益上的高利润超过了股票的回报率，看起来给当时提倡的做法以强有力的支持。就短期来看，这样的做法迟早会证明其有利可图。就其本身而论，这样可能会更多地吸引短期或者中期的投资；对交易者来说，在采取必要的买入和卖出行为时，需要做出敏锐而理智的判断，这是因为任何重大的经济衰退来临时，几乎每次都会造成货币利率的下降和债券价格的相应上涨，同时股票很难出现上涨的行情。这就使我们得出结

论：高等级债券可能对投机者更有利，而不利于长期投资者。这一观点似乎和我们通常的思维直接对立，然而，一旦理解了通货膨胀的影响，就会明白为什么会发生这样的事情。

1956年12月，纽约国家城市银行(The First National City Bank of New York)(译者注：即花旗银行)在一篇文章中提供了一个表格，说明了1946~1956年这十年间，在世界各地发生的货币购买力贬值的问题。表格中包括了自由世界中的16个主要国家，其中每一个国家的货币价值都有明显地下降。瑞士是下降幅度最小的国家，十年间货币贬值了15%，而智利的下降幅度最大，达到了95%，美国是29%，而在加拿大则达到了35%。这表示美国在十年间每年的货币贬值率为3.4%，而加拿大为4.2%。相比之下，美国政府债券的利率相当低，如果在1946年买入该债券，收益率只有2.19%。这意味着如果考虑到货币的真实价值，这种高等级的固定收益证券的持有者每年实际获得了1%以上的负利率(或者说亏损)。

尽管如此，假定投资者在利率相当高的1956年买入债券，而不是在1946年以相当低的利率买入。纽约国民城市银行在同一篇文章中也提供了有关这个问题的数据。文章中提到，预计在接近1956年时，美国政府债券的回报率为3.27%，对投资来讲，这仍然相当于没有回报，实际上还有一点亏损。然而，这篇文章发表六个月后，利率突然急速地上升到3.5%以上。如果投资者有机会在1946年以25年来的最高回报率投资，那么他的实际进展会怎样呢？在绝大多数情况下，他的投资仍然得不到真正的回报，事实上亏损也是很普遍的。这是因为在计算投资的真实回报率之前，几乎所有这些债券的购买者不得不支付20%的利息税。在很多情况下缴纳的税金是相当高的，因为应纳税的收入只有在2000~4000美元之间时，利息税才为20%。同样，如果投资者在此期间购买了免税的市

政债券，那么由于这种债券的利率稍微有些低，因此还是不能为投资带来任何真正的回报。

当然，这些数据最终只适用于1946~1956年这十年的情况。尽管如此，它们确实表明了这些情况在世界范围内都会发生，因此某一个国家不太可能依靠政治趋势扭转局面。对于债券在作为长期投资时的吸引力来说，真正重要的是预期未来一段时期内是否会发生类似的趋势。对我而言，如果仔细地研究一下整个通货膨胀的机制，那么就能很清楚地看到，通货膨胀的增长是由于贷款的大规模增加引起的，而贷款的大规模增加又是大量的政府赤字极大扩张了信用机制的货币基础的结果。赢得第二次世界大战而带来的巨额赤字已经为后来的结果奠定了基础，结果是战前就买入了固定收益证券的债券持有人失去了一半以上的真实投资价值。

正如已经解释的那样，我们的法律，更为重要的是在衰退时公认的观念，使得下面两种做法中的其中一种似乎不可避免。要么维持良好的商业，股票的表现超过债券；要么发生重大的经济衰退。如果出现后一种情况，债券将会暂时超过表现最优异的股票，但是随后会引起一连串政府制造赤字的行为，这将导致债券型投资的真实购买力显著地下降。几乎可以确定的是，衰退将引起进一步的通货膨胀；在这个令人烦扰的时期，下定决心卖出债券是极其困难的，这使我相信，在复杂的经济条件下，这种形式的证券主要适合于有义务进行对冲的银行、保险公司和其他机构，或者有着短期投资目标的个人。对长期投资者来说，它没有提供足够的收益来补偿购买力进一步贬值的可能。

在继续深入讲述其他内容之前，最好先简短地概括一下各种各样的投资线索。站在投资的立场上，这些线索可以从对过去的研究中，对过去和现在之间主要差别的比较中一点一滴地搜集起来。这

样的研究表明，运气好或者辨别力强的人偶尔能找到一家销售额和利润远高于行业整体水平的公司，以获得最好的投资回报。它进一步表明，当我们认为自己找到了这样一家公司的时候，最好在很长的一段时间内持有。它强烈地暗示我们，这样的公司未必是年轻的和规模小的。相反，不管规模如何，真正重要的是管理层能够实现更重要的成长和具备完成计划的能力。过去提供的另一个线索是：管理层的成长通常和了解如何在自然科学的不同领域组织研究，以便为市场带来经济价值和相关的生产线有关。这就使我们清楚了这种公司的普遍特征，也就是管理层不会因为自己关注的长期计划，而放松对执行日常事务的警惕性：它们在平常的商业运作上表现得很好。最后，我们得到了重要的保证：不管 25 或者 50 年前存在多么引人注目的投资机会，今天可能会有更多这样的机会。

第二章 “闲聊”的用处

作为对寻找哪种普通股的一般性描述，上一章的所有内容可能都是有用的，但是作为寻找成功投资的指导，它的贡献显然相对小了很多。假定它为应当追求的投资提供了要点，那么投资者如何才能找到可能实现较大增值的特定公司？

立即会有人建议一种本身很有逻辑，但是很不现实的方法。这种方法是找出在管理的各个方面都足够熟练的人，让他检查公司的每一个部门，详细地调查公司的高级管理人员、产品、销售组织、研究，以及运营中其他所有的方面，然后关于公司是否具有增长和发展的成功可能性，得出一个有价值的结论。

这种方法似乎很合理，但是很不幸，有几个原因使它不能很好地为普通投资者服务。首先，只有少数人具备完成这种工作所要求的高级管理技能。大多数人忙于薪水很高的最高层的管理工作，他们既没有时间，也不愿意从事这些工作。此外，即使他们愿意，我也很怀疑那些为数众多的真正的成长型公司是否允许非组织内部的人使用所有必需的数据来做出决定。用这种方法获得的消息对现有或者潜在的竞争对手来说太有价值了，所以公司不会允许把这些消息传递给那些没有义务提供这些数据的人。

好在投资者还有一种做法，如果处理得当的话，这种做法将提供找出真正成功的投资的必需线索。由于缺少一个更好的专业术语，我把这种做法叫做“闲聊”法。

接下来的内容将对这种做法详加说明，而普通的投资者在看了之后普遍有同一种反应，这就是不管“闲聊”法对其他人多么有益，对某些人来说却由于没有太多闲聊的机会而毫无帮助。我知道大多数投资者不能在真正需要投资的地方投入大多数资金。不过我认为他们应该完全明白什么是必需的，以及为什么要这样做。只有明白了这些，他们才能选择最能帮助他们的职业投资顾问，才能充分地评价投资顾问的工作。此外，当他们不但明白了能实现什么结果，而且理解如何实现的时候，他们或许会惊讶，在投资顾问为他们做好了有价值的工作之后，他们可能会不时地获得更多的利润。

商业的“消息途径”是一件很值得注意的事情。和那些与特定公司以某种方式存在利害关系的人交谈，你可以通过截取他的有代表性的观点，获得关于某一行业每一家公司的相对优势和弱点，这是让人非常吃惊的。大多数人，尤其当他们认为自己所说的话没有被引用的风险时，喜欢探讨他们所从事的工作领域，并且会坦率地谈论竞争对手。去拜访某一行业内的五家公司，在每一家都询问关于其他四家公司的优势和弱点的聪明问题，十次中有九次你会惊奇地看到，所有五家公司的优势和弱点都详细而准确地显露出来。

然而，竞争对手只是一个方面，未必是最佳的信息来源，和公司存在交易的供应商和顾客同样能让人吃惊地了解到一些信息。大学、政府和竞争对手的研究人员也能提供丰富的有价值的信息，贸易协会的高级管理人员也是信息的来源。

如果信息的来源是贸易协会的高级管理人员和其他一些类似的团体，我们就不可能重视两件事情。一是打听消息的投资者必须能够打消疑虑，确保他的消息不会被披露；二是此后他小心翼翼地实行这一策略。否则，有些信息会使他陷入麻烦，这种风险显然是很大的，以至于出现了相反的观点都无法获知。

还有一种团体能非常好地帮助未来的投资者寻找能获利的公司。不过，如果投资者没有进行很好的判断，没有大量地反复查证他被告知的消息的可靠性，那么该团体的害处就会大于益处，这一团体是指公司的前雇员。对于前雇主的优势和弱点，他们经常有着真实的观点。一样重要的是，他们一般在谈论时毫无拘束。无论是否正确，很多前雇员都认为，前雇主由于自己认为正当的抱怨，或者没有合适的理由就解雇了他们，因此仔细地检查和研究雇员离开公司的原因是很重要的。只有那样，才有可能确定可能存在的偏见程度，以便考虑前雇员所说的话。

如果找到了足够多的关于一家公司的不同信息来源，那就没有理由相信获得的每一段数据都要和其他数据保持一致。实际上，完全没有必要出现这种一致性。在真正的优秀公司的案例中，信息是如此清楚，以至于具有一定经验的投资者只要知道自己寻找的目的是什么，他就能说出哪些公司能使他产生足够的兴趣，以保证进行下一步的研究。下一步就是接触公司的高级职员，然后试着填写在投资者研究的状况中仍然剩余的一些内容。

第三章 买什么：寻找优良普通股的十五个原则

如果投资者想在几年之后获得几倍的利润，或者经过更长的时间以后，获得了相应更大的利润增长，那么他应该学会做什么事情？换句话说，公司应该具备哪些特性才能最大可能的为其股东谋得利益？

我认为，投资者应该关注十五点原则。如果一家公司仅仅不能满足其中很少的几点，那么你对它的投资就能得到很好的回报。如果不能满足的太多的话，我就认为它不符合我对“值得投资”的定义。这些原则中，有一些是关于公司的策略，还有一些是关于如何有效地执行这些策略，有些原则关心的事情主要是利用公司外部获得的信息进行研究；还有一些最好通过公司员工直接探索来解决。十五点原则如下：

原则 1：至少在几年内，公司是否具有足够市场潜能的产品或者服务，使得销售额有可能实现相当大的增长？

对于那些销售额曲线呈静止，甚至下降趋势的公司来说，获得相当大的一次性利润是决不可能的。更好地进行成本控制可以节省运营费用，有时会创造出充足的净收入，从而导致公司股票的市场价格的上涨。许多投机者和四处觅购便宜货的人热切地追求着这种

一次性的利润,它并没有提供机会的程度,然而,那些想从投资中获取最大可能盈利的人对它很有兴趣。

有时获得相当大的利润也是不可能的,这种情况仅仅发生在销售额停止增长之后,条件的变化使得销售额在很短的几年之内产生了巨大的增长。在无线电设备制造商发展电视行业的时候,出现了大量这样的例子,在短短几年之内,销售额大幅度上涨。现在通电的美国家庭中,几乎 90% 都有电视,因此销售额曲线再次处于静止状态。在一个拥有许多公司的行业中,产品在越早的时候卖出,公司赚到的钱越多。然后当销售额曲线趋于水平时,其中许多公司的股票就变得有吸引力了。

即使是最优秀的成长型公司也不指望每年的销售额能比上一年有所增长。难以预测的商业周期变化也对每年的比较有着重要的影响,因此增长不能根据每年的利润数字来判断,但是可以把好几年合在一起考虑。某些公司不仅在未来几年,而且在之后相当长的一段时间内有超出正常增长的希望。

那些数十年来一直保持着惊人的增长速度的公司可以分为两组,由于缺乏更适合的术语,我把其中一组称为“由于幸运而有能力”,而把另一组称为“由于有能力而幸运”。对这两组公司来说,管理能力的高条理性是必不可少的,没有哪个公司仅仅由于幸运就能在长时间内持续增长。它必须拥有和继续保持商业技能的高条理性,否则就不能利用它的好运气来抵抗竞争对手的侵袭。

美国铝公司是“由于幸运而有能力”组的一个例子。公司的创立者有着深远的眼光,他们对新产品在商业上的使用做出了正确地预见。然而在那时,他们和其他人都没有想到,铝制品会在 70 年之后大量地占据市场。将技术的进步和成本的节约结合在一起,为公司带来了更大的收益。在鼓励和利用行业的趋势方面,美国铝公

公司拥有并持续显示出很强的能力。在像空中运输要求的提高这样的背景条件下，如果其改变所产生的影响并没有完全超出公司对开发广阔的新市场的控制，那么公司仍然会保持增长，但是增长的速度会变慢一点。

和管理层的早期设想相比，美国铝公司在在一个更好的行业中找到了自己的位置。如果该公司的许多早期股东能够一直持有他们的股票，当然就会获得众所周知的财富，人们一般都没有认识到的是公司新股东的情况如何。在我撰写本书的原稿时，和1956年创下的空前高位相比，美国铝公司的股票下跌了将近40%。然而如果你在十年之前，也就是1947年买入该股票，那么即使是目前的这一“低”价，也已经几乎是这十年期间其平均价格的五倍，更不用说和最低价相比了。

现在我们考虑一下杜邦公司(Du Pont)，并把它作为另一组成长型股票，也就是“由于有能力而幸运”组的例子。该公司最初并没有从事尼龙、玻璃纸、透明合成树脂、氯丁橡胶、奥纶、聚酯薄膜，或者任何其他能吸引人目光的产品的生意，它的产品不是公众经常使用的，也没有向投资者证明能获取巨大的利润。许多年来，杜邦生产的是炸药，在和平时期，它的增长大体上和采矿行业相似。近些年来，伴随着修建铁路活动的增加，它的增长速度由于额外的销售额而加快了一些，这些都只是销售额中微不足道的一部分；由于杰出的商业金融判断和一流的技术结合在一起，现在公司每年的销售额超过了20亿美元。由于从原先的炸药生意上学会了应用新的技术和知识，公司先后成功地投放了一批又一批的产品，成为美国工业史上最伟大和最成功的传奇之一。

投资新手可能在刚接触到化工行业时认为，有些公司在商业的很多方面都一直拥有最高投资比率，同时也生产行业内最具吸引力

的成长型产品，而这只是一个幸运的巧合。这样的投资者混淆了原因和结果，这就像一位单纯的年轻女士在结束了第一次去欧洲的旅行后，对她的朋友讲述自己发现的一个“巧合”：宽阔的河流经常穿过许多大城市的中心。就所关心的销售额曲线而论，对杜邦、陶氏化学(Dow)、联碳公司(Union Carbide)等这类企业的历史进行研究，就能清楚地表明它们为什么会成为“由于有能力而幸运”的公司。

在那些“由于有能力而幸运”的公司中，可能最引人注目的一个例子是通用美国运输公司(General American Transportation)。50多年前，在公司刚刚成立时，铁路设备行业很有可能出现极大的增长，似乎所有的行业都会因此而出现了更美好的前途。然而当铁路行业的前景发生改变以后，生产载货汽车逐渐失去了吸引力，但是管理层的独创性和足智多谋仍然使该公司的收入保持着稳定的上升趋势。管理层并没有感到满足，他们开始利用在基本的生意中学到的一些技术和知识，进入了仍然存在进一步增长可能的其他一些不相关的行业。

不管这样一家公司多么的类似于“由于幸运而有能力”或者“由于有能力而幸运”中某一种类型，只要它在之前几年的销售额急剧增加，对投资者来说就是致富之源。然而，像通用美国运输公司这样的例子使我们明白一件事情：无论是哪种类型的公司，投资者必须关注管理层目前和今后是否有很强的管理能力；如果没有的话，销售额就不会再继续增长。

对投资者来说，正确判断一家公司的长期销售额曲线是极其重要的，肤浅的判断会导致错误的结论，例如，我已经提过的广播电视股票的例子，美国家庭对电视的需求发生过一次主要的爆发，而不是持续的长期增长。不过，其中几个广播电视公司在最近几年显

示出了新的发展趋势，在通信和自动化设备等其他电子领域，它们已经开始使用电子技术来增加营业规模。在一些情况下，这些公司和军方的电子行业很有希望在未来很多年内实现稳定的增长。和经营电视业务相比，其中一部分像摩托罗拉这样的公司，已经更加重视这一新的发展趋势。20 世纪 60 年代早期出现的电视型号也会在将来显得笨拙和过时，就像我们今天看待原始的墙式曲柄手摇电话一样，是特定的新技术发展为这种情况的发生提供了可能。

公众可能过于低估了一项潜在的商品的发展势头，那就是彩色电视，这是由于晶体管开发和印刷电路的发展而产生的直接结果。和 50 年代的普通电视相比，彩色电视的荧光屏所显示的画面在大小和形状上略有不同，今天笨重的电视柜即将成为历史。如果这一发展获得了大量的商业认同，那么在现有的电视生产企业中，技术最先进的那些可能会享受到销售额的又一次激增，而且比几年前的那一次带来了更大的变化，持续时间也更长。这些公司会发现，这一激增会加强行业和军方电子生意的稳定增长。那时他们就可以享受这种重要的销售额增长，这也是那些要求成功投资的人首先要考虑的问题。

我提出这个例子不是必然要发生的，但是它是很容易发生的事情。我这样做是因为我相信，关于公司未来的销售额曲线，我们必须牢记以下一点原则：如果公司拥有杰出的管理层，所处行业又正在接受技术的转变和发展，那么管理层有没有足够能力处理公司事务，以便在未来变革中出现的和最初设想的销售额曲线是否为同一形态，敏锐的投资者需要对此保持警惕。

当我在原版中写下这些文字时，值得注意的不是什么事情会“必然发生”或者“可能发生”，而是在摩托罗拉身上已经发生的。我们还没有进入离我们很近的 60 年代，我认为那时出现的新型号

电视会淘汰 50 年代的产品，现在这种更替还没有发生，也不会在短期内出现。但同时也让我们看到，一个机敏的管理层能够利用技术上的革新形成向上发展的销售额曲线形态，这一形态就是我之前表述过的一项成功投资的必要条件。

摩托罗拉擅长为警车和出租汽车提供服务，现在公司几乎是在无限度地增长，已经使自己成为双向电子通信领域的成功领导者。货车运输公司、各种形式的运货车队、公共事业公司、大型建筑工程、管道输送项目只是这种多功能设备的一小部分用户。同时，经过几年代价高昂的发展和努力，公司建立起了以获利为基础的半导体(电晶体)部门，在该行业令人难以置信的成长趋势中拥有一席之地。公司已经成为立体声组合音响领域中新的主要组成，并用这种方式获得重要和正在增长的新的销售额来源。公司还采取了一项相当独一无二的举措，即和全国顶尖的家具制造商亨利爵士(Drexel)的产品搭卖，在提高了电视价格的情况仍然显著地增加了销售量。最后，通过一个小的添置物，公司又进入了助听器领域，并且还可能发展其他新的专业产品。总之，在未来十年的某个时间，重要的刺激可能导致原先的广播电视行业的又一次大幅度增长，尽管这还没有发生，也不可能很快就发生，而管理层再次利用了组织内部的资源和技术，再一次将公司推向成长之路。股票市场对此有反应吗？当我刚刚写完原稿时，摩托罗拉的股票价格为 45.5 美元，而现在已经到了 122 美元。

当投资者注意到这种机会时，可能获得的利润有多大呢？让我们看一下刚刚讨论的行业中一个实际的例子。1947 年，我在华尔街的一个朋友做了一个调查，内容是关于尚处于初创阶段的电视行业。他花了大半年的时间，研究了大约 12 个主要的电视生产商，他得出的结论是，电视行业的竞争性将趋于激烈，主要公司的地位

将发生重要的改变，行业内某些公司的股票将会非常吸引投资者的注意。调查中还发现，最短缺的产品之一是和显像管搭配使用的玻壳，最成功的生产商好像是康宁公司(Corning Glass Works)。在进一步调查了康宁公司的技术和研究方面以后，就能很明显地看到，在电视行业中，该公司具备非常好的生产玻壳的条件。对潜在市场的估计表明，这将是公司新生意的主要来源。因为其他的生产线前景似乎更为有利，这一分析把该公司的股票推荐给了个人和机构的投资者，那时该股票的价格大概是 20 美元。此后该股票以 2.5:1 的比例拆股，10 年之后，我的那位朋友以超过 100 美元的价格卖出，这一卖出价格已经等同于拆股前的 250 美元。

原则 2：对于当前引人注目的生产线来说，如果其中大部分潜在的增长已经开发完毕，管理层是否有决心继续发展能够进一步增加总销售额的产品或者生产方法？

如果是由于现处行业的新需求，而不是政策或者计划提供了进一步发展的话，那么因此而在未来几年有显著增长前景的公司可能会为一次性利润提出一种手段。持续 10 年甚至 25 年获利的方法是在金融方面取得成功的最稳健的渠道，而这些公司不易于提供这些方法。在这一点上，科学研究和发展工程开始发挥作用。公司采取的主要方法是改进旧产品和开发新产品。如果管理层不满足于仅仅一次增长的爆发，那么这是他们通常采取的途径，这样就能看到一连串或大或小的持续爆发。

如果公司的新产品和公司现有的产品存在一些商业上的关系，而工程或者研究在相当大的程度上又致力于开发新产品，那么这样的公司可以使投资者获得最好的结果。这并不表示一家令人满意的公司的部门不多，而且其中一些部门拥有和其他部门完全不同的生

产线。它表示的是，每一个部门都以研究为中心，就像一片树丛，每一棵树都从树干向外生长着树枝，这样通常比一家生产大量不相关的新产品的公司做得更好。如果成功的话，公司就会涉足一些和现有生意不相关的新行业。

刚看到第二点原则时，你可能会认为它仅仅是第一点原则的重复，事实上不是这样的。第一点原则是关于事实的问题，即对公司现有产品的潜在的销售增长程度做出评价。第二点原则是关于管理层态度的问题。公司现在是否认识到，现有市场的潜能已经几乎开发完毕，以及可能在未来的某一时间进一步发展新市场？只有在第一点原则上得到较高的评价，同时以赞成的态度对待第二点原则，公司才可能获得最大的投资利益。

原则 3：考虑到规模的大小，公司在研究和发展上付出的努力是否有效？

要想得到很多上市企业每年研究和发展所花费的金额并不困难。自从所有的上市公司都要报告它们每年的总销售额以后，用研究费用除以总销售额就可以得到公司这两项数据的百分比，这只是一个很简单的数学问题。很多职业投资分析师喜欢比较同行业不同公司之间的这一数据，有时还通过计算很多相似公司的平均数，把该数据拿来和行业平均水平进行比较。从这一点出发，我们既可以通过公司的研究成就了解在竞争性方面的重要性，也可以通过投资者得到的关于特定公司每股股票的研究费用得出结论。

这种数据可以证实一项简单的评价标准，以此提供有价值的暗示，看看一家公司是不是正在进行数量多到反常的研究，或者另一家公司的研究不够充足，但是除非获得大量深层次的知识，否则这些数据会使人误入歧途。其中一个原因是公司在包括或者排除研究

和发展的费用方面差别很大。某公司可能会在大多数专家根本不认可的研究上投入工程费用，这是由于该工程确实按照特定的次序改变了现有的生产，换句话说，这是一项销售工程。相反，另一家公司愿意承担生产而不是研究全新产品的试运营费用。大多数专家把这一举动称之为纯粹的研究活动，因为它和获得生产新产品的技术有直接的关系。如果所有的公司都在可比较的财务基础上报告研究，那么许多著名公司完成的研究的相对数据可能看上去和金融界经常使用的数据有很大的不同。

在商业活动的非主要部门，我们可以发现不同的公司在研究花费的成本和产生的收益之间有着巨大的差别。甚至在管理最好的公司中，这种差别似乎都能达到2:1的比例。这意味着如果每一项研究上的花费相同的话，一些运转良好的公司能收到两倍于其他公司的收益。如果把处于平均水平的公司包括进去，那么最好的和中等的公司之间的差别会更大，这主要是因为新的产品和工序的发展不再是天才个人的工作。承担发展工作的人来自经过强化训练的团队，每一个人都有各自的专长，可能有一位化学家，一位固体物理学家，一位冶金学家和一位数学家，每一位专家的技术水平只是产生结果所必备的一部分。另外，还必须拥有能协调好不同背景下的员工的工作，并使他们向着共同目标努力的领导者。因此，一家公司研究人员合作互助的效果可能会特别的好，以至于公司研究人员的数量及其声望显得不那么重要。

管理层需要把不同的技术人员协调成一个紧密结合的团队，同时激励团队中每一个专家发挥自身最大的生产力，最理想的研究结果就依赖于这种复杂的协调，管理层必须具备这种能力。紧密和详细地协调每一个发展项目的研究人员与完全熟悉生产和销售问题的研究人员也是同样重要的。对管理层而言，在研究、生产和销售之

间建立紧密的关系并不是一项简单的任务。除非做到这一点，否则最终开发的新产品要么不能尽可能低成本地生产，要么在设计完成以后无法实现最大销售，这样的产品通常是不具备竞争力的。

最后，如果研究费用要达到最大效率的使用，那就离不开协调，这就是高级管理层的协调，我们称之为高级管理层对商业研究的基本特征的理解可能更合适。如果没有为了达到目标所花费的成本的大幅度增长，发展项目就不能在经济形势较好的年份扩大，在经济不景气的时候会大幅度削减。虽然少数高级管理层钟爱的“限期完成的计划”或许偶尔是必需的，但是通常代价很昂贵。一个限期完成的计划是指主要的研究人员突然从他们一直从事的工作中抽出来，集中完成的一些当时看来更加重要，但是通常不值得如此兴师动众的新任务。成功的商业研究的精髓在于，只选择那些在花费研究成本后有希望多次获得回报的任务。然而，一旦开始一个项目，就要使项目之外的预算和无关因素的影响降低，或者一定程度上加速增加和可获得利润有关的总成本。

一些高级管理层似乎没有理解这个问题。我曾经听说，一些规模较小，但是非常成功的电子公司的管理人员令人惊讶地表示，对行业内某个巨头的竞争毫不畏惧。他们不担心比他们大得多的公司生产有竞争性产品的能力，不是由于对大公司个别研究者的能力缺乏尊重，或者没有意识到大公司经常在研究上花费的大笔资金可能会有助于实现目标，而是在历史上，大公司倾向于用限期完成的计划打断正常的研究项目，以实现高级管理层的当前目标，因此小公司的管理人员才会形成这种看法。同样在几年前，尽管由于显而易见的原因而不能公开宣传，但是我还是听说一所优秀的技术学院暗地里建议毕业班的学生不要去一家石油公司工作，这是因为那家公司的高级管理层倾向于为了大约五年的计划而雇佣高技能人员。然

后大概在三年以后，公司就失去了兴趣，并且放弃了原计划，这样做不仅浪费了公司的资金，而且阻止了公司的员工达到原本可能会取得的技术上的名望。

使得对研究做出恰当的投资评价更加复杂的另一个因素是，如何评价大量和国防合同有关的研究。许多这种研究经常是不通过公司的花费，而是依靠联邦政府完成的。为了所支持的承包商的利益，国防领域的一些转包商也从事重要的研究。在评价这些总额时，投资者应不应该像评价公司通过自己的花费而完成的研究那样重要？如果不是的话，如何评价公司资助的研究？像投资领域的许多其他方面一样，这些问题不能用数学公式来回答。每一种情形都是不同的。

国防合同的利润率小于非政府的商业组织，国防合同的本质通常在于新的武器合同容易遇到政府计划的竞争性出价。这表示对于在政府发起的研究中开发出的产品，有时不可能建立商业上稳定的重复性；私人研究往往由于专利和顾客的意愿而能做到这一点。由于这些原因，根据投资者的观点，政府发起的不同研究项目之间的经济价值差别很大，即使这些项目为国防带来的好处几乎相同。下面列出了三个的理论上的例子，投资者或许可以看出它们之间价值的巨大差异：

一个项目可以是研制非军事用途的新型武器。使用这种武器的权利全部归政府所有，并且一旦发明出来，制造过程将非常简单，和竞争对手相比，完成这项研究的公司竞买生产合约方面没有任何优势。这样的研究结果对投资者几乎毫无价值。

另一个项目可能生产同样的武器，但是制造技术极为复杂，一家无法参与到最初的开发工作的公司将很难进行生产。对投资者来说，这样的研究项目具有中等价值，因为能从政府那里获得持续的

业务，尽管利润可能不会太高。

还有另外一家公司也设计制造这种武器，并可能从中学到原理和新技术，可以直接应用在一些利润率很高的固定的商业生产线上。这样的研究项目或许对投资者很有价值。最近一段时期以来，有些最成功的公司在寻找复杂和技术性的国防工作中展现出很高的天赋，它们利用政府的花费掌握了技术，并将其合法地转化到利润较高，并与现有商业活动相关的非国防领域。这种公司为政府提供了国防专家极其需要的研究结果。然而，它们同时以很低的成本，或者无需成本就获得了相关的非国防研究利益，本来它们或许会为此而支付一笔费用。这可能就是德州仪器取得了引人注目的成功投资的原因之一。1953年第一次在纽约股票交易所(New York Stock Exchange)挂牌交易时，德州仪器的价格只有5.25美元，但是四年后几乎上涨到原来的五倍；安派克斯公司(Ampex Corporation)的股东从1953年公众第一次可以交易该股票开始，在同一时期经历了甚至超过七倍的上涨。

最后，在判断公司研究机构的相对投资价值时，还必须评价另一项活动，通常这是发展性研究根本不考虑的事情，即似乎和发展性研究没有什么关系的市场研究领域。市场研究被认为是发展性研究和销售之间的桥梁。高级管理层必须注意，不要在华丽的产品或者工艺的研究和开发上花费太高，一旦完成，虽然存在市场，但是利润很低。关于利润太低，我的意思是没有足够的销售量以收回研究成本，对投资者来说就不值得投资。如果在一个即使技术上成功也无法收回成本的项目中，市场研究机构能掌控好主要的研究成果，而在另一个项目中为了满足更大的市场需求而愿意支付三倍的费用，那么该机构就能在公司的科研力量方面为股东大幅度地增加价值。

如果测量像每年的研究费用和拥有科技领域学位的雇员人数这类定量数据，只会得出一个粗略的指导，也无法了解公司是否拥有一个优秀的研究机构，那么谨慎的投资者如何获得这方面的信息呢？此时，闲聊法又一次给人以吃惊的表现。除非普通的投资者经过尝试，否则他不会相信通过向不同的研究人员就公司的研究活动提出一些聪明的问题，就会有一幅完整的画面展现在自己面前。这些研究人员有些来自公司内部，还有一些从事着相关领域的工作，可能来自竞争对手、大学和政府。一个更简单，通常有价值的方法是近距离地研究在过去一段特定的时间内，比如说十年之内，研究机构的成果对销售额或者净利润有多大的作用。相对于活动的规模大小，通过在这段时间内生产可以产生利润的新产品，公司也可能在未来达到一定的生产力，只要它继续利用一般性的方式运营。

原则 4：公司是否拥有高于平均水平的销售团队？

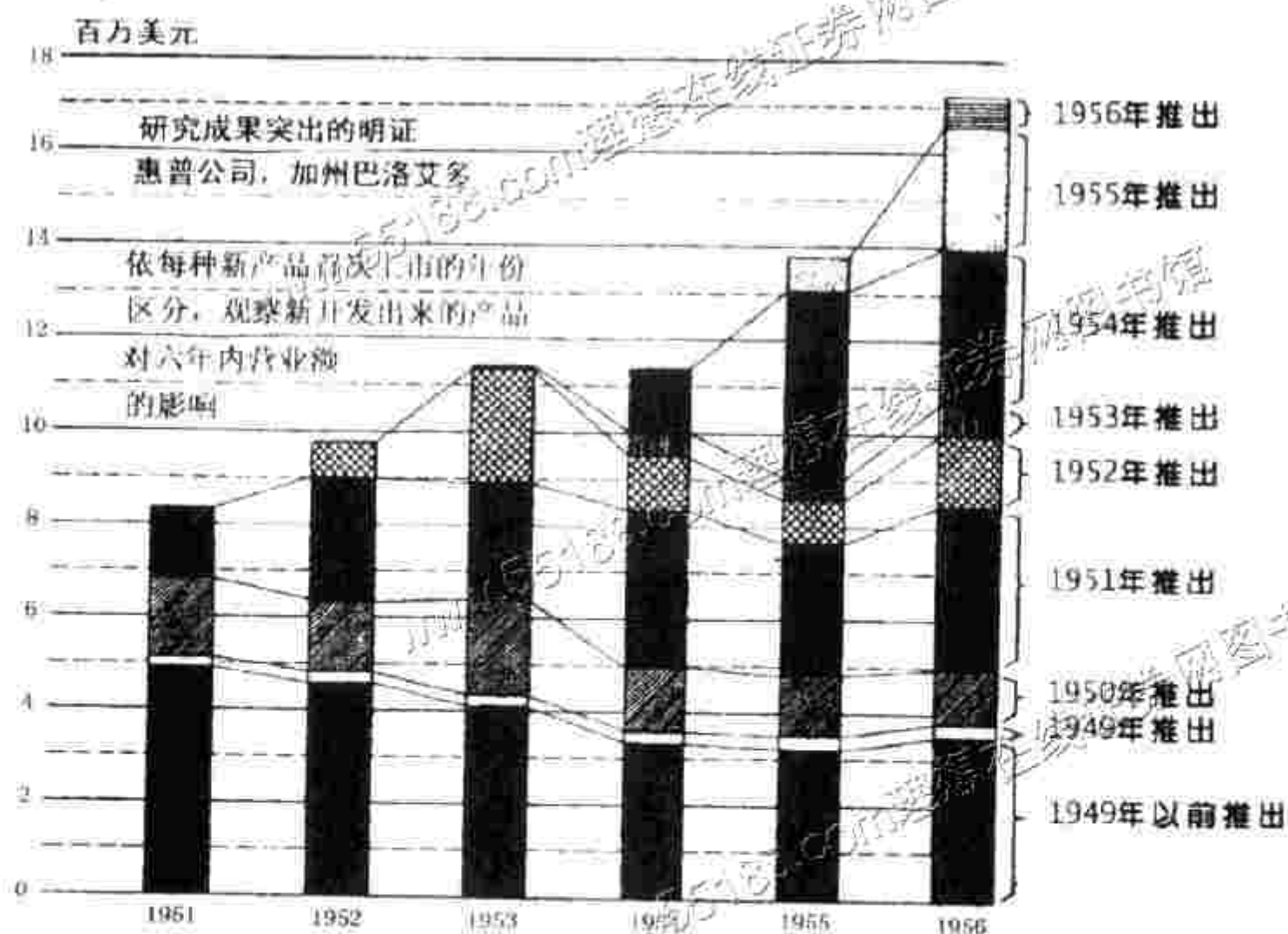
在这个竞争的年代，少数公司的产品或者服务是如此出众，以至于即使它们没有巧妙地促销，也能实现销售的最大潜能。在任何生意中，最基本的单个活动是完成销售。没有销售，公司是不可能生存的，完成重复的销售来满足顾客是成功的首要基准。然而，奇怪的是，大多数投资者，甚至是谨慎的人们也更加注意企业活动中生产、研究、财务或者其他部门，而不是销售、广告和分配部门的相对效率。

之所以如此，可能有这样一个原因。构造简单的数学比率是相对简单的，通过和竞争对手相比较，这些比率能够为一家公司的生产成本研究活动或者财务基础的吸引力提供一些指导。关于销售和分配效率的含义，我们很难找出对应的比率。在研究方面，我们已经看到这些简单的比率由于太过粗糙，除了告诉我们要寻找的是什

么之外没有任何意义。我们会简要地讨论一下它们在生产和财务基础方面的价值。然而，不管这些比率是否具有在金融界频繁使用的价值，它们仍然是投资者喜欢依赖的对象。由于在类似的公式中难以考虑销售成绩，因此不管它们在决定真正的投资价值时重要性如何，许多投资者根本没有对其进行评价。

此外，走出困境的方式依赖于“闲聊”技术的利用。在公司活动的¹³所有方面，没有哪个能比从公司外部的消息来源掌握销售组织的相对效率更容易的了，竞争对手和顾客都知道答案。同样重要的是，他们在表达自己的观点时从不犹豫，谨慎的投资者如果在调查这个方面花费了大量的时间，那么通常都会收到很好的回报。

相比相对销售能力的问题而言，我在相对研究能力的问题上花费了更多的时间。这并不表示我认为相对销售能力不重要。在当今



竞争激烈的世界，有很多事情对企业的成功很重要，然而，企业的成功建立在对生产、销售和研究这三方面的考虑的基础上。说其中某个方面比另一个重要，就好比说心脏、肺或者消化系统是身体内功能最重要的单个器官。它们都是生存所必需的，都必须为健康发挥重要的作用。看看你周围那些已经证明是成功投资的公司，它们一定具备积极进取的销售态度和不断完善的销售团队。

我曾经提到过陶氏化学公司，后面还会涉及几次，多年来已经证明，该公司为股东提供了丰厚的回报，是一个理想的保守型长期投资的例子。在公众的眼里，这样的公司几乎等同于成功的代名词。然而，不为众人所知的是，该公司在选择和培训它的销售人员方面和处理研究化学一样谨慎。在一个年轻的大学毕业生成为陶氏化学的销售人员之前，他可能会接到邀请，数次前往美国的中部地区，以便尽可能地确信他是否具备进入销售团队的背景和性格。然后，在他见到第一位潜在的顾客之前，他必须接受有时只有几周，但有时会超过一年的特定培训，以此帮助他准备好面对更为复杂的销售工作。这仅仅是他接受培训的开始，公司对他最大的考验是要求他致力于寻求和发现更有效的销售方式和服务，并将这些方式和服务传递给顾客。

在化工行业中，陶氏化学和其他一些成功的公司在极其注意销售方面是不是独一无二的？答案当然是否定的。在其他行业中，国际商用机器公司(International Business Machines, 即 IBM)是一家为股东提供了相当大回报的公司。最近，一位 IBM 的高级管理人员告诉我，他每天有三分之一的时间都在培训公司主办的学校培训普通的销售人员！这一相当惊人的比例是由于公司试图使销售力度能跟得上快速革新的技术。不过我认为有更多的迹象表明，大多数成功的公司都在稳定地改善它们的销售队伍。在没有很强的销售团

队的情况下，由于制造或者研究技术实现了一些有价值的生意，公司可以赚到一次性利润，然而，这样的公司是相当脆弱的。要想稳定地长期增长，一个强大的销售团队是至关重要的。

原则 5：公司是否具备有价值的利润率？

至少本原则是一个重要的话题，很多金融人士认为它实际上提供了数学分析的形式，是可靠的投资决定的支柱。从投资者的立场来看，销售只有在能带来利润的时候才有价值。如果多年来利润没有相应增长的话，世界上所有的销售额增长都不是正确的投资手段。检查利润的第一步是研究公司的利润率，也就是每一元的销售额能带来多少分的利润。不同公司之间的差别立即变得明显起来，甚至包括那些同行业的公司。这样的研究无法在一年内完成，而要经过多年才能实现。然后更加明显的是，当工业处于繁荣时期时，几乎所有的公司都能达到更高的利润率和总利润。然而同样明显的是，在繁荣时期，和利润率也会增加，但幅度不大的低成本公司相比，利润率较低的小公司通常增加的利润率更大。这通常导致在经济景气的时候，较为弱小的公司每年增加的利润百分比比同一领域中更为强大的公司更高。不过，我们也要记住，当商业趋势反转时，这些利润的下降速度也相应更快一些。

由于这个原因，我认为投资小公司无法获得最长期的投资利润。考虑对一家利润率很低的公司进行长期投资的唯一原因是：关于公司的基本面正在发生变化，可能存在很强的暗示。利润率的增长是由某些原因导致的，而不是由于交易量的临时增长，换句话说，既然购买的真正原因是公司在效率或者新产品上的进步使其脱离了小公司的范畴，那么该公司就不是真正意义上的小公司了。对于一家在其他方面很好地具备了长期投资资格的公司来说，如果其内部

发生了这种内在的变化，那么它就可能非常吸引人们去购买。

就历史更悠久的大公司而论，大多数投资收益来自于利润率相对较高的公司，通常，这些公司在行业中赚到了最多的利润。而年轻的公司和这一规则有着重大的偏差，有时老牌的公司也会出现这种情况，这样的偏差一般更为明显。这样的公司有时会有意选择加速增长，通过完成更多的研究或者进一步增加销售，或者采用其他方法花费全部或者相当大一部分的利润。在这样的例子中，重要的是要确信公司确实在进一步地研究，仍然在推动销售的增长，或者从事着为了未来的利润而在今天花费资金的其他活动，那才是降低或者不存在利润率的真正原因。

人们最需要小心的是，降低利润率的举措不仅仅是实现较高增长率所必需的举措，实际上还包括进一步的研究、销售的推动等等。当增长率较高时，利润率明显偏低的研究型公司可能会非常吸引人们投资。这一类型的公司也有例外，那就是公司为了加快提高增长率而有意降低利润率。对于想在未来一段时间内获得最大利润的投资者而言，最好远离低利润率的公司或者小公司。

原则 6：公司正在为维持或者增加利润率而做些什么？

购买一只股票的成功不依赖于你在购买时对公司的了解情况，而是取决于购买股票以后对公司有怎样的了解。因此对投资者来说，重要的是公司在未来，而不是在过去的利润率。

在我们生活的这个年代，利润率有着接连不断的威胁。工资和薪水的成本逐年上升，现在很多公司都有长期的劳动合同，要求薪酬在未来几年持续上涨，增加的劳动成本导致原材料价格和供给费用的相应增长。税率似乎也有稳定增长的趋势，尤其是不动产和地方性税率。在这样的背景下，不同公司的利润率趋势有着不同的结

果。有些公司好像比较幸运，可以通过提高价格维持利润率。这通常是由于它们所处的行业对产品的需求很强，或者是竞争对手的产品价格比它们的更高。然而在我们的经济中，用这种方式维持或者改进利润率一般是相对短暂的做法，这是因为竞争对手创造出了额外的生产力。这种新的生产力产生的利润足以超过之前增加的数额，那时成本不会再像价格一样增加下去，于是利润率开始下滑。

一个明显的例子发生在1956年秋，当时发生了一个意外的变化，当时铝市场在几周之内从供应短缺转变为销售竞争最为激烈的市场之一。在那之前，铝的价格高于成本。除非产品的需求比生产能力增长更快，否则未来的价格增长速度会减慢。同样，在“所有的市场都将看跌”的背景下，最大的一些钢铁生产商在市场持续低迷不振时提高了某些稀缺钢铁产品的价格，这可能在部分程度上影响到了人们对高利润率的临时性本质的长期考虑，这种做法就是由于通过提高售价可以持续增加成本而引起的。

这种做法的长期风险最好用1956年下半年，发生在顶尖的铜生产商身上的事情来说明。为了保持价格不会上涨得太高，这些公司使用了相当多的自制品，甚至以低于国际上的价格出售产品。不过铜的价格的上涨足以降低需求和吸引新的供给。由于苏伊士运河(Suez Canal)的关闭停航导致西欧消耗量的减少，形势变得更加严峻和相当不平衡。如果1956年的利润率不能算好的话，那么1957的结果就更加糟糕。当整个行业的利润率由于价格再三地增长而增加时，对长期的投资者来说不是一个好消息。

相比之下，包括铜行业几家企业在内的其他一些公司，试图以更多巧妙的方法，而不仅仅是通过提高价格来增加利润率。通过维持资本改进和产品工程部门，一些公司取得了很大的成功。这些部门的唯一作用是设计出能够降低成本，并因此抵消或者部分抵消上

升的工资趋势的新设备。很多公司不断地探讨着降低成本的步骤和方法，看看哪里能够节约成本。这些活动使用了特别多的财务功能和对记录的处理。运输行业也是如此。由于在大多数运输形式中，劳动成本占据的比例更大，所以运输成本已经增加到超过了制造业中最大的花费程度。对反应灵敏的公司来说，它们利用新形式的容器，迄今为止未曾使用过的运输方法，或者开设分支结构以避免平行进口，这些举措都能削减成本。

这些事情都不是一天之内就能发生的，它们都要求准确的研究和事先制订相当完备的计划。在削减成本和改善利润率的新观点方面，未来的投资者要注意已经完成的工作中的巧妙之处。这里，“闲聊”的方法或许有些价值，但是远远比不上直接向公司员工询问。幸运的是，公司的大多数高级管理人员会告诉我们一些关于公司的细节。按照这一方针从事最有成就的事业的公司，很有可能用技术建立起一些组织，在未来继续进行有建设性的工作，它们极有可能为股东带来大量的长期回报。

原则 7：公司是否具备出色的劳动和人事关系？

大多数投资者可能无法完全正确地评价利润，其中少数投资者没能认识到糟糕的劳动关系的影响。如果公司频繁发生持续时间很长的罢工，那么这对生产的影响是显而易见的，任何人都能对公司的财务报表做出粗略的评论。

然而，在人事关系为良好和一般的公司之间，获利能力的差异要比罢工的直接成本大得多。如果工人们认为雇主对待他们很公正，就会建立起一种背景，那时有效的领导就会实现每个人的生产力的增长。再者，培训每名新工人通常要花费相当多的成本，那些劳动力流失严重的公司因而比那些管理更出色的企业多了一项不必

要的花费。

但是投资者如何正确地判断一家公司劳动和人事关系的质量呢？这里没有简单的答案，没有能适用于所有情况的衡量标准。能做到的最理想的情况，是检查很多因素，然后根据复杂的局面做出判断。

在当今普遍工会化的背景下，那些还没有工会，或者只有内部工会的公司可能也会拥有高于平均水平的劳动和人事关系。如果公司没有工会，全国性工会也在很久以前把员工组织了起来。投资者相当确信，像位于高度工会化的芝加哥的摩托罗拉，和位于正在逐步工会化的达拉斯的德州仪器公司，这些公司至少把劳动力当作公司的一个重要的部分，并且有能力很好地对待员工。在这样的例子中，没有加入国际工会的原因只能通过成功的人事政策来解释。

另一方面，工会化决不是劳动关系不好的标志。一些劳动关系非常好的公司是完全工会化的，它们已经学会和工会和睦相处，达到了相当程度的互相尊重和信赖。同样，尽管连续的长时间罢工表示劳动关系的糟糕，可是完全没有罢工也未必是关系良好的标志，有时没有罢工的公司太像惧内的丈夫。没有冲突不表示关系融洽，只是害怕冲突造成的后果而已。

为什么工人们会对一个雇主特别忠诚，而对另一个非常怨恨？原因通常非常复杂，也很难描述，所以大多数投资者更加关心表明工人想法的相对数据，而不是尝试着评价造成那种想法的背景的每一部分。一系列数字表明了劳动和人事政策的基本质量，以及在同一地区，一家公司相对另一家公司而言相对的劳动力流失。同样重要的还有，在同一地区，一家公司相对另一家公司而言，在等待工作申请的清单上的人数有多少。在没有剩余劳动力的地方，如果希望进入某公司的人员名单特别长，那么从良好的劳动和人事关

系的立场看，它通常就是值得投资的。

然而，除了这些一般的数字之外，投资者可能还需要注意一些特定的细节。一般情况下，劳动关系良好的公司会迅速地尽力解决员工的不满。如果管理层不重视少数人的不满，而且需要花很长时间才能解决的话，这种不满将默默地燃烧，直至最终突然爆发。除了评价平息不满的方法，投资者也要密切注意工资标准。如果利润高于平均水平的公司支付的是高于平均水平的工资，那么该公司很有可能拥有非常好的劳动关系。如果一家公司的主要利润来自于支付低于标准的工资，那么持有这种公司的股票的投资者可能就有麻烦了。

最后，投资者还要在高级管理层对一般雇员的态度方面较为敏感。在普遍较好的情形下，有些管理层对他们的普通员工缺少责任感和关心。他们既不关心实现销售额的普通员工，也不重视工会制度的给他们的压力和义务。公司很容易大量雇佣或者解雇工人，只是因为公司的销售或者利润前景发生了一些小小的变化。在困难时期，没有把帮助员工，使得员工的家庭受到感动当作自己的责任。没有做任何事情，以使普通员工认为自己是公司需要和必不可少的一部分；没有为每个员工建立尊严做任何事情。管理层持这种态度的公司通常不值得投资。

原则 8：公司是否具有很好的行政关系？

如果普通员工拥有良好的人事关系很重要的话，那么在高级管理人员之间创造合适的气氛就是至关重要的。高级管理人员依靠他们的判断、独创性和团队合作，及时地做出冒险的决定。因为公司在他们身上下的赌注更大，工作的紧张程度通常更高。如果高级管理人员不能和公司共进退，或者未能开发出最大的生产能力，那

么这就可能会为不和或者怨恨创造条件。

管理氛围和谐的公司具有最佳的投资机会。高级管理人员对他们的总裁和(或者)董事长很有信心,这表示在有些事情上,公司内部从普通员工到高级管理人员都会感觉到,晋升是由能力,而不是党派之争决定的,管理层家族不会比其他有能力的人先得到晋升。定期检查工资的调整情况,以保证高级管理人员在员工提出要求之前就对他们的工资进行理所应当的增长。薪水至少可以和行业内或者当地的标准看齐。只有在组织内部无法找到合适人选来填补位置空缺的情况下,管理层才会从公司外部聘用人员进行工作。高级管理层认识到,无论如何组织员工一起合作,都会产生一定程度的党派之争与不和,但是他们不能容忍在团队中不合作的人,以使摩擦与党派之争保持在最小程度。和一些具有不同程度的责任感的高级管理人员的闲聊中,投资者不需要过多地直接询问,就可以掌握以上信息。企业距离这些标准越远,成为真正的成功投资的可能性越小。

原则 9: 公司的管理是否有层次?

如果其他因素合适的话,实际上独裁式管理的小公司可以把生意做得相当好,并且在很多年内可以成为很好的投资对象。不过,人的能力都是有限的,如果小公司里关键的管理人员不能有效地发挥作用,投资者也会对如何做才能阻止灾难的发生而持有自己的观点。考虑到拥有大量管理人才的大公司最近倾向于完全收购优秀的小公司,对其他方面还算出色的小公司来说,现在面临的投资风险并没有感觉上那么大。

不过,值得投资的公司是那些将来能持续增长的公司。一家公司的规模迟早会发展到使它不能利用进一步的机会,除非它在一些

层面上开始培养管理人员，这一点不同的公司会由于所从事的行业和个人管理技能而有所不同。这种情况通常发生在每年的总销售额达到 1500 万~4000 万美元之间的时候。正如第八点原则所讲的，此时拥有和谐的管理氛围成为主要的投资意义。

当然，在第八点原则中讨论的问题需要管理层真正地全面发展，但是除非还实行某些额外的政策，否则管理层难以发展，其中最重要的是管理者的授权。如果从最高到普通级别的管理人员没有真正执行所分配的权利，那么优秀的管理苗子就会像关在笼子里的年幼健康的动物一样无法得到锻炼，仅仅由于没有足够的使用机会，他们未能发展自己的技能。

如果高级管理人员干涉并试图操纵日常的运营事务，那么这样的公司很难成为最具有吸引力的投资场所。在处理公司所有的事务上，无论那一两个最高级别的领导多么能干，一旦管理人员的数量达到了一定规模，公司将会在两方面遇到麻烦，一是有太多的琐碎问题需要领导处理，二是有能力的人不能得到发展，也就无法控制即将到来的进一步增长。

值得投资者注意的另一个问题是判断一家公司是否具有合适的管理层次，高级管理层是否欢迎并评估来自员工的建议，即使有时那些建议对当前的管理工作提出批评？当今的商界竞争非常激烈，对进步和革新的要求也很高，有价值的观点经常成为名副其实的金矿，如果骄傲或者冷漠阻止了高级管理层发掘这些观点，那么对投资者来说，这样的投资氛围可能就不是最合适的。这种公司也不可能增加公司非常需要的年轻管理人员的人数。

原则 10：公司在成本分析和财务控制方面做得有多好？

如果公司不能足够精确和详细地分解总成本，以表明运营中每

一个小步骤的成本，那么它就不能在很长一段时期内持续获得显著的成功。只有做好成本分析，管理层才能了解到什么是最需要注意的，才能判断出是否能恰当地解决需要注意的每一个问题。此外，大多数成功的公司都生产一系列而不是单一的产品，如果管理层对每一种产品及其相关产品的真实成本没有精确的认识，那么公司就处于极其不利的形势。在不允许过度竞争的情况下，想制定能确保最大限度地获得全部利润的价格策略几乎是不可能的。除了知道哪些产品值得专门在销售上花费力气之外，别无选择。最坏的可能是，管理层并不知道一些表面上看能取得成功的活动实际上可能亏损，可能降低而不是增加总利润，制定明智的计划就更不可能了。

不管财务控制在投资上的重要性如何，一般只有在极其无效率的情形中，谨慎的投资者才会很清楚地看到自己打算投资的公司的成本状况和相关行为。在这一范围内，闲聊法有时在揭示公司情况时暴露出真正的缺陷，该方法很少能对公司状况阐述得更加详细。在成本数据完全充足时，向公司员工直接询问通常能引出真实的回答。详细的成本表格一般用来支持公司的财务报告，然而，重要的与其说是详尽的现有财务数据，不如说是这些数据的精确性。谨慎的投资者的最佳做法是认识到财务控制的重要性，以及识别在做出有价值的评价时受到的局限。这种局限使他只能推出一般性的结论，一家公司如果在商业技能的大多数方面都明显高于平均水平，那么只要高级管理层理解了专门的财务控制和成本分析的重要性，那么就很可能在同行业内高于平均水平。

原则 11：关于竞争力的强弱，公司是否在商业的其他方面，尤其在行业内的领域为投资者提供重要的线索？

按照定义，这是一个有些包罗万象的问题。因为这种问题必定

会由于行业的不同而不同，在某些行业可能非常重要，而有时在其他行业不太重要甚至根本没有意义。举例来说，在大多数涉及到零售业的重要运营之中，一家公司处理不动产事务的技术水平——例如租赁业务的质量——是非常重要的。在很多其他行业内，技术水平的高低不太重要。同样，一家公司对待信誉的相对技术对有些公司来说很重要，而对其他一些公司来说就没有那么重要。在这些情况下，我们的老朋友闲聊法一般为投资者提供了一幅相当清楚的画面。如果这一点原则对保证认真研究有重要的意义，那么他的结论就应该能经得起一些数学比率的多次检验，包括每一元销售额的相对租赁成本，或者坏账损失率。

在很多行业，总的保险成本在销售额中占有非常重要的百分比。有时这会很重要，例如，假设一家公司的保险成本比竞争对手低 35%，那么它就有更好的利润率。在保险对利润有足够大影响的行业中，对这些比率进行研究，并且与消息灵通的保险界人士讨论能为投资者带来不同寻常的回报。关于一家公司的管理层如何优秀，这是一个有用的补充，但是只能作为象征性的检验，这是因为较低的保险成本不单单是由于处理保险事务的技能较高，例如处理不动产事务的技能是租赁成本低于平均水平的结果。关于已经获得的保险项目，保险成本指数清楚地表明了给定领域内的哪家公司处于良好的运营状态。

公司之间专利的重要性不同，这是另一个问题。对大公司来说，拥有很好的专利地位通常是一个额外的而不是基本的优势。它通常能使公司的某些部门避免没有专利时在市场可能遇到的激烈竞争，并且让公司的生产部门享受到比没有取得专利时更高的利润率。反过来，更高的利润率趋向于增加整个行业的平均水平。同样，强大的专利地位有时赋予公司独有的权利，使之以最简单或者

成本最低的方式生产特定产品。竞争对手只有花更多的力气才能赶上，因此赋予专利的所有者一些具有实际竞争性的经济利益，尽管一般数额不大。

在我们这个广泛的技术时代，大公司很难在受到专利保护的领域有所作为。大公司要想拥有领先的技术有很多方式，专利一般只是其中一种，而不是全部。由于这个原因，许多大公司并不尝试通过专利组织避开竞争，但是它们会花费相对适度的专利许可费用，以此获得使用权利，并希望支付的专利许可费用能够获得回报。在技术、销售和服务组织、顾客信誉，以及顾客问题的知识等方面，制造业公司的影响力对专利的依赖性远远超过维持竞争力的地位。实际上，如果大公司主要依靠专利保护来维持利润率，这通常就是投资减弱，而不是增强的信号。专利的所有权不能无限期的延伸，当失去专利保护时，公司的利润就会受到严重的损失。

和大公司有很大不同的是，年轻的公司刚刚开始发展它的产品、销售和服务团队，以及成立初期正在建立的顾客信誉。没有专利保护的话，大企业可能会通过已经建好的顾客关系渠道侵占小公司的产品，并将这些幼小的竞争对手逐出市场。对小公司而言，如果在早期销售独一无二的产品或者服务，投资者就会因此详细地检查专利的地位。关于专利的实际保护范围，他应该在从事专利工作的地方获得信息。得到某一种设备的专利是一回事，保护专利以阻止其他人用类似的方式使用可能是另一回事。总在改进产品的工程要比固定专利保护的工程更加危险。

例如在几年前，西海岸的一家年轻的电子制造商在一项新产品上取得了很大的成功，当时公司和今天相比规模还很小。行业内的一个巨头生产了该产品的复制品，并依靠公司著名的交易名声进入市场。那家小公司的设计师认为，这个较大的竞争对手正设法操纵

所有小公司的工程，却弄错了产品模型的用途。大公司的模型出现的时间，正好是那家小制造商消除缺点、改进模型的时候。在产品还没有开始销售时，大公司已经退出了市场。保护的基本来源是持续的领导地位，而不是专利，这样的例子曾经出现过很多次。在一些特殊的场合评价值得向往的投资的吸引力时，专利保护是一个主要的因素，至少投资者必须谨慎地认识到专利保护在这些场合的重要性，但是不能对其过于看重。

原则 12：公司是否拥有短期或者长期的利润前景？

有些公司为了在目前获得最大限度的利润而处理事务，还有一些公司有意减少当前的利润来建立信誉，从而在未来一段时间内获得更大的总利润。在对待顾客和供应商方面有很多这样的例子。一家公司总是非常苛刻地对待供应商，另一家有时向供应商支付超过合同的价格，当作运送途中产生的不可预期的费用，因为该公司想在市场发生变化，供应商极其短缺的时候保证可信任的供应来源，仍然能获得必需的原材料或者高质量的部件。对待顾客的差别同样是显而易见的，如果公司在陷入不可预见的困境时仍然不怕麻烦，肯花费一定的代价来满足普通顾客的需要，那么公司或许在特定的交易中降低了利润，但是在未来几年就能获得更大的回报。

闲聊法通常在策略上相当清楚地反映了这些差别。投资者要想得到最好的结果，就必须支持那些在利润上真正具有长远眼光的公司。

原则 13：在可预见的未来，公司的增长是否需要足够的股权融资，以保证更多发行在外的股份能够在很大程度上通过预期的增长来抵消现有股东的利益？

典型的投资类书籍花大量的篇幅来讨论公司的现金状况、企业结构、不同等级证券的资本化比率等等，可能会有人问到：在十五点原则中，这些纯粹的金融层面为什么没有占据更大的篇幅。原因在于本书的基本论点是，理智的投资者不能仅仅因为便宜就购买普通股，只有在它们有希望为你带来回报时才应该考虑。

在所有的公司中，只有一小部分能够全部或者接近全部地满足列出的其他十四点原则。任何能满足这些原则的公司都能以规模大小类似的公司中较为普遍的比率，轻松地得到贷款，最高可以达到行业内允许的最高负债比率。这样的公司一旦达到了最高的负债限制，但是还需要更多的现金（我们现在只考虑这种情况，而不管进一步的销售额增长、利润率、管理层、研究和各种其他因素），那么它还可以在一定范围内提高股票的价格，因为投资者通常热衷于投资这类公司。

因此，如果投资限定在发行在外的股票，真正的问题是公司的现金加上未来的贷款能力，是否足以保证在几年内应对由于开发而需要支付的资本。如果能够保证的话，并且公司愿意谨慎地限制贷款的数额，那么普通股投资者在更长的一段时间内就无需担心了。如果投资者恰当地评价了当时的形势，那么未来几年内可能发生的任何股权融资都能使股票价格从目前的水平，上升到他无需担心的高度。这是因为短期融资将使收益产生足够的增长，几年后所需要的进一步融资会把股票价格带到相当高的水平。

如果贷款能力目前处于不足状态，股权融资就变得不可避免。在这种情况下，投资的吸引力依赖于仔细计算下面的问题：因为发行在外的大量股票而导致的稀释，将在多大程度上减少当前股东由于融资造成的收益的增加。和直接发行普通股的兑换特点一样，通过发行高级证券而产生的股权稀释是可以计算出来的。这是因为这

种兑换的特点是能以比发行时市场价格高一些的价格行使权力，高出的幅度通常从 10%~20%。由于投资者没有兴趣获得 10%~20% 这样的小利润，但是在很多年后的获利可以增加接近 10 倍甚至 100 倍，兑换价格通常可以忽略，并且稀释的计算建立在新的高级证券完全兑换的基础上。换句话说，在计算发行在外的普通股的真实数量时，最好考虑一下可转换的高级证券已经全部转换，而且所有的权证、期权等等都已经行使。

如果在购买普通股的几年之内发生股权融资，并且普通股东随后的每股收益只增加了一小部分，那么只能得出一个结论，也就是公司的管理层在财务判断上做得很差，该公司的普通股不值得投资。除非这种情况十分普遍，否则投资者不必受到纯粹的财务考虑的威慑，因为公司如果在其他十四点原则上表现很好，就有希望上演优异的表现。相反，从未来几年获得最大利润的立场来看，投资者一定不要投资那些其他十四点原则中任何一点评价很低，而仅仅拥有强大的财务实力或者现金地位的公司。

原则 14：管理层是否在一切顺利时才能坦率地与投资者谈论公司的事务，而在出现麻烦和失望情绪时就保持沉默？

即使管理最好的公司有时也会发生不可预期的困难、利润的减少，以及产品需求的不利变化，这是商业的特征。此外，如果有些公司通过技术研究的努力，一直尝试生产并销售新的产品和工艺，在很多年里不断地获得很大的利润，那么投资者就应该购买这种公司的股票。根据平均数定律，其中一些公司极可能失败，让投资者付出巨大的代价。还有一些会在设备处于适应期的时候出现不可预期的耽搁和令人心碎的花费。从生意的整体来看，几个月之后，这些额外的预算外成本将破坏最谨慎的利润预测。即使在最成功的行

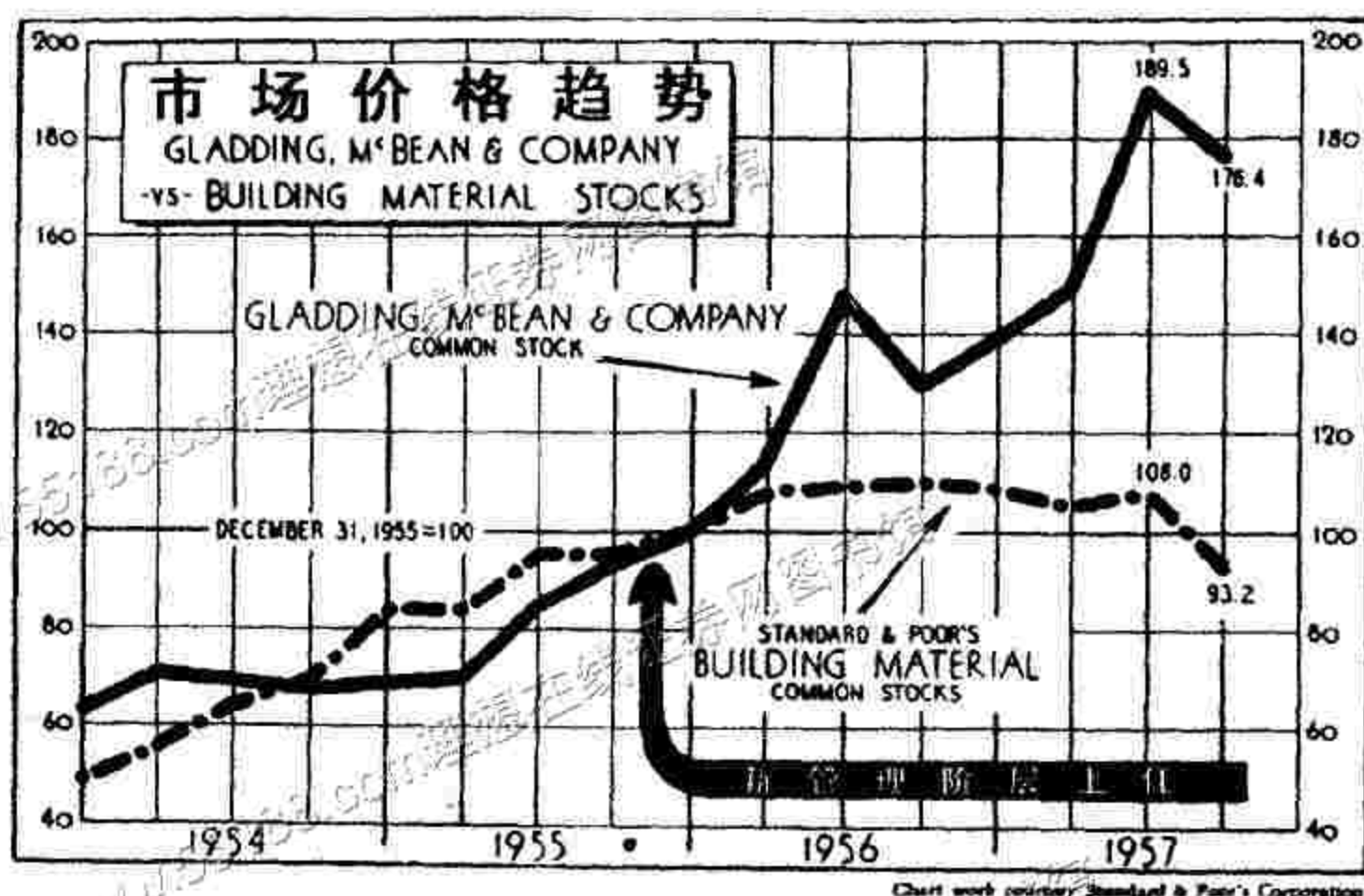
业中，这样的失望也是不可避免的。如果能够直面现实，加上良好的判断，失望只不过是最终成功的一部分。这往往是一家公司的优势，而不是弱点的标志。

管理层如何应对这些问题将给投资者提供一个很有价值的线索。如果管理层一般在情况变得糟糕时保持沉默，不像一切顺利时那么坦率地报告，那么可能是由于几个相当重要的原因。或许是没有项目能解决预料之外的困难；或许是管理层变得惊恐；也可能是没有为股东担负足够的责任，认为自己没有理由在那时报告对投资者有利的消息。在任何情况下，投资者都要彻底地排除那些试图隐藏不利消息的公司。

原则 15：公司是否具有一个毋庸置疑的诚实管理层？

管理层通常比普通股东更了解公司的资产。在不触犯法律的情况下，管理层通过以普通股东为代价，使自己或者家人受益的方式几乎是无穷多的。一种方式是不做任何解释，使亲戚在薪水帐册中的工资远远高于实际工作所产生的正常价值。另一种方式是将自己的财产以高于市场价格的形式卖给或者租给企业。在规模较小的公司中，这种做法很难觉察，因为控制着管理层的家族或者关键的官员有时会买入或者租赁公司的不动产，这不是为了获得不公平利润，而是确实为了企业的其他目的而释放有限的运转资金。

还有一种方式可以令公司内部人士变得富有，那就是让企业的供应商通过特定的证券经纪公司卖出股票，只要交易发生，就会产生佣金，而这些证券经纪公司属于同一些内部人士和他们的亲戚朋友拥有。对投资者而言，可能造成损失最大的就是内部人士滥用发行普通股期权的权力了。公司发行大量的股票，数量远远超出无偏见的局外人判断的公正回报，他们利用这种合法的方式奖励能干的



管理层。

如果出现这种滥用权力的情况，只有一种真正的保护措施，那就是把投资对象限定在那些管理层得到股东高度信任，具有很强的道德责任的公司。这个观点认为闲聊法是很有帮助的。关于已经涉及到的十五点原则，如果该公司没能满足其中任何一点，但在其他方面评价非常高，那么这样的投资是值得考虑的。然而，不论在其他方面评价多么高，如果管理层缺乏股东的信任，那就是一个很严重的问题，投资者绝对不要考虑涉足这样的公司。

第四章 买什么：根据 你的需要使用

普通投资者不是投资领域的专家。无论是男人还是女人，通常都只为处理投资事务花费很少的时间和努力，因为他们平时还要专注于正常的工作。结果就是具有代表性的投资者通常收集了大量半真半假的陈述、错误想法和完全的假话，这些都是公众在有关成功投资方面逐渐积累起来的。

这些流行的观点中最普遍、也最不准确的是：要想成为投资高手，需要具备那些特征？如果就这个话题对公众进行一次民意测验，我怀疑约翰民意调查法对那些只会迂腐地使用会计观点的投资专家的看法就要发生转变了。这种学者似的投资专家整天不受打扰地坐着，钻研大量的资产负债表、企业利润报告、交易统计。依靠着非凡的才智和对数字深入的理解，他能在其中搜集到普通人无法获得的信息。这种与世隔绝的研究对寻找绝佳的投资没有产生任何有价值的认识。

像很多其他的普遍误解一样，公众形成的这种观点肯定会为那些想通过普通股获得最多的长期利润的人带来很大的危险。

正如在考虑十五点原则时所讨论的，除了运气之外，有很多原因决定了谁是较大的投资赢家，有些原因主要是由与世隔绝的数学计算决定的。而且本书在开头部分提过，如果具备足够的技能，投

投资者要想通过投资，在很长时间内赚钱，有时甚至赚很多钱的方法不止一种。本书的目的不是指出每一种赚钱的方式，而是指明其中最好的方式，通过最好的方式是指在风险最低的情况下获得最大的总利润。如果足够努力的话，这种被公众设想为成功投资的核心会计统计活动，将产生一些表面上看来购买了便宜股票的结果。其中一些可能确实买到了便宜股票，而另外一些或许存在纯粹的统计研究还不可识别的严重的商业麻烦。其结果并不是买到了便宜股票，实际上在几年以后可以证实，当时的交易价格是相当高的。

同时，即使在真正便宜的例子中，低估价值的程度一般是有限的，调整到真实价值所花费的时间总是相当长的。就我所能观察到的而论，这表示需要足够的时间才能进行公正的比较，比如说需要五年的时间。有些人利用合理的信息来评价管理出众的成长型公司的商业特征，和统计技能非常优秀，又四处觅购便宜股票的人相比，他们获得的利润要多得多。当然，这一结论既考虑了成长型股票的投资者在投资结果不如预期那样时造成的损失，又想到了四处觅购便宜股票的人在结果证明并不便宜的股票上的花费。

成长型股票的表现如此之好的原因在于，它们的利润价值每过十年增长百分之百。相比之下，这是一种低估了50%价值的不常见的便宜股票，这种简单的算术累计效果应该是很明显的。

从这一点考虑，关于达到选择正确投资的目的而需要花费的时间，潜在的投资者或许不得不修正他对这一时间长度的看法，更不用说他要找到这种股票而必须具备的特征了。或许他盼望每周在舒适的家中花费几个小时，研究许多他认为能够开启利润之门的书面材料。如果一个人想使自己的普通股投资获得最大收益，与各种各样的人接触是很明智的，但是他没有时间找出和结交这些人，也无暇与他们交谈。或许他并不是没有时间，他可能也不具备找出一群

之前不太熟悉，甚至根本不认识的人并与他们聊天的爱好和性格。另外，仅仅和他们聊天是不够的，必须要提升他们讲述所了解的情况的兴趣和信心。成功的投资者通常是一个天生就对商业问题感兴趣的人，他试图在有些人身上寻找数据，这就导致讨论商业问题的方式必须提高那些人的兴趣。当然，他必须具有合理而良好的判断，否则他得到的所有数据都没有任何用处。

尽管一个投资者具有时间、爱好和判断，他仍然在管理普通股以获得最佳结果时可能受到阻碍。地理方面的问题也是一个因素，例如，一个生活在底特律或者附近的投资者应该有机会研究汽车零部件公司，而一个同样勤奋或者有才能，但是生活在俄勒冈州的投资者就很难有这样的机会。但是今天，如果不算制造业，很多大企业有序地分布在国内主要城市的市中心，生活在大型工业中心或者郊区的投资者因此而拥有大量的机会，训练发现成功的长期投资的技巧，使自己至少获得几次成功。对那些生活在远离工业中心地区的人来说是不幸的。

然而，那些生活在偏远地区，或者说绝大多数的投资者可能没有时间、爱好或者能力去发现成功的投资，但是他们绝不会因此而阻止自己完成这样的投资。实际上，投资者的工作是非常专业化和错综复杂的，一个人管理他的投资和成为自己的律师、医生、建筑师或者汽车修理工在专业化方面是一样的。如果他在特定的领域具有特殊的兴趣和技能，他就需要表现出来，要不然的话，他肯定会求助于专家。

重要的是他足够了解投资领域包含的原理，以保证他找到的是——一位真正的专家，而不是江湖骗子。从某些方面来说，比如和寻找一位优秀的医生或者律师相比，谨慎的外行人更容易找到同样优秀的投资顾问。但是从另外一些角度来讲会更困难一些，之所以更困

难，是因为投资领域最近才发展起来，结果是大量的观点还没有成形，还没有确定真正的知识和无意义的话语之间的分界线，例如，和现有的法律或者医学领域相比，金融领域在清除无知和不够资格的人时没有障碍。甚至在一些所谓的投资权威中，仍然没有在基本原理上达成一致，有些学校讲授法律或者医学是获得正式承认的，但是不可能开设训练投资专家的学校。政府当局要想像批准法律或者医学的工作资格那样，许可一些拥有必需的知识背景的人来指导投资，还是一件很遥远的事情。的确，有很多州通过了批准投资顾问的方式，然而只有在获知被许可者不诚实或者破产，而不是缺少训练或者技能的情况下，才会拒绝发给许可证。

所有这些都可能导致金融顾问中不够资格的比例升高，超过目前的法律和医学领域。然而相比医生或者律师，有一些抵消的因素使得在投资领域没有专业权威性的个人，更加容易地成为金融顾问。通过查明行医期间患者的死亡率来确定该医师是否一流不是一个好方法，同样，只观察一名律师在所有诉讼中获胜和失利的成绩表，以此判断其相对水平也是不合适的。幸运的是，大多数医学治疗都不是直接关于生或死的问题，并且一名出色的律师根本就不会多次陷入诉讼的境地。

不过，投资顾问的例子有很大的不同。经过了足够长的时间，会有一张成绩单产生，它相当准确地反映了顾问的投资技能。有时候，大概要投资五年的时间才能阐明顾问的真正价值，而一般情况下不会用那么久。因此，在投资的例子中，那些试图选择一位专业顾问的人不应该要求察看该顾问为其他客户服务时获得的结果，这无需任何理由来解释，而比较同一时期股票价格的记录为顾问的能力提供了真正的线索。

然后投资者做出的最后决定是将自己的资金委托给个人或者机

构，在他委托这一重任之前，还有两个必需的步骤。很明显，第一步是确信顾问是完全诚实的。第二步较为复杂。一名金融顾问可能会在价格下跌的一段时间内获得远高于平均收益的结果，这不是由于技能，而是因为他管理的资金中，让我们假设一下，有一大部分用来持有高等级债券。在另外一段时期，经过了长时间的上涨以后，另一名金融顾问也获得了高于平均收益的结果，这是由于倾向于投资风险较高的小公司。正如在讨论利润率时所说，这种小公司只能在一段时间内表现不错，随后就会变得十分糟糕。还有一名顾问在两种不同时期的表现都很好，因为他试图猜测在证券市场中即将发生什么。这种做法能在短时间内产生很好的效果，但是几乎不可能无限期地持续下去。

在选择顾问之前，投资者应该了解顾问本人对金融管理的基本观念的理解，然后接受一个和投资者自己在观念上基本相同的顾问。自然地，我相信本书表达的观点是基本面分析者应该掌握的。在过去的金融氛围中建立起来的“低价买进，高价卖出”的观点和这一结论截然相反。

假定一名投资者想要获得大量的长期收益，我认为这也几乎是所有购买普通股的目的。有一件事情是他必须自己决定的，那就是他利用投资顾问还是自己来处理有关的投资事务。这是一个必须做出的决定，因为对于最符合之前讨论的十五点原则的股票来说，它们的投资特征会发生相当大的变化。

在天平的一端是深深地扎根于经济土壤中的大公司，不管进一步增长的美妙前景体现了多么强大的金融实力，它们都限制了对“机构股票”的一般分类。“机构股票”指的是保险公司、专业受托人以及类似的机构买方将购买的股票。这些机构会这样做是因为它们感到，如果买入一家目前的竞争地位随后将会下降的公司的股

票，就能避免可能遭受的更大的损失风险，尽管它们可能错误地判断了市场价格，并且被迫在行情走低的时候卖出这些股票，从而损失了原先的一部分投资。

关于这一类成长型股票，陶氏化学、杜邦和 IBM 都是很好的例子。我在第一章中说过，高等级债券在 1946~1956 年这十年间的回报完全是微不足道的。1956 年时，这三只股票的价值大约都增加到 1946 年的五倍。十年间它们的股东也没有减少当前收入，例如，由于通常根据当前市场价格而支付的股利较低，陶氏化学几乎因此声名狼藉。从当前收入的立场出发，投资者如果在这十年的开始阶段买入陶氏化学，那么结果非常不错。虽然那时买入陶氏化学只能获得大概 2.5% 的股利（这是一段所有股票的利润都很高的时期），但是该股票经过多次拆股或者增加股利，以至于在当年投资的价格上，投资者十年之后能享受 8%~9% 的分红。更加值得注意的是，对于这三家公司来说，这十年没有什么特别的。几十年来，除了在 1929~1932 年的大熊市，或者第二次世界大战时偶尔受到了一些阻碍，这三只股票几乎有着难以置信的表现。

天平的另一端是年轻的小公司，它们每年的总销售额从 100 万美元，到 600 或者 700 万美元，但是它们也具有可能在未来引起轰动的产品，这样的公司也是长期投资所需要的。为了符合已经讨论过的十五点原则，它们通常将出色的商业管理层和同样有能力的科技人员结合在一起，这些科技人员开创了一个新领域，或者具有经济前途的领域。安派克斯公司的股票在 1953 年首次公开发行，它可以作为这类公司中一个很好的例子。四年之内，该公司股票的价值上涨了七倍以上。

在这两个极端之间，还有许多其他有前途的成长型公司，它们的实力介乎于 1953 年的那个年轻而风险很大的安派克斯公司，以

及陶氏化学、杜邦和 IBM 这种强大的公司之间。假定现在是买入的时间(关于买入时间的内容见下一章),投资者应该买入哪种公司的股票?

年轻的增长型股票显然最有可能获利,它们的价格有时能在十年内增长数十倍,但是即使对技巧最为熟练的投资者来说,偶尔犯一个投资错误是不可避免的。我们不能忘记,如果在这类普通股上犯了错误,就会失去所有的投资资金。相比之下,如果根据下一章描述的规则买入建立时间更久,基础更为稳固的成长型股票,即使股票市场在一段时期内出现了意料之外的下跌,损失也只是暂时的。从长远来看,投资这类大公司的成长型股票所获得的长期利润要比年轻的小公司少得多,然而从整体来看,它们更值得投资。甚至是最保守的成长型股票,也能增长至少数倍于最初的投资价值。

因此,如果任何人在投资时使自己或者家庭冒着非常大的风险,那么遵循的规则是很明显的,那就是对于投入了自己的“大多数”资金的公司,或许不用达到像陶氏化学、杜邦和 IBM 那种规模,至少也要接近该水平,而不是选择年轻的小公司。这里的“大多数”是指投资总额的 60%还是 100%会随着每个人的需求而不同。一个拥有 50 万美元资产,又没有子女的寡妇可能会把她的资金投入更加保守的成长型股票中。另一个拥有 100 万美元和三个子女的寡妇可能为了生活质量不受到威胁,而更希望增加她的资产,她大概会拿出资产的 15%投资经过谨慎选择的年轻的小公司。如果一个已婚并有两个子女的商业人士目前拥有 40 万美元的投资资金,每年的税后存款可以达到 1 万美元,他也许会把 40 万美元投入到保守的成长型股票中,而把每年的 1 万美元存款用来投资风险更大的股票。

在所有的例子中,投资更为保守的股票所获得的利润,应该在

多年以后足以超出由于未投资高风险股票而造成的损失。同时，如果选择合适的话，风险更高的股票可以显著地增加总的资本收益。同样重要的是，如果发生这种情况，这些年轻的高风险公司可能通过自身的发展，在一段时间后不再具有之前的高风险度，甚至有可能吸引机构的买入。

小规模投资者的问题有些麻烦。资金充裕的投资者经常完全忽视股利回报的问题，而将所有的努力用在获得最大的增长潜能上。当他投入资金之后，他能通过足够的股利达到渴望的生活标准，或者利用股利加上其他的收入维持这一标准。因为大多数小规模投资者持有股票的总价值不够多，所以无论获得的收益率有多高，都无法依靠投资回报生活。因此对小规模投资者来讲，当前的股利回报问题通常是在进行一项选择：要么从现在开始每年收入几百美元，要么有机会在未来的某一时间获得超出目前数倍的收入。

在对这个重要的问题做出决定之前，小规模投资者还必须正视一个问题，他考虑用来进行普通股投资的资金只能是真正剩余的资金，这并不表示要利用超出他日常生活所必需费用的全部资金。除了最异常的情况，在投资本身具有风险的普通股之前，他还应该存有数千美元，足以应对疾病或者其他的意外事故。同样，如果资金在将来有一些特殊的目的，例如送孩子上大学，那就不应在股票市场中冒险。只有在考虑到这类事情以后，他才应该考虑普通股投资。

小规模投资者对剩余资金的使用目的变成了个人选择和特殊情况的问题，包括其他收入的数额和性质。年轻人，或者有孩子或者特别喜爱的其他继承人的老年投资者，愿意牺牲每月 30 或者 40 美元的股利收入，以在 15 年之后获得十倍的收入。相反，没有亲近的继承人的老年投资者自然更喜欢立即获得更多的收入。同样，一

个相对收入较低，却背负着沉重的财政负担的人，除了满足当前需要之外别无选择。

然而，对于绝大多数小规模投资者而言，决定立即获得收入的重要性如何是一个私人的选择，大概主要取决于个人投资者的心理。我的观点是和未来几年能带来相当多的收入，并且可能使得子女十分富有的投资相比，少量的额外收入(税后)就失去了吸引力。也许有人不同意我的看法，本书提出的观点是针对那些资金大户和与我观点相同的小规模投资者的，他们希望根据这些原则找到聪明的做法，以此获得满意的结果。

任何人能否运用这些原则获得成功的投资，取决于两件事情，一是运用原则的技巧程度，二是运气的好坏。在当前这个时代，某个与你投资的公司无关的研究实验室能在明天拥有预料不到的发现，不相关的研究开发也能在五年之后使你的投资利润变成原先的三倍或者一半。所以就任何一笔投资来说，好运气显然起到了巨大的作用，这就是为什么中等规模的投资者在这方面要比小规模投资者更有优势。如果精心选择投资的话，运气的好坏能在很大程度上得到平衡。

尽管如此，对于更希望在今后的几年之内获得最大可能回报的资金大户和小规模投资者来说，他们最好牢记在过去的35年里，各种金融权威进行了大量的研究。这些研究比较了两种不同做法的结果：购买提供高股利的公司的普通股，以及支付低股利，但是注重增长和资产再投资的公司的股票。据我所知，每一项研究都表明了同样的趋势。在5~10年内，成长型股票的资本价值增长更高。

更惊人的是，同一段时间内，成长型股票通常会提高股利，尽管和已经上涨的股票价值相比，回报仍然较低，但是和仅仅根据收益情况来挑选的股票相比，此时原先的投资获得了更多的股利回

www.55188.com最好的股票论坛 第一部分 普通股和不普通的利润

报。换句话说，成长型股票不仅在资本增值方面体现出优势，而且在一定时间内，随着公司的成长，股利回报也有着优异的表现。

第五章 什么时候买

前面几章试图说明成功投资的核心是知道如何寻找在未来几年每股收益将惊人增长的少数股票？因此，有什么理由将时间和精力转移到主要的问题上呢？什么时候买入的问题是不是变得相对不重要呢？一旦投资者确信自己一定发现了优秀的股票，是不是任何时间买入都是很好的时机呢？答案有些依赖于投资者的目的，同时也取决于他的性格。

让我们举一个例子。根据事后的认识，现代金融的历史上会出现最极端的例子。如果在1929年夏，或者说就在美国历史上最严重的股票市场崩溃之前，投资者购买了一些优秀企业的股票。当时这样的购买可能最终会产生很好的结果，但是25年之后，这次购买为投资者带来的利润要比那些完成了恰当选择公司的投资者少得多。如果完成了恰当选择公司中最艰难的工作，投资者只需要花费不多的额外努力，就能理解一些关于选择购买成长型股票的时间的简单原理。

换句话说，如果买入了正确的股票，并且长时间地持有，那么通常会产生一定的利润，通常它们将产生很可观的利润。然而，为了尽可能产生最大利润，也就是刚刚所说的惊人利润，必须考虑一下对时间的选择。

在选择买入股票的时间上有一种习惯的做法，表面上似乎很合理，但是我认为十分愚蠢。这种方法是整理浩如烟海的经济数据，

从这些数据，可以得到关于总体商业的短期和中期方向的结论。和商业活动一样，更老练的投资者一般也会形成关于资金比率的未来方向的观点。然后，如果他们对这些问题的预测表明，背景条件没有较大的恶化，就会得出或许可以买入想要的股票的结论。有时从一开始就乌云密布，那么使用这一普遍方法的人将推迟或者取消原本计划的购买。

我反对这种做法，不是因为它在理论上不合理，而是由于人类在经济方面的知识可以解决预测商业趋势的问题，在当前的这种形势下，这种方法不可能行得通。它正确的可能性并不足够高，不能保证用作存款风险投资的基础，但是不会一直出现这样的情况。从现在开始，它或许在五年或者十年内不会出现。目前，有能力的人正试图利用电子计算机来建立十分错综复杂的投入产出分析，或许在未来的某个时间，人们可能会以相当精确的程度掌握即将到来的商业趋势是怎样的。

如果出现了这种进步，普通股投资的艺术或许不得不进行完全的修正。然而在那之前，我相信人们会像中世纪炼金术时期的化学科学一样，来看待解决预测商业趋势的经济学。和现在的商业预测一样，那时化学的基本原理刚刚开始从大量神秘和怪诞的事情中显露出来，那些原理能很有把握地作为选择行动方针的基础，不过化学在此并没有达到共识。

1929年，经济偶尔会很不安分，对未来的投机热情达到了空前的程度。即使不知道当前的经济形势，对将要发生的事情做出相当准确的猜测也是有可能的。然而，我怀疑投机活动相当稳健的年份是否远远超过十分之一。在未来，这种活动可能会更加罕见。

典型的投资者通常是如此地重视对经济预测的使用，以至于他可能过于强烈地相信预测的可靠性。如果是这样的话，我猜想他仔

细阅读过第二次世界大战后任何一年的《商业和金融年鉴》(Commercial & Financial Chronicle)。即使他意识到了预测容易犯错，事实上也许仍然会仔细地阅读。不管他选择的是其中哪一年的刊物，重要的经济和金融权威人士都会就未来时期的前景发表自己的观点，这样的文章是相当多的。既然该杂志的编辑在选择材料时，似乎是为了同时给出可以获得的最乐观和最悲观的看法，那么在任一本中发现反对预测的文章也就不奇怪了。令人惊讶的是这些专家间的不一致程度；更让人吃惊的，所写文章的一些理由似乎在当时有力而令人信服。在证实有些预测完全错误的时候，这是尤其正确的。

根据随机且可能不完全的结果，金融界不断地尝试着猜测经济未来，由此投入的大量智慧和努力使人们想知道，如果将其中一部分使用在有用可能性更大的事情上，那么可能会发生什么情况。我已经把经济预测和炼金术时期的化学相比较，或许我对此的关注还没有结束，在中世纪时期还有一项合适的对比。

那个时期，大多数西方国家生活在必需品匮乏，人类遭受着苦难的环境。这主要是由于当时相当多的智力都投入到无效的结果中。如果能把争论“针尖上可以站多少个天使”这种问题所用的一半思考用在与饥饿、疾病和贪婪的斗争上，想想可能会发生什么情况。目前投资领域在猜测商业周期的未来趋势方面利用了很多集体智慧，或许只要将其中的一部分用在增加生产的目的上，就能产生惊人的结果。

如果短期经济前景的常规研究并没有为选择合适的购买时间提供正确的方法，那么什么才能提供正确的方法呢？答案在于成长型股票自身。

冒着唠叨不休的风险，让我们短暂地回顾一下前一章所提及的

关于值得拥有的投资具有哪些基本特征。那些公司一般采用科学技术中最前沿的工作方式。在商业生产的早期，它们通过试生产，在研究室开发各种新的产品或者工艺。这需要花费一定量的成本，同时会耗费商业的其他利润。甚至在这一时期，为了生产足够数量的新产品以达到要求的利润率，额外的销售花费造成的预算外损失可能超过了试生产阶段。

从投资者的立场出发，这里一共有两个方面具有特殊的意义。一是在新产品的发展周期方面，不可能依靠任何确定的时间表。二是即使在管理最出色的企业，失败也是从事商业所花费的成本中的一部分。在体育比赛中，比如篮球，即使是最优秀的联盟冠军也会输掉一部分比赛。

从选择购买普通股的时间的立场看，在发展新工艺方面可能最值得近距离观察的，是即将投入生产的第一家完全商业化的工厂。在一个新的工厂里，即使是已经确立的工艺或者产品，也可能存在6~8周的适应期，以证实代价是否昂贵。这段时间要把设备调整到要求的运行效率，并且清除复杂精细的现代机械装置中发生的故障。如果这一过程确实是完全的创新，那么代价高昂的适应期或许很久，甚至远远超过公司中最悲观的工程师所估计的时间。此外，问题最终得到解决以后，厌烦的股东仍然无法盼望立即获得利润。为了使人们接受新产品，公司将有更多凭借旧的生产线获取的利润变成特定的销售和广告费用，这种情况还要持续一段时间。

可能公司在利用原有产品获得收益增长上做出了很多努力，而普通的股东没有注意到利润的损耗，然而事实上多次出现相反的状况。当一家运营良好的公司泄漏出消息，说它的实验室研究出了引人注目的新产品，急切的买方将拉动公司的股票价格上涨。如果成功地进行了试生产，价格会进一步攀升。很少有人考虑到，进行试

生产就像以每小时 10 英里的速度开车行驶在蜿蜒曲折的乡间小路上，而运作产品进入市场就像在同一条路上将速度提高到每小时 100 英里。

随着时间一月月地流逝，运作产品进入市场的困难不断涌现，这些预料之外的花费使得每股收益明显下降。生产陷入麻烦的消息传播开来。没有人能保证，如果能做到的话，问题什么时候可以解决？之前急切的多头变成了沮丧的空头，股票的价格开始下跌。新产品的适应期越长，市场行情越萎靡，直到最终传来了顺利运行的好消息，股票的价格马上连续两天上涨。然而，在接下来的一个季度，由于特定的销售花费致使净收入进一步下降，股票跌至当年的最低价，整个金融界都流传着管理层犯了错误的消息。

在这一点上，股票可能是一种凭感觉的购买。一旦额外的销售努力产生了足够的销售量，能抵消最初的生产费用，那么正常的销售努力足以使销售额曲线在很多年内持续向上增长。由于使用的是同样的技术，所以第二、三、四、五次的试验几乎在没有推迟和特殊花费的情况下完成，这些都发生在第一次试生产之后的延长期内。到了第五次试验时，公司已经具备了一定的生产力，并且成长得如此壮大，以至于公司在股票不受到向下打压的作用，或者不降低收益的情况下，就能对另一个牌子的新产品重复整个周期。投资者那时要求的投资是能够多年一直增长的。

在本书的原版中，我使用下面的文字描述了一个关于这类机会的例子。我使用的例子是当时刚刚发生的。我说：

“就在 1954 年的国会选举之前，某些投资基金利用了当时的形势。此前几年，和大多数主要的化学公司相比，美国氰胺公司 (American Cyanamid) 股票的市盈率相当低。我认为这是由于金融界普遍相信，尽管它的立达 (Lederle) 部门是世界上最杰出的制药

组织之一，但是相对较大的工业和农业化学部门构成了一个大杂烩，昂贵而无效率的工厂出现在经济景气的 20 世纪 20 年代，当时正是典型的股票市场合并时期。人们普遍认为它不是一个理想的投资对象。

“大多数人忽视了一个新的管理层稳步而不张扬地削减生产成本，裁减冗员和精简机构。人们注意到的是该公司相对其规模大小‘下了巨额赌注’，在路易斯安那州的佛提尔 (Fortier) 新修建了一座大型的有机化学工厂。工厂的工程设计非常复杂，以至于当公司比计划滞后了数月才达到收支平衡点时，没有人感到惊讶。不过新工厂的问题仍然存在，使得受到关注的氰胺公司股票的总体状况更为不利。在那一时期，由于我前面提到的那些基金认为已经到了买入点，所以它们以 45.75 美元的价格买入。该股票在 1957 年以 2:1 的比例拆股后，价格变为 22.88 美元左右。”

“那之后发生了什么？1954 年，管理层的一些举措制造了高昂的成本，但是经历了足够的等待之后，公司开始获利。佛提尔的工厂目前是盈利的，每股收益从 1954 年的 1.48 美元，上涨到 1956 年的 2.10 美元，并且有望在 1957 年继续上涨一些，而大多数化学（不是制药）企业在 1957 年的利润少于 1956 年。至少一样重要的是，华尔街开始认识到氰胺公司的工业和农业化学部门是值得机构投资的。结果，该股票的市盈率发生了显著变化，在不到三年的时间内，公司的市值增长了大约 85%，收益增长了 37%。”

写下了上面这些内容以后，金融界似乎继续稳定提高氰胺公司的地位。1959 年的每股收益有望超过 1957 年创下的历史新高 2.42 美元，该股票的市场价格稳步增加，现在已经达到 60 美元。这意味着在本书中第一次提到该股票的五年之后，收益达到了 70%，而市值增加了 163%。

我喜欢用愉快的语调结束对氰胺公司的讨论。不过，在本书修订版的前言中，我宣称自己打算在本书的修订版中进行诚实的记录，而不是到目前为止貌似真实的最有利的记录。你或许已经注意到，我曾经在原版中提到1954年买入氰胺公司的“某些基金”，这些基金已经不再持有该股票，它们在1959年春以均价49美元卖出。这当然明显低于当前的价格，但是仍然获得了110%的利润。

利润的大小和卖出决定没有任何关系。在做出卖出决定的背后，有两个动机，一个是从长期的观点看，似乎有另一家公司更值得看好。在下一章的讨论中，你将发现这是一个令人信服的原因。尽管还没有足够的时间给出推断性的证据，但是到目前为止，比较两只股票的市场行情似乎证实了我们的做法。

然而，在投资改变的背后还有第二个动机，事后的认识可能不太可信。这就是和最优秀的竞争对手相比，氰胺公司的化学（相比它的制药）生意并没有像希望的那样，在扩大利润率和建立可获利的新生产线方面取得很大的进步。公司试图打入竞争极为激烈的纺织行业中的腈纶纤维市场，这里包括了诸多不确定的因素，可能会增加成本。这种想法可能是正确的，但是最终还是错误的投资决定，因为立达制药部门拥有光明的前途。在卖出股票之后，它的前途会更加明显。从中期来看，立达的获利能力有进一步飞跃的可能，这是因为：①一种相当有前途的抗生素；②有望出现一个相当规模的口服“天然”小儿麻痹疫苗的市场，而该公司是这个市场的领导者。这就使得只有在未来才能确定，关于卖出氰胺公司股票的决定是不是一个投资错误。因为研究可能出现的错误要比回顾过去的成功回报更多，即使有冒味的风险，我还是建议那些认真而有兴趣改进投资技巧的人把上面几段话标注出来，在读完下一章“什么时候卖出”之后再看看这几段。

现在转到我在原版中引用的另一个描述这类购买机会的例子，它发生的时间更靠近现在。我说：

“1957年下半年，发生在食品机械化学公司(Food Machinery and Chemical Corporation)身上的情况有些相似。一些大机构的买方已经看好这只股票一段时间了。然而，尽管看上去有更多的人也感兴趣，但是他们想在买入该股票之前看到将要发生某些事情的迹象。要了解出现这种态度的原因，就必须观察一下当时的背景。

“第二次世界大战之前，该公司只是生产各种机械制造产品。由于出色的管理和工程开发，食品机械公司(Food Machinery)成为战前最成功的投资之一。战争期间，除了在已经取得相当成功的军械制造方面从事相关生产，公司还建立了多种化学工业。出现这种情况的原因是公司需要通过制造消耗性产品来稳定机械商业的周期趋势，利用类似于已经成功开发的机械和军械部门所采用的研究方式，销售额将在未来一段时间内持续增长。

“到了1952年，四家独立的公司合并，成为了四个部门(现在是五个)。合并之后，如果包括军械制造的话，总销售量略少于之前四家公司之和的一半；如果只考虑普通的非国防业务，就略多于一半。在合并之前和最初的几年，这些化学部门的改变非常大，一个是行业内拥有高利润率和极高的技术声望的快速增长领域的领导者，另一个刚刚经历了工厂的过时、低利润和受挫的士气。人们要求所有这些部门的平均水平能和化学公司的真正的领导者相媲美。在有些情况下，公司会产生没有基本原材料的中间产品，另外一些时候，公司具有大量低利润的原材料，但是无法制造拥有更高利润率的产品。

“金融界达成了一些相当肯定的结论。机械部门每年在国内的增长率为9%~10%(和整个化学行业相比)，已经表现出了年复一年

地设计和销售巧妙的和有商业价值的新产品的能力，并且能在各自的领域建立成本最低的工厂，这表示最高等级的投资。然而，直到化学部门出现了更高的利润率，人们才开始具有投资这一合并后的企业的需求。

“同时，管理层积极解决这一问题。他们做了什么？首先通过内部提拔和外部招聘建立高级管理层团队。这一新团队将资金投入旧工厂的现代化，开发新的试验和研究上。除了通常资本化的试验花费之外，在没有花费大量的资金之前，工厂不可能经历重要的现代化和扩张。相当让人惊讶的是，发生在 1955、1956 及 1957 年的所有不正常花费没有导致同时期化学收益的下降。收益保持稳定的结果强烈地暗示了已经完成的结果的价值。

“在任何事件中，如果计划制订合适，已经完成的结果的累积影响有时一定比仍旧会出现的不正常花费更重要。如果 1956 年的研究经费相比 1955 年上涨没能超过 50%，那么就可能发生这种事情。即使 1955 年的化学研究经费不比行业的平均水平低多少，机械研究的经费远远高于行业内大多数部门的平均水平，也会发生这种事情。不管是否能维持这种较高的研究水平，1957 年下半年都有希望出现收益的爆发。年中，公司现代化的氯电池将在西弗吉尼亚州的南查尔斯顿 (South Charleston) 投入生产，该生产已经列入了计划表。尽管具有预料之外的麻烦和化学行业自身的特点，但是该公司大多数的现代化和扩张项目暗示，1958 年第一季度将实现收益的爆发。

“我怀疑机构买方一般无法更深入地看清问题，他们远离这只股票，直到收益改善，化学的利润率增长并且持续一段较长的时间。如果我怀疑的事情发生，就像 1958 和 1959 年表露出的发展一样，这时的金融观点有时会认识到始于几年之前的基本面的基本改

进。那时股票的价格将提高，部分原因在于已经发生的每股收益的改善，更重要的是由于对公司内在品质的一般性再评价使得市盈率发生了变化，之后股票的价格还可能继续增长多年。”

我认为过去两年的记录明显地证实了这些评论。或许人们一般都认为1958年是一个萧条的年份，几乎所有的化学和机械公司的获利能力都有所下跌，但是食品机械公司的每股利润却达到了历史最高的2.39美元，这一值高于总体经济形势更好的前几年的平均水平。我们得到了这样一个情报：至少化学部门达到了和机械部门相同的地位，成为一种值得拥有，而不是微不足道的投资。尽管写作本书时，1959年的利润还没有公布，但是与1958年同期相比，1959年前9个月的获利能力急剧增长，这进一步确保了重组化学部门的长期过程正在结出硕果。1959年的利润或许特别重要，因为在这一年，军械部门的主要产品——坦克式的轻型水陆两栖装甲运兵车——的制造材料，正在从之前的钢铁转变为铝，这样运兵车就可以利用降落伞投放。这意味着尽管刚刚达到了一个重要的最高收益点，但是对于1959年来说，在最近或者可预见的未来，军械生意对总的获利能力没有显著的贡献。

市场对此有什么回应？1957年9月底，本书的第一版写作刚刚结束，该股票的价格为25.25美元，现在已经是51美元了，增长了102%。看上去就像我在原版开头提到的金融观点：“认识到始于几年之前的基本面的基本改进。”

其他一些事件肯定并进一步推动了这一趋势。1959年，麦格罗·希尔出版公司(McGraw-Hill Publications)开始了一项新的工作，他们决定每年为化学行业中最出色的管理层的成就颁奖。为了决定这一荣誉的首位获胜者，他们选择了特别出色的十个人组成评判小组，其中四位代表了顶尖的商学院研究生院，三位来自持有大

量化学行业股票的大型投资机构，另三位是著名化学咨询公司领导人物。有 22 家公司被提名，最终提交的有 14 家。并非行业内的巨头轮流得到管理层成就的奖项，有些获奖的管理层受到华尔街的高度赞扬。两年前，食品机械公司的化学部门得到了大多数评委的认可，最终赢得了这一奖项，但是仍然有许多机构股票的买方不把它看作值得的投资。

对长期投资者来说，为什么这种问题很重要？首先，我们得到了很强烈的确信，加上或者减去整体商业活动的趋势，这样一家公司的收益将会增长多年。如果行业内一家公司的研究部门既没有保持形成有价值的新产品的研究部门，也没有能为公司带来利润的化学工程师，那么消息灵通的化学商业人士是不会把这一奖项颁给它的。其次，这一奖项可以让获奖公司在投资界留下好印象。正如我在本书的原版中对该公司的结论所说，考虑到收益的上升趋势对股票价格的影响，加上市场中每一元钱的收益在上升趋势中的价值，对股东来说，没有什么比这些更值得向往了。

除了新产品的引入和复杂工厂的开设，还有一些事情的发生预示着有机会买入优秀公司的股票，例如，一家位于中西部的电子公司以其不同寻常而又出色的劳动关系而著名，仅仅是规模的影响，就使得该公司到了改变处理关系的方法的地步。不幸的是，人员之间的相互影响造成了摩擦、怠工式的罢工和低生产率，在此之前，该公司以其良好的劳动关系和高生产率闻名。就在此时，该公司在判断一项新产品的潜在市场上犯了一个之前很少会犯的错误，收益和股票价格都出乎意料地下跌。

非常能干和聪明的管理层立即制订计划来纠正这种形势，尽管几周之内就能订出计划，但是将计划付诸于实施则需花费更长的时间。当这些计划开始显露在收益上时，股票就到达了所谓的买点 A。

然而，在利润报表上显示出所有的收益大约花了一年半的时间。这段时间快结束时，第二次罢工发生了，解决罢工问题是使得公司恢复竞争效率的最后一步。这次罢工的持续时间不是很长，损失也不大，但是金融界流传着该公司的劳工问题更加恶化的消息。尽管公司的高级管理人员大量买入，股票仍然持续下跌，但是股票没有下跌很长时间，证明从时机的选择出发，这又是一次正确的买入机会，我们把这个时间称为买点B。愿意深入了解事情真相的人，能以很便宜的价格买入一些在很多年内都能为他带来利润增长的股票。

如果投资者在买点A或者买点B买入该股票，让我们看看能获得多少利润。我不打算使用最低价，只要看看每月价格范围的表格，就知道了这两个买点附近的价格情况，这是因为在价格的最低点，换手的股票只有几百股。如果投资者在绝对低位买入，那么更多的是由于运气的因素。相反，我在一个例子中使用稍微高于低位的价格，在另一个例子中使用高于低位数美元的价格，每种情况下都可买入和换手上千股股票。我只使用那些注重现实研究的人能够很容易买入股票的价格。

在买点A，股票在几个月内从之前的最高点下跌了24%。如果在此时买入，其市场价值会在一年之内增加55%~60%。随后到来的罢工产生了买点B，股票几乎下跌了20%。奇怪的是，罢工结束几周之后，股票的价格一直在低位徘徊。一个聪明的大型投资信托机构的雇员对我说，他知道目前该股票形势很好，并且确信即将发生什么事情，然而他并没有向他所在的公司的财务委员会推荐买入。他说委员会的一些成员一定会向华尔街的朋友了解情况，这样做不仅会拒绝他的推荐，而且会指责他把大家的注意力转移到一家管理懒散、劳动关系毫无改善希望的公司。

没过几个月，在我写下这段文字时，该股票已经从买点 B 上涨了 50%，这意味着已经从买点 A 上涨了 90%。更重要的是，公司的未来看上去一片光明，未来几年都将沐浴在增长的阳光中，就像由于临时且意外的不幸而产生买点 A 和 B 之前的那几年一样。凡是在 A 点或者 B 点买入股票的人，都在正确的时间选择了正确的公司。

简而言之，投资者应当购买的公司是那些在有能力的管理层的领导下做事的公司。他们做的事情有些一定会失败，有时在成功之前会碰上预料之外的麻烦，投资者应该完全确信这些麻烦是暂时的，而不是永久的。如果这些麻烦导致股票价格大幅度下跌，但是有望在几个月，而不是几年内得以解决，那么在考虑买入该股票时，这个时间可能是相当安全的。

不是所有的买点都出现在公司陷入麻烦的时候，例如在化学产品行业，大量的资本才能产生一美元的销售额，有时会出现另一种机会，这种情况的数学计算是这样的：比如说，建立新工厂需要花费 1000 万美元。工厂建立并完全投入运行一两年后，公司的工程师将对工厂进行详细检查，他们将提出改进的建议，可能还要花费 150 万美元。工程师表示，总资本投资增加 15%，产量可以提高 40%。

显然，既然新工厂开始获利，产量增加了 40%，而销售成本只增加了 15%，而且几乎没有增加额外的经常费用，那么 40% 的产量增加将使利润率变得相当高。如果工程大到足以影响公司的整体收益，恰好在获利能力的改善反映到股票的市场价格之前购买，也同样是在正确的时间选择了正确的公司。

上述每一个例子的共同点是什么？那就是公司选择适当，收益价值就会提高，但是收益的特定增长并没有引起公司股票价格的上涨。我认为无论何时发生这种情况，正确的投资就处在购买范围

内。相反，如果没有发生，只要投资者买入的是优秀的公司，从长期来看他仍然能够获利。然而，他最好更有耐心一些，因为获利所需要的时间更长一些，和他最初的投资相比，利润也会相对较少。

这是不是意味着如果一个人有一些资金用来投资，他就应该完全忽视商业周期的未来趋势，用第三章讲述的原则把资金全部投入到他发现的正确的股票上，并且用本章的方法确定理想的买点？可能在他投资之后发生经济的萧条，因为在一般的商业萧条中，即使是最好的股票也很容易从最高点下跌40%~50%，所以是完全忽视商业周期还是采取有一定风险的策略呢？

我想这种风险是可以忽略的，在相当长的一段时期内，他的股票都是精挑细选的结果。如果选择适当的话，这些股票现在就可以带给他相当丰厚的资本收益。但是现在，或许是因为他认为应该卖出手中的某只股票，或者是因为可以支配一些新的资金，这样的投资者就有资金购买新的股票。除非遇上股票市场中充斥着混乱的投机性购买，以及重要的经济风暴信号呼啸而至的年份（比如1928和1929年），我相信这类投资者应该忽视对整体商业和股票市场的即将来临的趋势的任何猜测。相反，一旦出现合适的买入机会，他就应该投入适当的资金。

他不应该猜测整体商业或者股票市场的前行方向，而是应该以较低的错误可能性来判断所投资的公司相对整体商业的表现。因此，他从一开始就具备了两个优势，他把赌注放在自己了解的，而不是主要靠猜测的事情上。此外，他只根据定义购买获利能力会在短期或者中期由于某种原因而产生一定增长的公司的股票，这是对他的第二种支持。如果商业运行良好，市场认识到了这种新的获利能力，他的股票的上涨就会超过一般的股票；如果运气不好的话，正好在整个市场下跌之前买入，这种新的获利能力也能阻止他的股

票像同类的其他股票那样下跌。

但是许多投资者并不乐观，因为他们的股票并不是精挑细选地以低于目前的价格买入。或许这是他们第一次拥有投资的资金，或许他们持有债券或者相对固定的非成长型股票的投资组合，他们想在很久以后将这种组合转化成带来更多收益的股票。如果这样的投资者获得了新的资金，想在经历了长期的繁荣和股票价格上涨之后将持有的股票转变为成长型股票，他们会忽视可能的商业衰退的危险吗？如果随后他认识到自己投入全部或者大多数资产时，股票正处于长期上涨的顶部或者重大的下跌之前，这样的投资者也会很不开心。

这就产生了一个问题，不过该问题的解决方案不是特别难，和股票市场中许多其他事情一样，只需要我们更多一点耐心。我认为这样的投资者一旦确信找到了一只或多只合适的普通股，就应该开始买入。不过一旦完成了这类购买，他们应该仔细考虑进一步增持的时间。他们应该认真计划，几年之后再将他们的最后一部分资金用于投资，这样做的话，即使市场在那一段时间发生了严重的下跌，他们也能保住一定的购买力。如果价格没有下跌，并且恰当地挑选了最初的购买，那么他们至少会持有几只能获得相当丰厚利润的股票。如果在他们的处境最糟糕的时候——也就是刚刚投入全部资金的时候，市场发生了严重的下跌，这也能起到缓冲的作用，早期购买的股票即使不能全部，也能在很大程度上抵消最近发生的下跌，这样最初的资本就不会受到严重的损失。

对于还没有获得满意的投资记录的投资者来说，他们和拥有足够的资金进行购买的人都这样做的原因同样重要。这样的投资者在用完自己的资金之前，可以用一种实际的方式，展示出他们或者他们的投资顾问掌握了足够的投资技巧，并以适当的效率来运作。如

果还没有获得满意的投资记录，那么在投资者获得修改其投资技巧的警告信号，或者让别人为他处理这些事务之前，至少不能投入所有的资产。

所有类型的普通股投资者大概都在心中保持着一个基本的想法，除此以外金融界总是在担心和关注着商业周期衰退的危险，那会使很多有价值的投资活动陷入瘫痪。在 20 世纪中叶，当前阶段的商业周期是且仅是五种重要的力量之一，所有这些力量通过民众心理或者直接的经济运行的作用，可以对股票价格产生极其巨大的影响。

另外四种力量是利率的趋势、政府对投资和私人企业的整体态度、通货膨胀的长期趋势，以及或许力量最大的——新的发明和技术对旧行业的影响。这些力量很少将股票价格在同一时间向同一方向拉动，而且没有一股力量的重要性必然在很长的一段时间大于其他力量。这些影响力是非常复杂和多样化的，似乎最危险的做法就是最安全的做法。当你认为一家公司值得投资时就放手去做，不要因为猜测带来的恐惧或者希望，或者由于猜测的结论而止步不前。

第六章 什么时候卖出， 什么时候不要卖出

投资者决定卖出普通股的理由很多，或许他要修新房子，或者为他的儿子从事商业筹措资金。从追求幸福生活的立场出发，任何类似的理由都使得卖出普通股合情合理。然而，这种卖出的动机来自于个人，而不是金融，这就远远超出了本书的范围。我们在本书里提到的卖出是由单一的目标激发的，这个目标就是通过可利用的投资资金赚取最多的钱。

我认为，如果卖出了根据前面讨论过的投资原则而选择的任何普通股，那么有且仅有三个原因。第一个原因对任何人来说都是很明显的，也就是原先的买入是一个错误，特定公司的真实背景逐渐变得清晰起来，利润也比最初的预计要低。恰当处理这种形势主要是感情自我控制的问题，从某些程度上说，它也依赖于投资者是否对自己诚实。

大量的利润来自适当的处理，以及这种处理要求具备的高超的技能，知识和判断是普通股投资的两个重要特征。既然获得几乎难以置信的利润的过程十分复杂，在购买中一定会犯下一定比例的错误也就不奇怪了。好在从那些真正优秀的普通股中，我们获取的长期利润应该足以平衡因为犯下正常比例的错误而造成的损失，同时也能达到很大的利润率。如果能迅速发现错误，那么这是尤其正确

的，这样造成的损失要远远少于长期持有错误买入的股票，甚至更重要的是，不利形势下占用的资金可以得到解脱，如果选择合适的话，还可以用在一些能产生大量收益的地方。

不过，有一个复杂的因素使得处理投资错误更加困难，这就是每个人的自我，没有人愿意承认他是错误的。如果我们错误地买入某只股票，但是卖出时仍能获得微利，那么就不会认为自己做了一个愚蠢的决定。另一方面，如果卖出时略有亏损，我们就会对整件事情相当不高兴。当我们沉迷于整个投资过程时，这一反应可能是最危险的，尽管它是完全自然和正常的反应。如果投资者持有一只他确实不想拥有的股票，那么和其他不想持有的原因相比，他最终的结果可能是失去了更多的资金。假设最初认识到了错误，就能获得再投资的资金，本来通过合适的再投资有可能获得利润，但是由于加上了自我造成的损失，那么任性的成本就变得非常大了。

此外，不愿意承担损失，哪怕是很小的损失，本身就是不合逻辑的。如果普通股投资的真正目标是在一段时间内获得很多倍的利润，那么 20% 的损失和 5% 的利润之间的差别就变得相对不明显了。重要的问题不在于是否偶尔会出现损失，重要的是如果有价值的利润经常无法实现，投资者或者其顾问的处理投资技能一定会遭到质疑。

尽管损失从不会导致强烈的自我厌恶或者感情烦乱，但是我们也绝不能轻率地将其忽略。我们应该经常谨慎地进行回顾，这样可以从中学习到一些教训。如果彻底理解了购买普通股时出现错误判断的特定原因，我们就不太可能因为错误地判断同样的投资因素而犯下类似的错误。

对于为什么应当按照第二章和第三章概述的投资原则卖出持有的普通股，我们现在探讨一下其中的第二个原因。如果某公司由于

时间的推移而发生了变化，不再像买入时那么符合第三章概括的十五点原则，那么一般应该卖出该公司的股票。这就是投资者总是要小心提防的原因。它解释了为什么当你持有某公司的股票，时刻保持紧密地接触该公司的事务是那么的重要。

公司出现这种堕落通常有以下原因，要么管理层出现了堕落，要么公司的产品不再像以前那样具有扩大市场的前景。有时管理层堕落是由于成功冲昏了一个或多个重要管理人员的头脑，沾沾自喜或者懒惰代替了之前的干劲和独创性。经常发生这种情况是因为新的高级管理者不符合他们的前任设置的表现标准。他们既没有坚持使得公司获得成功的政策，也没有能力继续实现这些政策。不管公司的总体市场情况看上去多么好，或者资本收益税多么大，只要发生了以上的某种情况，就要马上卖出受到影响的该公司的股票。

类似地，有时公司在显著增长了很多年之后，会进入一个市场增长到了尽头的阶段。从此时开始，它的发展最多只能和整个行业持平，它的进步只能和国民经济的增长率相近，这一变化不是由于管理层的堕落，在利用当前领域的增长来发展相关或者同类产品方面，许多管理层展现出很强的技能。然而，如果进入了不相关的领域，他们会认识到自己并不具备特有的优势。因此，如果在一个年轻的增长性行业获得了几年的成功，随着时间的流逝，公司相对较多地耗尽了市场的增长，它的股票无法达到我们屡次提到的十五点原则的标准，这样的股票应该被卖出。

在这种情况下，卖出的速度可能会慢于管理层开始堕落的速度，可能持有的部分股票要在找到更合适的投资之后才卖出。然而，我们已经不再把公司看作是合适而有价值的投资。无论资本收益税有多么大，都很难阻止资金转向其他的投资，几年之后，新的投资方式可能会和之前的增长方式相类似。

关于公司是否不再符合实现预期的进一步增长的资格，有一个很好的测试，这就是投资者要问一下自己，不管一段时间里发生了什么，在商业周期的下一个顶部，相对的每股收益（支付了股票红利之后，通过拆股而不是发行新股来增加资本）相比目前水平上的增长，是否至少和从上一个已知的总体商业活动的顶部到目前水平的增长一样大。如果回答是肯定的，该股票可能要继续持有，反之可能就要卖出了。

对于在最初购买时遵循正确原则的人来说，卖出股票的第三个原因可能很少出现，并且只有在投资者非常确信其观点的时候才会卖出，这是由于找到吸引人的投资的机会太难引起的。从选择卖出时间上看，这种情况只发生于可以获得投资资金的时候。如果投资者已经在相当一段时间内拥有投资资金，并且找到了新的具有吸引力的地方以将资金投入，他或许会将部分甚至全部资金投入到他认为必然拥有增长前景的运营良好的公司。不过，和之后发现的一些似乎更具吸引力的公司相比，这种公司的年均增长率可能更低，已经持有的公司可能在其他一些重要的方面也缺乏吸引力。

如果迹象十分明显，而且投资者相当确信自己的观点的话，即使在支付了资本收益税之后，投资者也不会轻易将资金转移到似乎有着更好前景的公司。对股东而言，长时间内年均增长率能达到12%的公司使他相当满意，不过这和年均增长率达到20%的公司相比还是有差距的，尤其是考虑到额外的麻烦和可能包括的资本收益税。

关于为了将资金转移到更好的股票上而太过轻易地卖出一只股票，谨慎一些是没有错的，总是存在着错误地判断了当前状况的一些重要方面的风险。如果发生这样的事，那么投资的结果可能没有预期的那么好，相反，一个已经持有一只优秀股票一段时间的机敏

的投资者，通常同时了解有利和不利特征。因此，在为了得到更好的股票而卖出一只相当满意的股票之前，需要非常谨慎而准确地评价当时情形下所有的要素。

在这一点上，眼光犀利的读者可能已经看出一项基本的投资原则，这也是极少数成功的投资者才理解的，这就是一旦选择了合适的股票，并且经受了时间的检验，就很难找到卖出的理由。然而，金融界持续产生大量的推荐和评论，给出了各种卖出优秀的普通股的理由。这些理由是正确的吗？

最常见的理由是相信在可见的未来，股票市场在一定程度上将整体下跌。在前一章里，我试图表明由于害怕整体市场的表现而推迟进行具有吸引力的购买，那么若干年之后可以证明，这种做法将遭受很大的损失。这是因为投资者忽视了他拥有的确定知识所产生的影响力，而害怕一种以当前人类的知识而言，人们主要依靠猜测的影响力。我们不能因为害怕普通的熊市而过度影响到购买具有吸引力的普通股，如果这一论点是正确的，那么不能因为害怕而卖出优秀股票就更有道理了，前一章提到的所有论点在这里同样适用。此外，投资者正确卖出优秀股票的几率会由于资本收益税的因素而进一步降低。优秀的股票在持有若干年之后会带来巨大的利润，资本收益税将使得卖出优秀股票的成本显得更加突出。

还有一个代价更为高昂的理由，说明为什么投资者绝对不要因为可能发生的一个普通的熊市而卖出表现优异的股票。如果最初选择的股票是正确的，就能看到该股票在下一个牛市中创下的最高价超过目前的最高价。投资者如何知道什么时候买回股票呢？理论上应该在即将来临的下跌之后，不过，这要以投资者知道下跌结束的时间为前提。我看到很多投资者由于害怕几年之后才会到来的熊市，而卖出能产生巨额利润的股票。通常熊市还没到来，股票市场

已经继续上涨了。当熊市到来时，我很少看见投资者能在价格上涨到超过原先的卖价之前买回那些股票。通常，他要么等着股票比实际跌幅跌得更多，要么在股票下跌时，担心其他事情阻碍自己买回。

这就带给我们另外一种推理方式，使得本意虽好，却涉“市”未深的投资者在未来错过巨大的利润。这个论点就是：优秀股票的价格被高估，因此应当卖出。还有什么说法更合理呢？如果高估了一只股票，为什么不卖出而继续持有呢？

在草率地得出结论之前，让我们稍微看一下问题的深处。什么是价格被高估？我们试图完成什么工作？任何真正优秀的股票的价格应该高于那些表现稳定，但是获利能力无法提高的股票。毕竟，分享持续增长的可能性值得我们付出一些东西。当我们说一只股票被高估时，可能表示关于预期的获利能力，该股票的价格高于我们认为它应该位于的价格；也可能指和其他一些未来收益同样将显著增加的公司的股票相比，该股票的价格也要更高。

这些观点都试图以超出可能范围的精确度来衡量一些东西。投资者不能准确地确定特定公司在两年之后的每股收益，他最多只能利用一些普通的非数学词汇，例如“大致相同”、“适度上涨”、“上涨很多”或者“大幅上涨”。事实上，公司的高级管理层也无法比他们做得更精确。管理层和投资者在判断未来几年的平均收益是否会相当大地增长方面相差无几，但是具体到增长多少，或者说什么时候出现这种增长，通常包含许多的猜测，使得他们不可能做出准确的推测。

在这些情况下，谁敢说能以一般的精确程度，预测到拥有不同寻常的快速增长率的优秀公司被高估？假定目前某只股票的市盈率不是通常的 25 倍，而是 35 倍。该公司或许在近期会推出新产品，

而金融界还没有领会该产品在经济上真正的重要性，或许没有这样的产品。但是如果增长率在下一个十年内非常高，公司将扩大到原来的四倍，那么该股票目前是否高估了 35%又有什么关系呢？真正要紧的，是不要放弃在未来会大幅度增值的投资。

我们的老朋友资本收益税再次出现在这些结论中。成长型股票之所以受到卖出的推荐，是由于我们过高地估计了它们的价格，如果卖出的话，就总是令股票的持有者花费相当一笔的资本收益税。因此，除了承担失去了永久持有公司股票的风险，如果增长率非常高，比如当前市场价格的 35%，此外，我们的投资者有时还使用另外一个论点，因而导致与利润擦肩而过。这一点都不荒谬。这个论点就是，他们持有的股票已经有了巨大的上涨。因此当股票价格上涨时，它可能用尽了大多数的上涨潜能。结果，他们卖出股票，转而买入一些还没有上涨的股票。我认为投资者应该只买入优秀的公司的股票，这些优秀的公司并不以这种方式运作。通过考虑下面有些古怪的类比，你就可以理解这样的公司是如何运作的。

假定今天是你大学毕业的日子。如果你没有读过大学，就把今天当作高中毕业的日子。从我们所举的例子的观点看，是什么毕业没有区别。现在假定这一天，你的每一个男同学都急需用钱，每一个人能提供给你相同的交易。如果你给他们每人一笔资金，数额为他们在毕业后一年内总收入的十倍，然后可以得到他们今后每年收入的十分之一。最后我们假设，当你认为这是一次非常好的提议时，你发现手中的资金只够与三位同学达成交易。

此时，你的推理可能和投资者利用合理的投资原则选择普通股相似。你立即开始分析你的同学，不是看他们有多么讨人喜欢，或者具备什么天赋，只是确定他们可能挣多少钱。如果你所在的班级人数众多，那么一开始就有相当一部分同学被排除掉，因为你对他

们的背景了解不充分，无法判断出他们是否确实善于赚钱。这一点又和明智的普通股购买很接近。

最终，你选出了三位同学，你认为他们在未来具有最强的获利能力，你和他们达成了交易。十年过去了，其中一位同学的表现非常杰出。他在一家大公司工作，不断地得到晋升。公司的内部人员已经传出总裁非常欣赏他，并准备让他在十年之后接任的传言。那时他将拥有高额的薪水、股票期权和退休金。

在这种情况下，如果有人向你提供了六倍于原先投资的资金，希望买下你和这位同学之间的合约，那么极力主张卖出一流的“上涨超出市场发展的”股票，能够及时了解获利的股票市场报告撰写者会怎么想？如果有人建议你卖出合约，转而与另外一位每年的收入仍然与十年前差不多的同学签约，那么你一定会认为他的智力出了问题。有人认为成功的同学已经难以继续发展，而（财务上）不成功的同学还有很大的发展空间，这种观点听上去是相当愚蠢的。如果你同样了解普通股，那么我们平时听到的许多关于卖出优秀股票的观点同样是愚蠢的。

或许你认为这些听起来很不错，但是毕竟同学不等同于普通股，同学和普通股之间有一个主要的区别。绝对不要仅仅因为价格上涨幅度已经很大，可能暂时出现估价过高的情况就卖出优秀的普通股，同学和普通股之间的区别增加，而不是减少了这种做法的理由。区别在于同学的生命是有限的，最终会离开人世，而普通股没有类似的时间限制。发行普通股的公司能全面地挑选管理人才，在公司的策略、方法和技术方面训练他们，以保留和传递公司的活力数代之久。看看已经发展到第二个世纪的杜邦公司，再看看陶氏化学在其杰出的创办者去世以后的表现。在这个人类欲望无穷无尽，市场总是难以置信的时代，公司的增长是没有限度的，而并非像人

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

怎样选择成长股

类一样终究会寿终正寝。

或许这一章蕴含的思想可以用一句话来概括：如果在购买普通股时完成了正确的工作，那么卖出的时间几乎永远不会到来。

第七章 股利的喧嚣

在普通股投资的很多方面，有相当多古怪的想法和普遍接受的半真半假的陈述。不过，无论何时考虑股利的重要意义，投资者的混淆会变得更加严重。

这种混淆和半真半假的陈述甚至延伸到描述各种股利时使用的词汇上。一家企业以前不发股利，或者发得很少。现在的总裁要求董事会开始发放大量的股利，发放之后，总裁或者董事会一般在讲到发放股利的事情时会说，到了为股东“做些事情”的时候了。他们认为，没有发放或者提高股利，公司就没有为股东做些什么。这可能是真的，但是不仅仅因为没有发放或者提高股利就意味着没有为股东做事情，通过修建新工厂、投入新的生产线，或者在旧车间安装一些节省成本的设备，而不是发放股利的形式花费利润也是可能的，管理层的这些做法为股东带来的好处有可能比发放股利还要大。只要股利率能够增长，无论没有用来发放股利的收益用来做了什么，总是被称为“有利的”股利行为。可能更主要的原因是，股利减少或者不发放股利几乎总是被看作“不利的”。

公众对股利的看法出现混乱的主要原因之一，在于股利没有发到股东手中，而是存留在商业中的收益的积累值和股利收益之间巨大的差异。有时，公司留存利润对他们毫无好处，甚至产生负面的作用。如果利润没有留存，他持有的股票价值就会降低，但是由于留存利润不会增加股票价值，因此它对股东来说似乎没有任何好

处。最后，很多例子都表明，对于同一公司不同类型的股东，他们从留存利润中获得的收益相差很大，因此将导致投资者头脑更加混乱。换句话说，每当收益没有以股利的形式发放给股东时，就必须检查这种举动的好处，看看究竟发生了什么。这里我们深入检查一下可能的情况，并且详细讨论其中的一些差别。

股东什么时候无法从留存利润中获得好处？一种情况是管理层储存的现金和流动资产远远超过了目前或者未来的商业需求。管理层这样做或许没有什么不良企图，一些高级管理者会从逐渐储存起来的不必要的流动储备金中获得自信和安全。他们似乎没有认识到自己对安全感的维持是通过没有为股东创造财富获得的，而股东有权使用自己认为合适的方式获得财富。尽管目前仍然会发生这种情况，但是我们有税法来控制这种罪恶的出现，因此它不再是以前那个重要的因素了。

还有另外一种更严重的情况，就是收益总是存留在商业中，而没有为股东带来任何显著的好处。当不合格的管理层仅仅获得低于普通水平的资本回报时，就只能使用存留利润来扩大无效经营，而无法做到改善经营。通常发生的情况是，管理层建立起更大的无效领域，他们成功地以做的事情更多为理由，从公司领取更高的薪水。股东最终只能获得很少的利润，或者根本没有利润。

这两种情况都不可能对遵循本书观点的投资者产生影响，他买入股票是因为那些股票是优秀的公司发行的，而不是因为它们很便宜。如果管理层效率低下，运营不符合标准，那么这样的公司就无法满足十五点原则。同时，符合十五点原则的管理层几乎肯定会为过剩的现金找到使用的方式，而不是将现金储存起来。

为什么商业上极其必要的存留收益不可能为股东的股票增加价值呢？这里包括下面两种原因，一种原因是当习惯和公众的需求力

发生改变时，每一家具有竞争力的公司都要在对增加交易量没有意义的所谓的资产上花费资金，但是如果没有这笔花费，就会造成商业上的损失。一家零售店安装昂贵的空调系统就是一个经典的例子。在每一家具有竞争力的商店中安装空调系统之后，既没有出现交易的净增长，也没有在炎热的夏天增加原本就少得可怜的顾客。由于一些奇怪的理由，我们接受的财务系统，以及建立在其上的税法使得这类“资产”和实际增加的商业价值并没有什么区别，股东经常认为没有发给他股利是一种不公平的待遇，而且他看不到商业的存留利润能为他的收益带来增长。

另一种更重要的原因是，由于我们所接受的财务方法有一个严重的问题，存留收益没能产生利润的增长。在资金的购买价值发生快速而重大变化的世界里，标准的财务程序将美元看作一种固定的价值单位。会计师说所有的财务方法都是做这些事，可能这种说法是相当正确的，但是如果资产负债表和其上描述的资产的真实价值有任何关系，结果就会出现一些混乱，就像工程师和科学家在三维世界进行计算时使用的仅仅是二维的平面几何学。

当现有的资产在经济上没有价值时，理论上的折旧费应该足以将其代替。如果折旧率计算正确，资产的重置成本在使用年限内不发生改变，就会发生这种情况。但是随着成本的增加，总的累计折旧很难代替过时的资产，因此，如果公司还想继续拥有以前的资产，就要额外存留利润以补足差额。

尽管这对所有的投资者都有影响，但是它通常对成长型公司的股东影响较小。这是因为获得新资本资产（仅仅相对于代替现有的和即将报废的资产）的速度是如此之快，以至于在最近获得的资产上，有更多的折旧属于最近获得的资产，其值接近于当前的价值。资产中几年前的折旧部分比例较小，低于当前的成本。

关于如果将存留收益用来修建新工厂和推出新产品，那么在什么地方对投资者极为有利这一话题，我们已经反复地阐述过了。然而，比较某类投资者与另一类投资者的受益多少是值得考虑的，这里有两个原因。金融界一直对这个问题有误解，如果正确地理解了这个问题，就能很容易地评价股利的真正意义。

让我们通过一个虚构的案例来探讨一下有关谁从股利中受益最多的错误观念。过去几年，管理良好的 XYZ 公司的利润稳定增长，而股利率保持不变。因此，四年以前该公司需要支付收益的 50% 作为股利，随着额外的获利能力的增加，现在这一比例降到了 25%。有些董事要求提高股利，另外一些董事指出，公司从来没有像现在这样拥有如此好的机会去利用存留收益进行投资。他们进一步指出，只有维持，而不是增加股利率，才有可能把握住机会，只有如此才能获得最大的增长。关于采取那种方案，大家展开了激烈的讨论。

假设有一位董事会成员说出了金融界最常见的观点之一，也是一个关于股利的似是而非的观点：如果 XYZ 公司不提高股利，就会伤及小股东的利益，而对大股东有利。此处包含的理论是大股东的税率更高，在支付税金之后，大股东存留的利润占股利的比例要比小股东少得多。因此大股东不希望提高股利，而小股东则表示欢迎。

实际上，XYZ 公司的任何个人股东是否对股利的增加，或者拥有更多的再投资资金有兴趣，和他的收入大小没有什么关系，而取决于每一位股东是否愿意拿出部分收入进行额外的投资。不管数量多少，税率较低的数百万股东每年都会拿出一笔钱来进行额外的投资。如果他们这样做，并且需要支付所得税的话，这就是一个基本的算术问题。如果董事会提高股利，反而会损害他们的利益，因为

此时可以利用公司的存留收益进行有价值的投资。相反，提高股利可能对更加需要额外资金的大股东有利，他们也会遇上完全不可预知的需要用钱的偶然事件。

让我们看一下为什么会出现这种情况。任何人只要有充足的额外资金投资普通股，至少就会产生足以支付最低税率等级的税金，因此，一旦扣除了股利收入中免税的 50 美元以后，即使是持股数量最少的股东也不得不为获得的其余股利支付 20% 的所得税。除此以外，他必须为购买的任何股票向证券经纪公司支付佣金。由于购买散股的佣金较高，存在最小佣金等等因素，因此这些成本在小规模交易中占据的比例高于大规模交易，这就使得实际获得的再投资资本低于收到的股利的 80%。如果股东的税率等级较高，实际用来进行再投资的股利增加的百分比也会相应减少。

当然，某些特定的股东，比如大学和退休基金无需缴纳所得税。还有一些人的股利收入低于 50 美元，他们持有的股票数量很少。对于这些特殊的群体，情况有些不同。不过对于绝大多数股东来说，不管他们持股数量多少，都不能避免关于股利必须缴税的基本问题。如果他们将任何一部分收入存起来，而不是花掉，并且能够正确地投资普通股，那么与其把增加的利润当作股利发放，让投资者自己进行再投资，不如让所投资的公司管理层把增加的利润拿去再投资。

股东得到的好处不仅仅是在支付了所得税和证券经纪公司的佣金之后，资金 100% 地留在公司发挥作用。选择正确的普通股不是一个简单的问题。如果公司认为发放股利是一件好事，那么投资者当初的选择就是很聪明的，因此，投资者在寻找有价值的投资过程中会冒着犯严重错误的风险，而让所投资的公司管理层把增加的利润拿去再投资，会使投资者承担更低的风险。正在考虑存留或者发

放增加的收益的公司越优秀，这个因素就越重要。这就是为什么甚至是无需缴纳所得税，以及没有将收益全部花掉的人都发现，如果公司利用存留的资金来把握有价值的新机会，那么所得到的收益和他支付完税金之后的收益一样多。

由于以上述分析，股利开始显露出真正的意义。对于那些想利用资金获得最大收益的投资者来说，股利不像金融界的许多人说的那样重要。无论是买入了机构式成长型股票的保守型投资者，还是愿意且有能力为了更多利润而承担更大风险的投资者，事实均是如此。这一观点有时表示，较高的股利回报是一个安全的因素。这句话蕴含的理论是，既然高收益的股票已经提供了高于平均水平的回报，它就不会被高估，也不可能下跌太多。没有什么能与真理相悖。我看过的关于这一问题的每一项研究都指出，在价格表现糟糕的股票中，支付高股利的股票远远多于支付低股利的股票。如果优秀的管理层增加股利，因此牺牲了利用增加的收益进行再投资的机会，就像农场主把最好的牲畜赶到市场上卖掉，而不是把它们养到能卖出最好的价格为止。他只是多赚了一点钱，却付出了巨大的成本。

我前面提到的是公司是否应该提高股利，而不是究竟要支付多少股利。我知道个别投资者不需要获得任何股利收入，但是几乎所有的投资者还是需要股利的。只有在个别情况下，当优秀公司出现了极好的增长机会，却无法支付股利时，仍然能通过存留剩余的收益和其他的融资方式获得充足的现金，以此把握有价值的增长机会。每个投资者必须确定，他自己需要将多少资金投入到了具备了异乎寻常的增长因素却不支付股利的公司。然而最重要的，是不要买入过于强调支付股利，而限制了可实现的成长的公司。

这就让我们接触到了大概是关于股利问题中最重要的，但是很

少提及的方面，这是规律性或者可靠性的问题。聪明的投资者会计划他的事务，他会向前看，了解自己的收入能做什么事情。他可能不在意收入是否会立即增加，但是他要确信最终的收入是否减少，以及是否会造成他的计划出现不可预料的崩溃。另外，他想自己做出决定，在把大部分或者全部收益拿来再进行再投资的公司和增长前景不错，但是速度较慢、收益再投资比例较小的公司之间做出选择。

出于这些原因，确立了明智的股东关系政策，并且喜欢公司的股票拥有高市盈率的公司财务主管和金融副总裁通常能够利用这些政策帮助他们避免陷入混乱的思考。他们确定了股利政策之后就不会改变，他们会让股东知道政策是什么。他们或许会大幅度改变股利，但是很少如此改变股利政策。

这种政策是根据为了获得最大增长而存留的收益百分比建立的。对于年轻而成长迅速的公司而言，可能会很多年都不支付股利。当折旧费用增加，资产到达一定时，利润的25%~40%将发放给股东。历史悠久的公司的支付比例随着公司的不同而有很大的变化。然而，上述两种情况中实际的支付比例并不是那么精确，这会使得每一年的股利都不同于前一年。这正是股东不愿意看到的，因为它使得股东无法进行独立的长期计划。他们想确定大致的发放比例，并且每季度、每半年或者每年定期支付。当收益增长时，支付的股利数额偶尔会增加到之前的比例。不过这仅仅发生于以下两种情况：①可以获得充足的资金，管理层发现了所有难得的增长机会；②随后可能出现商业衰退或者额外的增长机会，有充分的理由相信新的定期股利率能维持下去。

如果管理层在提高股利时十分谨慎，并且只有在股利政策很有可能维持下去的情况下才提高股利，那么它就能在眼光敏锐的投资

者之中赢得最广泛的支持。类似地，只有出现重大紧急的情况，股利才会降低。很多企业的财务主管同意支付一次性的额外股利，这是让人很吃惊的。即使这些预料之外的股利几乎总是无法对股票的市场价格产生永久的影响，他们还是这样做，表明这样的股利政策和大多数长期投资者的要求是对立的。

无论一项股利政策聪明还是愚蠢，公司通常都能吸引一个喜欢该政策，并希望持续下去的投资者群体。许多股东喜欢高回报率，而不管股利政策是否对自己最为有利；有些股东喜欢较低的股利率，有些不喜欢发放股利；有些人喜欢股利率较低，同时每年定期发放很少的股利；还有些人更喜欢本身较低的股利率，而不喜欢发放股利。如果管理层依照自然的需求选择股利政策，通常就会建立一个喜欢并希望股利政策持续下去的股东群体。如果一个聪明的管理层希望本公司的股票获得投资的声望，就要尊重投资者对股利政策的持续性的要求。

股利政策和开餐馆的策略或许有一些相似。一个出色的餐馆老板可能会用高价政策成功地经营，也有可能通过最低廉的价格供应最美味的菜肴吸引客人，或者他可以成功地开一家匈牙利、中国或者意大利的餐馆。每一种餐馆都能吸引一群人，人们去餐馆时总是期望能吃到特定的菜肴。如果餐馆某天供应价格高昂的菜肴，第二天又卖价格便宜的，然后又在没有征兆的情况下经营异国风味的，即使餐馆老板的能力超群，他也无法做到扩大顾客群体。经常改变股利政策的公司无法成功地吸引永久的股东，它的股票不是最佳的长期投资对象。

只要股利政策保持不变，投资者就能确保一些计划的实施，根据经常听到的关于股利政策相对价值的无休止的争论，我们能判断出投资过程中的股利问题并没有多么重要。金融界的很多人都不赞

同这种说法，但是他们无法解释为什么有些股票在未来几年只能提供低于平均水平的回报，却能为股东带来大量收益。前面已经提到过一些这类股票的例子，另一个典型的这类投资是罗门哈斯公司(Rohm & Haas)。这只股票于1949年首次公开发行上市，一群投资银行家通过外国财产管理处(Alien Property Custodian)大量持有该公司的股票，并公开进行流通。公众提供的价格是41.25美元，那时该股票的现金股利只有1美元，加上一些股票股利。许多投资者感到股票的低回报不能吸引保守型投资。不过从那天开始，公司开始连续支付股利，尽管回报依然较低，而且股票的价格远远高于400美元，公司仍然每隔一段时间提高一次现金股利。从1949~1955年，公司最初的股东每年获得4%的股利，1956年为3%，因此他的资本收益已经超过了十倍。

实际上，如果想选择优秀的股票，就要尽可能少地考虑股利问题。或许最特别的地方在于，有关股利的话题中讨论众多，考虑该问题最少的人往往获得最好的回报。这里值得我重复说明一下，在5~10年里，获得的最好的股利结果不是来自高回报率的股票，而是来自低回报率的股票。卓越的管理层在投资中获得了可观的利润，尽管只将当前收益中很少的一部分作为股利发放，并且维持这一政策，但是实际发放的股利数额仍然逐渐超过了高回报率的股票。

第八章 投资者的五个不要

1. 不要买入创业型公司的股票

成功投资的一个比较重要的做法，是找到正在发展新产品和工艺，或者正在开发新市场的公司。刚刚成立或者即将成立的公司经常尝试着做这些事情，其中许多公司的建立都是为了开发新产品。它们希望参与到存在巨大发展潜力的行业中，例如电子行业。还有一些公司的成立目的是发掘矿产或者其他自然财富，一旦在这类领域获得成功，回报将十分丰厚。由于以上原因，乍看之下，还没有获得收益的年轻公司或许具有投资价值。

还有一种经常能增加兴趣的论点。这就是现在买入首次公开发行的股票，就有机会“取得有利地位”，成功的公司现在能以高于最初发行时数倍的价格交易。因此为什么等着让别人来赚钱呢？相反，为什么不使用像寻找优秀老牌公司那样，通过询问和调查的方法寻找目前正处于创业中的新企业呢？

从投资的观点看，我认为存在一个基本的问题：任何成立不足两到三年，运营获利时间不到一年的公司，都和一家老公司分属不同的类别，即使这家老公司规模很小，每年的销售额不超过100万美元。在老公司，所有主要的商业职能都正在运行。投资者可以观察到公司的产品、销售、成本核算、管理层的团队合作和运营的其他所有方面。或许更为重要的，他能获得其他观察者的观点，因为他们定期观察公司一些或者全部的相对优势或者劣势。相反，当一

家公司仍处于创业期，投资者和其他人只能看到它的蓝图，猜测发生了什么，或者具备什么优势。这是一件更难完成的事情，做出错误结论的可能性也要高得多。

实际上，无论投资者技巧多么高，这件事做起来都太困难了。与需要判断的老公司相比，在创业型公司中选择能达到一定“安打率(棒球术语)”的优秀公司是不可能的。年轻的创业型公司经常由一到两个人控制，他们可能在商业的某些方面很有才能，但是在其他一些方面缺乏必需的天赋。他们可能是一流的销售或者生产人员，完全没有意识到最好的产品也需要高技巧的市场营销。投资者很难使这些人相信他们自身或者他们的年轻公司缺少技能，通常更不可能向他们指出有可能在哪里找到这样的人才。

出于这些原因，无论创业型公司第一眼看上去多么具有吸引力，我认为它们应该留给专业机构来投资。这些机构拥有管理人才，一旦创业型公司暴露出弱点，就能及时给予支持。那些不能提供这些人才，也无法说服新的管理层相信有必要利用这种支持的人，将发现投资创业型公司在很大程度上是一次幻想破灭的经历。在老公司中有足够多的好机会，普通的个人投资者必须把不要买入创业型公司当作一条规则，无论从表面上看它有多么的吸引人。

2. 不要忽视一只“场外交易”的好股票

未上市股票相对于股票交易所的上市股票的吸引力，与一类股票相对于另一类股票的市场性有很紧密的关系。每个人都应该认识到市场性的重要。通常，即使不是所有，也是大多数的买入应该限定在那些有某种原因而卖出的股票，这个原因可以是财务或者个人的。关于哪些股票可以为投资者带来足够的保护，而哪些做不到，投资者的心中存有一些混乱。对于没有在任何交易所挂牌的股票来

说，有关它们的需求性问题反过来产生了更多的混乱。这种股票通常叫做“场外交易”股票。

出现这种混乱的原因在于，25年来，普通股的买入发生了根本性的变化，使得20世纪50年代的市场和永远令人无法忘却的20年代有很大的不同。20年代的大部分，以及之前的所有时间，股票经纪人的客户是数目相当少的富有的人。大部分的买入数量很大，经常达到几千股。买主的目的通常是以更高的价格卖给另一个人。当日的决定与其说是投资，不如说是赌博。融资买入，即借钱买股票是当时人们接受的运作方式。今天几乎所有的买入都是用现金支付的。

这些年来发生的很多事情改变了过去多样化的市场，较高的所得税和遗产税是其中之一。更重要的影响在于美国各个阶层的收入逐年接近，非常富有和非常穷困的人的数量逐年降低，而中间阶层的数量年年增加。这使得一次买入大量股票的买方逐渐减少，而一次买入少量股票的买方增长得更快。此外，另一类股票的买方，也就是机构买方大幅度增长。投资信托、养老基金和利润分享信托，甚至某些大银行的信托部门，不再代表少数的买方，相反，它们是职业经理，受托操控无数小规模买方聚集起来的资金。

我们的法律和机构发生的基本变化，也对股票市场产生了影响，二者之间互为因果。证券交易委员会(SECurities and Exchange Commission)的建立，是为了阻止过去发生的一些猖獗行为，比如引发股票市场赌博的联合操纵。和之前的习惯做法相比，目前的一些法律规定限制了融资买入。但是正如之前讨论过的，最重要的在于今天的公司和以前大不相同。由于前面已经解释过的原因，今天的企业比以前更适合作为投资工具，以追求长期的增长，而不是作为时买时卖的投机性交易手段。

所有这些深刻地改变了市场的地位。尽管以牺牲市场性为代价，但是毫无疑问，这种改变表示取得了进步。一般股票的流动性降低了，而没有增加。虽然经济取得了惊人的增长，再加上似乎无休止的拆股行为，但是纽约股票交易所的成交量减少了，小规模交易所的成交量则几乎消失。赌徒、时买时卖的投机者，甚至“容易受骗的傻瓜”都试图猜透那些不利于经济发展的联合操纵，但是他们帮助形成了一个现成的市场。

我不想牵涉到文字游戏。不过，必须认识到这将导致股票经纪人逐渐减少，而“股票推销员”开始增加。就股票来说，经纪人在竞价市场中工作，他必须接收一个已经决定好采取哪种投资行为的人的买入指令，然后他要把这一指令与他自己或者其他经纪人已经收到的卖出指令相匹配，这个过程不会花太长的时间。如果接收的买入指令要求买入的股票数量很多，即使每只股票收取的佣金很低，但是一年后还是有很可观的利润。

与经纪人相比，推销员必须花费很长的时间来说服客户采取某些投资行为。每天只有那么多的时间，因此，要想获得与经纪人相当的利润，必须收取较高的佣金，尤其是在推销员所服务的是很多小客户，而不是少量的大客户时。在今天的经济条件下，小客户是大多数推销员服务的对象。

股票交易所的运营方式主要靠股票经纪人，而不是股票推销员。他们的佣金比率提高了，但是涨幅只和大多数的其他服务差不多。相对而言，场外交易市场的运行原理完全不同。每天，美国全国证券交易商协会(National Association Of Security Dealers)的指定会员会在地区性的报纸上公布一长串未上市而又有吸引力的证券的行情，这是当地的股东所感兴趣的。他们和每一种证券的场外交易机构联系紧密，从而编辑出这些行情。和股票交易不同，这

些行情提供的不是实际发生的价格范围，他们不会这样做，因为缺少一个报告交易的集中清算机构。相反，场外交易的价格都是买价和卖价，它假设任何有兴趣的金融机构愿意买进每只股票的最高价格和愿意卖出的最低价格。

几乎总是能够通过仔细检查发现，买方或者卖方的价格很接近提供价格时股票的实际价格。卖方的价格通常比买价要高，差价是以同样价格卖出股票所支付的股票交易佣金的几倍。计算这个差价能使场外交易机构以买价买入，然后付给花时间推销证券的推销员适当的佣金，并且在考虑到经常费用后仍然能获得一定的利润。另一方面，如果客户（尤其是大客户）找到同一家金融机构，出价买入某只股票，这时就不需支付推销员的佣金，就能以买价加上相当于股票交易所佣金的价格买到股票。一位场外交易商说：“我们在买方一边有一个市场，在卖方一边有两个市场。我们有零售和批发市场，部分取决于买进的数量，部分取决于卖出的数量和包括的服务。”

如果碰到不讲道德的交易商，这种制度明显会遭到滥用，其他的制度也是如此，但是如果投资者挑选场外交易商时和选择其他任何为他服务的专家一样谨慎，这种制度就会运行得非常好。普通的投资者既没有时间，也没有能力自己挑选证券。交易商在严密的监督下告诉推销员可以销售的证券，这种做法实际上等于扮演了投资顾问的角色。因此，投资者投入一定的成本是值得的。

但是从更加老练的投资者的观点看，这套制度的真正优势不在于买进股票，而在于提高他想买入的未上市股票的流动性或市场性。因为交易商通过这些股票可以获得的利润率足够大，因此大量的场外交易商都会存有一些经常交易的股票。他们一点也不介意在可以买入的时候额外买入 500 股或者 1000 股的股票，如果遇到了

大量喜欢的股票，他们往往会开一次销售会议，推动可能获得的股票在市场中交易。正常情况下，他们会为做这件事而要求特殊的销售佣金。不过所有这些都表示，如果经常有两家或者更多的高级场外交易商交易某只股票，那么这只股票通常具有的市场性足以满足大多数投资者的需求。根据提供的数量多少，交易商有可能要求获得特殊的销售佣金，以便在市场上交易大量股票。不过，由于佣金相对股票价格的比例相当低，所以投资者希望卖出的股票能在不使价格下跌的情况下转换成现金。

和在股票交易所上市的股票相比，场外交易的股票的流动性如何？答案主要取决于哪种股票和在哪个股票交易所。在纽约股票交易所上市的发行数量更多、交易更活跃的股票，即使在今天的条件下，依然存在一个足够大的竞价市场，以保证几乎所有的股票都能以较低的佣金率交易，而不会导致价格下跌。对于纽约股票交易所上市的交易不活跃的股票，市场性还是不错的，但是如果往往要依靠大笔的交易来收取佣金的话，有时价格会下跌很多。我的观点是，对于在小型交易所上市的普通股，市场性经常使情况变得更糟。

股票交易所已经认识到这种情况，并采取了相应的步骤。现在，当交易所认为某笔上市股票的数量太大，不能以正常的方式交易时，可以使用“特殊报价”的机制。这仅仅表示所有的会员都会知道报价，而且卖出这些股票可以获得预先确定的较高的佣金。换句话说，如果经纪人无法处理，他们能以推销员的身份卖出这些股票以获得足够多的佣金。

所有这些在一定时期内缩短了上市股票和未上市股票之间的距离，比如越来越多的买入由推销员，而不是由只接收受交易指令的经纪人处理。从市场性的观点来说，这不表示在纽约股票交易所交

易活跃的著名股票，相对于比较好的场外交易股票没有优势，而是指比较好的场外交易股票，其流动性往往高于在美国证券交易所和不同地区的证券交易所上市的许多公司的股票。我想那些和小规模证券交易所有关系的人士一定不同意我的看法。不过我相信，无偏见的研究结果会证明我是正确的，这就是为什么近些年来，许多中小规模的公司成长之后，拒绝在小规模的交易所上市。相反的，它们首先选择场外交易市场，直到公司规模成长到某一水平，适合在纽约股票交易所上市。

简单地说，关于场外交易证券，投资者遵循的原则和处理上市证券没有太大的不同。首先，你应该十分肯定自己选到了正确的证券，然后确定找到了能干和诚实的经纪人。如果投资者做好了这两件事，就不用担心所买的股票是在“场外交易”，还是在交易所交易。

3. 不要仅仅因为你喜欢年报的“语调”而买一只股票

投资者并不总是谨慎地分析是什么使得他们买入一只股票，而不是另外一只。如果他们仔细分析了，或许会惊奇地发现自己经常受到公司向股东公布的年报中概括性评论的用词和格式的影响。年报的语调可能反映了管理层的哲学、策略或者目标，即精确程度不亚于审计过的财务报表所反映的一定时期内的金钱状况。然而，年报也可能反映公司的公共关系部门在公众心中建立印象的技能。我们没办法判断年报中的评论由董事长亲笔所写，还是由公共关系部门的职员代为执笔。吸引人的图片和漂亮的图表未必反映出管理层的紧密结合与能干，和谐与热情。

在影响到决定购买普通股的年报中，允许使用概括性的用词和语调很像因为广告牌上吸引人的广告而购买某种产品。产品或许真

的和广告一样好，但是也许不是这样。价格低廉的产品用这种方式是相当明智的，因为只有购买之后才知道产品的吸引力所在，但是对于普通股，几乎没有人富有到可以因为一时的冲动而购买股票。最好记住，现在的年报一般用来建立在股东中的信誉，深入观察隐藏在表面下的事实是非常重要的。像任何其他销售工具一样，年报倾向于让公司在他人心中“留下一个好印象”。它们很少平衡而完整地讨论商业中遇到的真正问题和困难，通常它们都过于乐观了。

如果一名投资者不想让年报中有利的内容过分影响他随后的行为，那么反其道而行之如何？他应该让不利的内容影响他吗？通常不行，这就像试图通过外部的包装纸评价一个盒子内的东西。不过这里有一个重要的例外，此时正是年报没有针对投资者真正有意义的问题给出合适信息的时候，遵循这些策略的公司不太可能提供成功投资的背景。

4. 不要以为一只股票的市盈率高，必然表示收益的进一步增长已经反映在了价格上

有一种常见的投资推理错误值得我们注意，它会导致我们付出高昂的代价。让我们用一个虚拟的例子加以解释，我们可以把它叫做XYZ公司。XYZ公司多年来一直满足十五点原则，公司在30年内一直同时保持着销售和利润的增长，同时正在开发足够多的新产品，强烈地预示着未来也能获得相当的增长。整个金融界都非常欣赏该公司的优异表现。因此，XYZ公司的股票价格多年来一直为当前收益的20~30倍。这几乎达到了道·琼斯工业平均指数中股票的平均市盈率的两倍。

今天，这只股票的市盈率正好是道·琼斯指数的平均市盈率的两倍。也就是说，它的市场价格与每股收益的比值，正好是道·琼

斯指数的平均市场价格与平均每股收益的比值的两倍。XYZ 公司的管理层刚刚公布了一项预测，预期收益将在 5 年后增长一倍。根据手中掌握的基本证据，这一预测看上去是可信的。

随之出现的得出错误结论的投资者数目惊人。他们说由于该股票的价格是一般股票的两倍，并且 5 年之后收益才能翻倍，那么目前的价格已经反映了未来的收益，他们确信股票的价格被高估了。

如果股票的价格反映的是 5 年后的收益，那么很可能出现高估的情况，对此没有人能够反驳。他们的推理错误在于，他们假设该股票 5 年后的市盈率等于道·琼斯指数的平均市盈率。30 年来，由于所有使得该公司非常优秀的因素的作用，该股票的市盈率一直是其他股票的两倍，它的记录回报了那些对持有该股票充满信心的人们。如果继续采取同样的策略，5 年以后管理层将推出另一组新产品，接下来的 10 年的增长情况，就像现在的新产品能使当前收益增长，也和 5 年、10 年、15 年和 20 年前的这种情况一样。如果这样的话，为什么该股票的市盈率不能在 5 年以后依然是普通股票的两倍，就像目前和过去所经历的一样呢？如果真的如此，并且所有股票的市盈率保持不变，那么 XYZ 公司 5 年以后市盈率的翻倍也会使得价格翻倍。如果发生在这一基础上，目前该股票拥有正常的收益率，根本不能说反映的是未来的收益！

这不是很明显吗？看看你周围有多少貌似老练的投资者，在考虑市盈率怎样反映股票实际的未来增长上犯错，所研究公司的背景发生变化时尤其如此。让我们暂时放下 XYZ 公司，考虑一下 ABC 公司。这两家公司极其相似，只是 ABC 公司更年轻一些。过去两年，金融界认为该公司的基本表现非常出色，该股票的市盈率是道·琼斯指数的平均市盈率的两倍。许多投资者似乎不可能认识到，一只过去市盈率从未很高，而现在很高的股票，可能反映了内在的品

质，并且合理地反映了进一步的增长。

这里重要的是彻底理解公司的本质，特别是参考了几年后可能发生的情况。如果收益只出现了一次急剧增长，而且公司的本质是目前的收益增长已经完全开发，但是还没有开发新的来源，那就是完全不同的情况了。高市盈率就会反映未来的收益，这是因为目前的增长结束以后，股票的市盈率会降至平均水平。如果公司谨慎而持续地开发新的获利能力的来源，并且所在行业有望在未来出现和现在相等的急剧增长，那么5~10年以后的市盈率肯定会像现在这样远高于普通股票。这类股票反映的未来收益远低于许多投资者认为的水平，这就是为什么有些股票乍看之下可能价格很高，但是经过分析，却是非常便宜的股票。

5. 不要计较蝇头小利

之前我在试图阐明各种问题，使用的都是虚拟的例子。这次我将使用一个实际的例子。20多年前，有一位在大多数方面都展示出很强的投资能力的绅士，他想购买一只在纽约股票交易所上市的股票100股。在他决定买入的当天，该股票的收盘价为35.5美元。第二天依然如此，但是他不愿意支付这一价格，他决定节省50美元，于是将买价定为35美元，并且拒绝提高买价。此后该股票的价格从未低于35美元。今天，将近25年过去了，该股票看上去拥有特别光明的未来。由于受到股票红利和拆股的影响，该股票的价格已经超过了500美元。

换句话说，为了节省50美元，投资者少赚了至少46500美元。此外，这位投资者仍然赚得了46500美元，因为他曾经以更低的价格买入过该公司的股票。既然46500美元是50美元的930倍，这意味着他要节省930次的50美元才能收支平衡。显然，采取这样

的行动是一种愚蠢的行为。

这个例子绝不是极端情况。假定我选择的是一只多年来增长慢于市场，而不是领先市场的股票。如果投资者选择了纽约股票交易所挂牌的另外 50 只成长型股票中的任意一只，那么为了节省 50 美元而错过了价值 3500 美元的股票，损失将超过 46500 美元。

对于只想购买几百股股票的小规模投资者，规则是非常简单的。如果一只股票看上去是正确的选择，当前的价格处于相当吸引人的水平，就应该“随行就市”。和一旦错失买入股票的机会而导致的损失相比，每股股票多花 0.125 美元、0.25 美元或者 0.5 美元显得微不足道。股票如果没有这种长期的潜能，我认为投资者最初就不应该决定买入。

对经济实力强大，想买入成千上万股股票的投资者来说，问题没有这么简单。除了极少数的股票，大多数股票的可交易量是非常有限的，即使只买入原本打算买入的一半，也可能导致行情的大幅度上涨。价格的突然上涨反过来产生了两种更深的影 响，这两种影响都令买入股票更加困难。价格本身的急剧上涨或许足以提升其他买方的兴趣和竞争性，也可能导致其中一些原本计划卖出的投资者继续持有，冀望价格继续上涨。那么规模较大的投资者应当怎样面对这种情形呢？

他应该去找他的经纪人或者证券交易商，他应该将自己想要买入的股票数量准确地告诉对方，他应当告诉经纪人尽可能多地买入，但是允许经纪人忽视较小的供给，以免买入后提高许多竞争者的出价。最重要的，他应该给予经纪人完全的自由，允许以高于最近交易价格之上的某一点买入。在考虑到想买入的数量、股票的正常变化、投资者的持有热情，以及其他任何可能牵涉到的因素之后，具体的价格应高出多少则需向经纪人或者交易商咨询。

投资者或许认为，他没有值得信赖、拥有准确的判断力或者辨别力的经纪人或者交易商。如果是这样，他应该立即找到一位值得信赖的经纪人或者交易商。毕竟，处理这种事情正是经纪人或者证券交易部门的交易商的基本职责。

第九章 投资者的另外五个不要

1. 不要过分强调多样化

没有一种投资原则比多样化更受到称赞。(因为这一概念是如此简单,以至于连股票经纪人都能理解。)可能正是因为如此,普通的投资者几乎没有机会实践多样化不足的做法。人们经常详细地说明“把所有的鸡蛋放进一个篮子里”的恐怖结局。

但是几乎没有人充分地考虑到走向另一个极端的后果。这样做的劣势在于:把鸡蛋放在很多篮子里,就会使很多鸡蛋没有放进真正具有吸引力的篮子里,并且不可能在放进鸡蛋之后一直盯着它们。例如,在持有普通股的市场价值在25万~50万美元之间的投资者中,拥有25种或者更多种股票的比例是相当可怕的。25种或者更多种股票本身并不可怕,可怕之处在于,在大多数例子中,只有一小部分股票是投资者或者其顾问非常了解的好股票。投资者由于害怕一个篮子里放进过多的鸡蛋而使投资过于多样化,这就导致他们远离那些熟悉的公司,而买入的都是那些根本不了解的公司。他们似乎不明白,买入不了解的公司比多样化不足更加危险,这一点投资顾问更加不了解。

多样化到什么程度是必要的,什么程度是危险的?这有些像步兵架枪。如果定位合适,步枪兵架两支枪不如架5~6支枪稳定和平衡。但是如果可能的话,他架5支枪和架50支枪一样稳定。在多样化的问题上,架枪和普通股有一个很大的不同。架枪时,要架

多少支枪才能保持稳定一般不取决于使用的机枪种类。而股票本身的特点和实际需要的多样化程度有很大关系。

有些公司，如大多数主要的化学制造商，其自身就具备相当的多样化程度。尽管它们的所有产品都可以归为化学产品一类，但是其中很多产品也具有完全不同行业的产品的大部分特性，有些或许有完全不同的制造问题。它们在销售时面对的是不同的竞争和不同类型的顾客，甚至有时只是一种化学产品，顾客却来自行业的不同部分，产品本身就具有相当的内部多样化程度。

在确定本质上需要多少多样化保护时，公司管理人员的广度和深度，即一家公司远离一个人管理的程度也是很重要的因素。最后，和较少受到周期性影响的股票的波动相比，持有强周期性行业的股票，即随商业周期的变化而急剧波动的股票，也要求更高的多样化程度。

关于要求获得最佳结果的普通投资者的最低多样化程度，股票内部多样化的不同使我们不可能建立起严格和可靠的规则。行业之间的关系也是其中的一个原因，例如，一名投资者持有十种数量相等的股票，其中八只为银行股，这样做的结果就是多样化不充分。相反，同一名投资者持有的十只股票如果来自完全不同的行业，或许比真正需要的多样化程度又高了很多。

因此，认识到每一种情形都是不同的，而且没有可以遵循的精确规则之后，下面的建议只是一个粗略的指导，除了实力非常弱的投资者，其他人都能考虑这一指导作为最低多样化需要的参考：

(1) 所有的投资只限定在根深蒂固的大公司中选择合适的成长型股票，像已经提到的陶氏化学、杜邦和 IBM 这样一些典型的例子。这种情况下，投资者的最低目标是买入五只这样的股票，这表示其中任何一只股票占最初的总资金比例不能超过 20%。这不意味

着如果一只股票比其他股票上涨迅速，以至于十年之后这只股票占总市场价值的 40%，他就必须打乱对它的持有计划。当然，这是以他很了解这只股票，并且该股票的未来和现在一样光明为前提。

投资者如果给每一家公司分配原始资金的 20%，那么这五家公司的生产线之间只能有少量的重叠。因此，如果陶氏化学是五家公司之一，那么就没有理由将杜邦排除在外。这两家公司的生产线相对来说没有什么重叠和竞争的关系。如果他想买入陶氏化学和其他一些活动领域与之相近的公司，只要有足够的理由买入，他的购买就是明智的。拥有两只生产线类似的股票可能在多年之后证明是获利丰厚的。不过，在这样一个例子中，投资者应当牢记他的多样化在本质上是不充分的，因此他要警惕可能影响所涉及行业的问题。

(2) 投资者的一部分或者全部投资，可能位于风险很高的年轻的成长型公司与上面描述的机构型投资之间。这些公司拥有良好的管理层团队，而不是由一个人管理。它们每年的营业额大约在 1500 万~1 亿美元之间，并且在行业中的地位根深蒂固。至少两只这样的股票才能平衡一家 A 类公司。换句话说，如果只包括 B 类的公司，投资者开始时为每一只股票分配的资金不应超过可获得资金的 10%，这样总共买入了十只股票，然而，这类公司之间的风险差别相当大。把内在风险较高的股票降低到占原先投资的 8%，而不是 10%，或许是比较谨慎的做法。无论如何，相对 A 类股票的 20%，每一只 B 类股票只占最初投资的 8%~10%，应该能提供充分的最低多样化的框架。

投资者要想辨识出 B 类公司，一般会难于 A 类机构型公司。因此，可能值得就其中一到两个公司提供一个简短的说明，列举的公司是我有机会近距离观察过的，可以作为典型的例子。

让我们看一下我在原版中是如何描述这些公司的，并且它们现

在的表现如何。我提到的第一个B类公司是马洛里公司(P. R. Mallory)。我说：

“马洛里公司的内部多样化程度惊人。它的主要产品包括电子与电气工业的零部件，特殊金属和电池。比较重要的生产线都是各个行业中的主要构成部分，其中一些还是最大的生产商。它的许多生产线，例如电子部件和特殊金属，为美国增长速度最快的行业提供服务，这表示马洛里的增长还将继续。十年内它的销售额增加了几乎四倍，1957年时已达到8000万美元，其中大约三分之一的增长来自谨慎计划的外部兼并，另外大约三分之二来自内部的增长。

“这段时间的利润率B类公司通常感到满意的值低一些，但是部分原因在于高于平均的研究费用。1946~1956年，价格总在当前每股收益的15倍左右。

“这段时间的利润率略低于令人满意的B类公司正常水平，部分是因为高于平均水平的研究费用。更显著的是，公司已经采取措施，有迹象表明这一因素将得到重要的改进。在有活力的总裁领导下，管理层表现得相当足智多谋，并且最近几年，在管理深度上也获得了显著的进步。1946~1956年的十年间，马洛里的股票价值大约变为原来的5倍，价格总在当前收益的15倍左右。

“或许投资方面最重要的因素之一不在马洛里公司本身，而是预期它在马洛里-雪伦金融公司(Mallory-Sharon Metals Corporation)将占有三分之一的股份。这家公司计划将马洛里占50%的股份及有兴趣冒险投资的马洛里-雪伦钛金属公司(Mallory-Sharon Titanium Corporation)，与国家蒸馏公司(National Distillers)同行业的原材料部门合并。有迹象表明，新公司将是成本最低的综合性钛生产商之一，因此在这个可能出现增长的年轻行业中扮演重要的角色。同时，公司预期在1958年首

次推出具有重要商业意义的锆产品，而且组织内部对其他一些新的商用‘奇妙金属’已经具备了相当的知识和技术，例如钽和钶。有些金属有望在明天的原子、化学和导弹时代起到越来越重要的作用，而这一部分持有的公司有望在不只一种，而是一系列这类金属上都能成为全世界的领导者。因此，它可能是一笔巨大的资产，能够帮助马洛里自身的增长。”

如果我在距离当时两年多一点的现在再写这些话，可能会有所不同。对于持有三分之一股份的马洛里-雪伦金属公司，我会对它可能做出的贡献稍微降低热情。我想两年前说的每一件事还是有可能发生的，但是说到有关钛的问题，我相信这种金属寻找和开发广阔市场所花的时间，可能比两年前设想的要长。

另一方面，我倾向于增强对马洛里本身的看法，增强的程度和减弱其相关企业的程度大致相等。这段时间内，我提到的管理层深度的增加趋势很明显。马洛里虽然是耐用品行业的零部件供应商，必然会受到任何主要经济衰退的破坏，但是管理层表现出非同寻常的灵活性，通过调整，1958年的每股收益虽然不如前一年创下的历史最高点2.06美元，也达到了1.89美元，收益在1959年上升很快，全年有望创下每股2.75美元左右的新纪录。此外，获得这些收益时，正是一些新兴部门的成本虽然下降，但是仍旧十分沉重的时候。这表示如果整体经济条件仍然相当繁荣，那么1960年的收益将进一步大幅增长。

马洛里是本书所举的例子中，到目前为止不如市场的整体表现，而不是好于整体表现的少数股票之一。但是我认为，在遇到日本的竞争时，该公司在电子零部件方面，做得比它在国内的竞争对手更加成功，而来自日本的竞争可能是该股票市场表现相对不好的一个原因。另一个原因可能是金融界的大部分人对不好归入某一行

业，而是跨越好几个行业的公司缺乏兴趣。或许随着时间的流逝，这种情况会发生改变，尤其是投资者逐渐认识到它的微型电池产品线并没有远离极具吸引力的增长领域，因为电子产品的微型化表现出稳定的增长趋势。无论如何，本书第一版时该股票的价格是 35 美元，考虑到后来两次发放 2% 的股利，目前的价格是 37.25 美元。

现在让我们看看在原版中提到的另一只 B 类股票：

“铍金属公司 (Beryllium Corporation) 是另一个 B 类股票投资的好例子。这家公司的名称暗示了公司的成立不久，不了解情况的人以为这只股票具有相当高的风险，实际上并非如此。它是一家综合性的低成本公司，制造铍铜和铍铝的母合金，同时运作着一家制造工厂，把母合金制成杆、棒、条并且挤塑等等，在有工具的情况下，它能生产出成品。1957 年的总销售额增加到了十年前的六倍，达到 1600 万美元。该公司针对电子、计算器和其他一些有望在未来几年快速增长的行业的销售额的比例越来越高。新使用的铍铜模等产品开始变得重要，过去十年的高增长率可能表明了未来的发展将很不錯。这就证明了过去五年，它的市盈率经常在 20 倍左右的原因。”

“兰德公司 (Rand Corporation) 是一家由政府拥有，隶属于空军的出色的研究部门。新闻舆论引用了兰德公司的预测，表示当时还不存在的作为结构性材料的铍金属，将在 60 年代取得重要的进步，并且这种增长可能会持续好多年。兰德公司正确地预言，战后不久钛将有重大的发展。”

“在作为结构性材料的铍金属的市场发展之前，该公司在 1958 年开始生产一种全新的产品，这就是用作原子能目的的铍金属。该产品在另一家工厂生产，远离原先的母合金产品线，和美国原子能委员会 (Atomic-Energy Commission) 签订了长期的合约。有迹象表

明，它在核工业方面有很好的未来，需求可能来自政府和私人企业。管理层一直十分警惕。实际上，除了一点，该公司相当符合我们的十五点原则。公司已经认识到了缺点，并采取了开始改正的步骤。”

在马洛里的例子中，两年来我所描绘的画面有好处，也有不足，但是到目前为止，有利的发展似乎超过了不利的发展，该公司证明自己是一家适合投资的公司。在不利的方面，两年前提到的铍铜模的前景，似乎失去了很多荣耀，而且整个合金的长期增长曲线可能比不上当初所描述的。同时，铍金属未来几年的原子能需求似乎没有现在这么高。不过，对于用在航空上的铍金属来说，需求的急剧增加有稳定增长的迹象，可能远远超过不利的方面。这方面的需求已经开始出现，似乎没有人能够准确地预测很多地方和很多不同种类的 product 的发展极限。这或许不如表面上看到的那么有利，因为这一领域可能变得太有吸引力，以至于现在会使得其他行业的一些公司取得重大的技术突破，从而产生了竞争性的威胁。幸好，这家公司在十五点原则中唯一的弱点，可能已经取得了很大的进步。这就是它们的研究活动。

股票价格对这些事情是怎么反应的呢？考虑到之后每次发放的股利，本书出版第一版时，价格是 16.16 美元，今天的价格则是 26.5 美元，上涨了 64%。

另外几个好例子，虽然我不是那么熟悉，但是相信它们拥有能使它们符合 B 类公司条件的管理层、交易地位、增长前景以及其他特征，这些例子包括富特矿产公司 (Foote Minerals Company)、弗里登计算器公司 (Friden Calculating Machine Co., Inc.) 和史普拉格电子公司 (Sprague Electric Company)。持有这些公司的股票多年来都可以获得很高的利润。1957 年，史普拉格电子的股票价值

约变为 1947 的四倍。弗里登的股票 1954 年首次公开发行，但在不到三年的时间里，市场价值大概增加到原来的两倍半，到了 1957 年，价格增加到原先的四倍以上，人们认为大量的股票在公开发行的前一年私下换手。这些价格的增长是大多数投资者满意的，但还是比不上富特矿产公司的涨幅。富特矿产的股票于 1957 年早期在纽约股票交易所上市。此前该股票在场外市场交易，直到 1947 年才可以公开交易，那时股票的价格约为每股 40 美元。由于股利和拆股的影响，1947 年首次融资时买进 100 股的投资者，如果将股票持有到今天，股票数量将超过 2400 股。这只股票最近的价格约为 50 美元。

(3) 最后则是有可能成功获利，但也会由于失败而损失全部或者绝大部分投资资金的小公司。我曾在其他地方指出，为什么我相信投资列表上如果有这种证券，数量的多少应该根据特定投资者的环境和目标而变化。在投资这类股票时有两条不错的规则值得遵守，其中一条已经提过，就是千万不要把无法承担损失的资金拿去投资，另一条是规模较大的投资者在初次投资这种公司时，每一家公司的投资金额不要超过总资金的 5%。正如别处所说，小规模投资者的风险之一，是他的资金可能太少，因而无法在这类投资上获得引人注目的成功，同时也不能享受到合适的多样化的好处。

在原版中，我提到 1953 年的安派克斯公司和 1956 年的埃洛克斯公司 (Elox) 是潜力很大、风险也很高的公司，它们属于 C 类股票。这两只股票后来的表现怎么样呢？本书第一版完成时，埃洛克斯的价格是 10 美元，现在是 7.625 美元。相比之下，安派克斯的市场表现非常出色，并且解释了为什么只要管理层能力出众，基本面情况没有变化，就决不要因为价格的上涨幅度已经很大，价格似乎暂时过高而卖出持有的股票。第三章提到研究时，我提到这只股

票在 1953 年公开发发行后的头四年内，价格上涨了 700%。本书第一版完成时，它的价格是 20 美元（在经历了 2.5：1 的拆股之后）。今天，销售和收益逐年急剧增长，销售额的 80% 来自四年前还不存在的产产品，股票价格已经高达 107.5 美元，在刚刚超过两年的时间内，价格上涨为原来的 437%，六年后更是上涨到 35 倍以上。换句话说，如果在 1953 年投资 1 万美元买安派克斯的股票，那么今天的市场价值超过了 35 万美元，该公司已经证明它有能力在技术和商业上取得一次又一次的胜利。

还有一些我不太熟悉的股票也可以归入这一类，包括首次公开发行时的立顿工业公司 (Litton Industries, Inc.)，还有金属氢化物公司 (Metal Hydrides)。然而就多样化的观点来看，请记住这类公司有一个特点，它们包含着很大的风险，也包含着非常美好的前景，通常会有其中一种情况发生，要么失败，要么在交易地位、管理深度和竞争优势方面都能增长到可以归入 C 类，而不是 B 类。

这种事情发生时，它们持有的股票的市场价格通常会显著上涨，根据这段期间内投资者持有的其他股票的价值变化，B 类公司在投资组合中占的比例会比以往更高，但是 B 类公司的安全性远高于 C 类公司，投资者可以持有较多数量的 B 类公司，仍不用牺牲合适的多样化。因此，如果 C 类公司以这种方式变成了 B 类公司，那么就没有卖出的理由，至少不能说是由于价格的上涨，导致该公司在持有的总股票中所占比例太高才决定卖出的。

例如，1956~1957 年，安派克斯从 C 类变成 B 类公司，该公司的规模变为原先的三倍，收益增加得更快，而且由于磁带及其零部件市场扩张到了越来越多的增长性行业，增加的内在力量可以使其归到 B 类，它不再具有很高的投资风险。实现这一步以后，持有的安派克斯股票可能在总投资中占据更大的比率，而不违背谨慎的多

样化原则。

以上提到的所有比例，只是最低的或者谨慎的多样化标准。低于这个限制，就有点像超过正常速度开车，这样可以使司机更快地到达目的地。可是他应牢记，以那种速度开车必须更加警惕，忘记这一点，不但可能无法更快地到达目的地，甚至永远也到不了。

问题的另一方面是什么？投资者是否有理由不超过前面所讲的多样化程度？只要在这两个问题上，增加的股票看起来和最少的持有股票种类一样吸引人，就没有理由不超过。增加的证券应在所包含的风险上，达到能够获得的增长程度。投资者增加持有的股票之后，必须有能力随时注意和跟踪他的投资，但是实际的投资者通常知道，他们的问题在于如何找到足够出色的投资，而不是在很多的投资中进行选择。投资者偶尔也能找到比自身需求更多的出色的公司，但是很少有时间密切留意增加的所有公司。

证券投资列表很长通常不是聪明的投资者的做法，这样做会透露出投资者对自己的想法不确定。如果投资者持有的股票太多，无法直接或者间接地了解相关公司管理层的情况，那么他的结局肯定会糟于持有少数股票者。投资者应当认识到，有些错误难免发生，所以应当充分地多样化，以免偶尔犯下的错误严重地损害自己。但是超过了这一点，就要非常小心，不要只管持有很多股票，而没有买入最好的股票。对于普通股来说，稍稍多持有一些股票决不会差于持有仅仅少数出色的股票。

2. 不要担心在恐慌的战争年代买入股票

富有想像力的人通常对普通股最感兴趣，但是现代战争的恐怖使我们犹豫不决。结果每当世界出现国际性的紧张局势，产生战争的恐慌或者实际爆发战争时，普通股就会对此做出反应。这是一种

心理现象，和金融没有什么关系。

战争中死亡人数众多，这导致的屠杀和苦难令无辜的人民惊恐。在今天的原子时代，我们更加担心亲人和自己的安危。对未来可能爆发的战争的担心、恐惧和厌恶，往往会扭曲我们对纯粹的经济因素的评价。对大量财产遭到毁灭，几乎相当于没收一般的高税率，政府对商业的干预等的恐惧，决定了我们在金融事务上的想法。在这种心理状况下投资的人，倾向于忽视一些更重要的基本面经济影响。

结果总是一样的。整个 20 世纪，除了一次例外，不管每次爆发的大规模战争在世界的什么地方，或者美国军队卷入任何战争的时间是什么时候，美国的股票市场总是急剧下跌。例外的一次是 1939 年 9 月爆发的第二次世界大战。那时，人们认为中立国将通过战争合约获利丰厚，价格有过短暂的反弹，几个月以后，随着德国获得胜利的消息开始日渐增多，马上变成典型的下降趋势。不过，不管是第一次世界大战还是第二次世界大战，所有实际的战争结束之后，大部分股票的价格都远高于人们认为会爆发战争之前的时候。另外，在过去的 22 年中，至少有十次的国际危机带来了大规模战争的威胁，每一次，股票价格都在对战争的恐惧之下迅速下跌，然后在对战争的恐惧消失之后迅速上涨。

投资者究竟忽略了什么，使得他们在恐惧战争和战争爆发时抛出股票，即使战争结束后价格总是上涨得更高，而不是下跌？他们忘了股票价格是用金钱表示的。要想进行现代战争，政府的花费总是远多于征自纳税人的收入，这使得货币发行量大大增加，结果每一单位的金钱（如一美元），变得不如以前值钱。要想买进同样数量的股票数量，就要花更多的钱。当然了，这是经典的通货膨胀形式。

换句话说，战争总是令货币看跌。在受到战争威胁或者实际爆发战争时，卖出股票换成现金是非常愚蠢的金融行为，其实，该做的事真正好相反。如果投资者决定要买进某只普通股，此时战争的恐怖阴云全面铺来，导致价格受到重挫，那么他应该忽略当时的恐惧心理，坚定地开始买入。这是拥有多余投资现金的人最不满意，而不是最满意的时间。但是这里有一个问题，他的买入速度应该是多快？股票会下跌多少？只要影响价格下跌的因素是战争的威胁，而不是战争本身，我们就无法知道这些事情。如果战争真的爆发，价格无疑会继续下跌，甚至下跌得很多。因此，我们应该做的事情是买入，但是慢慢地买入，如果面对的只是战争的威胁，那么就减小买入的数量。如果战争发生，则显著提高买入的速度。所买公司产品或者服务必须在战争时期持续具有需求，或者能转换设备，以适应战争时期的运营。在今天全面战争和制造弹性的条件下，绝大多数公司都满足上面的要求。

到底是股票在战争时期变得更值钱，还是因为货币价值下跌？这取决于当时的情况。出于上帝的恩典，美国还没有在卷入的战争中失败过。战争时期，尤其是现代战争期间，战败一方的货币可能变得毫无价值，普通股将丧失大部分的价值。当然，要是美国被苏联击败，那么美国的货币和股票都会变得没有价值。这时不管投资者做什么，结果都没有差别。

相反，如果赢得战争或者陷入僵持状态，则股票的真正价值会随着个别战争和个别股票而变化。第一次世界大战期间，英国和法国战前有大量存款流入美国，大部分股票的真实价值上涨幅度甚至可能高于当时为和平时期，但这是仅仅出现一次而不会重现的情况。如果用固定货币，也就是真实价值来表示的话，第二次世界大战期间，美国股票的表现无疑不如当时为和平时期好。除了极高的

税率，太多的努力从和平时期获利较多的生产线，转向利润很低的国防工作。如果花费在这些利润很低的国防项目上的大量研究努力，能够投入到和平时期的生产线，那么股东的获利应该会高出很多，当然这要假定仍然存在自由的美国，股东能享受到企业创造的利润。在战争期间或者对战争充满恐惧的时候买入股票，原因不在于可能再次让美国股东获得利润的战争本身，而是因为对货币的满意度下降，以至于用货币单位表示的股票价格总会上涨。

3. 不要忘记你的吉尔伯特和沙利文^①

吉尔伯特 (Gilbert) 和沙利文 (Sullivan) 很难被看作股票市场的权威，不过，我们应该牢记他们告诉我们的话：“花儿在春天开放，却和春天没有任何关系。”许多投资者经常把一些肤浅的金融统计数字看得无比珍贵。说他们完全类似于吉尔伯特和沙利文所写的春天开放的花儿，可能有些夸张，我们不是说它们没有任何关系，而是说其中的关系不大。

这些统计数字中，最重要的是一只股票前几年的价格范围。出于某些理由，很多投资者考虑买入一只特定的股票时，想看的第一样东西是一张表格，上面列出了过去 5~10 年间该股票在每一年的最高价和最低价。他们的心中产生了一种莫名其妙的想法，得出了一个大概的数字，这就是他们愿意买入的价格。

这是不合逻辑的做法吗？这么做会对财务造成危险吗？这两个问题的答案明显为“是”。这种做法是危险的，因为它强调的是不怎么重要的事情，注意力反而从重要的事情上转移开。这经常导致

^①译注：吉尔伯特 [William Schwenck Gilbert] 是英国剧作家，沙利文 [Arthur Seymour Sullivan] 是英国作曲家，两人合写过大量的轻歌剧。

投资者为了较少的利润而放弃获得较多利润的机会。为了理解这一点，我们必须看看这种心理过程为什么是不合逻辑的。

什么决定了股票以某一价格卖出？这是所有对该股票有兴趣的人在当时认为的对其正确价值的综合估计。潜在的买方和卖方首先对这家公司的前景做的综合评价，再对每一个买方或者卖方打算买入或卖出的股票数量赋予权重，然后相对于同一时间其他公司的前景的类似评价，就可以得到股票的价格，偶尔因为被迫清盘等原因会使价格偏离这个数字适度的距离。市场中的大股东由于资产清算或者偿还贷款等原因在市场上卖出股票时，便会发生这种事情，这可能和卖方对这只股票真实价值的观点没有直接关系。这种压力通常只使价格适度偏离对股票的综合评价，因为想购买廉价股票的投资者会利用这一时机买入，使得价格自身产生调整。

真正重要的是，价格以投资者对当前形势的评价为基础。随着公司事务发生的变化为人所知，投资者的评价会相应变得有利或者不利，于是这只股票的价格相对于其他股票会上涨或者下跌。如果正确地判断出评价的因素，这只股票相对于其他股票的价值就会长久地增加或者减少价值，然后持续上涨或下跌。如果更多相同的因素继续形成，金融界就会逐渐认清它的价值，股票此后的价格就会进一步上涨或者下跌。

因此，四年前某只股票的价格，可能和目前的价格几乎或根本没有任何关系。这家公司可能新培养出了许多能干的高级管理人员，开发了一系列能获得高利润的新产品，或者其他类似的特点，使得它的股票本质上相对于其他股票的价值是四年前的四倍。这家公司也有可能落入缺乏效率的管理层手中，相对于竞争对手严重下滑，恢复的唯一方法是投入大量新的资金。这样就会使股权稀释，今天的股票价格可能不到四年前的四分之一。

在这一背景下，我们可以看出为什么投资者经常放弃可能在未来带来巨大收益的股票，而买入那些获利微小的股票。由于过分强调“还没上涨的股票”，他们无意识间误认为所有的股票都会上涨相似的幅度，已经上涨很多的股票不会再上涨，而还没上涨的股票则“应当”上涨。没有什么能与真理相悖。决定现在是否买入某只股票时，它在过去几年已经上涨或者没有上涨的事实根本没有意义，重要的在于现在或者未来是否能有足够的进步，以证明价格高于目前的水平是有道理的。

类似地，在决定是否买入某只股票时，许多投资者十分看重过去五年的每股收益。观察每股收益本身，并看重四五年前的收益，就像试图让一台没有和任何可以使之运转的设备相连接的发动机发挥作用。仅仅知道一家公司四五年前的每股收益是今年的四倍或者四分之一，很难判断应该买入还是卖出这样的股票。还有，还要考虑对背景情况的了解，掌握在未来几年可能发生什么是极度重要的。

投资者不断收到各种报告和所谓的分析，内容主要集中于过去五年的价格数字。他应该牢记，现在对他重要的是未来五年的收益，而不是过去五年的收益。他拿到各种历史统计数字的原因，在于如果把这类材料放入报告中，就比较容易确定它的正确性。如果放入更重要的数字，随后的事情可能使那份报告看起来相当愚蠢。所以无论结果是否重要，撰写报告的人都倾向于尽可能多地填入无可争辩的事实，可是金融界的很多人强调以前的统计数字，理由有很多种。他们似乎无法理解，某些现代企业的真实价值可能会在仅仅几年之内发生多大的变化，所以他们强调过去的收益记录，一心认为去年的详细账面描述能展现出明年的真实画面。对于一些像公用事业这样受到控制的公司，这种做法也许是正确的；对于那些投

投资者有兴趣利用资金获得最佳结果的企业，这样做就是完全错误的。

这方面有个鲜明的例子，我有幸相当熟悉事件的发展。1956年夏，有一个很好的机会买到相当多数量的德州仪器的股票，打算卖出这些股票的是德州仪器的一些重要的管理人员，同时也是该公司的最大股东。仔细研究了这家公司之后，发现它不只是刚刚符合我们的十五点原则，而且表现非常优秀。这些管理人员卖出股票的理由似乎十分合理，这种事情经常发生在真正的成长型公司中。他们的持有的股票价值已经提高很多，就他们持有自己公司的股票来说，其中几个人早成了百万富翁。相对而言，他们的其他资产微不足道。既然他们只卖出持有的一小部分，就可以完全实现投资的多样化。对这些重要的管理人员来说，不管公司的前途如何，仅仅是一直存在的财产税问题就足以使他们的做法比较明智。

无论如何，最终股票完成交易的价格是14美元。预期1956年的每股收益约为70美分，这一价格达到了它的20倍。在那些特别重视历史统计数字的人眼中，这种价格买入并不聪明。在此之前的四年里，也就是1952~1955年，公司报告的每股收益分别是39、40、48和50美分，这不是一个令人兴奋的纪录。有人甚至认为，更重要的管理因素和当前的商业趋势反而不如肤浅的统计数字重要，更让他们沮丧的是，这家公司通过企业兼并，取得了一些亏损递延的好处，有可能在这段时间的大多数时候承担低于普通水平的所得税。这使得以历史统计数字为基础计算出来的价格显得更高。最后，即使把1956年的收益也包括进评价中，粗略研究一下当时的情况还是可能产生不祥的预感。没错，这家公司目前在很有前途的半导体行业做得非常好。但是不管整个半导体行业拥有多么光辉的未来，和规模更大，历史更悠久，资产更为雄厚，同时肯定会在

大有前途的半导体行业中努力竞争的公司相比，像德州仪器这种规模的公司，目前强势的交易地位能维持多久？

当人们通过正常的证券交易委员会渠道得知了德州仪器管理人员出售股票的消息之后，该股票的成交量突然暴增，但是价格几乎没有变化。我猜测，大部分的卖出是由各证券经纪公司的评论引发的。证券经纪公司大多引用历史统计记录，对历史最高价、未来的竞争和内部人员的卖出发表评论。有份报告甚至提到，德州仪器的管理层完全同意它的说法。这份报告指出，那些卖出股票的管理人员声称：“我们同意他们的看法，并建议采取相同的行为！”我已经讲过，这段期间的主要买方是一家消息灵通的大型机构。

接下来的 12 个月发生了什么？无论投资者的争论如何混乱，德州仪器的地球物理和军事电子业务继续增长。半导体（电晶体）部门增长得更快。比半导体业务迅速增长更重要的是，能干的管理层在研究方面大刀阔斧，推动机械化进程，并在重要的半导体领域建立销售组织。越来越多的证据表明，1956 年的结果并非转瞬即逝。这家规模相当小的公司有望在美国增长最快的行业中，继续作为收益最高而成本最低的生产商之一。金融界开始向上调整市盈率，以获得投资这家运营良好的公司的机会。1957 年夏，管理层公开估计，当年的每股收益约为 1.10 美元，收益增长 54%，这使得市场价值在仅仅 12 个月内增长了约一倍。

我在原版中继续写到：

“我怀疑，如果这家公司主要部门的总部不是设在达拉斯和休斯敦，而是设在拥有更多容易了解公司的金融分析家和重要基金的经理的大西洋北部沿岸或者洛杉矶大都市区，那么这段时间内的市盈率或许会更高一些。如果有可能的话，德州仪器的销售和利润在未来几年将持续快速上升，我们就有兴趣关注这种持续的增长本身

能否使市盈率进一步增加。如果市盈率进一步增加，它的股票价格会再次以快于收益增加的速度增长。二者相互影响，总能让股票价格快速增长。”

这一乐观的预测被证实了吗？那些在评价投资时仍然坚持对过去收益进行浅显分析的人们，可能会在看到德州仪器的价格记录后感到震撼。公司的每股利润从 1957 年的 1.11 美元增长到 1958 年的 1.84 美元，而 1959 年有望超过 3.50 美元。本书第一版完稿以来，这家公司获得的荣耀必然吸引了金融界的注意。1958 年，面对一些普遍公认的电子和电气设备行业巨头的竞争，全世界最大的电子计算机制造商 IBM 选择与德州仪器合作，共同研究半导体在电子设备上的应用。另外，德州仪器在 1959 年宣布了一项技术上的突破，利用和当时的半导体几乎同等大小的半导体材料，不仅可以替代半导体，甚至能替代整个电路！这一惊人的想象产生了设备小型化的方式。随着公司的成长，能力出众的产品研究和发展部门相应扩大。今天，没有哪个消息灵通的人士会怀疑，这家公司一长串的技术和商业上的“第一”能持续好多年。

股票的市场价格对此有什么样的反应？市盈率是不是持续上升，就像我在 22 个月以前表示可能发生的那样？记录看上去是肯定的。每股收益增加为 1957 年的三倍多一点，股票价格从本书第一版完稿时的 26.5 美元上涨了四倍以上。顺便说一下，本书原版提到，不到三年半以前，有人买进相当数量的股票，价格为 14 美元，而目前的价格已经是这一价格的 10 倍以上。尽管价格急剧上涨，但我们很有兴趣知道未来几年销售额和收益进一步成长能否产生更多的价值。

这就带来了另一种推理方式，导致一些投资者过分注意过去的价格范围和每股收益等不相关的统计数字。他们相信，无论过去几

年发生了什么，必然无限期地持续下去。换句话说，一些投资者会找到过去 5~10 年中每股收益和市场价格每年都上涨的股票。他们推断说，这个趋势几乎肯定会无限期地持续下去，我同意这种情况有可能发生。但是为了取得可能的成长，必须研究和开发成本很高的新产品，由于时间选择的不确定性，我们经常能够见到，即使是最优秀的成长型公司，收益率也偶尔有 1~3 年的下跌。这期间股票价格会骤然下跌，因此，强调过去的收益记录，而忽略能决定未来收益曲线的背景条件，可能让投资者付出很大的代价。

这是不是表示在确定是否买入某只股票时，应该完全忽略过去的收益和价格范围？不。只是投资者不应该重视它们到变得危险的程度。只要投资者认识到它们只是应用于特定目标的辅助工具，而不是决定一只普通股的吸引力的主要因素，它们就是很有帮助的。比如，研究前几年每股收益可以阐明一只股票的周期性，也就是公司利润受到商业周期不同阶段的影响的程度。更重要的是，比较过去的每股收益和价格范围，可以了解一只股票过去的市盈率，这可以作为衡量未来的市盈率的基础，但是应牢记，决定市盈率的是未来，不是过去。也许一只股票过去几年的价格一直稳定维持在收益的 8 倍，不过现在，由于管理层的变更，出色的研究部门的建立等原因，使得股票目前的价格是收益的 15 倍左右。如果有人估计了未来的收益，并推算出这只股票预期的价值只是收益的 8 倍，而不是 15 倍，那么这种看法或许又一次过分依赖于过去的统计数字。

我给上述评论取的标题是“不要忘记你的吉尔伯特和沙利文”，或许我应该写成“不要受到不重要事情的影响”。前几年的收益统计数字，特别是股票的价格范围总是“没有任何作用”。

4. 买入真正优秀的成长股时，不要忘了考虑时间和价格

我们来谈谈经常发生的一种投资情况。一家公司非常符合我们的十五点原则建立的标准，此外，获利能力将在大约一年后取得长足的进步，而金融界还不完全清楚导致收益增加的因素，更重要的是，强烈的迹象显示，新的收益来源至少将大幅度增长好几年。

正常情况下，这只股票显然应该买入，但有一个因素让我们暂时停止交易。由于前几年其他事业经营得很成功，这只股票在金融世界中很有魅力，如果不考虑那些普遍未知的新的影响因素，这只股票的合理价格应该在 20 美元左右，但目前的价格是不合理的 32 美元。假设五年后这些影响因素能使价格轻易上涨到能充分反映其价值的 75 美元，那么现在应不应该以比我们认为这只股票应有的价格高出 60% 的 32 美元买入？新的情况总有可能不如原先设想得那么好，而且，价格也有可能回撤到我们认为的真实价值 20 美元。

面对这种情况，许多保守型投资者会密切关注行情。要是价格下跌到接近 20 美元，他们会积极买入，否则便不考虑这只股票。这种经常发生的事情值得进一步分析。

20 美元这个数字有什么神圣之处吗？不，因为它确实没有考虑未来价值中的一个重要基础，也就是我们知道，但其他大多数人不知道在未来几年，该股票的价格将上涨到 75 美元。这里真正重要的是找到一种以接近最低价的价格买入股票，之后随时可以卖出获利的方法。我们关心的是，如果以 32 美元买入，后来价格或许会跌到 20 美元左右，这不只是让我们暂时有所损失。更重要的是，如果价格后来上涨到 75 美元，我们在 32 美元买到的股票数量，要比耐心等到它跌至 20 美元再买进的数量减少了约 60%。假设 20 年后，其他的新事业推动价格上升到 200 美元，而不是 75 美元，那

么能买到的股票总数量便极其重要。

幸好在碰到这样的情况时，还可以依靠另一个方法。这个方法就是不以特定的价格买入股票，而在特定的日子买入。研究这家公司过去其他成功的事业，可以发现这些事业在发展阶段的某一点会反映在股票价格上，或许那是在这些事业到达试验阶段大约一个月之前。假设股票价格仍为 32 美元左右，为什么不准备在五个月后，也就是试验阶段之前一个月买入股票？当然，那时买入股票后，价格仍有可能下跌。不过，即使我们在 20 美元买入，还是不能保证价格不会进一步下跌。如果我们有相当不错的机会，以尽可能低的价格买入，即使公众都知道价格可能会再次下跌，我们不是仍然能完成目标吗？这种情况下，决定在某个日期买入，是不是比以某个价格买入更安全？

基本上，这个方法根本没有忽视股票价值的概念，只是表面上忽视了而已。要不是由于未来价值有可能大幅度上涨，我在金融界的一些朋友宣称应决定在某个日期买入，而不是以某个具体的价格买入，就显得很不合逻辑。但是如果有强烈的迹象表明价值即将增加，那么在某个日期买入，而不以某个价格买入，就有可能以最低价或接近最低价的价格买入进一步大幅度成长，之后随时可以卖出获利的股票。毕竟，买入任何股票时，这正是你应该尝试去做的事情。

5. 不要盲目从众

如果没有相当丰富的金融经验，往往很难理解一个重要的投资概念，因为这个概念很难用精确的文字解释清楚，也无法简化为数学公式。

本书屡次谈到导致普通股价格上涨或者下跌的各种影响，比如

净利润的变化，公司管理层的改变，新的发明或者发现的出现，利率或者税法的改变等等，这些是随便举的一些例子，只是能使普通股价格上涨或者下跌的条件的一部分。所有这些影响有个共同点，它们是世界上真实发生的事情，它们是已经发生或者将要发生的变化。现在我们要说一种完全不同的价格影响，这种影响纯粹是心理的变化，外部或者经济世界根本没有变化。绝大多数金融界人士只是从与以前不同的观点，观察完全相同的情况。由于评价同一组基本事实的方式发生了改变，结果面对同样一只股票，他们愿意支付的价格或者市盈率也发生了改变。

和服装一样，股票市场中也有时尚。这些时尚可能几年出现一次，歪曲了当前价格与真实价值之间的关系，所造成的影响相当于某一年商人为了流行的及脚踝长裙，而忍痛放弃高质量的及膝连衣裙。让我举一个具体的例子：1948年，我曾经和一位我认为很有投资才能的绅士聊天。他当时担任纽约证券分析家学会(New York Society of Security Analysts)的董事长，这个职位通常只授予金融界内比较出色的人才。无论如何，那时我拜访完陶氏化学公司位于密歇根州米德兰的总部，刚刚抵达纽约。我说，在刚刚结束的那个财政年度，陶氏化学的收益创下新高，我认为它的股票值得买入。他回答道，他觉得像陶氏化学这种每股收益非常高的公司，可能只有历史意义，收益数字或许只能拿来与统计有关的分析。他认为这样的收益不会使陶氏化学的股票变得吸引人，很明显该公司正处于战后的繁荣期，并不会维持很久。他进一步解释说，除非在美国内战和第一次世界大战结束后的几年之内发生了与现在相同类型的萧条，否则不可能判断一只股票的真实价值。很不幸，他的推理完全忽视了该公司后来开发出的许多有趣的新产品，这些新产品又进一步增加了股票的价值。

后来陶氏化学的收益一直没有从这个据说反常的最高点下跌。从据说很高的价格水平开始，股票后来又上涨了好几倍。这些事实都不是我们在这里需要关心的问题，我们感兴趣的是，为什么那位能干的投资专家在面对同一组事实的情况下，对于股票的内在价值得出了和几年前不同的结论。

答案在于1947~1949年这三年，几乎整个金融界陷入了整体的错觉。事后得出认识很容易，所以我们现在能够坐着体会1492年克里斯托弗·哥伦布的大多数船员感到恐怖的事情，虽然恐怖的事情和现实几乎没有关系。圣马利亚号(Santa Maria)上的大多数船员夜夜都无法入睡，因为他们害怕船只随时可能从地球的尽头掉落而永远消失。1948年，投资界不重视任何普通股的收益，因为人们普遍相信没有什么能阻止近期将出现的严重的萧条和股票市场的崩溃，因为前两次战争后的几年之内都发生了相同的情形。1949年确实出现了轻微的萧条，认识到萧条程度并不严重之后，金融界发现随后的趋势是上升，而不是下降，于是考虑普通股的方式从心理上发生了巨大的改变。接下来的几年内，由于心理上的变化，许多普通股的价格上涨一倍以上。由于基本面价值改善，公司受到了更明确的外部事件的影响，有些普通股的涨幅远远超过了一倍。

金融界在不同的时间对同一组事实的评估方式的改变，绝不限于整个股票市场。关于实际的背景事件，金融界对某些特定行业和这些行业中的个别公司的偏爱也总在改变，通常这是由于检查相同事实的方式发生了改变。

例如，在特定的一段时期，投资界认为国防工业缺乏吸引力。国防工业最突出的特点之一，是它只有政府这么一位客户。这位客户有几年进行大量的军事采购，有几年则缩减开支。因此，这个行业不知道下一年会不会有重要的合同取消，导致没有生意可做。

除此之外，还必须考虑为政府工作所获得的利润率很低，而且法律在重新修订后有这样的倾向：为政府工作的公司可以拿走大部分利润，但是决不允许会导致损失的相应的计算错误。另外，必须不断地在这个工程持续变化的领域中购买最新的样式，所以风险和混乱是很平常的事情。在面对积极进取的竞争对手时，不管工程设计得有多好，都不可能给出一些标准化的东西，帮助你的公司在面对积极进取的竞争对手时确立长期的优势。最后，一般总有在和平时期随着商业的衰退而爆发“危险”的可能。过去20年里这种观点多次流行，使得国防类股票的价格相对收益偏低。

不过，最近金融界有时从同一组事实中得出了其他的结论。按照目前的世界形势，防空设备将在多年内耗费巨额的费用。虽然每年投入的总价值可能有所变化，但是工程的变化速度使我们需要越来越多的昂贵设备，因此长期趋势是上升的。这表示投资这些股票的幸运的投资者，进入了不必经历下一次商业衰退的少数行业之一，但是其他大部分行业迟早会面临这种衰退。虽然利润率受到了法律的限制，经营良好的公司还是可以获得很多生意，因此总的净利润并没有上限。这种观点流行时，同样的背景事实会给出完全不同的评价，然后这些股票能以完全不同的价格卖出。

我们可以举出很多行业的例子，说明过去20年里金融界起初以某种方式，后来又用另一种方式观察价值的最终变化。1950年，人们普遍认为制药类股票具有与通常情况下工业化学公司一样的令人满意的特征。不可思议的研究带来了无止境的增长，加上生活标准的稳定提高，由此保证了最好的制药类股票和最好的化学股票的市盈率一样高。后来，某家生产商之前销售很好的一种产品陷入了麻烦。金融界马上认识到，今天在这个行业居于领先地位的公司，甚至不能保证明天仍然是行业内顶尖的公司之一，于是他们重新评

价了整个行业。只有在这一种情况下，得到完全不同的市盈率不是由于事实不同，而是由于对相同事实的不同评价。

1958年的情况正好相反，虽然这一年商业衰退，制药业却是少数产品需求不降反增的行业之一，行业内大部分公司的利润创下了新高。与此同时，化学生产商的收益急剧下滑，主要是因为刚完成的大规模扩张行动导致生产能力过剩。波动的金融界再次开始大幅度提高制药类股票的市盈率等级，同时，有一种观点开始滋生，投资者开始觉得化学股票不如最初想象的那么吸引人。所有这些只是金融评价的改变，公司的基本面或者内在动机并未发生变化。

一年后，一些新的观点已经发生了转变。比较优秀的化学公司首先恢复了收益能力，随着增长趋势促使收益迅速创下新高，它们很快重新获得了暂时失去的声望。政府对制药业的价格和专利政策的打击不利于该行业的发展，持续增加的重要的新药物数量具有长期的意义，能够进一步支撑制药类股票的地位，因此，观察未来几年制药类股票能否重新获得之前的地位，会进一步增长还是开始衰退是很有趣的。

在本书的原版中，我又提到了一个(当时)最新的例子，说明金融界的评价发生了改变：

“现在又有一个前景改变的例子。多年来，机械工具生产商的股票的市盈率一直很低。大家几乎一致认为，机械工具行业是一个繁荣和衰退交替出现的行业的缩影。不管收益有多么好，都没有太大的意义，因为那只是当时繁荣的产物，无法持续下去。但是最近一个新的学派，虽然还没有在这个问题上占据主导地位，却使越来越多的人改变原先的理念。这个学派认为，第二次世界大战以来，已经发生变化的基本面影响到了这些公司，所有行业的资本支出计划已经从短期转化为长期，因此，导致机械工具公司的股票极端波

动的原因已经消失。水平很高，并且还在上涨的工资率，即使无法永久改变，也能使这个行业多年内不再回到繁荣和衰退交替出现的局面。稳定的工程进步速度已经加快，并将进一步加速该行业产品的过时。因此，最近的增长趋势能够代替战前的周期趋势，并且继续延伸到未来。自动化技术可能导致这一增长趋势极为惊人。

“受到持有这种想法的人的影响，相对于整体市场，更好的机械工具股票现在得到的评价要比几年前好。它们的价格相对收益仍然偏低，因为繁荣和衰退会交替出现的想法依然存在，不过已经不如以往那么强烈。如果金融界日益接受机械工具股票的非周期性和增长前景，它们的市盈率会不断上升，这样一来，它们的表现就会远好于市场的平均水平。要是繁荣和衰退会交替出现的观念再次出现，它们的市盈率就将会低于目前的水平。”

“普通股投资者如果希望买入最有优势的股票，这个机械工具股票的例子可以作为一个鲜明的对比。他必须根据事实，分析当时金融界对整个行业和他打算买进的特定公司的普遍看法。如果他能找到当时金融界的一般看法不如实际情况有利的某一行业或者某家公司，就可以因为不跟随群体行动而获得额外的回报。如果买入的公司和行业是当时金融界的最爱，就应该格外谨慎，要确保它们值得买入。有些时候的确很值得买入，而且由于对基本事实太过有利的解释，他不需要支付过高的价格，就能买到当时的投资时尚。”

当然，最近有一个问题，也就是现在的机械工具行业是否还是繁荣和衰退交替出现的行业。今天我们已经知道了其中的答案。1957年的经济衰退，彻底粉碎了一个观点：长期的企业规划可以为容易在商业周期的下降变化中受到攻击的股票提供缓冲。但是今天科技的进步速度越来越快，每解决一个这类问题，又会产生更多的问题，聪明的投资者如果能独立于群体思考，在绝大部分人的意见

倒向一边时获得正确的答案，一定可以获利。“奇特的”能源类股票和一些小型的电子类股票，从本质上来说，今天是否值得获得那么高的评价？超音速设备生产商的未来是否非常有前途，已经到了可以忽视正常市盈率的地步？如果一家公司的主要获利能力来自国外的运营，那么这对美国投资者来说是好事是坏事？很多人对所有这些问题的看法可能过于偏激，或者目前还不偏激。聪明的投资者要想参与受影响的公司，必须确定进一步的基本面趋势如何，以及目前的时尚是什么。

这些投资时尚和对事实的错误解释可能持续几个月或者几年。从长期来说，现实不仅仅将结束这些情况，而且往往导致受影响的股票朝着相反方向走得太远。一个人如果有能力通过理解大多数人的看法发现事实的真相如何，那么他将由于投资普通股而获得丰厚的回报。不过，我们身边的人不容易形成能够强烈影响所有人想法的综合性观点，但是有一个因素是我们每个人都看得出来的，可以帮助我们不用总是跟随群体行动，这就是金融界通常需要花费很长的时间才能看出基本面已经发生变化，除非牵涉到名人或者重要的、公开事件。美国广播公司(American Broadcasting Company, 即ABC公司)所在的行业虽然具有吸引力，但是因为经营不善，它的股票价格一直很低。要是有个名人当上新总裁，价格通常不仅立刻上涨，而且反应可能过于强烈，这是因为改善基本面需要的时间会由于最初的热情而被忽视。然而，如果由在此之前默默无闻的人接任，很有可能在几个月或者几年的时间里，公司的金融声望仍然不佳，股票的市盈率一直偏低。认识到这些情况，在金融界修正它的评价，导致价格剧烈上涨之前，对于没有经验的投资者来说，开始时最简单的方式是实践他的想法，而不是盲目跟随群体行动。

第十章 如何找到成长型股票

《怎样选择成长股》的原版发行以后，我收到了来自全国各地的读者来信，数量非常惊人。最常见的一个要求，是希望提供更详细的资料，说明读者（或者他的金融顾问）应该怎么做，才能找到市场价格涨幅大的股票。既然有这么多人对这件事情感兴趣，我在这里进行一些评论或许对读者有所帮助。

做这件事情要花很多时间，要求较高的技巧和警觉。小规模投资者可能觉得花费超过了个人所能负担的时间。如果有什么快速而简单的方法可以选到获利丰厚的股票，那么对小规模和大规模投资者来说都是好消息，但是我非常怀疑这种方法的存在。当然，相对可以利用的投资资金总和、个人的兴趣、投资能力及投资者花多少时间在这些事情上应该由自己决定。

我没法保证只有我的方法可以找到赚钱的股票，我也不能完全肯定它是不是最好的方法，但是很明显，如果我认为其他的方法更好，就不会使用这种方法。这些年来，我一直遵循以下步骤，对我来说，这个方法不但有用，而且效果很好，特别是在很重要的初始阶段，有些人拥有更好的背景知识和人际关系，或者更有能力改变使用的方法，并获得总体结果的进步。

下面的内容分为两个阶段，每个阶段做出的决策特点对能够获得的金融结果影响很大。每个人都能马上看出，这两个极其重要的观点中，第二个观点“我现在应该买入这只股票，还是不买入”更

加重要。投资者可能不易理解的是，在选择普通股的一开始必须做一些决定，这将对你找到 10 年后价值增加 11 倍，而不是不到一倍的投资机会产生重要的影响。

任何将要寻找高增长股票的人，都会碰到这样一个问题：在几十种行业中，有数千只股票都有可能值得透彻地研究。在完成相当多的工作之前，你无法确定其中很多股票的价值。不过即使只研究其中一部分，也没有人有那么多的时间。你如何利用节省出的时间，研究所选择的一只或者很少的股票呢？

这个问题远比表面情况复杂。你所做的决定，可能轻易淘汰了几年之后能给持有者带来财富的股票。你做出的决定可能使自己把获利的种子撒在了贫瘠的土壤里，当你收集到的资料越多，前景就越发明朗，你一定会在绝大多数研究中找到答案，答案就是：你投资的是一家平庸或者稍好一些的公司，但是它经常能成为致富之源。从金融的观点看，这个关键的决策确定了你找到的是富矿，还是由于对事实缺乏了解而仅仅发现了贫矿。这是因为你在做大量工作之前，必须先决定自己的时间要花在哪里，以及不要花在哪里，才去做足够多的事情，以便为你的结论打好合适的基础。如果你已经做了足够多的事情，有足够的背景资料帮助做出决策，这样由于你已经为每种情况花了很多时间，那么你在做至关重要的第一个决定时会较为轻松。在你还没有发觉时，你便已经做好了决定。

几年前，我会很真诚地告诉你，我用了一种巧妙的方法解决这一问题，但是这个方法是错误的。由于我去调查一些公司，特别是我管理的基金所熟悉的公司，我和很多相当能干的企业高级管理人员与科学家成了朋友，能和他们聊别的情况。我相信，这些消息灵通人士提供的观点和线索，给了我很多值得调查的候选公司，而且其中相当一部分具备我不断寻找的优秀特征。

我尝试使用与改进我的商业技巧相同的分析和严格的方法，期望我投资的公司也用它们去改善运营。因此，我在几年前做了一项研究以确定两件事情。我如何选择想要研究的公司？根据事后的认识，我探讨了某种来源和另一种性质完全不同的来源提供的领导人物最初的观点，两种情况下有价值的成果（以投资回报很优异的方式）各自所占的比例是不是有很大的差异？

我发现的事实令自己惊讶，但分析起来完全合乎逻辑。我最初的观点促使我调查某一家，而不是另一家公司，我相信，企业高级管理人员和科学家是这种观点的主要来源，但是他们提供的线索中，实际只有五分之一引起我足够的兴趣，并从事进一步的研究。更重要的是，这些线索没能带来高于平均水平的投资对象。得出这些线索的研究占据全部研究的五分之一，而这五分之一的研究产生的价值大约只占总投资的六分之一。

相反，相当不同的另一群人提供的原始观点引起了约五分之四的研究调查兴趣，并带来了约六分之五的最终回报（以有价值的投资来衡量）。在全国各地，我开始认识并尊敬少数一些人，他们在选择成长型普通股上做得非常好。没有必要把这些有能力的投资人士全部列出，他们分散在很多地方，如纽约、波士顿、费城、布法罗、芝加哥、旧金山、洛杉矶和圣迭戈。在很多地方，其中一些人对他特别喜爱的股票所下的结论，我可能完全不同意，甚至觉得根本不值得研究。在一两个例子中，我还怀疑他们工作的彻底性，但是由于我了解他们每一个人的金融思想都是很敏锐的，并且投资纪录给人留下了深刻的印象，我倾向于热心听取他们详细说明他们认为增长潜力大，具有不同寻常的吸引力的公司，这些内容都在我的兴趣范围之内。

此外，由于他们是训练有素的投资专家，关于对我来说最关键

的事情，我通常能很快听到他们的观点，以帮助我确定考虑中的公司是否值得研究。这些最关键的事情是什么？基本上，它们涵盖了一家公司符合前面讨论过的十五点原则的程度，并在初始阶段特别强调两个具体的问题。这家公司所处行业的销售额是否有较大的增长机会，或者正像这样的行业前进？随着整个行业的成长，新公司是不是相对比较容易进入该行业，并且取代原来领先的公司？如果这些商业的特征很难阻止新公司进入该行业，那么这种增长的投资价值就是微不足道的。

采用投资能力或者成就较低的投资者的建议作为调查研究的原始线索的来源，会有什么样的结果呢？如果我找不到更适合的人选，我会更多地使用来自他们的信息。我经常试图找时间倾听至少任何一个投资者的意见，只要能留意到那些刚刚出道并且充满热情的年轻人，同时确信自己没有忽视任何人，但是，时间是很有有限的。当我由于事实的显现而降低了某个金融人士的投资判断的可靠性时，我发现自己倾向于在调查他提到的公司时花的时间会大大减少。

从书面材料的观点中选择调查的原始线索怎么样？我偶尔会受到最可靠的证券经纪机构所发布的报告的影响，这些报告不是广泛散发的，它们仅仅提供给少数选定的人。但是总的来说，我认为典型的证券经纪公司的报告是公开发行的，所有人都能看得到，并不是一个丰富的信息来源，其中由于不准确性而带来了许多危险。更重要的是，大部分报告只是重复金融界众所周知的信息。同样，我偶尔能从最好的交易和金融期刊（我发现这些目的完全不同的刊物很有帮助）上得到很有价值的观点，但是由于我认为它们在报告我最感兴趣的许多事情上天生具有特定的局限性，因此我在寻找最好的调查研究的公司时，这些书面材料并不是最丰富的新观点的来

源。

还有一个可能产生有价值的原始线索的资源，技术背景更好或者能力更强的人可能会应用得更加自如，尽管我没有成功地应用过。这个资源是大型的咨询研究实验室，例如亚瑟·D·利特尔 (Arthur D. Little)、斯坦福研究所 (Stanford Research Institute) 或者贝特尔 (Battele)。我发现这些机构的员工对商业和技术的发展有深入的了解，他们应该是有价值的原始投资观点的来源。但是，我发现他们不愿意讨论他们知道的大部分事情，因为这可能打击他们所服务的客户公司的信心，这种倾向 (完全值得赞扬) 在很大程度上阻碍了其有用性。如果有比我聪明的人能找到一种方式，在不损害他们的客户公司的条件下，打开我怀疑这些组织拥有的投资信息宝库，那么和我的方法相比，他就在寻找成长型股票中找到了明显改进的措施。

步骤一就是这些内容。通常在和优秀的投资者 (偶尔也可以是企业的高级管理人员或者科学家) 进行几个小时的会谈之后，我就能确定一家公司是否会让我感到兴奋，然后我会开始调查研究。接下来做什么呢？

有三件事情是我断然不会去做的。在这个阶段，我不会接近任何一个管理人员 (我想其中的原因马上就会阐述清楚)；我不会在浏览过去的年报和研究资产负债表上年复一年的微小变化方面花很多时间；我也不会询问我认识的每一个经纪人对股票的看法，但是，我会浏览资产负债表来确定财务状况和资本化的普遍特征。如果有证券交易委员会的内容说明书，我会仔细阅读关于其中的下列内容：产品生产线创造的总销售额、竞争状况、高级管理人员或者其他主要的普通股股东的持有情况 (通常这些信息能够从代理声明中得到)，还有能够说明折旧的所有收益报表数字和折耗 (如果有的

话)、利润率、研究活动的程度以及前几年运营中不正常或者不可再生的成本。

现在，我真的准备开始工作了。我会尽可能使用前面提到的“闲聊”法。这里，我认识的企业的高级管理人员或者科学家具有难以估计的价值，而不是把他们作为原始的投资观点的来源。我会试着去拜访(或者电话联系)每一位重要的顾客、供应商、竞争对手及以前的员工或者科学家，他们所在的相关领域是我或者我的朋友所了解的。但是，对于能为我提供所需要的背景的人，假设我认识的不够多，或者我的朋友也没有这样的朋友，那么我应该怎么办呢？

坦白地说，如果我不能获得需要的大多数信息，我就会放弃研究，转而去做其他事情。要想通过投资获得大量利润，那么没有必要得到可能考虑到的每一笔投资的答案，而少数实际购买的股票得到最多正确答案才是必要的。因此，如果能够得到的背景资料太少，也没有希望获得更多，那么我认为明智的做法是把这个投资放到一边，去研究其他的投资。

假定已经得到了相当多的背景资料，你已经拜访了每一个你认识的或者容易接触到的人，但是必须找到一两个你认为有助于完成你的计划，而且能无拘无束交谈的人。我不会在大街上和他们交谈，无论对自己从事的行业多么有兴趣，大多数人都不愿意对一个完全陌生的人讲述有关顾客、竞争对手或者供应商的优势和弱点的真实想法。比如，我会查明我想约见的某个人是哪家商业银行的。如果在这个问题上，你接触的商业银行非常了解你，那么坦诚地告诉他们你想见谁以及为什么见他，你会惊奇地发现大部分银行工作人员都很乐意提供帮助，只要你不是过于频繁地麻烦他们。可能更让你惊奇的是大部分商人也很乐于助人，只要你是他们经常往来的

银行工作人员介绍的。当然，银行工作人员只有在对你获得信息的目的没有怀疑的情况下才会提供帮助，而且你得到的信息仅仅用于确定是否进行投资，在任何情况下，你都不能利用得到的任何不利信息给他人造成损失。如果你遵守这些规则，银行的帮助有时能够帮助你完成研究调查，否则你可能永远无法得出任何有价值的研究。

只有在“闲聊”之后，你才可能得到需要的大部分数据，我曾经在本书的十五点原则一章指出，在充分获得这些资料之后，你应该准备进行下一步，并且考虑接触管理层。我认为投资者彻底了解为什么要这样做是相当重要的。

好的管理层是在回答关于公司弱点的问题时非常坦诚，和回答公司的优点时一样全面，这样的管理层才最适合投资。但是，无论管理层在这一方面多么一丝不苟，在考虑到自身的利益时，企业的管理人员决不会在没有被问到的时候主动告诉你一些对投资者来说最为重要的事情，比如你对一个副总裁说：“作为贵公司未来的投资者，您觉得还有什么关于贵公司的事情是我应该知道的？”他不会给出这样的答复：管理团队中的其他高层管理人员的影响是很了不起的，但是在我做副总裁的几年中，营销开始成为销售方面的弱点。他是否有可能进一步主动解释这些并不是很重要，因为营销部门的年轻员工威廉姆斯(Williams)具有出色的能力，他会在未来六个月内负责营销部门，情况也会回到控制范围之内？他当然不会主动说出这些事情。不过，我发现如果他知道你已经了解了营销的弱点，他评论的言词会很婉转，只有在管理层正好是你想要找到的，并且对你的判断有信心时，他们才会就有没有采取补救措施提供给你真实的回答。

换句话说，只有通过“闲聊”才能使你在接近管理层之前，了

解在拜访一家公司时应该了解什么。没有“闲聊”，你可能就无法确定最基本的要点——最高管理层自身的能力。即使是一家中等规模的公司，也会有一个多达五个人的关键的管理团队。前一两次拜访时，你不易见到他们中的所有人。如果你见到了所有人，可能和其中一些人的会面时间很短，这样你就没有判断他们相对能力的基础。五个人中往往会有一两个人的能力会远远强于或者弱于其他人，没有“闲聊”的指导，而只依赖于你和他们的会面，那么你对整个管理层的评估会远远高于或者低于实际情况。有了“闲聊”，你就会对谁特别强或者特别弱形成一个相当正确的观点，并且能在一个更有利的位置上要求见你想了解更多的管理人员，从而使你确信这次“闲聊”的印象是否正确。

我的观点是：几乎在任何领域中，除非正确做了之后有价值，否则就不用去做。当这个观点应用到选择成长型股票时，恰当的行动可以换来巨大的回报，而错误的判断则要付出惨重的代价，很难理解为什么会有人仅仅根据肤浅的知识来选择成长型股票。如果一个投资者或者金融人士想要找到一只合适的成长型股票，我认为有一个规则应该是他一直遵守的：对于做出投资决策所需要的信息，除非他首先至少收集到其中的50%，否则不要拜访任何考虑进行投资的公司的管理层。如果在没有首先做到这一点的情况下接触了该公司的管理层，他会使自己陷于很危险的境地，因为他几乎不了解自己搜索的事情，这样他能否得到正确答案很大程度上取决于运气的好坏。

我认为在拜访一家公司之前，先取得至少一半必需的知识非常重要，这里有另外一个原因。在各种行业的公司中卓越的管理层和管理人员，需要花相当多的时间和从事投资的人在一起，因为公司股票的价格对他们来说在很多方面都非常重要，因此他们经常花时

间和重要的来访者会面，但是，从一家公司到另一家公司，我听到的都是相同的评论。他们不会对任何人粗鲁无礼，和没有决策权利，又要接见拜访者的人员相比，公司重要人物能够给予拜访者的时间量，更依赖于公司对拜访者个人能力的评估，而不是拜访者所代表的金融利益的大小。更为重要的是，公司能够在多大程度上回答特定问题和讨论重要事务，也就是公司提供信息的乐意程度，几乎完全依赖于对每一个拜访者的评估。只是顺便拜访，并没有提前做好准备的人，往往在拜访开始之前就已经处于不利的境地。

你能见到什么样的人(应该是真正的决策者，而不是管理财务与公共关系的人员)是如此重要，以至于麻烦合适的人选将你介绍给管理层是明智的做法。对于管理层来说，重要的客户或者股东都是极好的介绍人，能为你第一次拜访铺平道路，公司的投资银行客户也可以做到。在任何情况中，对于想要从第一次拜访中获得最佳结果的人们来说，必须确保介绍他们的人对拜访者评价很高，并且会把评价的理由告知管理层。

就在写这些文字的前几周，碰巧发生了一件事，可以说明我认为在第一次拜访管理层之前应该做多少准备。当时我正和一家大型投资公司的两位代表一起吃午餐，其中一位是为两家公司工作的投资银行家，虽然我的客户数量很少，但是那两家公司正好都是我的客户。由于知道我投资的公司数量很少，而且一般持有的时间很长，因此其中一位先生问我，我新拜访的公司数量(对我来说)和实际买入的公司数量的比率是多少。我让他猜测一下。他估计我每拜访250家公司买入一家的股票。另一位先生大胆估计可能是每拜访25家买入一家。实际上我每拜访两家或者两家半就会买入一家！这并不是因为我每拜访两家半公司就有一家符合我认为相当严格的购买标准。如果他用“考虑过买入的公司”代替“拜访的公司”，可能

每四五十家中会有一家。如果他用“考虑过调查研究的可能性的公司”(不管实际上我是否调查过)代替“拜访的公司”,那么结果会很接近第一位先生最初估计的每 250 家有一家。我认为除非首先进行大量有关的“闲聊”,否则不可能从企业的拜访中获得很大的好处,这就是第一位先生所忽视的。而且我发现,多次“闲聊”会提供对一家公司符合十五点原则的程度的准确预测,因此,当我准备拜访一家公司的管理层时,想要买入该公司股票的几率已经相当高了,很多不具有吸引力的公司在闲聊的过程中就被淘汰了。

以上是对我如何寻找成长型股票的总结。在我最初调查研究的公司中,可能有五分之一来自行业内朋友提供的观点,另外五分之四来自我认为很有能力的少数投资人士更有吸引力的选择。我需要很快地决定,判断出哪些公司需要我花时间调查研究,哪些公司应该忽略。然后,在简单地浏览了证券交易委员会的内容说明书的一些要点之后,我会积极地寻求“闲聊”,不断了解该公司和十五点原则的接近程度。在闲聊的过程中,我会一家家地舍弃未来的投资,一些是因为大量的证据表明它们很平庸,另一些是因为我没有办法得到足够的证据来合理地确定它们是优秀还是平庸。只有在很少的一些例子中,我获得了大量适合的数据,然后进行最后一个步骤:接触管理层。和管理层会面之后,如果我发现之前的期望得到了相当好的肯定,以前的一些担心也被他们给我的答案消除,那么最终我感到我所有的努力都得到了回报。

因为我已经多次听说,知道你们中的一些人反对这一做法的理由。怎么能期望一个人仅仅为了找到一家投资的公司而花这么多时间?我向在投资行业找到的第一个人询问我应该买哪只股票,得到的答案为什么不是我已经很好地理解了?我想做出这样反应的人应该看看周围的世界,在哪一种活动中,你能在某一年投入 1 万美

元，而在十年后（只要其间偶尔检查一下，确信管理层保持着很高的才能）一定拥有价值4万~15万的资产？答案就是这种回报来自于成功地选择成长型股票。一个人如果每周只花一个晚上，躺在舒适的扶手椅里，阅读几份经纪人提供的简单的免费报告，没有付出更多的努力就得到了这样的回报，你觉得合理吗？另一个人只是找到他见过的第一位投资人士，支付了135美元的佣金（这个数额是在纽约股票交易所20美元买入500股股票所要支付的费用），就获得了这样的利润，你觉得这样做有意义吗？据我所知，没有哪个领域的活动能够这么容易地获得如此巨大的回报。同样也不可能在股票市场上得到，除非你或者你的投资顾问利用能在任何其他领域的活动中带来巨大回报的特征，这其中包括非同寻常的努力、优秀的才能以及出色的判断力和观察力。如果运用这些特征，并遵循与本章所述相似的规则，记录十分清楚地表明，你很有可能找到创造财富的成长型股票。因为本章所谈的规则就是如何寻找相当符合十五点原则，但是金融界给出的评价还不高的公司。不过，这样的公司不是每天都能遇上，而且不经过艰苦的工作也是无法找到的。

第十一章 摘要和结论

目前正值 20 世纪下半叶的第二个年代，人类生活水平的提高速度，很有可能超过之前的 5000 年。最近一段时间的投资风险很大，但是成功后的回报更大。在投资领域中，过去几百年的风险和报酬，与未来 50 年相比，可能根本不算什么。

在这种情况下，可能有必要估计一下目前的形势。我们当然还没有克服商业周期的问题，甚至没有能力缓和它的波动。不过，我们增添了几个新的因素，它们显著地影响了普通股投资的艺术，其中之一是现代企业管理的兴起，强化了普通股的投资特征；另一个新的因素是从经济性的角度出发，利用科学研究发展工程设计。

这些因素的出现，并没有改变普通股投资成功的基本原则，反而使它们比以前更加重要。本书试图说明这些基本原则是什么，应该买进什么样的股票，什么时候买入，特别是绝对不要卖出，只要发行普通股的公司仍然具备成功经营的各项特点。

但愿本书提到了许多投资者易犯的错误，能引起他们的兴趣；这些投资者的能力是很强的。但是请务必记住：知道这些原则和了解易犯的错误，不能帮助那些没有耐心和自律精神的人。我认识一位能力非常强的投资专家，他在几年前告诉我：在股票市场，强大的神经系统比聪明的头脑更重要。莎士比亚可能无意间总结了普通股投资成功的过程：“只有经历了巨浪狂风才能找到财富。”

第二部分

保守型投资者高枕无忧

在我的全部职业生涯中，我认为商业上的成功依赖于下面三条原则：诚实、独创和勤奋工作。我想把本书献给我的三个儿子，亚瑟和肯尼斯在商业方面和我很相似，都遵循这些原则，而唐纳德则与我们完全不同。

引言

尽管这些事情很难精确测量，但是强烈的迹象表明，美国投资者的士气和我现在写下这些文字时的士气一样低的情况，在 20 世纪只出现过一次。非常公开化的著名的道·琼斯工业平均指数是一种极好的反映了股票市场每日变化的指标。然而要考虑更长一段时期的情况，这一指数可能掩饰而不是揭露了最近众多普通股投资者遭受的伤害。该指数的目的是表明公开交易的普通股发生了什么变化，但是它没有为每一只股票根据其对外发行的数量赋予权重，否则，我们就能看到 1974 年中期的平均价格比 1968 年的最高点下降了 70%。

面对这一损失，大量投资者的行为都是完全可以预测出的。一些人完全放弃了股票，尽管很多公司目前的境况相当不错。在看起来通货膨胀越来越高是不可避免的环境下，合适地选择股票所承担的风险，远低于其他一些貌似更安全的投资方式。让人感兴趣的是越来越多的人决定“从现在开始将采取保守的行为”。这里通常的理由是仅仅持续购买最大的公司的股票，至少其名声几乎为每一个人所知。很少有哪个美国投资者不知道宾州中央(Penn Central)和统一爱迪生(Consolidated Edison)的名字，或者这些公司提供的服务，尤其是在东北部地区。根据传统的标准，若干年前的宾州中央和更近一段时间内的统一爱迪生被认为是保守型投资。不幸的是，投资者经常混淆了行为保守和行为传统，对于那些确实决定保

护资产的人来说，需要解决这个问题，我们首先看一下两个定义：

保守型投资：在风险最低的情况下最有可能保护（或者维持）购买力的投资。

保守地投资：理解保守型投资的组成，然后根据具体的投资，遵循符合需要的行为程序，以确定具体的投资方式究竟是否为保守型投资。

因此，作为一个保守型投资者，他或者提供给他建议的人要求具备两个而不是一个条件：必须理解保守型投资所要求具备的特点，然后必须做一个调查，以检验具体的投资是否符合条件。如果不能同时具备这两个条件，普通股的买方无论运气好坏，投资方法是否传统，他都不算是保守型投资者。

对我来说最为重要的是，必须解决在这些问题上存在的混淆。不光是股东本身，美国的整体经济也不能再让那些真正做出努力来理解规则的人，遭受这一代投资者最近经历的惨剧，历史上只有另一代人在约 40 年前的大萧条中经历过比这更为严重的惨剧。今天的美国拥有空前的机会以改善所有人的生活，也确实具备了实现这一目标的技术和知识。但是要以美国的传统方式去做，还要求对大量的投资者及从事投资行业的人进行一些基本的再教育，使他们掌握基本的知识。只有更多的投资者确切地感到了财务上的安全，市场才会重新对新股发行开放，这会使得上市公司合法地获得额外的资金，能够确保它们推进新项目的发展。如果不能做到这些，那么无论是在国内还是国外，我们必须以一些证明是成本高昂、浪费和无效率的方式尝试着去做，也就是通过政府融资，使管理层蒙受官僚政治的难以消除的不利影响。

由于这些原因，我认为应当直接地面对目前投资者的问题。为了能在本书中尝试着解决这些问题，我从我的儿子 Ken 那里学到了

很多，他为本书取了书名，还做了很多其他的事情，包括书中提到的一些基本概念。寥寥数语不足以表达我对他的谢意。

本书分为四个不同的层面。第一层解剖(如果可以这样描述的话)前面第一个定义所描述的保守型股票投资。第二层分析金融界在帮助当前熊市产生的过程中所扮演的角色，如果你愿意的话，可以认为他们的做法是错误的。这些批评并不只是为了抨击，还指出应当在未来避免类似的错误，如果研究了最近的错误，那么特定的基本投资原则就会变得很清晰。第三层讲述了采取怎样的行为才有资格称为第二个定义所描述的保守地投资。最后一层则说明了盛行于当今世界的一些影响使许多投资者怀疑普通股是不是保护资产的合适手段。换句话说，除了作为赌博的工具，普通股还有什么用处。我希望本书能够阐明：造成最近熊市产生的问题，究竟是创造了条件，使得持有股票成为没有戒备的人的陷阱，还是像美国历史上的每一个大熊市一样，为那些有能力和自律的人创造了大量的机会。

菲利普·A·费舍

于加利福尼亚圣马特奥

第一章 保守型投资的第一个特点： 生产、市场营销、研究和 财务技能的优势

作为保守型投资的公司，其规模和类型必然是复杂的。为了理解如何表述这种投资，我们首先描述它肯定存在的第一个特点。这一特点可以分解为以下四类：

低成本的生产

作为真正的保守型投资，一家公司——即使不是全部的产品线，也需要是绝大部分的产品线——必须是生产成本最低的制造商，或者和任何竞争同业差不多一样低，而且未来可望继续如此。只有如此，持股人才能享受成本和售价间较大的差异所带来的好处，并由此创造出两种情况。第一种情况是，在大部分竞争对手的损益平衡点以下有充分的回旋余地。一旦不景气袭击整体业界，价格不可能长久处于这个损益平衡点以下。只要出现这种情形，不少成本较高的竞争对手会有很大的亏损，某些同业将被迫停止生产。存活下来的低成本企业，利润会自动提高，因为关闭的厂房使以前的需求由它们接手，产量会增加。竞争对手的供应量减少，低成本企业享受的好处不只如此，它们不只是能做更多的生意，而且由于供应量减少，价格还会有所提高。

第二种情况是, 高于平均水准的利润率应该能让一家公司获得足够多的收益, 从内部创造公司成长所需的大部分资金, 或者是全部的资金。这样一来, 就不需要筹措太多的长期资金, 或者根本不需要额外另筹资金。筹措资金可能必须发行新股, 使得已发行的股票价值稀释, 或者使固定利息支出和固定还本(主要必须从未来的收益提拨) 加重债务负担, 使得普通股持有人的风险大增。

应该认识到的是, 尽管一家公司作为低成本生产商, 能够增加投资的安全性和保守性, 但是在繁荣时期的牛市中, 它对投机的吸引力将有所降低。这段时间利润增加的百分比通常远低于那些成本高, 风险大的小公司。简单的算术运算就可以解释其中的原因。我们举一个假想的例子, 有两家规模相同的公司, 在经济正常的时候, 每件产品的价格都是 10 美分。A 公司每件产品的利润是 4 美分, 而 B 公司只有 1 美分。现在我们假设, 成本保持不变, 但是产品临时的额外需求将价格推至 12 美分, 同时两家公司的规模不变。利润较高的 A 公司每件产品的利润从 4 美分增加到 6 美分, 增加了 50%, 而高成本的 B 公司的利润是之前的 3 倍。这就是为什么从短期来看, 高成本公司有时在繁荣时期上升更快, 以及为什么在几年之后经济遇到困难, 每件产品的价格跌到 8 美分时, 利润较高的 A 公司虽然利润减少, 但是仍然比较让人放心。即使高成本的 B 公司没有破产, 也有可能严重伤害到另一群投资者(或者自认为是投资者的投机者), 他们认为出问题的是经济体制, 而不是他们自己。

写下以上内容时我想到的是制造业公司, 因此使用的术语是“生产”。当然, 很多公司不是制造型公司, 而是服务型公司, 例如批发、零售或者金融领域的许多分支机构, 比如银行或者保险, 它们也同样能应用这些原则, 但是需要用“运营”代替“生产”, 也就是用低成本或者高成本运营商代替低成本或者高成本生产商。

强大的营销组织

强大的营销商必须随时注意客户变化的需求，以便供应现在而不是过去需要的产品或者服务。比如，20 世纪初，领先的马车制造商如果坚持生产更好的马车，而不肯转而生产汽车，或者完全停止生产马车，那么营销的效果一定会出问题。用当前的例子来说，在阿拉伯地区的石油禁运使得美国每个家庭都体会到大型车非常费油之前，汽车行业的一些部门可能已经犯了错误，它们没有认识到公众的需求已经在一瞬间从多年来一直最受喜爱的大型车，转移到了成本更低、更加省油和易于停放的小型车上，这种变化的标志是进口的小型轿车的受欢迎程度持续增加。

了解到公众兴趣的改变，随后马上采取行动是不够的。正如过去所说，在商业领域，顾客不会争先恐后地去购买更好的捕鼠器。由于商业的竞争，让潜在的顾客了解到某些产品或者服务的优势是非常重要的。只有掌握了潜在顾客的真正需求（有时顾客自己并不能清楚地认识到为什么这些产品或者服务对他有吸引力），并用顾客熟悉的，而不是卖方的术语进行描述，才能使顾客产生了解优势的想法。

在做广告、推销员上门推销、专业的独立营销机构推荐以及综合使用以上方法中，哪种效果最好取决于商业的性质。每一种做法都要求严格控制，并且不管使用什么方法，管理层都要不断地衡量成本效益。如果在这些方面没有杰出的管理层，就会导致①失去本来可以获得的重要的交易量并使②成本大幅度增加，因此在交易中获得的利润减少了；③由于生产线各个部分的利润率不同，公司无法在生产线上取得可能的最大利润组合。效率高的生产商或者运营商，如果营销和销售能力弱，可能就像马力强劲的发动机，由于皮

带轮松动或者调整误差，产生了事半功倍的结果。

杰出的研究和技术努力

不久前，出色的技术能力似乎只对少数高科技行业十分重要，如电子、航空、药物和化学制造。随着这些行业的成长，它们不断增强的技术渗透到了差不多所有的制造和服务行业。现在，拥有出色的研究和技术人才，对制鞋、银行、零售商或者保险公司来说，重要性与那些维持大量的研究人员，曾被认为很神秘的高科技行业相当。科技的努力目前有两个方向：生产更好的新产品（当然，就这一点来说，研究型科学家对化学公司的贡献，可能大于对杂货连锁店的贡献）以及用比以前更好的方法和更低的成本提供服务。关于后面的目标，优秀的技术人才对两种行业来说都很有价值。其实，有些服务业中，技术人员一直努力开发新的生产线，而且为使用更好的方式提供服务奠定基础，银行就是这样的例子，低价格的电子输入设备和微型电脑有助于银行为顾客提供账户和簿记服务，因此为这些机构创造出新的生产线。

与营销领域一样，在研究和科技领域，各公司的效率相差很大。在新产品的开发中，任务的复杂性几乎确保了效率必然存在差别。重要的问题在于，相对于其他公司的研究人员，一家公司的研究人员的技术能力和独创性程度只是影响公司从研究结果中获得收益的诸多因素之一。开发新产品通常要求集合许多研究人员的努力，每个人都有各自的技术专长。这些人能否团结合作（或者在一位领导者的带领下相互协作，互相激励），通常和每个人的能力高低一样重要。此外，为了获得最大的利润，开发的产品必须是顾客需求大的产品，能够由公司现有的营销组织销售出去（几乎总是如此），卖出的价格可以确保创造出有价值的利润。所有这些都要求

研究与营销、生产两个部门之间紧密联系。最好的企业研究团队如果只开发不易卖出的产品，那么将带给公司的只有债务而已。要成为真正出色的投资对象，一家公司必须要有高于平均水平的能力来控制所有这些复杂的关系，但是同时又不能过度控制，让研究人员失去了评价其出色程度的首要条件：干劲和独创性。

财务技能

在讨论生产、营销和研究时，我们一次次地使用到了术语“利润”和“利润率”。在一家拥有多条产品线的大公司，确定一种产品相对其他产品的成本不是一个简单的问题，因为除了原材料和直接加工，大多数成本都分散在许多产品，甚至可能是所有的产品上。财务人才高于平均水平的公司拥有一些明显的优势，准确了解每件产品赚多少钱，他们就能尽自己的努力来产生最大的利润。他们精通产品每一部分的成本，不仅包括制造的成本，还包括销售和研究的成本，这样就能在理论上通过特别的努力、技术革新或者改进员工的具体职位，突出地表明可以降低成本的微小的公司活动。最重要的是，真正优秀的公司通过巧妙的预算和会计方式，能创造出早期警示系统，迅速察觉到威胁利润计划的不利影响，随后采取补救措施，避免处于慌乱中的很多公司的投资者遭受损失的痛苦。公司优秀的财务技能带给投资者的“好处”不止这些，它们还能使投资者更好地选择能够产生最高回报的投资资金，它们也能更好地控制应收账款和存货，这是一个在利率较高的时期更为重要的问题。

我们可以概括如下：符合保守型投资第一个特点的公司，是在各自的领域中成本很低的生产商或者运营商，它们拥有出色的营销和财务能力，通过运用从研究或者技术机构获得的有价值的结果，

在处理复杂的管理问题方面表现出高于平均水平的技能。这个世界的发展变化越来越快，符合第一个特点的公司：①有能力开发出能够获得利润的大量的新产品或者生产线，足以平衡由于其他公司的技术革新导致旧生产线的过时；②现在和未来都有能力以相当低的成本开发这些生产线，使得利润成长的速度至少和销售额一样快，即使在整体商业最糟的时期，利润也不会降低到威胁到投资安全的地步；③有能力销售更新的产品，以及或许未来可以开发出至少和现在的产品获利能力一样的产品。

这是谨慎投资的第一个特点，如果这个特点不被其他特点损坏，那么投资者选择的投资不可能令他理想破灭。但是在检查其他特点之前，还要完全理解一点：如果投资者的目标是保护资金，也就是追求安全性，那么我们为什么要讨论额外的新产品线的增长和发展呢？为什么不能仅仅维持企业目前的规模和利润水平，并避免由于努力创造新活动而必须承受的所有风险？讨论通货膨胀对投资的影响时，增长的重要性便会体现出自身的理由，但是基本上，我们不能忘记在这个变化越来越快的世界，没有什么事情能够长时间不变，我们不可能原地静止不动。公司不是成长，就是衰落，强大的攻击是最好的防守，只有变得更好，公司才能确保不会变得更糟。不向上爬的公司一定会走下坡路，如果过去如此，今后更是如此。这是因为除了技术革新的速度越来越快，社会习俗、购买习惯和政府的新需求都会持续增快，即使最保守的行业也在改变。

第二章 第二个特点：人的因素

简单地说，保守型投资的第一个特点由管理层在生产、营销、研究和财务控制等基本领域中突出的能力构成。第一个特点描述的是企业的现状，也就是结果。第二个特点则讨论导致这些结果的原因，更重要的是将来持续产生这些结果的原因。一家公司之所以表现突出，成为行业内出色的投资对象，而其他公司表现很一般，或者更加糟糕，根本原因在人。

早期的风险资本家爱德华·H·海勒(Edward H. Heller)在其从事商业的时间里的评论，影响了本书表达的很多观点。他用“精力充沛”一词描述那些他愿意给予大量资金作为支持的人。他说，每一家特别成功的公司背后，都有一位果断的企业家，具有能让公司真正值得投资的魄力、新颖的观点和技能。

当非常小的公司取得相当的成功，并成长为大公司时(这是海勒最感兴趣，也是获得最大成功的一个领域)，海勒的做法无疑是正确的。但是当这些小公司有望成为合适的保守型投资时，如果有一位出色的，并且是该公司总裁的亲密朋友的企业家强烈地怀疑投资该公司的明智性，那么海勒的看法可能要经受考验了。这位企业家缺少热情的理由是：“我的朋友是我认识的最杰出的人之一，他做的事情通常是正确的。在小公司出现这种情况或许不错，但是随着公司的成长，你的员工有时也是正确的。”

对于真正的保守型投资来说，第二个特点的核心是：企业的首

首席执行官致力于长期的增长，周围的团队得到了相当的授权，能够负责公司的各个部门与职能。这些人不能无休止地进行内部的争权夺利，相反，他们应该为描述清楚的企业目标而团结合作。要想通过投资这家公司获得成功，目标之一就是高级管理人员应花时间来发现和训练合格而积极性高的低级别职位者，使公司在必要的时候完成新老交替。同样，在管理链自上而下的每一个级别，管理人员应该仔细关注每个级别的人所做的是不是和低一个级别的人做的事完全一样。

这是不是表示除了级别最低的员工或者刚刚开始工作的新人，符合保守型投资的公司只应该从内部挖掘人才，而不从外部招聘呢？一家成长迅速的公司可能需要增加员工，但是没有时间训练他们担任所需要的职位。另外，即使运营最好的公司，有时也需要具备技能高度专业化的人才，但是公司无法通过内部的一般活动培养这种仅有某种特长的人员。研究法律、保险或者自然科学某一特殊分支的专业知识的人员，可能无法从事公司主要的业务。另外，偶尔从外部招聘有一个优势：能够从外部引入新的观点，挑战公司原有的运作方式。

但是一般说来，真正具有投资价值的公司通常从内部选拔人才。这是因为最适合投资的公司（不一定是最大和最著名的公司）已经形成了一套策略和做事的方式，它们适合自身的需要。如果这些方式真的有价值，那就很难，通常也不可能重新训练早已经习惯于旧方式做事的员工。公司的新人在组织中职位越高，则教化他所需的成本越高。虽然我无法用统计数字证明这一点，但是根据我的观察，在管理更好的公司，从外部招聘的职位接近高级管理层的员工几年后离开的数量非常惊人。

投资者可以确定一件事：大公司需要从外部招聘执行官是一个

失败的信号，不管只是一种表面现象的最近的收益状况多么好，这都表示目前的管理层从根本上出了问题。如果新总裁把工作做得非常好，并利用一定的时间在周围建立起管理团队，那么对于目前的组织来说，将来就没有必要从外部招聘执行官。因此，这样的股票一定会成为聪明的投资者的选择。但是这样的重建需要花费大量的时间，而且风险很大，投资者如果发现自己持有的股票中出现了这样的事情，最好检查一下所有的投资活动，确定他过去的行为是否建立在良好的基础之上。

关于管理层由一个人控制，还是由运行平稳的团队控制，所有的投资者都能得出一个线索(但是不能指出这个团队有多好)。所有公开发行股票的公司，其高级管理人员的年薪都在委托书中公布，要是公司一号人物的薪水远高于二号或者三号人物，就会发出警报；如果管理层之间薪水的递减相当缓慢，就是无关紧要的。

投资者如果想获得最好的结果，仅仅靠管理人员团结合作，并通过能力填补最高职位的空缺是不够的。海勒说过，“精力充沛”的人具有独创性和决心，不愿意维持即使相当令人满意的现状，而是渴望继续进步。这样的人应该尽可能多一些，但不容易找到。有一段时间，摩托罗拉曾经做了一件事情，但是金融界几乎没有人留意到，没想到摩托罗拉能做得那么好。

1967年，摩托罗拉的管理层认识到，由于未来几年公司的快速增长，高级管理人员的扩大在所难免，于是它决定直面这一问题。当年，它在亚利桑那州的欧勒克设立了高级管理学院(Executive Institute)，目的在于通过远离每日在公司的办公室和工厂中面对诸多琐事的环境，实现两个目标：将来大有前途的摩托罗拉员工所接受的训练，超越其当前的职责范围，以便在将来承担更重要的工作；高级管理人员可以获得进一步的证据，来了解这些人是否适合

得到晋升。

高级管理学院刚建立时，公司内部有管理人员怀疑是否值得花这些钱，这主要是由于他们认为，整个摩托罗拉公司具有足够才能的员工不足 100 名，从公司的立场来讲，不值得为他们提供特殊的训练。后来的事实证明，他们的怀疑是错误的。该学院一年开设 5~6 个班，每个班有 14 个人。到了 1974 年中，约有 400 名摩托罗拉的员工接受了训练；而且发现其中很多人（包括几位现任副总裁在内）的能力远超出当初入学时的能力。此外，参与这项工作的人认为，从公司的观点看，最近的班级所取得的结果，要比以前的班级好。现在看来，由于公司总的员工人数随着公司的增长而继续增加，因此大有前途的员工数量足以使这项活动开展下去。在投资者眼中，所有这些事情表明，如果使用得足够巧妙，甚至是增长率远高于平均水平的公司，也能够从内部发掘出人才，保持公司的竞争优势，而不一定要像很多成长迅速的公司那样，即使冒着产生摩擦和失败的高风险，也必须从外部招聘一定比例的人才。

每个人都有自己的个性（一种性格特征的结合），使得他（她）有别于他人。同样，每家公司都有自己的做事方式，有些形成了相当清晰的策略，有些则不是这样，但是至少都和其他公司略有不同。公司越成功，它的一些策略越有可能独一无二，尤其是已经成功很长时间的公司。虽然每个人的基本性格特征会发生变化，但是一旦成熟就很难再改变，与之相比，公司做事的方式不仅受到外部事件的影响，而且受到一群不同个性的人对事件反应的影响。随着时间的流逝，这些不同个性的人挨个出任组织的最高职位。

不管各公司的策略差异如何，一家公司的股票要想作为值得作为保守型长期投资而持有，就必须存在以下三个要素。

1. 公司必须认识到它置身的世界的变化速度越来越快

公司所有的想法和计划，都必须符合目前所做的事情，不是偶尔这样做，而是一次次地挑战。必须多次检查每一种公认的做事方式，在人们可接受的犯错误可能性之内，确保所用的方式确实是最好的。如果要使用符合正在变化的环境的新方法，公司必须承担一些风险。不管目前的方式多么让人放心，都不能因为它们过去有用，以及在传统上非常神圣就维持不变。做事死板，同时缺乏进取心的公司，只有走下坡路的选择。相比之下，一些大公司的管理层能够为股东创造出显著的利润，他们有意识地建立一种能使自身不断改变的结构。陶氏化学就是一个这样的例子，它在过去十年取得的成就即使不是世界上最突出的，也经常被看作超过了美国任何其他的大型化学公司。陶氏化学远离旧的方式最明显的地方，或许在于把管理层按照地域分成五个独立的部分（美国陶氏、欧洲陶氏、加拿大陶氏等）。他们认为，只有这样才能最快捷地解决当地的问题。这种做法是最适合当地环境的，能够避免由于规模过大而带来的官僚主义以及效率低下的问题。欧洲陶氏的总裁指出了这种做法的最终结果：“今天，向我们挑战的是全世界的（陶氏）姐妹公司，它们不是我们的直接竞争对手，却激励我们创造出最多的利润。”从投资者的观点看，这次管理层变化的最重要特点或许不在变化本身，而在于陶氏化学在其总销售额远低于其他跨国公司时发生了变化，而此时其他公司还以原有的方式运营得非常成功。换句话说，陶氏化学的变化和进步来自创新的思考，以使可以运转的机制变得更好，而不是在运营出现危机时才被迫做出反应。

这家开拓型公司采取了很多方式解除原有的束缚，创下了引人注目的竞争记录，上面所说只是其中一种而已。另一种方式是这家

工业公司采取了前所未有的行动，在瑞士从零开始，成功经营着一家完全控股的银行，以满足出口市场中顾客的需求而提供资金支持。此外，公司的管理层毫不犹豫地打破旧有做法，虽然在早期产生了一些风险，但是最终增强了公司的内在优势。

在该公司的记录中，还有很多其他的例子。这里我们再举一个，只是用来说明这类行动的多样性。在其他大多数公司之前，陶氏化学不仅认识到应该花费一定数量的金钱避免污染，还推断说，如果想获得重大的成就，不能光凭借高级管理人员的告诫，高级管理人员必须取得中层管理人员的持续合作。可以确定的是，最可靠的方式是迎合更多与之直接相关的人的获利动机。公司鼓励他们通过把污染物转化成可以销售的产品，找到能够获取利润的方法。当同时代的很多其他公司已经成为了历史的时候，陶氏化学却在高级管理人员、工厂管理层和拥有高技术的化学工程师的支持下，在消除污染方面取得了很多个第一，赢得了很多反对商业情绪浓重的环保主义者的称赞。或许更重要的是，工厂所在的大部分地区，都没有对该公司产生敌意。他们总能以很低的总成本做到这一点，有时还能获得利润。

2. 公司必须有意识地不断努力，无论是新加入公司的蓝领或者白领员工，还是高级管理人员，每个级别的员工都觉得公司是一个工作的好地方，这种感觉来源于事实，而不是为了做宣传

在这个世界，大多数人每个星期投入很多时间，做别人要求我们做的事，才能拿到薪水，尽管我们更喜欢把时间用在休闲上，大多数人能够认识到这样做的必要性。如果不仅仅是少数高级管理人员，一般员工也从整体上认为管理层已经做了创造良好的工作环境和照顾员工的利益这些合理的事情，那么公司从生产力提高和成本

降低等方面得到的回报，将远远超过实施这种策略所花费的成本。

这种策略的第一步，是确定（不是口头上说说而已，而是真正地确定）每位员工都得到了合理的尊重和关心。大约一年前，我在报纸上看到，一位工会的高级职员表示，由于没有充裕的时间，以及洗手间数量不足，大多数生产线员工无法在饭前洗手，被迫满手油污地吃午餐，这件事情发生的地点是美国最大的公司之一。我对这家公司的股票不感兴趣，理由并不在这里。因此我不知道这样的指控是根据事实，还是劳资双方谈判时情绪化的表现。不过，假如此事确实存在，那么按照我的观点，光是这件事就已经使得该公司的股票不适合谨慎的投资者持有。

除了尊重和体谅员工，使员工忠诚的方法有很多种，养老金、利润分享计划以及各级别员工之间的美好沟通都可以起到很重要的作用。至于普遍关心的事务，不仅要让每个人准确了解公司正在做什么，还要让他们知道为什么要经常消除由于没有这样做而产生的摩擦。更加重要的，是明确公司各个级别的员工的想法，特别是有害的想法。要让公司员工认为，任何人都可以向上级表达自己的不满，不用担心受到报复。这种开放的策略不容易维持，因为大量的时间会消耗在很多古怪的问题上。一旦出现不满，就必须迅速做出如何处理的决定，长期淤积不满一般会使公司付出昂贵的代价。

员工间目标一致可以让公司获得很大的好处，德州仪器实施的“员工效果”计划就是一个明显的例子。这个计划的历史体现出优秀的管理层是如何不屈不挠和完善策略的，即使面对迫使策略改变的外部影响也能坚持既定的策略。在该公司的创办的早期，最高管理层深信，如果能建立一种通过全体员工参与管理决策来改善绩效的机制，那么每个人都能获得好处。不过，要维持员工的兴趣，所有的参与者必须从他们贡献的成果中真正获得利益。50年代，半导

体生产主要依靠手工装配，员工有很多机会提出非常好的绩效改进建议。公司召开会议，甚至开设正式的课程，告诉生产工人如何作为个人或者集体提出改进操作的建议。同时，通过利润分享计划、奖金和荣誉的奖赏，参与者既获得了物质奖励，又觉得自己是整个计划的一部分。随后，以前的手工操作开始变为机械化。随着这种趋势的发展，某些类型的个人贡献有点减少，因为在某些地方，机器控制着以前手工做的事情。组织中的一些领导开始认为，相对机器贡献较少的员工不再具有竞争地位，高级管理人员的看法正好相反：员工起到的作用会比以前更大。不过，现在要依靠员工自己形成的群体或者团队的努力，判断可以做哪些事情，并且设定自己的绩效目标。

由于员工开始觉得，他们真正参与决策，而不是被告知做什么，以及获得了物质上的奖励和精神上的荣誉与表彰，所以这个计划实施后的效果非常好。在很多例子中，员工团队自己设定的目标，要比管理层考虑建议的目标高得多。有时，如果看上去目标无法达成，或者团队之间的竞争产生了对抗行为，员工会提出建议，并自动投票来解决一些前所未有的事情（相对当时的年代），如减少喝咖啡的时间，或者缩短午餐时间等。一旦动作缓慢或者懒惰的员工威胁到团队目标的达成，就会受到团队其他成员的压力，这种压力本身可以减小传统管理方法施加的惩罚。这些成果不限于长久以来享有政治民主的美国员工，无论员工是什么肤色，来自经济背景相差多大的国家，所用的方法似乎同样有效，员工都能获得好处。虽然绩效目标计划由德州仪器在美国的公司首创，但是收到同样突出效果的不仅包括在法国、日本等发达国家的工厂，还包括在员工为亚洲人的新加坡和绝大多数员工为黑人的库拉索岛。在所有的国家，由于员工团队不仅可以直接向最高管理层报告，而且知道会有

人留意到他们的报告，认可他们的成就，所以士气很明显地受到了鼓舞。

所有这些就是公司总裁马克·谢泼德 (Mark Shepherd) 在 1974 年的年会上对股东发表的演讲。他指出，公司设计了一个员工效果指数，计算方式是用净销售额除以总的员工数量。该公司最大的生产线是半导体生产线，可是在今天这个具有通货膨胀倾向的世界，没有几种产品能像半导体一样持续降低单位价格，而且每年该公司员工的工资涨幅，在美国的工厂为 7%，而在意大利和日本的工厂则达到了 20%，所以我们能够合理地预计，尽管员工效果有进步，这个指数一定会下跌。然而事实并非如此，该指数从 1969 年的约 2.25%，上涨到 1973 年底的 2.5%。此外，虽然为了改善计划而必须再实施其他计划，而且利润分享率必须进一步提高，公司仍然宣布，目标是在 1980 年之前把指数提高到 3.1%，如果达到了这一目标，这家公司将获得极为丰厚的利润。多年来，德州仪器经常公开发表相当有野心的长期目标，而且到目前为止，这些目标基本上都能实现。

从投资的观点看，前面三个以员工为导向的计划有非常重要的类似性。我们之所以选择这三个例子，是为了解释保守型投资的第二个特点。我们相对概括性地描述了摩托罗拉公司，介绍了该公司通过选拔和训练优秀人才来应对持续增长的需求。提及陶氏化学找到了一种激励员工团结协作，共同处理环境问题的方法，能为公司获取利润。或者通过列举一些事实，讲述了在德州仪器作用显著的员工效果计划，我们在说这些例子时也比较简单。但是如果另一家公司决定从头开始一项类似的计划，那么遇到的问题或许远复杂于单纯说服董事会批准必要的款项。这类计划很容易制定，但是实施起来完全是另一回事，犯错误可能会付出昂贵的代价。要是摩托罗

拉的培训学校错误地选拔了人才，导致优秀人才怀着厌恶之心离开公司，我们不难想象可能发生什么事。同样，假如一家公司整体上仿效德州仪器的员工效果计划，却未能创造出一种让员工真切感到参与其中的气氛，或者未能适当地奖励员工，结果可能会令员工不再对公司抱有希望。这种计划如果使用不当，真的会毁灭一家公司。同时，如果能完善公司的员工导向策略和技巧，通常就能找到越来越多从中获益的方法。对这些公司来说，这样的策略和技巧就是面对问题和解决问题的特殊方式，它们在某种意义上是一种私有财产，正因为如此，它们对于长期投资者来说是非常重要的。

3. 管理层必须愿意遵守稳定增长所要求的纪律

我们已经指出，在这个快速变化的世界里，公司不能停滞不前。公司不进则退，要么取得进步，要么变得更差。真正的成长型投资的目标不但要获利，还要避免损失。几乎所有的管理层都宣称自己的公司正在增长，不过，管理层说自己的公司以成长为导向，实际上未必如此。很多公司似乎都难以抗拒地在每个财政年度结束时展现出最大的利润，也就是把可能赚到的每一分钱都计入利润中，真正以成长为导向的公司绝不会做这样的事，它在意的是充分赚取当前利润，以满足生意扩张所需要的成本。当要求赚到的额外资金完成调整时，如果遇到了开发新的产品和工艺，创建新的生产线，或者像今天花的一元钱能在未来赚到很多倍这种好机会，那么值得长期投资的公司将优先减少当前的最大利润。公司的做法包括雇佣和训练企业成长所需要的新人，以及放弃可能获得的最大利润，在顾客需要的时候积极满足其需求，建立起顾客的长期忠诚。对于保守型投资者，检验所有这些行为的好方法，是看看管理层有没有真正为公司谋取长期利润，而不仅仅是观察表面情况。无论一

怎样选择成长股3.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您

家公司多么有名，如果只是在口头上说说某种策略，那么该公司的股票就不可能成为令人满意的投资工具。试图遵循策略，却没能正确执行的公司也是如此，比如，一家公司花费了巨额的研究费用，但是努力的方向错误，可能就会一无所获。

第三章 第三个特点：一些商业的投资特征

保守型投资的第一个特点是对目前和未来获利能力最重要的公司活动的出色程度。第二个特点是控制这些活动和相关策略的人员素质。第三个特点所讲的与前两个有些不一样：企业本身的特点是不是带有某些内在的特征，在可预见的未来，有可能获得高于平均水平的获利能力。

检查这些特征之前，我们必须指出为什么高于平均水平的获利能力对投资者那么重要，因为那不只是进一步收益的来源，更能保护已经拥有的收益。关于这一点，公司的增长有很重要的作用，前面已经讨论过这个问题。公司要增长，就必须在很多方面花钱。本可以作为利润的一部分资金，必须作为实验、发明、试营销、新产品销售以及扩张所需的其他运营成本，还包括这些扩张活动中难以避免的失败所造成的损失，更花钱的是需要增加的工厂、仓库和设备。与此同时，随着企业的增长，为了满足各种渠道的需要，存货必然增加。最后，除了极少数企业在卖出产品之后能收回现金，大部分公司的应收账款会增加，这就导致企业资源的消耗。为了完成这些事情，获利能力就至关重要了。

通货膨胀期间，获利能力的问题更加重要。价格上涨将导致成本增加，企业能够及时地把成本转嫁到产品自身的价格上，但是这

种事情不是马上就能做到的。在过渡时期，利润率高的公司的受损失程度显然远低于成本较高的竞争对手，因为成本较高的公司的成本可能增加得较多。

获利能力可以用两种方式表示，投资资产回报率是最基本的方法，大部分管理层以之为衡量标准。企业会根据这个因素，决定是否推出某种新的产品或者工艺。相对于以另一种方式运用同样的资金，以这种方式投资，预期的回报率如何？投资者运用这个衡量标准远比企业的高级管理人员困难。投资者注意的，通常不是一家企业的特定部门利用一定资金所能获得的回报率，而是这家企业的总收益相对总资产的比率。现在基本设备成本的上涨速度达到了 40 年来的增长速度，比较两家公司的总投资资金的回报率可能会遭到扭曲，因为不同公司的重大支出会产生让人误入歧途的财务数字和变化的价格水平。因此，只要牢记一个要点，比较利润率和每一美元产生的销售额，可能比较有帮助。这个要点是：相对资产来说，销售率较高的公司的利润可能高于利润率较高，但是销售额周转率较低的公司。举例来说，某公司的年销售额是资产的三倍，和另一家必须用一美元的资产才能取得一美元年销售额的公司相比，利润率虽然较低，但是获利高出许多。虽然从获利能力的观点来看，投资回报率应该和销售利润率同等考虑，但是从投资安全性的观点而言，所有的重点应放在销售利润率上。因此，如果两家公司的运营成本都上升 2%，而且没办法提高价格，那么利润率为 1% 的公司将因为亏损而被淘汰，而利润率为 10% 的另一家公司，成本的增加只会导致利润减少五分之一。

为了正确观察保守型投资的这个特点，我们必须牢记一件决定性的事情：在今天流动性很强和竞争激烈的商业世界中，人们都迫切希望获得高于平均水平的利润率和总资产回报率，因此，只要一

家公司在经过相当长的时间后达到了这个目标，必定会面对许多潜在的竞争者。如果潜在的竞争者真的进入这个领域，将会侵犯该公司现在已有的市场。一般来说，潜在的竞争者成为实际的竞争者之后，接下来的销售额争夺会引起该公司之前的高利润率小幅或者大幅下降。该公司拥有的高利润率就像一罐打开的蜂蜜，不可避免地会吸引一群饥饿的昆虫蜂拥来食。在商业世界里，一个公司有且仅有两种方法来保护它的“蜜罐”，避免遭到其他竞争者的吞食。一种方法是垄断，除非有专利保护，否则一般是违法的。不管是哪种情况，垄断都会相当突然地结束，我不推荐把它作为公司安全投资的手段。拥有蜜罐的公司远离昆虫侵害的另一种方法是在运营上比其他公司更为高效，不存在使得现有的或者潜在的竞争者采取行动打乱现有情况的刺激。

现在，让我们从对相对利润率的背景转而讨论保守型投资的第三个特点的核心：即能使某些管理良好的公司无限期地维持高于平均水平的利润率的具体特点。最常见的特点可能是商人所谓的“规模经济”。举一个关于规模经济的简单例子：一家运营良好的公司，每个月生产100万单位的产品，和另一家相同时间内只生产十万单位的产品公司相比，单位生产成本通常较低。这两家公司单位产品成本的差异，一家是另一家的十倍，可能相当大的原因是两家公司不同的生产线，也存在单位生产成本几乎没有差异的情况。此外，我们决不能忘记，任何行业中规模较大的公司，只有经营极为出色，才能发挥最大的优势。公司的规模越大，高效率的管理就越难做到。我们经常看到，中层管理人员存在太多的官僚主义，产生的效率低下完全抵消甚至超过了规模的内在优势，结果耽误了决策，而且有些时候，由于各个部门距离遥远，大公司的高级管理人员似乎无法迅速知道它们需要注意的地方。

另一方面，当一家公司很明显地将要成为某一行业的领袖时，只要管理层仍然能够保证很强的管理能力，不仅在销售额，而且在利润上都很少会被其他公司取代这种领导地位。我们在探讨保守型投资的第二个特点时谈过，这样的管理层必须能够适应不断变化的外在环境，有能力改变企业的运营方式。有一种投资思想学派，主张买进某一行业中排名第二或者第三的公司的股票，因为“它们能够成为该行业的第一，而领先的公司已经处于第一位，可能会下降。”有些行业中，规模最大的公司没有取得明显的领先地位，但是即使在取得明显领先优势的公司所在的行业，我们也断然不同意这种观点。我们看到，经过多年的尝试，西屋电气(Westinghouse)一直都没能超越通用电气(General Electric)，蒙哥马利·沃德(Montgomery Ward)也没能取代西尔斯(Sears)，而且一旦IBM在早期的计算机市场建立了主导地位，通用电气等美国一些最大的公司即使再怎么努力，都无法取代IBM压倒性的市场份额。很多规模较小，地位也不重要，而且靠压低价格来竞争的设备供应商，也不能取代IBM的主导地位，IBM仍然是计算机行业中获利最高的主要运营商。

为什么一家公司在一开始就能取得这种规模优势？通常是率先推出的某种新产品或者服务能够满足有价值的需求，然后有足够好的市场营销、服务和产品开发作为支持，有时候还需要做广告来保证现有顾客的满意度，使他们今后购买公司更多的东西。这往往会形成一种气氛，吸引新客户转向领先的企业，因为领先企业已经建立了良好的信誉(或者很好的价值)，没有人会批评所做的这一选择。当其他公司试图在计算机行业抢夺IBM的市场的时候，没有人确切知道有多少第一次计划使用计算机的企业员工被建议使用IBM的计算机，而不是规模较小的竞争对手的产品，虽然其他公司私下

里认为它们的设备更加物美价廉。这种情况下的主要动机，可能是他们觉得万一设备在日后的运行中出了问题，选择行业内的领先企业不会遭到批评，但是如果选择了尚未建立声誉的小公司的产品，当运行出现问题时，就会受到大家的指责。

制药业有一种说法，当一种有价值的新药研制出来以后，率先进入这一领域的公司会占有 60% 的市场，由此获得了很高的利润。生产同样产品的第二家公司，可能会在竞争中占有 25% 的市场，利润较为普通。第三家公司占有 10%~15% 的市场，利润微薄。如果还有其他公司进入该行业，会发现自己处于相当不利的地位。一般的商品名称替换趋势或许能搅乱这些比率，你至少不能说其他行业也有这样的规则。不过，在投资者评估哪家公司的获利能力具有先天的优势，哪家公司没有这种优势的时候，应牢记这种说法背后蕴含的道理。

更容易识别名称的商品往往生产成本较低，它们不仅仅能为公司带来竞争优势，更有能力吸引到更多的新客户。检查坎贝尔汤公司 (Campbell Soup) 的汤部门具有投资优势的一些原因，可以阐明这一点。首先，到目前为止，它是美国最大的汤罐头制造商，能以向后整合的方式降低总成本，而规模较小的公司做不到这一点。该公司生产的很多罐头是为了满足本身的需求，这也是其中的一点。更重要的是，坎贝尔的业务量足够大，能把罐头工厂分散建立在全国各地的战略要点，因此带来双重的优势：供应商把产品运到罐头工厂花的时间较短，罐头工厂送货到超市的平均距离也较短。由于汤罐头的相对价值偏高，因此运输成本相当大。因此，只有一两座工厂的小规模罐头制造商，想在全国市场竞争，就处于劣势。其次，可能最重要的是，顾客熟知并且希望在超市买到坎贝尔汤公司的产品，零售商也会自动在很吃香的货架空间腾出显著而非常大的

地方，来摆放坎贝尔汤公司的产品。相对而言，零售商通常不愿对不出名的竞争产品做这些事情。引人注目的货架空间有助于坎贝尔汤公司的销售，是更加稳固第一位排名的一个因素，这在很大程度上打击了潜在的竞争对手。打击潜在的竞争对手的另一种形式，是坎贝尔汤公司正常的广告预算平均到每一罐的成本，远低于产量很小的竞争对手。基于上述种种理由，这家公司具有很强的内在力量，足以保护已经获得的利润率。不过，为了呈现完整的画面，我们必须指出，有一些影响力量正往相反方向发展。坎贝尔汤公司本身的成本上升时(通货膨胀期间，成本有可能大幅度增加)，价格的上涨幅度不能高于其他食品的平均上涨幅度，否则需求可能就从汤罐头转向其他的日常必需品。更为重要的是，坎贝尔汤公司有一个很强大的竞争对手，是大部分公司都不必面对的。随着生产成本的上涨，导致消费者负担的价格提高，坎贝尔汤公司的市场份额可能会降低。美国的家庭主妇为了节省开支而亲自下厨做汤，她们成了坎贝尔汤公司的主要竞争对手。我们提到这一点只是为了说明：如果规模大能带来显著的竞争优势，并且该公司运营良好的话，就算这些因素很重要，也不能保证获得很高的利润。

相对于其他公司，一个公司要长期维持很高的获利能力和投资吸引力，规模决不是唯一的投资因素。我们认为特别有趣的另一个因素，是很难在科技领域中与经营非常成功、基础相当稳固的公司竞争，尤其是有关的科技不是依赖于一种学科，而是两种，甚至多种完全不同的学科的相互作用。为了解释上面这句话的意思，我们假设某人发明出一种电子产品，有望在计算机或者仪器行业开拓出广大的新市场。两个行业都有很多能力很强的公司，它们拥有内部专家，能够复制这种产品所需的电子硬件和软件程序，因此如果新市场足够大，可能马上就会出现激烈的竞争，使得规模较小的发明

者的利润变得相当微薄。这种行业中，成功的大公司拥有进一步的内在优势。除非能在顾客所在地建立迅速提供维修的服务网，否则这类产品无法销售出去，基础稳固的大公司通常已经拥有这样的组织，推出优良新产品的年轻的小公司，想建立这样的服务网极其困难，还要花很多钱。新公司可能更难说服潜在的买方相信公司的财务能力，不仅能在产品售出后建立服务网，而且将来会继续维持下去，而且所有这些影响都使得过去推出新产品的年轻公司很难在电子行业的大部分领域建立起真正的领导地位，尽管少数公司能够做到这一点，但是要想在未来做到可能会更加困难。这是因为半导体在越来越多的产品的全部内容和技术知识中占有越来越高的比重。生产这些设备的领导公司现在拥有的内部知识，至少和历史悠久的计算机公司与仪器公司一样多，前提是前者选择后者作为在主要为电子产品的许多新领域的竞争对手。德州仪器在显著增长的掌上计算器领域取得了引人注目的成功，但是早期的一些开拓者遇到了很多困难。

如果生产出来的产品不是以关于电子硬件和软件的技术为基础，而必须结合与这些技术相当不同的领域，如核子学或者更加专业化的化学领域中的特别知识，请注意平衡是如何改变的。大型电子公司内部根本没有这种技能来运用多学科的技术，这样一来，经营出色的创新公司有很好的机会在特定的生产线取得领先地位，并获得很高的利润率，而且只要管理能力没有减弱，整个情况就能继续维持下去。我相信，在电子的领域中，一些涉及多学科的科技公司，最近已被证明是真正有远见的投资者应该把握的好机会，我想，将来会有更多这样的机会。例如，我预期在将来某个时间，会有新的领先公司出现，因为它们结合运用其他生物学和其他学科，推出新的产品和工艺，不过目前我还没有在这个行业看到这么出色

的公司，但这并不是说没有这样的公司存在。

在一家公司的活动中，不同寻常的条件可能产生持续高利润率的机会，并不是只依靠技术开发和规模这两个方面。有些情况下，市场和销售等领域也会出现这样的事情。举一个例子，一家公司已经让客户养成了在记录表中自动标明产品的习惯，竞争对手要想取代它的地位很不划算。要发生这样的事情，需要两组条件存在，第一，这家公司必须在产品的质量 and 可靠性上建立起声誉，而且客户的认识对指导他的活动非常重要；次品或者功能不全的产品会导致严重的问题；竞争对手只供应一小部分市场，在公众心中，居于主导地位的公司几乎就是供应来源的同义词；产品的成本只占客户总运营成本相当小的一部分。所以，相对由于供应商未知而承担的风险，价格稍微降低并没有节省多少资金。不过，即使一家公司很幸运地拥有了这种地位，还不足以确保它年复一年地享有高于平均水平的利润率。第二，它必须有某种产品卖给很多小客户，而不是卖给少数大客户。这些客户必须相当专业，潜在的竞争对手才不会觉得该公司可以通过杂志或者电视等广告媒体赶上它们。在它们构成的市场中，只要居于主导地位的公司维持着产品的质量和适合的服务，就只有通过消息灵通的推销员个别拜访，才有可能取代该公司的位置。可是每位客户的订单非常小，这样的销售努力根本不划算！拥有所有这些优势的公司，可以通过市场营销，几乎无限期地维持高于平均水平的利润率，除非出现重大的技术变化（或者就像前面所讲的，本身效率的下降），才会有其他公司取代它的位置。这种公司在高科技供应行业最常见，它们的特征之一，是经常就使用的产品举办技术专家讨论会，以维持领导者的形象，公司一旦取得了这样的地位，专家讨论会能成为很有效的市场营销工具。

应该注意的是，“高于平均水平”的利润率或“高于正常水

平”的投资回报率不一定要(实际上也不应该)高于行业整体水平的好多倍,这家公司的股票才有很大的投资吸引力。事实上,如果利润或者投资回报率太过引人注目,反而会产生危险,因为各种各样的公司不可能经得起在不同寻常的蜜罐中获得股票的诱惑。相反,只要利润率比实力最接近的竞争对手高出2%或者3%,就足以成为相当出色的投资对象。

我们可以总结真正的保守型投资的第三个特点如下:不仅备第二个特点所讨论的人员素质,而且还需要那些人员(或者他们的前任)引导公司进入某些活动领域,这些特定的商业领域具有某些内在的经济原因,使得高于平均水平的利润率将长期存在。简而言之,关于第三个特点,我们的问题是:“这家公司能做哪些事情,是其他公司没法做得那么好的?”如果答案是一件也没有,那么随着那家公司的生意的不断繁荣,其他公司也能取得同样的成绩。由此我们可以得出结论:该公司的股票或许很便宜,但是不符合第三个特点的投资条件。

第四章 第四个特点：保守型 投资的价格

任何股票投资的第四个特点都涉及到市盈率，市盈率等于当前价格除以每股收益。在试图评价某只股票的市盈率是否与它的价值一致时，问题就产生了。大多数投资者，包括很多应该更加了解这一问题的专业人士，都开始在这一点上混淆，因为他们对是什么使得某只股票的价格显著上涨或者下跌并没有一个很清楚的认识。当投资者发现他们根本不应该以那样的价格买入某只股票时，他们已经由于错误的理解而损失了数十亿美元。如果投资者在错误的时间以错误的理由卖出所有的股票，他们甚至会损失更多的财产。无论如何他们都应该持有将来或许会成为获利极多的长期投资。如果这种情况一再发生，还有一种结果是严重损害公司充分融资的能力，并且每个投资人的生活标准都要下降：每次个别股票猛然下跌时，另一群受到严重伤害的投资者责备整个体制，而不是反省自己或者顾问所犯的错误。他们推断说，他们的存款不适合用在任何种类的普通股上。

另一方面，我们发现很多其他的投资者在持有正确的股票相当长的时期后，都非常成功。他们的成功是因为理解了基本的投资规则，或者只是因为有好运气。但是，成功背后共同的根源在于拒绝卖出不同寻常的高质量股票，只是因为每只这样的股票都有急剧的

上涨，相对于投资界惯用的标准，它们的市盈率突然间显得很高。

考虑到这一切的重要性，我们明显看到很少有人深入了解究竟是什么导致股票价格急剧变化。其实支配价格的定律很简单：相对于整个股票市场，任何个别普通股每一次价格的显著变化的发生，都是因为金融界对该股票评价的变化。

让我们来看看实际中这一定律是怎么起作用的。两年前，G公司被认为是很普通的，它的每股收益是1美元，而价格是每股收益的10倍，即10美元。近两年，该公司所在行业的大多数公司的利润都呈下降趋势。相反，一系列出色的新产品和老产品的利润率提高，使得G公司去年报告的每股收益是1.40美元，今年是1.82美元，并且有望在未来几年进一步增长。很明显，公司内部行动让G公司最近的结果和同行业的其他公司形成了鲜明的对比，G公司的行动绝不只是开始于两年前，而肯定已经持续了相当长的一段时间，否则运营的经济效益和出色的新产品不可能出现。然而，由于人们后来才认识到（评价）G公司相当符合我们讨论的前三个特点，所以现在市盈率才上升到22倍。另外一些股票也具有高于平均水平的商业特点与相近的增长前景，和这些公司相比，G公司22倍的市盈率看起来并不高，因为22乘以1.82美元约等于40美元，因此该股票的价格在两年里非常合理地上涨了300%。同样重要的是，像G公司创下的纪录，经常暗示公司现在拥有能力很强的管理团队，可以带领公司在未来很多年继续增长。这样的增长比率即使不太大，比方说，在未来10年或20年以每年15%的速度增长，也还是很容易增加几十倍，而不是几倍的收益。

“评价”问题的中心是理解市盈率似乎难以预测的变化。绝对不能忘记评价是很一件主观的事情，它和我们周围的真实生活中发生的事情并没有必然的联系。相反，它起因于进行评价的人认为正

在发生什么事情，而不管他的判断和事实有多大的出入，换句话说，任何个别的股票不会因为公司正在发生或者将要发生的事情而在任何时刻上涨或者下跌，因为金融界对正在发生以及将要发生的事情在当前达成了一致，由此产生上涨或者下跌，而不管这种一致和正在发生或者将要发生的事情距离多么遥远。

说到这里，许多实用主义的人会表示怀疑，金融界的评价有时完全偏离了公司在现实世界中遇到的事务，如果仅仅是因为这些评价发生改变就导致个别股票的价格变化剧烈，那么另外三个特点还有什么意义？我们为什么必须去学习商业管理、科技和财务的专业知识？为什么不单单依靠心理学家呢？

答案包括了对时间的选择，因为金融界的评价和事实有差异，一只股票在相当长时期内的价格可能远高于或者远低于它的实际价值。此外，金融界的很多人士习惯于“紧随领导者”，尤其当领导者来自纽约市某个大银行的时候。有时这表示金融界对某只股票的评价会使价格超出正常的水平，并且长期维持在这个过高的水平上，事实上，价格还有可能上涨得更高。

金融界对一只股票的评价和真正影响该股票价格的因素之间存在巨大的差异，这种情况可能还要持续很多年，然而幻想总会破灭，有时在几个月内，有时在更长的一段时期之后。如果一只股票的价格由于不现实的预期而上涨过高，迟早会有越来越多的股东对等待感到厌倦。虽然少数新增加的买方仍然对旧评价很有信心，但是卖方的卖出很快就会耗尽他们的力量，那时股票价格就会急剧下跌。有时候接下来的新评价相当现实，但是，由于这经常是在价格下跌的心理压力下形成的再检查，因此又会过于强调负面的因素，结果导致金融界的新评价明显不如实际情况有利，并且新的评价或许会持续一段时间，但是这种情况发生时，引起的后果和评价过于

有利时很相似，唯一的差别在于整个过程是相反的。用更有利的画面取代现有的画面可能需要几个月或者几年的时间，不过，随着令人满意的收益不断上涨，这种情况迟早会发生。

幸运的股东不在价格一开始上涨时就卖出，相对股票市场产生的风险，之后他们就能从中获得最大的回报。在每股收益稳定增加，以及市盈率同时急剧增长的共同影响下，股票价格将会大幅度上涨。随着金融界相当正确地发现，这家公司的基本面（现在是金融界对它的新印象）比金融界对公司的旧印象更有投资价值，在引起股票价格上涨的因素中，市盈率的增长总是比随之发生的每股收益的增加有着更为重要的作用。恰好这就是G公司发生的情况。

我们现在能够真正开始观察到保守的倾向，也就是任何投资的基本风险。风险最低，同时最合适于最聪明的投资是非常符合前三个特点的，但是目前金融界评价的价值并不高的公司，因此和实际的基本面相比，该公司的市盈率比较低。风险较低，通常适合聪明人投资的公司相当符合前面提到的三个特点，并且市盈率大致符合基本面，这是因为如果这些公司确实拥有这些特征，未来将继续增长。风险最低，在我看来通常适合保守型投资者持有，而不适合使用新资金首次购买的公司也符合前面提到的三个特点，由于这些特征已经成为金融界的传奇，因此得到的评价或者市盈率高于出色的基本面水平。

按照我的观点，即使价格看上去很高，但是这些股票通常仍然应该持有，这里有很一些很重要的原因：如果基本面真的很好，这些公司的收益迟早会上升到不仅足以让目前的价格看起来很合理，并且能上涨得更高。与此同时，根据前面的三个特点，真正有吸引力的公司数量相当少，很难找到价值被低估的股票。对一般的投资者来说，在犯了错误之后转而买入看上去符合前面三个特点，但是

实际上并不符合的股票，这样做的风险远大于持有本身很有实力，但是当前价值被高估的股票所产生的临时性风险，直到真正的价值达到当前的价格水平。赞同我的这一观点的投资者，要准备好这些价格暂时被高估的股票的市值偶尔会降低。另一方面，根据我的观察，卖出这种股票，然后希望有更合适的机会回购的投资者很难达到目标。通常他们期待下跌得更多，但是实际上从没出现过。结果几年后，这些基本面很好的股票达到的最高价远高于他们当初卖出的价格，他们错失了后来出现的全部涨幅，而且可能转而买入了内在品质差很多的股票。

继续升高我们的风险程度，这些股票的品质通常在前面三个特点上的表现非常一般或者相对较低，而相比吸引力并不很强的基本面，金融界的评价较低，或者与之保持一致。评价低于基本面条件的股票，或许是很好的投机对象，但是并不适合谨慎的投资者。在今天这个变化迅速的世界，充满了太多不利发展的危险，可能会严重影响这些股票。

最后我们来看看什么是到现在为止最危险的股票：现在金融界对公司的评价或者印象远高于当前的实际情况。买入这样的股票可能损失惨重，并导致投资者大量卖出股票，从而动摇了投资行业的基础。任何人如果想逐个研究金融界在某一时刻对一些有趣的公司的评价，以及此后出现的基本面条件，并对两者进行比较，那么他可以在商业图书馆或者华尔街的大机构找到大量的材料文件。令人担心的是，证券经纪公司的报告总是列举一些买进这些股票的理由，然后比较这些文件中描述的前景和实际发生的情况。任意举一些这样的例子，可能包括：麦莫拉克斯(Memorex)的最高价 173.875 美元，安派克斯的最高价 49.875 美元，列维兹家具(Levitz Furniture)的最高价 60.5 美元，莫哈克数据科学公司(Mohawk Data

Sciences)的最高价 111 美元，立顿工业的最高价 101.75 美元，卡尔瓦尔 (Kalvar) 的最高价 176.5 美元。

这张列表还可以一直继续下去，但是再多的例子也不过是为了说明一个共同的论点。由此我们可以明显地看到：金融界当时对某家公司的评价和该公司的基本面之间可能存在差异，而我们评价这一差异的习惯有多么重要。把时间花在进一步考察金融界的评价的特点上，应该会更有成效。然而，首先为了避免误解的风险，看上去比较明智的做法是关于前面提到的决定普通股价格发生重大变化的规则，我们把其中一句话的两个词定义清楚，以免造成语义上的混乱：相对于整个股票市场，任何个别普通股每一次价格的显著变化的发生，都是因为金融界对该股票评价的变化。

我们使用的是“明显的价格变化”而不仅仅是“价格变化”，这样就排除了一些价格微小变化的情况，比如说，笨拙的经纪人在市场中迅速抛出两万股股票，使得股票价格下跌 1~2 美元，然后在抛出一段时间之后，价格一般会恢复到原来的水平。同样，有时一家机构为了出现新的发展局面，决定至少买进一定数量的某只股票，这种买入总是导致价格出现一次小幅的上涨，上涨之后又恢复到原来的水平。在缺少整个金融界对该公司的评价的真正改变时，这种变化并没有对股票价格产生重要或者长期的作用。一旦特殊的买入或者卖出结束，这样小幅的价格变化就会消失。

我们使用的术语“金融界”包括全部有能力，并且有足够兴趣准备以某一价格买入或者卖出股票的人。关于对价格的影响，请牢记每一个潜在买方和卖方的影响决定于他们在每一次执行交易时买入或者卖出的力量大小。

第五章 再论第四个特点

前面我们讨论了金融界对一只股票的评价，可能会让人以为这种评价只不过是针对特定股票本身的评价，这样就过于简单了。其实，它总是由三个独立的评价组成：目前金融界对普通股整体吸引力的评价，对该公司所在行业的评价，最后是对公司本身的评价。

我们先考虑一下金融界对整个行业的评价。每个人都知道，从市场潜力巨大的早期阶段，到后来可能受到新技术威胁的长期过程来看，金融界由于希望参与该行业而愿意支付的市盈率可能大幅度下降，因此，在电子行业的早期，那些生产所有电子产品中都包括电子管的公司，股票的市盈率很高。接下来，随着半导体的发展，电子管市场逐步缩小，原先市盈率很高的公司都急剧下降。最近磁记忆设备也由于相同的原因遭受了相同的命运。这些事情都是很明显的，也容易彻底理解，但是金融界认为某一行业将要上涨或者下跌，并不是因为不可抵抗的影响力，而是因为特定的时间，金融界会强调某一组而不是另一组的行业背景影响力，这种情况不那么明显，也相对不好理解，但是在一段时间内，可能两组背景条件都是有效的，而且它们的影响力都有可能持续到未来。

或许化学行业也可以作为一个例子。从经济大萧条开始，和其他大多数股票相比，美国最大的化学公司的股票市盈率直到 20 世纪 50 年代中期才显得相当高。金融界对这些公司的看法或许就像化学行业在动画中被描绘成永不停止的传送带一样，传送带的一边

是科学家在试管中合成惊人的新化合物，经过神秘和难以模仿的工厂，这些材料在另一边成为了难以置信的新产品，如尼龙、DDT、合成橡胶、快干油漆等等，对于幸运的生产商来说，无穷无尽的其他新材料似乎一定可以成为永远增加的财富。到了20世纪60年代，情况发生了变化。在金融界眼里，化学行业变得类似于钢铁、水泥和造纸行业，都以某种技术说明书为基础销售大量的商品，这就导致甲公司的产品和乙公司的产品没有多大区别。为了分期偿还庞大的固定投资，资本密集型行业通常在重压之下高强度地运行设备，这就经常导致更加激烈的价格竞争和利润率的减小，比如说，1962~1972年这10年内与1962年之前相比，金融界对主要化学公司的印象的改变导致它们的市盈率相对于整个股票市场显著下降，尽管化学行业的市盈率仍然高于许多行业，却开始更加接近钢铁、造纸和水泥行业了。

所有这些变化中最值得注意的是，除了一件重要的事情之外，20世纪60年代该行业的基本背景和之前30年相比，几乎没有差异，或者完全没有差异。的确，20世纪60年代的后五年，某些产品在某些地区出现了严重的供过于求的情况，如大部分合成纺织品，这就暂时影响了一些一流化学公司的收益，尤其是杜邦公司，但是化学行业的基本特征绝没有改变，足以说明金融界中该行业的地位发生的相当剧烈的变化。化学产品的制造一直都属于资本密集型行业，大部分产品在销售时都有某种技术说明，所以甲公司很难使价格上涨到超过乙公司。另一方面，大量进步明显的新杀虫剂、包装材料、纺织品、药品等无数产品问世，60年代和70年代为该行业提供了持续扩张的市场。在创造自然界中找不到的产品时，机会似乎无穷无尽，人的大脑能够重新排列分子组合；这些产品要么具备特殊性质，能更好地满足人的需求，要么比以前使用的天然材

料更加便宜。

最后，无论是评价较高的以前，还是评价较低的最近，化学股票还有一个因素一直不变，旧有的和数量较大的化学产品不可避免地成为只能通过详细计划书和具有竞争力的价格销售的产品，通过盐或者碳氢化合物的基本分子来源，它们在某种意义上代表了改变材料时进行的“第一步”工序，但是机敏的公司一直有机会把这些尚处于处理第一步的产品加工成复杂性或者价格更高的产品。这些产品至少在一段时间内是专有的产品，因此竞争并不激烈。当这些产品具备价格竞争力时，机敏的公司一直能找到新产品以进入高利润率的生产线。

换句话说，化学股票还是金融界的宠儿，即使失去了原有的地位，所有的有利因素也还存在。以前也存在 60 年代最突出的不利因素，只是很大程度上被忽视了。变化的是强调的重点，而不是事实。

但是事实也会改变。大概从 1973 年中段开始，化学股票开始重新获得金融界的偏爱，这是因为关于这一行业的一个新观点开始盛行。主要工业国家第一次（除了重要的战争时期）在当代体会到资源匮乏的折磨，制造业的生产力只能缓慢增加，因此，激烈的价格竞争可能要几年后才会再次发生，这就为化学股票的投资者提供了一次重新开始的机会。现在投资者的问题是确定背景事实能否保证出现新印象，如果能，那么相对于整个股票市场，化学股票的上涨幅度高于还是低于新形势下的结果。

最近的金融史上有无数的例子，产生于金融界对该行业背景的评价的彻底改变引起了更大的市盈率变化，而事实上行业本身和从前几乎没有不同。1969 年，计算机外围设备的股票成为股票市场的最爱。这些公司生产各种能够添加到中央处理器或者计算机主机的

特殊设备，增加使用者从中央处理器得到的好处。高速打印机、扩展内存、键盘装置是其中的一些主要产品，这些产品的出现使得打孔操作员不需要将数据输入计算机。当时流行的看法是这些公司具有几乎无可限量的未来。尽管它们本身已经得到很大程度的发展，并且其市场由少数力量强大，地位稳固的公司控制，但是独立的小公司能够在外围设备领域抢到生意。现在有一种新的看法，认为这些小公司的财务有压力，它们的产品通常采取出租而不是买断的方式，并且大型计算机主机生产商决心坚持生产设备。是基本面改变了还是对基本面的评价改变了呢？

1972年和1969年相比，金融界对联营经销行业及其股票的评价大为不同，这是评价发生改变的一个极端的例子。这里再一次通过计算机外围设备的股票来说明，这个行业的所有问题都在人们以很高的市盈率买入股票时产生，但是当时盛行的观点是，公司暂时表现很好，而且会不断地发展成长，因此忽略了存在的问题。

在行业印象的整个问题中，投资者的问题总是一样的。当前流行的评价和基本经济事实相比，是更加有利，较为不利，还是基本一致？有时甚至对最老练的投资者来说，这都是一个尖锐的问题。1958年12月发生了一件事，传统上保守的投资银行史密斯·邦尼公司(Smith, Barney & Co.,)首先采取了一项行动，这项行动在今天看起来非常平常，但是在当时是很独特的：它们公开发行AC尼尔森公司(A. C. Nielson Co.)的股票。这家公司没有工厂，没有有形的产品，因此也没有库存。这家公司属于“服务行业”，通过向客户提供市场研究信息而收取费用。1958年时，银行和保险公司已经长时间地被视为市场上非常值得进行保守型投资的行业。尽管如此，这样的行业还是很难进行比较，因为银行和保险公司的帐面价值是现金、流动性投资或者应收帐款，买入一家银行或者保险公司

的股票的投资 者似乎拥有坚固的价值核心，但是引入金融界的这一类新型的服务公司并不具备这种核心。但是，对 AC 尼尔森公司的调查研究揭示出该公司具有异常出众的基本面，该公司拥有一个诚实而能干的管理层、强大而独一无二的竞争地位以及未来很多年内进一步增长的美好前景。尽管如此，在表明金融界将对这样一个新出现的行业做出怎样的反应之前，似乎还应该考虑一下是否买入。如果我们因为缺乏熟悉的衡量标准而产生了恐惧，那么是否需要好几年的时间才能对这样一家公司的投资价值做出现实的评价？今天看起来似乎很可笑，像 AC 尼尔森这样的公司，多年来享有表示投资评价很高的高市盈率，但是我们中的一些人在决定冒险接受已经被认可的基本面，并买入股票时，经历的感受就像跳下悬崖时还要看看空气能否支撑我们那样。和我们已经习惯的观念相比，服务公司在当时还是一个新出现的概念。事实上，几年内摇摆不定的局面就倒向了一边。随着 AC 尼尔森公司利润率的不断增长，一种新的观念在华尔街出现了。作为具有强大吸引力的服务业公司，很多在基本面上相差很大，但是都因为从事服务而不是生产而在金融界中被混为一谈。有些公司的市盈率开始高于实际的数值，像以前一样，基本面将成为主导，将一组完全不同的公司混为一类而形成的错误印象只会逐渐消失。

这一点再怎么强调都不过分：保守型投资者必须知道当前金融界对他感兴趣的股票所在行业的评价的本质。投资者应该不断地探索研究，弄清楚金融界给出的评价与该公司的基本面相比，是有利还是不利。只有正确地对这一点进行判断，在支配该行业股票市场价格的长期趋势的三个变量中，他才能合理地确定其中的一个。

第六章 三论第四个特点

和对一家公司所在行业的评价相比，金融界对该公司自身特点的评价是影响市盈率更重要的因素。在我们讨论保守型投资的前三个特点时，已经对个别公司最理想的投资特征进行了定义。一般来说，金融界对特定股票的评价越接近这些特征，该股票的市盈率就会越高。如果评价低于这三个标准，那么市盈率倾向于下降。关于任何特定公司在投资形势方面的实际情况是明显高于还是明显低于金融界对该公司当前的财务印象，投资者可以通过精明的判断，非常好地确定哪些股票的价格被严重高估或者严重低估。

在确定两只或多只股票的相对吸引力时，投资者常常感到不知所措，因为他们试图使用过于简单的数学方法来解决这一问题。我们假设他们要对两家公司进行比较，在仔细研究之后得出各自的利润，以及将来每年的增长率都有可能是10%。如果其中一家公司的价格是收益的10倍，而另一家是20倍，那么10倍的那一家的股票要便宜一些。也许是这样，也许不是，我们可以给出很多理由。看起来似乎比较便宜的公司可能利用杠杆资本重组（在普通股股东的任何收益增加之前必须先支付利息和优先股股利），那么市盈率较低的股票的预期增长率受到的阻碍危险要高得多。同样，纯粹由于商业的原因，尽管两只股票都有可能实现估计的增长率，可是如果有预料之外的事情打乱估计，对某只股票的影响可能就远高于另一只。

得出错误结论的另外一种更为严重，也更加难以理解的方式是过分依赖于对成长机会相当的几只股票的相对市盈率进行简单的比较。为了说明这一点，让我们假设有两只在未来四年内收益有望增加一倍的股票，并且这两只股票当前的价格都是收益的 20 倍，但是在同一市场中，其他运营正常但是没什么发展前途的公司的股票价格为收益的 10 倍。我们假设四年后，股票的整体市盈率没有什么变化，但是运营正常，却没什么发展前途的公司股票价格仍为收益的 10 倍。我们还假设，与此同时，四年后我们选择的两只股票中的一只，未来的发展前景和四年前完全一样，因此金融界的评价是：未来四年这只股票的收益应该还会增加一倍。这意味着过去四年它的价格仍然是收益的 20 倍，或者换句话说，那时该股票的价格也将增加一倍。相应的，与此同时，我们列举的第二只股票和预期一样，四年后的收益增加了一倍，但是此时金融界对它的评价是，未来四年该公司的收益将趋于平缓，不过运营仍然健康。这表示虽然四年内收益增加一倍的预期得以实现，但是第二只股票的持有者还是会大失所望。带着“未来四年收益不会增长”这样的印象，他们现在会看到第二只股票的市盈率只有 10 倍。因此，尽管收益已经增加了一倍，但是价格还是和以前一样。所有这一切可以总结为一条基本的投资原则：未来利润持续增长得越多，投资者能够负担的市盈率就越高。但是，这一原则必须非常谨慎地使用。

永远不要忘记市盈率的实际变化并不是实际上发生的事情的结果，而是金融界认为将要发生的事情导致的。在整体市场的形势很乐观的时期，一只股票可能以极高的市盈率卖出，因为金融界相当准确地设想到未来很多年的巨大增长，但是在完全认识到这个巨大的增长之前，我们还需要等待很多年。准确反应在市盈率的高成长率上，可能有时会“没有反应”，特别是公司的经营出现暂时的倒

退；即使是最优秀的公司，也会发生这样的情况。在整体市场的形势很悲观的时期，一些很好的投资可能会发生相当严重的“无法预料的”情况。这种情况发生时，有耐心并且有能力辨别目前的市场印象和真实情况之间差别的投资者，就能通过投资最具吸引力的普通股，在风险相对较低的情况下找到一些长期利润相当大的机会。

1974年3月13日发生了一个生动的例子，能够说明老练的投资者如何预期投资界对一家公司评价的变化。3月12日，摩托罗拉在纽约股票交易所的收盘价是48.625美元，3月13日的收盘价是60美元，几乎上涨了25%！在3月12日交易收盘之后，摩托罗拉宣布退出电视机行业，并将其在美国的电视机工厂和库存以约为账面价值的价格卖给了一家大型的日本生产商——松下。

现在一般投资者都知道，摩托罗拉的电视机业务是有少量亏损的，并且影响到公司经营的其他行业的利润。这件新闻本身就足以使得股票价格升高，但是并不应该是实际升高的那么多。更为复杂的推理是考虑买入行为的主要动机。一段时间以来，相当多的投资者认为摩托罗拉的获利部门，尤其是通信部门，使得该公司成为美国有资格获得真正高等级投资地位的少数电子公司之一。例如，斯宾塞·特拉斯克公司(Spencer Trask and Co.)曾经发布过奥蒂斯·布拉德利(Otis Bradley)分析师的一份报告，非常详细地讨论了摩托罗拉通信部门的投资价值。这份报告采用不同寻常的方法，计算当前并估计未来的市盈率，注意不是计算和估计摩托罗拉整体的市盈率，而是仅仅就一个部门的市盈率进行估算。这份报告比较了这个部门和惠普以及珀金埃尔默(Perkin-Elmer)的预计的销售额和市盈率。从投资的立场来看，后两家公司一般被认为是非常优秀的电子公司。根据这份报告很容易得出这样的结论(报告中没有明确指出)：摩托罗拉的通信部门是非常值得投资的，它本身的价值就相

当于摩托罗拉当时的价格。实际上，买入摩托罗拉股票的投资者相当于什么都没付出就得到了其他部门。

金融界对摩托罗拉高度复杂的现有产品存在这样一种看法：在电视机部门卖给松下的消息宣布之后，是什么导致人们急切地买入它的股票？长久以来，关注摩托罗拉的人一直知道，金融界的很多人都不看好这只股票，因为它在人们印象中是一家电视机制造公司。金融界的大部分人一听到“摩托罗拉”，首先想到的是电视机，然后才是半导体。电视机部门卖给松下的消息一宣布，标准普尔的股票指南在列出每家公司主要业务的很小的篇幅中，描述摩托罗拉为“无线电和电视机：半导体”，这种看法不是不准确，却误导了人们，认为摩托罗拉是另一种不同的公司，这和摩托罗拉的实际情况有出入，而且完全忽视了在当时几乎占到整个公司的一半的非常重要的通信部门。

在电视机部门卖给松下的消息宣布之后，一些人毫不犹豫地抢购摩托罗拉的股票，仅仅因为消息是利好的，而且期望价格会因此上涨，但是大量买入归因于这样一个信念：金融界对这家公司的评价远低于公司的实际情况。历史记录表明，在电视机行业，摩托罗拉被认为只是行业内的领先公司泽尼斯(Zenith)的“跟屁虫”。由于电视机的运营不再使投资者对这家公司业务的看法模糊，该公司将会具有非常高的市盈率的印象就会形成。

对于出高价抢购摩托罗拉股票的人，他们的这种做法明智吗？答案是不完全明智。接下来的几周，股票失去了当时的收益，因此还需要有一定的耐心。在下跌的市场中，金融界对一家公司的印象变坏比变好更容易被接受，在上升的市场中正好相反。对于那些一听到电视机部门卖给松下的消息就抢购股票的人来说，很不幸，接下来的几周看到短期利率上涨，在整个市场中产生了下降的趋势，

并且强调了当时盛行的熊市心理。

可能还有另外一种影响也对前一夜抢购摩托罗拉股票的人们不利。这种影响在整个投资领域是最微妙和最危险的，即使是最老练的投资者也要时刻警惕。当某只股票的价格长期位于某一特定范围时，比如在 38~43 美元之间，投资者几乎都有一种不可抵抗的倾向，把股票的真正价值归入这一价格范围之内。结果，当金融界完全习惯把它作为股票的“价值”之后，如果金融界的评价发生改变，价格也跌至 24 美元，那么各类买方都知道最好在此时抢购。他们立即得出这只股票现在必然很便宜的结论，但是如果基本面非常糟糕，那么 24 美元的价格可能仍然很高。相反，如果这样一只股票涨到 50、60 或者 70 美元，就会迫切要求现在卖出获利，因为价格已经“高”得让很多人无法抗拒。向这样的要求让步可能会付出惨重的代价，这是因为股票投资中真正有价值的利润，来自大量持有价格较最初的成本上涨很多倍的股票。检验一只股票的价格到底是“便宜”还是“昂贵”的唯一真正的标准，无论我们多么习惯于以前的价格，都不是当前的价格相对于以前的价格是高是低，而是公司的基本面显著高于还是低于目前金融界对该股票的评价。

正如前面所提到的，除了投资界对某个行业以及特定公司的评价，我们还必须考虑投资界评价的第三个特点。只有把这三个特点结合在一起，我们才能对一只股票在任意时间是便宜还是昂贵做出有价值的判断。第三个评价是对股票整体的看法。为了观察在特定时期整个市场的评价会产生多么极端的影响，以及这些观点和事实的差距有多大，最好回顾一下本世纪两次最极端的评价。对于今天的我们来说或许很荒谬，但是在 1927~1929 年这段时期，金融界的大部分人士确实认为我们正处于“新纪元”。美国大部分公司的收益多年来一直有规律地上涨。不仅严重的经济萧条已经过去，而

且一个伟大的工程师和企业家赫伯特·胡佛(Herbert Hoover)也被选为总统,那时,人们都希望依靠他的能力确保更大的繁荣。在这种环境下,似乎持有股票是不可能赔钱的。很多人想尽可能从这笔肯定赚钱的生意中多赚一些,即使超出支付能力也要买入。我们都知道现实粉碎了这一评价后发生的事情,大萧条以及1929~1932年的大熊市所带来的痛苦将长时间地被人们记住。

1946年中期~1949年中期的三年中,投资界对作为投资工具的普通股的评价,在看法上与上述观点正好相反,相似的是它们都是极为错误的,大部分公司的收益相当令人高兴,但是按照当时的评价,股票在多年来以最低的市盈率卖出。金融界说“这些收益没有什么意义”,“它们只是暂时的,将在必然来临的经济萧条中急剧降低或者消失。”金融界还记得内战之后的1873年出现的经济恐慌,它标志着一次非常严重的经济萧条的开始,这次萧条一直持续到1879年。第一次世界大战后的情况更糟糕,出现了1929年的市场崩溃以及又一次持续了六年的大萧条。由于第二次世界大战所耗费的国力远高于第一次世界大战,因此,经济遭受的创伤也会更大,人们认为更大的熊市和更严重的经济衰退即将出现。只要这种评价持续下去,大部分股票就会很便宜,等到投资界开始明白这样的印象是错误的,未来并不会发生严重的经济衰退,美国历史上持续时间最久的价格上涨的基础已经确立。

1972~1974年的熊市产生了本世纪最低的市盈率,大致和1946~1949年间的市盈率一样,很明显地出现了一个问题:导致这种情况发生的金融界评价的可靠性如何?这些造成历史最低市盈率的恐惧有根据吗?1946~1949年的历史会不会重演?本书后面的章节会试着解释这些问题。

在影响整体股票价格水平变化的因素和影响一只股票相对另一只

股票在整体水平上的市盈率的因素之间，存在着根本的差异。根据已经讨论的原因，在任何时间影响一只股票相对另一只股票的市盈率的因素，只是投资界对特定公司及其所在行业的当前印象。但整体股票价格水平不只是印象问题，有一部分来源于金融界当前对普通股吸引力的评价，还有一部分来源于现实世界中某些纯粹的金融因素。

这一现实世界中的因素主要和利率有关。当长期或者短期货币市场的利率很高，尤其在两者都很高时，会有更多的投资资金流向这些市场，股票的需求随之减少，投资者将卖出股票，把资金转移到货币市场；相反，利率很低时资金会从货币市场流入股票市场。所以，利率升高会导致所有股票价格下跌，而利率下降会使所有股票价格上涨。同样，如果公众愿意把更多的收入存起来，就会增加总的投资资金，和投资资金上升缓慢相比，股票价格上涨得更快。不过和利率水平相比，这个因素的影响力要小得多。影响力更小的一个因素是发行新股的波动程度，新股的发行会耗费股票市场中可以利用的资金。新股的发行量对整体股票价格水平影响不大的原因在于，当其他因素使得股票处于有利形势时，新股发行量会增加，以此利用有利的形势。当普通股价格跌到很低的水平时，新股发行量急剧减少。因此，新发行股票的成交量波动主要是其他因素，而不是自身影响的结果。

股票投资的第四个特点可以概括如下：特定股票在特定时间的价格，由当前金融界对该公司及其所在行业的评价，以及在某种程度上的整体股票价格水平所决定。确定一只股票在特定时间的价格的吸引力大小，主要依赖于金融界的评价偏离现实的程度，但是在某种程度上，整体股票价格水平也会对此产生影响，也有些依赖于我们对某些纯粹的金融因素即将出现的变化变化的正确估计，在这些金融因素中，利率仍然是最重要的因素。

第三部分

发展投资哲学

献给弗兰克·E·布洛克

这本书的第一版是应被授予 C. 斯图尔特·谢泼德奖 (C. Stewart Shepard) 的渣打金融分析师机构 (Institute of Chartered Financial Analysts) 的邀请。在金融分析师的培养教育、建立高标准的道德品行以及为了鼓励金融分析师的继续教育而开发项目和出版物方面，渣打金融分析机构的弗兰克·布洛克 (Frank E. Block) 通过辛勤的努力和激励他人的领导，在促进渣打金融分析机构成为一种重要力量方面做出了杰出的贡献，因此在认可他的成就之后授予他这一荣誉。

第一章 哲学的起源

想要了解任何投资方法的规律，首要的是理解设计这一方法的目的。除了临时的现金或者等价于等待更合适的机会出现的现金，费舍公司管理的其他任何一部分资金，其目的都是由于管理层的特点而将资金投入少数公司，使得销售额和更重要的利润的增长率明显高于整个行业。与增长率相比，它们所承担的风险相对较小。为了满足费舍公司的标准，管理层必须具备一条可实行的政策，以使所有的意愿最终得以实现，这一政策就是长期利润比当前利润更重要。另外，有两个特点是必须具备的：其一是在商业运营的日常事务中有着优良的表现，具备履行长期政策的能力；其二在于有时可能由于管理层的革新观念、新产品等，也可能由于成功而自满而必然出现重大错误时，能够清楚地认识到这些错误并采取补救措施。

我相信我非常了解制造业公司的特点，所以我把费舍公司大部分的投资活动都限定在制造业的企业中，这些企业结合了领先的科技和优秀的商业判断能力，完成了以上提到的目标。近几年中，我把费舍公司的投资主要限制在这类企业，因为偶尔几次我投资到非此类的公司，所得结果并不令人满意。尽管如此，在拥有必要的专业知识的情况下，将相同的原则应用在其他行业，尤其是应用在零售、运输和金融这些行业时，并没有产生相应的利润，对此我找不到任何解释的理由。

没有哪种投资哲学是在一天或者一年之中就能完全形成的，除非完全复制了另外一个人的方法。就我自己来说，我的投资哲学是在相当长的一段时期内发展出来的，部分是一种叫做逻辑推理所产生的东西，部分形成于对他人成功和失败的观察，但是更多是通过自己惨痛的失败经历学来的。可能向他人解释我的投资方法的最好方式，是回顾我的投资历史，因此我会回到从前，在哲学处于形成中的时期，尽量一点点地表明我的投资哲学是如何形成的。

兴趣的产生

很小的时候，我对股票市场以及可能出现的股票行情发生变化可能带来的机会就有了初步的认识。我的父亲是家中五个孩子中最小的，母亲也是家中八个孩子中最小的，因此，在我出生时，我的祖父母那一辈就只有外祖母健在了，这可能就是我和她特别亲近的原因之一。初中时的一个下午，我放学后去看外祖母。我的舅舅正和她谈论来年的商业形势，以及这会给外祖母的股票带来什么样的影响，一个崭新的世界在我眼前展开了。自己存下一些钱之后，我就有权利选择国内最重要的数百家企业中任何一家的股票，来获取他们未来的利润。如果我选择正确了，这些利润就非常令人兴奋。我认为，判断是什么使得一个企业成长，这件事本身就很有意思。只要我学会用适当的形式去玩，这就是一个有趣的游戏，相比之下，我所熟悉的其他事情都显得那么单调、乏味、毫无意义。舅舅离开以后，外祖母对我说她非常抱歉，她刚才一直在谈论一些我丝毫不感兴趣的事情。我告诉她事实恰恰相反，她和舅舅在一起的谈论就像 10 分钟一样短暂，而且我听到了自己非常感兴趣的一些东西。很多年之后，我才意识到祖母当时所持有的股票数量是那么少，那天我听到的她和舅舅之间的谈论也是相当的肤浅，但是那次

谈话激发了我对股票的兴趣，并延续了一生。

带着强烈的兴趣，而且由于那个时期的公司远不像今天这样担心和未成年人打交道时的法律危险，我在19世纪20年代中期的牛市中赚了一笔。我深受这一经历的鼓舞，尽管如此，做医生的父亲却并不赞同，认为这样会很容易使我养成赌博的坏习惯。事实上这并不可能，只是为了碰运气而去碰运气才是赌博的本性，而我买股票并不是受这种本性的驱使。另一方面，当我回首这些往事时，就投资策略来说，那段时期的小规模股票活动几乎没有教给我多少有价值的内容。

经验的形成

在20世纪20年代的大牛市崩溃之前，我获得了一些经验，学到了很多在未来几年中应用非常重要的东西。1927~1928学年，我被斯坦福大学刚刚成立的商学院录取为一年级生。那一年20%的课程，是每周有一天时间参观旧金山湾地区最大的企业。指导这个活动的伯里斯·埃梅特教授，其实由于其普通的学术背景而并没有指导的义务。在那个时候，大型邮购公司的大部分商品都是和供应商签约后卖出的，这些供应商唯一的客户就是这些邮购公司中的一个或者几个。这些合约往往对供应商很不利，它们的利润率很低，并且不时地发现自己陷入了严重的财务危机，但是邮购公司并不关心它们的供应商的遭遇。这些年来，伯里斯教授作为专家受雇于这样一家邮购公司，工作就是在供应商即将破产的时候提供援助，因此，他对企业的管理非常了解。这个课程的指导规则之一就是我们不参观那些只带着我们看工厂的公司。在参观过工厂以后，公司的管理层必须愿意坐下来和我们一起讨论，在伯里斯教授强悍的提问中，我们可以了解到这个公司的优势和弱点究竟在哪里。我意识到

这正是我想要的学习机会，而且我能够很好的利用这个机会。半个世纪之前，人们的汽车拥有率远远低于今天，埃梅特教授就没有汽车，但是我有。我经常开车带他到各种各样的工厂，在去工厂的途中，我并没有跟他学到什么东西。尽管如此，在每周回斯坦福的途中，我会听到他对所拜访公司的真正看法和评论。我曾经享有的开车接送教授的这个特权给了我最有价值的学习经历。

也是在这些行程中，我渐渐形成了坚定的信念，它在之后的几年里被证明是非常有价值的，也奠定了我的事业的基础。有一周我们参观了两家而不是一家制造业工厂，这两家相邻的工厂位于圣何塞，其中一个约翰·比恩喷射泵(John Bean Spray Pump)公司，它在制造泵方面居于世界领先地位，产品用于向果树喷洒杀虫剂以消灭天然害虫。另外一个安德森·巴恩格拉沃制造公司(Anderson-Barngrover Manufacturing Company)，他们生产的是制造水果罐头的设备，也处于行业内的世界领先地位。在20世纪20年代，金融界还没有“成长型公司”的概念，尽管如此，我还是用很笨拙的语言跟埃梅特教授说：“我觉得这两家公司有可能发展到远大于现在规模的程度，这是我们曾经参观过的任何一家公司都无法做到的。”埃梅特教授同意我的观点。

在开车的途中，我问过埃梅特教授关于他以前的商业经历，从中学到了一些其他的东西，日后对我有很大的用处。想要有一个运营良好的企业，销售是非常重要的。一个公司可能成为一个极有效率的生产商，或者发明出具有惊人价值的产品，但是这对公司健康运营来说是不够的。除非公司有一些很有才能的人可以向别人证明他们的产品很有价值，否则这个公司永远不能够真正掌握自己的命运。后来我在这个基础上建立了自己的理论：认为即使拥有一个强大的销售部门也是不够的。对于一个真正有价值投资的公司来说，

不仅仅能够卖出自己的产品，而且能够评估顾客需求的变化，换句话说，就是要掌握市场营销中准确概念所暗示的一切。

学校的第一堂课

1928年夏，我在商学院的第一学年结束之时，有一个不容错过的机会出现在我面前。每年都有数百名学生进入这所商学院，相比之下，我那时只是这个学院的第三届学生，一共才19名学生。比我们高一个年级的班里只有9名学生，这9个人中只有两名接受过金融方面的培训。在那个股票市场非常混乱的日子，这两个人都被纽约的投资信托机构抢去工作了。几年之后被旧金山克罗克银行(Crocker National Bank)兼并的一家独立的旧金山银行，在学院招聘一名接受过投资训练的毕业生。学院很担心错过这个机会，因为如果学院的代表人物得到了该银行的认可，就会给未来的毕业生带来更多工作的机会，然而学院实在没有毕业生可以派出了。我知道这份工作不容易做，但当我听到这个机会时，我最终说服学院派我去。我跟学院商量好，如果我做得好，就可以留在那里。如果我不能胜任，那家银行也意识到学院确实派了一个没有学完全部课程的学生，那么我就回来继续第二年的课程。

证券分析师在大萧条之前叫做统计分析师。由于股票价格连续三年在短期内疯狂下跌，使得华尔街的统计分析师声誉骤降，于是将其更名为证券分析师。

我发现我最终成为了那家银行投资其他银行的统计分析师。那时候，银行从事经纪或者投资银行业务上还没有法律障碍。银行给我指派的这一工作非常简单，在我看来，这是一件利用智慧进行欺骗的事情。那家银行的投资部门主要从事销售新发行的利率很高的债券，作为包销银团的一员从中赚取相当多的佣金。没有人尝试对

他们卖出的这些债券或者股票进行评估，相反，在那些卖方市场的时间里，他们很高兴接受纽约银团或者大型投资银行机构给他们的任何业务。然后，银行的证券销售人员会对他们的客户这样描述：银行有一个统计分析部门，能够对客户持有每一种证券的正确性进行研究，并且会给出分析报告。“证券分析”实际上所做的就是在当天已经建立的手册中查询特定公司的数据，这些手册包括《穆迪》(Moody's)、《标准统计》(Standard Statistics)等，然后另外一些像我这样的人，不必知道手册上更多的东西，就能够轻易地将统计手册上的语言改述成自己的分析报告。任何一个销售额很高的公司总会在报告中被描述为“运营良好”，仅仅因为它的销售额很高。并没有人直接命令我建议客户的投资从我“分析”的证券转向银行试图卖出的证券，但是当时的整个行业的气氛就是鼓励这种分析。

基础的建立

不久以后，整个工作过程的浅薄就令我感到应该有更好的方法来做这件事。极为幸运的是，我的直接上司完全理解我所关心的事情，并且给我时间来完成我向他建议的实验。那时是1928年秋，人们对无线电股票存有大量的投机兴趣。作为银行投资部门的代表，我把自已介绍给了旧金山几家零售商的无线电部门。我询问了他们对行业内三个主要竞争对手的看法，他们的看法有着惊人的相似。尤其有一位在几家零售商中的一家工作的工程师，我在他的身上学到了很多。在我看来，一家叫做飞歌(Philco)的公司非常不幸，因为它是一家私有公司，这导致它在股票市场中没有任何机会，但是它开发出了非常具有市场吸引力的模型，因此，该公司占有一定的市场份额，并赢得了相当可观的利润，因为他们是高效率的生产商。美国无线电公司(RCA，即Radio Corporation of Amer-

ica) 仅仅能维持它的市场份额，而另一家公司尽管那时在股票市场上很受欢迎，但是市场份额急剧下滑，并且有信号表明它正陷入困境。由于不经营无线电股票，我所在的银行和这些公司没有直接的业务往来。不过，一份评估报告似乎会对我在银行的工作有很大帮助，因为银行的很多主要管理人员会看这份报告，因为他们私下里涉及到这些股票的投机，但是从谈论这些“热门”无线电股票的华尔街公司的任何资料中，我都找不到任何描述有关投机行为明显陷入麻烦的词语。

在接下来的一年里，股票市场继续无所顾忌，大部分股票迈着轻快的步伐攀升到最高点。我饶有兴趣地注意着那些我曾经选出的会陷入困境的股票，它们正在上涨的股市中一跌再跌。这就是我的第一堂课，后来也成为我的基本投资哲学：仅仅通过阅读一家公司的书面财务记录来判断一家公司是否值得投资，永远都是不够的。谨慎的投资者的一个重要步骤，是找到和熟悉公司事务并与之直接相关的人。

当然，这只是一个早期的观点，在这种推理中，我那时还没有达到下一步的逻辑：在考虑投资时，必须尽可能多地了解运营一家公司的人员，要么自己去认识这些人员，要么通过一些你对他们了解运营一家公司的人员有信心的人。

随着 1929 年的到来，我越来越相信股票市场的疯狂繁荣似乎是不安全的。根据让人惊讶的理论，我们正处在“新纪元”，股票会一路上涨到更高的价格。因此在未来，每股收益年复一年地上升是理所当然的事情，但是当我尝试评估美国基本工业的前景时，我看到其中大多数都存在供需问题，对我来说，这些问题表示它们的前景变得相当不稳定。

1929 年 8 月，我给银行的管理层发送了另一份特别的报告。

我在报告中预测，未来六个月内将开始出现 25 年来最大的空头市场。如果那时我能彻底改变刚刚发生的事情，并给人们留下我的预测完全正确的印象，我将非常满足于自我，然后通过这样的智慧获得大量利润，但是事实恰恰相反。

在 1929 年那些危险的日子里，尽管我强烈地感到整个股票市场的价格实在攀升得太高了，但我还是陷入了股票市场的诱惑。这致使我到处寻找一些“仍然很便宜”的股票和有价值的投资，因为认为“它们的上涨还没有结束”。结果，在 1929 年结束时，几年来通过少量的股票交易所赚得的微小利润，加上大部分薪水的积蓄，再加上大学里挣到的一些钱，总共有几千美元。我基本上将这些钱平均投入到三只股票上，我当时仍然认为在估价过高的股票市场，这三只股票被低估了，这是我的疏忽。其中有一家市盈率仍然很低的领先的火车头公司。铁路设备是所有行业中受经济周期影响最大的，很容易想到在即将席卷我们的经济萧条中该公司的销售和利润。另外两家公司是当地的广告牌公司和出租汽车公司，它们的市盈率也非常低。尽管我成功预测了无线电股票的未来，即使由于近在咫尺，获得一些重要信息或者拜访经营这些公司的人相对简单，我还是没有想到向了解这两家当地企业的人做个类似的调查。当萧条日益严重时，我相当深刻地明白了为什么这些公司的市盈率那么低。到 1932 年，这两个公司股票的市场价值在我最初的投资种只占很小的比例。

大熊市

我对赔钱极端厌恶，这对我未来的财富来说是件好事。我一直相信愚蠢的人和聪明人之间最主要的区别在于聪明人吃一堑长一智，而愚蠢的人则不是。因此，我有必要相当仔细地察看自己犯过

的错误，不能再重复它们。

我的投资方法通过我从 1929 年犯的错误中吸取教训而得以扩展。我知道了虽然一只股票的市盈率低可能会具有一定的吸引力，但是本身的低市盈率并不能保证什么，并且更倾向于作为一个警告指标，告诉人们这个公司的弱点。我开始认识到，决定一只股票价格过高还是偏低的不是当年的收益率，而是未来几年的收益率。这个观点和华尔街当时的观点是相反的。如果我能以自己的能力在合理的范围内确定从现在到未来几年内的收益，我就能避免损失，并且赚取丰厚的利润。

大熊市期间，我除了知道股票价格便宜、市盈率低很可能是一个投资陷阱，还敏锐地认识到我可怜的投资表现使我了解了一些可能更重要的事情。我对这次牛市爆发的时间的预测是正确的，并且几乎预测到了发生的全部事情的影响力，但是，除了我的声誉可能在一小群人中有小小的提升，这在其他方面并没有给我带来什么好处。从那以后，我认识到任何关于投资策略，或者关于任何特定股票的需求、买入以及卖出的正确推理，如果没有完成特定交易的行动，就一点价值也没有。

一个做自己的事情的机会

1930 年春，我换了一个雇主。提到这件事只是因为它引发的很多事件导致我的投资哲学的形成，这个投资哲学一经形成就一直指导着我的投资。一个地区性的证券经纪公司找到了我，对于 22 岁的我来说，在那个时间和那个地点提供给我的薪水是很难抗拒的。此外，比起在银行的投资银行部门做“统计分析员”的不愉快经历，他们提供给我的职位也更有吸引力。没有什么任务分配给我，我可以自由支配我的时间，根据股票的特点找到自己认为非常合适

买入或者卖出的候选股票，然后根据自己的结论写成报告，发给受雇于这家公司的经纪人，帮助他们为其客户选择可以赚钱的业务。

我得到这份工作，刚好是在赫伯特·胡佛总统发表他的著名的演说“繁荣指日可待”之后。公司的几位合伙人对他的话表示相信。由于1929年市场崩溃，公司的员工总数从125人减少到75人。他们告诉我如果我接受这份工作，我就是公司的第76名员工。那时我认为市场即将下跌，而他们的观点相反。我确信熊市还会持续相当长的一段时间。我告诉他们我可以加入，但有一个条件——他们如果对我的工作质量不满，任何时候都可以解雇我，但是如果因为金融市场的不利形势迫使公司进一步裁员，他们不能因为我的资历不深而解雇我。他们答应了这个条件。

灾难中诞生的机会

我再也找不到比他更好的雇主了。在接下来的八个月中，我得到了一生中最有价值的商业教育经验之一，我亲眼目睹一个又一个不该进行的商业投资的案例。1930年初，股票再一次持续着似乎无边无际的下跌状态，我的雇主的地位日益不稳。就在当年的圣诞节之前，终于从那场经济危机中幸存下来的我们，见证了整个公司因破产而被旧金山股票交易所(San Francisco Stock Exchange)停牌的悲惨画面。

对我的合作者来说，这个悲惨的消息后来被证明是我事业发展的最幸运的事件之一。有一段时间，我一直有一个模糊的计划，就是当经济繁荣再次来临，我会通过为客户管理他们的投资，收取相应的费用来开创自己的事业。我特意拐弯抹角地描述投资顾问的行为，因为当时还没有人使用这些术语。但是，在1931年1月那些阴郁的日子里，金融行业的几乎每一个人都在节衣缩食，我所能找

到的唯一一份证券行业的工作纯粹就是一个办事员，对我来说没有一点吸引力。如果我正确分析当时的形势，我应该意识到这正是我开始自己心中一直盘算的新事业的正确时间。有两个原因使我做出上述的判断。其一，经过持续约两年的美国历史上最严重的熊市之后，几乎每个人都对现有的证券经纪关系不满意，他们愿意听听提倡用完全不同于以前的方法来处理投资的想法，即使这些看法来自像我这样的年轻人。其二，1932年经济跌入低谷，很多重要的商人几乎没有什么业务，所以有时间会见一些拜访者。在经济稍微正常一些的时候，我永远通不过他们秘书的那一关。我的整个职业生涯中有一个最重要的客户，他的家族的投资现在仍然由我来处理，这就是一个典型的例子。几年之后这个客户告诉我，当时我去拜访他的那一天，他已经读完了当天报纸的体育版，几乎没有事情可做，于是，当他的秘书把我的名字和来访目的告诉他时，他想：“听听这个小伙子说什么至少可以打发一些时间。”他承认：“如果你在一年之后或者更晚一点来见我，你绝对不可能进入我的办公室。”

基础的形成

所有这些导致我在好几年的时间内日常费用很低，只能在一间又矮又窄的办公室里非常努力地工作。这间办公室没有窗户，玻璃隔墙把屋子分成两部分，地上所有的空间刚好能塞进一张桌子和两把椅子，除了这些，再加上免费的本地电话服务，以及租给我这间屋子的先生的秘书兼接待人员帮助我处理一些秘书工作，我每个月要很奢侈地支付25美元，我其他的全部花销包括文具、邮费以及极少的长途电话费。那时的帐本仍然在我这里，它能证明在1932年开始经营一家新公司是多么困难的事情。经过很长时间的的工作并扣除日常费用以后，那一年我每月的平均净利润为2.99美元。在依

然困难的 1933 年，我做得稍微好了一些，收益增加了将近 10 倍，每个月我平均能赚到 29 美元。那时候在大街上当个卖报人，我也可能赚到这么多钱，但是那些年的经历带来了我的未来，那是我一生中受益最大的两年。这两年的经历为我在这个利润极大的行业奠定了基础，到了 1935 年，我已经拥有了一批忠诚度很高的客户。如果我能够宣称，是我聪明的想法让我开创自己的事业，而不是一直等着好日子的来临，那将是非常好的事情，然而，实际上是因为我找到的唯一的工作实在毫无吸引力，才让我走上了自己创业的道路。

第二章 从经验中学习

我在银行工作的时候，一则关于与圣何塞相邻的两家公司的新闻引起了极大的兴趣，那时我还没有从斯坦福大学商学院毕业。1928年，约翰·比恩制造公司(John Bean Manufacturing Co.)、安德森·巴恩格拉沃制造公司，与领导蔬菜罐头制造业的伊利诺伊州胡珀斯顿的斯普拉格销售公司(Sprague Sells Corporation)合并，新公司的名称为食品机械公司。

和其他投机蔓延的时期一样，整个国家正处于买进股票的狂热而痛苦的挣扎当中，为了满足股票市场的需求，食品机械公司的股票价格上涨。同年，至少有20多种新发行的股票，也有可能是这个数字的两倍，其中很多都被旧金山证券交易所卖给了旧金山湾地区狂热的买方，其中一些新发行的股票的不可靠性是非常可怕的。一家股票交易公司的管理人员告诉我，有家公司出售的瓶装水来自太平洋对岸，股票由他们公司负责销售，可是该公司并没有为认购者提供一套完整的财务报表，只有一张可能是生产瓶装水所取用的泉的照片，以及少数几次和卖出股票的股东的接触！在公众心中，食品机械公司的股票只是当年另一只令人兴奋的新上市股票，不比其他的新股好多少，也不比其他的新股差多少，它的上市价格是21.5美元。

那时，联合操纵股票是完全合法的。当地一家几乎在操纵股票方面没有任何经验的组织，却由一个对食品机械公司很有热情的人

带头，决定运作该公司的股票，所有这些联合操纵股票的方法在本质上是类似的。组织内部人员之间以不断上涨的价格往复卖出股票，这些股票交易记录引起了其他人的注意，于是后者开始以更高的价格从联合操纵组织买入股票。有一些操纵技巧很高的操盘手经验丰富，成了这项充满争议的艺术的先驱，他们能够赚取上百万美元，其中一个人在大约一年后提供给我一个初级的合作关系。这家运作食品机械公司的组织的目的并不在于操纵。1929年秋，股票面临着灾难的边缘，该组织买到了食品机械公司公开发行的大多数股票。虽然食品机械公司股票的最高价达到了50美元以上，但是最终在公众手中的股票很少。

在接下来的每一年，商业活动的整体水平逐年下降，显而易见的是，在1928年的热潮中公开上市的小公司的股票成了没有价值的废弃物。这些公司陆续破产，幸存的公司也都是报告亏损而不是盈利，这些公司的股票价值大面积缩水。

除了食品机械公司，还有一两家公司基本上可靠并具有吸引力，但是公众丧失了辨别能力，认为所有这些公司都是投机的垃圾。股票市场在1932年跌至最低点。1933年4月，食品机械公司的股票价格跌至4~5美元之间，在富兰克林·D·罗斯福总统就职那天，所有的银行系统关闭，股票市场再一次跌至和1932年相同的最低点，食品机械公司的股票跌至空前的最低价3.75美元。

作为一个投资机会的食品机械公司

1931年开始了，我为自己尚在襁褓中的事业寻找投资机会，我找到了食品机械公司，它的经营状况令我兴奋。我认识到在几年前，由于怕麻烦而没有拜访和评价两家当地公司的管理层，导致我的投资损失巨大，我决定这次不能再犯同样的错误。随着我对食品

机械公司的了解增多，对他们的尊敬也日渐增加。因为这家公司在大萧条中很多方面的表现，正是我寻找的未来机会的缩影。解释一下是什么让我在近半个世纪以前看到了这一特殊公司的未来，可能会对大家有所帮助。

附带说明的是，很不幸，之后的几年中我并没有为彻底的行业分析策略总结出合乎逻辑的结论。对于离我较远的公司，我没有特别勤奋地去了解和评价它们的管理层。

首先，即使食品机械公司相对较小，但是它所从事的三种业务中的每一种的产品线，在规模和质量上都居于世界领先地位。这给这家公司提供了规模上的优势，也就是说，一家规模大而且效率高的制造企业，也可以做到低成本地生产。

其次，从竞争的立场来看，它的市场营销地位非常强，它的产品得到了客户很高的评价，它控制着自己的销售组织。此外，它的罐头制造机器的生产线已被该行业的很多公司安装，“锁定”了市场的一部分份额。这种机器由行业内已有的备用和替换零件组成。

除了这一坚实的基础，该公司还有一个最让人感到兴奋的部分，就一个像它这种规模的公司来说，公司拥有创造性一流的工程部门和研究部门。在前景看好的新产品领域，公司不断完善自己的设备，其中包括行业内的第一台机械的梨子削皮机，第一台机械的桃子去核机，还有一种以合成方法为橙子着色的工艺。盛产多汁水果的地区生产的橙子在竞争时有一个劣势，因为跟内在品质不一定比它好的同类产品相比，其外观不能引起家庭主妇的兴趣。1932~1934年的食品机械公司相对当时的规模，在可能成功的新产品上赚取了大量的利润，根据我的判断，我在职业生涯中只看到过另外一家公司能做到这一点。

这时我已经了解得足够多了，无论事情本身看上去多么吸引

人，都不是保证取得巨大成功的充分条件。公司人员的才能也很关键，我在这里用到的“才能”一词，其中包括两种完全不同的特征，一种是商业能力。商业能力又可以进一步细分为以下两种完全不同的技能。一种是以高于平均水平的效率处理日常事务的技能。我认为日常事务包括了101件事情，从不断寻找和发现更好的提高生产效率的方法，到十分密切地关注应收账款。换句话说，运营技能意味着以高于平均水平的效率处理很多与公司近期的运营有关的事务。

但是在商业世界中，要达到顶级的管理能力，还必须具备另一种完全不同的技能，这就是考虑将来和制定长期计划的能力，它能使公司在未来显著成长，同时避免可能引发灾难的财务风险。很多公司都有一个在上面某一方面非常出色的管理层，但是要想获得真正的成功，必须两方面都具备。

我认为，包括两种特征的“人员”才是真正值得投资的公司所必须具备的，商业能力只是其中的一种特征，另一种特征则着眼于概括性的词语“正直”，它包含的意思是公司的经营者必须诚实和正派。任何在1929年之前进入投资世界的人们，都会在最初接受的教导中学习很多关于正直的重要性的真实例子。公司的所有者和管理者永远都比股东更接近公司的商业事务，如果公司的管理者没有由衷地感到对股东的托管责任，股东不能获得他们应得的利益是迟早的事情。以自己利益为先的管理者不可能发展出一个热情而忠诚的团队，如果一个公司成长到无法由一两个人控制的规模，管理层就必须做到正直。

无论是大萧条的黑暗日子，还是多年后的现在，根据“人员”的观点来看，幼小的食品机械公司非常有吸引力。公司的总裁约翰·D·克鲁梅(John D. Crumme)是约翰·比恩制造公司的创立者的

女婿，他不仅是一位工作效率极高，深受客户和下属尊敬的领导人，而且极为虔诚，在生活中完全遵守很高的道德规范。公司首席工程师是一个才华横溢的概念设计师，还有一点相当重要，他设计的产品值得申请专利保护。最后，为了加强这个相对较小的组织的力量，约翰·克鲁梅说服他的女婿保罗·L·戴维斯(Paul L. Davies)加入公司，希望能增强公司的财务实力和保守主义的倾向，保罗·戴维斯不情愿地放弃了看上去前途光明的银行工作。事实上，保罗·戴维斯最初变动这一工作是非常勉强的，他只是同意离开银行一年，在公司合并后的艰苦的第一年为他的家族事业提供帮助。在那一年里，他渐渐被这项事业未来的前景深深吸引，并做出了长久待在公司的决定。之后他成为总裁，带领公司扩大规模，走向繁荣，在接下来的几年里取得了令人满意的成就。

食品机械公司后来具有的令人向往的特征，偶尔可以在其他投资中找到。公司人员是优秀的，尽管是一家小公司，做出关键贡献的并不只有一个人。与竞争对手相比，这家公司异常强大，能很好地处理生意，而且相对于公司规模，不久的将来会出现数量足够多、有潜力以及新型的大规模生产线，即使其中一些新产品最终无法实现，其他一些产品的前途也是很光明的。

曲折多变

尽管如此，一项投资要想获得可观的利润，除了以上所说，还有一些同样重要的东西，投资领域的最大利润是那些在金融界发生转变时能够正确行动的人获得的。如果食品机械公司的前景能够在当时得到恰当的评价，那么在1932~1934年之间买进该股票的人所获得的利润就会减少很多。正因为该公司的真正价值没有普遍地得到认识，只是被看作另外一家古里古怪的公司，这种公司在投机

行为到达顶点时将股票卖给公众，之后可能会在股票下跌时以很低的价格大量买入。在我看来，投资成功最重要的基础在于：训练自己不要盲目从众，在群体方向发生转变时能够正确行动。

在我看到还不受金融界重视的食品机械公司可能对我个人的少量财富，以及我努力进行的刚开始发展的事业产生影响时，我希望我对文字的运用能够充分描述内心、情绪和头脑的兴奋程度。我选择的时间似乎是正确的。就像一根被压得太紧的弹簧开始弹回，1933~1937年，我们可以看到最初股票整体缓慢上升，之后爆发了全面繁荣的牛市，紧跟着是1938年相当明显的下跌，1939年又完全恢复。由于深信食品机械公司的表现会远超过整个市场，所以我为客户买入了能够说服他们持有的全部股票。在和任何潜在的客户交谈中，我以这种方式为先锋，做成自己的生意。我感到这种机会是独一无二的，而且一生之中只有这么一次，正如莎士比亚所说：“世事的起伏本来是波浪式的，人们要是能够趁着高潮一往直前，一定可以功成名就。”在那些令人兴奋的年份，我的期望很高，虽然没有什么资金，在金融界也没有什么名望，我还是一次次地引用了那些令人兴奋的词语来坚定自己的决心。

观点相反，但要正确

很多投资著作中都提到了相反观点的重要性，不过对相反观点的阐述不够全面。我曾经见过一些投资者深受要与公众整体趋势相反的思想的影响，而完全忽视了这样一个必然的结果：当你的投资思想和整体趋势的相反时，你必须非常非常确信自己是正确的。譬如，汽车取代有轨电车是显而易见的，而且曾经受到青睐的城市铁路股票也在以越来越低的市盈率卖出，这时你只是由于每个人都相信它们正在走下坡路而相反认为具有吸引力，就买下有轨电车的股

票，那么你一定付出惨重的代价。投资领域的最大利润是那些在金融界发生转变时能够正确行动的人获得的，前提是有很强的迹象表明他们的方向是正确的。

如果莎士比亚的名言在这件事情上是形成我的策略的重要力量，那么同样令人奇怪的是，第一次世界大战中的一首流行歌曲也起到了非常重要的作用。仍然记得美国家庭如何面对动乱的1918年的人非常少了，而我作为其中一员，应该指出美国公众对战争的兴奋和热情还很天真，这和在更加了解战争的恐怖之后，认为第二次世界大战非常的严酷无情完全不同。1918年，有关前线的伤亡、污秽和恐怖的第一手新闻还没有渗入美国大陆，结果，那时的流行音乐是充满了欢快和幽默的战争歌曲，在第二次世界大战中这种情况就很少发生了，越南战争失败时就完全没有了。这些歌曲中的大部分以钢琴的散页乐谱的形式产生，其中有一首歌曲发行时配有一幅图片，图片上是一个骄傲的母亲看着列队行进的士兵，歌曲名为“除了吉姆，大家的步伐都不一致。”

最初我就认识到自己正在冒着和大家“步伐不一致”的风险。我很早买入的食品机械公司和其他一些“和大家不协调”的公司的股票，当时它们的内在价值还没有完全被金融界认识到。我的想法可能完全错误，而金融界是正确的。由于金融界发生转变时我的行动方向相反，而我的行动又是错误的，因此我的公司对特定的形势深信不疑，使得大量资金无限期地无法获利，那么对我的客户和自己来说，没有比这种情况更糟糕的了。

但是，当我彻底认识到如果自己想在金融界发生转变时正确行动，从而赚取大量利润时，那么我需要用定量的方法进行检验，确信我的方向是正确的。

耐心和表现

我的心里一直有这个想法，于是我建立了所谓的三年规则。我向我的客户一再重复，当我为他们购买了某种股票，不要在一个月或者一年之内判断结果，至少要给我三年的时间。如果三年后我还没有为他们带来有价值的结果，他们就可以解雇我。无论我在第一年里是否成功，运气和其他因素所起的作用都差不多。在我管理个人股票的许多年里，我遵循相同的原则，只有一次例外。如果我深信一只股票在三年结束时不会有什么好的表现，我会卖出它。如果这只股票在一两年内比市场上的其他股票表现更差而不是更好，我也不会喜欢它。但是，假如没有发生什么足以改变我对该公司原有看法的事情，我就会持有这只股票三年。

1955 年的下半年，我大量买入此前从未投资过的两家公司的股票，在探讨通过和当时金融界所接受的观点相反以进行投资的优势和问题时，它们几乎是最经典的例子。回顾中可以看到，1955 年可以被看作是长达 15 年的“电子类股票的第一个黄金时代”的开始，我用“第一个”来形容是为了避免混淆，因为其他人可能会认为是和 80 年代相关的半导体股票的黄金时代。无论如何，1955 年及之后一小段时间，整个电子行业的公司得到了金融界的赞叹，它们的收益将在 1969 年达到非常惊人的数字。我想到的这类公司包括 IBM、德州仪器、瓦里安 (Varian)、立顿工业、安派克斯等等，然而在 1955 年，所有的事情还没有发生。那时除了 IBM，所有的股票都被认为具有很高的投机性，保守的投资者和大型投资机构都没有留意到，然而我意识到未来可能会发生一些事情，于是在 1955 年下半年买入了对我来说数量相当大的德州仪器和摩托罗拉的股票。

今天的德州仪器是全球最大的半导体生产商，摩托罗拉紧随其

后。而在那时，摩托罗拉在半导体行业的地位并不突出，根本没有什么原因导致我去买入这两家公司的股票，我只是对摩托罗拉的员工和摩托罗拉在移动通信领域的主导地位留下了深刻的印象，未来似乎有巨大的发展潜力，但是金融界只把它看作一个电视机和无线电的生产商。摩托罗拉随后在半导体领域的崛起，至少部分受益于丹尼尔·诺贝尔 (Daniel Noble) 博士的帮助，这是一件在我买入股票的时候并没有预料到的锦上添花的事情。在德州仪器的案例中，除了同样喜欢和尊敬它的员工之外，我还受到了一系列非同凡响的信念的影响。由于产生于人的智慧的半导体行业的复杂性，我和别人一样，都看到了德州仪器在半导体行业相当远大的未来。不管华尔街的主要观点如何，我都坚持认为这两个公司的人员的能力至少跟通用电气、美国无线电公司、西屋电气以及其他的巨头相当，甚至做得更好。有很多人批评我拿资金在一个小的“投机公司”冒险，他们觉得这种公司一定会在和巨头的竞争中失败。

买入之后，这两家公司的股票在股票市场上短期内的表现相差迥异。一年之内，德州仪器的价值增长相当大，摩托罗拉在低于我买入价格 5~10 个百分点之间波动，它的表现实在不佳，我的一位主要客户对它的市场变化非常恼火，都拒绝叫公司的名字“摩托罗拉”，提到这只股票的时候，只把它称为“你给我买的那只火鸡”。这个令人不满的行情大约持续了一年多。而对摩托罗拉通信部门的投资重要性的认识慢慢渗入金融界的意识中，加上半导体领域第一次有了转向的迹象，摩托罗拉股票的表现越来越好。

买入摩托罗拉的股票时，我正在联系一家大型保险公司，这让摩托罗拉的管理层明白那家保险公司也对我第一次拜访后得出的结论感兴趣。不久，这家保险公司买下了大量摩托罗拉的股票，他们将整个投资组合提交到纽约的一家银行进行评估。这家银行把他们

的投资组合分成最具吸引力、一般、毫无吸引力三类，而摩托罗拉是一个例外。他们拒绝将摩托罗拉放到任何一类中，并说这种公司不值得他们花费时间，因此他们没有关于摩托罗拉的观点。但是，保险公司的一位管理人员在三年之后告诉我，在面对华尔街相当消极的观点时，摩托罗拉股票的表现他们的投资组合中超过了其他所有的股票！如果我没有自己的“三年规则”，那么在面对市场表现不佳和一些客户的批评时，我有可能在持有摩托罗拉股票时信心不足。

每一条规则都有例外，但是不会太多

我是否曾经因为三年规则卖出过股票，并且随后希望自己没有卖出这只股票，因为刚卖出这只股票就大幅上涨了？事实上，我根据三年规则和其他无关紧要的事情来决定一只股票是否卖出，这样的次数相对很少。这不是因为我买进的股票很少出现最初买进时所期待的大幅上涨。在大部分情况下，随着对形势的其他方面继续调查，我进一步洞察到公司的情况，这些认识使我改变了对其股票的观点。但是，在那些极少数遵守三年规则，并仅仅因为三年规则而卖出股票的事情中，我不记得哪一次是因为后来股票市场的变化使我希望当时应该继续持有卖出的股票。

我曾经违反过自己的三年规则吗？答案是违反过，而且只有一次，发生在很多年之后，接近 70 年代中期。三年前，我买入了罗杰斯公司一定数量的股票。罗杰斯公司擅长化学聚合物的某些领域，我相信他们正在开发各种拥有一半专利的产品系列，在未来很多年而不是一两年内，产品销售额会有显著的增加，但是，三年结束之后，这只股票开始下跌，公司的收益也下降了。在很多因素的共同影响下，我觉得应该放弃自己的三年规则，这次投资证明“规

则也有例外的时候”。这些影响中的其中之一，是我对公司总裁诺曼·格林曼(Norman Greenman)的强烈感觉。我相信他具备非凡的能力和解决问题的决心，还有我认为对聪明的投资者来说很有价值的其他一些东西：他的诚实使他不会一再隐瞒坏消息，这些坏消息虽然不会导致公司破产，但是会让他不好意思说出口。他要看到对他的公司感兴趣的人完全掌握了潜在的有利条件和存在的不利方面。

对我影响很大的另一个因素是：公司利润很少的一个主要原因是罗杰斯在一个单一的新产品开发上花费了相当大比例的资金，这个产品看上去会有很好的前景。这个项目使公司的资金和人力从其他很有潜力，也更少消耗公司努力的新产品的研发中转移过来。这种新产品确实具有极好的潜能。当公司做出痛苦的决定，放弃在新产品上的所有努力不久之后，其他前景很好的新产品开始开花结果，但是，所有这些都需要花费时间。同时，相对公司的销售额、资产或者任何类型的正常的收益能力，公司的失败辜负了众多买入公司股票的人，导致股票下跌到不合理的价格。这里有一个和金融界的观点相反的典型例子。不管是否使用三年规则，我都相当多地增加了我和我的客户持有的股票，即使少数客户由于受到已经等待多年和股票表现不佳的影响而看上去十分忧虑。这种情况经常发生，转折点的来临相当迅速。当收益的改善不是一件一两年之内就能解决的问题，这一问题越来越明显，但是如果有强烈的迹象表明了多年后真正的增长所具备的基础，那么股票将会持续地成比例上涨。

市场时机的实验

所有这些让我回到了故事发生前很多年的时候，因为追溯到我的投资哲学正在逐渐形成的 30 年代，我还在试验和错误中学习另

外一些东西。我到处寻找通过普通股赚钱的方法，开始认识到对食品机械公司的研究所产生的副产品可能很有价值。它的很多业务依赖于水果和蔬菜罐头行业，因此，为了确定我买入食品机械公司的股票是正确的，我无意中了解到了很多影响水果和蔬菜罐头公司的财富的因素。这是一个周期性很强的行业，既是由于整体商业状况的波动性，也是因为不稳定的天气影响了特定农作物的生长。

当我开始慢慢熟悉罐头行业的特点时，我决定尝试利用这一知识，不是通过像食品机械公司那样的长期投资，而是为了获得短期差价而频繁交易加利福尼亚罐头公司(California Packing Corporation)的股票。当时这家公司是一家独立的公司，并且是最大的水果和蔬菜罐头公司。从大萧条的低谷到大萧条的结束，我在三个不同的时间买入了这家公司的股票，后来的每一次卖出都赚到了一些利润。

表面上我好像做了一些很有价值的事情，然而当几年后我试着分析我在事业中做过的明智的和愚蠢的事情时，我越来越明显地发现了这些行为的愚蠢程度，我会解释这么说的原因。这些投资占用了我大量本来可以投入到其他更有价值的事情上的时间和精力。在我为我的客户买入食品机械公司的股票时，相对我承担的风险，资金上的所有回报都是微不足道的。和通过长时间持有另外一些股票而获得的长期利润相比，上述的回报也不值一提。此外，我见多了为了获得短期差价而频繁进行的交易，包括一些相当聪明的人都这么做过，我知道连续三次的成功，只会增大第四次以灾难结束的可能性，这种交易承担的风险要比买入那些我看好的公司的等量股票，并等待长期的增长要高出很多。因此，第二次世界大战结束时，我现在的很多投资哲学已经在很大程度上成形了，我做出了我的职业生涯中最有价值的一个决定，这就是把所有的精力都用在长

期投资中，以此获得丰厚的回报。

努力争取更好的价格，却失掉了机会

20 世纪 30 年代，我了解到，或者说部分地了解到另外一些我认为真正重要的东西。前面我已经提过，我完全没有利用对 1929 年开始的大熊市的正确预测受益。在这个世界上，无论多么正确的推理，只要没有转换成具体的行动，就不可能在股票投资中获利。我开始运营自己的事业时，正好是大萧条的低谷时期，那时很少的钱也有非同寻常的意义。可能因为这个，也可能因为个人特点，我在开创自己的事业时发现自己总是在和“蝇头小利”做斗争。懂的远比我多的经纪人不断地告诉我，如果我相信几年内一只股票会涨到现在价格的几倍，那我买入时的价格是 10 美元还是 10.25 美元真的没有什么区别。从逻辑上来说，这是很荒谬的。我看到除了我之外，还有很多人也有这个根深蒂固的不好的投资习惯，但是有些人完全没有。

另一个人所犯的错误让我清楚地认识到了武断地限定价格的潜在危险。我记得很清楚，就像昨天才发生的一样，我在路过一家旧金山的银行时拜访了一位很重要的客户。我告诉他自己刚刚拜访完食品机械公司回来，公司的前景从来没有像现在这么令人兴奋，我认为他可以再买一些股票。他完全同意我的提议，并询问那只股票当天下午的收盘价，我说是 34.5 美元，他给我一个重要的订单，并说最多支付 33.75 美元，不能超过这个价格。过了一两天，价格一直在稍微高于他的买价以上的范围波动，一直没有跌下来过。我两次打电话给他，劝他提高 0.25 美元，那样我才能买到股票。很遗憾，他回答说：“不，那是我的最高价格。”几个星期之内，价格上涨了超过 50%，而且在允许股票拆股后，公司股票的价格再也

没有跌至他之前出的价格附近。

这位先生的行为让我印象深刻，我却沒有注意到自己的愚蠢行为。后来我慢慢地克服了这个缺点的大部分，我深刻地认识到，如果买方希望买到很多股票，他就不能完全忽视非常微小的价格差异，因为只要买入一些股票，就能显著地使价格上涨，但是，对于大多数交易来说，固执于微小的价格差异要付出极其昂贵的代价。在我自己的例子中，我在买入股票时已经完全克服了这个缺点，但在卖出股票时还不能完全做到。过去的这一年，我因为不肯以市价卖出，而限价下了一笔小的卖单，结果因为相差 0.25 美元而在市场中错失交易，当我写这段话的时候，价格已经比我下买单时下跌了 35%，尽管我持有的数量不多，但是以我的限价和当前价格之间的价格，我只卖出了一部分。

第三章 哲学的成熟

第二次世界大战对我的投资哲学的形成并不是完全没有作用。早在1942年，作为一个所做的各种工作与陆军航空兵有关的管理人员，我发现自己很不习惯这样的角色。我在三年半的时间里搁下了自己的事业，为山姆大叔（美国的代称）从事不是很有价值的服务。近几年，我常说自己为国家做了相当不错的工作，无论是希特勒还是裕仁天皇，都没能使一个人成功侵入我守卫的领土，这些领土包括阿肯色州、得克萨斯州、堪萨斯州和内布拉斯加州！无论如何，在这段穿着山姆大叔的制服，做着各种各样的工作的时间，我发现几乎没有任何选择，只能在两个不同的时期改变工作的内容。有时候，有如此多的事情需要我去做，以至于几乎没有时间思考我在和平时期的事业；另一些时候，我又会在办公桌前无事可做。当我闲下来的时候，我发现详细分析怎样在不用再穿制服的快乐日子到来之时建立我的事业，比考虑短期内我要面对的个人生活和军队问题更加愉快。在这段时期，我现在的投资哲学渐渐有了更为清晰的轮廓，前面我提过加州罐头公司，那时我就坚信，以获得短期差价为目的来交易该公司的股票没有什么前途。

在这段时期，我得出了两个对我未来事业有一定意义的结论。战前我服务的是所有类型的客户，规模有大有小，也有着不同的目标。我的大多数（但不是全部）生意是集中找出不同寻常的，未来几年的增长高于平均水平的公司。战后，我把客户限制在一个较小的

范围内，我的客户是目标只集中于成长型投资的大规模投资者，由于税收的原因，成长型股票更有可能使他们获益。

我的另外一个重要结论是战后化学行业会有一段高成长的时期，因此，回到平民生活之后，我的工作重点就是努力寻找最有吸引力的规模较大的化学公司，并将这些公司的股票作为主要的持有。我决不会花所有的时间来做这些，但是在我重新开始自己的事业的第一年里，我的确花了相当大的一部分时间，和所有我能找到的对这个复杂行业有所了解的人交谈。这些人包括经营一家或者多家大公司产品线的批发商，详细了解化学行业人员的大学化学系教授，甚至一些为各种化学生产商建造工厂的一流的建筑公司，他们都是极有价值的背景信息的来源。根据这些信息，再加上对财务数据的分析，我只用了大概三个月的时间就把范围缩小到在三家公司中选择一家。从那时候开始，进展开始变慢，决策也越来越困难，尽管如此，到 1947 年春，我决定把陶氏化学公司作为自己的选择。

合众为一

有很多原因使我在很多大有前途的化学公司中选择了陶氏化学。我相信列举其中的一些可能是有价值的，因为它们也是我愿意投入资金的相对少数的公司。在我开始认识陶氏化学的不同员工时，我发现公司已有的发展反过来在很多管理水平上创造出真正的激情，公司未来会有更大的增长这一信念渗透到整个公司。在第一次和公司的最高管理人员交谈时，我最喜欢的问题之一，是询问他认为公司面对的最重要的长期问题是什么。当我向陶氏化学的总裁询问这个问题时，他的答案令我印象极为深刻：“在公司规模逐渐增大时，能够抵抗强大的压力，而不要让公司变成更加军事化的组织；不同级别和不同部门的员工之间可以维持非正式的关系，同时

以完全非系统化的方式持续沟通，而不会造成管理上的混乱。”

我发现自己完全同意该公司的其他一些基本策略。陶氏化学把投入限制在特定的化学生产线上，这些生产线由于较大的销售额、较好的化学工程、对该产品更深入的了解或者其他一些原因，极有可能成为该领域最有效率的生产商。陶氏化学深刻地认识到创造性研究的必要性，不仅要领先，还要保持领先地位。陶氏化学的“人员因素”也得到了很强的重视，尤其是公司意识到，有必要尽快分辨出具有非凡才能的员工，并将陶氏化学独一无二的策略和工艺教给他们。那些看上去很聪明的人如果在一项工作上做得不好，就要尽力给他们合适的机会，让他们尝试可能更适合他们的特点的工作。

我发现，尽管陶氏的建立者赫伯特·陶 (Herbert Dow) 博士已于17年前去世，公司依然坚持他的信念，我也经常引用他说过的一些话。虽然他的评论主要直接针对陶氏化学的内部事务，我却认为其中至少有两句话同样适用于我的事业，也能很好地运用于选择最理想的投资对象，其中的一句是：“永远不要晋升一个从未犯过错误的人，因为如果你这么做，等于晋升了一个从来没做过什么事情的人。”投资界的很多人都没有理解这句话，尽管他们在股票市场上一再创造出不同寻常的投资机会。

在商业世界真正有价值的成就几乎都需要相当大程度的开拓精神、创新精神和实践精神，通过顶尖的技术研究取得成就时尤其如此。不管人们多么能干，也不管他们的大部分想法多么好，总会有努力归于失败的时候，而且是令人沮丧的失败。当这种事情发生时，而且由于失败导致成本增加，当年收益下降到之前的预计之下，于是投资界立即一致地降低了公司管理质量的等级，结果，当年收益的降低使得市盈率下跌至历史最低点，扩大了当年收益下降

的影响，股票价格往往会非常便宜。但是同样的管理层，在其他时间可能获得了很大的成功，成功或者失败的平均几率可能会在未来持续不变。由于这一原因，在一个相当严重的错误曝光时，能力非凡的人经营的公司股票可能会相当便宜；相反，一个公司如果不是开拓者，没有把握住机会，只是跟着群体行动，在这个竞争激烈的时代可能只会被证明是一个平凡的投资。

我曾经试图把陶博士的另一个评论应用到投资选择过程中：“如果你做一件事情不能比别人做得好，那么就不要做它。”在这些日子里，政府压制和干预了很多类型的商业活动，高税率、工会、和公众对一件件产品的品位变化，对我来说，除非公司具有强烈的竞争意识和进取精神，能以优于行业内总体水平的方式做好事情，否则就没有必要承担持有这些公司的普通股的风险。只有通过这种方式，利润率才能满足公司成长的需要，当然，在通货膨胀对公司报告的利润率产生显著影响的时候尤其如此。

历史与机会

我在经济大萧条处于低谷时开始创业，在1947~1950年初为军队工作了三年半的时间，这两个阶段有一些相似之处。两段时期都面对着无法抵抗而普遍的悲观情绪，很难为客户赚到直接利润，两段时期都证明，有耐心的投资者最后都得到了惊人的回报。在之前的那一阶段，相对真实价值，股票价格可能跌到了20世纪的最低水平，不只是因为大萧条对经济的破坏，也因为许多投资者担心美国的私人企业制度是否能够继续存活。它存活了下来，在接下来的几年里，那些有能力，并且愿意投资正确的股票的人获得了惊人的回报。

就在第二次世界大战结束几年之后，另一个担心导致股票价格

相对其内在价值又达到了大萧条低谷时期的水平。这一次，商业情况很好，公司的收益也在稳定增长。尽管如此，几乎整个投资界都被一个简单的比较所迷惑。美国内战结束后没几年，在一个短暂的繁荣后紧跟着出现了 1873 年的经济恐慌，经济的严重衰退持续了将近六年的时间。另一个相似的时期是在第一次世界大战结束之后，短暂的繁荣时期之后紧跟着 1929 年的市场崩溃，这次更严重的经济衰退大约也持续了六年。第二次世界大战期间，每天的战争成本约为第一次世界大战的 10 倍。因此这一时期的主要投资观点推理说：“当前出色的利润没有任何意义。”紧跟着就会出现可怕的崩溃和一段相当困难的时期，这是大家都要遭受的。

年复一年，更多公司的每股收益都在上升。1949 年被称为“美国商业生不如死”的年份，因为只要有传言说某家公开上市公司即将退出市场，价格就会急剧上涨。很多公司的清算价值远高于它们当时的市场价值。年复一年，投资公众开始渐渐明白，可能是因为没有事实根据的观点或者理论阻碍了股票价格的上涨，预期的商业衰退一直没有到来，并且除了 20 世纪 50 年代的两次相对较小的经济衰退，长期投资者获得丰厚回报的日子即将来临。

在 80 年代即将开始前的几个星期，我写下了这些文字，我惊讶于投资者没有多花点精力重新研究 1946 年下半年之后几年的股票市场历史，看看那时和现在是否确实存在相似之处。从历史标准来看，许多股票的价格再一次下跌到非常低的程度，这是我一生中第三次遇到这种情况。相对报告的账面价值，价格可能并不像第二次世界大战之后的那段时期那么便宜，但是，如果用真实货币的替代价值来调整报告的账面价值，它们或许会比前两次的低价值时期都便宜。问题出现了：现在这段时期有很多担心，比如高昂的能源成本，来自左翼政治的威胁，或者负债超出资产等，商业活动不可

避免地耗费了流动资产，和前两次相比，目前对价格回撤的担心是不是比较严重，能够更容易阻碍未来的增长？如果不是，那么一旦解决了负债超出资产的问题，我们便可以合理地假设：在80年代及以后的时间，或许会出现同一种回报的机会，具有前两次反常的最低价特征。

从丰年得到的教训

从商业的角度来说，1954~1969年这15年间，是我的事业颇有成就的时代，在我持有的相对少的股票中，大多数的上涨幅度高于股票市场的整体水平，尽管如此，我还是犯了一些严重的错误。我的成功来自于对前述方法的勤奋应用，而错误是值得注意的，每一次的错误都会给我带来新的教训。

好运气会滋生懒惰，而懒惰是现在最困扰我的错误，尽管它不是令我损失最惨重的错误，它的产生是由于不仔细应用正确的原则而引起的。

在60年代早期，我在电子、化学、冶金和机械等技术行业的投资被证明是非常令人满意的，但在前景看好的医药领域，我没有进行相应的投资，因此我开始寻找合适的投资对象。在这一过程中，我和一位在该领域内卓有成就的医学专家讨论过。当时，他对一家中西部的小生产商即将推出的新药系列非常感兴趣，他认为与这一领域的其他公司相比，这些药品会对这家公司未来的收益产生非常有利的影响，潜在的市场似乎非常令人兴奋。

之后我又和这家公司的一位管理人员以及几位投资人士谈过，所有人都看好这种新药的潜力。不幸的是我没有继续进行自己的标准检查，既没有向其他的医药公司，也没有向其他的医学专家请教，看看他们能否提供相反的证据。遗憾的是，后来我才知道，那

些看好该公司的人也都没有深入地研究调查。

不考虑新药系列的利润的话，这家公司的股票价格远高于其实际价值，但是如果新药品的前景像它的支持者想象的那么好，那个价格就只是潜在的一小部分。我买进该公司的股票，结果看到价格一路下跌，最开始跌了20%，接着跌了超过50%，最终整个公司以不到我买进股票时价格的一半卖给了一家试图进入医药领域的非制药业大公司。后来我才知道，即使是这一价格也已经让收购公司在这笔交易上赔了钱。新药系列不仅辜负了我的朋友和医学专家的热情期望，而且让我在损失之后重新对形势进行痛苦的反省。我发现这家小型药品生产商的管理层存在问题，我相信通过更彻底的研究调查，失败会清楚地呈现在我眼前。

自从这次失败的经历之后，我都会在事情进展顺利时，特别深入全面地进行调查研究。这一愚蠢的投资没有损失更多钱的唯一原因，就是由于我的小心谨慎。由于我和这个公司的管理层仅有过很少的接触，因此最初只做了很小的投资，并且计划在进一步了解公司之后进行更多的投资，在我准备继续自己原先的愚蠢行为之前，公司陷入了麻烦。

1969年，在长期的牛市达到了最后一个高点时，我犯了一个错误。为了理解发生了什么，有必要再现一下当时大多数科技类股票的投资者心理的狂热。这些公司，尤其是很多小公司的股票价格的上涨幅度远高于市场整体，1968~1969年期间，似乎一个人只有在想象中才能超出对这些公司即将到来的成功的梦想。当然，它们中的一些确实具有非凡的潜力。投资者的辨别力衰退到很低的程度，例如，很多人相信，以任何方式服务于电脑行业的任何公司，其未来几乎是无限广阔的，这种感染性的情绪也蔓延到了仪器和其他科技公司。

那个时候，市场上流行买入一两年后才以很高的价格“公开上市”的股票，而我一直抵抗着这种诱惑。但是由于频繁地与支持这些公司的人联系，我也不断地寻找一些可能真正有吸引力的投资。1969年，我找到了一家从事非常前沿的新技术的设备公司，它的存在有着坚实的基础。这家公司的总裁聪明而诚实，我仍然记得，和他一起用过一次长时间的午餐之后，我在机场等待回程飞机时一直在来回地盘算，是否以当时的市场价格买进这家公司的股票。深思熟虑之后，我决定开始行动。

我正确判断了这家公司的潜力，接下来几年，该公司确实有所增长，但是，这次投资却是失败的。我的错误在于为该公司的前景付出了过高的价格。几年之后，公司表现出相当快的增长，我卖出了这些股票，但卖出的价格和我当时买进的成本几乎没有什么差别。尽管我认为在公司未来能获得的增长已经变得相当不确定时卖出股票是正确的，但是以微薄的利润在持有多年之后卖出，不是使资本增长和防止通货膨胀的方式。在这次表现令人失望的投资中，原因在于最初受到冲动的诱惑，支付了不切实际的价格。

做好少数事情

错误的策略判断为我酿成了另外一种完全不同的错误，并且造成了惨重的损失，这次我的错误是把自己的技能运用到了经验限度以外。我开始在完全不同的领域活动，并在已经全面了解的行业之外进行投资，我在这些领域并没有相当的背景知识。

面对为工业市场服务的制造业公司，或者领导尖端科技的服务型生产商，我相信自己知道该寻找什么，优势和圈套都在哪里。但是，在评价制造和销售消费品的公司时，不同技能的应用是很重要的。相互竞争的公司生产的产品本质上很接近，市场份额的变动主

要取决于变化的公众品位和时尚，或者受到广告效果的严重影响。我了解了挑选杰出科技公司的能力无法类推到取得不俗成功的不动产公司。

其他人可能会在相差迥异的投资领域做得很好。和我职业生涯中的其他错误不同，这次错误可能会被其他人忽视，但是，一个分析师必须了解自己的能力和局限，先把手边的事情处理好。

在预期到市场可能下跌时持有还是卖出？

面对潜在的不利市场，投资者是否该卖出一只好股票？在这个问题上，恐怕我坚持的观点在现在流行的投资心理中比较少见。对于国内控制着大量投资资金的人来说，他们的行为似乎都反映着这样一种信念：当投资者持有的某只股票已获得不错的利润，并且担心价格可能下跌时，他就应该卖出股票，抓住利润，这种现象越来越多。我的观点与之有很大不同。即使一家公司的股票似乎接近一个暂时的最高点，近期可能会发生相当大的下跌，但只要我相信它的未来很有吸引力，我就不会卖出这家公司的股票。如果我估计股票价格会在几年后上涨到比当前水平高得多的最高点，我宁愿继续持有。我的信念源于对于投资过程本质的一些基本考虑，真正前景非凡的公司很难寻找，因为这样的公司本来就不多。但是，对于能正确理解和应用基本原则的人来说，我相信他能以90%的准确性区分真正优秀的公司和平庸的公司。

预测某只股票在未来半年的走势是非常困难的，判断股票短期内的表现，必须从整体商业水平的近期经济评价开始。但是预言家对商业周期变化的预测记录一般来说都是很差的，他们会严重错误地判断是否会发生以及什么时候发生衰退，至于对严重程度和持续时间的预测就更差了。此外，无论是整个股票市场还是任何个股的

走势，都不会和商业趋势相似。群体心理和金融界评价整体商业或者某只股票的前景的变化是最为重要的，而且几乎不可预测，因此，我认为无论如何勤奋地加强预测技能，对股票价格短期变化的预测准确率都很难超过 60%，这可能还是一个很乐观的估计。面对这种情况，在准确率最高为 60% 的情况下，卖出你持有的准确率能达到 90% 的股票是没有意义的。

而且，对于通过长期投资寻求丰厚利润的人来说，并不仅仅考虑获利的几率。如果投资一家财务和运营状况都很良好的公司，那么即使最大的熊市也不会降低持有股票的价值；相反，真正优秀的股票每一次都能达到比之前的最高点高出几倍的价格，因而，考虑风险与回报的比率更有利于长期投资。

因此，放在最简单的数学公式中，考虑几率和风险与回报的比率都更有利于持有。对一只好股票来说，判断不利的短期变化要比预测强劲而长期的价格增长潜力更容易犯错误。如果在市场暂时大幅下跌的时候仍然坚定持有正确的股票，最多比前一个最高价下跌 40%，而且总有一天会扭转局势；但是如果你卖出而没有回购，那么预期到价格短期内的反转，错失的长期利润可能是卖出股票后获得的短期收益的好多倍。根据我的观察，很难准确选择一只具有吸引力的股票价格短期变化的时间，尽管有时在卖出之后以很低的价格回购，可是获得的利润和选择错误的时间导致利润的损失比起来，实在微不足道。许多人太早卖出股票，后来也没有回购，或者再投资的时间拖得太久，没有获得可能的利润。

我将用下面这个亲身经历，但是表现不好的例子来阐明这一点。1962 年，我所投资的两个重要的电子行业的股票涨到了最高点，而且近期价格变化的前景相当危险。德州仪器的价格是我七年前买入时的 15 倍，对于约六年前买入的另一家公司，我用化名

“加利福尼亚中部电子(Central California Electronics)”称呼它，价格的上涨幅度和德州仪器差不多。两只股票的价格都已经上涨得太高，因此我通知了我的每一个客户，告诉他们这两只股票价格高得不切实际，不鼓励用这个价格来衡量当前的净值。我很少这样做，除非我很有信心地认为，在下一次重要的变化中，我持有的一只或者多只股票的价格会显著下降。但是，即使有如此强的信心，我还是极力主张我的客户继续持有，相信这两只股票在未来几年后会上涨到很高的水平。当这两只股票的价值修正时，下跌的结果比我的预期要严重得多，德州仪器随后到达了底部，比1962年的最高点下跌了80%，加利福尼亚中部电子的表现没有那么差，但是仍然下跌了接近60%。我的信念受到了极其严峻的考验。

但是，几年后德州仪器的股票又一次上涨到新高，这一价格甚至超过了1962年最高价的两倍，耐心终于得到了回报。加利福尼亚中部电子的表现并不尽如人意。当整个股票市场开始复苏的时候，公司管理层内部的问题开始显现，发生了一些人事上的变动。我开始非常担心，并且进行了一次我认为非常彻底的调查，我得出了两个结论，没有一个令我开心。其一是我错误地判断了以前的管理层，我应该更加注意到它的缺点，但是我没有做到。其二，我对新的管理层缺乏足够的热情，不想继续持有它的股票，结果我在接下来的一年中卖掉了这些股票，价格只比1962年最高点的一半稍高一些。我的客户由于买入的价格不同，获利是原始成本的7~10倍。

正如之前我所指出的，我特意举了一个表现较差，而不是表现较好的例子，来说明为什么我相信应该忽视真正有前途的股票的短期波动。在加利福尼亚中部电子的例子中，我的错误不在于短暂下跌时持有股票，而在于其他更重要的事情。我对自己投资这家公司

获得了巨大成功而变得过于自满，我开始对最高管理层的意见注意过多，而对低级别员工和公司客户的调查不够充分。当我认识到这种情况以后，便按照当时的情况采取行动。我希望把投资加利福尼亚中部电子的资金转移到其他电子公司，主要是投资摩托罗拉，幸运的是在接下来的几年，摩托罗拉股票的价值增长到高出加利福尼亚中部电子之前的最高点好几倍。

为了获得短期差价而频繁交易会遭受损失

在德州仪器和加利福尼亚中部电子的例子中，还能学到很多东西。1955年夏，我最初买入德州仪器的股票是作为最长期的投资，对我来说，这家公司完全能让我对它持有这样的信心。大约一年后，价格上涨到原来的两倍。我管理的资金的不同所有者都熟悉我的运作方法，但是有一个人例外，他和我一样对只能获得一点利润兴趣不大，但是，那时我有一个相对较新的账户，这个账户的所有者在他们的生意中，习惯于在市场下跌至最低点时买入，而在上涨到最高点时大量卖出。既然德州仪器的价格涨到了原来的两倍，他们给了我很大的卖出压力，不过我还能坚持住。当股票又涨了25%，能带给他们125%的利润时，他们给我施加的卖出压力就更大了。他们解释说：“我们很赞同你的看法，我们很喜欢这家公司，但是我们随时都能在下跌时以更好的价格回购它的股票。”我最终向他们妥协了，但是说服了他们继续持有一部分，而卖出其余的部分。尽管几年后该股票出现了一次大幅度的下跌，价格从最高点下跌了80%，可是这个新的最低点仍然比这些特别的股东卖出的价格高出约40%。

经过一个急剧的上涨，对于没有接受过金融训练的人来说，股票的价格看上去总是太高。这类客户将承担另外一种风险，他们仅

仅由于已经实现了不错的获利，价格看起来暂时估计过高，便卖出成长前景仍然很好的股票。这些投资者犯错误之后，很少以比较高的价格回购股票，于是进一步失去了未来的利润。

冒着重复的风险，让我再次强调一下我的信念：短期的价格变化本身是难以预测的，因此，我相信为了获得短期差价而频繁交易是不可能赚取巨额利润的，只有真正长期持有正确股票的人才有这个可能。

长期的股利阴影

这么多年过去了，我试图通过这些评论说明不同的经历逐渐帮助我形成了自己的投资哲学，但是回顾过去，我找不到一件特别的事情，无论是犯的错误还是有利的机会，能够让我得到股利问题的结论。经过多年的观察，我的观点渐渐成形。和今天一样，40年前大家普遍认为股利对股东非常有利，应该热情欢迎，起初我的看法也是这样。接着，我开始看到一些公司的研究部门提出了很多令人兴奋的新观点，但是没有被很好地采用。资源要么太少，要么太过昂贵。我开始思考，要是不发股利，而把公司大部分资源保留下来投资在更多的新产品上，对有些股东来说会更好一些。

我开始逐渐认识到，每一位股东的利益是不同的。有些投资者需要股利收入来支持他们的日常生活，这些股东无疑会更喜欢当前的股利，而不会选择更多未来的利润，以及由于加强了对有前途的产品和技术的投资而增加的股票价值。这些投资者能够找到一些对生产上使用的资金的需求和机会要求不高的公司。

但是，如果股东的获利能力和其他收入来源超出了需要，并且能够定期存款，情况又会如何？发放股利会产生相当高的所得税率，相反，如果公司不发放股利，为了未来的增长而把资金拿去进

行再投资，那么就无需缴税，这样的做法对投资者来说是不是更好一些？

第二次世界大战之后不久，我开始把自己的投资活动几乎完全集中在获得长期而较大的资本增值上，另一方面的股利支付问题日益明显。增长前景最好的公司在极大的压力之下根本不发股利，他们的资金需求很大，将资金用于生产的能力也非常强，开发新产品的成本仅仅是成长过程中需要的第一笔巨大的资金支出。紧接着要把产品介绍给顾客，这需要大量的市场营销费用。如果成功的话，公司又需要扩建工厂来满足日益增加的需求。新产品一旦上市，逐渐增加的库存和应收帐款又进一步增加了资金需求。大部分情况下，库存和应收帐款的增长几乎和公司的销售量成正比。

有些投资者针对所涉及的风险，寻求利润的最大化；有些投资者不需要额外的收入，也不想支付不必要的税金，他们和拥有大量投资机会的公司之间的利益似乎是天然相配的。我认为，这样的投资者应该把主要的投资限制在不发放股利，但是获利能力很强，可以将收益再投资于有很大吸引力的地方的公司。这样的客户才是我希望服务的客户。

但是近来，情况变得不再那么清晰。机构股东在日常股票交易活动上的支配力量越来越大，养老金和利润分享基金无需支付股利的所得税，因此，许多机构股东制定策略，不管股利有多低，也不投资不发放股利的公司。为了吸引和留住这些买方，很多有前途的公司开始适当地发放股利，但是占每年总收益的比例很小，一些想要成为成长型公司的经理同时大幅度降低了他们发放的股利。现在，要想从大批公司中区分出与众不同的公司，那么聪明地保留收益的技能已经成为更关键的因素。

从这些原因中，我开始相信关于股利问题说得最多的就是：不

需要这笔收入的人们应该把这个因素的影响大幅度降低。一般来说，发放股利较低或者根本不发放股利的公司，可以找到更多吸引人的机会。不过，决定股利支付策略的人一般认为，发放股利对投资者是有利的（对某些人是这样的），因此，我偶尔也能在发放股利较高的公司中找到真正很好的投资机会，尽管这样的事情不经常发生。

第四章 市场有效率吗

到了 20 世纪 70 年代，我的几乎全部投资哲学的形成都来自之前 40 年的经验。前面提的一些例子说明了我的投资哲学形成的背景。这些例子中不管是聪明的行为，还是愚蠢的行为，只有一个发生在 70 年代，其余的全部发生在之前 40 年。这并不是说我在 70 年代没有犯错，不幸的是，似乎无论我怎么努力，我在真正掌握之前有时至少会在同一个地方摔倒两次。但是我用的例子通常是其第一次发生时的情况，以说明我的观点，这就可以解释为什么除了一个例子，其他的都发生在之前 40 年。

过去 40 年，每一个十年之间的相似之处令人惊讶，注意到这一点是很有帮助的。或许除了 60 年代，每个十年都有一段时期流行一种观点，认为外部影响的力量很大，已经超出了个别公司管理层的控制，因此即使最聪明的普通股投资业也是徒劳无益的，可能不适合谨慎的人去做。30 年代受到大萧条的影响，有几年这样的观点走向了极端，但是还比不上 40 年代人们对德国战争机器和第二次世界大战的恐惧，或者 50 年代另一次严重衰退的影响，又或者 70 年代人们担心通货膨胀，政府过度干预等事情的影响，然而事后看来，每个阶段都创造出了难以置信的投资机会。这五个年代，投资者有大量，而不是少量的机会买入普通股并持有，在十几年之后获得数倍的利润，有些时候利润高达几十倍。同样，每个年代都有一些热门的投机性股票，后来证明是盲目跟随群体行动会遇到的最

危险的陷阱，而真正知道自己在做什么的人不会受到影响。所有的阶段本质上很相似，也就是获利最多的机会来自有价值的投资，但是如果金融界错误地判断了形势，就会低估价格。当我回顾50年来影响证券市场的各种力量，以及这段时间内公众乐观与悲观情绪的交替时，古老的法国谚语“事情变化得越多，越是保持原样”便会浮现在脑海中。我一点都不怀疑，在即将进入的80年代，面对所有的挑战和愿景，同样的事情将持续下去。

有效率市场的谬误

过去几年中，人们把太多的注意力放在了我认为相当荒谬的事情上，我指的是认为市场非常有效率的观念。和其他时期的错误观念一样，眼光敏锐的人或许会通过持相反的意见创造出机会。

对于这些不了解“有效率”市场理论的人来说，“有效率”并不指市场上明显的机械效率。潜在的买方或者卖方可以把指令下到市场中，交易能很有效率地在几分钟内执行完毕；“有效率”也不指能够反映买方和卖方相对压力的变化，使股票价格上涨或者下跌几分之一美元的细微的调整机制。相反，这个观点表明，在任何时间，市场的“有效率”价格应该已经充分和真实地反映了该公司所有已知的情况。除非某人拥有重要而非法的内部信息，否则无法找到真正便宜的股票，因为能够让潜在的买方相信存在值得投资的情况的有利影响，已经反映在股票价格上！

如果市场真的像流行的说法那么有效率，而且重要的买入机会或者卖出理由不能不断出现，股票的回报率随后就不应该有那么大的变化。我所说的变化不是指整个市场的价格变化，而是指一只股票相对于另一只股票的价格变化的分散程度。如果预期市场是有效率的，那么产生这一结果的核心分析，从整体上来说一定很差。

有效率市场理论来自学术上的随机漫步学派(School of Random Walkers)。这一学派发现,很难找到一种运作足够好的技术交易策略,能够相对所承担的风险,在扣除交易成本后提供很有吸引力的利润。我不反对这种说法。正如你所看到的,我们很难在短期市场预测的基础上,通过频繁买入卖出的交易赚到钱。或许市场的高效率只是一种狭义的解释。

我们中的大部分人应该是投资者,而不是交易者。我们应该寻找前景非常看好的长期投资机会,避免前途暗淡的投资机会,在任何情况下,这都是我的投资方法的核心原则。我不相信价格对勤奋和知识丰富的长期投资者来说很有效率。

我在1961年的经验直接适合于说明这一问题。在那一年,我承担了一个很有刺激性的工作,代替正式的金融教授,在斯坦福大学的商学院研究生院讲授高级投资课程。“高效率”市场的概念没能看到多年后的情形,和我让学生完成下面将要描述的练习的动机没有任何关系,相反,我只是要让学生用一种永远不会忘记的方式,了解相比一些股票相对另外一些的价格变化的差异,整个市场的波动无足轻重。

我把全班学生分成两组。第一组拿到纽约股票交易所的按照英文字母顺序排列的股票名单,从字母A开始,第二组则从字母T开始。每一只股票都按照字母顺序排列(优先股和公用事业股除外,我认为它们是不同的类别)。每个学生分到四只股票,查询它们在1956年最后一个交易日的收盘价,经过调整的股利和拆股的情况(忽略影响不大,不值得加入计算的股权),并拿这个价格和黑色星期五(没有其他的意思,只是这一天的收盘价很有趣)的价格进行比较。近五年内每只股票的上涨或者下跌的百分比都已经标注出来。这段时间,道·琼斯工业平均指数从499点涨到703点,上涨幅度

为 41%。整个样本中共有 140 只股票，结果如下表所示：

获利或者损失的资金百分比	每一组股票的数量	占股票总数量的百分比
获利 200%~1020%	15 只股票	11%
获利 100%~199%	18 只股票	13%
获利 50%~99%	14 只股票	10%
获利 25%~49%	21 只股票	15%
获利 1%~24%	31 只股票	22%
不赔不赚	3 只股票	2%
损失 1%~49%	32 只股票	23%
损失 50%~74%	6 只股票	4%
	140 只股票	100%

我们可以从这些数据中得到相当深刻的见解。在道·琼斯工业平均指数上涨 41% 的期间内，38 只股票损失了资金，占总数的 27%，其中 6 只股票，也就是占全部股票的 4%，总价值的损失超过了 50%。相比之下，约四分之一的股票获得了相当引人注目的资金收益。

为了把这一点讲得更透彻，我注意到如果一个人投资 1 万美元，并把资金平分到这张列表上最好的五只股票，那么四年零三个季度之后，他的资本现在价值是 70260 美元。另一方面，如果他投资 1 万美元买入五只最差的股票，那么他的资本价值现在缩减为 3180 美元。这种极端的结果最不可能发生，要出现这种极端的结果，除了技能之外，还要依靠无论是好还是坏的运气。投资判断力真正优秀的人投资 1 万美元，从 10 只最好的股票中挑选五只，他的资产净值能在黑色星期五达到 52070 美元，这并不是难以置信的事情。同样，一些投资者老是以错误的理由选择股票，而且总是选择没有价值的股票，对他们来说，选择的是最差的 10 只股票中的 5

只，也不是完全不可能的结果。在这种情况下，1 万美元的投资会减少到 4270 美元。我们根据这一对比发现，在不到五年的时间里，聪明的和愚蠢的投资计划之间的资金差距可以高达 48000 美元。

一年半后，在我又一次讲授同一门课程时，我重复了完全相同的练习，只是没有使用字母 A 和 T，而选择了字母表中的另外两个不同的字母来组成股票样本。此外，时间过去了五年，虽然两次练习的开始与结束时间并不相同，但是两次练习的结果几乎完全一样。

我相信，回顾大部分持续五年的市场，可以发现股票的价格表现是不同的。价格的差别可能来自出乎意料的事件，关于一只股票在最初的阶段无法合理预见的前景，这些事件是重要的新信息，但是大部分的差异，至少可以根据价格的方向性，以及相对市场的整体收益或者损失而粗略地预料到。

瑞侃公司

根据以上这些证据，我很难明白为何一个人会认为股票市场的效率很高，这里再次使用了“有效率”一词，因为主张这一说法的人是这么描述的，但是在进一步说明这一问题之前，让我谈谈几年前之前股票市场的情形。20 世纪 70 年代初，瑞侃公司的股票在市场上享有盛名，它的市盈率也相当高。有些原因可以从公司的执行副总裁罗伯特·M·哈尔佩林 (Robert M. Halperin) 的谈话中看出，谈到瑞侃的运营哲学的四个要点，他说：

(1) 瑞侃不会做任何技术上简单的事情 (也就是潜在的竞争对手容易模仿的东西)。

(2) 瑞侃在垂直整合之前不会做任何事情，也就是说，瑞侃必须自行研究生产、制造和销售。

(3) 除非有很大的机会获得特殊的保障，一般指专利保护，否则瑞侃不会做任何事情。除非获得这样的保障，否则研究精力不会用在某一个项目上，即使符合瑞侃的特长。

(4) 瑞侃只生产它认为能成为市场领导者的新产品，而不管市场规模的大小。

到了 70 年代中期，控制着大型机构基金的人普遍意识到这些非同寻常的力量，相信瑞侃具有杰出的竞争优势和吸引力，因此在市场上大量买入该公司的股票。但是最具吸引力的，以及那时市盈率较高的可能原因，在于该公司的另一方面，许多人认为瑞侃在新项目开发上的资金占销售额的比率高于平均水平，拥有非常出色的研究机构，能生产出足够的新产品，公司可以依赖它们持续增加销售额和收益。这些研究产品确实对金融界有特别的吸引力，因为许多新产品只是间接地和其他公司的老产品竞争。最重要的是，这些新产品能使工资较高的劳工做同样工作，比之前需要的时间减少了相当多。公司节省下来的成本足够多，除了回报客户，还能获得不错的利润率。所有这些使得股票的价格在 1975 年末达到了最高价 42.5 美元(价格经过了随后股票拆股的调整)，这一价格是 1976 年 6 月 30 日结束的财政年度估计的收益的 25 倍左右。

瑞侃——期望的破灭和价格的崩溃

临近 1976 年 6 月 30 日时，瑞侃遭遇了两次沉重的打击，不但价格暴跌，而且在金融界的声望也一落千丈。金融界本来对一种叫做“斯蒂兰”(Stilan)的聚合物十分看好，因为相对于航空业用来包线的其他化合物，它具有独特的优点，而且处于最后的研究阶段。此外它是瑞侃以自身技术为基础开发的第一种产品，也是瑞侃开始在自己的工厂生产化学产品，而不再向别人购买原材料进行再

加工。由于这种产品的吸引力，瑞侃分配给这项产品的研究费用远高于历史上研究其他产品的费用。金融界认为这种产品已经走向成功之路，在经历了所有新产品必经的“学习曲线”之后，将获得很高的利润。

实际上，后来的发展正好相反。按照瑞侃管理层的说法，斯蒂兰在“科学上获得了成功，但是在商业上却是失败的”。一些很强的竞争对手改进了产品，虽然技术上差一些，功能却符合需求。瑞侃管理层认识到了这一点。几周之后，管理层做出了痛苦的决定，放弃了这项产品，以减少损失的巨额投资。公司在该财政年度的收益减少了约 9020 万美元，不算一些特殊收益，每股收益从上一财政年度的 7.95 美元减少到了 0.08 美元。

除了收益降低，金融界对瑞侃的信心也大大降低，公司的研究能力并没有使收益增加。金融界普遍忽视了一条基本原则，也就是所有公司开发的新产品难免会以失败收场，所有的工业研究活动和经营良好的公司都无法逃避这种结局，但是从长期来看，其他新产品的成功足以弥补失败造成的损失。投资最多的项目最终失败，或许只是运气不好，不过股票价格却因此受到了影响。到了 1976 年第四季度，瑞侃股票的价格跌至大约 14.75 美元（随后由于 6:1 的拆股而再次调整），这一价格只是之前最高价格的三分之一。当然，那一年只有少量的股票可以在最低点完成交易，更重要的是，此后几个月内的价格仅仅稍稍高出最低价。

另一种发展也会影响到公司此时的利润，并导致瑞侃陷入不利境地。对于任何成长顺利的公司来说，最困难的任务之一是改变管理层的结构，以方便公司在成长的过程中允许适当控制小公司和最佳控制大公司之间的差别。1976 年财政年度结束之前，瑞侃管理层已经建立了制造技术的部门，即根据生产的产品建立部门。公司规

模小时，这种方式运营良好，但随着规模的扩大，就不利于以最高的效率服务客户，因此在1975年财政年度结束时，瑞侃的管理层开始推广“大公司”的管理理念。公司依照所服务的行业，而不是依照产品的物理和化学组成重新构建部门。调整组织结构的时间定在1976年财政年度的年底，最初制定这一时间时，管理层完全没有想到同时发生的还有由于放弃斯蒂兰所产生的巨额贬值。

瑞侃的每一个人都知道，组织结构调整以后，收益至少会在一个季度，甚至两个季度内大幅度降低。尽管管理层几乎没有变动，但是很多人现在有了不同的上级和下级，以及必须相互协调工作的同事，所以会有一段效率较低的适应期，直到公司员工学会如何以最好的方式在新环境中工作。管理层决定按照原定计划实施结构调整，而不把一定会对公司收益造成第二次冲击的事情拖延一段时间。从这一点可以看出，公司对未来充满信心，并不担心短期的效果。

实际上，大幅度调整组织结构所遇到的困难，远低于当初所设想的。正如预料的那样，新的财政年度的第一季度收益远低于不调整组织结构时收益的水平，到了第二季度，这方面的短期成本大多数已经消除，从基本面看，这些发展在分析师眼里属于利好消息。瑞侃目前的状况可以应对未来的成长，而以前的模式是做不到的。它已经成功地跨越了第一道障碍，没有因为这道能使原本吸引人的成长型公司走向衰退的障碍而受阻。但是总体来说，金融界似乎没有认识到这一点，相反，收益暂时进一步降低，价格又跌至曾经到过的低位。

对潜在的投资者来说，这个价格更吸引人的地方，在于另一种影响的力量，其他公司放弃证明不成功的项目后不久，我也曾经看到过这种影响。放弃斯蒂兰的一个财务效果，是投入项目的大量资

金释放出来，用于别的地方，更重要的是研究人员能够有时间从事其他的项目。就像干旱之后的雨水能滋润鲜花绽放，一两年内，公司可能就能看见和过去相比，从未有过而具有吸引力的大规模研究项目。

瑞侃和有效率的市場

那么，瑞侃的情况和最近金融界的一些人支持的“有效率市场”理论有什么关系呢？根据有效率市场理论，股票会自动并立即对任何该公司已知的事情做出调整，因此只有拥有他人不知道的非法“内部信息”的人，才有可能从一只股票的未來走势中获利，就这件事来说，瑞侃的管理层一旦有消息就会立即通知股东，他们愿意向任何有兴趣的人说明前面提过的所有事实，并解释收益不佳的时间会持续多久。

实际上，以上所有的事情发生之后，利润也攀升到了历史最高点，瑞侃公司的管理层进一步做了一件事。1978年1月26日，他们在公司总部召开了长达一天的会议，我也有幸出席这次会议。瑞侃公司的管理层邀请所有对瑞侃有兴趣，或者认为自己可能有兴趣的机构与证券经纪公司的代表，以及投资顾问参加这次会议。会议中，公司最高级别的10位管理人员十分坦诚和详尽地解释了公司的前景、遇到的问题以及在权限范围内有关瑞侃的当前状况。我只是偶尔在其他公司见过类似的会议。

会议召开一两年后，瑞侃的收益增长情况，和根据会议上所说的事情去推测的结果一模一样。那段时间，股票价格从会议当天的23.25美元上涨一倍以上，可是在会议结束后几周内，价格没有受到特别的影响。一些与会者显然对会议上描述的美好前景留下了深刻印象，但是有太多人仍然无法摆脱一两年前双重打击的阴影，他

们显然不相信会议上听到的话，他们认为有效率市场理论不过如此而已。

从瑞侃等公司的经验，投资者或投资专业人士能够得出什么样的结论？接受和受“有效率市场”理论影响的人，大致可分为两类：一类是没有什么实际经验的学生，另一类很奇怪，似乎是很多大型机构基金的经理人。大体而言，个人投资者或者大规模投资者很少注意这个理论。

从我运用个人的投资哲学所获得的经验中，可以推断出：在70年代即将结束的时候，在我投资的科技股票领域，大公司比小公司拥有更多具有吸引力的机会，大公司的市场为机构所支配，而在小公司个人投资者起着更为重要的作用。大约十年前，有人看出当时流行的双重市场概念的愚蠢，并且由于识别出这个没有价值的概念而获利。所以在每个时代，错误观念的出现会为那些投资识别能力强的人创造了机会。

结论

以上就是我根据半个世纪的商业经验形成的投资哲学，它的核心或许可以概括为以下八点：

(1) 应该买入的公司是那些遵守能使利润长期迅猛增长的计划，而且具有很难让新加入所在行业的公司分享增长的内在特点的公司。选择这样一家公司，还应该考虑很多有利或者不利的细节，显然不可能在这里全部涉及。有兴趣的读者可以看看《保守型投资者安枕入睡》的前三章，我在那里尽可能简明地阐述了这个问题。

(2) 集中全力买入那些处于不利境地的公司，也就是买入由于整体市场状况或者当时金融圈错误判断了真正价值，使得股票价格远低于更好理解的真正价值的公司。

(3) 持有股票直到公司的性质从根本上发生了改变(比如由于人事变动导致管理层能力降低),或者公司成长到某一点时,增长速度不再快于整体经济。只有在非常特殊的情况下,才会因为对经济或者股票市场走向的预测而卖出,这是因为走向的变化很难预测。绝对不要因为短期原因而卖出最具吸引力的股票。然而随着公司的增长,不要忘记许多公司在规模尚小时,运营相当有效率,后来却无法通过改变管理风格,满足大公司需要的不同技能。

(4) 主要目标在于寻求资本大幅度增值的投资者,应该降低对股利的重视程度。最有吸引力的投资最有可能发生在能获得利润,但是股利较低或者根本不发放股利的公司中。在给股东发放的股利占利润的百分比很高的公司中,找到非常出色的机会的可能性要小得多。

(5) 为了获得丰厚的收益而犯了错误是固有的投资成本,就像管理最好和利润最高的贷款机构,也无法避免不良贷款。重要的是尽快发现错误,了解导致它们产生的原因,并学会如何避免再次犯错。愿意在有些股票上承担少量的损失,而让利润在更有前途的股票上持续增长,是良好的投资管理的信号。在优秀的投资中获取微利,而让损失在不好的投资中增长,是投资判断极差的信号。绝对不要只是因为满足于获利而获利。

(6) 真正出色的公司数量很少。它们的股票一般无法以较低的价格买入,因此,一旦存在有利的价格,应充分利用当时的形势,资金应该集中在最值得拥有的机会上。那些涉及风险资本和小公司(比如每年的销售额不到2500万美元)的投资者,可能需要更高程度的投资多样化,至于规模较大的公司,适当的多样化要求投资在具有不同经济特征的各种行业。对个人投资者(可能和机构投资者以及一些基金相对应)来说,持有20种以上的股票是缺乏金融

能力的标志，通常 10 种或者 12 种是比较合适的数量。有时考虑到资本收益税的成本，可能要花几年的时间才能将资金集中。个人投资者持有的股票在 20 种时，应该把资金从一些最缺乏吸引力的公司，转移到具有吸引力的公司。请记住，ERISA 的意思是“投资没有气势是一种不够老练的行为 (Emasculated Results: Insufficient Sophisticated Action)”。

(7) 优秀的普通股管理有一个基本要素：不盲目接受当时金融界的主要观点，也不会只是为了与金融界的主要观点相反而采取相反的行动，拒绝当时盛行的观点。相反，投资者应该拥有更多的知识，应用更好的判断力，彻底评价具体情况，并且在你认为你是对的时候，要敢于采取“与群体相反”的行动。

(8) 投资普通股和人们大多数领域的活动一样，成功主要取决于努力工作、智慧和正直。

有些人可能天生就在以上所说的某些特点方面好于或者差于其他人。只要严格要求自己 and 付出努力，我相信所有人都可以在上述每个领域“增长”自己的能力。

尽管在管理普通股投资组合时，总是有些地方需要靠运气，但它不是最终的决定因素。要想持续成功，必须靠技能和持续运用可靠的原则。根据我的八点指导方针的框架，我相信未来主要属于那些自律且付出努力的人。

附录 评价有前途公司的关键因素

我的哲学要求我只投资数量相对较少，但是前景非常好的公司。很明显，我在研究公司时寻找的是它们具有增长潜能的信号，同样重要的是，我试着通过分析避免风险。我希望确定公司的管理层有必要的资金利用潜能，并在这个过程中让我的投资风险降到最低。在从事财务分析、拜访管理层以及和相关行业的消息灵通人士进行讨论时，我寻找的公司应该满足我的有关前途非同寻常的标准，下面概括了一些有关这种公司的保护性特征。

功能因素

(1) 和竞争对手相比，这家公司必须是产品或者服务的成本最低的生产商之一，而且有希望继续保持成本最低。

相对较低的收支平衡点可以在市场低迷的条件下让这家公司存活下去，并在较弱的竞争对手退出市场之后，增强它的市场和价格地位。

由于利润率高于平均水平，这家公司能从内部创造出更多的资金来维持公司的增长，不必通过卖出股票稀释股权，或者因为过于依赖固定收入造成财务上的压力。

(2) 一家公司必须具有很强的客户导向，能识别出客户需求和兴趣的变化，然后以适合的方式对这些变化做出反应。这种能力能使公司源源不断地推出新产品，以补偿成熟或者过时的产品。

(3) 有效的市场营销不仅要了解客户需要什么，也要用客户理解的语言向他们解释(通过广告、销售、或者其他方法)。应该紧密控制和不断监控公司要求的市场努力的成本与效果。

(4) 今天即使非科技公司也需要强大和方向正确的研究能力，以此生产更新和更好的产品，并以效果更好或者更有效率的方式提供服务。

(5) 研究的效果有很大的差异。研究要更有成效，必须具备两个要素，它们是市场/利润意识和有能力将必需的人才组合为一个有效的工作团队。

(6) 拥有强大财务团队的公司具有以下几项重要的优势：

①良好的成本信息能使管理层把精力放在利润贡献潜力最高的产品上。

②成本制度应该准确指出在运营中、生产、市场营销和研究成本在哪些地方效率不足。

③严格控制固定和运营资金的投资，以保护资本。

(7) 至关重要的财务功能可以作为早期的警示系统，辨别出威胁利润计划的影响，让公司有充裕的时间制订补救计划，把不利的意外事件的威胁性降到最低。

人的因素

(1) 公司要想更加成功，领导者需要具备坚定的创业家性格，能将驱动力、原始的观点以及为公司创造财富所必需的技能结合起来。

(2) 增长导向的首席执行官身边必须围绕着一个能力很强的团队，而且他们得到了充分的授权来运营公司的事务。团队合作是至关重要的，它和使得公司运转不良的权力争斗截然不同。

(3) 必须把注意力放在吸引能力突出而级别较低的管理人员身上,并训练他们担负更大的责任。职位的接任者应该主要来自可以利用的人才库,从外部招聘首席执行官是一个特别危险的信号。

(4) 企业家精神必须渗入整个组织当中。

(5) 较为成功的公司通常有一些独一无二的特点,这些特点是指一些特殊的做事方式,对它们的管理团队特别有效。这是一个积极的,而不是消极的信号。

(6) 管理层必须认识并适应这样一个事实,即在公司所处的世界,持续增长的速度越来越快。

①必须定期重新检查每一种公认的做事方式,并且寻找更好的新方式。

②管理方法的改变必然包含风险,应该认清这一点,把风险降到最低后再行动。

(7) 公司必须真诚、实际、有意识地持续努力,让每个级别的员工(包括蓝领工人)认为公司是一个工作的好地方。

①必须以合适的行为对待员工,必须尊重员工。

②公司的工作环境和福利计划应该促进工作的积极性。

③必须让员工感到表达不满时不用害怕,而且能够合理地期待管理层适当的注意和行动。

④参与计划似乎运行得很好,而且是优秀观点的重要来源。

(8) 管理层必须愿意遵守稳定增长所要求的纪律。要想获得增长,有时必须牺牲当前的利润,为有价值的未来发展奠定基础。

企业特征

(1) 虽然考虑新投资时,管理人员很重视资产回报率,但是投资者必须认识到:通过历史成本列出的历史资产,扭曲了对各公

司的表现的比较。尽管周转率有差异，利润相对销售额的比率可能是更好的投资安全性指标，特别是在通货膨胀较高的环境中。

(2) 高利润率会引来竞争，竞争则会侵蚀获利机会。减轻竞争的最好方式是以很高的效率运营，使得潜在的竞争对手没有加入的刺激因素。

(3) 规模效率往往被官僚主义的中层管理人员的低效率抵消。不过对一家经营良好的公司来说，领先地位可以创造出很强的竞争优势，这种优势对投资者很有吸引力。

(4) 第一个进入新产品市场距离成为第一名还有很长的路要走。有些公司更适合第一个进入市场。

(5) 产品并不是孤岛。比方说，每种产品都在间接竞争，希望赚到消费者的钱。随着价格的变化，即使经营良好的低成本公司，有些产品也可能失去吸引力。

(6) 在竞争对手已经拥有强大地位的市场领域，很难推出优秀的新产品。虽然新加入的公司可以建立起竞争性的生产、市场营销的力量和声望，但是现有的竞争对手还是能够采取强大的防御行动，夺回受到威胁的市场。相对目前的竞争对手的能力，改革者如果能以新颖的方式结合不同的科技，如电子与核子学，那么成功的可能性会更高。

(7) 科技只是获得行业领先地位的方法之一。开发消费者的“特权”是另一种方法，卓越的服务也是如此。无论如何，拥有抵抗新的竞争对手，保护已经建立起来的市场的强大能力，是可靠的投资所必需的。

封面
书名
版权
前言
目录
正文