

股票投资智慧

(根据现有人类认知整理)

V0.91@2018.03

不停问自己，怎样做股票投资才是科学的，效率最高？在外部经济环境和个人知识能力约束下，如何取得最好的投资收益？本书就是这一追寻过程的产物，致力于探索投资智慧，尤其是普世智慧。

股票投资学是经济学、管理学、心理学交叉学科。经济学认定价值投资是目前人类最好的投资方法，即以低于内在价值的价格买进股票，所以股票投资的本质就是用管理学来分析公司的内在价值，并在买卖过程中遵循心理学规律，排除干扰并利用波动。

谈智慧

我无法教会任何人任何事，我只能引导他们思考。——苏格拉底

(狭义的)智慧，是生物所具有的基于神经器官(物质基础)一种高级的综合能力，包含有：感知、知识、记忆、理解、联想、情感、逻辑、辨别、计算、分析、判断、文化、中庸、包容、决定等多种能力。智慧让人可以深刻地理解人、事、物、社会、宇宙、现状、过去、将来，拥有思考、分析、探求真理的能力。与智力不同，智慧表示智力器官的终极功能。智慧使我们做出导致成功的决策，有智慧的人称为智者。

智慧是由智力系统、知识系统、方法与技能系统、非智力系统、观念与思想系统、审美与评价系统等多个子系统构成的复杂体系蕴育出的能力。包括遗传智慧与获得智慧、生理机能与心理机能、直观与思维、意向与认识、情感与理性、道德与美感、智力与非智力、显意识与潜意识、已具有的智慧与智慧潜能等等众多要素。智慧就是文化进程中独创的执行力。

关于智慧的名言有：

1. 最大的智慧存在于对事物价值的彻底了解之中(拉罗什富科)
2. 智慧的可靠标志就是能够在平凡中发现奇迹(爱默生)。
3. 智慧的标志是审时度势之后再择机行事(荷马)。
4. 真正的智慧不仅在于能明察眼前，而且还能预见未来(忒壬斯)。
5. 智慧不是天公的恩赐，而是经验的结晶(阿富汗)
6. 使人发光的不是衣上的珠宝，而是心灵深处的智慧(西班牙)。
7. 人的智慧就是快乐的源泉(薄伽丘)
8. 智慧越发达，人生就越是获得莫大的满足(苏联)
9. 极端的命运是对智慧的真正检验，谁最能经得起这种考验，谁就是大智大慧(坎伯兰)
10. 过去的一切都是智慧的镜子(克·罗塞蒂)

在当今这个极度活跃的数字化时代，获取智慧成了一种挑战。平板电脑和手机上五花八门的应用竞相争夺人们的注意力，留给追寻智慧的时间和心灵空间却越来越少，人们很难有精力建立有意义的人际关系，进行深度交流，认真思考，察觉情绪，并保有同情和怜悯心。

获得智慧虽然需要教育，但教育不一定能让人变得有智慧，仅靠听取睿智的言论和合理的建议不一定能保证智慧的传递。

拥有智慧意味着什么？

人们常常把智慧与高智商或知识渊博等同起来，但拥有高智商和拥有智慧其实大相径庭。不了解事物本质却能高谈阔论的聪明人比比皆是。真正有智慧的人会去尝试掌握他们所了解的事物

的深层含义，并力图更好地理解自身认知的局限性。

智慧代表了处理信息的逻辑性。当我们吸收知识并将其应用于正确决策中时，知识就转化成了智慧。正如谚语所说，知识是倾诉，但智慧是倾听。有智慧的人通常拥有正确的判断力。

有智慧的人也很谦虚，这源于他们能够自发地认识到自身学识的局限性。他们知道自己不可能通晓一切，更好地接受自己的过失。他们能够分辨什么情况下自己做的是有意义的，同样知道什么时候做得还不够好。正是这种自我认知推动他们完善自我。

智慧可以从认知和情感两方面来理解。从认知上来讲，有智慧的人具备宏观视野。他们能够正确看待问题；超越主观视角，并从不同角度（由此避免简单的非黑即白思维）观察情况。从情感上来讲，有智慧的人善于深思和自我反省，具有更高的模糊容忍度。他们懂得怎样应对消极情绪，并具有同情和怜悯之心；这也令他们在人际交往中更胜一筹。

说起来可能令人难以置信，但比起成功和财富，拥有智慧更能让我们生活美满。当我们与自己的信仰和价值观一致时，我们的心理和生理也会得到健康成长。正如圣雄甘地曾说，幸福乃所思，所言，所行之合一。有智慧的人理解什么是有意义的生活。他们也懂得怎样规划和管理有意义的生活。这意味着他们能做到自我协调，促使行为与价值观相符，其中需要自我探索，自我认知和自我负责的品质。

智慧不随年龄增长而增长

那么怎样才能获取智慧，并且加速这一进程？这一点因人而异。只有通过我们自己的经历，学习怎样应对人生旅途中的重大不幸和困境，才能发掘自己的潜力，学会创造智慧。挫折是值得铭记的成长经历，它有助于我们深入理解生命的变化无常。克服苦难有助于我们感恩生命，发现新的机遇。这些经历能够让我们超越主观认识，从而看到事物的本质。

遗憾的是，智慧无法随着年龄自动增长。虽然年长的人可能显得更有能力一些，但很多人尚未有效利用他们的人生经历。获得必要的反省能力也许需要他人的帮助，这包括教育者、心理医师以及导师等。他们不仅仅能够传播知识，更能协助**当事人**度过挑战，鼓励他们运用情绪自我觉察，情绪自我调节，相关技能和专注力来帮助他们获得智慧。

以上内容的一部分观点来自曼弗雷德·凯茨·德弗里斯（Manfred Kets de Vries）的文章《*Why Wisdom Can't Be Taught*》。

目 录

1. 股票投资的世界.....	7
1.1. 股票投资是什么事.....	7
1.2. 投资大师们的业绩.....	9
1.3. 投资的关键是思考.....	10
1.4. 研究是投资的基础.....	14
1.5. 投资是种生活方式.....	16
2. 股票基础知识.....	18
2.1. 股票的概念.....	18
2.2. 股票的特征.....	19
2.3. 股票的分类.....	20
2.4. 股票的内在价值.....	21
3. 股票市场.....	22
3.1. 百年美股.....	22
3.2. 中国股市大事.....	34
3.3. 3.27 国债期货事件.....	39
3.4. 股权分置改革.....	41
3.5. 吕梁做庄中科创业.....	43
4. 股票估值方法.....	46
4.1. 市盈率 (PE).....	46
4.2. 市净率 (PB).....	54
4.3. 市盈率/盈利增长 (PEG).....	55
4.4. 净资产收益率 (ROE).....	55
4.5. 现金流折现估值 (DCF).....	56
5. 股票投资思想.....	58
5.1. 股票投资理论.....	58
5.2. 股票分析方法.....	63
5.3. 股票投资方法.....	66
6. 价值投资 (Value Investing).....	78
6.1. 价值投资本质.....	78
6.2. 价值投资理念.....	81
6.3. 价值投资中国.....	84
6.4. 价值投资成长.....	85
7. 内在价值分析.....	93
7.1. 产品业务.....	95
7.2. 管理团队.....	103
7.3. 企业现状.....	108
7.4. 综合管理.....	117
7.5. 研发创新.....	118
7.6. 人力资源.....	120
7.7. 企业文化.....	123
7.8. 风险评估.....	127
7.9. 相对内在价值.....	134
8. 公司财务分析.....	135
8.1. 公司财务报表.....	135
8.2. 资产负债表.....	137

8.3. 损益表.....	139
8.4. 现金流量表.....	144
9. 行业竞争分析.....	146
9.1. 行业的基本特征分析.....	148
9.2. 行业生命周期分析.....	151
9.3. 行业结构分析.....	154
10. 宏观经济分析.....	163
10.1. 宏观经济分析概述.....	163
10.2. 经济运行与证券市场.....	165
10.3. 经济政策与证券市场.....	168
10.4. 中国经济（2018）.....	170
11. 十倍股：脱胎换骨.....	178
11.1. 谦逊而坚定的领导人.....	179
11.2. 人才与战略的关系.....	181
11.3. 直面现实信念坚定.....	183
11.4. 大道至简.....	185
11.5. 企业文化.....	188
11.6. 运用技术工具.....	189
11.7. 持续改进.....	191
12. 十倍股：高瞻远瞩.....	193
12.1. 造钟而不是报时.....	196
12.2. 利润之上的追求.....	197
12.3. 保存核心刺激进步.....	199
12.4. 胆大包天的目标.....	201
12.5. 教派般的文化.....	202
12.6. 择强汰弱的进化.....	205
12.7. 自家成长的经理人.....	208
12.8. 永远不够好.....	212
12.9. 起点的终点.....	217
13. 地雷股：每况愈下.....	224
13.1. 企业衰落理论框架.....	224
13.2. 第一阶段 狂妄自大.....	225
13.3. 第二阶段 盲目扩张.....	230
13.4. 第三阶段 漠视危机.....	236
13.5. 第四阶段 寻找救命稻草.....	241
13.6. 第五阶段 被人遗忘或濒临灭亡.....	247
14. 泡沫与股灾.....	250
14.1. 郁金香泡沫.....	253
14.2. 法国密西西比股灾.....	256
14.3. 英国南海股灾.....	258
14.4. 互联网泡沫.....	261
14.5. 美国 1929 年大股灾.....	265
14.6. 1987 年全球股灾.....	267
14.7. 1990 年日本股灾.....	268
14.8. 1973 年香港股灾.....	273
14.9. 1990 年台湾股灾.....	275
14.10. 2008 年中国股灾.....	277

14.11. 2015 年中国股灾.....	279
14.12. 历史视角的股灾.....	280
15. 行为金融与投资心理.....	303
15.1. 行为金融发展史.....	304
15.2. 前景理论 (Prospect Theory)	307
15.3. 后悔理论 (Regret Theory)	313
15.4. 过度反应理论 (Overreaction Theory)	316
15.5. 过度自信理论 (Overconfidence Theory)	317
15.6. 噪音交易理论 (Noise Deal)	325
15.7. 羊群效应 (Herd Behavior)	331
15.8. 锚定效应 (Anchoring Effect)	348
15.9. 心理账户 (Mental Accounting)	358
15.10. 其它投资心理.....	362
15.11. 自我控制与投资心理.....	367
15.12. 人性与投资.....	370
16. 股票投资大师.....	382
16.1. 沃伦·巴菲特.....	382
16.2. 杰西·利弗莫尔.....	388
16.3. 彼得·林奇.....	394
16.4. 约翰·邓普顿.....	411
16.5. 乔治·索罗斯.....	418
16.6. 本杰明·格雷厄姆.....	433
16.7. 菲利普·费雪.....	452
16.8. 查理·芒格.....	466
16.9. 是川银藏.....	481
16.10. 段永平.....	488
17. 股票投资经典名著.....	499
17.1. 漫步华尔街.....	500
17.2. 彼得·林奇的成功投资.....	503
17.3. 战胜华尔街.....	504
17.4. 怎样选择成长股.....	505
17.5. 巴菲特投资思想·方法·实录.....	506
17.6. 金融炼金术.....	508
17.7. 查理·芒格的智慧：投资的格栅理论.....	509
17.8. 证券分析.....	514
17.9. 彼得·林奇投资案例集.....	515
17.10. 黑天鹅：如何应对不可预知的未来.....	516
17.11. 聪明的投资者.....	520
17.12. 从优秀到卓越.....	522
17.13. 基业长青.....	524
17.14. 定位.....	527
17.15. 竞争战略.....	531
17.16. 乌合之众：大众心理研究.....	536
17.17. 巴菲特的护城河.....	538
17.18. 安全边际.....	541
17.19. 股票作手回忆录.....	548
17.20. 商界局外人.....	553

17.21. 大空头.....	572
17.22. 华尔街之狼.....	572
17.23. 火柴人.....	573
17.24. 成为沃伦·巴菲特.....	576
17.25. 大而不倒.....	576
18. 股票投资案例.....	577
18.1. 巴菲特 1951 年 政府雇员保险公司 GEICO.....	577
18.2. 巴菲特 1956 年 美洲国家火灾保险公司.....	582
18.3. 巴菲特 1962 年 伯克希尔·哈撒韦.....	582
18.4. 巴菲特 1968 年 蓝带印花公司.....	585
18.5. 巴菲特 1972 年 喜诗糖果.....	586
18.6. 巴菲特 1973 年 华盛顿邮报.....	588
18.7. 巴菲特 1983 年 内布拉斯加家具店.....	590
18.8. 巴菲特 1988 年 可口可乐.....	591
18.9. 巴菲特 1989 年 吉列 (Gillette) 公司.....	607
18.10. 巴菲特 2003 年 中国石油.....	609
18.11. 林奇 1977 年 华纳公司.....	610
18.12. 林奇 1978 年 玩具反斗城.....	611
18.13. 林奇 1978 年 美体小铺.....	612
18.14. 林奇 1981 年 La Quinta 汽车旅馆.....	613
18.15. 林奇 1986 年 L'eggs 长袜 Hanes 公司.....	615
18.16. 是川银藏 1981 年 住友金属矿山公司.....	615
18.17. 人类历史上最伟大的一笔投资.....	622
19. 股票投资者故事.....	625
19.1. 一呎围栏.....	626
19.2. 股市投资 20 年.....	639
19.3. 十七年投资总结.....	643
20. 成功的投资者.....	651
20.1. 成功的普世智慧.....	653
20.2. 股票投资调研.....	655
20.3. 买入与卖出.....	659
20.4. 做成功的投资人.....	664
20.5. 永远学习勇于思考.....	688
20.6. 时代与国运.....	690
20.7. 股票投资策略.....	695
20.8. 大道至简.....	699
参考书目.....	702

1. 股票投资的世界

当今世界财富有 20%左右以股票形式存在，股市以其神奇的魅力，吸引了全球数亿投资者。上至皇亲国戚，下至贩夫走卒，参与其间，乐此不疲。然而，在股市中获得成功并非易事，取决于投资者的性格、心态和智慧。很多名家都认为股票投资是人类社会中最难把握的活动之一。牛顿在南海公司泡沫事件（1720 年）中损失 2 万英镑（约 10 年薪水），慨叹“我可以计算出天体的运动和距离，却无法计算出人类内心的疯狂(I can calculate the motion of heavenly bodies, but not the madness of people)”。很多著名的经济学家也投资股市、研究股市。如李嘉图、凯恩斯、萨缪尔森（1970 年诺贝尔经济奖获得者）、托宾（1981 年诺贝尔经济奖获得者）、马尔柯维茨（1990 年诺贝尔经济奖获得者）、夏普（1990 年诺贝尔经济奖获得者）、米勒（1990 年诺贝尔经济奖获得者）、法玛、罗斯、布莱克、斯科尔斯（1997 年诺贝尔经济奖获得者）、莫顿（1997 年诺贝尔经济奖获得者）等等。国内更不用说，几乎所有的经济学家都参与股市。但经济学家炒股必亏是一个大家经常谈论的梗，诺贝尔经济学奖得主输光奖金也时有耳闻。

投资靠知识，更靠心态和领悟。长期来看股市中的投资收益取决于综合能力，股市不但在反映企业价值上有效，同样有效反映投资人的能力。投资是一场长途跋涉，不能老指望搭上顺风车，更不能出现一次车毁人亡。关键是感恩、共勉、持续前行，使命必达。

以天为单位看待收益的人，相信的是奇迹和运气；以年为单位瞄准收益的人，相信的是天赋和能力；以 3~5 年为周期规划财务的人，相信的是胆识和眼光；以 10 年为单位思考财富的人，相信的是常识和复利；以更长周期看待财富的人，相信的是时代和命运。

中期来看，股票投资收益取决于两个主要因素：价值与波动；长期来看，投资只有两个因子是核心而恒久的：价值和人性。大多数人的财富都是时代给的，特别要敬畏周期。

1.1. 股票投资是什么事

股票投资是一件看起来容易，其实非常复杂的事情。其难度之大，绝大多数人一辈子都做不到以股票投资为生。但是只要心态平和，完全可以让自己的资金得到高于社会平均的回报。

- 1) 股票投资是世界上门槛最低的事情之一，几乎没有性别、年龄、学历、出身、地域、贫富等限制，成年人都可以做。
- 2) 股票投资是世界上原理最简单的事情之一：低买高卖，四个字，全部讲完了。
- 3) 股票投资不需要定点按时上下班，不必看他人脸色，不用应对办公室政治，完全按自己意愿行事。移动互联网时代，随时随地都可以做股票交易，是人人向往的自由职业。
- 4) 股票投资是世界上成功率最低的事情之一，成为优秀投资人的概率低于成为科学家艺术家。
- 5) 股票投资是世界上最容易让当事者产生错觉的事情之一。几乎每个人都认为自己是正确的，其中 99%的人，最后被证明，都错了。
- 6) 股票投资是最上瘾的事情之一，因为它给你理论上暴富的机会（确实有几个暴富了），让你觉得希望长存，未来美好，所以欲罢不能。
- 7) 股票投资也是世界上逻辑最复杂的事，同时受到无数因素的影响，天上地下、国内国外、政治经济、行业公司、估值财务、盘面交易...一些投资者发现影响股价因素过多，逻辑混沌，无从下手分析，其实根本没什么逻辑；另一些投资者认为自己有逻辑，并且强烈认为自己很对；还有一些投资者试图去找到市场和股价的规律。400 年来，他们都失败了。

股票投资是回报最可靠的投资

哪些金融资产能够为投资人带来实实在在地可靠财富回报？长期来看，除了经商，投资股市是最可靠的致富之路。目前中国，财富获取有二大路径，首先是经营企业，然后是投资企业。股

票投资的实证研究有很多，也很成熟，下面介绍一个有代表性的研究结果。

宾州大学沃顿商学院的西格尔教授（Seigel, 2015）收集了美国在过去两百年各个大类金融资产的表现数据并制成下图。

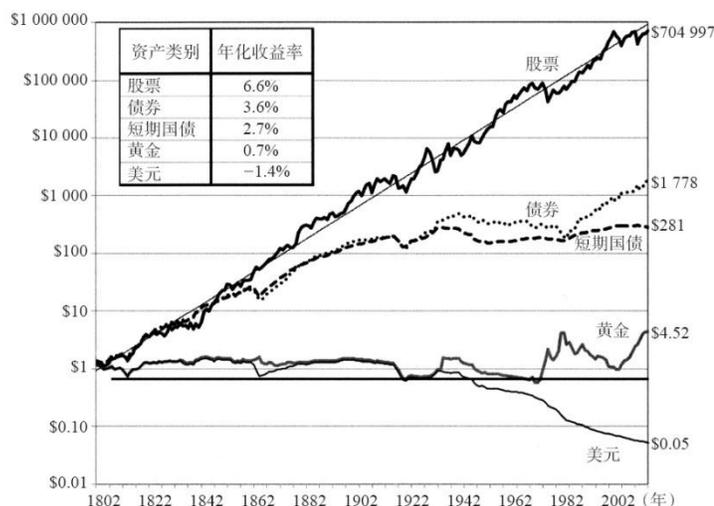


图 1 美国 1802~2012 年大类资产的回报表现¹

第一大类资产是现金。1802 年的 1 美元，到 2012 年值多少钱（购买力）？是 5 分钱。两百多年之后现金丢掉了 95% 的价值（购买力）！原因是通货膨胀。在 210 年前用 1 美元购买的黄金，今天价值 4.52 美元。短期政府债券 210 年涨了 281 倍；长期债券的回报率是 1700 多倍。

很多人认为股票有风险，更加不能保值。在 1802 年投资美国股市的 1 块钱，今天变成了 70 万。具体到每一年的增长，除去通货膨胀的影响，年化回报率只有 6.6%。这就是复利的力量。长期而言，股票会一直上涨。为什么呢？1776 年亚当·斯密在国富论中说，人类社会不断进行分工和创新，而让整个社会的生产力增加，会带动股票持续增长。长期来说，股票会涨，但中间也会有周期循环，涨涨跌跌，所以最好的方式就是挑到好的标的，买了，等着，就会赚钱。理解这些基本事实，赚钱就不是难事。

为什么现金被大家认为最保险，反而丢失了 95% 的价值，而大家认为风险最大的股票，资产却增加了 70 万倍？有两个原因。一是通货膨胀。通货膨胀在美国过去两百年里，平均年化是 1.4% 左右，购买力每年在以 1.4% 的速度在降低。经过 210 年，就让 1 块钱变成了 5 分钱，丢失了 95%。另一个原因是经济的 GDP 增长。GDP 在过去两百年里大约增长了 3.3 万倍，年化 3% 多。股市实际上是代表经济体中规模以上公司，GDP 的增长主要是由这些公司财务报表上销售额的增长决定的。当销售额以 4~5% 增长时，净利润就会以 6~7% 的速度增长，公司本身创造现金的价值也会以 6~7% 增长。股票价格也以 6~7% 左右的速度增长，最后的结果是两百年增长了 70 万倍。所以当 GDP 出现长期的持续增长的时候，股票整体会上会以相应的速度增长。

通货膨胀和 GDP 增长是现金和股票表现差异的最根本原因，但是为什么美国经济出现了长达两百年的 GDP 持续的增长？这是美国独有的现象？还是历史的正常现象？

研究表明，GDP 持续增长的根本原因是出现了自由交换。经济上的自由交换在亚当·斯密和李嘉图的分析下，实际上就是 $1+1>2$ 。当社会进行分工的时候，两个人、两个经济个体进行自由交换创造出来的价值比原来各自所能够创造的价值要多很多，产生了附加价值。于是参加交换的人越多，创造的附加价值就越高。这种交换在农业时代也有，但是现代科技出现以后，不仅仅是商品和服务自由交换，知识也在互相地交换，产生的价值更多，社会迅速创造出巨大的财富。

只有自由交换制度出现，才有经济持续增长，表现为持续的 GDP 增长。通货膨胀实际上就

¹ 参见《股市长线法宝》，作者：[美]杰里米·J·西格尔，出版时间：2015.01.01，机械工业出版社

是一个货币现象，是一个几乎和 GDP 持续增长伴生的现象。这两个现象解释了现金和股票资产的长期表现的巨大差别。

再有，影响个人财富成长的主要原因有三个：资产配置的选择，买卖时间点的选择，投资标的的选择。90%靠配置，5%靠时间点，5%靠标的的。

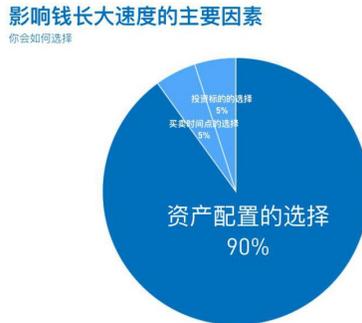


图 2 影响个人财富成长的主要原因

资产配置 90%决定了你的财富，而资产配置应该以股票为主。如果一个人有能力择时，在低的时候买进，高的时候卖出，那绝对是世界首富了。采取择时，只有两种可能，成功了，成为人类金融史上过去 400 年来第一个天才。如果不是，那很有可能就成为一个平均值，景气好的时候很开心，景气不好的时候心情很差。约翰·邓普顿 (John Templeton) 的一句名言：长期坚持不懈地投资，一定能赚钱。但是，如果你想逮住入市的最佳时机，没门儿！（It is time in the market, not timing the market, that counts.）。从中长期来看，股市一定会涨的，因为实体经济会增长，公司的利润也会增长。但并不是股市明年，或者后年，或者大后年会增长。

1.2. 投资大师们的业绩

下图展示了投资大师们的公开业绩长度和年化的超额回报（相对于标普 500）。横轴是公开业绩长度，竖轴是年化超额回报。超额收益 15%以上的业绩历史基本都是 20 年以下。长期要获得 5%以上超额回报非常困难。

含股息再投资在内，投资高人的额外回报比标普500股指高多少？

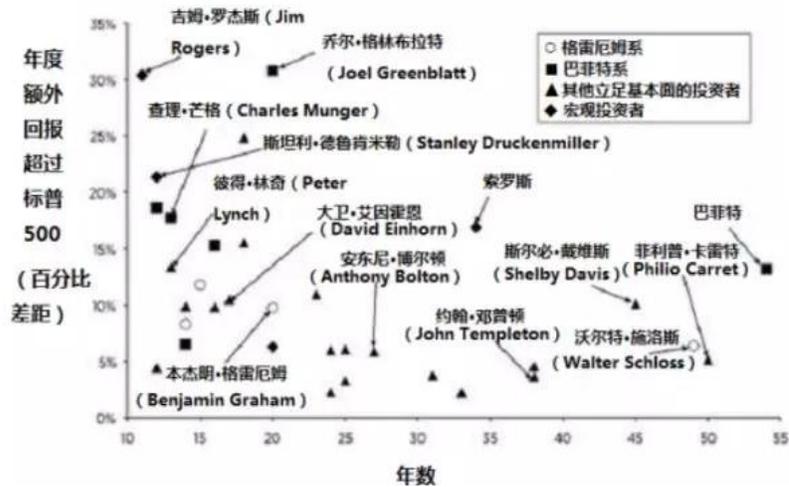


图 3 投资大师们业绩长度和年化的超额回报

初入股市的投资者，应该合理设定收益目标。在不了解投资规律前，不宜设定高于投资大师收益的目标。正确认识报酬率这件事情非常非常重要，在理财市场经常碰到两种人。一种人是过度积极，希望明天就可以变得非常富有，期望的报酬率过高，这种人通常在资本市场活不久；另一种人是极端保守。投资最重要的力量就是钱和时间，把钱放在正确的地方，给它时间，它就会自己慢慢长大，如果用专业的名词来说，就是复利。

1.3. 投资的关键是思考

在华尔街成功的要件有二：第一是正确思考，第二是独立思考。勤奋是必要的，但是勤奋是远远不够的，比勤奋更重要的，是深度思考的能力，深度思考决定人生。什么是深度？深度是触及事物本质的程度，深入理解事物本质是深，只了解事物表面是浅。深度思考起决定性作用，但不是绝对作用。各个领域成绩斐然的大师所做的演讲、写的文章，无不是对这个领域深刻思考的结晶，思考的深度及远见，一般人望尘莫及。

不愿深刻思考不能成就人生，不能成为人生赢家。找到自己深度思考的土壤，还得拥有一套适合自己深度思考的方法。有人通过不停讲话来思考，也有人通过聆听中的走神来思考；有人通过写作来思考，也有人通过阅读来思考；有人通过与人争辩来思考，也有人通过冥想独处获得灵感；当然还有大多数人从来不思考。伯特兰·罗素说，大多数人宁愿死去，也不愿思考。思考对于大多数人来说，是件非常困难的事，所以成功者永远是少数。

独立思考能力来自于实践和阅读

投资能力的培养，绝不是靠某一个学科的专业知识所能达到的，需要基本、普世的智慧，所谓普世智慧是指在人头脑里形成的由各种思维模型构成的框架，也就是“多元思维模型”，这种框架需要跨学科的学习才能获得。

传统的教育，哪怕是哈佛、斯坦福这些高等学府都没有传授给学生们这种普世智慧，因此，人们需要通过自学来获取。学习有两种途径，直接经验和间接经验。直接经验就是通过亲身实践得到的知识，比如，通过接触知道石头是坚硬的，棉花是柔软的；通过观察，知道水是无色、透明的。间接经验是指从他人那里得来的知识，特别是前人通过总结实践经验而得出的科学理论知识，如：从化学课上知道水分子是由氢和氧原子构成的，从报刊、电视、网络上得到的经验也都是间接经验。人的认识从整体上都起源于直接经验，因此直接经验是认识的“源”，不过即使是间接经验的东西，在整个人类仍是直接经验，所以直接经验与间接经验是“源”与“流”的关系。例如，我们的知识大部分来源于课本，而课本上的知识又是其他人通过实践总结而来的，所以，知识的来源归根到底是直接经验。

对于每一个具体的个人，他的认识大量来源于间接经验。效率最高的学习方式是“拿来主义”，就是通过看书阅读，广泛地吸取各学科中做出贡献的前人的思想。

投资人只做能力圈中的事情，才是成功之道，持续的读书学习，是拓展能力圈的最好方式。“有钱人”都是贪婪的阅读者，正确的投资思维离不开阅读。巴菲特可能是有史以来最伟大的投资者，曾经被问到到底什么才是成功的关键，他指着书架上的一堆书回答：每天看 500 页这样的书。知识就是这么起作用的，它总是一点点积累，就像复利一样。每个人都有能力做，但并不会很多人做到。

并不只有巴菲特酷爱读书。比尔·盖茨每年读 50 本书，几乎一周一本；伊隆·马斯克说他就是靠读书学会了如何造火箭；……如果你想变得富有，你应该去读那些教你如何致富的经典书籍，而不是在网上搜索“有哪些方法可以赚快钱”。你通过扩充自己在诸如商业、金融、销售和营销等领域的知识而致富，这些都可以通过阅读习得。商业及企业家的传记、投资经典两个方面的阅读会让投资升级进化，可以了解到商业世界的规则和技巧。

虽然我们一直提倡多读书，读好书，但真正能做到的人极少。除了学校强制的读书以外，毕业以后，很多人都不再愿意读书了，甚至几年都不读一本书。世界各国读书数据如下：中国人均

阅读量 4.35 本；日本 40 本、韩国 11 本、法国 20 本、以色列 60 本。可以明显看出，我们国家和世界上其他国家差距有多大。

富有只与思维方式有关

2004 年，靠政府最低保障过日的单身母亲 Candy Adams 中了一张 1000 万美元的彩票。一夜之间成为千万富翁之后，Candy 开始在名牌服饰、豪车豪宅、各种疯狂派对和昂贵度假上“烧钱”。10 年后，Candy 花光了最后一分钱，日子又回到了从前，坐着公交车往返于自己租的小房子和兼职工作之间。

类似 Candy 的故事有很多，说明拥有金钱并不一定让你成为有钱人，拥有正确的思维方式才行。一个仅有 100 美元、但拥有“有钱人”思维方式的人，一定比手握 100 万美元但按照穷人思维方式的人有前途。致富和金钱一点关系也没有，只跟你的思维方式有关。

富人和穷人真正的差别在于：“有钱人”早在自己变得富有之前，就知道自己是个富有的人，然后他们每天拼命工作，去创造一个和内在富裕匹配的外在现实。人与人最大的差别是想法不同，一切结果的差异，本质上都是思维方式的差异。

怎样进行思考

认知的四层境界：不知道自己不知道，知道自己不知道，知道自己知道，不知道自己知道，这也是人的四种境界。不知道自己不知道：以为自己什么都知道，自以为是的认知状态。知道自己不知道：有敬畏之心，开始空杯心态，准备丰富自己的认知。知道自己知道：抓住了事情的规律，提升了自己的认知。不知道自己知道：永远保持空杯心态，认知的最高境界。

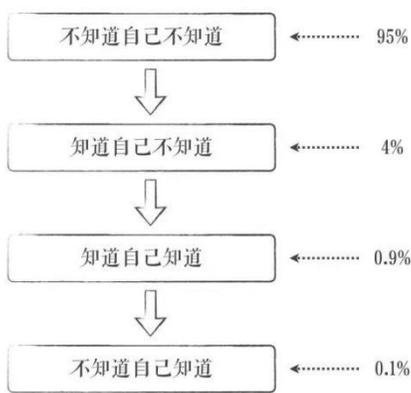


图 4 认知的四层境界

人和人根本的区别就在于这四种状态。95%的人都处在第一个状态，这也就是为什么碌碌无为的人总是大多数。视而不见，只会失去升级的可能性。只有自我否定，保持空杯心态，一个人才有可能真正成长，实现跨越。

怎样进行思考？怎样提高自己的思维层次和水平？下面是梁漱溟先生的看法。

第一层境界：形成主见。用心想一个问题，便会对这个问题有主见，形成自己的判断。说是主见，称之为偏见亦可。我们的主见也许是很浅薄的，但即使浅薄，也终究是你自己的意见。什么是哲学的道理？就是偏见！有所见便将之视为普遍的道理，因执于其所见而极端地排斥旁人的意见，不承认有两个或两个以上的道理。美其名曰主见亦可，斥之曰偏见亦可。何谓学问？有主见就是学问！学问不学问，并不在读书之多少。大家不要被以往的哲学家吓住。我们的主见也许是很浅薄，但浅薄亦好，要知虽浅薄也还是我的。许多哲学家的哲学也很浅，就因为浅，便很行。胡适之先生的哲学很浅，亦很行。因为这是他自己的，纵然不高深，却是心得，而亲切有味。所以说出来便能够动人，能动人就行了！他就能自成一派，其他人不行，就是因为其他人连浅薄的哲学都没。

第二层境界：发现不能解释的事情。没有学问的人并非肚里没有道理，脑里没有理论，而是心里没有问题。将古今中外的哲学都学了，道理有了一大堆，问题却没有一个，就成了莫可奈何的绝物。有主见，才有你自己；有自己，才有旁人，才会发觉前后左右都是与我意见不同的人。这时候，你感觉到种种冲突，种种矛盾，种种没有道理，又种种都是道理。于是就不得不第二步地用心思。面对各种问题，你自己说不出道理，不甘心随便跟着人家说，也不敢轻易自信，这时你就走上求学问的正确道路了。

第三层境界：融会贯通。从此以后，前人的主张、今人的言论，你不会轻易放过，稍有与自己不同处，便知道加以注意。你看到与自己想法相同的，感到亲切；看到与自己想法不同的，感到隔膜。有不同，就非求解决不可；有隔膜，就非求了解不可。于是，古人今人所曾用过的心思，慢慢融汇到你自已。你最初的一点主见，成为以后大学问的萌芽。从这点萌芽，你才可以吸收养

料，才可以向上生枝发叶，向下入土生根。待得上边枝叶扶疏，下边根深蒂固，学问便成了。这是读书唯一正确的方法，不然读书也没用处。会读书的人说话时，说他自己的话，不堆砌名词，不旁征博引；反之，引书越多的人越不会读书。

第四层境界：知不足。古人说“学然后知不足”，真是不错。只怕你不用心，用心之后，就知道要虚心了。自己当初一点见解之浮浅，不足以解决问题。学问的进步，不单是见解有进步，还表现在你的心思头脑锻炼得精密了，心气态度锻炼得谦虚了。心虚思密是求学的必要条件。最不好的毛病是说自家都懂。问你，柏拉图懂吗？懂。佛家懂吗？懂。儒家懂吗？懂。老子、阳明也懂；康德、罗素、柏格森……全懂得。说起来都像自家熟人一般。对于前人之学，总不要说自己都懂。因为自己觉得不懂，就可以除去一切浮见，完全虚心地了解它。一种常见的毛病是：自己头脑简单，却说人家头脑简单；自己粗浅，却看人家粗浅。想当然地对别人批评攻击。可以说是有意无意地栽赃。与此类人相反，遇到不同的意见思想，我总疑心对方比我高明，疑心对方他必有我所未及的见闻，不然，他何以不和我作同样判断呢？疑心他必有精思深悟过于我，不然，何以我所见如此而他所见如彼呢？两句话希望大家常常存记在心，第一，“担心他的出乎我之外”；第二，“担心我的出乎他之下”。我二十岁的时候，先走入佛家的思想，后来又走到儒家的思想。因为自己非常担心的缘故，才去留意人家对佛家儒家的批评，才去努力了解西洋的道理。

第五层境界：以简御繁。辨察愈密，追究愈深，零碎的知识，片段的见解，都没有了；心里全是一贯的系统，整个的组织。如此，就可以算成功了。到了这时候，才能以简御繁，才可以学问多而不觉得多。凡有系统的思想，在心里都很简单，仿佛只有一两句话。凡是大哲学家皆没有许多话说，总不过一两句。很复杂很沉重的宇宙，在他手心里是异常轻松的——所谓举重若轻。学问家如说肩膀上负着多沉重的学问，那是不对的；如说当初觉得有什么，现在才晓得原来没有什么，那就对了。道理越看得明透，越觉得无话可说，还是一点不说的好。心里明白，口里讲不出来。反过来说，学问浅的人说话愈多，思想不清楚的人名词越多。让一个没有学问的人看见，真要把他吓坏了！其实道理明透了，名词便可用，可不用，或随意拾用。

第六层境界：运用自如。有无学问在于能否解决问题。比方学武术的十八般武艺都学会了，表演起来五花八门很像个样。等到打仗对敌，叫他抡刀上阵，却发现一套武艺都白学了。如果不能解决问题，那学问必是没到家。如果学问已经通了，就可以解决问题。真学问的人，学问可以完全归自己运用。假学问的人，学问在他的手里完全不会用。

第七层境界：一览众山小。学问里面的甘苦都尝过了，再看旁人的见解主张，其中得失长短都能够看出来。这个浅薄，那个到家，这个是什么分数，那个是什么程度，都知道得很清楚；因为自己从前也是这样，一切深浅精粗的层次都曾经过。

第八层境界：通透。思精理熟之后，心里就没有一点不透的了，讲出的每一句话都非常的晶亮透辟。



金融思考的历史故事

泰勒斯是古希腊第一个哲学家，被称为“哲学之父”，出生在一个希腊商邦，那个地方商人比哲学家更受人尊敬。认为有能力的人经商赚钱，没本事的人去研究哲学。今天实战派交易员不大起经济学金融教授，差不多也是这个意思。泰勒斯不好好经商，不好好赚钱，他老去探索些看起来没用的哲学问题，所以他很穷，赚不到钱，他有一点钱就去旅行花掉了。有一些人对他说，哲学家是那些没用的人，赚不到钱的人，很穷的人。有一次，泰勒斯根据自己知识预测第二年**雅典**的橄榄会丰收，事先租下了全村所有榨橄榄的机器，然后垄断抬高价格，大赚一把钱，以此来证明哲学家，有智慧的人，如果想赚钱的话，可以比别人赚得多。但是哲学家有更重要的事情要做，更乐于追求知识和思考。泰勒斯一举就成为全希腊最富有的人，于是他继续研究哲学。只留下一个故事：如果哲学家去挣钱，就没商人什么事了。

还有一个很害人的故事，害了无数代人。爱德华·索普是一个数学家，很聪明，但是他从10岁开始就沉迷于赌博，做了数学教授之后也没有好好钻研学术，还在研究赌博，研究各种各样的赌博游戏当中可能存在的胜算，发现大部分的赌博游戏的胜率在48%~49%之间。

因为如果赌博的胜率超过 50%，按照大数定律就是赌场赔钱，赌场肯定不会让你赢钱的。如果胜率太低的话，低于 45%，赌场明显会赢，这个游戏也玩不下去，所以好的赌场游戏一定是胜率控制在 48%~49%之间，让你觉得有希望，但时间长了肯定会输。

索普发现现代赌场有个规则问题，有一个叫 21 点的游戏，事实上有一个高胜率的赌法，如果记牌的话，可以在一定的时间胜率提高到将近 56%，就可以战胜赌场。他发现了这个方法之后，写成一篇数学论文。但这个算法还有一个致命的漏洞，尽管有超过 50%的胜率，但仍然不能保证笑傲赌场。如果你运气差，连输的话，没有等到大数定律发挥作用，赌资就耗尽了。比如说手上有 100 万美金，每次下注 20 万美金，胜率是 56%，但运气不好，连续 5 次输了，游戏就结束了。

赌资分配问题最终由一位非常年轻的研究员凯利解决了，就是著名的凯利公式。按照凯利公式，你的资金将永远不可能耗尽，并且你资本的增长速度永远是最快的。

一个礼拜后，索普就去了拉斯维加斯。当夜赢了几百万美元，第二天又赢了几百万美元，第三天他换个赌场再试又赢了几百万美元。回家总结了一下，写了本书《战胜庄家》，当年成为北美最畅销的一本书。这本书详细介绍了如何利用漏洞可以把赌场里面的资金搬回家，这本书非常非常畅销，以至于后来他被黑社会盯上了。

索普宣布自己在数学上破解了赌场之后，就去了华尔街，开始研究华尔街的漏洞，最后他发现可转债套利是一个高胜率的办法，下注还是用凯利公式，他就组建了一个对冲资金，专做凯利公式化的可转债套利，当年他的对冲资金业绩就成为华尔街最好的，他之后又写了本书叫《战胜市场》，这本书当年又成为北美最畅销的一本书。他在数学上破解了赌场，又在数学上破解了金融，觉得这事差不多了，就又回去研究数学了。

投资与寻智

有两类投资者，一类人投资单纯为了钱，这类人占绝大多数。另一类人投资为了寻求智慧，赚钱只是附带的收获，这类人很少。

几乎所有人最初开始投资，都是为了赚钱。但如果心中一直想着这个，眼里一直盯着这个，却适得其反，到还做不好投资，反而为投资所累，搞得身心疲惫。

有少数人渐渐发现，追求财富之路，也是一条寻求智慧之路，于是在不知不觉中转向了另外的道路，反而柳暗花明，获得意外的收获。

做好投资，最显而易见的是要学会财务会计、商业管理、经济金融吧，学会这些之后，才明白，原来这只是投资所需最基本最基础的知识。

然后又发现数学，诸如概率、复利等等知识也是投资必须掌握的理念，学完这些，又发现社会学、心里学，对投资至关重要，学完这些，又发现修身养性对投资很重要，诸如静坐冥想、排除杂念，三省吾身、反求诸己.....

越学越多，越学越深，才发现原来做好投资涵盖了人间所有重要的智慧，做好投资原来就是寻求智慧。

于是，金钱这个单一的目的慢慢发生变化，开始对寻求智慧更加感兴趣。从单纯的物质目的转向收获智慧的精神层面的极大满足。

通过不断收获智慧，投资的成绩也有了质的飞跃。真是踏破铁鞋无觅处，得来全不费功夫；又或是众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在灯火阑珊处。

从绝大部份伟大的投资家身上可以看出，他们没有哪个不是智者、哲学家、思想家。反而很少看到，一名数学家，一名经济学家，一名会计师做投资做得很好的。

投资这个行业的真正意义和价值，不是能赚多少多少钱，实现所谓的财富自由，而是能够让人皈依到寻求智慧这一最美妙的道路上来，

这条路没有终点，只有起点，
没有空虚，只有充实，
没有喧嚣，只有宁静，

没有约束，只有自在，
没有乏味，只有满足……

作者：沉默的外向人

链接：<https://xueqiu.com/6907978761/104732125>

1.4. 研究是投资的基础

研究行业、企业以及人（企业家及其团队）远比研究市场波动好玩，这个过程赋予了投资以更多其他的意义。

在象牙塔里，不管你是诺奖教授还是大四应届生，写论文的首要环节就是文献综述。在搞原创研究之前，至少得先理解同行：主流观点有哪些？接受度与影响力如何？今后的演进空间？……

看似简单的文献综述做不好，‘高大上’研究的意义也凸显不了。但就是这么一件无比重要但又看似不费工夫的事，我们在投资实践中却常常糊弄。刚入行时是因为方法问题，不知如何开始、或者是对自己到底在做什么而感到迷茫，但更多时候是因为：不予重视，于是懒得做。

1) 阅读

大量的阅读是必须的，不然就是把马云和刘强东请到你面前，你还要傻傻的问 C2C 和 B2C 的定义是什么；研究白酒产业的时候还要问酱香型和浓香型的区别是什么，那还了得。必须先通过阅读公开资料，把基础打牢。

那阅读的东西有哪些呢？

[a. 公开报告]

卖方分析师写的行业报告一般都中规中矩，平铺直叙。在绩效考核的压力下，许多报告还是由实习生代笔，顶多交给挂名分析师改一改。

看卖方报告的好处是可以打基础，对行业有一些宏观的认识。但缺点在于，对细节依然很模糊，实操性也差。毕竟，卖方只需要看多，而买方必须得做对。

由于买方最终是买这个公司，就需要对这个公司的方方面面很了解。从商业模式，竞争力，产品，管理层，甚至要把财务模型都做的很详细。因为如果只是对一个公司某些点了解，在股价波动时是不足以坚定持有的。

顶尖买方的内部报告固然是极好，但一般人拿不到。当然，不是说券商投行水平低，实际上很多卖方分析师都非常值得尊敬。只是卖方报告要着眼宏观，自然会损失细节，这也是没办法的事。

[b. 行业媒体]

在一切行业都将进化为咨询业的大趋势下，市面上出现了越来越多的行业智库、专业咨询公司。在当今的自媒体潮流下，也有非常多专业的独立评论人。

他们对于基本面的了解不一定扎实，但经常能发现一些有意思的点，这就是非常大的价值。一个公司往往有很多点，而投资中最害怕的是盲点。内容的视野足够广，能给投资人带来启发。

这些内容会涉及研报里看不到的东西，比如行业的底层生态、行业的潜规则等等。通常而言，对于 2B 媒体上的文章，负面内容的学习价值远大于正面报道。

[c. 财务数据]

上市公司的财务报告，里面会披露很多数据，由于经过审计，往往是最真实的数据。仔细发掘的话，会发现很多有意思的地方。（虽然獐子岛那动不动就跑路的扇贝给报表啪啪打脸）

对财务报告、公开报告来说，一个合格的分析师必须要做的一个苦活就是‘背数据’‘找关系’，行业历年的规模和增速，几个大公司历年的收入/利润，几个代表性产品的运营情况，要倒背如流，直至成为潜意识。

[d. 专业书籍]

大块头的书，有好处也有不好处。好处是成体系。缺点在于有些过时。

个人偏好的是巨头的成长史以及非金融行业的教科书，比如策划、运营。

随着付费内容的崛起，网上有出现了许多大牛开办的音频&视频课程，但由于许多老师不善

表达或者是准备工作没做足，口水话太多，一小时的视频内容可能就相当于 10 分钟的文字。这些音视课程对我的作用目前主要是安眠。

说句题外话，这其实也反映了内容行业的大趋势：信息密度大的内容战胜信息密度低的内容。

2) 调研

[a. 体验]

要了解一个行业、一个公司，对产品的亲自体验也非常重要。（即使是炒外盘的投机客，去世界各国多走走看看也是必要的）

[b. 调研]

对于初入职场的投资人，尽量争多取实地调研机会，主要是和公司的董秘或者其他高管对接（国内流行的城投债也是同理，只是对接角色变了而已）。公司董秘通常都对公司、对行业有非常好的理解，是非常好的学习机会。

除了实地调研，投资路演也应多去，这部分我放在后面几段讲。

[c. 圈子]

向业内大神学习，混圈子也有必要。但是，需要有广泛的阅读和产品基础，和业内大神聊天，才能有对话的基础。光是厚着脸皮加上个微信，但却不知道能说什么，还不如等有一定业务基础后再去拜访，留个深刻的第一印象。

更重要的事，在深入学习一个行业时，一定会遇到很多不解的困惑，带着这些经过思考后的具体问题再去与业内大神交流后，常常会有茅塞顿开的感觉。

资深大牛能够把‘行业到底竞争的是什么’用几句话点到位，把这个行业‘得什么东西得天下’弄得很明白。比如说：高端酒是品牌，中低端是渠道。基金是人才，无差异是成本，制造业是规模。

这类高度浓缩的观点，对于小白来说其实没什么用，但如果你对一个行业已经有了几百小时的深入思考和观察，业内大牛的一席话或能让正努力突破天花板的中阶从业者豁然开朗。

3) 交流

交互是进化的法宝。投资研究应是一个认知交互的过程。既然是交互，那么不仅得接收知识，还得学会输出观点。观点输出能力是知识接收能力的成果检验。否则，即使是看了那么多书，见了那么多人和事，那也只能叫做知识体验，而非知识积累。

一次似懂非懂的知识体验也许会让你在单笔投资中盈利丰厚，但只有那些通过深挖 know-how 而沉淀下来的认知能力，才能让你在长期的知识复利赛跑中滚出一颗大雪球。

知识点只是槽点，真知才是力量。比如说，近两年遇到了几个事后看来非常有预见性的投资报告或主题演讲，主笔的分析师私下透露他们只花了不到一小时就理出了草稿，甚至写的时候连细节数据都没有去查，全靠记忆，一气呵成。这背后的功夫，常常是过去数千小时的积累。

犹如在抗战烽烟四起的西南联大，条件艰苦缺乏史料，凭借着深厚的理论功底和长年积累的记忆网络，钱穆凭记忆写出了《国史大纲》，陈寅恪凭记忆写出了《隋唐制度渊源论稿》与《唐代政治史论稿》

输出观点绝对不是苦差事，而是一个把自己的思维系统化的过程，痛并快乐着，见证着自己的成长。

卖方分析师的成长受益于全市场的反馈。报告写得多、更新频率快、客户接触多，这让其更易获得外界的直观反馈，在先期的成长速度更快。

就像前文提到的那样，许多卖方分析师的观点，常常来自与客户的交流。比如，一个分析师写了份贵州茅台的深度报告，在给客户路演的时候，专业的买方投资者也会把自己的观点反向输出。这样跑一圈下来，能弥补许多自己的知识盲点。这就是反馈机制的价值。

对于买方分析师来说，他们的观点是对内的，获得反馈的节奏更缓慢、反馈的多样性也更低，主要通过市场来检验观点、提升思路。但对于新人来说，市场走势的反馈节奏也许过慢，且解释程度也不高。

买方对新人更大的局限是，低话语权的分析师花大工夫做的深度研究，公司内部可能完全不感兴趣。比如说，某基金的分析师同样写了份贵州茅台的深度报告，但上面的基金经理说：白酒股

我从来不买。就把这篇深度报告一巴掌拍死了。

由于卖方有更直接的输出压力，以及对其输出内容的考核。所以在入行的前三年，卖方分析师往往成长更快。在当今的国内券商，甚至有入行没多久就做到了首席分析师。新财富上榜的分析师也越来越年轻化。而在买方内部，往往需要经历较长的培养周期才能晋身为基金经理。

但是，时间越往后，买方成长的速度就会越快。买方新人拥有大量的卖方研究资源，还有行业专家，上市公司高管，以及内部资历和经验丰富的基金经理为其把关。虽然在买方起步可能慢一些，但成长轨迹也更长。

在过了几年后，卖方分析师的成长优势会慢慢弱化。像前文所说的那样，此时的基金从业者将有更多机会去对口各个最优秀的分析师；反过来，即使是资深的卖方分析师依然得对口大量新入行的年轻人，做低价值的重复工作。

此时，过去卖方分析师得以快速成长的输入反馈逐渐沦为了单向的对外输出。同时还需要做大量的‘服务’，很难专注于公司和行业的研究。

投资职业生涯越往后，在买方一端的成长速度通常就越快。卖方分析师受认可的顶点也许就是任泽平在恒大地产拿的 1500 万年薪了，对于一个接近职业顶点的大牛来说，各位读者真觉得这个数字高吗？

因此，在卖方投行干 3 年高强度的输出练习，再跳到买方基金做投资实践，也成了业内的一个常见选择。

如果不能，也可以在干活时尝试下角色互换 (内心里 cosplay)，把输出做扎实，体验一下对方同行的‘屁股决定脑袋’。

1.5. 投资是种生活方式

投资是一种生活方式，也应该是人生最后一份职业。

- 1) 投资人不仅仅是赚钱，而是还能赚时间。绝不把时间浪费在不喜欢的事情上，自由安排感兴趣的事儿。让赚钱为生活服务，而不是生活为赚钱服务，这才是投资最珍贵的地方。
- 2) 在生活中，孤独可能是一种无奈。但在投资中，孤独却是一种品质。寂寞只需要呼朋唤友吃喝玩乐即可消解，孤独却呼唤的是一种同频率的心灵感应。孤独是投资的一种常态，从忍受孤独到享受孤独，也许是一种成熟也许是一种习惯，也许兼而有之。它带来心灵的沉静和思维的通透，而盈利只是它的副产品。
- 3) 股市是人性最好的修炼场所。在股票投资中，人性的贪婪、害怕、自负、胆怯、侥幸、躁动、质疑、自以为是、患得患失.....都将暴露得淋漓尽致，并成倍的放大，所有的心理状态伴随着股票的涨跌不断出现，甚至是叠加出现。认识自己、克服人性弱点、摆脱负面情绪，能收获一个强大的内心，一个全新的世界。
- 4) 似乎没有一个行当，与人性有着这么密切的关联。贪婪与恐惧几乎就涵盖了人性的全部，人只有在性和金钱面前，才会无法控制自己的欲望而进退失据。一个合格的投资者就是一个能够控制自己欲望的人，一个以保守主义和悲观主义为行事准则的人。“不以物喜，不以己悲”，是必须时刻仰视、刻意接近的标杆。虽然终其一生，可能都无法接近。
- 5) 这是一个高度不确定的股票世界，人类面临不确定性既兴奋又恐惧，这个矛盾关系既激发了人类的理性思维、也激发了探索未知的热情。探寻一个未知世界的历程充满乐趣。探寻投资世界的每个边边角角，带来的兴奋和愉悦，这是人生最大的快乐。
- 6) 投资是关于时间的艺术。对于投资来说，时间就是等待发生。投资的本质是在你以为对的必然中，埋下关于野心和欲望的种子，因此，耐心不仅是一项基本功，也是一种品质。投资是一种自我的修行 成功投资的关键：常识、纪律和耐心。
- 7) 一个人在股市上经历的跌宕起伏传奇程度，与其方法价值基本上呈反比。最好的股票投资人

的经历应该是拍成电影让人看着打哈气那类的。无论是在商业界、科学界或者是投资界，一个普适的定律是：最喜欢在媒体上洋洋洒洒写文章指点江山的，或者最热衷于巡回演讲的，实际工作业绩往往都是比较差劲的。抓热点和诡辩，通常是高手，但其主业却大多三流开外。媒体的宠儿，往往无关真正的优秀。

- 8) 投资是件非常有趣的事。与投资界的精英交流分享，并因此获得资产增值的回报，岂不快哉？检查审视自己的投资，看到回报高于社会平均报酬率，不亦乐乎？了解关于产品和服务的新理念新发展以及金融投资方面的创新，也颇为刺激。成功的投资者通常都是全面发展的人，他们用天生的好奇心和智慧、兴趣、知识，不经意间赚钱。在股票市场上漫步，你会感到很惬意，你会看到戏剧高潮的所有激烈场面（包括巨额财富的创造和丧失），以及说明何以发生这些场面的经典论点。
- 9) 如果一个家庭的财产性收入与职务性收入各占一半之时，财务自由的曙光便可能出现了，而当前者占到绝大比例之后，你就会摆脱对职业的依赖，越来越自信，开始考虑如何过一种自己喜欢的生活。
- 10) 生活中不止投资，还有诗和远方。我们在追求内心喜悦的同时，也得到了物质上的富足。投资的最大魅力在于，通过财富自由，随意选择自己的生活方式！
- 11) 投资应该是人生最后一份职业。退休后，乐在其中，还能抵御通货膨胀，进一步增加财富，实现人生最后的剩余价值。



辞职感想

作者：处镜如初

来源：<https://xueqiu.com/9226205191/99022230>

入冬以来这一场最强的寒潮长驱南来，为三九天气带来了淅淅沥沥缠绵绵的阴风冷雨，昨天我把最后一份回执交回原单位，这也意味着我已经彻底终结了体制内身份，从此不再藕断丝连。望着窗外的霏霏冬霖，回顾着自己历程，如露如电般历历映过。

2017年9月6日我向组织提交辞职信以后，领导与我进行过深入的长谈，知道我去意已决、无法挽留，于9月25日集体讨论后为离职手续亮起了绿灯，放我出行。这一天，是我身份证上的生日，而经此一别，再无归期。

这是一份体面的职业，每年公务员国考热度均名列前茅，有的岗位甚至是百里挑一。工作稳定、福利待遇有保障，在社会上有一定的地位，这本是一份足以安身立命、甚至荣耀家庭的工作。

在体制内，我经历多个岗位，从基层一线调入机关，机关提任后再到基层任职，历练多年后又回到机关担任中层正职。在这个单位同龄人中，我不是进步最快，但也属于进步最快的少数几个人之一。

我人生中最美的季度在这个系统这个单位中渡过，我付出了努力，得到了回报，我非常感谢共同合作过的同事们、提携过的领导们，感激所有的人对我的关心、帮助的支持。

然而，从入职的第一天起，我就深深地感受到，这个职业的社会地位，是外界的认可，是别人的期待，用的是别人的标准，并不是我心中所喜欢、所乐意的理想职业。当你必须承担他人想法，而你的想法又和他们不一致时，你会觉得工作很无聊，很无奈。

多年以来，我先后在新浪、雪球等多个互联网投资平台开通了自己的专栏。和投资界朋友们的交流、验证，我发现，自己喜欢的就是证券分析，真正的天赋就在研究，这种能力已经在实践中得到验证。

穿越曾经的迷茫，我发现自己喜欢做的事、理想中的路，这是一条可以不依赖别人，自己可以独立行走路，在这条路上，我会做什么，我要做什么，我心中已十分清晰。走这样的路子，我会走得踏实、安稳，这是自己真正想走的路。

我在家庭中陈述了自己的想法，妻子说，我若有你的能力，我会比你早几年辞职，是的，我是她的理想，是她的骄傲。爸妈说，我们已与时代脱节，虽然心里舍不得，但相信你，既然这是你的选择，我们支持。女儿说，做自己喜欢的工作，就是人生最大的成功。

一个人找到想走自己的路不容易，敢于走自己的路更不容易。我深深地感谢这个时代，感谢时代给普通人带来的机遇。这个时代的地球是平的，隔着千山万水，我可以找到志趣共同的朋友、合作共赢的伙伴。我的观点和认识不必依靠权威，不用秉承别人的意志，就可以独立发布，与大众分享。

我选择相忘江湖，路上并不寂寞，投资路上众贤汇聚、胜友云集；我选择泛舟股海，问道名家高人，锻铸投资倚天屠龙，谈笑论剑于华山之巅；我选择自由自在，按照自己心中的规则行事，照看属于自己的淡定与从容。

2. 股票基础知识

股票知识浩如烟海，纷繁复杂，本章作最基础的简要介绍，需要进一步了解的读者，请参阅相关书籍。²

2.1. 股票的概念

股票是股份有限公司在筹集资本时向出资人或投资者发行的股份凭证，代表其持有者（即股东）对股份公司的所有权。这种所有权是一种综合权利，如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策、收取股息或分享红利等。

股票持有者凭股票从股份公司取得的收入是股息，股息的发派取决于公司的股息政策。优先股股东可以获得固定金额的股息，而普通股股东的股息是与公司的利润相关的。普通股股东股息的发派在优先股股东之后，必须所有的优先股股东全额获得他们曾被承诺的股息之后，普通股股东才有权利获得股息。股票只是对一个股份公司拥有的实际资本的所有权证书，是参与公司决策和索取股息的凭证，不是实际资本，它只是间接地反映了实际资本运动的状况，从而表现为一种虚拟资本。

由此，从股票概念来看，主要包含以下几个内容：

（1）股票是一种出资证明，当一个自然人或法人向股份有限公司参股投资时，便可获得股票作为出资的凭证。

（2）股票的持有者凭借股票来证明自己的股东身份、参加股份公司的股东大会，并对股份公司的经营发表意见。

（3）股票持有者凭借股票参与股份发行企业的利润分配，并在企业破产清算时，可以享受剩余财产分配权。

股票的历史

股票至今已有将近 400 年的历史，它伴随着股份公司的出现而出现。随着企业经营规模的扩大与资本供给的不足，要求通过一种方式来让公司获得大量的资本金，于是产生了以股份公司形态出现的、股东共同出资经营的企业组织。股份公司的变化和发展产生了股票形态的融资活动；股票融资的发展产生了股票交易的需求；股票的交易需求促成了股票市场的形成和发展；而股票

²本章内容根据吴晓求主编的《证券投资学》，中国人民大学出版社 2014 年 02 月出版的第四版，改编。

市场的发展最终又促进了股票融资活动和股份公司的完善及发展。

股票最早出现于资本主义国家。由于股票能够有效积聚社会闲散资金，从而成为早期资本主义国家殖民扩张的工具。世界上最早的股份有限公司制度诞生于 1602 年在荷兰成立的东印度公司。股份公司这种企业组织形式出现以后，很快为资本主义国家广泛利用，成为资本主义国家企业组织的重要形式之一。伴随着股份公司的诞生和发展，以股票形式集资入股的方式也得到发展，并且产生了买卖交易、转让股票的需求。这样，就带动了股票市场的出现和形成，并促使股票市场得到完善和发展。1611 年，东印度公司的股东在阿姆斯特丹股票交易市场就进行了股票交易，并且后来有了专门的经纪人撮合交易。阿姆斯特丹股票交易市场形成了世界上第一个股票市场。目前，股份有限公司已成为最基本的企业组织形式之一；股票已成为大企业筹资的重要渠道和方式，也是投资者投资的基本选择方式；股票市场（包括股票的发行和交易）与债券市场成为证券市场的重要组成部分。

2.2. 股票的特征

股票具有以下特征：

(1) 不可偿还性。股票是一种无偿还期限的有价证券，投资者认购了股票后，就不能再要求退股，只能到二级市场卖给第三者。股票的转让只意味着公司股东的改变，并不减少公司资本。从期限上看，只要公司存在，它所发行的股票就存在，股票的期限等于公司存续的期限。

(2) 参与性。股东有权出席股东大会，选举公司董事会，参与公司重大决策。股票持有者的投资意志和享有的经济利益，通常是通过行使股东参与权来实现的。股东参与公司决策的权利大小。取决于所持的股份多少。从实践中看，只要股东持有的股票数量达到左右决策结果所需的实际多数时，就能掌握公司的决策控制权。

(3) 收益性。股东凭其持有的股票，有权从公司领取股息或红利，获取投资的收益。股息或红利的大小，主要取决于公司的盈利水平和公司的盈利分配政策。股票的收益性，还表现在股票投资者可以获得价差收入或实现资产保值增值。通过低价买入和高价卖出股票，投资者可以赚取价差利润。以美国可口可乐公司的股票为例，如果在 1990 年底投资 1000 美元买入该公司股票，到 2006 年 7 月便能以超过 11000 美元的市场价格卖出，可赚取十多倍的利润。在通货膨胀时，股票价格会随着公司原有资产重置价格的上升而上涨。从而避免了资产贬值。

(4) 流通性。股票的流通性是指股票在不同投资者之间的可交易性。流通性通常以可流通的股票数量、股票成交量以及股价对交易量的敏感程度来衡量可流通股数越多，成交量越大，价格对成交量越不敏感（价格不会随着成交量一同变化），股票的流通性就越好，反之就越差。股票的流通。使投资者可以在市场上卖出所持有的股票，以取得现金。通过股票的流通和股价的变动，可以看出人们对于相关行业和上市公司的发展前景及盈利潜力的判断。那些在流通市场上吸引大量投资者、股价不断上涨的行业和公司，可以通过增发股票，不断吸收大量资本进入生产经营活动，进而取得优化资源配置的效果。

(5) 价格的波动性和风险性。股票在交易市场上作为交易对象，与商品一样，有自己的市场行情和市场价格。由于股票价格要受到诸如公司经营状况、供求关系、银行利率、大众心理等多种因素的影响，其波动有很大的不确定性。正是这种不确定性，有可能使股票投资者遭受损失。价格波动的不确定性越大，投资风险也越大。因此，股票是一种高风险的金融产品。例如，称雄于世界的计算机业霸主国际商用机器公司（IBM），当其业绩不凡时，每股价格曾高达 170 美元，但在其地位遭到挑战、出现经营失策而招致亏损时，股价又下跌到 40 美元。如果在高价位

买进该股，就会导致严重损失。

2.3. 股票的分类

1) 按上市地区划分

就注册地在中国内地的上市公司来说，其所发行的股票因为上市地区不同主要分为以下几种：

(1) A股。A股的正式名称是人民币普通股票。它是由我国境内的公司发行，供境内机构、组织或个人以及境外合格投资者（QFII）以人民币认购和交易的普通股股票。

(2) B股。B股也称人民币特种股票，是指那些在中国内地注册、在中国内地上市的特种股票。以人民币标明面值，只能以外币认购和交易。

(3) H股。H股是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在香港联合交易所上市的股票。

(4) N股。N股是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在纽约证券交易所（2006年6月1日，纽约证券交易所与泛欧证券交易所合并组成纽约证交所—泛欧证交所公司）上市的股票。但在实践当中，大多数非美国公司（不包括加拿大公司）都采用存托凭证（ADR）形式而非普通股的方式进入美国股票市场。存托凭证是一种以证书形式发行的可转让证券，通常代表一家外国公司的已发行股票。另外，还有越来越多的中国企业在纳斯达克（NASDAQ）挂牌，NASDAQ是美国的一个电子证券交易机构，是全国证券业协会行情自动传报系统（National Association of Securities Dealers Automated Quotations System）的缩写，在这一市场挂牌的中国企业股票一般被称为纳指中国概念股。

(5) S股。S股是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在新加坡交易所上市的股票。这些企业生产、经营等核心业务和注册地均在中国内地。

2) 按股票代表的股东权利划分

(1) 普通股。普通股是指在公司的经营管理、盈利及财产的分配上享有普通权利的股份，代表满足所有债权偿付要求及优先股股东的收益权与求偿权要求后对企业盈利和剩余财产的索取权。普通股构成公司资本的基础，是股票的一种基本形式。目前，在上海和深圳证券交易所上市交易的股票都是普通股。普通股股东按其所持的股份比例享有以下基本权利：①公司决策参与权。普通股股东有权参与股东大会，并有建议权、表决权和选举权，也可以委托他人代表其行使股东权利。②利润分配权。普通股股东有权从公司利润分配中得到股息。普通股的股息是不固定的，由公司盈利状况及其分配政策决定。普通股股东必须在优先股股东取得固定股息之后才有权享受股息分配权。③优先认股权。如果公司需要扩张而增发普通股股票时，现有普通股股东有权按其持股比例，以低于市价的某一特定价格优先购买一定数量的新发行股票，从而保持其对企业所有权的原有比例。④剩余资产分配权。当公司破产或清算时，若公司的资产在偿还欠债后还有剩余。其剩余部分按先优先股股东、后普通股股东的顺序进行分配。

(2) 优先股。优先股在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。优先股股东有两种权利：①优先分配权。在公司分配利润时，拥有优先股的股东与持有普通股的股东相比，分配在先，但是享受固定金额的股利。即优先股的股利是相对固定的（例如，若公司不对优先股股东进行股利分配，则不能对普通股股东进行股利分配，因为优先股股东优先于普通股股东分配股利）。②剩余财产优先分配权。若公司清算，在分配剩余财产时，优先股在普通股之前分配。在很多国家，当公司决定连续几年不分配股利时，优先股股东可以进入股东大会来表述他们的意见，以保护他们自己的权利。



优先股与普通股的区别

根据优先股和普通股的不同特点，优先股和普通股有如下区别：

(1) 股息。优先股相对于普通股可优先获得股息。如果企业在年度内没有足够现金派发优先股股息，普通股是不能分发股息的。股息数量由公司董事会决定，但当企业获得优厚利润时，优先股不会获得超额收益。

(2) 剩余财产优先分配权。当企业宣布破产并变卖企业资产后，只有在全面偿还优先股股东后，剩下的才由普通股股东分享。

(3) 投票权。优先股股东没有参与企业决策的投票权，但在企业长期无法派发优先股股息时，优先股股东有权派代表加入董事会，以协助改善企业财务状况。

(4) 优先购股权。普通股股东在企业发行新股时，可获优先购买与持股量相称的新股，以防止持股比例被稀释，但优先股股东无权获得优先发售。

3) 其他分类

(1) 记名股票和无记名股票。这主要是根据股票是否记载股东姓名来划分的。记名股票是在股票上记载股东的姓名，如需转让，必须经公司办理过户手续。无记名股票，是在股票上不记载股东的姓名，如需转让，通过交付即可生效。

(2) 有票面值股票和无票面值股票。这主要是根据股票是否记明每股金额来划分的。有票面值股票是在股票上记载每股的金额。无票面值股票只是记明股票和公司资本总额，或每股占公司资本总额的比例。

(3) 单一股票和复数股票。这主要是根据股票上表示的份数来划分的。单一股票是指每张股票表示1股。复数股票是指每张股票表示数股。

(4) 表决权股票和无表决权股票。这主要是根据股票持有者有无表决权来划分的。普通股股票持有者都有表决权，优先股票在某些方面享有特别利益的持有者，在表决权上常受到限制。无表决权的股东，不能参与公司决策。

2.4. 股票的内在价值

股票的内在价值是指股票未来现金流入的现值，它是股票的真实价值，也叫理论价值。根据通行的股票价值决定理论，公司的股票内在价值由其未来的现金流（即股利）的现值决定，即：

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} E_t \left[\frac{d_{t+i}}{(1+r_t)^i} \right]$$

式中， r_t 为t期股票的预期股利贴现率或资本成本； $E[d_{t+i}]$ 为以t期股票的预期股利收益表示的t期股票的内在价值。

根据公式，股票的内在价值依赖于公司的资本成本和对未来股利分配的预期。如果能够正确地预期股票的未来股息分配。股票的价格便叮很容易地确定下来。遗憾的是，对未来的预期是不确定的，从而导致股票的内在价值也很难准确地确定，这在一定程度上导致了泡沫现象的产生。

当股票价格水平相对于经济基础条件决定的内在价值出现非平稳的向上偏移，可以将其定义为价格泡沫，这种偏移的数学期望可以作为泡沫的度量、导致价格泡沫的原因是复杂的，在实际经济活动中，与预期相关联的过度投机行为、幼稚投机者交易行为、规范失灵、诈骗行为和道德

风险等都可能成为导致泡沫现象的原因。一般来说，在投机性泡沫发生时，价格往往会出现突然攀升，价格的攀升趋势可能会使市场产生价格上升的进一步预期，并且吸引新的买主，形成自我实现的正反馈过程。当价格泡沫一旦被市场发现，就会产生和原来相反的预期，出现使市场价格回归理论价格的市场力。价格可能迅速而急剧地下降，导致泡沫的破灭。历史上曾爆发过南海泡沫、郁金香泡沫、日本泡沫经济、纳斯达克高科技股泡沫等事件，这些泡沫在膨胀时期的资产价格都出现了数倍甚至数十倍的增长，但泡沫的破灭无一例外地对所在国经济产生了重大的不利影响。

参见第 7 章泡沫与股灾。

3. 股票市场

3.1. 百年美股

第一阶段：1920 – 1950 城市化&工业化带来的基建大时代，工业化和城市化：基础设施铺建，工具替代提升效率

第二阶段：1950 – 1970 工业电气&汽车化工石化机械设备时代，工业化蓬勃发展：汽车、化工、航空、轻工、机械设备百花齐放

过渡阶段：1970 – 1980（滞胀）不破不立，寻找新的经济引擎

第三阶段：1980 -1990 消费崛起，工业化告一段落：投资到消费模式的转变

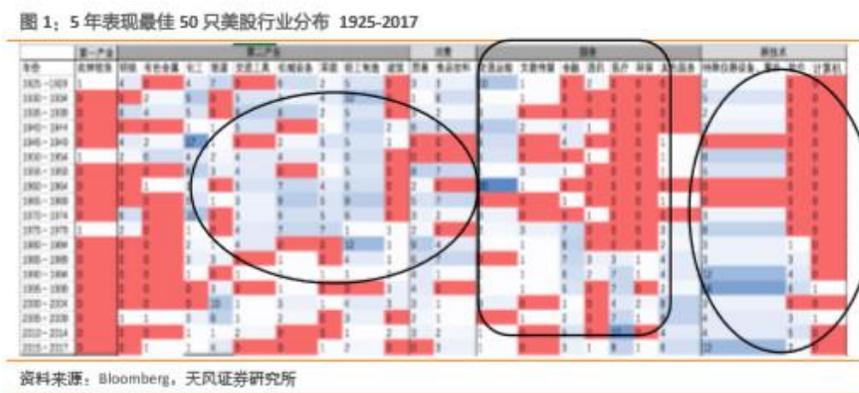
第四阶段：1990 – 2000，PC 时代和互联网泡沫，信息化革命：从现实到虚拟，从物质到电子

第五阶段：2000 – 2010：后科网泡沫和能源股牛市，互联网公司寻找盈利模式，新兴国家崛起推动能源需求

第六阶段：2010 – 至今：信息化的未来，互联网和新材料、新能源相结合基础上的工业革命

百年美股，既是一部金融史，也是一部产业史，经济史。美国作为成功案例，在产业变迁的机会上给予中国一定的确定性参照；但历史的车轮不断向前滚动，全盘照搬无异于刻舟求剑，利润在于拥抱趋势和未来。

图 1：5 年表现最佳 50 只美股行业分布 1925-2017

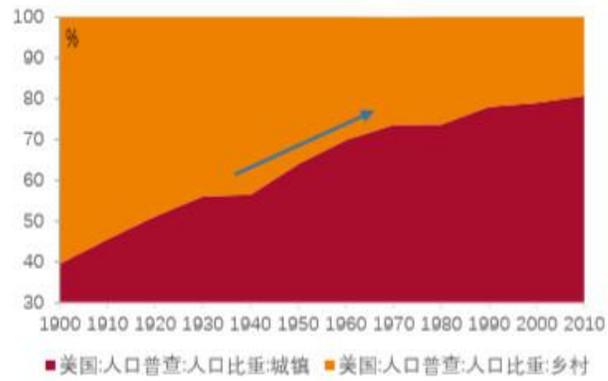


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1. 第一阶段：1920 – 1950（大萧条到二战胜利）城市化&工业化带来的基建大时代
工业化和城市化：基础设施铺建，工具替代提升效率

-1920s 美国城镇人口占全国总人口比例于 1920 年突破 50%，城市化进入加速阶段。工业化与城市化同步，加之在一、二战中从欧洲各国经济和军事上的巨额订单，重工业表现突出。

图 2: 美国城市人口占总人口比例



资料来源: wind, 天风证券研究所

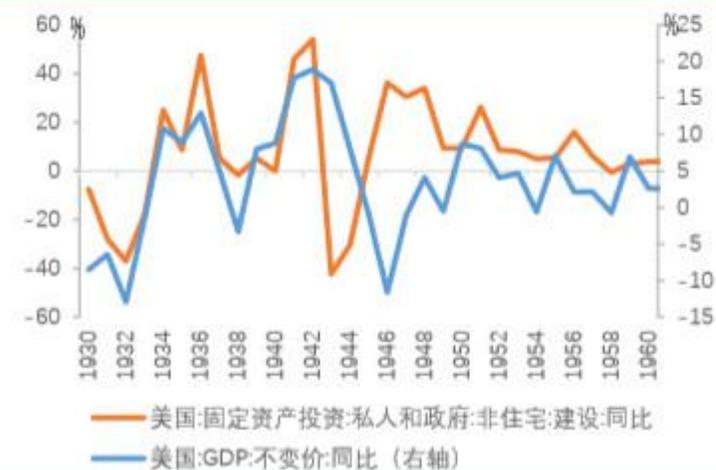
-1929 年大萧条后，罗斯福新政注重凯恩斯主义，美国政府部门对于经济的干预日趋加强，政府部门消费和投资在经济中所占的比重不断上升。从 1951 年开始，政府部门的消费和投资在 GDP 中的占比一直保持在 20%以上，到 1968 年占比达到 24.0%。

图 3：大萧条后 1930 年代美国基建投资剧增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：凯恩斯主义主导美国 1930-1970 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

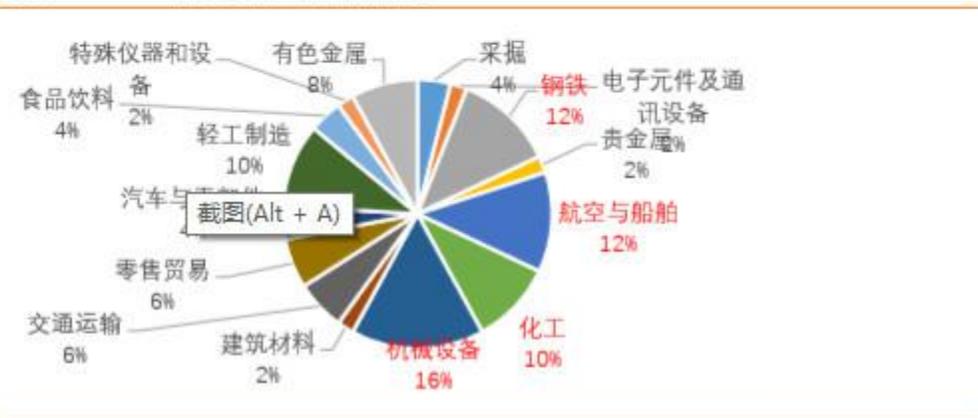
这段时间，基建相关的重工业股（钢铁、化工、建材、建筑）表现出色。

图 5: TOP50 股票行业个数 (1925-1950)

年份	第一产业										第二产业									
	农林牧渔	钢铁	化工	有色金属	能源	机械设备	金属器具	采矿	汽车与零部件	建筑材料	建筑	航空与船舶	轻工制造	纺织服装	医药健康					
1925-1929	1	4	4	0	7	6	1	2	0	0	0	3	1	0						
1930-1934	0	0	9	2	0	3	1	4	5	3	0	0	6	3	0					
1935-1939	0	6	5	4	0	8	0	2	2	1	0	6	5	0	0					
1940-1944	0	0	1	0	1	0	2	1	5	1	2	0	3	2	2					
1945-1949	0	4	17	2	1	2	0	5	0	1	1	0	5	0	0					
1950-1954	0	2	4	6	2	4	1	3	1	3	0	3	4	1	0					
1955-1959	0	0	8	0	3	0	3	1	3	1	0	1	2	0	1					
1960-1964	0	0	3	1	0	7	0	4	3	1	0	2	2	4	0					
1965-1969	0	0	5	0	1	9	1	5	3	4	0	0	6	2	1					
1970-1974	0	6	10	0	0	6	1	5	0	1	0	3	4	1	0					
1975-1979	0	2	1	0	0	7	1	7	0	1	1	4	0	0	1					
1980-1984	0	0	2	0	1	0	0	0	1	0	1	1	10	2	1					
1985-1989	0	0	3	0	3	1	0	0	0	0	1	0	4	0	0					
1990-1994	0	0	1	0	0	1	0	1	1	1	1	0	1	0	0					
1995-1999	0	0	0	0	3	1	0	0	0	0	3	0	0	0	0					
2000-2004	0	0	0	0	10	3	0	1	0	0	3	1	3	1	0					
2005-2009	0	1	3	1	9	2	0	0	0	0	9	1	2	1	1					
2010-2014	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	2	1	0	1	1					
2015-2017	0	0	1	1	4	0	0	1	0	0	0	0	1	1	0					

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 6: 1935-1940 年表现最好 50 只股票的行业



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

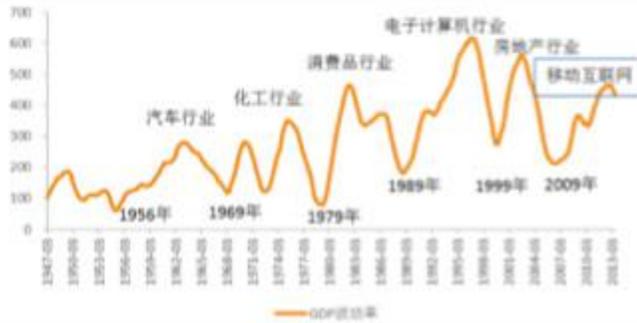
2. 第二阶段: 1950-1970 (二战胜利-越战时期) 工业电气&汽车化工石化机械设备时代
 二战之后美国工业化蓬勃发展。GDP 波动率表现出的宏观周期波动每十年迎来一个高峰, 对应了大约十年一次的产业变迁。1950-1970 年是美国汽车、化工和航空工业的黄金时期, 相应, 汽车、化工、航空、轻工、机械设备等领域出现了系统性投资机会。

图 7: TOP50 股票行业个数 (1950-1970)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

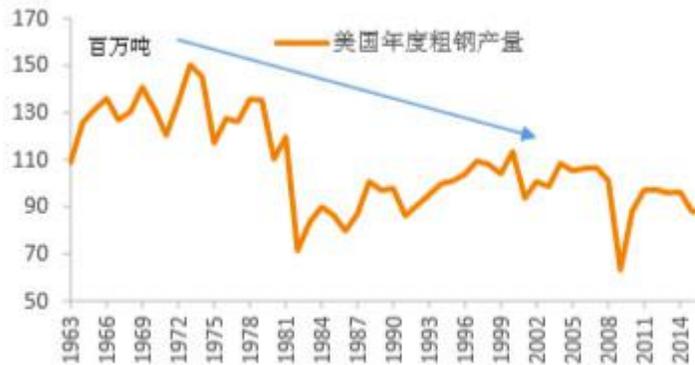
图 8: 大约每十年发生一次产业变迁, 对应了系统性的投资机会



资料来源: WIND, 天风证券研究所

美国城市化率在 1960 年达到 70%，工业占 GDP 比率也随之下落。之后城市化和工业化投资的回报率趋势下移。伴随着 1969-1970 年经济危机的爆发，美国经济高速增长 的“黄金年代”也宣告终结。

图 9: 1970 年之后, 粗钢产量开始下滑

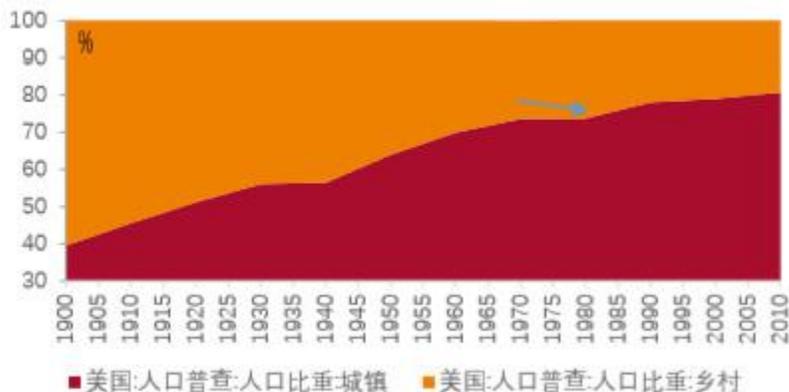


资料来源: WIND, 天风证券研究所

3. 过渡阶段: 1970-1980 (滞胀) 不破不立, 寻找新的经济引擎

美国城市化在 1970 年左右进入平台期。尼克松当选美国总统后，停止了其前任约翰逊政府推行的“伟大社会政策”，开始转向“新联邦主义”改革，削减政府开支，转向平衡财政。

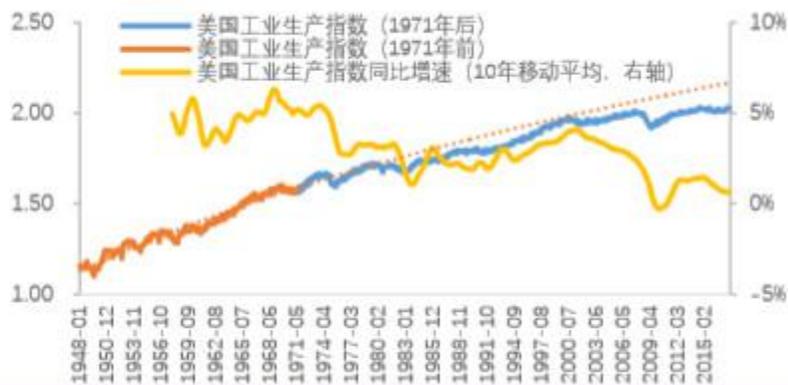
图 10: 城镇化率在这一阶段成熟，工业化和城镇化开始停滞



资料来源: WIND, 天风证券研究所

劳动生产率在 70 年代到达顶峰，之后趋势性下降。

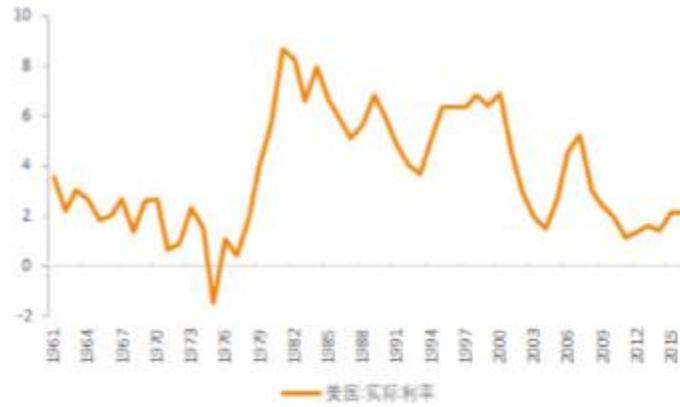
图 11: 劳动生产率在 1970 年代出现拐点



资料来源: WIND, 天风证券研究所

外部环境上，20 世纪 60 年代中期开始，西欧和日本等经济体的迅速崛起，而卷入越战耗费了联邦政府大量的财力、人力、物力，美国在全球的经济霸主地位开始受到挑战。到 1969-1970 年经济危机期间，美国 GDP 在全球的占比由 60 年代初的 40.2% 下降到 37.1%，以美元为核心的布雷顿森林体系也受到挑战。1971 年 8 月，美国已经无力维持 35 美元/盎司的官方黄金价格，布雷顿森林体系终结。叠加 1973 年石油危机，为控制通胀提升利率，经济、股市均表现不佳。

图 12: 实际利率在 1970 年代之后开始下行



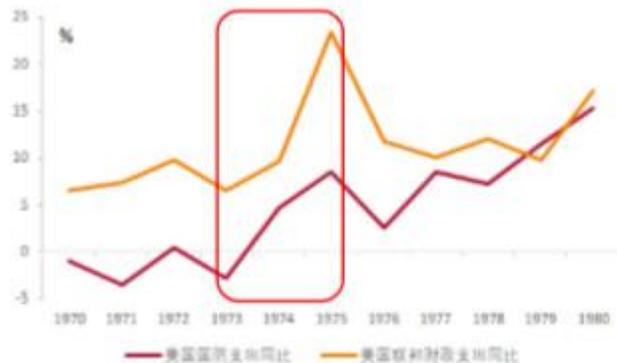
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 13: 美国研发投入



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 14：1973-1975 美国联邦支出和国防投入大幅增加



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于 1968-1970 年经济下滑过快，尼克松在 1971 年放弃了紧缩性财政政策。从 1965 年到 1973 年财政年度，联邦支出从 1199 亿美元猛增到 2604 亿元，增长 117%；而同时期国防经费从 492 亿美元增加到 771 亿美元，增长 64%。联邦政府支出增长的大部分用于政府的各项改革措施和社会福利计划的扩大以及航空事业当中。加之通胀下上游产业链商品如石化化工产品涨价远远超过下游产品，重工业股再次大放异彩。

图 15：1970-1975 年表现最好 50 只股票的行业



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

4. 第三阶段：1980-1990 消费崛起

上一阶段工业的成熟发展

I) 提升了工作效率，释放的劳动力进入第三产业。

1960 年之前主要是第一产业（蓝线）转移至第二（黄线）、三（绿线）产业；1960 年后第一产业降速趋缓，第二产业雇用人数加速，释放的劳动力进入第三产业。

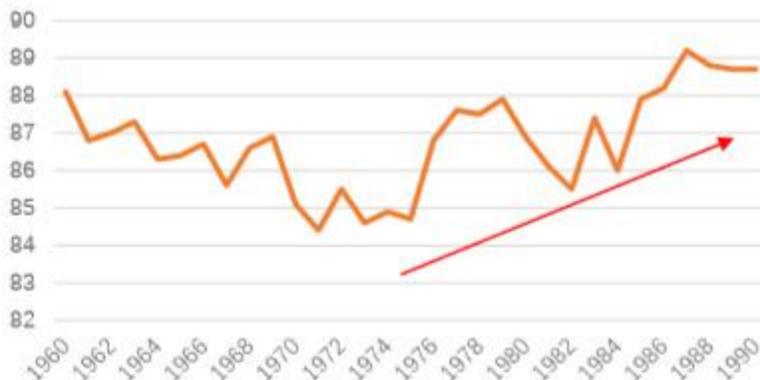
II) 技术进步提升生产效率和工资水平，带来了生活品质的提升和消费力的升级。

III) 低生产效率或者高劳动力密集型产业出局（产业转移到亚洲），留下高生产率产业。

IV) 发达经济体劳动效率的提升带来工作时间的缩短和休闲时间的延长。

1981 年开始美国个人消费倾向率开始稳步上升。70 年代，美国人每 100 美元收入平均消费 85 美元，80 年代，每 100 美元收入平均消费接近 90 美元。

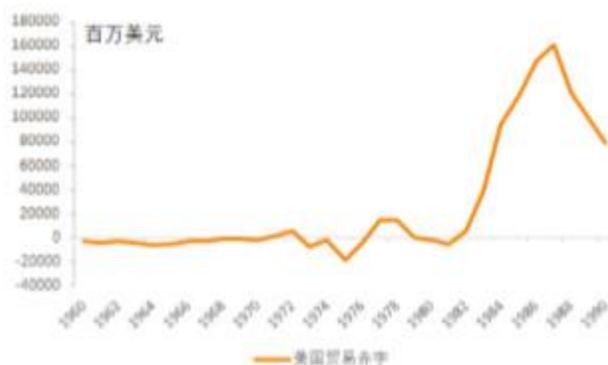
图 20: 美国个人消费倾向在 70 年代后期快速提升



资料来源: BEA, 天风证券研究所

美国消费的增加伴随着美国贸易赤字的增加。1980 年开始, 借贷消费的习惯从美国人 拓展到了整个国家。美国消费的大时代同时也是贸易赤字的大时代。

图 21: 美国贸易赤字在 1980 年后大幅增加



资料来源: BEA, 天风证券研究所

1980 年代, 服务业 (金融、商业文化、教育服务) 和消费品 (衣、食) 的表现出色。80 年代 401K 的出现使得商业保险逐渐取代了传统的社会保障体系, 成为美国诸多雇主首选的社会保障。同期非银金融股也表现出色。

图 22：第三产业包括文化传媒、医疗、金融、和泛服务业表现有了起色

年份	服务								新科技		
	环保	文化传媒	教育	医疗	银行	非银金融	服务	计算机	特殊仪器和设备	电子元件及通讯设备	软件
1925-1929	0	1	0	0	0	0	0	0	0	2	0
1930-1934	0	1	0	0	0	0	0	0	2	3	0
1935-1939	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
1940-1944	0	2	0	0	0	4	0	0	1	2	0
1945-1949	0	0	0	0	4	1	0	0	0	0	0
1950-1954	0	0	0	0	0	1	0	1	1	7	0
1955-1959	0	3	0	0	0	1	1	0	1	4	0
1960-1964	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1965-1969	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
1970-1974	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0
1975-1979	0	3	0	0	1	6	3	0	2	6	0
1980-1984	0	0	1	0	1	7	2	0	1	2	1
1985-1989	1	1	0	3	4	3	4	0	3	0	3
1990-1994	1	1	0	7	3	3	4	0	4	8	4
1995-1999	0	1	0	7	1	4	2	1	2	14	6
2000-2004	2	0	0	4	0	1	8	0	2	1	0
2005-2009	1	0	1	7	1	1	8	1	1	3	3
2010-2014	0	0	0	17	3	2	4	0	2	2	5
2015-2017	1	0	0	8	0	3	6	0	2	10	2

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 23：1980-1985 表现最好 50 只股票的行业分布



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

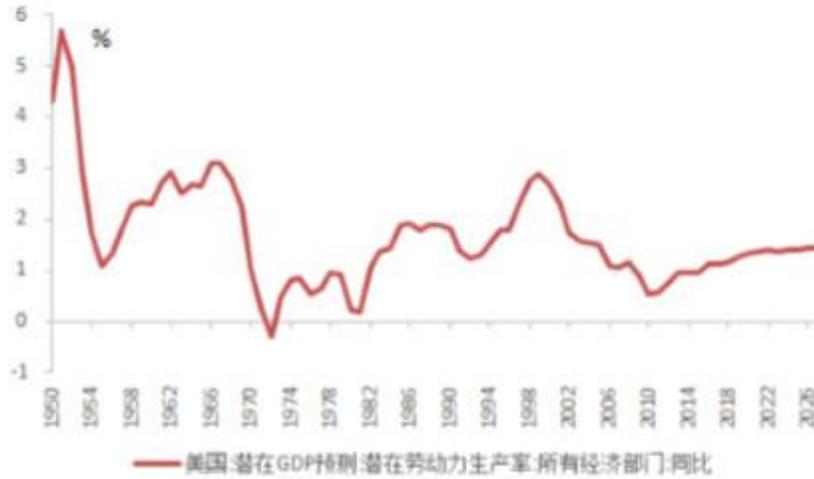
1980 年代中后期，随着个人计算机成本的下降，软件行业以及以此为基础的半导体仪器设备开始崭露头角。微软是这个时代的最成功和最有影响力的代表性公司，其他的代表性科技公司包括 Adobe、Autodesk、Corel、Intuit 和 Novell。同时技术的积累推动延长人类寿命的研究——生物医药，其市场表现也大大优于大盘。

5. 第四阶段：1990 – 2000，PC 时代和互联网泡沫

第三次工业革命：信息化革命，从现实到虚拟，从物质到电子

以半导体为基础的电子化革命将人类的活动痕迹转化为电子信息，对信息的分析、计算部分代替了人脑的功能。围绕着电子信息的储存、计算、传输诞生了许多牛股。从 1947 年半导体问世，1959 年集成电路技术商用化，1965 年运算放大器被发明，1970 年英特尔推出记忆体芯片和微处理器，1973 年互联网发明，到 1981 年个人计算机真正走入大众生活，电子信息化革命进入了高潮。

图 25：美国劳动生产率在 1980 年代重新提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

半导体之于电子行业类似于钢铁之于现代工业，是名副其实的电子行业“原材料”，也具有强商品周期属性。但从趋势上来讲，未来一切非物质消耗品都将电子化，对半导体的需求还有非常大的空间。因而半导体行业的需求走势亦如早期的钢铁行业，趋势叠加需求。

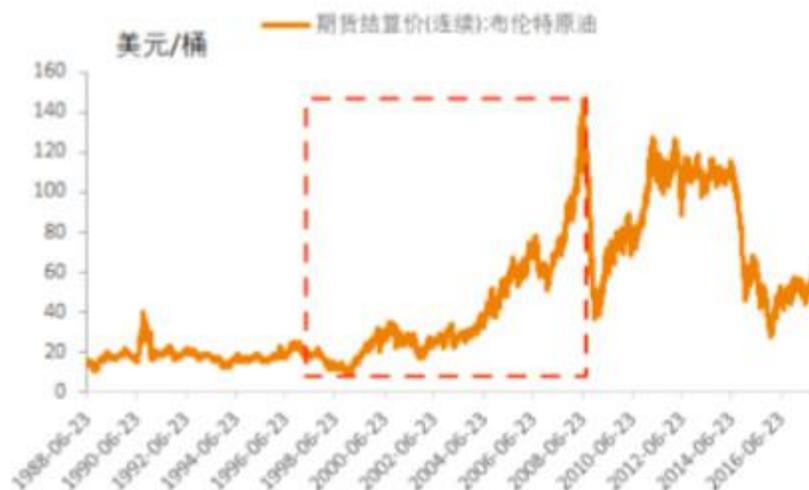
1990 年代，个人计算机迅速普及，逐渐成为人们生活和工作的消费品，催生了从计算机硬件到软件、从单机到网络的巨大市场需求，成就了一批以提供计算机及网络软硬件设施的成长股，如思科、戴尔、微软及英特尔等。

这一阶段除 IT 股的崛起之外，上一阶段的医疗、泛金融业、零售贸易表现也持续强势。

6. 第五阶段：2000 – 2010：后科网泡沫和能源股牛市

2000 年网络泡沫破灭后，市场归于理性。市场亮点从发达国家高新技术的发展转向以中国为首的新兴国家剧增的能源需求。1993 年，中国已成为石油净进口国，进口量为 3661 万吨。1995 年，中国成为世界第三大石油消费国——事实上 90 年代末期能源股的表现已经开始引人注目了。

图 29: 中国的需求飙升, 中东紧张的局势, 孱弱的美元造成的 2000-2008 年的原油大牛市

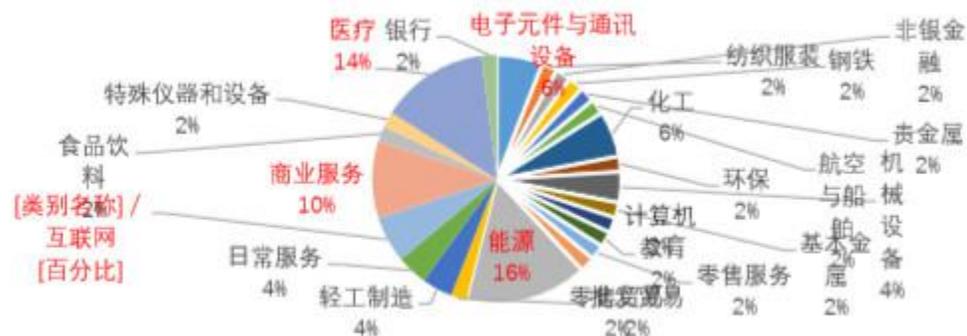


资料来源: EIA, 天风证券研究所

此外, 稳定的需求依然引领医疗和商业服务板块持续跑赢大盘。值得注意的是表现出 色的商业服务公司业务范畴从 90 年代的针对企业的线下咨询、数据处理, 变为针对个 人的互联网垂直领域电子商务服务, 如携程, VIPSHOP, NETFLIX 等。

2005 年后, 由于互联网在全球范围内的普及和 Web2.0 技术的成熟, 无论是企业还是 个人都通过网络获取或是传送信息, 并逐渐将网络应用作为企业经营和个人生活工作 中不可或缺的工具。IT 企业中率先找到盈利模式的公司脱颖而出: EBIX、Salesforce 均 是针对企业提供按需服务的软家公司, BAIDU 则是通过广告收入变现其搜索能力的中 国互联网公司。

图 31: 2005-2010 年表现最好的 50 只股行业分布



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

7. 第六阶段: 未来的趋势 (2010-至今)

受益于信息电子化的深入发展, 软件和互联网商务公司, 以及作为基础的电子元器件 板块表现优异。能源行业随油价反弹有一定机会, 此外煤、新能源公司在能源板块中 异军突起。

英国经济学家保罗·麦基里认为“一种建立在互联网和新材料、新能源相结合基础上 的工业革命即将到来, 它以制造业数字化为核心”。从化石能源时代到数据时代, 计算是 生产力, 数据是生产资料, 互联网是生产关系。

展望未来, 人类的活动轨迹会进一步电子化, 提升效率的软件和互联网商务公司仍大 有可

为。医疗和金融服务始终是人恒定的需求。能源板块趋势可能从化石能源转向新 能源。

8. 历史的必然：“工业-消费-科技-新工业”路径背后的逻辑

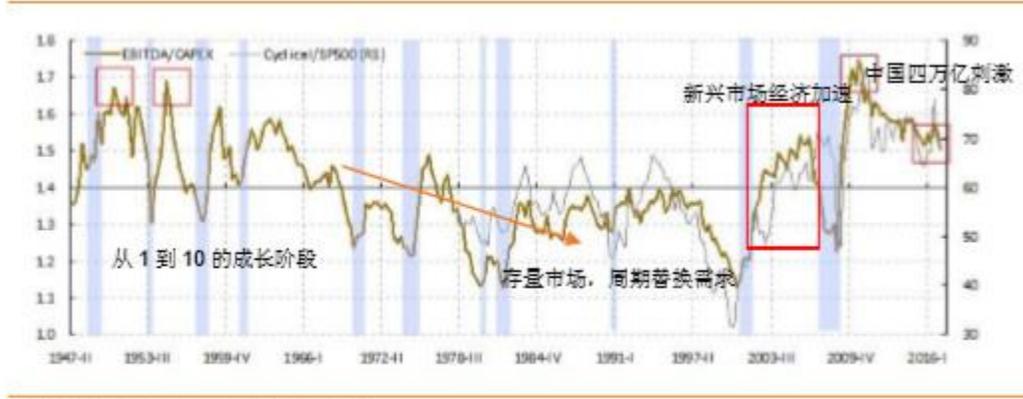
产业变迁的驱动力是技术进步，技术进步的驱动力是生产效率提升，生产效率提升的 驱动力是解放人的工作时间，增加人的娱乐时间和寿命。人类必然向过得更好的方向 发展：提升工作效率，享受休闲时光，提升人的寿命。

以需求法而言，拉动一个国家经济增长的三大需求包括资本形成总额、货物和服务净 出口以及最终消费支出，而净出口是储蓄、投资的差额。投资和消费的关系此消彼长，在投资边际 收益高时，不管是公司还是居民，收入倾向于被再投资（反映到上市公司 层面上是融资再投入 CAPEX），相应地，消费支出被压抑（反映到上市公司层面上是回 购、股利分红）。而当技术 逐渐过时，市场饱和，投资的边际效益降低，投资未来不如 消费当下，成全了消费股的牛市。

1920s 的工业，1990s 的 IT，与如今的人工智能，都是当时最前沿的技术和行业。技术 更迭的间隙，则是被压抑的消费兴起。往回看过去的产业是过时的科技，向前望新兴 的科技是未来的第四、第五产业，都是不同时间节点上提升效率的技术。

过时产业投资机会是存量替代（新能源汽车只是革石油的命），以及新生国家的脉冲需 求。新兴科技是从 0 到 1 的概念崛起，从 1 到 10 的基础设施铺设，投资机会横跨数十 年。但在新兴科技早期，其产业体量和成熟度还不足以支持大规模投资，这段产 业更替的真空即是美国生产效率放缓，也是消费崛起的时期（1980-1990）。

图 36：周期股过去也有成长的春天，反映在高 ROE 上；成熟期后投资机会在于外部的脉冲需求



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

文章来源：天风证券

3.2. 中国股市大事

中国证券市场简史

中国证券市场的萌芽出现在清末。19 世纪 70 年代后，清政府洋务派兴办了一些股份制企业 随着这些企业的出现.股票应运而生.为便利这些股票的转让交易.证券市场亦随之产生。我国最 早的证券交易市场是创立于光绪末年、由上海外商组织的“上海股份公所”和“上海众业公所”。

在这两个交易所买卖的证券，主要是外国企业股票、公司债券、南洋一带的橡胶股票、中国 政府的金币公债以及外国设在上海的行政机构发行的债券等，特别是其中的外国企业股票和橡胶 股票交易占了很大的份额。中国人自己创办的交易所在辛亥革命前还不多见，1912 年以后，中 国证券交易的规模逐渐扩大。1919 年，北京成立了证券交易所，这是全国第一家专营证券业务 的交易所;上海则成立了上海华商证券交易所。

新中国成立后，证券交易所被取消。1990 年 12 月 1 日，深圳证券交易所开始试营业。1990 年 12 月 19 日，上海证券交易所正式开业。1991 年 7 月 3 日，在试营业 7 个月之后，深圳证券 交易所正式营业。1998 年 12 月 29 日，第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过《中 华人民共和国证券法》.并于 1999 年 7 月 1 日正式实施。这标志着维系证券交易市场运作的法规

体系趋向完善。

为了积极推进资本市场改革和稳定发展，国务院于2004年1月发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，为资本市场新一轮改革和发展奠定了基础。2004年5月，中国证监会批准深圳证券交易所主板市场内开设中小企业板块。2005年4月，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动股权分置改革试点工作。

2005年9月，中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，标志着我国的股权分置改革全面推进。上市公司股权分置改革是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制消除A股市场股份转让制度性差异的制度安排，不仅顺利解决了上市公司股份原本不能全流通的历史问题，更为资本市场其他各项改革和制度创新创造了条件。2005年11月，修订后的《证券法》和《公司法》颁布，并于2006年1月起实施。2007年，新修订的《期货管理条例》发布实施；同年，《证券公司监督管理条例》和《证券公司风险处置条例》正式发布实施。有关资本市场的监管法规和部门规章也得到了相应的调整与完善。

为充分发挥资本市场的功能，市场各方对多层次市场体系和产品结构的多样化进行了积极的探索。中小板市场、创业板市场的推出和代办股份转让系统的出现，是中国在建设多层次资本市场体系方面迈出的重要一步。可转换公司债券、银行信贷资产证券化产品、住房抵押贷款证券化产品、企业资产证券化产品、银行不良资产证券化产品、企业或证券公司发行的集合收益计划产品以及权证等新品种的出现，丰富了资本市场交易品种。

2009年10月30日，创业板在深圳证券交易所开市，成为中国多层次资本市场建设的又一重要里程碑。2009年末，证监会又适时启动了以沪深300股指期货和融资融券制度为代表的重大创新，对中国证券市场的完善和发展具有深远影响。2010年3月18日，中国证监会批准第一批8家证券公司开始融资融券业务试点。2010年3月31日，上海证券交易所和深圳证券交易所开始接受融资融券交易的申报。2010年4月16日，我国股指期货开始上市交易。截至2017年年底，沪深两市上市公司达3485家，总市值56.71万亿元，流通市值44.93万亿元。新三板挂牌公司11630家，总市值4.94万亿元。

大事记

股票市场发展大事记录：

1984年7月，北京天桥股份有限公司和上海飞乐音响股份有限公司经中国人民银行批准向社会公开发行股票。

1984年10月，中共十二届三中全会通过了《关于经济体制改革的决定》，股份制也由此开始进入了正式试点阶段。

1986年9月26日，中国第一个证券交易柜台——静安证券业务部的开张，标志着新中国从此有了股票交易。新中国第一股——上海飞乐音响股份有限公司在南京西路1806号静安证券业务部正式挂牌买卖，当天上市的100股股票不到一个半小时即被抢购一空。

1986年11月14日，邓小平会见纽约证交所董事长约翰·范尔霖，并向其赠送了中国第一股——飞乐音响股股票。

1990年3月，政府允许上海、深圳两地试点公开发行股票，两地分别颁布了有关股票发行和交易的管理办法。

1990年12月1日，深圳证券交易所试营业。

1990年12月19日，上海证券交易所成立。

1990年12月25-30日中国共产党第十三届中央委员会第七次全体会议在北京召开，全会审议并通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展十年规划和“八五”计划的建议》，强调要“逐步扩大债券和股票的发行，严格加强管理。发展金融市场，鼓励资金融通，在有条件的大城市建立和完善证券交易所，并形成规范的交易制度。”这将证券市场的发展列入国民经济发展计划中，从而肯定了证券市场应有的地位。

1992年1月18-2月21日，邓小平同志视察武昌、深圳、珠海、上海等地并发表重要谈话。邓小平在讲话中指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有

的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年，对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴。怕什么，坚持这种态度就不要紧，就不会犯大错误。”

1992年1月19-23日，邓小平同志视察深圳，在了解了深圳股市的情况之后，邓小平同志指出：“有人说股票是资本主义的，我们在上海、深圳先试验了一下，结果证明是成功的，看来资本主义有些东西，社会主义制度也可以拿过来用，即使错了也不要紧嘛！错了关闭就是，以后再开，哪有百分之百正确的事情。”

1992年2月11日，国家主席杨尚昆视察上海证券交易所。

1992年5月，《股份公司规范意见》及13个配套文件出台，明确规定在我国证券市场，国家股、法人股、公众股、外资股四种股权形式并存。

1992年9月24日，国务院副总理朱镕基视察深圳时表示：“股票上市的信心和决心坚定不移，深圳和上海要办成全国的股票交易中心，为全国服务。”

1992年10月12-18日，中国共产党第十四次全国代表大会在北京召开。江泽民总书记在会上作了题为《加快改革开放和现代化建设步伐 夺取有中国特色社会主义事业的更大胜利》的工作报告。该报告确定我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制，并提出要积极培育债券、股票等证券的金融市场。

1992年12月17日，国务院下发《国务院关于进一步加强对证券市场宏观管理的通知》，它是在证券市场短期内出现深幅调整和剧烈震荡的背景下发出的，是中国第一个有关证券市场管理与发展的比较系统的指导性文件。《通知》内容涉及理顺和完善证券市场管理体制；严格规范证券发行上市程序；1993年的证券发行问题；进一步开放证券市场；抓紧证券市场法制建设；研究制定证券市场发展战略和规划，加强证券市场基础建设；加强证券市场管理，保障证券市场健康发展七个方面。《通知》的发布标志着中国证券市场的管理进入规范化轨道。

1992年底，“红庙子”（成都一条街道的名称）自发地出现了一个买卖内部职工股等未上市股票的市场，被称为“红庙子市场”。当时，来自深圳等地的大户们在此大笔收购四川省内公司发行的尚未到证券交易所正式上市的股票，使这些股票的价格纷纷上涨。有人形容，“你在红庙子市场这头买了股票，刚走了200米，你的股票就翻番了”。1993年3月初，每天有数万人次在这里交易，几乎所有四川境内（除重庆外）的公司。所发行的股票、内部股权证，都陆续进入自发交易市场，甚至债券、股票认购收据都在市场上“炒”，交易品种最多时达70~80种。1993年5月，政府开始干预，采取了一些禁止该种形式交易的措施，成都“红庙子市场”被取缔。

1994年6月17日，国务院颁布《九十年代国家产业政策纲要》，明确指出，今后股票、债券发行要优先安排基础设施和基础工业产业。

1995年3月，证券市场在发展4年多以后正式被写进政府工作报告。

1995年9月25-28日，中共中央十四届五中全会在北京举行，全会审议并通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标的建议》，明确提出要“坚持以间接融资为主，适当扩大直接融资”，“积极稳妥地发展债券和股票融资”，“对银行、信托、保险和证券业实行分业经营，依法管理。”“建议”已将证券市场纳入我国国民经济发展计划。

1995年12月19日，国务院副总理朱镕基在中共上海市委书记黄菊陪同下视察上海证券交易所，提出指导证券市场当前工作和未来发展的“法制、监管、自律、规范”八字方针。

1996年4月1日，国务院批示证券市场要“稳步发展，适当加快”。

1996年10月起，管理开始变调，连连发布了后来被称为“十二道金牌”的规定，大致有：《关于规范上市公司行为若干问题的通知》；《证券交易所管理办法》；《关于坚决制止股票发行中透支行为的通知》；《关于防范动作风险、保障经营安全的通知》；《关于严禁操纵信用交易的通知》；《证券经营机构证券自营业务管理办法》；《关于进一步加强市场监管的通知》；《关于严禁操纵市场行为的通知》；《关于加强证券市场稽查工作，严厉打击证券违法违规行为的的通知》；《关于加强风险管理和教育工作的通知》等。

1996年12月13日，国务院下发《关于进一步加强证券市场监督管理工作的通知》。鉴于当前我国证券市场发展过热问题十分突出，为引导证券市场健康发展，国务院决定：进一步加强

证券市场的风险宣传；增加市场供给；摘要公布《国务院批转中国人民银行关于进一步整顿金融秩序严格控制货币投放的紧急通知》；从严查处证券违法违规案件；建立涨跌停板制度和市场禁入制度，进一步规范市场行为。

1996年12月16日，《人民日报》发表特约评论员文章《正确认识当前股票市场》，共分4个部分：股市因何出现暴涨、股市有涨必有落、坚持“八字方针”规范证券市场、进一步抑制过度投机。文章指出，当前一个时期的股价暴涨是不正常的和非理性的。造成股价暴涨的原因，主要是机构大户操纵市场，银行违规资金入市，证券机构违规透支，新闻媒体推波助澜，误导误信股民跟风等因素。文章表示，“有涨必有跌”，当前的股票市场存在极大风险，必须坚定不移地贯彻“法制、监管、自律、规范”的八字方针，抑制过度投机，防范市场风险，维护市场稳定发展。这引发了连续两日两市大盘跌停行情。文章发表后，在社会上引起了强烈反响，对化解股市风险、保障社会稳定，起到了非常重要的作用。

1997年3月1日，国务院总理李鹏在八届人大五次会议做政府工作报告时指出：“规范证券、期货市场，增强风险意识”。由此1997年被中国证监会确定为“证券期货市场防范风险年”。

1998年3月25日，国务院下发《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》，要求有关地方人民政府和国务院有关部门坚决执行党中央、国务院的决定，彻底清理和纠正各类证券交易中心和报价系统非法进行的股票、基金等上市交易活动，严禁各类产权交易机构变相进行股票上市交易。4月2日至3日，中国证监会召开贯彻落实《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》座谈会，中国证监会主席周正庆同志作了题为《统一认识，加强领导，做好清理整顿场外非法股票交易工作》的讲话，讲话指出，当前证券工作要抓好两件大事：一是贯彻全国金融工作会议精神，抓好证券监管体制的改革和证券市场的清理整顿；二是发挥证券市场功能为国有企业改革和三年解困服务。

1999年9月22日，中国共产党第十五届中央委员会第四次全体会议通过《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》。其中涉及资本市场的有：提高直接融资比重。符合股票上市条件的国有企业，可通过境内外资本市场筹集资本金，并适当提高公众流通股的比重；有些企业可以通过债务重组，在具备条件后上市；允许国有及有关控股企业按规定参与股票配售；选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股上市公司，在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股，所得资金由国家用于国有企业的改革和发展；完善股票发行、上市制度，进一步推动证券市场健康发展。

2001年1月，经济学家吴敬琏在中央电视台发表了著名的“赌场论”，五大经济学家公开回应吴敬琏的观点，由此揭开了中国股市大讨论的序幕。

2000年3月5日，第九届全国人民代表大会第三次会议在北京召开，中共中央政治局常委、国务院总理朱镕基作《政府工作报告》。报告中提出“进一步规范和发展证券市场，增加企业直接融资比重。完善股票发行上市制度，支持国有大型企业和高新技术企业上市融资。”

2001年3月5日，九届全国人大四次会议在北京举行，中共中央政治局常委、国务院总理朱镕基做《关于国民经济和社会发展第十个五年计划纲要的报告》，提出“规范和健全证券市场，保护投资者利益。支持有条件的企业到境外上市”。

2001年6月6日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》。规定国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。凡国家拥有股份的股份有限公司（包括在境外上市的公司）向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股；股份有限公司设立未满三年的，拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有，并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。国有股存量出售收入，全部上缴全国社会保障基金。减持国有股原则上采取市场定价方式。

2001年6月12日国务院正式发布《减持国有股筹资社会保障资金管理暂行办法》，宣布是国有控股公司发行流通股时，国有股减持10%充实社保基金。

2001年6月14日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金暂行办法》，国有股减持办法出台。2001年6月14日，上证综合指数出现2245点的历史最高点。此记录直到2006年12月14日才被刷新。

2001年7月24日，新股发售“减持”开始。随后上证指数数日连续下跌。2001年7月26日，烽火通信、北生药业、江气股份、华纺股份四只新股在上海证券交易所上网发行，并以发行价减持国有股。标志新股发行配合国有减持方案正式启动。

2001年10月22日，证监会紧急叫停《减持国有股筹集社会保障资金暂行办法》。经国务院批准，中国证监会决定暂时停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第五条关于“凡国家拥有股份的股份有限公司（包括在境外上市的公司）向公共投资者首次发行和增发股票时，应按融资额的10%出售国有股”的规定。受此影响，10月23日沪深股指大幅上涨，两市全天共成交290.22亿元，为年内最大成交量。10月24日，沪深股市涨幅接近涨停板。

2002年6月23日，国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。“国有股减持”正式叫停。次日市场爆发井喷式“6?24”行情。

2004年1月31日，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”），将发展中国资本市场提升到国家战略任务的高度，提出了九个方面的纲领性意见，为资本市场的进一步改革与发展奠定了坚实的基础。

2004年2月1日，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国九条），提出大力发展资本市场是党中央、国务院从全局和战略出发作出的重要决策，各地区、各部门务必高度重视，进一步完善相关政策，共同为资本市场发展创造条件，积极推动我国资本市场的改革开放和稳定发展。

2004年2月1日，中央电视台的《新闻联播》在晚间七点播报了由国务院签发的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，因有九条意见，俗称“国九条”。“国九条”是战略性的和纲领性的，试图从整体上来统筹解决中国股市的问题。

2009年3月5日，温家宝总理作政府工作报告指出，推进资本市场改革，维护股票市场稳定，发展和规范债券市场，稳步发展期货市场。

2009年10月30日，创业板开市，首批28只股票齐发，刷新了中国股市多股齐发的历史纪录。

2009年12月5-7日，中央经济工作会议在北京召开。会议提出：“要积极扩大直接融资，引导和规范资本市场健康发展。”

2010年4月16日，股指期货首批四个沪深300股票指数期货合约上市，挂盘基准价均为3399点。

2011年1月14日，全国证券期货监管会议提出包括扩大中关村新三板试点、研究推出发行体制后续改革措施、完善退市制度、完善打击证券期货违法犯罪协作机制在内的全年八项重点工作。

2012年8月3日，经国务院批准，非上市股份公司股份转让（“新三板”）试点扩大。除北京中关村科技园区外，首批扩大试点新增上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区、天津滨海高新区。

2013年10月25日，人民银行授权中国外汇交易中心正式运行贷款基础利率（LPR）集中报价和发布机制。

2013年11月12日，十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出，“加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”。

2013年12月14日，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，新三板全国扩容，多层次资本市场建设取得实质性进展。

2014年4月10日，中国证监会与香港证监会就开展沪港通试点发布联合公告。证监会指出，沪港通总额为5500亿元人民币。

2014年5月9日，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（“新国九条”），表示进一步促进资本市场健康发展，健全多层次资本市场体系，对于加快完善现代市场体系、拓宽企业和居民投融资渠道、优化资源配置、促进经济转型升级具有重要意义。

中国股票市场是一个投资者结构以散户为主的新兴市场，且以短线买卖为主，市场交投相当活跃。中国的股票市场是在从计划经济向市场经济的转轨过程中恢复的，其建立和初期发展过程中政府干预程度深，使得股票市场明显有别于其他国家。

3.3. 3.27 国债期货事件

发生于 1995 年 2 月 23 日的上海证券交易所 327 国债期货事件，堪称中国资本市场发展史上最疯狂最富戏剧性的事件。该事件涉及金额之大、影响范围之广、影响时间之长都是史无前例的。一个叱咤上海滩的证券教父被判入狱 17 年，上交所总经理被迫辞职，证监会主席提前退休，一个当时全国数一数二的证券公司被对手兼并，国债期货交易被迫关闭，凶悍的资本大鳄卷款逃亡……

多少中小散户经历了暴涨暴跌的过山车行情，多少人倾家荡产以致跳楼轻生，又有多少人一夜暴富挣到了人生的第一桶金。这一切，都发生于 1995 年 2 月 23 日的上海证券交易所，发生于下午收盘前的短短 8 分钟！国外媒体称这一天是中国证券史上最黑暗的一天。

“327”是一个国债的产品，兑付办法是票面利率 9.5% 加保值贴息。由于保值贴息的不确定性，决定了该产品在期货市场上有一定的投机价值，成为了当年最为热门的炒作素材，而由此引发的 327 案，也成为了中国证券史上的“巴林事件”，民间（英国金融时报的说法）则将 1995 年 2 月 23 日称为中国证券史上最黑暗的一天。（解释：327 是国债代号，并不是案发当日，出事的那天是 1995 年的 2 月 23 日）。中国期货经典案例，有关人员有管金生、魏东、高原、高龄、尉文渊等；关键词：内幕交易、违规操作。

“327”是“92（3）国债 06 月交收”国债期货合约的代号，对应 1992 年发行 1995 年 6 月到期兑付的 3 年期国库券，该券发行总量是 240 亿元人民币。

1992 年时中国国债发行极难。1990 年以前，国库券一直是靠行政分配的方式发行的。国债的转让流通起步于 1988 年，1990 年才形成全国性的二级市场。个人投资者普遍把国债作为一种变相的长期储蓄存款，很少有进入市场交易的兴趣。

通过多次国际考察，决策者对国际金融市场有了较多的了解，感觉应当有金融工具的创新。在当时的体制框架内和认识水平上，搞股票指数期货是不可能的，而国债的发行正在受到国家的大力鼓励。借鉴美国的经验，1992 年 12 月 28 日，上海证券交易所首次设计并试行推出了 12 个品种的期货合约。

国债期货试行的两周内，交易清淡，仅成交 19 口。1993 年 7 月 10 日，情况发生了历史性的变化，这一天，财政部颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》，公告称，在通货膨胀居高不下的背景下，政府决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予一些国债品种的保值补贴。国债收益率开始出现不确定性。国债期货市场的炒作空间扩大了。

所谓的保值贴息指的是，由于通货膨胀带来人民币贬值，从而使国债持有者的实际财富减少。为了补偿国债持有人的这项损失，财政部会拿出一部分钱作为利息的增加，称之为保值贴息。从经济学的角度来看，保值贴息应该与通货膨胀率的实际值相等，而在国际惯例上，大多数国家（包括 2012 年的中国）已经取消了这一补贴，原因在于，国债购买者在购买时应当自行预见金融产品收益的不确定性。

90 年代中期，国家开放了国债期货交易试点，采用国际惯例，实行保证金制度，虽然大大的高出了 1% 的国际标准，但 2.5% 的保证金制度仍然把可交易量扩大到了 40 倍，有效的提高了国债期货产品的流动性。

由于期货价格主要取决于相应现货价格预期。因此，影响现货价格的因素也就成了期货市场的炒作题材。影响 1992 年三年期国债现券价格的主要因素有：

基础价格：92（3）现券的票面利率为 9.5%，如果不计保值和贴息，到期本息之和为 128.50 元。

保值贴补率：92（3）现券从 1993 年 7 月 11 日起实行保值，因而，其中 1995 年 7 月份到期兑付时的保值贴补率的高低，影响着 92（3）现券的实际价值。

贴息问题：1993 年 7 月 1 日，人民币三年期储蓄存款利率上调至 12.24%，这与 92（3）现

券的票面利率拉出了 2.74 个百分点的利差，而 1994 年 7 月 10 日财政部发布的公告仅仅规定了 92（3）等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补，并未说明 92（3）现券是否将随着储蓄利率的提高进行同步调整。因此，92（3）现券是否加息成为市场一大悬念，直接影响 92（3）现券的到期价值。

1995 年新券流通量的多寡也直接影响到 92（3）期券的炒作，由于上海证交所采用混合交易的制度，如果新券流通量大，且能成为混合交收的基础券种，那么，空方将有更多的选择余地，市场将有利于空方，如果相反，则对多方有利。

这些价格的不确定因素，为 92（3）国债期货的炒作提供了空间。

1995 年时，国家宏观调控提出三年内大幅降低通货膨胀率的措施，到 1994 年底、1995 年初的时段，通胀率已经被控下调了 2.5% 左右。众所周知的是，在 91~94 中国通胀率一直居高不下的这三年里，保值贴息率一直在 7~8% 的水平上。根据这些数据，时任万国证券总经理，有中国证券教父之称的管金生的预测，“327”国债的保值贴息率不可能上调，即使不下降，也应维持在 8% 的水平。按照这一计算，“327”国债将以 132 元的价格兑付。因此当市价在 147~148 元波动的时候，万国证券联合辽宁国发集团，成为了市场空头主力。

而另外一边，1995 年的中国经济开发信托投资公司（简称中经开），隶属于财政部，有理由认为，它当时已经知道财政部将上调保值贴息率。因此，中经开成为了多头主力。

1995 年 2 月 23 日，财政部发布公告称，“327”国债将按 148.50 元兑付，空头判断彻底错误。当日，中经开率领多方借利好大肆买入，将价格推到了 151.98 元。随后辽国发的高岭、高原兄弟在形势对空头极其不利的情况下由空翻多，将其 50 万口做空单迅速平仓，反手买入 50 万口做多，“327”国债在 1 分钟内涨了 2 元。这对于万国证券意味着一个沉重打击——60 亿人民币的巨额亏损。管金生为了维护自身利益，在收盘前八分钟时，做出避免巨额亏损的疯狂举措：大举透支卖出国债期货，做空国债。下午四点二十二，在手头并没有足够保证金的前提下，空方突然发难，先以 50 万口把价位从 151.30 元轰到 150 元，然后把价位打到 148 元，最后一个 730 万口的巨大卖单把价位打到 147.40 元。而这笔 730 万口卖单面值 1460 亿元。当日开盘的多方全部爆仓，并且由于时间仓促，多方根本没有来得及有所反应，使得这次激烈的多空绞杀终于以万国证券盈利而告终。而另一方面，以中经开为代表的多头，则出现了约 40 亿元的巨额亏损。

1995 年 2 月 23 日晚上十点，上交所在经过紧急会议后宣布：1995 年 2 月 23 日 16 时 22 分 13 秒之后的所有交易是异常的无效的，经过此调整当日国债成交额为 5400 亿元，当日“327”品种的收盘价为违规前最后签订的一笔交易价格 151.30 元。这也就是说当日收盘前 8 分钟内空头的所有卖单无效，“327”产品兑付价由会员协议确定。上交所的这一决定，使万国证券的尾盘操作收获瞬间化为泡影。万国亏损 56 亿人民币，濒临破产。

1995 年 2 月 24 日，上交所发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就国债期货交易的监管问题作出六项规定，即：从 1995 年 2 月 24 日起，对国债期货交易实行涨跌停板制度；严格加强最高持仓合约限额的管理工作；切实建立客户持仓限额的规定；严禁会员公司之间相互借用仓位；对持仓限额使用结构实行控制；严格国债期货资金使用管理。同时，为了维持市场稳定，开办了协议平仓专场。

1995 年 3 月份全国“两会”召开了之际，全国政协委员、财政部官员出身的著名经济学家戴园晨闭口不提中经开涉嫌内幕交易和违规操作以及财政部违背市场规律和经济学原理极度损害国家利益的巨额贴息，却言辞激烈要求对万国的迫不得已的违规予以严肃的查处。

自两会上戴园晨对万国证券穷凶极恶的攻讦后，有关 327 的反思就剑走偏锋，舆论一边倒地激愤、非理智、情绪化地声讨万国证券的狂妄和违规，诟病上交所和上海市政府为做大市场交易量而放松监管。

1995 年 4 月，管金生辞职。挂职两个月后，其经济犯罪问题开始败露。1995 年 5 月 19 日，管金生在海南被捕，罪名为贪污、挪用公款 40 余万元。

在管金生被捕后，《上海证券报》才敢在 1995 年 5 月 24 日发表同为经济学家的李扬（后任中科院副院长）的访谈。访谈中引导大众从情绪化的声讨转移到对现象的本质进行深层次的讨论、研究和体制改革中。

1995年5月17日,中国证监会鉴于中国当时不具备开展国债期货交易的基本条件,发出《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》,开市仅两年零六个月的国债期货无奈地划上了句号。中国第一个金融期货品种宣告夭折。

1995年9月20日,国家监察部、中国证监会等部门都公布了对“327事件”的调查结果和处理决定,决定说,“这次事件是一起在国债期货市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下,由上海万国证券公司、辽宁国发(集团)公司引起的国债期货风波。”决定认为,上海证交所对市场存在过度投机带来的风险估计严重不足,交易规则不完善,风险控制滞后,监督管理不严,致使在短短几个月内屡次发生严重违规交易引起的国债期货风波,在国内外造成极坏的影响。经过四个多月深入调查取证,监察部、中国证监会等部门根据有关法规,对有关责任人分别做出了开除公职、撤消行政领导等纪律处分和调离、免职等组织处分,涉嫌触犯刑律的移送司法机关处理,对违反规定的证券机构进行经济处罚。

而1995年8月发生的长虹转配股事件和2001年的银广夏事件使得中经开走了一个下降通道。信托业务、房地产投资都不景气,而证券的承销业务又往往因为恶性竞争变得几乎无利可图。1997年,中经开对外支付几次出现危机,78亿元债台高筑。2000年6月,中经开经由国务院批准,成为清理整顿后首批确定保留并移交中央金融工委管理的中央级信托投资公司之一。公司将实业投资剥离给中经投资公司,信贷资产已委托给资产管理总部继续清收。

3.4. 股权分置改革

上市公司的股权结构是影响上市公司价值的重要因素。我国上市公司的股权结构曾经有复杂的历史,股权分置改革是我国上市公司股权结构状况变革的里程碑。

在2005年股权分置改革前,我国上市公司的股权被人为划分成国家股、法人股和流通股。其中,持股的法人绝大部分是国有经济主体。在这种情况下,国家股和法人股共同构成了国有股主体。其中,国家股是国家直接持股,法人股是国家间接持股。据统计,流通的国家股与法人股大约占了总股权的60%~70%。其中,国家股和法人股是不能在二级市场流动的,所以也称非流通股,持有非流通股的股东为非流通股股东。投资者通过二级市场进行买卖的只有流通股,这部分占总股权的30%~40%。流通股和非流通股在本质上都是对上市公司剩余求偿权的凭证,无论从享受股息、分红还是投票权的角度,流通股和非流通股的权利都是相同的。两者本质的区别在于,这种人为划定的流通股和非流通股由于存在是否能在二级市场交易的差别,所以两者定价的模式也就不同。流通股通过二级市场交易方式,按照市场价格定价,而非流通股通常以净资产为基础给予一定溢价(如2000)的方式进行定价。这种人为划分出流通股和非流通股的股权结构称为股权分置。

一、股权分置的危害

股权分置的产生有其特殊的历史背景,该制度在当时的条件下促进了我国资本市场的发展。但是,伴随着我国资本市场的不断发展,股权分置的危害也逐渐体现出来。从结构和功能上看,股权分置使得中国资本市场长期以来都处在不正常状态。已有的分析表明^①,股权分置既是上市公司“融资饥渴症”产生的制度基础,又是资金使用效率低下、业绩不断下滑、关联交易盛行、内幕交易频频的重要原因。有学者认为,股权分置对中国资本市场的未来发展有八大危害,并对这八大危害进行了深入分析。^②在这八大危害中,又有三大最严重的危害,这些严重的危害使中国资本市场丧失了发展的动力。

首先,股权分置把上市公司变成股东之间的利益冲突体,而不是利益共同体。股权分置从制度上造就了流通股股东和非流通股股东之间的利益冲突,使上市公司分裂为动力不同、目标不同的两条船。非流通股股东把利益的攫取主要放在流通股股东身上,而不是放在提高盈利水平、提升公司竞争力上。他们通过基于股权分置的高溢价融资,攫取流通股股东的利益,从而实现自身资产价值的快速增值。因为流通股股东的资产价值与市场价格存在高度相关性,而非流通股股东的资产价值则与市场价格无关,所以流通股股东承担了资本市场上的系统性风险及非系统性风险,而非流通股股东的利益与股票价格高低无关。

其次,股权分置损害了资本市场的定价功能。在正常的制度环境下,并购以及以并购为机制

的存量资源配置是资本市场最重要的功能。实际上，增量融资并不是资本市场的核心功能。就增量融资而言，资本市场的功能不及商业银行强大，但在存量资源的配置和重组中，资本市场则是无以匹敌的，商业银行对此无能为力。这是因为资本市场创造了一种存量资源的流动机制，从而在技术层面上提供了公司并购重组的基础，商业银行无法提供存量资源的流动机制。股权分置的存在，使存量资源的再配置功能消失了，剩下的只是扭曲的增量融资。整个市场开始疯狂地追求增量融资，甚至把增量融资的多少作为评判资本市场重要性的主要标准。

再次，股权分置使中国资本市场不可能形成有助于企业长期发展的科学考核标准和有效激励机制。在成熟市场中，公司资产市值是考核管理层的核心指标。然而，股权分置的存在，使这种考核机制不复存在。确立了有利于企业长期发展的科学考核机制，我们才能建立起包括期权制度在内的有效的激励机制。在股权分置时代，期权制度只是一个美丽的传说，不可能实现，因为现实中缺乏期权制度实施的市场平台。在股权分置时代，股票期权主要表现为给非流通股期权。这种期权使持有者享受不到企业成长的财富效应，从而无法体现持有者的市场价值，因而起不到应有的激励作用。

二、股权分置改革中的对价支付

股权分置改革的核心议题是“对价”。有学者认为，非流通股股东给流通股股东支付对价缺乏法律依据。也有学者认为，支付对价的法律依据是《合同法》。因为在我国近400家上市公司的招股说明书和上市公告书中都曾有约定：“发起人股份暂不流通。”“暂不流通”就是一种契约、一种约定，现在如果要改变这种契约和约定，除非契约主动解除方有足够的证据或充分的理由保证契约变更接受方不会因为契约的改变而使其权益受到损害；否则，就必须支付相应的对价以对冲由于契约变化而带来的潜在风险。支付对价的形式可以是现金，也可以是其他形式的金融资产，甚至可以是法定义务的承诺。

在金融理论中，任何能够给未来带来收益的权利都是可以定价的。一种资产(权利)有没有价格，不在于其物理形态，而在于未来带来现金流的能力。资产的流动权是一种可能为持有者带来收益的权利。如果非流通股要获得与流通股相同的流动权，那就意味着非流通股股东要为此付出相应的价格。非流通股股东之所以要申请获取这种权利，是因为这种权利能给非流通股股东带来新的潜在利益，这种新的潜在利益至少包括三部分：一是有利于资产避险能力的提高；二是可以享有公司利润增长、综合竞争力提升带来的杠杆化资产增值效应；三是有机会取得资产的市场差价收益。所以，非流通股股东申请的流动权在商业上是可以定价的，而获取这种权利是要付出成本的。

这个成本付给谁？当然是付给契约变动的接受方，即A股流通股股东。除此之外，任何人、任何市场主体、任何非市场主体都没有权利享有。

三、股权分置改革完成后中国资本市场的变化

股权分置改革完成后，中国资本市场在以下几个方面发生重要变化：

(1) 资本市场的资产估值功能将逐步恢复并不断完善，资产价值将从汪意账面值过渡到盈利能力，“净资产”这样的财务概念将从资产估值的核心指标中慢慢退出，取而代之的是资产的未来现金流能力。

(2) 市场有效性会有一定程度的提高，市场对实体经济反应的敏感度会有所提高。“政策市”的烙印会随着市场功能的完善而慢慢淡去。

(3) 资本市场的功能将发生根本性的转型。从“货币池”转为“资产池”。

(4) 股权结构与公司治理有可能会发生重要变化。如果股权分置改革过程中不进行交易制度的改革，那么上市公司的股权结构与公司治理可能会从“一股独大”慢慢演变成股权高度分散化，进而演变成“内部人控制”的公司治理模式。

(5) 大股东行为将完成从股东之间的内部博弈到市场博弈的转变，股东行为特别是大股东行为将渐趋理性。

(6) 上市公司的考核目标将从静态目标转为动态目标，与此相适应，激励机制也将从侧重于短期激励转向长期激励。

(7) 中国资本市场的规则体系包括发行制度、交易制度、信息披露、购并规则以及退市机制

等都将进行根本性调整.基本的方向是从.‘中国特色’向.‘国际惯例’过渡。

(8)市场预期机制将逐步形成，人们的投资理念会随之发生重要变化--从单纯追求市场价差收益逐步过渡到注重收益与风险的匹配。

3.5. 吕梁做庄中科创业

说起中科创业，老股民都清楚其前身叫“康达尔 A”，总股本约为 3.9 亿股，流通股本为 1.1 亿股。这是由一家全民所有制企业——深圳宝安县养鸡公司改制而成的股份制企业，主要从事畜禽饲料及养殖业，似乎“农林牧副渔”均沾点边，属于正宗的“农家子弟”。

康达尔于 1994 年 11 月 1 日在深圳上市，上市后表现一般，股价长期在 9 元附近折腾。1999 年 5 月，康达尔第一大股东深圳龙岗区投资管理有限公司将其持有的部分国有股分别转让给了海南燕园投资管理有限公司、海南沃和生物技术有限公司及民乐燕园投资管理有限公司，三家公司成为康达尔第二、三、五大股东。在这一年的 12 月 8 日，康达尔更名为深圳市中科创业（集团）股份有限公司，简称中科创业。对此次股权转让，当时有权威媒体评价：康达尔正式挥师高科技，并透露这些新股东是在战略伙伴北京中科的全力支持下入主康达尔的，而北京中科的大股东包括了国家科技部高技术发展研究中心（863 计划）和国家科技部火炬开发中心等 5 个中心下属的高科技公司。中科创业总经理欧锡钊当时也表示：更名主要体现了公司股东的变更。新股东是具有国家科技部背景的下属几大科技发展中心投资兴办的科技发展公司。

虽然“农家子弟”不仅洗脚上田，而且脱胎换骨成“知识分子”似乎快了点，可在 1999 年和 2000 年，股民们见识过不少“麻雀变凤凰”的奇迹，所以对于康达尔成为中科创业的资产重组并没产生什么怀疑，而是报以热烈的掌声。其股价从 1998 年 4 月起就开始走牛，显然有消息者已在狂炒，消息出来后，原本已经高企的股价再度一路飙升，到 2000 年 2 月 21 日，创下 84 元的天价。

在新股东的支持下，北京中科入主康达尔后进行了一系列的资本运作：转让涪陵建陶等 4 家公司法人股，增持亨特尔生物技术有限公司股权，启动电子商务计划，主业也转为高新技术产业。公司资本运作成效显著。据 2000 年公司中报显示，主营收入净利润比 1999 年同期增长 370.6%。也就是说，这些资本动作在外人看来绝不会怀疑其真实可靠性。但作为中小散户，有几人真正了解庄家们是如何操盘坐庄的呢？这次“中科系”股票雪崩事件更为严重的后果绝不仅是市场经历一次灾难性的动荡，而是让中小股民们看到了庄家们的违规甚至违法操盘，这使得股民们对中国股市的信心产生从未有过的动摇。

说起“中科系”，得从吕梁这个人说起。此人据说早年既画画又搞文学创作，20 世纪 80 年代中期从河北进北京后一直是自由撰稿人。1988 年，有中篇小说《国运》在《收获》杂志发表。看上去像个追求艺术的“文学青年”。90 年代初他在深圳，时值深圳股市雄起。“文学青年”顿时对风花雪月的事儿没了兴致，投身到轰轰烈烈的炒股行列。1996 年又开始涉足证券咨询业，后来也直接指挥一些资金的投资运作，在证券投资界的圈子里渐渐有了点名气。

事情起源于深圳有个颇为有名的个体庄家朱焕良，此人与康达尔公司的管理层很熟，经常到公司串门子，公司的员工们亲切地称之为“朱大户”。1998 年年中，朱焕良到北京找到吕梁，希望吕梁能帮助他把手上套得很深的康达尔股票解套。原来朱焕良通过上千个人账户吃进了康达尔公司 90% 以上的流通股，坐庄做到如此高度的控盘，是很难出手的。可他经营的深圳一家投资咨询公司英特泰公司欠下了巨额债务，需要钱。朱焕良无力再拉升出货，得找人接盘，找来找去找到了吕梁。吕梁同意帮助朱焕良解套，但要求“朱大户”进行 3~5 年的长期投资，同时把康达尔从“养鸡大王”改造成生物制药与高科技企业。

有人愿意接盘，朱焕良自然啥条件都答应。两人签了一份协议，协议中策划由吕梁组织资金接下朱焕良手中 50% 的康达尔股票，而朱焕良必须配合长期锁仓，还须帮忙安排购入康达尔部分国有股，最终实现对公司的控制和重组。实现这一战略目标的时间是 5 年。天晓得，这种黑道上的活计还正儿八经地签协议，雇个凶手杀人是不是也得签个合同呢？诚如庄子所言：“何适而无有道邪？”

吕梁与朱焕良达成对康达尔股票操作协议后，搞了一份“长线投资、长线持仓”的项目建议

书。吕梁拿着这份项目建议书，首先游说的北京机构有：中煤信托、南方、海通、中信、中兴、北京证券等证券公司。这些机构的证券营业部将一些对计划感兴趣的客户，即一些大企业和不同形式的基金介绍进来，于是这些机构又作为吕梁的“客户”，与吕梁签了约，确定了炒作康达尔的时间、赢利预期等。这样由某些大企业和不同形式的基金组成的一艘“炒作航母”制造完成了。吕梁将自己组织的这艘航母比喻为类似国外的私募基金，但事后他也承认这是违法的，那些机构与基金彼此签订的协议“拿出来，连见证并签了字的律师都会被判刑”，吕梁完全清楚这点。可炒作成功后的巨大利润令这些炒家们视法律为儿戏。

智者千虑，必有一失。聪明过人的吕梁虽系文化人出身，却对人性的弱点并不了解。维系“吕梁舰队”的协作锁链在违法的恐惧下可能会越拧越紧，所谓“上了贼船，身不由己”，可从根本上说，这种锁链的建立是为了赚钱，而不是什么信念，赚到钱之后，一些出于害怕而没有吕梁式“雄心壮志”的人，就会设法逃离这条锁链，这条锁链迟早要断裂。

在山东控股公司组建尚未成功之时，锁链断裂了。北京中科在 2000 年中经过两次股权变动，到这年的 12 月，朱焕良已经出局，其股东缩减为 6 家，大股东为海南中网与江西燃气。朱焕良退出北京中科，意味着最早吕梁与朱焕良的协议已没有利益关系来维系了，当然朱焕良不会凭什么“信誉”来继续为吕梁锁仓中科创业（康达尔）股票，当初求吕梁解套的目的已经达到。这只比吕梁更狡猾的狐狸，怎么会“影徒随我身”地跟着吕梁？

2000 年 8 月的一天，约在凌晨两点，吕梁被人从睡梦中叫醒，紧急召到某公司在北京的总部大厦。这是一家在香港神通广大的公司，香港发生的许多事情都能知道，那家公司也属于“吕梁舰队”之一。“朱大户叛变了。”在香港公司的北京总部，探马对半夜被拉起来的吕梁道。“怎么回事？”吕梁顿时贼心一紧。“一艘偷渡快艇将一笔港币现金运到了香港，根据我们调查，这笔钱的主人是朱焕良。”“有多少钱？”“朱大户已经在港置业，还将部分资金转往海外，现在还不清楚钱的总数，估计不少于 4 亿。”

很明显，退出北京中科的朱焕良不玩了，他手上的大笔中科创业股票将抛向深圳市场。屋漏偏逢连阴雨，2000 年 10 月，北京中科的董事兼执行总裁申晔华受到一项重大案件的牵连，也被有关部门看管起来。在对申晔华的审查中，检察机关发现他私下炒作深圳中科等公司的股票，公司高级管理人员炒自己的股票是违法的，按市场上的行话就是开了“老鼠仓”。

“老鼠仓”本身的违规当然不会被吕梁看成“问题”，关键是申晔华的“老鼠仓”涉资甚巨，可能多达数千万元，一旦进入调查就会被强行平仓，这就相当危险。为了“舰队”的安全，吕梁下令在深圳中科、北京中科内部查“老鼠仓”，要求所有公司资金于年底以前结清。这次自查加速了“吕梁舰队”解体。“顾惟蝼蚁辈，但自求其穴。”这当儿，原本冲钱而来的投机分子，哪会顾到什么公司利益、“舰队”安全？本来已貌合神离准备出逃的朱焕良，会配合这种自查么？或许“老鼠仓”的数目比吕梁估计的要庞大得多，这批股票大规模出货，深圳的中科创业岂能不崩盘？

2000 年 12 月 25 日早上开盘没几分钟，中科创业就跌到 35 元以下。按吕梁的计划，准备接住“老鼠仓”的抛盘，在节前把股价收到 38 元以上，可“吕梁舰队”中那些“北京机构”的所有资金全部打光，共成交 220 万股，用掉 6 000 万资金，中科创业股票还是在上午跌停。吕梁没料到“老鼠仓”会这么多。他料不到，是因为他不知道自己的“军队”实际上是一支老鼠部队，都是为钱而来的鼠辈，没人会像他那样有一个远大的“犯罪目标”。北京的“弹药”打光后，吕梁急了，紧急从各地的杂牌军调拨粮草。中午外地一家机构打电话给吕梁，下午会有 2 亿资金到位，吕梁松口气地对手下人说：“这就像奇迹啊。”

可奇迹不会发生，“吕梁舰队”瓦解的速度与中科创业的下挫一样快。这支“舰队”包括企业、券商、银行，他们炒二级市场的大量资金是以股票质押而来的融资，一旦锁链的环节有一个断裂，谁不想夺门而逃？谁不想把这种违法的事推得干干净净？深圳中科六名“吕梁舰队”所派董事集体辞职，公司管理层见面媒体痛陈庄家操纵。先来个“贼喊捉贼”，以示自己的清白。上海中西药业股份有限公司于 2001 年 1 月 12 日发布公告，公司持有的岁宝热电流通股 357.582 2 万股，已于 1 月 4 日被申银万国擅自全数抛售。而北京中科、海南禾华所持公司法人股全部被法院冻结。

满载一船罪恶的“吕梁舰队”快速沉没了。北京中科的中小债权人涌至国贸大厦33层公司总部和北辰花园别墅吕梁住宅索债……

新世纪的第一个交易日，已连续5个跌停的中科创业称有重大事件公告，临时停牌一天；1月3日，在没有刊发任何公告的前提下又停牌了一天。1月4日，沉寂终于被打破，中科创业终于发出公告称，公司11名董事中有6名提出辞职，同时提出辞职的还有2名监事。据悉，这8位都是随着“吕梁舰队”的入驻选入公司董事会和监事会的，也就是说他们都不是原来康达尔的人。

1月4日下午，中科创业复牌，一开盘股价就被打在了17.86元的跌停板上，到收盘时，跌停一直没有被打开，有43.4%的流通盘等待卖出。5日，中科创业以16.07元的价格继续跌停，8日、9日中科创业还是跌停，至此对中科创业来说，已是连续9个跌停，股价业已跌至13.07元，这在中国证券市场上是罕见的。10日，历经了9个跌停的中科创业终于出现了一丝转机，第10个跌停最终被打开。可对于跟风炒作、高位套牢的股民来说，他们等待的恐怕已不是解套，而是人生的跌停啥时候能打开。

如此凶狠的跌停自然有其原因，有报道说，“中科系”股票市值高峰时多达100亿元，“吕梁舰队”的庄家融资来的钱近50亿元，这些融来的资金大部分直接或间接来自于银行，银行方面大都在中科创业的高位股价上，以1:2的质押率贷款给机构。一旦雪崩，人们可以想象银行不会不介入强行平仓之列，平出质押的股票以保血本。由此可知，“中科系”股票的连续跌停，正说明彼此践踏的血肉惨状。《中国证券报》的一位副总认为，中科创业事件差一点造成中国的“金融危机”。此语一点也不过分。

由于与“中科”挂上钩的公司无一例外地跟着深圳中科创业一起“跳楼自杀”，加上北京中科的主要负责人的个人股票账户统统被冻结，北京中科的董事会秘书艾晓宁不得不承认，“中科完全陷入财务危机。”

2001年1月10日，中国证监会有关负责人明确表示，证监会正在对有关机构涉嫌违规操纵中科创业股价一事进行调查。

此时清楚大势已去的吕梁具有奇快的应变能力，在雪崩之初马上就调整策略。2000年12月28日，即中科创业第三个跌停时，向市场发出公告，称上海中科所持4.66%的鲁银投资已转入九洲泰和名下，后者就此成为除山东经济开发区之外唯一持鲁银投资法人股的大股东。2001年1月7日，吕梁在他的私人别墅北辰花园向媒体发出“新闻稿”，称北京中科已完成“重组”，沈阳飞龙集团董事长姜伟将加入北京中科，并以大股东代表身份赴中西药业。

想通过迅速调整控股结构进行重组来改头换面以挽救失败的命运，谈何容易呢？走过场的程序省不掉。1月9日中科创业收到北京方面发出的通知，拟决定1月14日下午在北京召开临时董事会，但深圳方面的董事没有响应，北京临时董事会“流产”，而深圳方面想在18日召开董事会的提议，也一样没有得到北京方面的响应。由于不能召开临时董事会，中科创业的临时股东大会也只好暂时“搁浅”。此时的“吕梁舰队”众叛亲离，人人都只想保住自己了。

2001年1月8日，沈阳飞龙公司董事长姜伟在北京出现了，人们很想知道在北京中科陷于绝望境地时，沈阳飞龙为什么会去对其进行重组。在接受记者采访时，姜伟这位以生产开泰胶囊而引发“伟哥官司”的民营企业老板解释道，他来北京和北京中科有关人士商谈重组中科创业投资有限公司（北京中科），重组方式是从北京中科股东手中购买30%左右的股份，这部分股份使沈阳飞龙在北京中科处于相对控股的地位。他还告诉媒体，他将以北北京中科大股东的身份去中西药业，因为北京中科持有中西药业20%的股份，而他将代表这20%股份。姜伟并没有回答为什么重组北京中科的问题，只是说，此时出面重组北京中科对一直有点“不走运”的沈阳飞龙来说是一个机会。看来沈阳飞龙早就“垂涎”北京中科，现在正好遇上它落难的机会。

“吕梁舰队”在证券市场上所做的一系列公司间的资产重组，其目的并非为了公司本身，而是为了公司股票炒作。在吕梁的观念里，上市公司是一个“财务工具”，控股上市公司就是掌握了这个“财务工具”，为其炒作提供公司“基本面”的支持。控股的上市公司一多，就能把上市公司的项目和利润倒来倒去，为其所用，这恐怕就是吕梁所说的“虚数填实数”的窍门。比如收购中西药业29%的股份，吕梁就指望用中西药业的高科技项目和其他机构的优质资产来整体

置换康达尔的虚账。2000年9月20日，中西药业与中科创业签署股权转让协议，中西药业将所持上海中西新生力生物工程有限公司90%股权中的50%转让给中科创业，随后在10月24日继续向中科创业转让25%的股权。如此一来，康达尔80%的业务终于转移到高科技生物制药上了，康达尔也终于成了“中科创业”。

不能完全否定这种转来转去的资产重组游戏一点没有实质内容，从结果上来说，还是有某种效果的，沈阳飞龙或许正是看上这种效果，在北京中科岌岌可危的关口对其杀价重组，与其说伸出援手，不如说是商人的精明。

“中科系”雪崩，据最保守的估计，牵连的资金也在20亿以上，其对市场的危害完全可与期货市场的“327”事件相提并论。而且牵连公司之多，过程之复杂为十年来中国证券之罕见，其问题的清查解决会有一个漫长的过程。

2002年6月11日，吕梁案开庭，直到2003年4月1日，法官的小锤子才落下。法院审判了，可主犯吕梁在案发时就消失得无影无踪，活不见人，死不见尸。被判刑的是几个从犯，操盘手丁福根等4人被判4年到2年2个月徒刑，罚款50万~10万不等。

股民们一致认为判得太轻了，可就算吕梁没有在逃，最多也就坐5年牢。《刑法》第182条：“操纵证券交易价格，获取不正当利益或转嫁风险，情节严重的，处5年以下有期徒刑或拘役，并处或者单处违法所得1倍以上5倍以下罚金。”违法成本太低了，“获利”空间远远超过抢银行，对智商高的坏人，真是巨大的诱惑哇。

所以股市里不仅仅存在“中科系”这类的庄家，盛传的“首创系”、“德隆系”、“哈里系”等强庄，恐怕也不是空穴来风。

4. 股票估值方法

股票估值方法有很多种，本章介绍几种常用的估值方法。

4.1. 市盈率（PE）

市盈率（Price earnings ratio，即 P/E ratio）也称“本益比”，是最常用来衡量股票投资价值、评估股价水平的指标之一，由股价除以年度每股盈余（EPS）得出（以公司市值除以年度股东应占净利润亦可得出相同结果）。计算时，股价通常取最新收盘价，而 EPS，若按已公布的上年度 EPS 计算，称为历史市盈率（historical P/E）；计算预估市盈率时，一般采用市场平均预估（consensus estimates）的 EPS，即追踪公司业绩的多位分析师的预估平均值或中值。

股票被高估或低估，不是按股价绝对值高低来判断，通常用市盈率来比较。一般认为，如果一家公司股票的市盈率过高，那么该股票的价格具有泡沫，价值被高估。利用市盈率比较不同股票的投资价值时，这些公司越相似（行业、成长性，等等），相互比较才越有效。如何依据市盈率买进或卖出股票？理论上，市盈率低的股票适合投资，但是市盈率高的股票，有可能在另一侧面上反映了该企业良好的发展前景，可能通过资产重组或注入使业绩飞速提升，大幅度降低市盈率。

1) 市盈率分类和计算方法

市盈率可分为静态市盈率与动态市盈率。静态市盈率给投资人的决策带来了许多盲点和误区。毕竟过去的并不能充分说明未来，而投资股票更多的是看未来！动态市盈率=静态市盈率 \times （1+年复合增长率）^N。动态市盈率的计算公式是以静态市盈率为基数，乘以动态系数。该系数为 $1\div(1+i)^N$ ，其中*i*为企业每股收益的增长性比率，*n*为企业可持续发展的存续期。比如说，该企业未来保持该增长速度的时间可持续5年，即*n*=5，则动态系数为 $1\div(1+35\%)^5=22\%$ 。相应地，动态市盈率为11.6倍，即：52（静态市盈率：20元 \div 0.38元=52） \times 22%。两者相比，差别之大，会大吃一惊。动态市盈率理论，说明投资股市一定要选择有持续成长性的公司。因此不难理解资产重组为什么会成为市场永恒的主题，以及有些业绩不好的公司在实质性的重组题材支撑下成为

市场黑马。

市盈率本身也有许多种，比如 LYR 市盈率、TTM 市盈率、动态市盈率。LYR 市盈率就是静态市盈率，TTM 市盈率是当下的市盈率，三者的公式如下：LYR 市盈率=当前总市值/上一年度净利润，TTM 市盈率=当前总市值/最近 4 个季度的净利润总额。

动态市盈率又有两种情况，一种是年化市盈率、一种是预期市盈率：年化市盈率=当前总市值/当前报告期年化净利润，预期市盈率=当前总市值/当年预测净利润。

所以使用市盈率之前必须搞清楚用的是哪种市盈率，哪个版本的市盈率最靠谱。LYR 市盈率，静态的东西是过去的历史，跟过去的净利润比，没意义，买企业买的是未来，不是过去。TTM 市盈率，相对客观反映了当下市盈率水平，因为它采用的是最近 4 个季度的净利润总额，它的净利润是在不断滚动更新，但是它的缺陷依旧是不反映未来，我们买企业，现在的业绩好不代表未来的业绩继续持续增长，如果未来的业绩下滑，那么 TTM 市盈率反倒会拉高，所以本指标只适合业绩持续稳定增长的企业。但是即便业绩稳定的企业也可能在某个季度出现非经常性损益，那么企业的净利润会出现扭曲现象，致使市盈率失真。

再看年化市盈率，股票软件中给出的市盈率就是年化动态市盈率，这个市盈率也不科学，所谓年化，它的净利润是以当季的净利润折算成年，如果披露一季报，那么它就给一季报的净利润乘以 4；披露中报，就给中报的净利润乘以 2，这种年化的方法过于简单，没有考虑企业的淡旺季。有的企业正好进入淡季，那当季净利润会很低，因此造成市盈率虚高，这种情况很有可能导致市盈率达到 100 倍以上；同理，有的企业进入旺季，那么当季净利润就会大幅增长，这时你去折算成年净利润，估值反倒会虚低，可能只有 8、9 倍，也不合理。同时如果企业出现非经常性损益，同样会使企业净利润扭曲，市盈率失真。

很多人使用下一年度预测利润计算当前股价对应的预测市盈率，然后根据此市盈率判断相关标的估值。净利润预测对了，对应的市盈率最合理，如果预测错了，那就最危险。从逻辑的角度看，以预期净利润作为分母是最合理的，买企业买的是未来，未来好，才会去买。预期市盈率的另一个好处是可以规避非经常性损益造成的净利润失真，因为它使用的是预期净利润，因此可以规避 TTM 市盈率与年化市盈率所产生的净利润失真现象。

同花顺软件市盈率的计算公式：静态市盈率=最新股价/上年年报稀释每股收益，动态市盈率=最新股价/最新定期报表折算收益。其中：上年年报稀释每股收益=上年年报净利润/该股票最新总股本，最新定期报表折算收益=(定期报表净利润/该股票最新总股本)*(4/定期报表包含季度数)。比如定期报表为一季报，则定期报表包含季度数为 1，中报为 2，三季报为 3，年报为 4。可以看出，常用股票软件的动态市盈率的计算方法，与理论上计算公式：静态市盈率 x (1+年复合增长率)^N 次方，有很大的不同。常用股票软件的静态和动态市盈率区别，就是反映上年和最新每股收益的区别。因为所用的 EPS 仍然是已发生的，并没有体现出动态市盈率理论的本意，没有展现出公司的未来成长性。当然这种计算方法比起预期市盈率更加客观、真实，统计口径也一致。

2) 真实的企业利润

在计算市盈率时，往往需要理性分析企业的盈利质量。根据“市盈率=总市值/净利润”，计算市盈率的两个关键数据是总市值和净利润，分子总市值是客观存在的，而分母净利润却可以各种粉饰，因此我们需要在实践中仔细甄别。

①核心业务带来的利润是根本，长期股权资产过高的企业，谨慎分析其带来的利润。（商誉和投资收益都极高，存在调节利润的可能。）②剔除一次性收益或非核心业务收益。③关注存货、应收账款的变化，以确定企业是否调节了短期业绩。④关注企业有多久没有调薪、人力成本及原材料成本的稳定性，回避利润大幅波动的企业。⑤关注企业的提价行为。（海天酱油 2015 年提价，而酱油行业的竞争激烈，定价权没那么强，这代表着未来盈利扩张能力的底牌更少了。）⑥关注税收因素，新企业的税负一般较低，随后逐步增加（如 2015 年的大华股份）；水电企业的增值税返还逐步降低；茅台也可能存在政策性税负增加问题。⑦政府管制的价格（2015 年油价、电价的调整，电力过剩时对行业冲击很大，且不知道什么时候下调到头）。

可以看出，要分析好盈利质量往往需要我们对所分析的企业很熟悉。分析好当下盈利质量，才能更好预期下一年的真实盈利水平。作为一名长线投资者，投资的就是企业未来的所赚取的所有现金流的现值。需要关注的是当下的盈利质量和未来的盈利能力，这些才是确保未来长期回报的根本。

3) 市盈率高低分析

一般来说，市盈率水平为：

- ◇ <0：指该公司盈利为负（因盈利为负，计算市盈率没有意义，所以一般软件显示为“—”）
- ◇ 0~13：即价值被低估
- ◇ 14~20：即正常水平
- ◇ 21~28：即价值被高估
- ◇ 28+：股票可能出现投机性泡沫

按照经验判断，对于正常盈利的公司，净利润保持不变的话，给予 10 倍市盈率左右合适，因为 10 倍的倒数为 $1/10=10\%$ ，刚好对应一般投资者要求的股权投资回报率或者长期股票的投资报酬率。

为什么这里强调的是正常盈利状态的公司，因为亏损的公司计算的市盈率是负数，该指标失效，而微利的公司因为其净利润的分母小，计算出来的市盈率会高达成千上万，指标会非常高，但是公司的估值实际未必真的高。

对于未来几年净利润能够保持单位数至 30% 增长区间的公司，十至二十多倍市盈率合适。30 倍市盈率以上公司尽量别买，并不是说市盈率高于 30 倍的股票绝对贵了，而是因为仅有少之又少的伟大公司，既有超高的盈利能力又有超快的增长速度，能够长期维持 30 倍以上的市盈率，买这种股票需要非同一般的远见和长期持有的毅力。一般的公司也不可能长期保持超高的利润增长速度，因为净资产收益率受到竞争因素的限制，长期能够超过 30% 的公司凤毛麟角，对应的可持续增长率也不会长期超过 30%。如果你组合里都是 30 倍市盈率以上的公司，奉劝还是小心谨慎些好，因为能够称为伟大公司真的非常稀少。

60 倍以上市盈率为“市盈率魔咒”或“死亡市盈率”，这时候股票价格的上涨最为迅猛，市场情绪最为乐观，但是很难有公司、板块以及整个市场能够持续保持如此高估值，例如，2000 年美国的纳斯达克市场，2000 年和 2007 年的中国 A 股市场，1989 年的日本股票市场等，无一能够从市盈率魔咒中幸免。

如果某股票有较高市盈率，代表：

① 市场预测未来的盈利增长速度快。历史上，高市盈率是成长型公司股票的特点。像微软、麦当劳、可口可乐这样稳定增长型的公司股票的市盈率可能会略高于或略低于 20 倍，但是，在大的牛市中，它们的市盈率可以远远高于 20 倍。高市盈率反映了投资者对这些公司的信任，他们认为这些公司的新产品开发和市场拓展的努力很可能给公司股东带来不断增长的回报。另外，一些处于飞速发展阶段的公司股票可能有 40 倍、90 倍甚至更高的市盈率。

② 该企业一向录得可观盈利，但在前一个年度出现一次过的特殊支出，降低了盈利。

③ 出现泡沫，该股被追捧。

④ 该企业有特殊的优势，保证能在低风险情况下持久录得盈利。

低市盈率通常是那些已经发展成熟的，成长潜力不大的（像食品公司）公司股票的特点，此外还有蓝筹股和正在面临或将要面临困境的公司。如果低市盈率是由于低迷的销售、经济增长缓慢或投资者看空等暂时的市场状况造成的，股票的价值可能被低估，低市盈率很可能是买入的标志。但同时，低市盈率也可能是公司破产的第一个征兆。在购买低市盈率的股票以前，查看一下公司安全性和财务稳定性。虽然市盈率最终要被用来对一家公司股票的价格进行相对的评价，但是不要凭借这一指标单独进行解释，要把它与同行业的公司股票的市盈率进行对比，与公司股票过去的市盈率进行对比，与整体市场市盈率进行对比。

误用市盈率会导致很大的投资失误。市盈率是个人投资者用得最多的一个估值指标，机构投

资者也常常拿市盈率来说事，各种研报，几乎少不了对于每股收益的预测，从而得出市盈率估值。市盈率指标用来衡量股票是否合理具有一些内在的不足：

1. 市盈率指标很不稳定。随着经济的周期性波动，上市公司每股收益会大起大落，这样算出的平均市盈率也大起大落，以此来调控股市，必然会带来股市的动荡。1932年美国股市最低迷的时候，市盈率却高达100多倍，如果据此来挤股市泡沫，那是非常荒唐和危险的，事实上当年是美国历史上百年难遇的最佳入市时机。

2. 市盈率是和收益直接对应的，收益越高，市盈率越低，而企业的收益是不稳定的。对于业绩非常稳定的企业来说，用当前市盈率来评估是简单易行的，而对于业绩不稳定的企业来说，当前市盈率是极不可靠的，当前的很低的市盈率也未必代表低估，相反，很高的当前市盈率也未必代表是高估的；

3. 每股收益只是股票投资价值的一个影响因素。实际上股票的价值或价格是由众多因素决定的，用市盈率一个指标来评判股票价格过高或过低是很不科学。股票选择最主要考虑其内在价值，市盈率是购买股票前的一个参考指标，市盈率过高意味着要慎重购买。

4. 对于一个面临重大事项的企业来说，用当前市盈率或者历史平均市盈率来估值都是不可行的，而应当结合重大事件的影响程度而确定，或者是重大事件的确定性而定；

5. 有些行业的市盈率注定是比较高的，比如，医药行业。因为拥有更为稳定增长的盈利预期，整个行业的市盈率估值都会比金融地产这两个行业的高，而高科技类的企业则更甚；

6. 具有某种爆发性增长潜力的行业或者企业来说，通常意义的市盈率估值也是不可滥用的。举个例子，像微软，如果上市之初有幸可以买这只股，但是却被它高高在上的当前市盈率吓跑了，估计也只能留下后悔。因为对于某些有可能成为伟大的企业来说，如果其行业属性又是属于可实现爆发性增长的，那么，无疑不宜轻易用市盈率去评估它；

7. 对于一个当前业绩极度高速增长的企业，而出现的低市盈率现象同样也是要警惕的，可以说，对于绝大部分企业来说，维持一个超过30%的增长率都是极其困难的，由此，对于那些业绩增长数倍的而导致的当前市盈率低得诱人的现象，是不是该多一点点冷静呢？

8. 对于没有重组预期或者其他重大事件影响的企业来说，采用历史10年以上的平均市盈率法来评估是个简单有效的方法，但同样不可太依赖此市盈率做决策；

9. 对于一些具有很大的潜在资产重估提升价值的企业来说，市盈率法也是不太可行的，资产重估可以实现企业资产价值的大幅提升或者大幅降价；

10. 对于很多公用事业的企业来说，比如铁路、公路，普遍都会处于一个比较低的市盈率估值状态，因为这些企业的成长性不佳，如果投资者以公用事业的低市盈率去比较科技类股的高市盈率是不合适的，跨行业比较是一个不小的误区；

11. 对于暂时陷入亏损状态的企业，也是不适合于用市盈率也评估的，而更多的是考虑其亏损状况的持续时间或是否会变好、恶化等问题。

12. 一般成长性行业的企业，市盈率比较高一点，因为投资者对这些企业未来预期很乐观，愿意付出更高的价钱购买企业股票，而那些成长性不高或者缺乏成长性的企业，投资者愿意付出的市盈率却不是很高，比如钢铁行业，投资者预计未来企业业绩提升空间不大，所以，普遍给与10倍左右市盈率。美国90年代科技股市盈率很高，并不能完全用泡沫来概括，当初一大批科技股，确实实有着高速成长的业绩作为支撑，比如微软、英特尔、戴尔，他们1998年以前市盈率和业绩成长性还是很相符的，只是后来网络股大量加盟，市场预期变得过分乐观，市盈率严重超出业绩增长幅度，甚至没有业绩的股票也被大幅度炒高，导致泡沫形成和破裂。科技股并不代表着一定的高市盈率，必须有企业业绩增长，没有业绩增长做为保证，过高市盈率很容易形成泡沫，同样，缓慢增长行业里如果有高成长企业，也可以给予较高的市盈率。

13. 市盈率应与成长性挂钩。同样是20倍市盈率，上市公司平均每年利润增长7%的市场就要远比上市公司平均每年利润增长3%的市场有投资价值。假设上市公司净利润与经济同步增长，中国年均经济增长率7%，美国年均经济增长率为3%，那么中国股票的平均内在价值就是美国的2.42倍，中国股市的合理市盈率也是美国的2.42倍。从成长性这个角度看，NASDAQ指数的市盈率比较高，新兴市场国家股市的平均市盈率比较高，都是有道理的。

14. 处于行业拐点，业绩出现转折的企业，市盈率可能过高，随着业绩成倍增长，市盈率很快滑落下来，简单用数字高低来看待个别企业市盈率，是很不全面的。包括一些微利企业，业绩出现转折，都会出现这种情况。因此，在用市盈率的同时，一定要考虑企业所在行业具体情况。

15. 不能用该国企业市盈率简单和国外对比。因为每个国家不同行业发展阶段是不一样的。比如航空业，中国应该算是朝阳行业，而国外只能算是平衡发展，或者出现萎缩阶段。房地产行业国家处于高速发展阶段，而在工业化程度很高国家，算是稳定发展，因此导致市盈率有很大差别。再比如银行业是高速发展阶段，未来成长的空间还是很大，而西方国家，经过百年竞争淘汰，成长速度下降很多，所以市盈率也会有很大不同。一个行业发展空间应该和一个国家所处不同发展阶段，不同行业政策，消费偏好，有着密切关系。不同成长空间，导致人们预期不同，会有不同的定价标准。简单对照西方成熟市场定价标准很容易出错。

16. 市盈率应与基准利率挂钩。基准利率是人们投资收益率的参照系数，也反映了整个社会资金成本的高低。一般来说，如果其他因素不变，基准利率的倒数与股市平均市盈率存在正向关系。如果基本利率低，合理的市盈率可以高一点，如果基准利率很高，合理的市盈率就应该低一些。利率与市盈率之间的关系常用如下公式表示： $\text{市盈率} = 1 / \text{1年期银行存款利率}$ 。

17. 市盈率应与股本结构挂钩。如果股份是全流通的，市盈率就会低一些，如果股份不是全流通的，那么流通股的市盈率就会高一些。这种现象中国独有。

18. 中国股票市场的平均市盈率还应考虑发行价因素。1997年以前，参照当时中国的利率水平，管理层对股票初次发行定价控制得比较严，一般初次发行市盈率不得超过15倍，为了照顾边远地区，像西藏金珠这样的股票才发到20倍左右的市盈率。后来为了推进证券市场的市场化改革，对发行定价的控制渐渐放松了，闽东电力2000年发行时达到了88倍的市盈率，一般股票的平均发行市盈率也维持在四五十倍的水平。发行市盈率四五十倍都可以，二级市场平均市盈率四五十倍怎能说不正常？从理论上说，发行市盈率越高，筹集的资金越多，上市公司潜在的发展、盈利能力就越强，上市公司帐面资产的含金量也就越高，而这一点从静态的市盈率指标中是看不出来的。

19. 市盈率与一些制度性因素有关，居民投资方式的可选择性、投资理念、一国制度（文化、传统、风俗、习惯等）、外汇管制等制度性因素，都与平均市盈率水平有关。

20. 市盈率指标还必须与股票的风险水平相结合，才能做出合理的投资价值评判。风险高的股票，收益率要求也会相应提高，反映在市盈率上，在其他条件相同的情况下，应该比别的股票更低。因此，在不同风险的股票之间做出投资选择时，也不能单凭市盈率指标。

21. 投资者购买高市盈率股票的真正动机也许不是为了获得上市公司的股利分配。而是期待股票市场价格继续上涨带来股票交易利润，这就可能引发股票市场上的价格泡沫。

22. 周期公司误用。周期行业，由于产品大多同质化，公司盈利取决于产品的供求关系。在行业波峰时周期公司盈利状况很好，市盈率分母较大，市盈率较低，给了投资人估值看上去很便宜的错觉，但正是因为丰厚的利润吸引了产品供给的增加，很可能发生行业反转，公司盈利下降的情况，股价下降，市盈率反倒上升。而在行业低谷时，公司普遍亏损或者微利，市盈率高达成百上千，股票估值看上去很贵，但真实却可能很便宜，一旦走出低谷，盈利上升，反倒出现股价越涨市盈率越低的情况。因而周期公司除了关注市盈率指标的变动，更需要结合后面我们所说的市净率指标判断。

总的来说，市盈率大致反映了股票的贵贱，但是高市盈率未必真贵，低市盈率未必真便宜，仍然需要具体分析。从概率来说，如果一个组合涵盖了来自不同行业的低市盈率公司，那么这个组合长期跑赢市场指数的机会很大。这是指长期，30年以上，但3~15年内可能跑输。简而言之，成长性与稳定性是核心，切勿滥用市盈率。

4) 整体市场市盈率

市盈率用来判断单个股票的估值，难免有失偏颇。但用来判断整个大盘的估值高低，却是有效的参考指标之一。股票市盈率高低，大致能反映市场热闹程度。美国市场市盈率不高，市场低迷的时候不到10倍，高涨的时候也就20倍左右，香港市盈率大致也是如此。市盈率过高之后，

总是要下来的，持续时间无法判断，也就说高市盈率能维持多久，很难判断，但不会长久维持，这是肯定的。

历史统计数据显示：上证综指平均市盈率的最低点是 16 倍，出现在 2005 年 6 月 6 日，上证综指 998 点。次低点是 23 倍，出现在 1994 年，当时上证综指 325 点。第三个低点是 1996 年 1 月 19 日的 512 点，市盈率 20 倍左右。上证综指平均市盈率的最高点是 68 倍，出现在 2007 年 10 月 16 日，上证综指为 6124 点；次高点是 60 倍，出现在 2001 年，当时的上证综指为 2245 点。由此可知，16 倍平均市盈是上证综指低估的极限位，68 倍是高估的极限位。平均市盈率极限位的出现往往是股指低点或高点出现的最准确的预兆。上证综指的历史表现显示，市盈率 20 倍以下为低估区域，50 倍以上为高估区域。价值投资者应在低估区域买进，高估区域抛出。习惯反向思维的投资者认为，如果股票市场整体的市盈率偏低，那么市场已经触底，从中长期的角度来看，很可能将要出现反弹。对于这类投资者，市场整体市盈率偏低是一个利好，标志着这是买进股票的时候。

5) 市盈率的大师实践

戴维斯双击。在低市盈率买入股票，待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，这样可以获取每股收益和市盈率同时增长的倍乘效益。这种投资策略被称为“戴维斯双击”，反之则为“戴维斯双杀”。戴维斯双击的发明者是库洛姆·戴维斯。戴维斯 1950 年买入保险股时 PE 只有 4 倍，10 年后保险股的 PE 已达到 18 倍。也就是说，当每股收益为 1 美元时，戴维斯以 4 美元的价格买入，随着公司盈利的增长，当每股收益为 8 美元时，一大批追随者猛扑过来，用“8×18 美元”的价格买入。由此，戴维斯不仅本金增长了 36 倍，而且在 10 年等待过程中还获得了可观的股息收入。

约翰·聂夫的成功投资。约翰·聂夫 1964 年成为温莎基金经理，直至 1994 年退休，著有《约翰·涅夫的成功投资》一书。约翰·聂夫在温莎基金 31 年间，复合投资回报率达 13.7%，战胜市场 3% 以上，22 次跑赢市场，总投资回报高达 55 倍。约翰·聂夫自称低市盈率投资者，对市盈率的理解较为深刻，以下为他运用低市盈率的投资法则：1. 低市盈率（P/E）；2. 基本成长率超过 7%；3. 收益有保障（股票现金红利收益率要高）；4. 总回报率相对于支付的市盈率两者关系绝佳；5. 除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期性股票；6. 成长行业中的稳健公司；7. 基本面好。



美国股市所有行业历史平均市盈率（供估值参考）

钢铁业行业市盈率	11
房地产行业市盈率	11
钢铁产品行业市盈率	11.8
汽车/卡车制造行业市盈率	11.8
人寿保险行业市盈率	12.7
消费金融服务行业市盈率	12.9
渔业/家畜行业市盈率	13.5
建筑服务行业市盈率	13.8
汽车和零配件行业市盈率	14
石化行业行业市盈率	14
综合油汽行业行业市盈率	14
水上运输行业市盈率	14.2
烟草业行业市盈率	14.4
办公用品行业市盈率	14.5
林木产品行业市盈率	14.7
银行业行业市盈率	15
电力行业行业市盈率	15
公用事业行业市盈率	15

货币中心行业市盈率 15.2
财产与灾难险行业市盈率 15.6
其他金融服务行业市盈率 15.8
租赁行业市盈率 15.8
地区银行行业市盈率 16
非金属矿业行业市盈率 16.2
家用电器/工具行业市盈率 16.3
农产品行业市盈率 16.3
其他保险行业市盈率 16.4
电力行业市盈率 16.9
燃气行业市盈率 16.9
投资服务行业市盈率 17.4
建筑用品与设备行业市盈率 17.5
建筑/农业机械行业市盈率 17.6
信贷银行行业市盈率 17.6
油气经营行业市盈率 17.9
通讯服务行业市盈率 17.9
饮料制造业行业市盈率 18
食品行业行业市盈率 18
酒精饮料行业市盈率 18.2
非服装纺织品行业市盈率 18.9
零售-家庭装潢行业市盈率 18.9
日用电子器具制造业行业市盈率 19
交通运输辅助业行业市盈率 19
零售行业行业市盈率 19
建筑原材料行业市盈率 19.2
休闲行业市盈率 19.9
土木工程建筑业行业市盈率 20
通信设备制造业行业市盈率 20
大药厂行业市盈率 20
汽车/卡车部件行业市盈率 20.2
鞋类行业市盈率 20.2
家具/装潢用品行业市盈率 20.5
办公设备行业市盈率 20.5
活动住房行业市盈率 20.6
塑料与橡胶加工品行业市盈率 20.7
食品加工行业市盈率 20.9
意外/健康保险行业市盈率 21
金属矿业行业市盈率 21.1
电脑附件行业市盈率 21.1
个人服务行业市盈率 21.5
服装/饰品行业市盈率 21.6
非酒精饮料行业市盈率 21.6
医疗机构行业市盈率 21.9
印刷服务行业市盈率 21.9
医药卫生行业行业市盈率 22
零售-服装行业市盈率 22.3

零售-百货/折扣店行业市盈率 22.4
空中快运行业市盈率 22.7
集装箱/包装行业市盈率 23
综合集团行业市盈率 23.2
铁路行业市盈率 23.2
其他资本性商品行业市盈率 23.3
休闲娱乐活动行业市盈率 23.4
其他加工品行业市盈率 23.5
垃圾处理服务行业市盈率 23.5
个人/家庭用品行业市盈率 23.7
航空/航天行业市盈率 23.8
计算机应用服务业行业市盈率 24
化工-塑料/橡胶行业市盈率 24.2
宾馆/旅馆行业市盈率 24.2
印刷/出版行业市盈率 24.4
保安系统与服务业行业市盈率 24.5
电影行业市盈率 25
纸及纸制品行业市盈率 25.6
珠宝/银器行业市盈率 25.7
科技设备行业市盈率 26
公路运输行业市盈率 26
半导体行业市盈率 26.1
博彩业行业市盈率 26.6
通讯设备行业市盈率 26.7
电子设备/控制设备行业市盈率 26.9
供水行业市盈率 27.7
零售-药店行业市盈率 27.9
饭店行业市盈率 28.3
商业服务行业市盈率 29
电脑硬件行业市盈率 29.5
零售-超市行业市盈率 29.6
煤炭业行业市盈率 29.7
零售-科技产品行业市盈率 29.7
软件/编程行业市盈率 30.4
电脑储存设备行业市盈率 30.7
化工生产行业市盈率 32.4
航空公司行业市盈率 33.2
轮胎行业市盈率 34
医疗设备与用品行业市盈率 34.2
电脑服务行业市盈率 34.3
其他交通运输行业市盈率 34.4
零售-专业行业市盈率 35.4
房地产机构行业市盈率 36.4
生物科技/制药行业市盈率 37.7
音响/影视设备行业市盈率 38
广播/有线电视行业市盈率 38
油汽服务与设备行业市盈率 38.6

金银产品行业市盈率 41

电脑网络行业市盈率 41.8

4.2. 市净率 (PB)

市净率 (P/BV) 指的是每股股价与每股净资产的比率。市净率可用于股票投资分析, 一般来说市净率较低的股票, 投资价值较高, 相反, 则投资价值较低; 但在判断投资价值时还要考虑当时的市场环境以及公司经营情况、盈利能力等因素。

市净率的计算方法是: 市净率= (P/BV) 即: 每股市价 (P) /每股净资产 (Book Value)。股票净值即: 公司资本金、资本公积金、资本公益金、法定公积金、任意公积金、未分配盈余等项目的合计, 它代表全体股东共同享有的权益, 也称净资产。净资产的多少是由股份公司经营状况决定的, 股份公司的经营业绩越好, 其资产增值越快, 股票净值就越高, 因此股东所拥有的权益也越多。

通过市净率估值时, 首先, 应根据审核后的净资产计算出发行人的每股净资产; 其次, 根据二级市场的平均市净率、发行人的行业情况 (同类行业公司股票的市净率)、发行人的经营状况及其净资产收益等拟订合理市净率。优点: 简单、直观、明了, 适用于银行、地产等重资产行业的企业。缺点: 看后视镜开车, 可能企业当前的基本面已经发生了变化。有些困境反转型企业的盈利能力不断改善, 市场给予它的市净率可能会发生非常大的变化, 这时就不能用历史市净率来估值。

市净率特别在评估高风险企业, 企业资产大量为实物资产的企业时受到重视。股票净值是决定股票市场价格走向的主要根据。上市公司的每股内含净资产值高而每股市价不高的股票, 即市净率越低的股票, 其投资价值越高。相反, 其投资价值就越小, 但在判断投资价值时还要考虑当时的市场环境以及公司经营情况、盈利能力等因素。

市净率能够较好地反映出"有所付出, 即有回报", 它能够帮助投资者寻求哪个上市公司能以较少的投入得到较高的产出, 对于大的投资机构, 它能帮助其辨别投资风险。

要指出的是, 市净率不适用于短线炒作。市净率可用于投资分析。每股净资产是股票的本身价值, 它是用成本计量的, 而每股市价是这些资产的现在价格, 它是证券市场上交易的结果。市价高于价值时企业资产的质量较好, 有发展潜力, 反之则资产质量差, 没有发展前景。优质股票的市价都超出每股净资产许多, 一般说来市净率达到 3 可以树立较好的公司形象。市价低于每股净资产的股票, 就象售价低于成本的商品一样, 属于"处理品"。当然, "处理品"也不是没有购买价值, 问题在于该公司今后是否有转机, 或者购入后经过资产重组能否提高获利能力, 是市价与每股净资产之间的比值, 比值越低意味着风险越低。

市净率指的是市价与每股净资产之间的比值, 比值越低意味着风险越低。对市净率我们要动态地看, 净资产仅仅是企业静态的 4 资产概念, 存在着一定的变数。去年盈利会增加每股净资产, 但如果今年亏损就会减少每股净资产。比如说海南航空, 在 2002 年每股净资产是 3.26 元, 到了 2003 年因为每股亏损 1.74 元, 就变成了 1.52 元, 跌幅超过 50%。

同时, 每股净资产的构成基数不同往往也会造成不同结果。比如说 A 公司, 每股净资产高达 5.989 元, 不可谓不高, 但是其净资产构成中拥有 12.11 亿元的应收帐款, 折合成每股 2.14 元, 一旦计提坏帐准备, 其每股净资产就会大幅下降。再比如说 B 公司, 虽然目前的每股净资产高达 4.03 元, 但其每股未分配利润达到了 0.75 元, 而且已准备向老股东分配, 这样对于新股东而言, 享受到的净资产大概只有 3.3 元, 如此来看, 对待净资产真的要用动态观点来看待之。

市净率意味着股票价格相对于公司的净资产的比率。因此, 市净率低意味着投资风险小, 万一公司倒闭, 清偿的时候可以收回更多成本。所以, 市净率低好。当然这是一个极端的情形, 如果公司可能破产清算, 基本上也不会买入股票了。

曾几何时, 市净率是一个比市盈率更为可靠的指标, 尤其是针对那些周期性行业的个股, 此类股票每股盈利伴随行业景气度可能有极大波动, 市盈率也往往会几年前还在上百倍, 这几年却十倍也不到, 若遇上行业极不景气企业出现亏损, 市盈率更是无从谈起。对于此类个股, 利用市盈率估值极为困难。这时候, 市净率指标就极具参考价值了。毕竟, 无论行业景气与否, 上市公

公司的每股净资产一般不会出现大幅波动，盈利多则每股净资产增加也多一些，盈利少时每股净资产增加的慢一些，亏损则每股净资产也不过小幅下降。正因为每股净资产波动不大，所以由股价÷每股净资产得到的市净率波动也相对较小，在估值上更具参考价值。

由于许多上市公司均大量持有其他上市公司的股权，进而导致每股净资产和市净率亦产生极大的波动。那么，是否有方法拯救市净率分析呢？回答是肯定的。如果我们认为在给上市公司估值时，其持有的其他上市公司股票应当按照市值来估值的话，那么我们可以分别计算上市公司剔除持股其他上市公司市值后的“净市值”和“修正净资产”，然后计算这两者的比值作为“修正市净率”。

投资界常常会在牛市推崇市盈率，到熊市则往往拿市净率说事。道理很简单，牛市中大家齐往上看，市盈率给市场提供了无限想象空间，静态市盈率不行就用动态市盈率，今年的不行，还能推出明年、后年市盈率，总能“套”到合适理由。到了熊市，大家都往底下看，市净率常常给大家充当寻底的指标。

巴菲特的老师格雷厄姆曾经要求投资者在选股时注意把握一个尺度：市盈率的倍数乘以市净率最多 22.5。这大约是 15 倍市盈率与 1.5 倍市净率的乘积；如果市盈率略高于 15 倍，那么市净率必须低于 1.5 倍。当然这是选择股票的必要条件，而不是充分条件。达到这个条件还不够，还必须满足其他很多条件。显然，这对 A 股投资者来讲，是一个很苛刻的条件。

4.3. 市盈率/盈利增长（PEG）

PEG 指标（市盈率相对盈利增长比率）是用公司的市盈率除以公司的盈利增长速度。PEG 指标是著名基金经理彼得·林奇发明的一个股票估值指标，是在 PE（市盈率）估值的基础上发展起来的，它弥补了 PE 对企业动态成长性估计的不足，PEG 告诉投资者，在同行业的公司中，在市盈率一样的前提下优先选择那些增长速度高的公司，或者在同样的增长速度下选择市盈率较低的公司。

PEG，是用公司的市盈率除以公司未来 3 或 5 年的每股收益复合增长率。市盈率仅仅反映了某股票当前价值，PEG 则把股票当前的价值和该股未来的成长联系起来。比如一只股票当前的市盈率为 30 倍，传统市盈率的角度来看可能并不便宜，但如果其未来 5 年的预期每股收益复合增长率为 30%，那么这只股票的 PEG 就是 1，可能是物有所值。当 PEG 等于 1 时，表明市场赋予这只股票的估值可以充分反映其未来业绩的成长性。如果 PEG 大于 2，说明公司的利润增长跟不上估值的预期，则这只股票的价值就可能被严重高估。如果 PEG 小于 0.5，说明公司的利润增长远好于估值的预期，则这只股票的价值就可能被严重低估。

PEG 也可以理解为在 15%~30% 的增速下，企业的 20~30 倍高 PE 在 3 年时间就可以降低到 10~13 倍的相对安全区域。当然，周期股和垃圾股不太在样，融资换来的增速注意按摊薄后利润增速计算。所以，优质成长股选用此指标才更有意义。

PEG 告诉投资者相对市盈率估值而言，更应该关注公司的利润增长情况。短期内，利润增速高的股票在一段时间内走势都会强劲，即便估值已经偏高。

需要特别注意的是：根据未来 3 年的利润复合增速，利用 PEG=1 确定当下 PE 也是可以的。但买入时，20PE 以内的极品白马股 PEG 不要超过 1.5，20PE 以上的优秀个股 PEG 最好不要超过 1，因为高增速多数不可持续。

PEG 估值的优点：考虑了企业业绩的增长情况，适合适度成长股的估值。PEG 估值的缺点：不适合盈利增长速度过低或者过高的企业。

4.4. 净资产收益率（ROE）

净资产收益率是巴菲特选股最看重的指标。他在 1988 年投资 13 亿美元购买可口可乐之前，研读了可口可乐公司的年报，并分析了可口可乐公司 10 年来的净资产收益率变化趋势。巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。巴菲特在伯克希尔公司 1977 年年报致股东的一封信中说，除非遇到负债比率特别高或者账面上有重大资产需要重新评估的情况，否则，股东权益报酬率就是衡量

企业经营业绩比较合理的指标。

净资产收益率 ROE (Rate of Return on Common Stockholders' Equity) 又称股东权益报酬率/净值报酬率/权益报酬率/权益利润率/净资产利润率, 是净利润与平均股东权益的百分比, 是公司税后利润除以净资产得到的百分比率, 该指标反映股东权益的收益水平, 用以衡量公司运用自有资本的效率。指标值越高, 说明投资带来的收益越高。该指标体现了自有资本获得净收益的能力。

一般来说, 负债增加会导致净资产收益率的上升。企业资产包括了两部分, 一部分是股东的投资, 即所有者权益 (它是股东投入的股本, 企业公积金和留存收益等的总和), 另一部分是企业借入和暂时占用的资金。企业适当的运用财务杠杆可以提高资金的使用效率, 借入的资金过多会增大企业的财务风险, 但一般可以提高盈利, 借入的资金过少会降低资金的使用效率。净资产收益率是衡量股东资金使用效率的重要财务指标。

净资产收益率是衡量上市公司盈利能力的重要指标, 体现了企业所有者的获利能力, 但是有些人在选择投资产品时略有扩大净资产收益率的作用, 选择的时候应该综合考虑, 认识到净资产收益率的缺陷, 参考其他指标综合考虑选择投资品。

净资产收益率其计算公式是: 净资产收益率 (R) = 每股收益或公司净利润 (E) / 每股净资产或公司股东权益 (A) × 100%。

首选应看到公式本身的缺陷。这个计算公式只反映了收益率这个数值, 但没有反映分子分母两个数字本身的大小, 通过公式可以看出提高 ROE 有多种方式, 其中, E 值不变, A 值减少, 或者 E, A 两值同时减少, A 值减少更多这两种方法都能提高 R 值, 但是明显, E 或 A 的减少是公司盈利能力衰退的表现, 所以, 不能单纯从 R 本身值较高就完全认为公司获利能力较高。

其次, 由于投资者一直比较看重 R, 所以给市场带来了一些不良的导向。以其为标准, 不利于公司的稳健经营和持续发展, 一些业绩较差、净值较低的上市公司, 一方面通过大股东进行关联交易获得帐面利润或直接向地方政府争取补贴收入以加大分子, 另一方面由于连年经营亏损或多次送转股份令分母趋小, 而一旦再融资资金到手, 或无偿为大股东平调, 或向购买国债, 或者还贷款, 真正用于企业再生产的资金寥寥无几, 于是企业发展停滞不前。另外, 国内对 R 的追求给企业的国际化带来阻碍。从国际标准来看, 评判企业经营绩效的一个收益性指标是总资产收益率而非净资产收益率。由于总资产等于净资产与负债之和, 所以当收益水平与既定的情况下, 计算出来的总资产收益率往往会大大低于净资产收益率。如果不用全方位的考核系统评估企业整体状况, 企业就会对企业以后会面对的国际机构评级等问题非常不适应, 一时间难以改正而面临淘汰。

总之, 对公司做财务分析, 不能单看谁的净资产收益率高, 就认为谁就好。需要更细的研究毛利率、净利润、周转速度、财务杠杆, 发现不同公司的差异, 研究造成这些差异的原因,

然后根据这些东西, 判断公司未来可能的变化情况, 从而发现安全、合理的投资机会。

4.5. 现金流折现估值 (DCF)

是对企业未来的现金流量及其风险进行预期, 然后选择合理的折现率, 将未来的现金流量折合成现值。使用此法的关键确定: 第一, 预期企业未来存续期各年度的现金流量; 第二, 要找到一个合理的公允的折现率, 折现率的大小取决于取得的未来现金流量的风险, 风险越大, 要求的折现率就越高; 反之亦反之。

现金流量折现法 (Discounted Cash Flow Technique) 是指通过预测公司未来盈利能力, 据此计算出公司净现值, 并按一定的折扣率折算, 从而确定股票发行价格。

现金流量折现法在实际操作中现金流量主要使用实体现金流量和股权现金流量。实体现金流量是指企业全部投资人拥有的现金流量总和, 通常用加权平均资本成本来折现。

股权现金流量是指实体现金流量扣除与债务相联系的现金流量。股权现金流量通常用权益资本成本来折现, 而权益资本成本可以通过资本资产定价模式来求得。

任何资金都是有成本的, 即有时间价值。而就企业经营本质而言, 实际上是以追求财富的增加为目的的现金支出行为。在经济货币化乃至金融化后, 财富的增加表现为现金或者金融资产的增加。现金一旦投入运营, 其流动性完全或部分丧失, 随着经营的进行或时间的延续, 其流动性

又趋于不断提高，并最终转化为现金。因此，公司的经营实际上是一个完整的现金流动过程。

现金流量折现法是资本投资和资本预算的基本模型，被看做是企业估值定价在理论上最有成效的模型，因为企业的经济活动就表现为现金的流入和流出。由于有坚实的基础，当与其他方案一起使用时，现金流量折现法所得出结果往往是检验其他模型结果合理与否的基本标准。

现金流量折现法的原理比较简单，它是通过权衡为收购而投入的现金量这一投资所有未来能产生的净现金流量和时间（扣除折旧、营运需要等）来计算的。这一计算可得出内部收益率（IRR），即现金流入量现值等于现金流出量现值时所得到的内涵折现率。

另外，未来现金流量也能折算成现值并与原始投资比较。这一计算得出的是净现值（NPV），即在现值条件下支出和预期金额之间的差。

不管是内部收益还是净现值，折现现金流量都要求估算出一个最终的价值额（利用不同的增长模型），年限一般是7~10年以上。

现金流量折现法的主要缺点就是其对现金流量估计和预测的固有的不确定性。由于必须对许多的有关市场、产品、定价、竞争、管理、经济状况、利率之类作出假定，准确性因而减弱。不过，在每次并购中，人们都应该使用现金流量折现法。因为它把注意力集中到最重要的假定和不确定性上，尤其是将它用于为买方确定最高定价时，其结果具有重要的参考价值。

现金流量折现法是西方企业价值评估方法中使用最广泛、理论上最健全的方法，而在我国企业价值评估中也受到一定的限制。现金流量折现法中要求对未来现金流量做出预测，而我国现行的企业会计制度很难准确地做到这一点。从理论上讲只有当市场完善，会计制度健全，信息披露能够较为真实的反映企业的过去和现状时，运用这种方法才最为合理。中国还没有达到理想的适用条件，但不论是理论界还是实务界都已经开始尝试这种方法。从长远发展趋势看鼓励这种方法的运用。

引申的结论：烟蒂型投资的回报可能要低于好的成长型公司。这号称是芒格对巴菲特的贡献。

可口可乐的现金流折现估值

巴菲特曾经说过：内在价值是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。巴菲特在1988年买入可口可乐公司的股票时，可口可乐的市值为148亿美元，净现金流为8.28亿美元。1981—1988年，可口可乐的净现金流以年均17.8%的速度增长。巴菲特取折现率为9%，分别做了乐观、中性、悲观的三种假设：

乐观：以后10年中，现金流的年增长率为15%（低于之前几年平均的17.8%），那么前10年的现金流折现值如下：

可口可乐	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
折现值	8.28	8.736	9.217	9.724	10.26	10.82	11.42	12.05	12.71	13.41	14.15

合计112.5亿美元。永续期的增长率为5%，永续期的现金流折现值为14.15/（9%~5%）=353.75亿美元。

内在价值=112.5+353.75=466.25亿美元。

中性：以后10年中，现金流的年增长率为12%，永续期的增长率为5%，计算出的内在价值约为375亿美元。

悲观：以后10年中，现金流的年增长率为5%，永续期的增长率为5%，计算出的内在价值约为207亿美元。

巴菲特根据现金流折现，认为可口可乐即使在最悲观的情况下，价格也低于内在价值。

现金流折现估值的优点：业绩可以造假，但现金流量一般很难造假。考虑了企业业绩的增长情况，适合业务简单、增长平稳、资本支出较少、现金流稳定的企业。

现金流折现估值的缺点：不适合重资产行业的估值，比如银行、地产等。

其他估值方法

还有一些其他的估值方法，比如市销率、EV/EBITDA、DDM等。

市销率，即市值/营业收入的比率。可以用当前的市销率和历史市销率进行比较，也可以和同行业其他公司的市销率进行比较。

5. 股票投资思想

5.1. 股票投资理论

1) 空中楼阁理论

空中楼阁理论也称选美论，是由英国著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）创立的关于金融市场投资的理论。凯恩斯用“选美论”来解释股价波动的机理，认为金融投资如同选美，投资人买入自己认为最有价值的股票并非至关重要，只有正确地预测其他投资者的可能动向，才能在投机市场中稳操胜券，并以类似击鼓传花的游戏来形容股市投资中的风险。

击鼓传花，也称传彩球。中国民间游戏，流行于中国各地。数人、十数人或数十人围成一个圆圈席地而坐，其中一人拿花（或一小物件）；另有一人背着大家或蒙眼击鼓（桌子、黑板或其他能发出声音的物体），敲响时众人开始依次传花，至鼓声停止为止。此时花在谁手中（或其座位前），谁就上台表演节目（多是唱歌、跳舞、说笑话；或回答问题、猜谜、按纸条规定行事等）。

A股市场经常上演的抓猴子的故事，从另外一个角度说明这一理论。一天，村庄里来了一个陌生人。他告诉村民，他将每以每只100元的价格收购猴子。村庄附近的森林里有很多猴子出没，村民开始对它们进行大肆捕捉。收猴人以每只100元的价格，收购了几千只猴子。当猴子的数量减少的时候，村民停止了捕捉。这时，收猴人放出话来，每只猴子的收购价提高到200元。这个价格是原来的两倍，村民又重新投入到捕猴的行动中。不久，猴子的数量更少了。村民再次停止捕猴，开始恢复他们的耕作。收猴人把每只猴子的收购价提高到250元。但是，森林里的猴子已经很少了，村民努力一天，也很难抓到一只猴子。后来，收猴人把收购价提高到500元。不过，他说自己必须回城里处理一些事情，收购猴子的事将由他的助手代理。在收猴人回城之后，助手指着被老板收购到的几千只猴子对村民说：“我们来做一笔交易吧。我以每只猴子350元的价钱卖给你们，等我的老板从城里回来，你们再以每只500元的价钱卖给他。”村民拿出所有积蓄买下所有的猴子。但是，他们再也没看见收猴人和他的助手出现。从此森林里又到处都是猴子的身影。

空中楼阁理论的倡导者约翰·梅纳德·凯恩斯，认为股票价值虽然在理论上取决于其未来收益，但由于进行长期预期相当困难和不准确，故投资大众应把长期预期划分为一连串的短期预期。而一般大众在预测未来时都遵守一条成规：除非有特殊理由预测未来会有改变，否则即假定现状将不定期继续下去。

投资者不必为不知道10年以后其投资将值几何而失眠，他只要相信这条成规不被打破，使他常有机会在时间过得不多、现状改变还不太大时就可以修改其判断，变换其投资，则他觉得他的投资在短期间内相当安全，因此在一连串的短期内（不论有多少），其投资也相当安全。一般投资者如此，专业投资者也只好如此，这些专业人士最关心的，不是比常人高出一筹预测某一投资品在其整个寿命中产生的收益如何，而在于比一般大众稍早一些预测在此成规下市场对新的变化有什么反应。

凯恩斯把此种行为比作选美比赛：报上发表一百张美女照片，要求参赛者选出其中最美丽的六个，并给命中率最高的参赛者颁奖。在这种竞赛规则下，为了获胜，每一参赛者都不会根据自己的审美标准来评议，而会根据他对别人审美观点的推断来选美，只有这样，参赛者自己才能获奖。所以为了获奖，参赛者都必须服从大众的偏好。

在股票投资中，专业人要想在投资中获利，也必须了解并遵从一般投资大众的思维方式，一项投资对投资者来说值一定的价格，是因为他期望能以更高的价格卖给别人，于是股票投资就成了博傻游戏：每个人购买股票时都不必研究该股票到底值多少钱，或能为其带来多少长期收益，而只关心有没有人愿意以更高的价格向他买进；所以在股市中，每个人在购买股票时都必须且愿意充当暂时的傻瓜，只要他相信会有更傻的人来接替他的傻瓜职务，使其持有的股票能卖出，他就可晋升为聪明人了。这种游戏一直持续下去，像击鼓传花一样。当鼓声一停，最后一棒就成

了真正的傻瓜。此时股价开始下跌，于是傻瓜们又开始了“割肉比赛”。

基于上述分析，凯恩斯认为，“股票价格乃代表股票市场的平均预期，循此成规所得的股票价格，只是一群无知无识群众心理之产物，当群意骤变时，股价自然就会剧烈波动”。

目前，空中楼阁理论在各投资领域都很有市场，其要点可归纳为：

① 股票价格决定因素。股票价格并不是由其内在价值决定的，而是由投资者心理决定的，故此理论被称为空中楼阁理论，以示其虚幻的一面。

② 投资预期。人类受知识和经验所限，对长期预期的准确性缺乏信心，加上人生短暂造成的短期行为，使一般投资大众用一连串的短期预期取代长期预期。

③ 投资顺势。占少数的专业人士面对占绝大多数的一般投资大众的行为模式只好采取顺应的策略，这就是通常所说的顺势而为，股票价格取决于股民的平均预期。

④ 股票价格剧烈波动成因。心理预期会受乐观和悲观情绪的影响而骤变，从而引起股票价格的剧烈波动。

⑤ 股票价格与心理。投资者想要在股市中取胜，必须先发制人，智夺群众，而斗智的对象，不是预期股票能带来多少长期收益，其投资价值有几何，而在于预测短期之后，股价会因股民的心理预期变化而有何变化。

⑥ 股票与博彩。只要投资者认为未来价格上涨，可不必追究该股票的投资价值而一味追高买进，而当投资者认为未来价格会下跌时，也不顾市场价格远低于内在价值而杀低抛出。所以股票投资往往成为博彩游戏，成为投机者的天堂。

空中楼阁理论盯住市场消息的变化，时刻分析广大投资者对各种因素的反应，以及判断他们采取行动何种行动的可能，以尽早掌握市场行情运动的先机。运用这种理论，既有人成功也有人破财。提出空中楼阁理论的凯恩斯是运用心理方法获胜的高手。一项投资对购买者来说值一定的价格，因为他认为能以更高的价格出售给别人，新的购买者同样认为别人会给这项投资以更高的价格。其中没有什么道理可言，这是大众心理在作怪而已，所有精明的投资者必须抢先成交，抢最早的交易时机。这也便是“博傻”。

成功的空中楼阁铸造者或者“博傻”者，比如凯恩斯，认为价值投资理论工作量太大，而其价值的估算也很值得怀疑。即使公司收益和股息的未来增长水平及持续时间能够决定股票的价格，但无论用什么样的公式来计算，也必须部分地依靠不确定的前提，精确的数字无法从不确定的数据资料中计算得出。

由此可见，价值投资和空中楼阁理论的不足之处都基于同样的一个问题，就是对未来判断的不确定性。未来事件处于无穷无尽的变化之中，成败在于对未来的预测能力，这也便是投资所以引人入胜、令人痴迷之处。无论是价值投资还是空中楼阁，都不可能对未来事件作出具有绝对说服力的解释，因而孰高孰低并无实际意义。没有一套理论是万能的，投资者自己适合使用什么理论，收益最高，才是问题的关键。

空中楼阁理论的创新运用

格雷厄姆投资非常谨慎，他在股票投资中始终将资金的安全性放在第一位，无论如何也不能将老本亏掉，所以他不同意“冒最大的风险，赚最大的利益”这种激进的投资方式。对那些企图每年从股市中赚取 100% 以至 300% 利润的人，他认为是过于贪心了，真正的投资者应该是普通的、理智的、能耐心地在股市中等待和寻找机会，如果一年所赚取的利润能达到社会平均利润率的 2~3 倍就足够了，这样，投资者的本钱就能在 10 年内翻上两番，20 年内翻上四番。

在股票投资中，格雷厄姆有一条著名的准则，这就是忘掉市场。他认为股市的涨涨跌跌是非常平常的事情，但投资者不能因为股票价格的波动而害怕套牢，从而丧失了挑选绩优股的机会，这在股票投资中是极不明智的。而股价的不正常波动恰好为投资者创造了低吸高抛的绝好良机。空中楼阁理论造成的投资者追涨杀跌，导致股市大起大落。格雷厄姆认为正是这种大幅度波动，为价值投资者提供了低买高卖的好机会。

2) 随机漫步理论 (Random Walk Theory)

1959年, 奥斯本 (M. F. M Osborne) 提出了随机漫步理论, 认为股票交易中买方与卖方同样聪明机智, 现今的股价已基本反映了供求关系; 股票价格的变化类似于化学中的分子“布朗运动”, 具有随机漫步的特点, 其变动路径没有任何规律可循。因此, 股价波动是不可预测的, 根据技术图表预知未来股价走势的说法, 实际上是一派胡言。

随机漫步是一种数学统计模型, 它由一连串轨迹所组成。其中每一次都是随机的, 它用来表示不规则的变动形式, 如同一个人酒后乱步所形成的随机记录。气体或液体中分子活动的轨迹; 金融价格涨落, 赌场中的钱财状态等都可作为随机漫步的模型。

随机漫步理论 (Random Walk Theory) 认为, 证券价格的波动是随机的, 像一个在广场上漫步的人一样, 价格下一步将走向哪里, 是没有规律的。证券市场中, 价格的走向受到多方面因素的影响。一件不起眼的小事也可能对市场产生巨大的影响。从长时间的价格走势图上也可以看出, 价格的上下起伏的机会差不多是均等的。

随机漫步理论指出, 股票市场内有成千上万的精明人士, 每一个人都懂得分析, 而且市场上的信息都是公开的, 所有人都可以知道, 并无什么秘密可言。因此, 股票现在的价格就已经反映了供求关系, 或者离本身价值不会太远。所谓内在价值的衡量方法就是看每股资产值、市盈率、派息率等基本因素来决定。这些因素亦非什么大秘密。现时股票的市价已经代表了千万精明人士的看法总和, 构成了一个合理价位。市价会围绕着内在价值而上下波动。这些波动却是随意而没有任何轨迹可循。造成波动的原因是: (1) 新的经济、政治新闻消息是随意, 并无固定地流入市场。(2) 这些消息使基本分析人士重新估计股票的价值, 而作出买卖决定, 致使股票发生新变化。(3) 因为这些消息无迹可寻, 是突然而来, 事前并无人能够预测。(4) 既然所有股价在市场上的价格已经反映其基本价值。这个价值是公平的, 由买卖双方决定的, 这个价值就不会再出现变动, 除非突发消息如战争、收购、合并、加息减息、石油战等利好或利空等消息出现才会再次波动。但下一次的消息是利好或利空大家都不知道, 所以股票现时是没有记忆系统的。昨日升并不代表今日升。今日跌也不能说明明日会跌。每天的升跌之间并无相关。

既然股价是没有记忆系统的, 企图用股价波动找出一个原理去战胜市场, 赢得大市, 全部肯定失败。因为股票价格完全没有方向, 随机漫步, 乱升乱跌。我们无法预知股市去向, 谁也不肯定赢或输。

随机漫步理论对技术分析无疑是一个正面大敌, 如果随机漫步理论成立, 所有图表派股票专家都无立足之地。在华尔街, “随机漫步”是学术界创造的用来高声谩骂专业预测者的一个贬义词。这一术语意味着, 被蒙住眼睛的猴子向报纸金融版投掷飞镖选出的投资组合, 与专家精心挑选的投资组合表现一样好。

3) 现代资产组合理论 (MPT)

1952年, 美国经济学家马可维茨 (Harry M. Markowitz) 在他的学术论文《资产选择: 有效的多样化》中, 首次应用资产组合报酬的均值和方差这两个数学概念, 从数学上明确地定义了投资者偏好, 并以数学化的方式解释投资分散化原理, 系统地阐述了资产组合和选择问题, 标志着现代资产组合理论 (Modern Portfolio Theory, 简称 MPT) 的开端。该理论认为, 投资组合能降低非系统性风险, 一个投资组合是由组成的各证券及其权重所确定, 选择不相关的证券应是构建投资组合的目标。它在传统投资回报的基础上第一次提出了风险的概念, 认为风险而不是回报, 是整个投资过程的重心, 并提出了投资组合的优化方法, 马可维茨因此而获得了 1990 年诺贝尔经济学奖。1959 年出版了《证券组合选择》一书, 详细论述了证券组合的基本原理, 从而为现代西方证券投资理论奠定了基础。

马柯维茨证券组合理论的原理

1) 分散原理。一般说来, 投资者对于投资活动所最关注的问题是预期收益和预期风险的关系。投资者或“证券组合”管理者的主要意图, 是尽可能建立起一个有效组合。那就是在市场上为数众多的证券中, 选择若干股票结合起来, 以求得单位风险的水平上收益最高, 或单位收益的水

平上风险最小。

2) 相关系数对证券组合风险的影响。相关系数是反映两个随机变量之间共同变动程度的相关关系数量的表示。对证券组合来说,相关系数可以反映一组证券中,每两组证券之间的期望收益作同方向运动或反方向运动的程度。

现代资产组合理论的提出主要是针对化解投资风险的可能性。该理论认为,有些风险与其他证券无关,分散投资对象可以减少个别风险(unique risk or unsystematic risk),由此个别公司的信息就显得不太重要。个别风险属于市场风险,而市场风险一般有两种:个别风险和系统风险(systematic risk),前者是指围绕着个别公司的风险,是对单个公司投资回报的不确定性;后者指整个经济所生的风险无法由分散投资来减轻。

虽然分散投资可以降低个别风险,但是首先,有些风险是与其他或所有证券的风险具有相关性,在风险以相似方式影响市场上的所有证券时,所有证券都会做出类似的反应,因此投资证券组合并不能规避整个系统的风险。

其次,即使分散投资也未必是投资在数家不同公司的股票上,而是可能分散在股票、债券、房地产等多方面。

再次,未必每位投资者都会采取分散投资的方式,因此,在实践中风险分散并非总是完全有效。

该理论主要解决投资者如何衡量不同的投资风险以及如何合理组合自己的资金以取得最大收益问题。该理论认为组合金融资产的投资风险与收益之间存在一定的特殊关系,投资风险的分散具有规律性。

假设市场是有效的,投资者能够得知金融市场上多种收益和风险变动及其原因。假设投资者都是风险厌恶者,都愿意得到较高的收益率,如果要他们承受较大的风险则必须以得到较高的预期收益作为补偿。风险是以收益率的变动性来衡量,用统计上的标准差来代表。假定投资者根据金融资产的预期收益率和标准差来选择投资组合,而他们所选取的投资组合具有较高的收益率或较低的风险。假定多种金融资产之间的收益都是相关的,如果得知每种金融资产之间的相关系数,就有可能选择最低风险的投资组合。

3) 有效市场假说(EMH)

1965年,美国芝加哥大学金融学教授尤金·法玛(Eugene Fama),发表了一篇题为《股票市场价格行为》的论文,于1970年对该理论进行了深化,并提出有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis,简称EMH)。有效市场假说有一个颇受质疑的前提假设,即参与市场的投资者有足够的理性,并且能够迅速对所有市场信息作出合理反应。该理论认为,在法律健全、功能良好、透明度高、竞争充分的股票市场,一切有价值的信息已经及时、准确、充分地反映在股价走势当中,其中包括企业当前和未来的价值,除非存在市场操纵,否则投资者不可能通过分析以往价格获得高于市场平均水平的超额利润。

有效市场假说提出后,便成为证券市场实证研究的热门课题,支持和反对的证据都很多,是目前最具争议的投资理论之一。尽管如此,在现代金融市场主流理论的基本框架中,该假说仍然占据重要地位。

2013年10月14日,瑞典皇家科学院宣布授予美国经济学家尤金·法玛、拉尔斯·皮特·汉森以及罗伯特·J·席勒该年度诺贝尔经济学奖,以表彰他们在研究资产市场的发展趋势采用了新方法。瑞典皇家科学院指出,三名经济学家为资产价值的认知奠定了基础。几乎没什么方法能准确预测未来几天或几周股市债市的走向,但可以通过研究对三年以上的价格进行预测。这些看起来令人惊讶且矛盾的发现,正是今年诺奖得主分析作出的工作。

值得一提的是,尤金·法玛和罗伯特·席勒持有完全不同的学术观点,前者认为市场是有效的,而后者则坚信市场存在缺陷,这也从另一个侧面证明,至今为止人类对资产价格波动逻辑的认知,还是相当肤浅的,与我们真正把握其内在规律的距离,仍然非常遥远!

4) 行为金融学(BF)

行为金融学（Behavioral Finance，简称 BF）是金融学、心理学、人类学等有机结合的综合理论，力图揭示金融市场的非理性行为和决策规律。认为，股票价格并非只由企业的内在价值所决定，还在很大程度上受到投资者主体行为的影响，即投资者心理与行为对证券市场的价格形成及其变动具有重大影响。它是和有效市场假说相对应的一种学说，主要内容可分为套利限制和心理学两部分。行为金融学是将心理学尤其是行为科学的理论融入到金融学之中，是一门新兴边缘学科，是金融学的热门边缘交叉学科，对传统金融理论的创新发展具有重要意义。

1979年，美国普林斯顿大学的心理学教授丹尼尔·卡纳曼（Daniel Kahneman）等人发表了题为《期望理论：风险状态下的决策分析》的文章，建立了人类风险决策过程的心理学理论，成为行为金融学发展史上的一个里程碑。

由于卡纳曼等人开创了“期望理论”（Prospect Theory）的分析范式，成为二十世纪80年代之后行为金融学的早期开拓者，瑞典皇家科学院在2002年10月宣布，授予丹尼尔·卡纳曼等人该年度诺贝尔经济学奖，以表彰其综合运用经济学和心理学理论，探索投资决策行为方面所做出的突出贡献。

行为金融学从微观个体行为以及产生这种行为的心理等动因来解释、研究和预测金融市场的发展。这一研究视角通过分析金融市场主体在市场行为中的偏差和反常，来寻求不同市场主体在不同环境下的经营理念及决策行为特征，力求建立一种能正确反映市场主体实际决策行为和运行状况的描述性模型。

行为金融学虽然试图深挖金融市场运作背后的奥秘，但并不系统也不透彻，因此现今成型的行为金融学模型还不多，研究的重点还停留在对市场异常和认知偏差的定性描述和历史观察上，以及鉴别可能对金融市场行为有系统影响的行为决策属性。究其原因，也许就像指数基金教父约翰·博格所说的那样：“在这个行业里摸爬滚打了55年，我依然对如何预测投资者的心理一无所知。”

传统金融理论认为人们的决策是建立在理性预期（Rational Expectation）、风险回避（Risk Aversion）、效用最大化以及相机抉择等假设基础之上的。大量的心理学研究表明，人们的实际投资决策并非如此。比如，人们总是过分相信自己的判断，人们往往是根据自己对决策结果的盈亏状况的主观判断进行决策的等等。尤其值得指出的是，研究表明，这种对理性决策的偏离是系统性的，并不能因为统计平均而消除。

传统金融理论认为，在市场竞争过程中，理性的投资者总是能抓住每一个由非理性投资者创造的套利机会。因此，能够在市场竞争中幸存下来的只有理性的投资者。在现实世界中，市场并非像理论描述得那么完美，大量“反常现象”的出现使得传统金融理论无法应对。传统理论为我们找到了一条最优化的道路，告诉人们“该怎么做”，让我们知道“应该发生什么”。可惜，并非每个市场参与者都能完全理性地按照理论中的模型去行动，人的非理性行为在经济系统中发挥着不容忽视的作用。因此，不能再将人的因素仅仅作为假设排斥在外，行为分析应纳入理论分析之中，理论研究应转向“实际发生了什么”，从而指导决策者们进行正确的决策。

在行为金融学出现以前，人们认为股市和楼房是一样的客观事物。在股市投资也和工程师设计楼房原理一样，只要了解地面、材料的承重力，计算长宽高，画出图来就能施工，只要严格遵守数据施工就是优质的建筑，只要从各个角度对股市进行解剖分析、论证计算，就能正确投资。

把股市当死物，结果就研究不下去了，很多现象解释不了。行为金融学历史地承认了股市是活物，其很多变化和过程是由人的心理决定的。这就是行为金融学的正确之处。它开辟了一条把人心和人的行为作为股市变化最基础原因的正确方向。它历史性地承认了股市变化在很多情况下不是纯客观的，而是与参与者的心理特征和行为特征有关。股市在很大程度上是人性的反映，股市中的很多现象都不符合科学的原理和既定的逻辑。

过去的理论假设资本市场参与者都是计算机，都是没有情绪的、超级理性的，行为完全遵循利益的原则。实际上，却并不是这样的。每次股市大跌或个股价格大跌时都会出现“羊群效应”：一看到别人都在卖，投资者会不顾一切、不问任何原因就条件反射式地卖，这就是人的心理和人性的自然反映。这时，首先出现在他脑海中的不是理性，而是一种自然的条件反射。人的主观情绪结构就是先是由情绪支配，再由理性支配的。过去，所有的理论都假设人是理性的，所有的事

情都按照利益最大化来分析，实际上是根本错误的。虽然估值、成长等理论都非常有用，但股市在相当大的程度上也是心理博弈。巴菲特说的“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”就是心理博弈。

纠正了过去资本市场金融理论的基础性错误，这就是行为金融学的重要价值。目前，行为金融学主要是探求人类心理有哪些共性的规律性特征，并且用这些人类基础的客观心理特征来分析解释股市的现象。行为金融学已经通过试验，总结、发现、统计、归纳了人类有哪些心理特征，并用于解释股市的现象，也告诫投资人有些心理特征是不利于投资的。总体来说，行为金融学就是统计行为心理特征，然后用其解释资本市场的现象。它的不足是发现了问题，但没有解决问题。它发现了人的心理特征是股市变化的决定性原因，也发现了一系列人类共有的具体心理特征，并且把这种具体心理特征对投资成败的影响也描写清了，但是它没有指出投资者应如何克服这些不利于投资的固有的心理特征。

也就是说，行为金融学发现、提出、总结了人类有“羊群效应”和从众等心理特征，并且也认识到其危害严重，但是没有更进一步指出人类应该怎样避免这种危害，有哪些具体的方法和手段可以用来解决问题。那么，怎样克服心理上的缺陷，解决这些问题呢？有学者认为，答案就在中国国学文化的典籍之中。

5.2. 股票分析方法

人类对于金融市场波动规律的认知，是一个极具挑战性的世界级难题。迄今为止，尚没有任何一种理论和方法能够令人信服并且经得起时间检验。2013年，瑞典皇家科学院在授予罗伯特·席勒等人该年度诺贝尔经济学奖时指出：几乎没什么方法能准确预测未来几天或几周股市债市的走向，但也许可以通过研究对三年以上的价格进行预测。

关于国际学术界对股市波动本质及其规律的研究现状，美国著名经济学家、行为金融学理论创始人罗伯特·席勒，在其名著《非理性繁荣》一书中开诚布公地指出：毋庸置疑，经济学家对金融市场的认识已有了很大的深化，但是就目前情况而言，金融市场中还有许多复杂的现象我们无法解释。大多数投资者并不知道，股市研究的质量非常缺乏可信度，而在市场中流传的研究结果，其透明度和准确性就更值得怀疑了。

股票投资分析方法，理论主要有四大流派：技术分析流派、基本分析流派、学术分析流派和心理分析流派。

1) 技术分析流派

技术分析（Technical Analysis）以股票价格涨跌的直观行为表现作为主要研究对象，以预测股价波动形态和趋势为主要目的，从股价变化的K线图表与技术指标入手（物理学或牛顿范式），对股市波动规律进行分析的方法总和。技术分析有三个颇具争议的前提假设，即市场行为包容消化一切；价格以趋势方式波动；历史会重演。

技术分析流派的建立，主要是聪明的投资者对市场运动规律的长期经验积累。一代又一代的投资者在总结提炼经验的基础上，逐步归纳出市场运动的若干规律，并逐步形成了各自的投资方法。技术分析的根本缺陷是没有理论基础，但在股票投资中确实有实用价值。现在，在西方股市的分析预测中，技术分析用的很少。但在国内，仍有很多人信奉技术分析，技术分析方面的书籍也很多，技术分析在指导国内股票的短线买卖中确实有一定用处。

技术分析流派认为，任何能对市场产生影响的信息，其影响都立即反映到市场价格中，市场永远是对的。同时市场的历史信息包含有对市场未来趋势的提示。投资者可以根据对过去市场的分析得出未来市场运动趋势的某种预期。对任何重大的足以影响市场价格的事件而言，市场一般有能力预见到它的发生。同时，其评估更客观。在重大的事件发生过程中，各种媒体所传播的信息往往是极为混乱的。而这时市场价格变动所提供的对事态发展的解读信息，往往是极为准确的。

技术分析流派的缺点是不容易把握事物发展过程中量变与质变的界限。事后来看，观点似乎很清楚；但从当时来看，很难抉择。在市场的重大转折关头，技术分析方法就本质特征而言，具有相对的长处，但是能够据此进行正确操作的技术分析投资家仍然是极少数。另外，建立在单一技术分析方法上的投资决策系统失误率较高，而同时使用多种技术分析方法，投资决策系统的效

率又较低。

经过长期发展和演变，技术分析流派又形成众多的门类，主要有：道氏理论、传统的图形分析方法、艾略特波浪理论、甘氏技术分析方法、技术指标分析方法、江恩理论等等。

2) 基本分析流派

基本分析(Fundamental Analysis)以企业内在价值作为主要研究对象，通过对决定企业价值和影响股票价格的宏观经济形势、行业发展前景、企业经营状况等进行详尽分析(一般经济学范式)，以大概测算上市公司的长期投资价值和安全边际，并与当前的股票价格进行比较，形成相应的投资建议。所谓基本分析流派，就是分析上市公司的基本面，从而决定股票的买进或是卖出。基本分析认为股价波动轨迹不可能被准确预测，而只能在有足够安全边际的情况下“买入并长期持有”，在安全边际消失后卖出。基本分析的内容。

基本分析法一般采用从上而下的分析框架，即首先进行政治分析，然后进行经济形势分析、行业分析，在此基础上深入研究上市公司，以综合判断股票的投资价值与买卖时机。概括起来，基本分析主要包括以下三个方面内容：(1)宏观经济分析。研究经济政策(货币政策、财政政策、税收政策、行业政策等等)、经济指标(国内生产总值、失业率、通胀率、利率、汇率等等)对股票市场的影响。(2)行业分析。分析行业前景、区域经济发展对上市公司的影响。(3)公司分析。具体分析上市公司行业地位、市场前景、财务状况。基本分析流派又细分为价值投资法和增长投资法。

信奉价值投资法的投资者认为，股票价格是公司内在价值的指示器。他们摒弃了价格反映所有可获信息的有效市场假设，努力寻找股票价格和公司内在价值之间的差异所形成的投资机会。为了揭示这些机会，他们使用一系列基本分析方法中的传统估价工具，如市盈率模型、股息贴现模型、托宾Q等。一个价值型股票的典型特征是低市盈率、高股息和低负债率。由于公司利润很容易被操纵，因此市盈率并不是一个好指标。股息贴现模型需要预测未来一段时间公司的净利润及派现金额，在当前瞬息万变的条件下，难以成功预测。

增长投资分析方法最初由费雪提出，该方法把重点放在分析公司的技术创新能力和管理创新能力上，试图判断哪些公司将来会取得持续稳定的增长，一旦发现就毫不犹豫地买进。林奇是增长投资分析方法的专家，他经营的麦哲伦基金自1977年以后的13年中收益率高达27倍。

在美国股票市场上，60年代和80年代，价值分析法比较适用，增长投资法不适用。但70年代和90年代，增长投资法较为适用，价值投资法不太适用。在日本股票市场上，80年代后期，股票基本上不具备投资价值。但价值投资法的信奉者错过了股市飙升的大好时机，当然，也规避了日本股市泡沫破灭的极大风险。2002年日本股市连连创下19年来的新低，与最高点相比，股市已下跌近80%。

技术与基本分析比较。基本分析法能够比较全面地把握股票价格的长期走势，但对中短期的市场变动难以做出正确判断。技术分析法贴近市场，对市场短期变化反应快，且直观明了，但准确性和可靠性较差(这也是其强调“及时止损纠错”重要性的根本原因)，且无法判断长期趋势，特别是对于宏观经济与政策因素，难有预见性。基本分析能把握长期的价格趋势，而技术分析可为短期买入、卖出时机选择提供参考。技术分析着重于分析股票价格的波动规律，基本分析侧重于研究股票的内在投资价值。技术分析主要分析股票的供需表现、市场价格和交易数量等市场因素；基本分析则是分析各种经济、政治等股票市场的外部因素及这些外部因素与股票市场相互关系。技术分析是针对股价涨跌表现的、属于短期性质的；基本分析是针对企业投资价值的、属于长期性质的。技术分析可以帮助投资者选择适当的投资机会和投资方法，基本分析有助于投资者正确地选择股票投资的对象。

3) 学术分析流派

① 投资组合理论

1952年，时年25岁的马尔柯维茨提出了投资组合理论，引起了股票投资理论的革命，他也因此获得了诺贝尔经济学奖。他的贡献主要有：1)提出了如何定量计算股票投资的收益和风险

以及投资组合的收益和风险。2) 用模型揭示出, 股票投资收益和风险成正比; 3) 说明股票投资风险由系统风险和非系统风险两部分构成。通过适当的投资组合, 投资者可以规避非系统性风险。4) 提出有效投资组合的概念。有效投资组合具有如下要求: 在相同的风险水平下, 投资组合有最高的收益; 在相同的期望收益下, 投资组合有最低的风险。5) 如果有以下三个变量的数据, 即每个股票的收益、收益的标准差(风险)、每个股票之间的协方差, 就可以决定投资组合的期望收益和期望风险, 从而建立有效投资组合。马尔柯维茨的投资组合理论需要大量的计算, 在当时较难大量地用于实践中。1963年, 他的博士生夏普对其理论进行了简化, 提出了单指数模型, 也称为市场模型或对角线模型。实证分析表明: 借助简化模型所选取的有效投资组合, 十分类似马尔柯维茨体系下的投资组合, 但计算量大大减少。

1964年, 夏普提出了著名的CAPM模型, 在投资理论上再一次取得大突破。夏普系统地提出了: 1) 资本市场线, 该线反映的是有效组合的风险与收益之间的关系, 在CML中, 用标准差衡量组合的风险。2) 证券市场线, 该线反映达到均衡时每个证券和证券组合的风险与收益之间的关系。在SMI中, 用贝塔系数衡量风险。3) 市场组合是最有效的投资组合, 没有其他具有相同风险的投资组合, 能比市场组合提供更高的预期收益, 也没有任何具有相同预期收益的投资组合, 能比市场组合拥有更低的风险。这意味着, 从长期看, 没有投资者能够战胜市场, 最好的投资策略就是买进并持有一个尽可能分散的投资组合。

其后, ROSS等人又提出了多因素模型及套利定价模型。

② 有效市场理论

1900年, 法国数学家巴里亚通过对巴黎股市的研究, 提出了有效率市场、股价随机漫步等思想。但他的论文未能引起学术界的重视, 此后尘封50多年。五十年代萨缪尔森发现了他的论文, 大为推崇。1965年, 萨缪尔森得出“在股市上赚钱和在赌场上赢钱的难度相等”的结论, 认同随机漫步理论。

1970年, 法玛正式提出有效市场概念。法玛认为, 当证券价格能够充分地反映投资者可以获得的信息时, 证券市场就是有效市场。在有效市场中, 无论选择何种证券, 投资者都只能获得与投资风险相当的正常收益率。法玛将有效市场分成三个层次: 弱式有效市场, 半强式有效市场和强式有效市场。三个层次市场中的信息, 分别指所有市场信息、所有公开信息、所有信息(公开信息和内幕信息)。如果弱式有效市场假设成立, 技术分析法无效; 如果半强式有效市场假设成立, 基本分析法无效; 如果强式有效市场假设成立, 内幕操纵将变得无利可图。

有效市场假设理论提出后, 有人支持, 有人反对, 许多学者作了大量的实证检验。弱式有效市场假设的实证检验方法主要有两个。一是利用随机漫步模型验证股票价格之间的序列相关性, 二是对技术分析的交易规则进行检验。半强式有效市场假设的实证检验方法主要有残差分析法、事件研究法。巴菲特、索罗斯等投资大师都是市场有效理论的反对者, 投资顾问、基金经理也是市场有效理论的反对者。另外, 许多学者发现市场上存在星期效应, 月份效应, 市值规模效应, 价格回归效应和惯性效应。根据这些效应去投资, 可以帮助投资者获得超常收益率。这说明半强式有效市场假设是不成立的。

事实上, 有效市场依赖于投资者相信市场并非有效并试图战胜它。市场既不是完全有效, 也不是完全无效。作者的看法是市场一直处于有效与非有效的动态交替过程中。根据投资者对有效市场假设的判断, 可以把投资策略分成主动和被动。如果投资者认为市场有效的, 可以选择被动投资策略, 指数基金多采取被动投资策略; 如果投资者认为市场不是有效的, 可以选择主动投资策略。

③ 期权定价理论

持有期权意味着持有者可于以后指定的日期以先前定出的价格购进若干股票, 但期权持有者在指定日期来临时可以放弃其权利。萨缪尔森是期权定价理论的开山鼻祖, 他于1965年发表的《认股证的理性定价理论》, 开始了对认股证定价的研究。把认股证定价理论发展成为期权定价理论的主要有布莱克、莫顿、斯科尔斯。布莱克是哈佛大学的数学及电脑博士, 斯科尔斯是芝加哥大学商学院金融学博士。

1993年, 莫顿、斯科尔斯和其他数人创建了长期资本管理公司(LTCM), 赚取了数以亿

计的看似无风险的利润。但是，1998年，LTCM遭遇危机。这一年，俄罗斯在内外夹击下，爆发了金融风暴，小概率事件发生了，这引起了国际金融市场的一片恐慌，对冲交易赖以存在的假定不再存在，LTCM遭遇灭顶之灾，世界上有一半的金融市场惊魂不定。在美联储主席格林斯潘的协调下，世界上最大的14家投资银行在LTCM瓦解时，向它提供了35亿美元的缓冲支持，从而使它安全陨落，同时也拯救了他们自己。有学者评论布莱克-斯科尔斯期权定价公式是金融界最危险的发明。

对学术分析流派而言，由于其存在基础是世界上最为发达的美国金融系统与证券市场体系，因此该流派的很多具体操作方法对其他国家市场而言，普遍存在市场条件不充分的限制因素。在大型投资组合的组建与管理、风险评估与控制等方面，学术分析流派具有不可取代的地位。我国大型券商及基金现在也开始尝试建立大型投资组合。

近年来，以否定有效市场理论的基础——理性投资者假设的行为金融学发展很快，成为金融投资学最前沿的研究课题。

4) 心理分析流派

心理分析流派认为，市场心理因素即使不是影响股票市场的最主要因素，至少也是影响股票市场的主要因素之一。而在其他投资分析流派看来，市场心理因素并非影响股票市场的主要因素。在技术分析流派中，由于他们认为一切影响因素都已包含在价格中，因此不把市场心理作为独立的分析对象。在基本分析流派及学术分析流派的理论研究中，也没有考虑市场心理因素，在其实际投资中，对市场心理有所考虑。

历史上著名的股票投资家，如凯恩斯、巴鲁赫、索罗斯都是市场心理分析大师。1936年，凯恩斯提出了“空中楼阁理论”。该理论完全抛开股票的内在价值，强调心理构造出来的“空中楼阁”。投资者之所以以一定的价格购买某种股票，是因为他相信有人将以更高的价格向他购买这种股票。投资者无须计算股票的内在价值，他所需要做的只是在股价达到最高点之前买进股票，然后以高于买进价的价格将其卖出。成功的投资者要会估计何种投资形势适宜公众建筑空中楼阁，并抢先买进选中的股票。

心理分析流派在判断市场趋势是否发生重大转折时，有其独到之处。当市场表现出越来越强烈的投机狂热的心理特征时，牛市常常已进入尾声。当市场一片低迷，恐惧心理越来越强烈时，熊市可能正悄然离去。这是心理学的逆向思维理论在股票投资中的反应。

在美国，已建立了测量市场心理的一些指标体系。如共同基金的现金/资产比例（仓位）、投资顾问公司的看法、二次发行的数量等等。按美国市场条件建立的市场心理测量体系，无法直接用于其他国家。不同的国家有不同的市场监管系统、不同的市场发育程度、不同的市场信息结构，因此，不同的国家有不同的市场心理测量体系。在中国，也有人尝试建立测量市场心理的指标体系，估计效果不会好。因为中国股市本质上是政策主导的市场，因此，引起股票市场发生重大转折的关键不是极端的心理，而是决策者对于市场的心理感觉。

股票市场是一个非线性复杂适应系统，其动态演变的复杂程度，远远超出我们的想象！

5.3. 股票投资方法

综合目前理论研究和股票投资实践，股票投资方法可分为**趋势投资、价值投资和量化投资三大类**。趋势投资就是投资人以投资标的主要参数指标的过去运动轨迹，和将来可能的运动趋势作为依据的投资方法。主要包括我们常说的技术分析，也包含了一些基本面分析和股市心理因素分析，等等；价值投资定义为以低于其内在价值（intrinsic value）的价格购买股票。价值投资包含了目前狭义上的价值投资和成长投资。价值投资的困难之处是内在价值很难认定，又无法测量，结合投资中的心理因素影响，让人觉得价值投资玄不可及。不能简单的认为趋势投资不如价值投资好。价值投资并不完美，趋势投资也有些科学依据。迄今为止，价值投资在理论上最完善，在实践上最成功。趋势投资也有非常成功的情形，但是适用范围有限，成功率不高，可复制性不强。

价值投资是看基本面的，趋势投资主要研究技术面，这是二种传统的股票投资方法。而量化

投资不是以个人判断来管理资产，而是将投资专家的思想、经验和直觉反映在量化模型中，利用电脑帮助人脑处理大量信息，并进行投资决策。

1) 趋势投资 MomentumInvestment

因为这个趋势主要是依靠观察和经验得来的，没有必然的科学性，在因果关系上还不够严谨。所以趋势这个词英文是 Momentum，不是 Trend。趋势这个名词往往让市场将其与技术分析联系在一起，其实并非完全如此。有人把趋势投资定义为追涨杀跌（buy past winner and sell past loser）。也就是趋势投资指的是投资趋势好（比如表现为过去一段时间回报率较好）的股票。笔者认为，追涨杀跌是人的天性，故大部分投资者开始接触股市时，会不自觉无意识地选择学习和实践技术分析方法和技巧，走趋势投资之路。其中部分人又会为技术分析的不确定不可靠而烦恼，转而寻找其它投资方法。

趋势投资理论有以下几类：

① K线理论。K线图最早是300多年前的日本德川幕府时代大阪的米商用来记录当时一天、一周或一月中米价涨跌行情的图示法，是由本间宗久发明的。1990年，美国人史蒂夫·尼森（Steve Nison）以《阴线阳线》一书向西方金融界引进了一套强有力的金融市场分析工具——“日本K线图”，被西方誉为“K线分析之父”，《股票K线战法》是他的另一部力作。本书第一次向西方金融界提示了，使日本投资人长期以来一直具有强大的竞争能力的4种股票技术分析手段，破解了日本金融投资的秘密。展示了蜡烛图，三线反转图，砖块图，折线图在预期市场价格，跟踪市场价格，确定买卖期间等方面的多功能分析效力。K线引入西方的金融界后，立即引起轰动，从而风靡全球。K线是对股价波动最直接的反映，是股票技术分析的核心，是最重要的分析工具。因此，投资者要想在股市中有所收获，就必须掌握K线理论的分析方法和技巧。为什么叫“K线”呢？实际上，在日本的“K”并不是写成“K”字，而是写做“罫”（日本音读 kei），K线是“罫线”的读音，K线图称为“罫线”，西方以其英文首字母“K”直译为“K”线，由此发展而来。股市及期货市场中的K线图的画法包含四个数据，即开盘价、最高价、最低价、收盘价，所有的k线都是围绕这四个数据展开，反映大势的状况和价格信息。如果把每日的K线图放在一张纸上，就能得到日K线图，同样也可画出周K线图、月K线图。

② 均线理论。均线理论在技术分析中，市场成本原理非常重要，它是趋势产生的基础，市场中的趋势之所以能够维持，是因为市场成本的推动力，例如：在上升趋势里，市场的成本是逐渐上升的，下降趋势里，市场的成本是逐渐下移的。成本的变化导致了趋势的延续。均线代表了一定时期内的市场平均成本变化。

③ 趋向指标。趋向指标（DMI）又称动向指标，是美国技术分析大师威尔斯·瓦尔德（Wells Wilder）发明的一套技术分析工具。其基本原理是通过分析股价在上升及下跌过程中的均衡，即供需关系受价格的变动由均衡到失衡的循环过程，从而提供对趋势判断的依据。

④ 动量指标。动量指标（MTM）也称为动力指标，其英文全称是“Momentum Index”，是一种专门研究股价波动的中短期技术分析工具。在证券市场上有类似于物理学上的恒速原理的现象：如果股价的上涨（下跌）趋势在继续，则股价的上涨（下跌）速度会大体保持一致。动量指标（MTM）正是从股票的恒速原理出发，考察股价的涨跌速度，以股价涨跌速度的变化分析股价趋势的指标。动量指数以分析股价波动的速度为目的，研究股价在波动过程中各种加速，减速，惯性作用以及股价由静到动或由动转静的现象。动量指数的理论基础是价格和供需量的关系，股价的涨幅随着时间，必须日渐缩小，变化的速度力量慢慢减缓，行情则可反转。反之，下跌亦然。动量指数就是这样通过计算股价波动的速度，得出股价进入强势的高峰和转入弱势的低谷等不同讯号，由此成为投资者较喜爱的一种测市工具。

海外趋势投资理念是在行为金融学的理论上发展起来的，他们认为股票的价格趋势或企业成长的趋势在一段时间内可以延续，股价对这些趋势反应不足，其主要采用企业盈利增长趋势和股票价格趋势两种趋势指标从事投资。

当股票价格形成向上趋势时，由于惯性，将会继续向上运行；而当股票价格形成向下趋势时，由于惯性，将会继续向下运行。在形成向上趋势时买入股票，在形成向下趋势时卖出股票。

但在股市中，常常是我们认为股票价格将向上运行时，股票价格继续下行；我们认为股票价

格将要下行时，股票价格且继续大幅上行。很多情况下，股票价格是人为操控的结果。

2) 价值投资 (Value Investing)

参见：第 5 章 价值投资 (Value Investing)

3) 量化投资

量化投资是指通过数量化方式及计算机程序发出买卖指令，以获取稳定收益为目的的交易方式。以计算机技术为工具，采用数学模型，实现投资策略。在海外的历史已有 30 多年的历史，其投资方式有很多优点，得到了很多投资者认可。传统投资依赖于定性思想，而量化投资是定性思想的量化应用，更强调数据。

量化投资从 1970 年代开始逐渐兴起，90 年代才大行其道。因为量化投资有其诞生的特定土壤，需要一系列相当苛刻的条件方能破土而出。

量化投资技术并非发端于华尔街，而是肇始于学术象牙塔里的少数“怪才”，他们长期不被正统的经济学所接受，甚至遭到排斥。1952 年 3 月发表“投资组合选择”论文、提出现代财务和投资理论最著名洞见的马克维茨，以该理论参加博士答辩，竟然战战兢兢差点未获通过。没有来自象牙塔的现代金融理论，便没有量化投资的兴起。马克维茨的投资组合理论，提出了风险报酬和效率边界概念，并据此建立了模型，成为奠基之作。托宾随后提出了分离理论，但仍需要利用马克维茨的系统执行高难度的运算。

夏普 1963 年 1 月提出了“投资组合的简化模型”，一般称为“单一指数模型”。马克维茨模型费时 33 分钟的计算，简化模型只用 30 秒，节省了电脑内存，可以处理相对前者 8 倍以上的标的证券。1964 年，夏普又发展出资本资产定价模型 (CAPM)，这是他最重要的突破，不仅可以作为预测风险和预期回报的工具，还可以衡量投资组合的绩效，以及衍生出在指数型基金、企业财务和企业投资、市场行为和资产评价等多领域的应用和理论创新。

1976 年，罗斯在 CAPM 的基础上，提出“套利定价理论” (APT)，提供一个方法评估影响股价变化的多种经济因素。布莱克和斯科尔斯提出了“期权定价理论”。莫顿则发明了“跨期的资本资产定价模型”。

然而，仅有现代投资理论的建立，及各类模型的完善与推陈出新，并不会直接催生出量化投资，它还需要其他几个重要前提条件，比如机构投资者在市场中占据主导，电脑技术足够发达，以及传统华尔街投资家的傲慢被市场击溃转而被迫接受新的投资理念。

量化投资不会出现在个人投资者为主要的时代。个人投资者既缺乏闲暇的时间，也普遍无此能力。随着退休基金和共同基金资产的大幅增加，它们成为市场上的主要机构投资者，并委托专业机构进行投资操作。管理大规模资产，需要新的运作方式和金融创新技术，同时专业的投资管理人也有能力和精力专注地研究、运用这些技术。

没有发达的电脑技术，量化投资也将成为无源之水，无米之炊。在电脑革命发生前，根本无法根据上述模型进行运算。与马克维茨共同获得 1990 年诺贝尔奖的夏普曾说，1961 年即使是用 IBM 最好的商用电脑，解出含有 100 只证券的问题也需要 33 分钟。如今，面对数不胜数的证券产品，以及庞大的成交量，缺了先进电脑的运算速度和容量，许多复杂的证券定价甚至不可能完成。

量化投资在不经历市场的崩盘，傲慢投资者的自信未被摧毁之前，不会盛行。比较早的时候，华尔街对学术界把投资管理的艺术，转化成通篇晦涩难懂的数学方程式一直持有敌意。他们认为，投资管理需要天赋、直觉以及独特的驾驭市场的能力，基金经理可以独力打败市场，而无需依靠那些缺乏灵魂、怪异的数学符号和缥缈虚幻的模型。在美国，70 年代初期表现最佳的基金经理人从未听过贝塔值，并认为那些拥有数学和电脑背景的学者只是一群骗子。

1973~1974 年美国债券市场和股票市场全面崩盘，明星基金经理人烟消云散，财富缩水堪比 30 年代大萧条。当时，颇有先见的投资顾问兼作家彼得·伯恩斯坦认为，必须采用更好的方法管理投资组合，并创办了《投资组合》杂志，一出刊便获得成功。此后，随着 80 年代以来各类证券和期权类产品的丰富和交易量的大增，量化投资光彩炫目，但也具有魔鬼般的力量。它时而风光无限，但也常常坠入深渊。

1987 年 10 月大股灾，黑色星期一，当天股市和期货成交量高达 410 亿美元，价值瞬间缩水

6000 亿美元。很多股份直接通过电脑交易。一些采用投资组合保险策略的公司，在电脑模式的驱使下，不问价格，机械卖出股票。很多交易员清楚这些投资组合会有大单卖出，宁愿走在前面争相出逃，加剧了恐慌。针对整个投资组合而非单个证券，机械式的交易，电脑的自动操作，使得这种量化投资出现助跌之效，大量的空单在瞬间涌出，将市场彻底砸垮。

在亚洲金融危机中，著名的长期资本管理公司，来自学术象牙塔的怪才充斥、主要运用量化投资技术的对冲基金，曾经在市场上呼风唤雨、无往不利，但偏偏遭遇俄罗斯国债违约这一小概率事件，陷入破产之境，迫使美联储集华尔街诸多投资银行之力，加以救助。

虽然麻烦不断，但量化投资依然必要且有效。要知道，在 2008 年金融危机发生前，量化基金的表现连续 8 年超过其他投资方式。当然，挫折也会带来量化投资技术的更新和完善，比如在模型中设定新的变量，尤其是加入以往并未包含的宏观经济参数。时过境迁，2011 年，量化基金再次表现优异。虽然量化投资能否就此再度复兴仍属未知，但漫漫历史长河，此一趋势已不可逆转，量化投资依然拥有光明的未来。

量化投资技术几乎覆盖了投资的全过程，包括量化选股、量化择时、股指期货套利、商品期货套利、统计套利、算法交易，资产配置，风险控制等。

量化选股就是采用数量的方法判断某个公司是否值得买入的行为。根据某个方法，如果该公司满足了该方法的条件，则放入股票池，如果不满足，则从股票池中剔除。量化选股的方法有很多种，总的来说，可以分为公司估值法、趋势法和资金法三大类

量化投资能够以非常快的速度风靡全球，与其所具备的独特优势息息相关。

- ① 纪律性：严格执行数量化投资模型所给出的投资建议，克服人性的弱点。
- ② 系统性：通过多层次的量化模型、多角度的观察及海量数据的观察等，捕捉更多的投资机会。
- ③ 及时性：及时快速地跟踪市场变化，不断发现能够提供超额收益的新的统计模型，寻找新的交易机会。
- ④ 准确性：准确客观评价交易机会，克服主观情绪偏差，通过全面、系统性的扫描捕捉错误定价、错误估值带来的机会。
- ⑤ 分散化：即靠概率取胜。这表现为两个方面，一是定量投资不断的从历史中挖掘有望在未来重复的历史规律并且加以利用，这些历史规律都是有较大概率获胜的策略。二是依靠筛选出股票组合来取胜，而不是一个或几个股票取胜，从投资组合理念来看也是捕获大概率获胜的股票，而不是押宝到单个股票上。

1980 年代以来，西方证券分析业基本上被数学家们所接管，花里胡哨的公式和定义特别多。美国的长期资本管理公司（LTCM）在 1998 年的倒台足以证明数量化分析不能担保长盛不衰。这家公司由几位诺贝尔经济学奖的得主创办，聘请了大量数学和金融学的天才。2008 年全球经济危机的爆发也多少得益于这些数学天才的帮助。他们把衍生工具做到了“炉火纯青”的地步，足以把全球银行体系毁灭几次有余。到目前为止，量化投资方法已被大量运用，主要是西方大型投资公司及基金。总体来说，量化投资还不算成功，还有很多问题，但可能是一个非常重要的投资发展趋势。



演绎法与归纳法：技术分析批判

大多数人在刚入股市的时候接触了很多神一般的系统，什么波浪理论、江恩、威廉姆斯等，神一般的技术分析有很多，有一个哲学概念叫可证伪性，“卡尔·萨根车库里的龙”是哲学史上很著名的一个例子。

卡尔·萨根宣布，我家车库里面有一条会喷火的飞龙，信不信？肯定不信，打开车库大门给

我们瞧瞧。非常遗憾，这条龙是隐性的，就算打开大门你也看不到。他又补充说，事实上这条龙只有我看得见。不是说它会喷火吗？不好意思，喷火是冷的，所以它喷火的话，你还是感受不到，虽然如此，这条龙真的存在，隐身的。往车库里面喷漆，这条龙就现身了，对吗？他说，不好意思，非常抱歉，这条龙是不沾油漆的，所以你还是看不见它，不过相信我，它真的存在。

罗素把这种不可证伪的理论用一个比喻批判得淋漓尽致。如果我说在火星跟地球轨道飞着一只瓷质茶壶，它不是铜，它不是铝，它是瓷的，因为茶壶的体积实在太小，最强大的望远镜也观察不到它，所以没有人可以否认我的主张，没有人能够否认我。它太小了，看不见，你不能说它不存在，对吧？你要让我证明它的存在，不好意思，没办法，你要否认我也是没有办法的。这跟市场上那些神理论是一样的，没有办法证明有效性，错也没办法证明，这些理论通通称为“不可证伪的理论”。不可证伪的理论全都是耍流氓，没有任何意义，虽然看上去很厉害，这跟卡尔·萨根的龙其实是一回事。

过去的价格对未来没有任何一丝影响，这论断对于做技术分析的人来说，是振聋发聩的。过去的价格对未来没有指导意义，这不是数学上的问题，是哲学问题。先简单介绍一下演绎法与归纳法的区别。每个人都会死，这是一个真命题，苏格拉底是人，所以苏格拉底必然会死。这是演绎法。通过事实和事实获得新事实，这是演绎法。什么叫归纳法呢？盒子里面一共有6个鸡蛋，前5个鸡蛋都臭掉了，那剩下那个鸡蛋也是臭的，这就是归纳法。所有的技术分析利用过去的价格去猜测未来的价格，都是前5个鸡蛋是臭的，猜测后面一个鸡蛋是臭的，都是属于历史归纳法。

过去人们看到的所有天鹅都是白色的，归纳出来结论天鹅是白色的，它暗含了未来我们见到的天鹅也必然是白色的。在发现澳大利亚黑天鹅之前，欧洲人认为天鹅都是白色的，黑天鹅现在形容极端事件，过去黑天鹅就是嘲笑人的意思，说黑天鹅就是不存在的东西。澳大利亚发现真的有黑颜色的天鹅，全欧洲人的三观都被刷新了。演绎法从真命题出发，归纳法从历史现象出发，它们是根本对立的两种思维方式。

在火鸡饲养场里，有一只火鸡发现，第一天上午9点钟主人给它喂食。然而作为一个卓越的归纳主义者，它并不马上作出结论。它一直等到已收集了有关上午9点给它喂食这一经验事实的大量观察；而且，它是在多种情况下进行这些观察的：雨天和晴天，热天和冷天，星期三和星期四……它每天都在自己的记录表中加进新的观察陈述。最后，它的归纳主义良心感到满意，它进行归纳推理，得出了下面的结论：主人总是在上午9点钟给我喂食。可是，事情并不像它所想像的那样简单和乐观。在感恩节前夕，当主人没有给它喂食，而是把它宰杀的时候，它通过归纳概括而得到的结论终于被无情地推翻了。大概火鸡临终前也会因此而感到深深遗憾。所有的历史经验都化为乌有，它被宰了。爱德华·约翰·史密斯曾经号称平安船长，他的年薪过百万，那时候年薪过百万是不得了的事情。有些乘客不看航班，就看是不是这个船长，是这个船长就坐，不是就不坐，因为这个船长曾经非常厉害，军舰和军舰相撞之后他开着被撞的军舰安全回去了，大家知道他就是的泰坦尼克号的船长。

按照历史经验，火鸡每天都有人投喂一直到感恩节那一天，船长直到他死那一天，所有的历史经验都完蛋了。归纳法依赖于历史现象的集合，但没有人能保证未来的现象在过去现象的集合中。唯一没有例外的事情就是永远有例外，例外之所以是例外，就是因为它没出现过，否则它就不叫例外了。

大卫·休谟说：运用归纳法的正当性永远不可能从理性上被证明。这句话是很可怕的，所有历史经验归纳法的正当性永远是不理性的，人们听到的任何从经验上归纳出来的道理，它听上去再有道理都是不理性的。

所有的技术分析都是源于归纳法，既然所有历史经验归纳法在理性上永远不可能被证明，而技术分析又是起源于归纳法，意味着所有的技术分析都是不理性的。康德说，因果率不来自于经验。康德因为这句话成为“现代哲学之父”，因为之前的哲学都比较含糊，康德之后是真正认识了哲学，凭借的就是这一句石破天惊的断言——“因果率不来自于经验”，这是违背所有人的常识。

过去的频率不代表未来的概率，频率跟概率这两个概念非常容易混淆，概率在未来是可靠的，比如一个正常有6个面的骰子，出现任何一个数字的概率是1/6，但如果有一样东西它数字出现的平均分布是1/6的话，并不能意味着它未来也是1/6。因为骰子任何一个数1/6是它的物理结

构决定的，这是概率，而后者是经验归纳，是过去的频率。

卡尔·波普尔比大卫·休谟还要狠一点，说归纳法既不能给人们以未来的必然性知识，也不能给人们以未来的或然性知识。什么意思？我们归纳天鹅必然是白色的，但未来可能会出现黑天鹅，这是必然性知识。什么是或然性知识呢？如果我看到了天鹅当中有 80%的天鹅是白颜色的，那我能不能断然未来我看到的天鹅当中也有 80%是白天鹅呢，不可能，就叫或然性知识。卡尔·波普尔断言，归纳法既不能给人们以未来的必然性知识，也不能给人们以未来的或然性知识，卡尔·波普尔不出名的，他有个徒弟很出名——乔治·索罗斯。罗素说这个世界上最大的问题就是蠢人总是很自信，聪明人总是充满着疑虑。

这个黑线（下图）是希腊 10 年期国债的收益率，这个黄线就是 Facebook 的用户数量，这两个数据是没有任何逻辑关系，但是它呈现了高相关性，如果按照技术分析，想知道希腊国债的收益率吗？关注 Facebook，如果不跟你说这个是 Facebook，而说是某个神奇的跟八卦有关的一个东西，随便编，你会觉得神指标。



图 6 Facebook 的用户数量与希腊国债的收益率

这是美国房地产的指数，这个（下图）是在 AVA 儿童出生的数量，也是没有关系的，对不对？但它们的观点同时出现，我跟你讲这个黄色的其实是神指标，下次叫这个名字的小朋友再上升的话，大家赶紧做多房地产有没有道理，这个就荒唐了。



图 7 美国房地产指数与 AVA 儿童出生的数量

这是纽约发现凶杀案的数量，这个（下图）是某一座山的形状，它们有没有关系？没有关系，但是它们呈现高相关性，所以英国的相关性和历史是两码事情。这个概念大家当心，当初我是差点在不可知论的边沿掉下去。

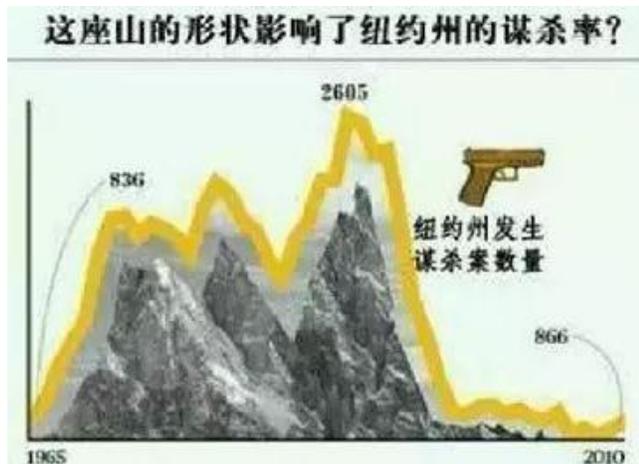


图 8 纽约凶杀案的数量与某一座山的形状

一家很出名的公司叫 LTCM 长期资本管理公司，这个公司的数学家、金融学家、计算机科学家等等牛逼很多，创始人是哈佛大学的罗伯森·默顿教授和斯科尔斯教授，这两个教授在金融学界牛逼到什么地步呢？他们是 Black-Scholes 公式的提出者，Black-Scholes 公式是计量金融学的牛顿定律。LTCM 还嫌不够牛逼，又聘请了一个人叫莫林斯，他是美联储副主席，没有比这个对冲基金更牛了。按照 LTCM 的模型，像东亚金融危机这样的事情，每 100 亿年都不会爆发一次。它不是百年不遇，它是一百亿年不遇，后来的事情我们知道了，东南亚金融危机还是爆发了，俄罗斯国债违约了。

2014 年 4 月 16 号，永远不会忘记那个日子，黄金价格的波动达到 6 个标准差，标准差是个统计学概念，不是太直观。按照统计学意味着在 5 亿天的波动中，只有 1 天才会出现这样的极端情况，它在统计学的概率是 0.000000001973%，大概 139 万年才会出现一次。考虑到每周只有 5 个交易日的话，它大概需要 202 万年才会出现一次，但是它还是出现了。我们总能有幸遇见百年不遇的洪水，基于正态分布或者任何概率分布会涉及到一个策略，全部是经验归纳法的范畴，运用归纳法的正当性永远不可能在理性上被证明。

人一定要知道哪些东西是事实，哪些东西只是经验，如此这样才能摆脱不确定性，在市场上赚睡得着觉的钱。

金融模型之父的陨落

编写：伦敦交易员

从事后诸葛亮的角度来说，文中的诸位天才们并非败在了天时之手。在同一个地方摔倒了两次，其实怨不了天，也尤不了别人。

黄奇辅 1952 年生于台湾，斯坦福大学与麻省理工大学双博士，1990 年成为 MIT 正教授，黄博士是世界顶尖金融学家。由他 35 岁时主笔的《金融经济基础学》是全球金融经济学经典教材。但相比学术成就而言，黄博士在业界可谓是命运多舛。1993 年，他离开学界转入对冲基金，曾担任长期资本管理公司（LTCM）的合伙人。LTCM 曾是全球最耀眼的对冲基金公司，但最终在一夜间倒闭。之后，他又创办 Platinum Grove 资产管理公司，同样在 2008 年金融海啸中再次遭遇滑铁卢。

下文是黄奇辅博士的第一人称视角：

在现代金融学界和业界，我算是拥有一席之地的人。曾经我和我的同事到任何一个国家，该国央行行长都会接待我们，很多行业内的人会以认识我们为荣。

但我今天要分享的，是失败的故事，一个一群金融天才在金融业惨败，甚至一败再败的故事。1995 年，默顿（Robert C. Merton）不断打电话给我，邀请我加入到他们刚刚创建的伟大事业——

长期资本管理公司（LTCM）。

默顿是我在斯坦福的导师，我曾提议并协助他写作《连续时间金融》一书。这本书后来广受赞誉，也令我们的关系更为紧密。1997年他因此获得诺贝尔经济学奖，这本书也更受关注。

LTCM是当时华尔街最闪亮的明星。公司创办人麦利威瑟（John Meriwether）被誉为是华尔街债券套利之父，美国前财政部副部长、美联储前副主席等大人物也是公司合伙人。我的另一位导师，与默顿一起获得诺贝尔经济学奖，被称为是金融宗师的斯科尔斯（Myron Samuel Scholes）也在这里。

这些天才们组成了全球金融业有史以来最为耀眼的“梦幻团队”，也用成绩证明了自己，我接到邀请时，才一年的他们已获得高达16亿美元的利润和含手续费在内高达59%的收益率，开创了基金业有史以来最迅速的成长奇迹。

长期资本管理公司（LTCM）的“梦幻团队”。LTCM的主要业务是债券套利交易，通俗地说，就是像做股票一样做债券。债券的价格波动很小，风险和回报也低。为了获得更高的回报率，LTCM动用大量财务杠杆将规模做到很大，他们运用电脑建立数学模型分析价格波动，并且通过电脑精密计算在波动中发现与把握套利机会。

这样一来，运用和建立套利模型就显得非常关键，我被他们认为是这方面的天才，这也是他们邀请我加入的原因。

莫顿和斯科尔斯邀请我去担任LTCM亚洲业务主管及公司合伙人。这很诱人，但起初我拒绝了。我太太不愿来亚洲，她是加州理工的电脑博士，也是耶鲁知名的电脑教授，她觉得自己的事业在美国，不应该到亚洲来。

后来，麦利威瑟也向我发起攻势。我开始动摇了，太太也觉得可以尝试一下。1995年，我正式加入LTCM，从零开始拓展亚洲业务。最初两年，我在总部格林威治上班，跨洋开展以日本债券市场为主的交易。

在我们的合力下，LTCM继续腾飞。1997年底，我们当年金融衍生工具的总规模已接近万亿美元之巨，超过当时中国的国民生产总值。

我们这些合伙人的财富也火箭般上升，到1997年年底，我们在基金中的总值已高达14亿美元，比投入的1.5亿美元增长了9倍，要知道，这不过才两三年的光景。

我负责的亚洲业务也越做越大，我刚去的时候，公司晚上是没有人上班的，1997年5月，当亚洲业务成为我们的重点市场，我们决定在东京建立亚洲业务大本营时，我光是从美国就带过来15个人，并在东京安了家。就在我们准备更上层楼，大展拳脚之际，坏事情发生了。

1998年8月17日，俄罗斯政府将卢布贬值，宣布无法按时偿还国债。我们持有不少俄罗斯债券，马上亏损不少。后来，很多人解读我们的失败，认为我们是在俄罗斯亏到了底儿掉。但事实上，我们在俄罗斯的业务很小。

真正让我们滑向深渊的，是俄罗斯之后的连锁反应。1998年之前的差不多10多年里，每两、三年俄罗斯都有面临一次金融危机的考验，但每次，其他七大工业国或者IMF（国际货币基金组织）都会帮助他们。因为大家都认为，他们破产会殃及鱼池。

于是，1998年，真正的危机发生之前，俄罗斯警告说自己会有危险，债券价格再次下降很多。很多大机构和投机者，都觉得抄底机会又来了，趁机大量收购俄罗斯债券，希望能薅到各国政府的政策羊毛。

大家的想法是，真正出问题的时候，别的国家还是会按照惯例出面帮忙，然后危机就会过去，债券价格就会上涨，这样就又可以稳稳地赚上一大笔。

我们也是这么想的。我们认为，真正出问题的可能性是“万一”，别国要帮忙俄罗斯的可能性是“一万”。让我们万万没想到的是，万一发生了。这一次，没有人愿意再替俄罗斯买单。危机迅速蔓延。

金融机构都必须保有足够的资本。一旦它亏损较多，就会通过出售资产来减低风险，增加资本。俄罗斯宣布破产，让很多国际大银行遭了损失，他们连夜召开紧急会议，要出售资产套现。这些大银行手里持有有很多，抛售很方便的资产就是债券，主要是7大工业国的债券。我们的灾难因此而来，因为我们手里持有的金融资产，大多数也是7大工业国债券。一场抛售7大工业国债

券的踩踏惨剧由此发生。

8月21号，国际大银行开始大幅抛售他们手中的7大工业国债券，令全球主要债券价格发生有史以来最大的波动。前呼后拥的卖空踩踏中，LTCM几乎一天就毁掉两年的心血。

难忘的是，8月21那天，我正和麦利威瑟在北京旅行。当天晚上，我们还和中国人民银行的官员共进晚餐。回到下榻的酒店——北京国际俱乐部，分别给总部已经上班的同事打去电话时，我和麦利威瑟听到的是总部传来的噩耗。

震惊之下，我和他当即取消中国剩下的行程，他回总部，我回东京。虽然我们彼此安慰和鼓励，但内心都十分清楚，恐怕已是无力回天。

从8月22号开始，我们不断召开各种会议，但听到的都是坏消息。越来越多的客户知道我们亏本的消息，担心我们没有偿还能力，并且在市场上做了很多动作，令我们雪上加霜。我们的亏损也每天都还在扩大。不到10天，我们已走到破产边缘。7大工业国的债券，亏掉我们90%至95%的资本。虽然我们推出了大量自救活动，但终究未能再有奇迹。在我们最难的时刻。我在高盛时期的老板，当时已是高盛联席主席的科赞(Jon Corzine)给我打了电话，向我了解我们的情况。

话说，当年，他盛情邀请我告别学界加入高盛时，给我的业务之一就是建立数理模型进行债券套利，试图让高盛与LTCM竞争。但我却为报师恩加入了LTCM，令科赞有过一段失落和不快。

现在，LTCM出事了，科赞看到一个既可以“复仇”，还可以渔翁得利的机会。科赞提出的方案是，高盛帮助LTCM解决资金的问题，但LTCM要将至少50%的股权交给高盛。我们内心欣喜，但假装无奈地接受了这个安排。

但最终科赞却没能解决资金的问题。同时，作为高盛帮的一员，科赞还将我们的“丑事”告诉了他的前任，原高盛主席，时任美国财部长罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)。鲁宾被称为是“典型的刻板守旧的华尔街人士”，他以交易员身份加入高盛，对我们干的事情非常熟悉，也清楚我们如果出事可能带来的后果。他接到科赞的小报告之后，非常震惊，急忙启动了紧急程序，要求美国政府介入LTCM，并将其形容为挽救华尔街之战。

鲁宾的担心是有道理的。我们的规模实在太太大，超万亿的各类金融衍生品任由亏损，最终将带给整个华尔街带来深重灾难。在鲁宾的重视下，不能让我们倒下成为大家的共识。9月23日，美联储出面，组织以高盛、美林、J.P. 摩根为首的15家机构注资37.25亿美元，购买LTCM 90%的股权，共同接管了LTCM，避免了它倒闭的厄运。后来，我们也因此被首批称为‘大而不倒’(too big to fail)的人。

但对我们这些合伙人而言，LTCM事实上已经倒闭了。我们的LTCM已经倒闭了。一个被认为只会成功，不会失败的巨人，就这样在一个看起来风险很低的市场轰然倒下。有些讽刺的是，就在前一年，默顿、斯科尔斯，才刚刚获得诺贝尔经济学奖，接受万众瞩目的敬仰。

天才和疯子只有一墙之隔，现在，这堵墙倒了。那段时间，也是我和合伙人们人生旅程里最艰难的日子。虽然我负责的亚洲市场是LTCM唯一没有亏本的业务分支机构，但我的遭遇却并不比LTCM的任何一个合伙人好。

LTCM从经营的第一天起，就有一个规定，合伙人应将赚到的钱大部分继续投入到基金中。但事实上，我们都将赚到的钱全部都投入到了公司中。我们相信，我们能够做到万无一失。当时，我在东京的房租高达250万日元/月，我的三个孩子也在昂贵的国际学校念书。以前，不但这些费用全由LTCM直接支付，我还在LTCM有一笔巨大的财富。但LTCM清算以后，单是这些支出就已让我难以承受。我在LTCM的几乎所有财富，也都与LTCM曾经的辉煌一起成为了历史。但我们对自己和LTCM的模式依然足够自信，相信LTCM的遭遇只是个极其意外的事件。

1999年8月初，我与斯科尔斯重新成立了一家名为Platinum Grove Asset Management的新公司，继续LTCM的业务，默顿也加入到我们，出任顾问。已经习惯了开口就是百亿千亿的我们，从4500万美元的规模，东山再起。LTCM给我们留下的一个核心教训是：不要用高杆杠进行金融操作，即使是在风险很低的领域。当时，我们每年的报酬率都是40%到50%，在一个收益很低的领域，你要想有那么大的报酬，就要用很大的杠杠去撬动。而后来的事实证明，那是一个天

大的错误。

因此，在这家新公司，我们吸取了上次的教训，高度重视风险管理，把杠杆率降低到以前的十分之一，我们只赚过去 10 分之一的利润，希望换来持续的生意。在我们的努力下，新的基金很快重新站稳脚跟，并在 2007 年达到 50 亿美元左右的资产规模。

但是，天有不测风云，就在我们奔向 100 亿规模时，由次贷危机引发的金融海啸爆发了，又让我们重蹈了 LTCM 的覆辙。2008 年，美国第 4 大投资银行雷曼兄弟由于投资失利，在谈判收购失败后宣布申请破产保护，引发了全球金融海啸。

而在 2008 年金融海啸的前 10 个月，我们的基金就已经损失了 38% 的净值，单是 10 月份的上半月，损失就达 29%。这其中最重要的损失，来源于我们对雷曼兄弟的错误判断。令人痛心的是，我们几乎犯了当年看错俄罗斯一样的错误。

就像当年我们认为 G7 会挽救俄罗斯一样。我们当时再次天真的认为，美国政府一定会挽救雷曼，因为它已经花大代价挽救了贝尔斯登。于是，我们押重注于政府会挽救它，甚至期待一战成名。但结果，和没有人帮助当年的俄罗斯一样，美国政府居然任由了雷曼兄弟戏剧性的倒闭。我们预期的巨额利润变成了惨重损失。

LTCM 的遭遇再一次愚蠢的发生在了我们身上。2008 年 11 月，为了抵御撤资浪潮，保护公司稳定，我们宣布暂时不允许投资者抽回他们的资金。但最终，我们再次败走麦城，选择清仓，退还投资者的资金，缩小投资范围，合伙人也各奔东西。

两位诺贝尔奖获得者，一群金融天才，两次在市场展试身手，两次以失败告终，这令我们难以接受，但它就是事实。我们拥有全世界最顶尖的交易理论，模型，我们和金融学界、业界的世界顶尖领袖并肩同行，我们也拥有一流的情报和资讯；甚至，我们就是最顶尖理论、模型的创造者，我们本身就是顶尖的领袖，我们讲一句话，就会在市场上产生反应。我们也几乎做到了万无一失，但最终，天才抵不过天时。在天时的剧变下，没有踏准天时的我们，一而再地失败了，这是我们的故事，也是我们的教训。

下面转用第三人称叙述：

LTCM（长期资本管理）这家对冲基金，只用四年时间就震撼了华尔街。到第五年，它突然要破产。就在快要溺死的时候，LTCM 几乎把整个华尔街都拖下了水。

LTCM 的灵魂人物是梅里韦瑟（John Meriwether）。他是芝加哥大学的 MBA，后来加盟所罗门兄弟公司，在 20 世纪 70 年代，就已经是债券市场上叱咤风云的人物。20 世纪 60 年代中期之前，债券市场上的交易单调而范围：汇率是固定的，利率受到管制，金价一成不变。

但 20 世纪 60 年代之后，债券市场逐渐变得更加刺激。持续不断的通货膨胀、突然爆发的中东石油危机打破了过去墨守的常规。各国纷纷放松对利率和汇率的管制。各种新型的债券和交易工具层出不穷。刚刚问世的计算机很快被应用到债券投资中。

债券市场的一个新时代到来了。梅里韦瑟就是这个时代的弄潮儿。梅里韦瑟相信数学模型能够揭示债券市场的秘密。决定债券价格的大多数因素看起来是可以量化分析的。

债券的期限、付款时间、未来的利率走势等决定了债券间的相对价格。债券的违约风险也更容易用模型分析，毕竟，大体判断，美国政府的违约概率会比 GE 公司更低，而 GE 很可能会比一家 IT 企业的违约概率更低。传统的债券交易员靠的是经验和直觉，梅里韦瑟更相信数学天才的头脑和计算机里的模型。

1977 年，他在所罗门公司组建了套利部（Arbitrage Group），这就是后来 LTCM 的原型。1983 年，他询问哈佛商学院的助理教授罗森弗德（Eric Rosenfeld），有没有数学好的学生可以推荐。罗森弗德正好在学校里混得不爽，他直接毛遂自荐了。

之后，梅里韦瑟将几位数学天才纳入麾下：伊朗裔的 Victor Haghani、MIT 金融经济学博士霍金斯（Gregory Hawkins），MIT 博士克拉斯科（William Krasker）。梅里韦瑟招到的最聪明、也是最古怪的一位天才是 Lawrence Hilibrand。他多余的聪明才智无处发泄，干脆在 MIT 拿了两个学位。

在所罗门公司内部，梅里韦瑟和他的这批数学小子们是一批与别人格格不入的怪胎。他们讲

的话别人都听不懂。他们的思路跟别人都不一样。一帮二十多岁的小伙子，对公司里的资深交易员毫不尊重、出言不逊。

他们发狂一样地工作，个个嗜赌上瘾，什么都赌：赛马、运动比赛、政治选举。当他们既不交易，也不赌博的时候，就玩一种叫“说谎者的扑克牌”的游戏，看对手能不能猜出自己手中的底牌。“痛饮狂歌空度日，飞扬跋扈为谁雄”。所罗门兄弟公司能够容忍他们的唯一原因就是，他们太能赚钱了。如果不是发生了一件意外的事情，梅里韦瑟可能会一直留在所罗门兄弟公司，直到有一天执掌大权。

但是，1992年，一位34岁的交易员 Paul Mozer 在美国国债交易中有欺诈行为。作为他的主管上司，梅里韦瑟被迫引咎辞职。尽管后来事情逐渐平息，但梅里韦瑟在所罗门兄弟公司的升迁之路彻底被堵死了。

这一年，他已经45岁了。怎么办？思来想去，梅里韦瑟终于决定，干脆把队伍拉出来，自己成立一个对冲基金，自己创业。这就是 LTCM 的由来。决定自立门户之后，梅里韦瑟意气风发，捋起袖子要大干一场。他的旧部一个个跳槽出来，追随他到了 LTCM，昔日的明星团队东山再起。

他还邀请了两位泰斗级的金融学大师加盟。一位是哈佛大学的罗伯特·默顿 (Robert Merton)，他是罗森弗德的老师，曾在所罗门兄弟公司当个顾问，对梅里韦瑟团队的小子们一向青睐有加。他是 LTCM 的精神导师。另一位是斯科尔斯 (Scholes)，他是 Black-Scholes 公式的提出者之一。斯科尔斯曾经在所罗门兄弟公司干过，和别的学者不一样，他从小就有企业家才能，喜欢投资，喜欢揽钻营，他是逃税漏税的专家。

最令人赞叹的是，梅里韦瑟最后居然把莫林斯 (David W Mullins) 请出了山。莫林斯是美联储的副主席，排起英雄座次，仅在格林斯潘之下。莫林斯是默顿的学生，也在哈佛任教过，是罗森弗德的朋友。莫林斯的加盟，不仅有助于扩大 LTCM 在海内外的影响，而且无形中还帮助洗掉了梅里韦瑟的污点：当年所罗门兄弟公司的交易员丑闻事件，正是莫林斯负责调查的。

一开始，路演不顺利。梅里韦瑟的胃口太大。他想融资 25 亿美元，一般的对冲基金规模也就是一两千万美元。他的要价太高。他要求每年分投资利润的 25%，收 2% 的资产管理费，而按照惯例，别的对冲基金只分 20% 的利润，只收 1% 的资产管理费。LTCM 还要求他的投资者必须锁定三年。

梅里韦瑟团队的人态度都很倨傲。他们演示的数学模型让很多投资者一头雾水。LTCM 对自己的投资策略三缄其口、讳莫如深，有的投资者抱怨：“不知道还以为他们是造原子弹的”。就连 LTCM 的名字，也很不吸引人，平铺直叙、单调枯燥，怎么起来这么个乏味的名字！

但过去的战绩摆在那里。所罗门兄弟公司披露的财务报表显示，梅里韦瑟团队对公司盈利的贡献最大，在过去五年，他们每年能赚 5000 万美元以上。海外的机构被说服了：香港土地与开发署、新加坡政府投资公司、台湾银行、曼谷银行、科威特国有养老基金，都开始掏出钱来。日本和欧洲的金融机构紧随其后。就连意大利央行，都向 LTCM 投资了 1000 万美元。社会名流们纷纷解囊：好莱坞巨头，耐克的 CEO，麦肯锡的合伙人都投资了。这批以大学教授为主的团队阵容，到了大学里更容易受到追捧：圣约翰大学、耶斯希瓦大学 (Yeshiva University)、匹兹堡大学等都开始投资。

1994 年 2 月底，在全球大佬们的加持下，LTCM 顺利开张。他们融资了 12.5 亿美元，尽管没有达到梅里韦瑟最初的宏伟目标，但这已经是史无前例的了。1994 年，LTCM 的收益率达到 28%。1995 年，他们的收益率高达 59%。1996 年，他们的收益率是 57%。1996 年 LTCM 一共赚了 21 亿美元，这家对冲基金总共只有一百多名雇员，但是几百万雇员的麦当劳在全世界卖那么多汉堡包，也没有他们赚得多。

LTCM 赚的钱超过了美林，也超过了迪士尼、施乐、美国运通、耐克等等明星企业。1997 年，尽管爆发了东亚金融危机，LTCM 的收益率仍然达到了 25%。LTCM 成立四年来，每年的回报率平均超过 40%。而且，更令人惊叹的是，他们几乎从无亏损，没有波动，这也意味着‘没有风险’。著名的金融学家夏普疑惑不解地问斯科尔斯：“你们的风险在哪里？”斯科尔斯也直挠头：没有人看到风险去哪里了。

LTCM 到底怎么赚的这么多钱？他们的核心竞争力并非创造模型。翻开任何一本主流的金融学期刊，都能找到 LTCM 使用的那些模型。LTCM 的长项是如何运用这些模型。其实，LTCM 的投资理念是非常简单的，简单到了令人发指的地步。无论是默顿，还是斯科尔斯，包括 2013 年获得诺贝尔经济学奖的法马，所有这些金融学大师有一个共同的信念，那就是市场是有效的。如果价格出现了错误，市场一定会把它纠正过来。跟着市场走，就能赚大把大把的钱。这就是 LTCM 的哲学。

举个例子讲，LTCM 曾经发现，美国国债市场上有一个奇怪的现象。美国政府经常会发行 30 年国债。这些国债发行了半年之后，人们会把它们窖藏起来，于是，29.5 年国债的流动性就不足，如果你要卖 29.5 年的国债，就不得不多打点折扣。

但 LTCM 发现，这个折扣也太大了。1993 年 2 月发的 30 年国债收益率为 7.36%，与此同时，1992 年 8 月发行的 30 年国债的收益率只有 7.24%，差了 12 个基本点。这真是蠢人干的蠢事。难道当 30 年国债发出去半年之后，美国政府不还钱的概率就会提高？LTCM 决定赌一把。

问题在于，这个价差太窄了。就算 LTCM 猜对了，这两个债券的价差确实缩小了，比如说，缩小了 2 个基本点，那意味着每 1000 美元的美国国债，只能让 LTCM 赚 10 美元，收益率也就是 1%。这哪里叫投资，只能叫捡硬币。

怎么办？好办，往上加杠杆。也就是说，通过向别人借钱，把自己的赌局做大。LTCM 买到了债券，就把这些债券借给华尔街的机构，同时从华尔街拿到现金。拿这些现金，LTCM 再找别的机构借入债券。

表面上看，LTCM 的现金交易从账面上看是完全平衡的：做多和做空的资金一样：付出的抵押品和收到的抵押品一样。只是 LTCM 的投资规模那么大，其中自己的钱却非常少，简直是空手套白狼。

1995 年 LTCM 的收益率达到 59%。但是，这是因为他们是拿别人的钱在玩儿。如果考虑总资产的收益率，LTCM 这一年的业绩其实也就是 2.45%。这可能还是个高估的数字，因为大量的衍生品交易没有被计算进来，再考虑到衍生品交易，估计 LTCM 的投资收益率也就是 1-2%。即使暴利可以通过高杠杆的豪赌进行解释，那么风险又都到哪里去了呢？

风险被 LTCM 的数学模型掩盖起来了。按照默顿他们的模型，市场的价格波动是一种随机游走，服从标准的正态分布。换言之，他们假设异常事件将很难出现，因为一旦出现异常的波动，市场很快就会加以纠正，重新回到均衡状态。

LTCM 的数学小子们不是不害怕风险，他们只是相信风险是可以精确计算出来。按照他们的计算，LTCM 每天亏损的最高额不会超过 3500 万美元。按照他们的模型，像东亚金融危机这样的事情，每 100 亿年都不会爆发一次。

遗憾的是，全球性的金融危机很快就爆发了，而且余波荡漾，不久就传播到了俄罗斯、巴西等国家。LTCM 原本是只做债券，尤其是美国的债券的。随着规模的扩大，他们急迫地需要找到新的投资机会，于是，LTCM 开始涉足股票投资、兼并与重组投资，同时也大量地在新兴市场投资。

东亚金融危机爆发之后，别的投资者都纷纷往外逃，LTCM 却奋不顾身地冲了进去。他们觉得这是一个百年不遇的绝好的买入机会，因为市场很快就会从惊恐中回过神来，价差一定会缩小。但 LTCM 这次大错特错了。市场的惊魂始终未能平静，人人都想卖出有风险的资产，风险资产和无风险资产之间的价差越拉越大。LTCM 这才发现，自己在每个市场上都有太多的投资，而一夜之间，他们在所有的市场上都在赔钱。

到了这个时候，人们才发现，LTCM 的数学天才们是多么坚定地相信自己的模型。他们始终觉得自己是对的，而市场越错越离谱，于是，他们决定再多一点耐心，让市场能终有一天幡然醒悟。该有多么大的风浪，才能让 LTCM 自己醒悟过来呢？

1998 年 8 月，俄罗斯违约了。进入 1998 年之后，来自俄罗斯的消息越来越糟糕。外资大量流出、俄罗斯的外汇储备几乎干涸、石油价格暴跌了 33%。莫斯科股票市场 8 个月内跌了 75%，短期利率飙升至 200%。

就在人心惶惶的时候，俄罗斯杜马拒绝了 IMF 提出的改革方案，然后，杜马放假了，包括

叶利钦总统在内，所有的高官都去度假了。8月17日，俄罗斯突然发表声明，他们不会考虑偿还外国债务，卢布马上就会贬值。

更叫人佩服的是，俄罗斯还宣布，就连原来借大家的折合135亿美元的内债，他们也没有意思还钱了。这真叫金融市场大开眼界！LTCM的模型能预测出俄罗斯的这种结局吗？LTCM的模型能预测出一旦出现危机，几乎所有的市场都可能同时崩盘吗？

面对金融市场上旗靡辙乱的溃败，LTCM才发现，自己每天都在大出血一样地赔钱。他们的模型不是预测每天的亏损不会超过3500万美元吗？而就在8月的一个星期五，LTCM就亏损了5.53亿美元，相当于其资本金的15%。

这时候，LTCM才慌了神。他们知道自己已经到了破产的边缘，每过一天，就离死亡线更近一尺。梅里韦瑟找到了巴菲特、索罗斯，也找过雷曼兄弟、美林、UBS，但没有人肯出手相助。别的金融机构自身都难保，哪里还顾得上拉兄弟一把。到了需要借钱的时候，你才能知道，华尔街是一个多么冷酷的地方。

短短150天，LTCM的资产净值就下降了90%，仅余5亿美元。从来没有人这么迅速地赔过这么多钱。无奈之下，梅里韦瑟只得向美联储求助。1998年9月23日，美联储破天荒地召集了各大金融机构的头目，共同救助LTCM。

那天到纽约美联储的办公室开会的大佬们太多，房间里的皮椅子都不够坐了，这些显赫的大人物们只好坐在折叠椅上。救助LTCM，其实也是要救助他们自己。有55家银行向LTCM贷款，LTCM的总资产有1000亿美元，但其交易额高达1万亿美元！如果LTCM破产，房间里的金融机构自己也难逃干系。

事实证明，天才们不是不会犯错误，只是他们和我们不一样，他们只擅长犯致命的错误。细数历次世界性灾难，难道不都是天才们带来的么？

6. 价值投资（Value Investing）

巴菲特认为，价值投资的本质是以低于其内在价值的价格买进股票（the essence of value investing is buying stocks at less than their intrinsic value），价值投资的核心在于投资“有价值的股票（value stock）”。

价值投资理论认为，股票价格围绕“股票内在投资价值”的稳固基点上下波动。股票价格波动性很大，但从长期来看，价格有向“股票内在投资价值”回归的趋势，任何一支股票的价格都不可能长期偏离内在价值。当股票价格低于（高于）股票内在投资价值，即股票被低估（高估）时，就出现了投资机会。

狭义的价值投资和成长投资这两种投资方法有所重叠。它们对价格与价值关系有相同的看法。但它们各自侧重于强调未来的不同方面。狭义的价值投资强调确定股票价值并将之与价格相比较；成长投资则强调由增长带来的价值，并将这个价值与价格相比较。成长投资战略是狭义的价值投资战略的堂兄弟，这两种战略的支持者都认为，投资分析者是可以确定股票价值，并与价格相比较的。

价值投资是目前最被市场认同的一种投资方式。核心的逻辑是，选出具有竞争力的公司，股票当前价格不高。这种投资的最终收益，跟短期的利好利空无关。价值投资的收益来自企业收入规模增长和利润增长，股价的提升完全由于公司利润提升。所以，价值投资最核心的要素，是投资一个好企业，这个企业在未来3到5年之内利润体量会按照某种规律性增长，我们享受的是企业在不断发展带来的收益，这就是价值投资。

6.1. 价值投资本质

本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）被誉为“现代证券分析之父”“华尔街教父”，价值投资理论奠基人。他对价值投资的定义是：股票价格围绕“内在价值”上下波动，而内在价值可以用一定方法测定；股票价格长期来看，有向“内在价值”回归的趋势；当股票价格低于（高于）

内在价值时，就出现了投资机会。内在价值、安全边际、市场先生，三个词是价值投资的本质。

内在价值到底如何计算，虽然自由现金流贴现模型从理论上来说无懈可击，但实践中谁也没有正确计算过，包括股神巴菲特。计算内在价值的重点不是为了得到一个精确的数字，数字是冰冷的，背后的逻辑才是火热的。我们通过计算内在价值的过程去深刻地理解一个企业，这才是最重要的。例如，巴菲特最喜欢自由现金流贴现模型计算内在价值，但是芒格说：我们虽然认为这个是计算内在价值最合理的方式，但是从来没有见过巴菲特计算过。巴菲特也曾公开说过，没有一个能计算出内在价值的公式，关键是真正读懂企业。可见，对于这个模型，理解远要比计算更为重要。这就是投资的金句：宁要模糊的正确，而不要精确的错误。

安全边际同内在价值一样，很多人照本宣科的按照公式去寻找安全边际，这是对价值投资极大的误解，其实安全边际没有特定的某个指标。所谓安全边际，并不是简单地根据财务报表或者几个指标能判断的，安全边际一定是建立在对企业内在价值的深刻理解上，不同行业、不同企业、不同价格对应的安全边际都不一样。说到底，还是要理解生意模式，真正读懂企业。

综合以上两点，不难看出，安全边际和内在价值的定量分析固然重要，但只能作为参考，绝非决定性的因素。真正的决定性的核心因素一定是对企业定性的分析，站在战略高度得出的企业未来发展的情况，这也是巴菲特比格雷厄姆更为成功的原因吧（吸烟蒂的价值投资是只看数字的）。

巴菲特的名言：别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧，正是价值投资的神髓所在。市场先生远比安全边际和内在价值来得重要。真正的价值投资恰恰不是远离市场，而是接近市场、了解市场，掌握市场先生的脾气，进行逆向投资。不论是内在价值还是安全边际的计算，均应该建立在尊重市场先生的基础上（当然同时别忘了模糊的正确远比精确的错误重要）。

价值投资总结起来就是：1.好生意：价值投资理论中的好生意就是具有很高护城河的企业，这个护城河可以是专利、政治垄断、独家配方、先进技术等，也可以是宏观经济环境变化带来的，每个国家，每个不同的时代，每个行业的护城河都是不同的（所以从这个角度宏观经济也很重要，二战时期和 21 世纪的行业护城河、投资的重点截然不同）。2.好公司：价值投资理论中的好公司就是能长期源源不断带来现金流的企业，特点是需要很低的资本再投入、有很好的品牌带来的高毛利，具有广泛市场基础的利基，例如，See's Candy 和可口可乐都是极好的公司。3.好价格：价值投资理论中的好价格并不是通过精密的计算得到的，所谓安全边际也是在理解企业的基础上得到的大致的价格区间，而真正的大底大顶一定是通过掌握市场先生的脾气之后才能得出。

巴菲特之所以成为大师，不仅仅是因为他通过敏锐的观察和深刻的理解找到了低于内在价值的好企业，更重要的是，巴菲特对宏观层面的把握，对市场情绪的和人性的理解远超常人。

格雷厄姆提出价值投资的目的，在于让他人能使用演绎的方法独立思考。格雷厄姆和多德的《证券分析》以及格雷厄姆的《聪明的投资者》并不是提供给投资者的烹调说明书，也不是实验手册，没有详细的操作步骤。

一个价值投资者要想成功，就应该对投资抱持一种正确的态度，尤其是要对投机目眦欲裂。格雷厄姆坚称投机并不是投资，而且辨清两者之间的分别是至关重要的。进入投机领域，我们很容易就会被伶牙俐齿的投资专家忽悠，他们想让我们相信：夸夸其谈的收益记录、玄乎其玄的数学公式、闻所未闻的高级概念，这些就是我们把钱交给他们去操作的理由。有时我们甚至会主动陷入自欺欺人的境地中。我们会败给人“好赌”的天性，正如格雷厄姆和多德说的：即使购买（证券）的潜在动机纯粹只是投机式的贪婪，但人性使然，总是要用一些看似冠冕堂皇的逻辑与理由，把丑陋的冲动给掩盖起来。

投资者有无数种方法可以把自己的钱扔进投机的赌博游戏中，最常见的手段是“赌涨跌”。格雷厄姆向来对所谓市场时机嗤之以鼻。他强调任何仅根据预测未来市场的走高或走低而做出的财务决策，都是投机行为。

投资主张能够提供：资本的安全性和对适当回报的合理预期。想要知道自己资本是否安全以及你是否可以得到符合预期的投资回报，需要做一些研究和分析，但并不需要超高的智商或是数学技巧。甚至，如果手上拥有正确的资讯，在别人眼中看来风险十足的提案，对你来说都有可能是不错的投资机会。幸运的是，决策所依赖的信息在今天的移动互联网时代是很容易获得的。

对于学习投资的学生来说，一提到本杰明·格雷厄姆，最先让人联想到的字眼必然是“安全

边际”。这不是什么高深的概念：安全边际就是一个女孩子出门约会时，为了以防自己落单而额外准备的回家的计程车费。

意料之外的灾难是投资回报的大敌，但是发生不测在所难免。投资决策所基于的资讯可能是虚假的；你们公司魅力十足的首席执行官可能在塔西堤岛度假时意外失踪；你刚刚投资的酿酒厂受到洪水的侵袭，威士忌酒成了污水。重视安全边际则可以帮助投资者防范这些令人不安的可能。

如前所述，价值投资就是寻找其价格等于或低于其内在价值的证券。这种投资可以一直持有，直到有充分理由把它们卖掉。比如，股价可能已经上涨；某项资产的价值已经下跌；或者政府公债已经不再能提供给投资者和其他证券一样的回报了。遇到这样的情形时，最受益的方法就是卖掉这些证券，然后把钱转到另外一个内在价值被低估的投资上。



鸡尾酒会理论

鸡尾酒会理论是美国传奇人物彼得·林奇担任麦哲伦公司总经理后，在经常参加的鸡尾酒会上发现的一种很奇特的股市周期规律。

彼得·林奇作为世界上最大规模基金的基金经理，他经手的基金市值曾经在13年内翻了26倍。在多年的投资经历中，彼得·林奇经历过股市的大起大落，结合自己丰富的实践和经验，他总结出了著名的“鸡尾酒会理论”。

擦鞋匠理论，即当华尔街上的擦鞋匠都开始炒股票时可能是一种危险的信号。类似的说法在中国也是屡见不鲜，例如“连卖菜的老太都炒股了股市就危险了”的说法，早已成为现实中一些人自以为聪明的“经验之谈”。早在1929年，石油大亨洛克菲勒就曾经得益于以上理念。当时洛克菲勒在街上遇到一个擦皮鞋的小孩子，小孩边给他擦皮鞋边对他说：“先生，您最近买股票了没有，我给您推荐一支股票，肯定涨得好……”洛克菲勒听了心中一惊，一个擦皮鞋的孩子都开始给别人推荐起股票来，看来股市大限已经不远了。回到公司，洛克菲勒立刻下令将所有股票清仓，一支不留。果然，两个月之后就迎来了华尔街崩盘，多少人在一夜之间倾家荡产，而洛克菲勒在这场风暴中安然度过。

实际上，对于这种现象探究最详尽的，莫过于投资大师彼得·林奇的“鸡尾酒会理论”。彼得·林奇从参加鸡尾酒会中发现这样一种现象：当客人对牙医而不是他感兴趣时，往往是股市低迷或者刚启动阶段；当人们爱和他稍微聊聊股票时，股市处于刚上涨15%的阶段；当包括牙医在内的所有人都围着他时，股市处于上涨30%的阶段；而当人们都开始向他推荐股票时，正是股市已达到峰巅，进入下跌的准确信号。不过最关键也往往最容易被忽略的是，林奇经常提醒人们对“鸡尾酒会理论”不要盲目迷信，因为这不属于放之四海而皆准的法则。

可见，以上这些理论和故事中唯一蕴藏不变的股市真谛是：股市中那些经常和群体心理相悖的人，有时更容易摸准市场的脉搏。或许可以这样理解，当整个市场都在嘲笑擦鞋匠和卖菜老太时，很可能就是擦鞋匠和卖菜老太们的行为获得市场奖赏的时候。对于这种现象，从毛泽东思想的角度来进行纠正就是要“反对经验主义、反对教条主义、反对本本主义”，用《老子·道德经》来解释则是“道可道，非常道”，而按照通俗的说法就是“顺势而为，逆向思维”。

在国外经常举办的鸡尾酒聚会上，不同职业不同阶层的人们彼此相识，聊天。彼得·林奇从参加鸡尾酒会的经历上，总结出了判断股市走势的四个阶段：

◆第一阶段，彼得·林奇在介绍自己是基金经理时，人们只与他碰杯致意，就漠不关心地走开了。而更多的是围绕在牙医周围，询问自己的牙疼病，或者宁愿谈论明星的绯闻，没有一个人会谈论股票。彼得·林奇认为，当人们宁愿谈论牙病也不谈论股票时，股市应该已经探底，不会再有大的下跌空间。

◆第二阶段，彼得·林奇在介绍自己是基金经理时，人们会简短地与他聊上几句股票，抱怨一下股市的低迷，接着还是走开了，继续关心自己的牙病和明星的绯闻。彼得·林奇认为，当人们只愿意闲聊两句股票，而还是更关心自己的牙齿时，股市即将开始反弹。

◆第三阶段，人们在得知彼得·林奇是基金经理时，纷纷围过来询问该买哪一支股票，哪支

股票能赚钱，股市走势将会如何，而再没有人关心明星绯闻或者牙齿。彼得·林奇认为，当人们都来询问基金经理买哪支股票好时，股市应该已经到达阶段性高点。

◆第四阶段，人们在酒会上大谈特谈股票，并且很多人都主动向彼得·林奇介绍股票，告诉他去买哪支股票，哪支股票会涨。彼得·林奇认为，当人们不再询问该买哪支股票，而是反而主动告诉基金经理买哪支股票好时，股市很可能已经到达高点，大盘即将开始下跌震荡。

著名而经典的“鸡尾酒会理论”，直到今时今日仍然可以将股市“一言概之”。

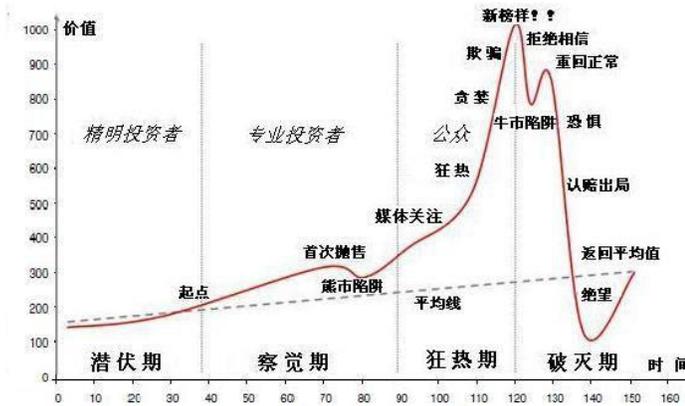


图 5 股票市场周期

6.2. 价值投资理念

价值投资的理念有四个。前三个是本杰明·格雷厄姆提出的概念，最后一个是巴菲特的独特贡献。

第一，股票不仅仅是可以买卖的证券，实际上代表的是对公司所有权的证书，是对公司的部分所有权。这是第一个重要的概念。投资股票实际上是投资一个公司，公司随着 GDP 的增长，在市场经济持续增长的时候，价值本身会被不断地创造。那么在创造价值的过程中，作为部分所有者，我们持有部分的价值也会随着公司价值的增长而增长，我们在公司价值增长的过程中分得我们应得的利益，这条道是可持续的。可愿意这样理解股票的人少之又少。

第二，理解市场是什么。股票一方面是部分所有权，另一方面它确实实也是一个可以交换的证券，可以随时买卖。这个市场里永远都有人在出价。在价值投资人看来，市场的存在只是为你来服务的。能够给你提供机会，让你去购买所有权，也会给你机会，在你很多年之后需要钱的时候，能够把它出让，变成现金。所以市场的存在是为你而服务的。这个市场从来都不能告诉你，真正的价值是什么。它告诉你的只是价格，不能把市场当作老师。只能把它当作一个可以利用的工具。这个观念几乎和 95% 以上市场参与者的理解相反。

第三，投资的本质是对未来进行预测，而预测能得到的结果不可能是百分之百准确，只能是从零到接近一百。当我们做判断的时候，就必须预留很大的空间，叫安全边际。因为没有办法准确辨别，所以无论多有把握的事情都要牢记安全边际，买入价格一定要大大低于公司的内在价值。这是价值投资里第三个最重要的观念。因为有第一个概念，股票实际上是公司的一部分，公司本身是有价值的，有内在的价值，而市场本身的存在是为你来服务的，所以可以等着当市场价格远远低于内在价值的时候再去购买。当这个价格远远超出它的价值时就可以出卖。这样一来如果对未来的预测是错误的，至少不会亏很多钱；即使预测是正确的，有 80%、90% 的把握，当那 10%、20% 的可能性出现的时候，这个结果仍然对内在价值是不利的，但这时如果有足够的安全边际，就不会损失太多。假如预测是正确的，回报就会比别人高很多很多。每次投资的时候都要要求一个巨大的安全边际，是投资的一种技能。

第四，巴菲特经过自己五十年的实践增加了一个概念：投资人可以通过长期不懈的努力，真正建立起自己的能力圈，能够对某些公司、某些行业获得超出几乎他人更深的理解，而且能够对公司未来长期的表现，做出比其他人更准确的判断。在这个圈子里面就是自己的独特能力。

能力圈概念最重要的就是边界。没有边界的能力就不是真的能力。如果你有一个观点，你必须清楚这个观点不成立的条件，这时它才是一个真正的观点。能力圈这个概念很重要，因为“市场先生”存在的目的就是发现人性的弱点。投资者自己有哪些地方没有真正弄明白，有什么样的心理、生理弱点，会在市场的某一种状态下暴露。市场本身是所有人的组合，如果不明白自己在做什么，为什么买入或卖出一个股票，这个市场就会把你打垮。比如，是因为某个权威人士推荐，才买入某只股票，当股票价格继续下跌到一定程度时，你可能就会丧失信心。这就是为什么市场里面听到的故事都是大家赚钱，结果其实大家都亏掉了。人们总能听到不同新人的故事，是因为老人都不存在了。只要操作的股票不在自己的能力圈，市场一定在某一个时刻某一种形态下把你整得很惨。

只有在这个意义上，投资才真正是有风险的，这个风险不是股票价格的上上下下，而是资本永久性地丢失，这才是真正的风险。这个风险是否存在，取决于投资者的能力圈。而且这个能力圈一定要非常狭小，要把它的边界，每一块边界，都定义得清清楚楚，只有在这个狭小的边界里面才有可能通过持续长期的努力建立起真正对未来的预测。

能力圈的这个概念是巴菲特本人通过实践提出的。如果真的接受这四个基本理念，投资者就可以以足够低的价格买入自己能力圈范围内的公司长期持有，通过公司本身内在价值的增长以及价格对价值的回归取得长期、良好、可靠的回报。

这四个方面合起来就构成了价值投资全部的含义、最根本的理念。价值投资的理念，不仅讲起来很简单、很清晰，而且是可持续的。投资股票，其实是在购买公司的部分所有权。投资是帮助公司的市值更接近真实的内在价值，有利于整个经济，有利于本公司，有利于他人，有利于自己。不被市场的上上下下所左右，能够清晰地判断公司的内生价值是什么，同时对未来又有敬意，知道未来预测也很不确定，所以用足够的安全边界的方式，来适当地分散风险。这样一来，在错误的时候不会损失很多，在正确的时候会得到更多。这样的话，就可以持续不断地、稳定地获得高于股市指数的更安全的回报。



以经营者思维去投资是最高境界

巴菲特说：“因为我是经营者，所以我成为好的投资人；因为我是投资人，所以我成为好的经营者。”应当说，巴菲特从早期的格式投资进化到这种“双重”身份，进而才成就了世界级大师的地位。我们探寻巴菲特中后期主流投资的踪迹，无论他是从二级市场上购买公司，还是直接对企业的收购，在他眼里可谓全是从经营者的角度去权衡的，所以他才敢说就是股市第二天关门了对他也没有什么影响之类的话。巴菲特思想中的精髓很多，如果说精髓中之精髓的，恐怕就是这一点。

相比较于巴菲特的“自知知明”（即巴菲特知道自己的能力所在，他清楚地知道自己做不来被收购企业的管理层，所以，他的收购均是一并“收购”其管理层）。

价值投资者的三项特质：

- 1、不是靠股票买卖倒手，而是将自己想象成股票所处实业的经营者。
- 2、由于不是掌握整个公司和行业，所以需要一定安全边际。
- 3、实业经营者的假想身份，会令价值投资者在市场中独树一帜。

市场上只有 5% 的资金进行价值投资，价值投资者不像金融从业者，更像学术型研究员。是的，既然我们做不来真正的经营者，然而以“实业经营者的假想身份”去思考，又会如何呢？

从股东思维向经营者思维转变，是投资的第二次飞跃。实现了这第二次飞跃，投资才能说达到了一种高境界。



巴菲特成功第一大原则：能力圈原则

01 巴菲特认为投资成功最重要的是能力圈原则

苏格拉底最推崇的一句话是刻在特尔斐神庙上的一句话：“认识你自己”。哲学家爱比克泰德说，人生幸福最重要的是弄清楚：“什么事情是属于我们权能之内的事情，什么事情却不是属于我们权能之内的事情。”巴菲特(1996)告诉我们投资成功最重要的是能力圈原则：投资人真正需要具备的是对所选择的企业进行正确评估的能力，请特别注意“所选择”(selected)这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家。你只需要能够评估在你能力圈范围内的几家公司就足够了。能力圈范围的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己的能力圈范围。

巴菲特如何画出自己能力圈呢？“围绕你能够真正了解的那些企业的名字周围，画一个圈，然后再衡量这些企业的价值高低、管理优劣、出现经营困难的风险大小，排除掉那些不合格的企业”。对于能力圈以外的公司，无论别人怎么看好，巴菲特根本不理，哪怕错过再大的赚钱机会，也不会后悔一点，因为这在他的能力圈以外不该他赚的钱：“我错过了参与投资手机的好机会，因为手机行业在我的能力圈之外。”但是对自己能力圈以内的公司，巴菲特会拼命努力研究分析：我将会每次选择一个行业，逐步成为能够相当精通 6 个行业的专家。

我不会简单接受关于任何一个行业的传统看法。我要努力研究分析得出自己的独立看法。如果我选择的是一家保险公司或一家造纸公司，我会在脑子里想象，自己处于这样一个情境之中：我刚刚继承了这家公司，而且这家公司将是我们整个家庭拥有的唯一财产。我应该对这家公司做些什么？我要考虑哪些东西？我担心什么东西？谁是我的竞争对手？谁是我的客户？我会走出办公室，去与客户们交谈。我要弄清楚，与其他同行企业相比，我们这家公司的优势是什么，劣势是什么？如果你这样做了研究分析的功课，那么你就有可能会比管理层更加真正了解这家公司。

02 能力圈如同朋友圈一样贵精不贵多

我觉得能力圈如同朋友圈一样，关键在精不在多。一个真正的好友足够你幸福一生了，一个能力圈内的好公司就足以让你享用一辈子了。巴菲特说：“对你的能力圈来说，最重要的不是能力圈的范围大小，而是你如何能够确定能力圈的边界所在。如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大 5 倍却不知道边界所在的人要富有得多”。1951 年，20 岁的巴菲特发现自己的老师格雷厄姆是 GEICO 公司的董事会主席后，开始对这家公司产生了兴趣：“我 20 岁时把自己一半的财产都投资到了 GEICO 股票上。”

03 巴菲特成功关键在于坚守能力圈

苏格拉底说：知道自己的无知的人才是最聪明的人。用孔子的话就是说：知之为知之，不知为不知，是知也。为什么历史上成千上万的投资大师中，只有巴菲特在 2008 年通过投资成为身家 620 亿美元的世界首富。其中最重要的原因之一是，巴菲特特别能够自制，总是能够坚守自己的能力圈：“对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们是否真正明白自己到底知道什么。”巴菲特曾经说：“我对 IBM 创始人之子托马斯·沃森了解一些。我可以告诉你他说过的一句非常聪明的话：我并不是一个天才。但在某些方面相当聪明，我就一直专注于这些方面。这是一个非常明智的建议，也适用于股票投资。”看看巴菲特过去 40 多年的股票投资组合，你会发现巴菲特长期持有自己从小就非常熟悉的公司：他 6 岁就卖过的可口可乐，他 13 岁开始做报童送了三年的《华盛顿邮报》，他经常使用其信用卡的美国运通，生产他天天用的剃须刀的吉列(后来并入宝洁)，却几乎没有一家是高科技企业。巴菲特解释说：“我们努力固守于我们相信我们可以了解的公司。这意味着那些公司具有相对简单且稳定的特征。如果企业业务非常复杂而且不断变化，那么我们就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量。碰巧的是，这个缺点丝毫不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们是否真正明白自己到底知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足以成功了。”坚持能力圈原则，最大困难在于，如何能够抵挡住为了追逐更多利润跨出能力圈的诱惑。上世纪 90 年代后期，网络高科技股大牛市，巴菲特却一股也不买，尽管这让他 1999 年盈利只有 0.5%，而当年股市大涨 21%。巴菲特却依然坚持能力圈原则：“我们的投资原则如果运用到科技股上也会同样有效，但我们并不知道该如何具体运用。如果我们今年亏了钱，我们会在第二年赚回来，并向你解释我们是如何做到的。我确信比尔·盖茨运用的是和我们同样的投资原则。他理解高科技企业的方式与我理解可口可乐或吉列公司这些传统企业的方式一样。我可以肯定地说，他同样也是寻找一个投资的安全边际，我可以肯定，他估算安全边际

时，就像他拥有整个企业一样，而不是仅仅拥有一只股票。所以，我们的投资原则对于任何科技股都同样适用。只不过我们并不是能够把这些原则具有运用到科技股上的人而已。如果我们在自己的能力圈里面找不到值得投资的企业，我们并不会因此就去扩大我们的能力圈。我们只会选择耐心等待。”结果从 2000 年开始，美国股市网络股泡沫破裂，股市连跌三年，跌幅超过一半。巴菲特这三年却盈利 10%，大幅跑赢市场。

04 巴菲特不断拓展能力圈

可能是由于巴菲特和盖茨的友谊越深，两人的交流讨论越来越深入，把巴菲特对高科技的了解推升到更高的水平。(2005 年盖茨加入伯克希尔公司董事会)巴菲特现在也会用电脑上网，用谷歌搜索，也会收发电子邮件。巴菲特在不断扩展他的能力圈。2002 年，巴菲特投资 Level3 高速网络通信公司 5 亿美元。

巴菲特对 Level3 通信公司充满信心的一个原因是人，他的老友沃尔特·斯科特担任董事会主席：“有时候，你会在你的能力圈之外进行投资。Level3 通信公司就是我在能力圈之外的投资之一。但是我是把赌注押在人的身上，我觉得我非常了解这个人。有些时候别人也会把赌注押在我的身上。”1999 年，巴菲特收购了 Great Lakes 化学公司 6.8% 的股份，还收购了 TCA 有线电视公司 8.1% 的股份。2003 年购买了 Nextel 5 亿美元的债务和优先股。他还收购了全球第七大电子元件销售企业 TTI 公司。随着电脑时代的发展，也随着巴菲特对科技的理解，巴菲特不断扩大了自己的能力圈。

作者：价值 50 老吴

链接：<https://xueqiu.com/8091571022/101960348>

6.3. 价值投资中国

价值投资在中国也起作用吗？中国是不是独特的？中国现代化是在 1840 年以后开始的，是被现代化，而不是主动的现代化。中国的政府力量非常强大，不可能产生所谓的自由市场经济。中国政府从汉代以后一直是全世界最稳定、最强大、最有力量、最有深度的政府。实际的情况是，在过去两千年里这个国家非常强大，非常稳定。

直到中国 1978 年开始的改革开放，我们才回到自由市场经济和现代科学技术，并表现出和其他国家市场经济非常惊人的相似性。中国的特殊性表现在它的文化不同，导致政治制度安排有所不同。

市场本身具有规模效益，参与的人越多，交换的人越多，创造出来的价值增量也就越多，越大的市场资源分配越合理，越有效率，越富有、越成功、也就越能产生和支持更高端的科技。相互竞争的不同市场之间，最大的市场最终会成为唯一的市場，任何人、社会、企业、国家离开这个最大的市场之后就会不断落后，并最终被迫加入。一个国家增加实力最好的方法是放弃自己的关税壁垒，加入这个全球最大的国际自由市场体系中去；要想落后，最好的方式就是闭关锁国。通过市场机制，现代科技产品的种类无限增多，成本无限下降，与人的无限需求相结合，由此经济得以持续累进增长，这就是现代化的本质。

中国如果改变了它的市场规则，或者离开了这个共同的市场，它就会在相对短的时间里迅速地落后。中国有可能短暂离开这个大的市场，但是没有可能永远成为失败者。那么任何短暂的离开、偏离，很快就会被修正。中国要改变市场经济规则几乎也是非常小概率的事件。所以，中国在未来二三十年里持续保持在全球市场里、持续进行自由市场经济和高度现代科学技术的情况是一个大概率事件。

只要中国继续坚持主体自由市场经济和现代科学技术，基本上它的主要大类资产的表现，股票、现金的表现大体会遵循过去三百年成熟市场经济国家基本的模式，经济仍然会坚持累进式的增长，连带着出现通货膨胀，股票表现仍然优于其它各大类金融资产，价值投资理念在中国与美国一样仍是投资的正道，仍然可以带来持续稳定的回报。

价值投资不仅在中国可以被应用，甚至中国目前股票市场不成熟的阶段使价值投资人在中国

具备更多的优势。原因是，今天中国在资本市场中所处的位置，资本市场百分之七十仍然是散户，仍然是短期交易为主，包括机构，也仍然是以短期交易为主要的目的。价格常常会大规模背离内在价值，也会产生非常独特的投资机会。如果不被短期交易所左右、所迷惑，真正坚持长期的价值投资，那么竞争者会更少，成功的几率会更高。

中国现在正在进行的经济转型，实际上是要让金融市场扮演越来越重要的融资角色，不再以银行间接融资为主，而让股票市场、债券市场成为主要资金来源，成为配置资源的主要工具。在这种情况下，金融市场的发展规模、机构化的程度、成熟度都会在接下来的时间里得到很大的提高。真正的价值投资人应该会发挥越来越重要的作用。

纵观世界股市的发展史，各国证券市场都不约而同地经历了由原始投机逐步过渡到理性投资的漫长历程。价值投资在全球都有效。基本上，价值因子在全球市场都有显著的正向效应，越成熟的市场，超额收益越小。美国近十年是超额收益最小的十年。2007年价值因子的表现，整体的超额收益只有30%左右。

6.4. 价值投资成长

成长的诺言就像女妖的歌声，总有一种让人无法拒绝的诱惑力。但它却很少能为投资者带来令人欢欣鼓舞的回报。例如，明星股（拥有光辉历史和美好成长前景）的年均收益率要比垃圾股（历史业绩糟糕，成长前景不佳）低了足足6%，尽管美好的故事令人心驰神往，但它绝不能取代合理的投资过程。因此，投资者还是要学会喜欢手里哪怕是最平凡的东西，切莫去过分追逐那些外表华丽、能给你无限遐想的成长股。

让我们先回顾美国股市发展历史。20世纪30年代的“大萧条”之前，美国股票市场秩序非常混乱，投机盛行，做庄猖獗，庄家与上市公司甚至与政府勾结在一起操纵股价，中小投资者的利益得不到保护。

在这种投资环境下，投资者的“研究工作”大多是打听庄家动向或上市公司的内幕消息。与此相对应，许多技术分析理论应运而生，技术分析并不研究上市公司本身，而是研究上市公司的股票价格走势。随着证券市场逐步完善，投资者发现这种脱离“基本面”的研究很多时候并没有太大价值。证券本质上是获取未来现金流的贴现价值的凭证，它的价值应该由未来现金流决定。

1934年，格雷厄姆和多德合著的《证券分析》出版，开启了价值投资新时代，被誉为投资者的圣经。它为选股提供了方法论，而在此之前，选股与赌博毫无区别。格雷厄姆明确了“投资”的定义，区分了投资与投机。认为投资是一种通过认真的分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为；不满足这些条件的行为就被称为投机。格雷厄姆反对投机所带来的罪恶，主张投资者们的注意力不要放在市场行情上，而要把股票看作企业的份额，它的价值始终应和整个企业的价值相对应。格雷厄姆致力于寻找和选择那些便宜得几乎没有风险的公司的股票，将此视为“安全边际”，当价格低于内在价值时投资；并讲述了著名的关于“市场先生”的寓言，相信市场最终会反映股票的内在价值。

格雷厄姆的名著《证券分析》是在“大萧条”时期问世的，深深地打上了时代的烙印。当时大量企业倒闭，格雷厄姆本人也差一点破产，因此格雷厄姆非常注重企业的清算价值，对“安全边际”的标准非常严格。随着社会经济的发展，这种经典意义的价值投资方法的缺陷也逐渐显现。

二战结束后，美国经济复苏，股市强劲回升。1959年，菲利普·A·费雪出版了名著《怎样选择成长股》，开创了成长投资理念。“成长股”随着该书畅销成为投资者耳熟能详的名词，成长型投资从此成为与价值型投资并列的主流投资理念之一。巴菲特说：“我有15%像费雪，85%像格雷厄姆……尽管格雷厄姆和费雪的投资方法不同，但他们在投资界缺一不可。”

费雪的以增长为导向的投资方法，是价值投资的变种和分支。他认为，投资者在经济大势的预测上不应花费过多精力，而更应该集中精力选择能够使自己以最小的代价和风险来获得最大收益的公司。为了寻找这些成长股，费雪提出了15个要点。他认为，一家公司如果能够符合其中相当多的要点，就可以称之为成长股。

这15个要点如下：1.公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能否大幅成长？2.为了进一步提高总体销售水平、发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新

产品或新工艺？3.和公司规模相比，公司的研究发展努力有多大效果？4.公司有没有高人一等的销售组织？5.公司利润率高不高？6.公司做了什么事来维持或改善利润率？7.公司的劳资和人事关系是不是很好？8.公司的高级主管关系很好吗？9.公司管理阶层的深度够吗？10.公司的成本分析和会计记录做得如何？11.公司是不是在所处领域有独到之处？12.公司有没有短期或长期的盈余展望？13.在可预见的将来，公司是否会大量发行股票，获取足够资金，以利公司发展？现有持股人的利益是否因预期中的成长而大幅受损？14.管理阶层是不是只向投资人报喜不报忧？诸事顺畅时口沫横飞，有问题或叫人失望的事情发生时则“三缄其口”？15.公司管理阶层的诚信及正直态度是否毋庸置疑？

后来，巴菲特融合了传统的价值投资理论和成长投资理论，成为集大成者，将价值投资带入了全新的高度。巴菲特认为，价值型与成长型的投资理念是相通的，价值是一项投资未来现金流量的折现值，而成长只是用来决定价值的预测过程。巴菲特在1992年致股东的信中说：“我们把价值型与成长型这两种投资策略区分开完全是无稽之谈（必须承认，几年前我本人也犯了同样的错误）。我们认为，这两种投资策略在关键之处是相互一致的：成长性总是价值评估的一部分，它构成了一个变量，其重要程度在可以忽略不计到巨大无比之间，其对价值影响既可以是负面的，也可以是正面的。”伴随着巴菲特骄人的投资业绩，融合了成长型投资理念的价值投资对全球投资者产生了深远的影响。

与成长股共舞

与价值投资理念和成长投资理念相对应，投资标的可划分为价值股与成长股两大类。价值股公司的商业模式比较成熟稳定、现金流波动较小、盈利水平较高、红利发放率较高。这类股票通常有低市盈率、低市净率、高股息、高安全性等特征。成长股公司的销售额和利润额持续增长，速度快于整个国家和本行业的平均增速。这类股票的市盈率、市净率通常比其他股票高。由于成长型公司持续增长能力强劲，它们发行的股票表现明显好于市场平均水平，为投资者提供的超额收益非常明显。

在A股这样新兴加转轨的市场，严格意义上的价值股较少。价值股稀少的原因主要是：（1）A股长期封闭运行，与国际市场脱节，缺乏严格的退市制度，地方政府的“父爱主义”倾向鼓励重组，使绩差股长期存在重组预期。（2）交易机制长期只能单边做多、缺乏做空机制，投资者结构中机构投资者较少、个人投资者为主，使A股估值长期偏高，尽管牛短熊长，但在熊市中周期股、绩差股仍然没有跌透，往往直到熊市尾声才有部分个股跌破净资产。（3）上市公司重融资轻回报，不太愿意分红，难以从“分红收益率”角度挑选价值股；而且，低市盈率个股如果不分红，也使市场参与者无法通过分红来收回成本，只能通过投机炒作博取价差，使从“低市盈率”角度挑选价值股受到局限。因此，往往只有股市暴跌到一定程度才有阶段性的价值型投资机会。投资机会要更多地从成长股领域去发掘。

如何选择成长股？成长股投资大师都有经典论述，给出了具体的选股标准。费雪给出了15条“军规”，而巴菲特的选股原则可以概括为：最好是消费垄断企业；产品简单、易了解、前景看好；有稳定的经营史；经营者理性、忠诚，始终以股东利益为先；财务稳健；经营效率高、收益好；资本支出少、自有现金流充沛；价格合理。彼得·林奇给出了定量的选择成长股标准：公司规模小；新成立时间不长；年平均增长率20%~25%；采用PEG估值及未来的变化趋势寻找目标；投资快速成长型公司一定要弄清楚增长期什么时候结束，要明白自己的买入价格等。

选择成长股的标准很多，概言之最基本的标准无外乎管理层、公司治理、盈利模式的核心竞争力等方面，结合A股市场的具体情况，可以归纳为6个标准：1.广阔成长空间：行业销售总额较大且持续增长、公司市场份额持续提升、市值较低。2.优秀的商业模式和独特的竞争优势：产业链地位有利、盈利能力强、存在行业壁垒（品牌、渠道、技术、资源等）。3.卓越企业家精神：核心人物威望高、具有正确的战略眼光、管理团队稳定、执行力强。4.良好的公司治理结构：股东和管理层利益一致、管理团队激励充分。5.良好的沟通关系：公司公开透明，与投资者保持良好关系。6.合理的估值水平：市盈率（PE）、市净率（PB）、市销率（PS）等较低。

符合这些基本标准后，还必须进行深入地调查研究，通过走访竞争对手、上下游企业和企业

内部各阶层的人员，更深层次地了解企业，判断企业竞争优势的可持续性。那么，什么样的行业容易找到成长股？一般而言，科技、消费行业是最容易产生成长股的地方，可以从三个切入点寻找。

1.从技术革命及产品生命周期寻找。经济史学家威廉·斯特劳斯在《世代：1584年到2069年的美国未来历史》（Generations: The History of America's Future, 1584~2069）中提出了两代人构成、完成技术创新周期的观点：创新季、增长繁荣季、震荡季、成熟繁荣季，形成了80年的新经济周期。在大的技术创新周期下，又存在大量的应用产品的S型普及周期。比如，手机普及率从1994年的10%迅速达到2007年的90%，孕育了成长股诺基亚；2007年恰巧是诺基亚走向没落的年份，以苹果为代表的智能手机迅速将前者取代。1929年美国家庭汽车普及率达到90%，持续10年的大繁荣期也在这一年走向终结。宽带技术普及率从2000年的10%急剧上升至2008年的90%；如果没有新一轮创新，成长将走向终结。在大的技术创新框架下，把握新产品生命周期，是预测成长股出现及终结的有效方法。

2.从人口消费周期寻找。哈里·登特（Harry Dent）通过研究详尽的人口经济学数据发现，一代人从出生、成长、成年、生育、退休，将分别造就婴儿用品、教育、房地产、医疗卫生等不同领域的景气与不景气交替。以美国为例，25~29岁是美国人家庭开支增长最快的阶段，购买住宅高点平均发生在31岁，医疗费用支出在60岁以上快速上升。跟踪婴儿潮人口并对其进行研究，有助于我们找出最易出现成长股的领域。人口金字塔越是“不平衡”，人口经济学的研究越有价值。中国是人口金字塔失衡的典型国家。过去10年中国房地产牛市与人口金字塔数据惊人地吻合，也孕育了像万科A这种上涨超1000倍的大牛股。

3.从特定经济体发展阶段寻找。该角度对国际投资和全球资产配置更有意义。中国过去十几年持续进行的工业化、城镇化，实际上是在重复美国100年前的老路；越南基本在重复中国过去20年的老路。特定发展阶段，总会有一些行业强劲发展，而该领域中的龙头企业又能获得超越该行业平均水平的成长。比如特定阶段的钢铁、汽车，特定阶段的地产、家电等。我们应从领先经济发展阶段半步甚至一步的角度，寻找高成长领域，遴选出资质优异的公司。

一旦寻找到大牛股，就应该牢牢抓住，耐心持有伟大企业会比普通企业带来更多回报。



价值投资的核心是“坚持正确的价值观”

作者：红利基金，有改写

链接：<https://xueqiu.com/2478797769/99941943>

巴菲特没有教会我们任何可以复制的方法，他真正伟大之处在于身体力行的价值观，价值投资则是他的价值观的一种体现方式而已。所以，价值投资不是一种致富方法，而是一种人生修行。

要更注意那些原本被忽略的巴菲特言行，将其归结于一种美德。比如：他热爱生活，热爱工作，年过80还继续从事他热爱的事业；他忠于爱情和友谊，没有因财富和分歧而抛弃发妻和老友；他生活朴素，住老房子开旧车，穿件老套头西装；他乐善好施，决意将大部分财产捐给慈善事业用于人类的进步；他教子有方，真诚坦率，他意志坚定，笃信自己的判断，从不考虑在华尔街拥有办公室，因为“那里的消息太多了”；他对人性有深刻的理解，买入一个公司前会和管理者推心置腹交谈，内容往往不涉及估值和业务，而是“要看他是否是一个能和你一起喝一杯啤酒的人”；绝不随波逐流，追涨杀跌极少与他有关，只买他能理解的股票。所有这些美德散落在各种有关巴菲特的书籍和报道的角落里，这些并没有超出常人力所能及的范围，唯一重要而可贵的是，他把上述美德坚持了几十年。

巴菲特的财富是自己美德的体现和个人进化的结果。大自然和造物主赋予他财富和成功，不是希望我们去复制他的技术和方法，而是树立了一个美德楷模，并赋予了激励我们的动机。应效法他的美德，而不是学习他的方法，而效法美德本身应该是无目的的。康德说“人就是目的”；维特根斯坦说，“人的一生是一场道德的斗争，要拆毁骄傲的大厦，去做一个更好的人。”

维特根斯坦传记中有关他放弃全部财产的那一段，让人费解。维特根斯坦是原奥匈帝国首富

家庭仅有的身体无残缺的男性继承人，他继承遗产后，将其全部转赠给了两个姐姐。许多人质疑他的慈善动机，为何不捐给更需帮助的穷人？他回应：突然把一大笔钱分给穷人只会让他们堕落。读了威尔逊的《地球的社会征服》后，才理解了他的动机（或按维氏的话应该这样说：我才不再对他的动机感到困惑了，并将这种困惑的消失视作是一种理解的结果）。在最近一次冰河到来之前时期的化石发掘来看，当时最小的蝙蝠躯体也比现在你用的脸盆大，而最大的海洋动物则能长到 130 吨。威尔逊说，很难找到环境或基因突变的证据来解释为什么动物们会进化得这么大，只能从结果反过来去理解他们，只能依靠比拼个体来获得生存空间，因为当时地球上大多数物种都还没有进化出社会化的生存能力。

今天，反过来看待过去的历史，似乎就容易理解维特根斯坦的动机。穷人的窘境是竞争的结果，你只能致力于维持一个公平的社会，鼓励所有人去参与竞争，并接受这个结果，而不是用你的钱和同情心去改变结果本身。维特根斯坦放弃全部财产时花了一大笔钱聘请律师，负责监督这些接受他赠予的亲友，禁止他们以后用任何形式来资助自己。受聘的律师团无比惊讶地说：“你这是财务自杀”。人如果要靠财务来实现自由，则精神和财富将永无自由之日。

我对巴菲特“低价买入蓝筹股并长期持有”的理念十分认同，但现在有了完全不同的想法。首先，对低价买入蓝筹股来说，什么是低价？10 倍市盈率买入，20 倍抛出就是价值投资了吗？我是在实践价值投资还是在炒市盈率？这种投资方法和对冲基金分解期权 Δ ，然后炒波动率不是一回事吗？25%的波动率买入合约，45%的波动率抛出合约，仅仅是标的物不同而已，哪有什么价值投资？若把价值投资归入美德和价值观，那么在伦理范畴里，没有什么逻辑可言，没有因果关系，没有技术分析，那些我能描述的东西，只是借助着具有逻辑功能的语言把你带到了不可言说的伦理边界，你要凭自己的理解和冲动去冲撞这个边界，从而得到自己的理解。维特根斯坦说，“不可言说的事物显示着自身。”

我现在理解的价值投资是：给好公司投钱，然后和它一起成功。并不是巴菲特选股有多么高明，而是那些被他投资的公司都是进化的胜利者，是在残酷的优胜劣汰竞争中剩下的幸存者，是在市场中锻炼出优质基因的冠军。巴菲特不过是早年就加入了他们的队伍并持之以恒地坚持下来了。那么，该怎么找到这些奥运长跑冠军呢？过去我有许多答案，从财务报告，行业周期，技术革命，估值模型等各个角度去分析；现在，我认为答案只有一个：去做个更好的人。恩格斯说过：“伟大灵魂总是相互吸引的。”当你是个高尚的人时，当你具有美德，品行和操守时，你就会相应去选择和你价值观相近的公司，这些公司应体现勤俭、努力、创新和忠诚的品格，分别对应了“成本节约，高效生产，技术创新和股东回报”的特性。具有这些品格的公司一定会在公平的市场竞争中获胜，当然，这种胜利一定是曲折反复和艰难困苦的，因此，一定要长期持股。当然，对于再好的股票，也要重视低价买入的要求，从某种意义上说，这就是对上市公司提出了更严苛的要求，而不是一味地推高股价给其造成激励。今天的万物不正是从严苛的生存环境中进化出来的吗？资本市场就是个进化中的热带雨林，造物主通过你来体现它的意志。让你带着严苛的条件去资助一个需要帮助，且值得帮助的好公司，让这个好公司在市场中得到锻炼，磨炼竞争力基因，最终胜利，而那一天，你也获得了回报，你和那家上市公司都是进化过程的结果。

从这个意义上讲，高尚的投资人会选择出高尚的公司一起进步。而在一个投机取巧盛行的文化里，没有人会奉行美德，投资人和上市公司始终是处在一个相互欺骗和相互背叛的游戏中，这场游戏始终需要吸引新的无辜的人加入，这场游戏必然伴随着许多人的血泪，终结一定是一批人的倒下而个别人暴富，既无法进化出一个好公司，也不会进化出好投资人



巴菲特的十大经典投资理念

一、找到杰出的公司

巴菲特的第一个投资原则是“找到杰出的公司”。这个原则基于这样一个常识，即一个经营有方，管理者可以信赖的公司，它的内在价值一定会显现在股价上。所以投资者的任务是做好自己的“家庭作业”，在无数的可能中找出那些真正优秀的公司和优秀的管理者。

巴菲特总是青睐那些经营稳健、讲究诚信、分红回报高的企业，来最大限度地避免股价波动，

确保投资的保值和增值。而对于总想利用配股、增发等途径榨取投资者血汗的企业一概拒之门外。

二、少就是多

巴菲特的第二个投资原则是“少就是多”。他的理由同样是基于一个常识：买的股票越多，你越可能购入一些你对其一无所知的企业。通常你对企业了解越多，你对一家企业关注越深，你的风险越低，收益就越好。他认为，投资者应该像马克·吐温建议的那样，把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它。巴菲特采用集中投资的策略，重仓持有少量股票。

三、把大赌注压在高概率事件上

巴菲特的第三个原则是“把大赌注压在高概率事件上”。也就是说，当你坚信遇到大好机会时，唯一正确的做法是大举投资。这也同样基于一个常识：当一个事情成功的可能性很大时，你投入越多，回报越大。绝大多数价值投资者天性保守。但巴菲特不是。他投资股市的 620 亿美元集中在 45 只股票上。他的投资战略甚至比这个数字更激进。在他的投资组合中，前 10 只股票占了投资总量的 90%。

四、要有耐心

巴菲特的第四个原则是“要有耐心”，就是说：不要频频换手，直到有好的投资对象才出手。他有一个说法，就是少于 4 年的投资都是傻子的投资，因为企业的价值通常不会在这么短的时间里充分体现，你能赚到的一点钱也通常被银行和税务瓜分。有人曾做过统计，巴菲特对每一只股票的投资没有少过 8 年的。巴菲特常引用传奇棒球击球手特德·威廉斯的话：“要做一个好的击球手，你必须有好球可打。”如果没有好的投资对象，那么他宁可持有现金。据晨星公司统计，现金在伯克希尔哈撒韦公司的投资配比中占 18% 以上，而大多数基金公司只有 4% 的现金。

五、不要担心短期价格波动

巴菲特的第五个原则是“不要担心短期价格波动”。他的理论是：既然一个企业有内在价值，他就一定会体现出来，问题仅仅是时间。世界上没有任何人能预测出什么时间会有什么样的股价。事实上，巴菲特从来不相信所谓的预测，他唯一相信的是，也是我们能够把握的是对企业的了解。

他购买股票的基础是：假设次日关闭股市、或在五年之内不再重新开放。也就是对公司的未来有着绝对的信心。在价值投资理论看来，一旦看到市场波动而认为有利可图，投资就变成了投机，没有什么比赌博心态更影响投资。

六、稳中求胜

巴菲特的投资哲学首要之处是：记住股市大崩溃。就是说，要以稳健的策略投资，确保自己资金不受损失，并且要永远记住这一点。其次，让自己资金以中等速度增长。巴菲特投资目标都是具有中等增长潜力的企业，并且这些企业被认为会持续增长。投资股市时，为自己顶下合理的长期平均收益率是成功的基础。巴菲特在这方面做得相当出色，他对自己要求并不过，只要他每年击败道琼斯指数 5 个百分点足以。

对那些一心想马上做大的人，巴菲特提醒：“如果你是投资家，你会考虑你的资产——即你的企业会怎样。如果你是投机家，你主要预测价格会怎样而不关心企业。”同样，一个“企业家”会埋头打造自己的企业，而一个“商人”则更关注企业的价格。对我们大部分人来说，老老实实做“企业家”，成功的概率要比一个包装、买卖企业的“商人”更大。

七、简单、传统、容易

在别人眼里，股市是个风险之地，但在巴菲特看来，股市没有风险。“我很重视确定性，如果你这样做了，风险因素对你就没有任何意义了。股市并不是不可捉摸的，人人都可以做一个理性的投资者。”

巴菲特还说：“投资的决定可用六个字概括，即简单、传统、容易。”从巴菲特的投资构成来看，道路、桥梁、煤炭、电力等传统资源垄断型企业占了相当份额，这类企业一般是外资入市购并的首选，同时独特的行业优势也能确保效益的平稳。

八、永远不许失败

巴菲特说投资的原则其实很简单，第一条，不许失败；第二条，永远记住第一条。因为如果投资一美元，赔了 50 美分，手上只剩一半的钱，除非有百分之百的收益，否则很难回到起点。

九、“一鸟在手胜过百鸟在林”

巴菲特引用古希腊《伊索寓言》中的这句谚语，再次阐述了他的投资理念。在他看来，黄金白银最实际，把钱押在高风险的公司上，不过是一厢情愿的发财梦。2000年初，网络股高潮的时候，巴菲特却没有购买。那时大家一致认为他已经落后了，但是现在回头一看，网络泡沫埋葬的是一批疯狂的投机家，巴菲特再一次展现了其稳健的投资大师风采，成为最大的赢家。

十、不迷信华尔街，不听信谣言

巴菲特不迷信华尔街，不听信谣言。他认为凡是投资的股票必须是自己了如指掌，并且是具有较好行业前景的企业。不熟悉、前途莫测的企业即使被说得天花乱坠也毫不动心。他只选择那些在某一行业长期占据统治地位、技术上很难被人剽窃并有良好盈利记录的企业。至于那些今天不知道明天怎么样的公司，巴菲特总是像躲避瘟疫一样躲开他们。



股神巴菲特的投资秘诀：七层塔

巴菲特投资的“七层塔”——几乎所有的投资秘诀都隐含在其中，正是掌握了这些秘诀，“七层塔”成为直达财富的“通天塔”，让巴菲特一度成为世界首富。那么，“七层塔”的核心内容是什么？

第一层：买股票=买生意；

第二层：市场先生；

第三层：安全边际；

第四层：集中投资；

第五层：逆向操作；

第六层：有所不为；

第七层：低摩擦成本下的复利追求。

这些，就是正确投资的所有秘诀。

第一层塔：买股票=买生意

解读：把买卖股票看做是整个生意的一小部分。这是巴菲特投资殿堂“七层塔”的承重点或基石所在。这是巴菲特从其老师本杰明·格雷厄姆那里学到最为重要的内容。格雷厄姆说：“把有价证券当做一项生意去投资是最聪明的投资。”把股票看做生意的一部分是一个“最佳视角”。当人们试图通过股票的短期买卖去赚取超过企业经营性收益的投资回报时，由于股票价值与价格之间的复杂关系，会让自己处在一个相对来说并不有利的冒险之中。巴菲特在2004年致股东信中这样写道：“以企业所有权人的角度看事情……这正是我几十年来投资行为的精髓所在。自从我19岁读到格雷厄姆的《聪明的投资者》这本书之后，我便茅塞顿开。”

第二层塔：市场先生

解读：“市场先生”情绪癫狂，每天都会按照自己的情绪好坏报出一个高低不定且起伏颇大的价格。这一“角色”的本质背后，就是要正确对待市场的波动。

在《聪明的投资者》一书中，格雷厄姆把市场价格的波动形象地比喻成有一位情绪不定但又很执著的“市场先生”，其每天都走到投资者的身边，不管公司经营情况是否稳定，都会按照自己的情绪好坏报出一个高低不定且起伏颇大的价格。格雷厄姆认为：“这些信号给投资者误导的次数不比有用的次数少。从根本上来讲，价格波动对投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售的机会。”

在1987年致股东信中，巴菲特指出：“‘市场先生’是来给你提供服务的，千万不要受他的诱惑反而被他所引导……事实上，若是你没有把握能够比‘市场先生’更清楚地衡量企业的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏。”

第三层塔：安全边际

解读：安全边际可以在3个方面帮助投资者：为企业估值时可能出现的高估提供缓冲地带；较低价格的买入将提供更高的投资回报；当企业的实际增长高于预期时，投资者会同时在经营性回报和市场性回报两个方面获得收益。

格雷厄姆在《聪明的投资者》最后一章写道：“我大胆地将成功投资的秘密提炼成四个字的座右

铭：安全边际。”巴菲特 1992 年、1997 年致股东信说，“这是投资成功的关键所在”，“这是智能型投资的基石所在”。

第四层塔：“超级明星”集中投资

解读：“如果你有 40 个妻子，你不会对任何一个有清楚的了解”。

费雪在《怎样选择成长股》中说：“投资人被过分地灌输了分散投资的重要性。然而，害怕一个篮子里有太多的鸡蛋，会使得他们买进太少自己比较了解的公司的股票，买进太多自己根本不了解的公司的股票。他们似乎从没想过，买进一家公司的股票时，如果对那家公司没有充分的了解，可能比分散投资做得不够充分还要危险。”

第五层塔：选择性逆向操作

解读：所谓“选择性”，是指在进行逆向投资操作时，只买入自己心仪已久的股票。

不同于那种只根据对企业的简单估值（如 PE、PB、PC、PS 等）而采取批量买入的价值型投资策略，巴菲特的逆向投资全部都是选择性逆向操作。

第六层塔：有所不为

解读：投资者的成功不仅在于他做了什么，而且还在于他不去做什么。

《奥马哈之雾》的作者总结了巴菲特“从来不去的领域”：基于投机目的买入与卖出（不含经过认真计算其风险收益的套利操作）；基于任何短期预测的所谓“时机选择”性操作；买入自己不易了解的公司的股票；频繁操作；对市场趋之若鹜的事情的旅鼠性跟随；以股票价格的升跌而不是公司经营的好坏评估投资的成败；摇摆不定的投资理念与操作策略；拔掉鲜花而灌溉杂草；以投资的主要部位进行冒险；在高速行驶的推土机面前去捡 5 分钱的硬币。

第七层塔：低摩擦成本下的复利追求

解读：牛顿发现了三大运动定律，但牛顿的天才却没有延伸到投资中。第四大运动定律是：对于投资者而言，运动的增加导致收益的减少。

在 2005 年致股东信中，巴菲特算过这样一笔账：道琼斯指数从 1899 年的 65.73 点涨到 1999 年的 11497.12 点，其年复合增长率不过是 5.3% 而已。然而如果在下一个百年继续能保持这个增长率，道琼斯指数就将在 2099 年达到 201.10 万点。



价值投资三原则：内在价值、安全边际和市场波动

链接：<https://xueqiu.com/2014265372/99908813>

正在或者准备走价值投资之路的朋友或许都在思考这样一个问题：价值投资一定能让我们实现自己的财富梦想吗？对于这样一个问题，价值投资实践的集大成者巴菲特如是说：“价值投资并不能充分保证我们投资盈利，因为我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。”换句话说，价值投资之路并非坦途，其未来其实是充满了诸多变数和不确定性，从这一点说，价值投资与其他的投资（投机）路径没有太多的分别。然而，老巴最后话锋一转：“但是价值投资给我们提供了走向真正成功的惟一机会。”大师毕竟是大师，话语简洁，掷地有声。这是一个成功者所下的断语，价值投资者在细节上的一切探讨都是以这句话为前提的。

内在价值：最接近的就是赢家

人类财富史上有文字记载的最早的财富交换发生在古巴比伦和古埃及国王之间。交换的财富包括布匹、香料、家具、青铜器、珠宝和黄金。这样大规模的财富交换无疑蕴含着价值判断的逻辑在内。

而对价值的判断恰恰是价值投资的前提、基础和核心。

价值投资，简而言之，就是在一家公司股票的市场价格相对于其内在价值有较大折扣时买入。内在价值在理论上的定义就是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金的折现值。但是问题来了，一家企业余下的寿命到底有多长？能产生多少现金？这本身就充满了悬念，以这个充满了悬念的现金流为基础而形成的判断有多大的可信度？再有，折现率该如何确定？在不同的时点、不同的投资人会有不同选择，据以计算的价值必然是失之毫厘、差之千里。如果不能做到精确的价

值评估，又怎能知道应该在什么价位购买股票？如果说这是价值投资人最大的困惑所在，当不为过。

关于内在价值的计算，巴菲特最主要的合伙人查理·芒格曾说过一句耐人寻味的话：巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。

巴菲特本人对于内在价值的计算最为详细的叙述出现在 1996 年致巴克夏公司股东的信中：“内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估计值的一个原因。”此外，巴菲特还坦承：“我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。价值评估既是艺术，又是科学。”与一些市场人士的想法不同，笔者更倾向于认为巴菲特这番话是真的坦诚而非卖关子。因为我们常常看到，在证券市场上，过度追求精确量化往往不会带来好的后果。

或许，但凡介于科学和艺术层面之间的东西，都要用到中国古人说的一句话：运用之妙，存乎一心。巴菲特爱引用凯恩斯的一句话“宁要模糊的正确，不要精确的错误”，也是异曲同工。尽管我们相信在某一个特定的时空，某一公司的价值只有一个，我们也只能力求最大限度地逼近它。而赢家却总是相对的。

安全边际：越耐心越能得到

巴菲特曾在他的老师、现代证券分析创始人、人称华尔街教父的格雷厄姆那里学到两条投资规则：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。

那么，如何才能做到不亏损？

格雷厄姆自己给出的答案是：“我大胆地将成功投资的秘诀精炼成四个字的座右铭：安全边际。”作为为价值投资的核心概念，如果说安全边际在整个价值投资领域中处于至高无上的地位，并不为过。它的定义非常简单而朴素：实质价值或内在价值与价格的顺差，换一种更通俗的说法，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度或幅度。

根据定义，只有当价值被低估的时候才存在安全边际或安全边际为正，当价值与价格相当的时候安全边际为零，而当价值被高估的时候不存在安全边际或安全边际为负。价值投资者只对价值被低估特别是被严重低估的对象感兴趣。安全边际不保证能避免损失，但能保证获利的机会比损失的机会更多。

凡事喜欢精确的那些读者可能要再次失望了：原来与内在价值一样，所谓的安全边际也是一个模糊的概念，比如仅从定义我们不能确定实质价值或内在价值与价格的顺差达到什么程度才能说安全边际就是足够，并可以买入股票。

巴菲特指出：“我们的股票投资策略持续有效的前提是，我们可以用具有吸引力的价格买到有吸引力的股票。对投资人来说，买入一家优秀公司的股票时支付过高的价格，将抵消这家绩优企业未来 10 年所创造的价值。”这就是说，忽视安全边际，即使买入优秀企业的股票，也会因买价过高而难以盈利。这一点，对于当今的中国股市，尤其警醒作用。

可以说，安全边际在理念上与传统的“富贵险中求”投资观念是截然相反的。它告诉你：如果你想要谋发达你一定不要冒风险。在每次做投资决策或投资活动中，我们一定是希望我们的风险降到最小，同时希望每次投资活动中都能取得收益的最大化。

如果想要的安全边际迟迟不来怎么办呢？那么只有两个字：等待。在我们一生的投资过程中，我们不希望也不需要每天都去做交易，很多时候我们会手持现金，耐心等待，由于市场交易群体的无理性，在不确定的时间段内，比如 3 至 5 年的周期里，总会等到一个完美的高安全边际的时刻。换句话说，市场的无效性总会带来价值低估的机会，那么这个时候就是你出手的时候。就如非洲草原的狮子，它在没有猎物的时候更多的是在草丛中慢慢的等，很有耐心地观察周围情况，直到猎物进入伏击范围才迅疾出手。如果你的投资组合里累计了很多次这样的投资成果，从长期看，你一定会取得远远超出市场回报的机会。所以安全边际的核心就在把握风险和收益的关系。

从防御角度说，对安全边际的掌握更多是一种生存的艺术。投资如行军打仗，首先确保不被

敌人消灭掉是作战的第一要素，否则一切都将无从谈起。这一点在牛市氛围中，在泡沫化严重的市场里，显得尤为重要。

安全边际并不是孤立的，它是以“内在价值”为基础的，在“内在价值”的计算中，预期收益率是最有弹性的参数，预期收益率的上升和安全边际的扩大都趋向了一个结果，那就是相对低的买入价格。而就操作的层面而言，阶段性的仓位比例控制也可以视为运用安全边际的辅佐手段。

格雷厄姆和巴菲特这两个大师级的人物之所以都非常强调安全边际原则，之所以都要求一定的安全边际，其根本原因就在于，影响股票市场价格和公司经营的因素非常庞杂。而相对来说，人的预测能力是非常有限的，容易出现预测失误。有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定误差、市场价格在较长时间内仍低于价值、公司发展受到暂时的挫折，都不会妨碍我们投资资本的安全性以及保证我们取得最低程度的满意报酬率。这就是安全边际原则的精髓所在。

市场波动：不可预测的加码买入机会

股票市场每天的波动都是惊人的，这既是诱惑又是陷阱。

“市场从来不是一台根据证券的内在品质而精确地客观地记录其价值的计量器，而是汇集了无数人部分出于理性（事实）部分出于感性（理念和观点）的选择的投票器。”这就是市场波动的由来。

早知道波动总是难免的，又何必劳心伤神。

格雷厄姆在去世前几个月的时候说：“如果说我在华尔街 60 多年的经验中发现过什么的话，那就是从来没有人能够成功地预测股市波动。”对于市场的价格波动，格雷厄姆还有一个著名的“市场先生”的寓言：就是设想自己在与一个叫市场先生的人进行股票交易，“市场先生”的特点是情绪很不稳定。因此，在他高兴的日子里，他会报出较高的价格，相反懊恼时，就会报出很低的价格。按现在通行的话说，市场常常会犯错。而一个出色的价值投资者会充分利用这种错误。设想有一天交易的时候，“市场先生”突然情绪沮丧，报出了一个低得离谱的价格，那么在这种情况下，投机客常常会按照“鳄鱼原则”的要求止损离场，而价值投资者呢？恰恰相反，会继续加码买入！这就是两种不同的价值观主导下的两种截然相反的交易策略。这就是巴菲特告诫我们的：要把市场波动看做你的朋友而不是敌人。

事实上，仅以巴菲特旗下的巴克夏公司来说，在 1973 年—1974 年的经济衰退期间，它的股票价格从每股 90 美元跌至每股 40 美元。在 1987 年的股灾中，股票价格从每股大约 4000 美元跌至 3000 美元。在 1990 年—1991 年的海湾战争期间，它再次遭到重创，股票价格从每股 8900 美元急剧跌至 5500 美元。在 1998 年—2000 年期间，巴克夏公司宣布收购通用再保险公司 (GeneralRe) 之后，它的股价也从 1998 年中期的每股大约 80000 美元跌至 2000 年初的 40800 美元。可以想见，在这些时候，巴菲特在股票投资方面所受的沉重打击和巨大精神压力。如果按照“鳄鱼原则”，巴菲特应该不知道止损离场多少次了，但那样，我们也不会看到今天的“股神”。

7. 内在价值分析

“股票分析”这个词实际上是有问题的。我们所需要的不是股票分析，而是企业分析。股票并没有什么好分析的，而从中长期来看，企业的基本面决定股票。股票只不过是一个企业的影子。有时候，这个影子长，有时候这个影子短。但是，试图在影子上做太多文章是徒劳的。

公司内在价值 (Intrinsic Value) 又称为：非使用价值 (Non Use Value, NUV) 定义为一家企业在其余下的寿命之中可以产生的现金的折现值。内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。

在股票投资中，为了回避风险，确保资金的增值，格雷厄姆非常重视股票的内在质量。公司内在价值判断的准确程度，取决于分析者的企业家能力。巴菲特说：我是一个不错的投资家，因

为我也是一个企业家；我是一个不错的企业家，因为我也是一个投资家。巴菲特既是投资家又是企业家，两手都很硬，这种独有的交叉性经验是他取得巨大成功的最重要因素——“这种经验使我在商业和投资领域都能从容地做出正确决策。”

巴菲特是靠股市投资取得辉煌成就，其实，在他关闭合伙企业做自己的公司时，他就有了双重身份：企业家和投资家。巴菲特也并非生下来就同时具备这两种才能，是一步一步逐渐进化来的：先是小企业家，然后成为投资家，再成为既通过股市投资企业又在股市外收购企业的投资家兼企业家，而且通过保险业务创造的巨大现金流，把股票投资和收购完美地结合在一起。他的投资策略进化到一个新阶段，他的财富也不断上升到新的高度，最终成就了世界首富的惊人财富传奇。被誉为中国股神的段永平，首先是一个成功企业家，然后才是一个更成功的投资家。

格雷厄姆认为，公司的内在价值是由公司的资产、收入、利润以及任何未来预期收益等因素决定，其中最重要的因素是公司未来的获利能力。一个公司的内在价值可用一个模型加以计量，即用公司的未来预期收益乘以一个适当的资本化因子来估算。这个资本化因子受公司利润的稳定性、资产、股利政策以及财务状况稳定性等因素的影响。

格雷厄姆认为，由于内在价值受投资者对公司未来经济状况的不精确计算所限制，其结果很容易被一些潜在的未来因素所否定。而销售额、定价和费用预测的困难也使内在价值的计算更趋复杂。公司的内在价值除了包括它的净资产，还包括这些资产所能产生的未来收益。实际上，投资者也无需计算公司内在价值的精确值，只需估算一个大概值，对比公司股票的市场价值，判断该公司股票是否具有足够的安全边际，能否作为投资对象。

格雷厄姆虽然比较强调数量分析，但他并不否定质量分析的重要性。格雷厄姆认为，财务分析并非一门精确的学科。有些不易分析的质量因素，如公司的经营能力和公司的性质也是估算公司内在价值所必不可少的。

本章讨论中国上市公司内在价值的主要决定因素，在分析公司内在价值之前，应先主观做个公司性质判断，从价值投资角度筛选掉明显不适合的公司。

主观判断

以笔者为例，以下情形一票否决，没有必要再讨论这个公司的内在价值。每个人都会有自己的主观判断，需要通过学习和实践来加强判断标准的有效性。

1) 经营团队诚信

巴菲特十分重视经营团队诚信这个选股标准。如果企业的管理者是喜欢报喜不报忧、对股东不负责任或作出欺骗的行为时，巴菲特会对这类人敬而远之，当然亦不会买入这些由没有诚信的人管理的企业。

管理者必须遵守社会的道德规范，最基本要守法，更高的要求是必须对企业的股东保持诚信，如实把公司的良好面或阴暗面呈现到股东的面前，让股东可以透彻了解公司的情况。股票市场从来都是一个企业“集资”的大水塘，现实是这个“集资”市场总是充斥着“好企业”和“劣质的企业”，亦充斥着着“有良心和具诚信”的管理者，当然亦会有一些“狡滑和缺德”的企业管理者，他们只要自己利益，不会理会股东的利益，甚至有一些是想欺骗小股东。

管理层如果具有诚信的话，问题可以慢慢去解决，不会引起灾难性的问题。但如果管理者没有“诚信”，会用尽一切方法隐藏公司的问题，不会对股东如实呈报公司的状况，更严重者，会把“烂透的企业”粉饰成“前景一片光明的企业”，以吸引更多入买入其股票，骗取投资者的金钱。要更好地避免买入“有问题”企业的股票，最有效的方法都是要对买入的企业有比较透彻的了解，不去做功课，听别人几句，就把钱放到一家企业之上，和赌博是没有两样。

诚信也靠平时点点滴滴积累。记得有次看到推荐一只股票，查了一下这个企业，财务数据非常好，行业和产品也非常棒。百度一下这个老板的名字，有很多和这个公司做生意上当受骗的投诉报道。再仔细检查账务数据，都是收购兼并带来的增长，而且收购后矛盾不断。

不是所有的说谎和不诚实，都上升为管理团队诚信。比如，乔布斯女朋友怀孕，他不认账；人生的第一笔生意收了 5000 美元，告诉他搭档是 700 美元。并没有影响苹果成为一个伟大的公

司。哈佛大学的双胞胎同学诉称 Facebook 创始人马克·扎克伯格盗取了他们的社交网站创意，并在 2008 年获得 6500 万美元的赔偿。结果说明了事实，但这并没影响 Facebook 的发展。

2) 未来 10 年重大事件

二代交接班。公司创始人年龄超过 70 岁，一般不考虑买入股票。家族企业继任是家族企业成长和发展的关键，与一般企业相比，其领导人的继任显示出独有的复杂性，其影响也更为广泛。在美国，家族企业在第二代能够存在的只有 30%；到第三代还存在的只有 12%；到第四代及四代以后依然存在的只剩 3%了。葡萄牙有“富裕农民—贵族儿子—穷孙子”的说法，西班牙也有“酒店老板，儿子富人，孙子讨饭”的说法，德国有三个词“创造，继承，毁灭”，也用来代表三代人的命运。许多风光无限的家族企业，在换代之后黯然失色甚至分崩离析，无不令人扼腕叹息。在中国也有富不过三代的俗语。目前中国上市企业的创始人，就是通常说的老板，大多把公司传承给自己的子女。子女正式接手后，不管自身管理能力还是经营理念与上一代均大为不同，企业的面貌可能会发生很大的变化。变好了，当然好；变差了，我们的股票投资就失败了。世界卫生组织发布的《2016 世界卫生统计》报告显示，2015 年全球人均寿命为 71.4 岁，其中日本的人均寿命全球最高，为 83.7 岁；中国的人均寿命为 76.1 岁，其中男性 74.6 岁，女性 77.6 岁。浙商代表人物鲁冠球享年 72 岁。

3) 司法诉讼纠纷

最近五年，多于五次的司法诉讼纠纷。截止目前，在中国用法律来解决商业纠纷成本过高。中国文化中，通过人情法则，用关系网、朋友圈来解决问题是优先考虑的。对簿公堂是不得已而为之。商业合作，应该事先谨慎。事后忍让。发生意外之事，应自我检讨，自认倒霉，厚道而妥善解决，不能大动肝火，不计成本。在商言商，企业的任务是赚钱，不是斗气。

4) 谦逊内敛

公司最高决策人喜欢高谈阔论，享受媒体追捧，这个企业危险了，原因请参看本书第 10 章。董明珠会不会变成特殊情况？柳传志也有这种倾向，是联想表现不佳的原因之一？任正非、马化腾、李嘉诚都很低调。刘强东经常炒作，但不是为个人，是为京东省广告费。马云呢？嗯，这是重点，不要忘记阿里巴巴曾经从港股退市，说是香港人不理解高科技，但腾讯一直打压自己的股价，觉得太高了有风险。

5) 国有企业

依据价值投资理论，买入股票以 10 年周期考虑持有。国有企业的优势可能是垄断，但人才是当今商业最核心的资源，是企业成败的最决定性因素。国企领导人不能决定自己职务去留，大部分国企人力资源管理受体制影响而不能科学规范（有少数例外，如，越秀金控 000987）。国有企业的治理结构，有时候也影响企业效率。价值投资者应慎重买入国企股票。

7.1. 产品业务

企业在制定营销策略时，首先必须决定生产什么样的产品来满足市场需求，同时，产品策略还直接或间接地影响到其他营销组合因素的制定。产品是整个营销策略的基石，是整个企业价值实现的载体。

1) 产品整体概念

现代市场营销学认为，从顾客的角度审视，产品概念具有极其宽广的外延和丰富的内涵。产品是指能够通过交换满足消费者或客户某一需求和欲望的任何有形物品和无形的服务。换句话说，凡是提供给市场、用于满足人们某种需要的任何东西，包括实物、服务、场所、设计、软件、理念等，都属于产品。

菲利普·科特勒等营销学者认为，产品是由五个层次构成的整体，五个层次的表述方式能够准确地表述产品整体概念的含义，如下图所示。

1. 核心产品。核心产品是指为顾客提供的最基本的效用或利益，是产品整体中最基本和最实质性的，也是顾客需求的中心内容。顾客购买产品不是为了购买构成产品的实体物质材料，而是为了满足自己的某种需要或者获得某种利益。如果产品没有效用和使用价值，不能给人们带来利益的满足，它就丧失了存在的价值，顾客就不会购买它。例如，人们购买暖水瓶是为了购买使开水保持温度的功能，而不是暖水瓶自身。如果将来住宅实现了24小时供应热水，则人们对暖水瓶的需要也将大幅度减少。哈佛的营销大师特德·莱维特（Ted Levitt）说，没有产品这样的东西。顾客真正购买的不是产品，而是解决问题的办法。

2. 形式产品。形式产品是指产品的实体和形象，是核心产品的载体，是核心产品借以实现的形式或目标市场对某一需求的特定满足形式。形式产品一般有五个方面的特征，即产品的品质、款式、特色、品牌与包装，产品的基本效用通过产品实体才能实现。形式产品的概念不仅适合于有形的产品，对于服务产品也同样适合。

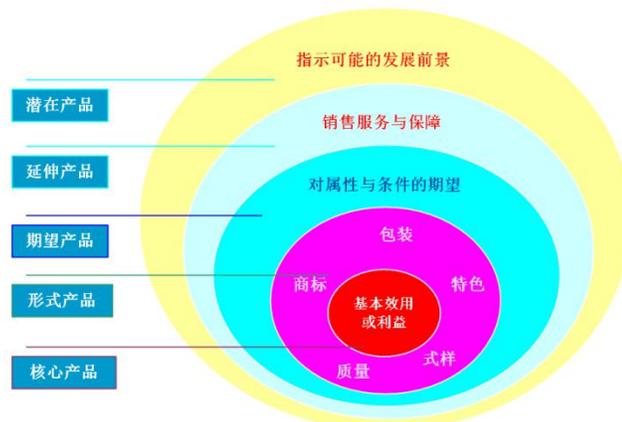


图 4 产品整体概念的层次

3. 期望产品。期望产品是指购买者在购买产品时期望得到的与产品密切相关的一整套属性和条件，如旅客对旅店服务产品的期望包括干净整洁的房间、毛巾、卧具、电话、衣橱、电视等，消费者对冰箱产品的期望包括送货上门、质量、安装与维修保证。公众的期望产品得不到满足时，会影响消费者对产品的满意程度、购后评价及重复购买率。

4. 延伸产品。延伸产品是指产品各种附加利益的总和。通常包括维修服务、培训服务、融资服务、送货、安装以及各种保证等。在现代市场营销环境下，企业销售给顾客的决不只是某种单纯的具体产品，而必须是能够全面满足顾客的需求和欲望的一个系统。例如，向医疗单位销售CT扫描仪、核磁共振仪等价格高达几十万甚至数百万美金的昂贵医疗设备，仅仅有设备是无法运转的，还必须有特殊设计的附属设备、培训优良的操作人员和其他许多内容。这些公司已经认识到，除了产品本身的品质外，能否在激烈的竞争中获胜往往还取决于各种服务的水准，如安装、操作人员培训，24小时的维修服务，特殊的融资安排等等。

5. 潜在产品。潜在产品是指包括现有产品的延伸和演进部分在内的，最终可能发展成为未来实质产品的处于潜在状态的产品，指出了现有产品可能的演变趋势和前景。

☰ 麦当劳，不只是汉堡包

麦当劳的整体产品设计：儿童乐园、周末儿童歌舞、洗手间（只要开门就有人打扫，洗手池有两个高度）、生日会、儿童玩具、就餐环境（比中餐电灯的数量要多得多，设面向墙和面向窗的座位）、饮料（全世界麦当劳的饮料温度一样，4℃~6℃）。

产品分类

产品分类的方法很多，市场营销中通常对产品总体有两种分类方法：

（一）按产品的耐用性或有形性分为三类：1. 耐用品。它是指在正常情况下能较长时间多次使用的有形物品，如洗衣机、汽车等。这类产品消费周期长，消费者不经常购买。所以这类产品通常需要人员推销和服务，毛利可定得高些，需要经销商提供质量保证等较大的担保条件。2. 非耐用品。它是指在正常情况下一次或几次使用就被消费掉的有形物品，如牙膏、卫生纸、洗发液等。这类产品消费周期短，消费者购买频繁。所以，经销商中需定低毛利率、广布销售网点、加强广告宣传就行了。3. 服务。它是指为出售而提供的活动、利益和满足等，如理发、电器维修、运输等。这类产品的主要特点是无形、不可分、可变和有时间性。所以，经营服务需要注重服务的质量、供给者的可靠性及信誉。

（二）按产品用途分类

1. 消费品。直接用于满足消费者最终消费的产品。根据消费者的购买习惯通常可以分为便利品、选购品、特殊品和非渴求品。

（1）便利品。是指那些顾客通常频繁购买、即买即用、购买时几乎不花精力去比较的商品。这些产品需要的服务极少，通常也不会太贵，有时，这种产品的购买可能是出于一种习惯。便利品具体又可以分为日用品、冲动型产品和应急型产品。

日用品是指那些经常购买的、习惯化了的、并毋须多作考虑的产品，如香烟、牙膏、洗发水、包装食品等。消费者对其已有相当的了解，价格也较低，购买时间短，以方便为主。

冲动型产品是指由于强烈的购买欲驱使而迅速购买的产品。真正的冲动型产品是那些顾客们并未计划购买，但一看到就想买，在此前可能已多次以同样方式购买过的产品。如果购买者并没有看见冲动型产品的话，购买行为便会落空。

应急型产品是指那些在需求很大、时间紧迫很少有选择的余地的时候，会迅速购入的产品。在车祸发生时急救服务、暴风雨来临时的雨具等，顾客没有时间四处选购，而且价格在此时也并不重要。

（2）选购品。它是指消费品在购买过程中，对商品的适应性、质量、价格和式样等基本方面要作针对性的比较以后才购买的产品。选购品又可以分为两类：同质选购品和异质选购品。

同质选购品是指那些顾客看起来基本类似，并且想要用最低价格购买的具有选择余地的产品。一些顾客认为某一规格和型号的计算机、电视机、洗衣机，甚至汽车都是类似的，因此，他们四处选购价格最低的那一种。

异质选购品是指那些顾客看起来不同，并且想要考察一下质量和适用性的选购型产品。家具、服装、照相机等都是很好的例子。顾客经常希望能从知识丰富的销售员那儿获得帮助，质量和款式较价格更为重要。事实上，一旦顾客找到了合适的产品，价格便可能无关紧要了，只要它是合理的，例如，你可能会请一个朋友推荐一个好一点的牙科医生，而不会去问这个牙科医生的收费情况。品牌对于异质型选购产品并不重要，顾客更多地比较价格和质量，他们很少依赖品牌或标签。一些零售商大都同时销售不同品牌的同类产品，为顾客选购提供了便利，因此，顾客无须到竞争对手那儿去比较产品。

（3）特殊品。它是指那些特征独特、品牌知名度高、消费者通常愿意付出更多的努力或代价去取得的产品。四处选购一种特用型产品并不意味着作比较，顾客通过名称而坚持需要的任意品牌的产品都是特用型产品。它之所以是一种特用型产品是因为顾客愿意去寻找，而与寻找的范围无关。营销经理希望顾客把他们的产品看作是特用型产品并向他们再三推荐，但要建立这种关系并不容易，这意味着要使顾客在任何时候都感到满意。然而，那总比重新唤回失望的顾客或吸引并非一直在寻找该产品的新顾客要简单，同时花费也要少得多。

（4）非渴求品。非渴求品指消费者不了解或即便了解也不想购买的产品，如墓地、人寿保险、百科全书等。非渴求品的性质决定了广告、推销工作非常重要，营销人员需要付出更多的努力吸引潜在顾客，扩大销售。

2. 产业用品。是指企业或组织购买后，用于制造其他产品或者满足业务活动需要的物品或服务。通常可以把产业用品分成三类：材料和部件、资本项目、供应品和商业服务。

（1）材料和部件。材料和部件指完全转化为制造商产成品的一类产品，包括原材料、半制

成品和部件。如农产品、构成材料（铁、棉纱）和构成部件（马达、轮胎）。上述产品的销售方式有所差异。农产品需进行集中、分级、储存、运输和销售服务，其易腐性和季节性的特点，决定了要采取特殊的营销措施。构成材料与构成部件通常具有标准化的性质，意味着价格和供应商的可信性是影响购买的重要因素。

（2）资本项目。资本项目指部分进入产成品中的商品。包括两个部分：装备和附属设备。装备包括建筑物（如厂房）与固定设备（如发电机、电梯）。该产品的销售特点是售前需要经过长时期的谈判；制造商需使用一流的销售队伍；设计各种规格的产品和提供售后服务。附属设备包括轻型制造设备和工具以及办公设备。这种设备不会成为最终产品的组成部分。它们在生产过程中仅仅起辅助作用。这一市场的地理位置分散、用户众多、订购数量少。质量、特色、价格和服务是用户选择中间商时所考虑的主要因素。促销时人员推销比广告重要得多。

（3）供应品和服务

供应品和服务指不构成最终产品的那类项目。如打字纸、铅笔等。供应品相当于工业领域内的方便品，顾客人数众多、区域分散且产品单价低，一般都是通过中间商销售。由于供应品的标准化，顾客对它无强烈的品牌偏爱，价格因素和服务就成了影响购买的重要因素。商业服务包括维修或修理服务和商业咨询服务，维修或修理服务通常以签订合同的形式提供。

2) 产品组合

通常情况下，一个企业不可能只经营单一产品，更不可能经营所有的产品；同时，企业还要考虑所经营产品之间的协调。为解决企业经营产品的量与度、产品之间的结构等问题，便产生了产品组合的一系列概念。

产品项目、产品线及产品组合。例如，某企业生产经营家电、百货、鞋帽、文教用品等，它们共同构成了这家企业的产品组合；而其中“家电”或“鞋帽”等大类就是产品线；每一大类里包括的具体品牌、品种为产品项目。

产品组合的宽度、长度、深度和关联度。产品组合包括4个衡量变量：宽度、长度、深度和关联度。

产品组合状况直接关系到企业销售额和利润水平，企业必须对现行产品组合做出系统的分析和评价，并决定是否加强或剔除某些产品线或产品项目。一般来说，企业在安排其产品组合的各条产品线和各条产品线中的产品项目时，总希望挑选一个最佳的产品组合，即优化产品组合。企业要达到提高销售额和利润的目的，必须经常对现行产品组合作出系统的分析、评价和管理。

一个企业的产品组合，应当根据市场竞争状况和销售、利润的变动进行适时调整，从而使产品组合保持动态优化，即在对现有产品组合的未来发展趋势进行分析和评价的基础上，对其进行调整。主要策略如下：

（一）扩大产品组合

扩大产品组合包括扩展产品组合的宽度和深度。

1. 扩展产品组合的宽度是在原产品组合中增加一个或几个产品大类，扩大产品经营范围。当企业预测现有产品大类的销售额和利润额在未来一段时间有可能下降时，就应考虑扩展产品组合的宽度。

2. 扩展产品组合的深度是在原有产品大类中增加新的产品项目。当企业打算增加产品特色，或为更多的子市场提供产品时，可选择在原有产品大类内增加新的产品项目。

一般而言，扩大产品组合，可使企业充分地利用人、财、物资源，分散风险，增强市场应变能力和竞争能力。

（二）缩减产品组合

随着产品线的延长，设计、工程、仓储、运输、促销等市场营销费用也随之增加，最终有可能减少企业的利润。尤其是当市场不景气或原料、能源供应紧张，或者产品线中出现大量难以销售的存货时，企业就应该考虑缩减产品组合，从产品组合中剔除那些获利很小甚至不能获利的产品线或产品项目，使企业可以集中力量发展获利多的产品线和产品项目，从而保存企业实力。该策略是灵活的，当市场需求程度变化时，曾经被删减的项目仍可以恢复生产。

（三）产品线延伸策略

每一企业的产品都有特定的市场定位，如美国的“林肯”牌定位在高档汽车市场，“雪佛兰”牌定位在中档汽车市场，而“斑马”牌则定位于低档汽车市场。产品线延伸是指全部或部分地改变原有产品的市场定位，具体有向下延伸、向上延伸和双向延伸三种实现方式。

1. 向下延伸

向下延伸是在高档产品线中增加低档产品项目。实行这一决策需要具备以下市场条件：利用高档名牌产品的声誉，吸引购买力水平较低的顾客慕名购买此产品线的廉价产品；高档产品销售增长缓慢，企业的资源设备没有得到充分利用，为赢得更多的顾客，将产品线向下伸展；企业最初进入高档产品市场的目的是建立品牌信誉，然后再进入中、低档市场，以扩大市场占有率和销售增长率；补充企业的产品线空白。例如，一些亚洲的手表生产商最初定位在高端市场，如精工和西铁城，随后为提升销量，推出了针对低端市场的产品，如精工在亚洲市场上推出了阿尔巴牌手表，在美国市场上推出了帕萨牌手表；而西铁城则推出了艾得克牌。实行这种策略也有一定的风险，如处理不慎，会影响企业原有产品特别是名牌产品的市场形象，还必须辅之以一套相应的营销组合策略，如对销售系统的重新设置等。所有这些将大大增加企业的营销费用开支。

2. 向上延伸

向上延伸是在原有的产品线内增加高档产品项目。这种策略适用于：高档产品市场具有较大的潜在成长率和较高利润率的吸引；企业的技术设备和营销能力已具备加入高档产品市场的条件；企业要重新进行产品线定位。采用这一策略也要承担一定的风险，要改变产品在顾客心目中的地位是相当困难的，处理不慎，还会影响原有产品的市场声誉。

3. 双向延伸

双向延伸是原先定位在中档产品市场的企业，在产品组合中先后增加价高质优和价低质低的产品项目，利用原先已建立的品牌，双向突破、全线出击，使产品档次齐全，满足不同细分市场的不同需求。采取这一策略的主要风险是，企业的营销费用和管理费用会大幅增加，企业驾驭不同细分市场的难度加大，要求企业具备更强的营销、技术和品牌管理能力。

3) 产品生命周期

一种产品在市场上的销售情况和获利能力不是固定不变的，而是随着时间的推移发生变化。这种变化正像人或其他生命的变化历程一样，也经历了诞生、成长、成熟和衰亡的过程。

（一）产品生命周期的概念

所谓产品市场生命周期（product life cycle，简称 PLC）是指一种产品从研制成功投放市场开始，直到被市场淘汰为止所经历的全部时间和过程。产品生命周期由需求与技术的生命周期决定。任何产品都只是作为满足特定需要或解决问题的特定方式而存在。

1. 这里所说的产品生命周期，指的是某一产品的市场生命周期，即该产品在市场上存在的时间。通过市场买卖的产品才有市场生命周期，不通过市场买卖的产品就没有市场生命周期这一概念。

2. 产品生命周期与产品使用寿命是不相同的。有些产品品种的市场生命周期很长，但其使用寿命很短，如肥皂、鞭炮等；有些产品品种的市场生命周期很短，但其使用寿命很长，如手机、时髦服装等。产品生命周期的长短受社会生产力发展水平、产品更新换代速度、消费者需求变化和企业竞争状况等因素的影响，呈日益缩短之势；产品使用寿命的长短受产品的自然属性和使用强度的影响，并且就相当多的产品来说，由于科技的发展和制造质量的提高，其使用寿命呈日益延长之势。

3. 产品种类、产品品牌和产品品种的生命周期是各不相同的。一般来说，产品种类的生命周期最长，产品品牌的生命周期次之，产品品牌中的某个具体产品品种的生命周期最短。例如，“手机”作为一个产品种类，从 1984 年上市的全球首款手机——摩托罗拉“大哥大”DynaTAC8000X 开始就已存在；“摩托罗拉手机”作为一个产品品牌，虽然与“手机”产品种类同时产生，但该品牌手机的生命周期不可能超过“手机”的生命周期；摩托罗拉“大哥大”DynaTAC8000X 作为一个产品品种，其生命周期比其品牌的生命周期又要短得多。

（二）产品生命周期阶段的划分

在产品生命周期的不同阶段，产品的销售额、利润额等都呈现出不同的特点，如下图所示。因此，根据销售额和利润额的变化通常将产品生命周期分为四个阶段：导入期、成长期、成熟期和衰退期。产品导入期（也称引入期）是指市场上推出新产品，产品销售呈缓慢增长状态的阶段。成长期是指该产品在市场上迅速为顾客所接受、销售额迅速上升的阶段。成熟期是指大多数购买者已经接受该产品，市场销售额缓慢增长或开始下降的阶段。衰退期是指销售额急剧下降的阶段。

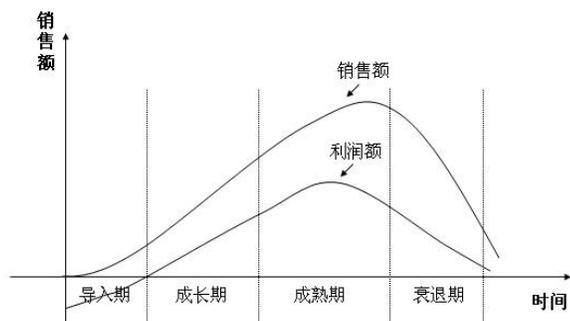


图 10 产品生命周期曲线

产品生命周期是一种理论抽象，在现实经济生活中，并不是所有产品的生命周期历程都完全符合这种理论形态。除上述倒 U 形曲线形态外，还有以下几种常见的形态：（1）再循环形态；（2）多循环形态；（3）非连续循环形态。

产品生命周期与营销策略总结如下：

表 2 产品生命周期与营销策略

阶段		引进期	成长期	成熟期	衰退期
特征	销售额	低	快速增长	缓慢增长	衰退
	利润	易变动	顶峰	下降	低或无
	现金流量	负数	适度	高	低
	顾客	创新使用者	大多数人	大多数人	落后者
	竞争者	稀少	渐多	最多	渐少
策略	策略重心	扩张市场	渗透市场	保持市场占有率	提高生产率
	营销支出	高	高(但百分比下降)	下降	低
	营销重点	产品知晓	品牌偏好	品牌忠诚度	选择性
	营销目的	提高产品知名度及产品试用	追求最大市场占有率	追求最大利润及保持市场占有率	减少支出及增加利润回收
	分销方式	选择性的分销	密集式	更加密集式	排除不合适、效率差的渠道
	价格	成本加成法策略	渗透性价格策略	竞争性价格策略	削价策略
	产品	基本型为主	改进品, 增加产品种类及服务保证	差异化, 多样化的产品及品牌	剔除弱势产品项目
	广告	争取早期使用者, 建立产品知名度	大量营销	建立品牌差异及利益	维持品牌忠诚度
	销售追踪	大量促销及产品试用	利用消费者需求增加	鼓励改变采用公司品牌	将支出降至最低

4) 新产品开发

企业中新产品概念不是从纯技术角度理解的, 而是从产品的整体概念出发, 将新产品理解为只要在功能或形态上得到改进或与原有产品产生差异, 并能给顾客带来某种新的满足和新的利益的产品, 都视为新产品 (new product)。

新产品可以从市场和企业两个角度来认识。对市场而言, 第一次出现的产品是新产品; 对企业而言, 第一次生产销售的产品也是新产品。据此, 通常可把新产品分成以下 6 种基本类型:

1. 全新产品, 即应用新技术、新工艺、新材料, 在全世界首先开发, 能开创全新市场的产品。例如, 电话、飞机、盘尼西林 (青霉素)、电子计算机等的发明和商业化应用, 被视为 1860—1960 年间世界公认的最重要的一部分全新产品。这类产品从理论到技术, 从实验室到工业生产, 要花费很长的时间、巨大的人力和财力, 开发风险大, 成功率低, 对绝大多数企业而言难度很大。全新产品与老产品比较是一种完全的质变。

2. 新产品线, 使企业首次进入一个新市场的产品。例如, 哇哈哈引进一条纯净水生产线, 对哇哈哈而言是一条新的生产线, 但市场上已有多家厂商生产纯净水。

3. 现有产品线的增补产品, 它是指企业在已经建立的产品线中增补新的产品。例如, 宝洁公司于 1993 年在已有的条状香皂生产线上推出“玉兰油”牌香皂, 使之成为市场的一个新产品。

4. 现有产品的改进或更新, 它是指对企业现有的产品进行必要的更新换代, 赋予旧产品以新的功能或价值。它又包括两种类型: 换代产品, 也叫部分新产品, 是指部分改变市场上原有产品的结构和性能而形成的产品; 改进产品, 是指在现有产品基础上进行改进, 使产品的质量、特点、外观、款式或包装加以全面或局部改进的产品。

5. 重新定位的产品，它是指进入新的目标市场或改变原有产品市场定位而推出的新产品。这常常是对现有产品开发新的用途。例如，阿司匹林原来是用来治疗感冒发烧的药品，后来成为医治血管阻塞、中风和心脏病的良药。

6. 降低成本的产品，它是指用较低的成本推出同样性能的新产品。当然，这种新产品“新”的成分最少。

5) 品牌与品牌策略

品牌（Brand）是用以识别某个销售者或某群销售者的产品或服务，并使之与竞争对手的产品或服务区别开来的商业名称及其标志，通常由文字、标记、符号、图案和颜色等要素或这些要素的组合构成。

品牌是一个集合概念，它包括品牌名称和品牌标志两部分。品牌名称是指品牌中可以用语言称呼的部分。例如，微软、迪斯尼等都是美国著名的品牌名称；松下、索尼是日本著名的品牌名称；杉杉、罗蒙、雅戈尔则是我国西服的著名品牌名称。品牌标志是指品牌中易于识别，但不能用语言称呼的部分，通常由图案、符号或特殊颜色等构成。

品牌，就其实质来说，它代表着销售者（卖者）对交付给买者的产品特征、利益和服务的一贯性的承诺。久负盛名的品牌就是优质质量的保证。不仅如此品牌还是一个更为复杂的符号，蕴含着丰富的市场信息。

品牌的作用可从多个方面来透视。以下就品牌对消费者、对企业的不同作用分别加以阐述。

对从事市场营销活动的企业来说，品牌的有益作用主要表现在以下几方面：

1. 品牌有助于促进产品销售，树立企业形象。品牌以其简洁、明快、易读易记的特征而使其成为消费者记忆产品质量、产品特征的标志，也正因如此，品牌成为企业促销的重要基础。借助品牌，消费者了解了品牌标定下的商品；借助品牌，消费者记住了品牌及商品，也记住了企业（有的企业名称与品牌名称相同，更易消费者记忆）；借助品牌，即使产品不断更新换代，消费者也会在其对品牌信任的驱使下产生新的购买欲望，在信任品牌的同时，企业的社会形象、市场信誉得以确立并随品牌忠诚度的提高而提高。

2. 品牌有利于保护品牌所有者的合法权益。品牌经注册后获得商标专用权，其他任何未经许可的企业和个人都不得仿冒侵权，从而为保护品牌所有者的合法权益奠定了客观基础。

3. 品牌有利于约束企业的不良行为。品牌是一把双刃剑，一方面因其容易为消费者所认知、记忆而有利于促进产品销售，注册后的品牌有利于保护自己的利益；另一方面，品牌也对品牌使用者的市场行为起到约束作用，督促企业着眼于企业长远利益、消费者利益和社会利益，规范自己的营销行为。

4. 品牌有助于扩大产品组合。适应市场竞争的需要，企业常常需要同时生产多种产品。值得注意的是，这种产品组合是动态的概念。依据市场变化，不断地开发新产品、淘汰市场不能继续接受的老产品是企业产品策略的重要组成部分，而品牌是支持其新的产品组合（尤其是扩大的产品组合）的无形力量。若无品牌，再好的产品和服务，也会因消费者经常无从记起原有产品或服务的好印象而无助于产品改变或产品扩张。而有了品牌，消费者对某一品牌产生了偏爱，则该品牌标定下的产品组合的扩大即容易为消费者所接受。

此外，品牌还有利于企业实施市场细分战略，不同的品牌对应不同的目标市场，针对性强，利于进占、拓展各细分市场。

1. 品牌便于消费者辨认、识别所需商品，有助于消费者选购商品。随着科学技术的发展，商品的科技含量日益提高，对消费者来说，同种类商品间的差别越来越难以辨别。由于不同的品牌代表着不同的商品品质、不同的利益，所以，有了品牌，消费者即可借助品牌辨别、选择所需商品或服务。

2. 品牌有利于维护消费者利益。有了品牌，企业以品牌作为促销基础，消费者认牌购物。企业为了维护自己品牌的形象和信誉，都十分注意恪守给予消费者的利益，并注重同一品牌的产品质量水平同一化。如此，消费者可以在厂商维护自身品牌形象的同时获得稳定的购买利益。

3. 品牌有利于促进产品改良，有益于消费者。由于品牌实质上代表着销售者（卖者）对交付买者的产品特征和利益的承诺，所以，企业为了适应消费者需求变化，适应市场竞争的客观要求，必然会不断更新或创制新产品，以变更、增加承诺。这是厂商的选择，也是消费者的期望。可见，迫于市场的外部压力和企业积极主动迎接挑战的动力，品牌最终会带给消费者更多的利益。

品牌的作用，还表现在有利于市场监控、有利于维系市场运行秩序、有利于发展市场经济等对社会经济发展方面。

6) 包装和包装策略

包装是商品生产的继续，商品只有经过包装才能进入流通领域，实现其价值和使用价值。商品包装可以保护商品在流通过程中品质完好和数量完整，同时，还可以增加商品的价值，此外，良好的包装还有利于消费者挑选、携带和使用。产品包装作为重要的营销组合要素，在营销实践中成为市场竞争中的一种重要手段。

7.2. 管理团队

管理团队形成，主要是受公司治理结构的影响。公司实际控制人是最重要的，是整个股票投资分析的中心内容。管理团队现状，就是起点，以此来预测未来公司业绩。考察重点是企业家精神、管理能力、历史成绩、管理改进的证据。

管理层的素质是静态的、本质的。如果能够对管理层的素质和道德水平做出定性的分析，对投资是特别有帮助的。首先这个公司的管理层不可靠、值不值得信赖，是否曾经误导过投资者。其次，他们对行业的人士和这个行业的实际趋势是否相符。再次，这个公司的管理层有没有执行力，对公司的中层是否有足够的控制力和号召力。在选股时，把在企业治理方面明显有问题的公司剔除。董事长个人有无问题，管理层名声如何，公司透明度怎样？避免损失比赚钱更为重要。

短期来看，市场会按它自己的频率在摇摆。虽然有时可能要痛苦地等待很长一段时间，但是最后市场总是会肯定优秀的管理层的工作，并且用交易价格的提升来奖励经理人的辛苦劳顿。

格雷厄姆说，管理层的能力反映在“平均”市场价格和长期的价格趋势上。优秀的管理层能推高股票的长期的平均市场价格，而糟糕的管理层则会降低平均市场价格。

有优秀的管理团队是基本的选股原则，人的因素最难以确定，很多时候都是因为管理团队的变化，而导致了一优秀的企业就得不值得投资了。人是最难以判断的，不象企业的市场占有率，有第三数据可以佐证，也不象企业的市场空间，有行业的研究报告可以参考。

判断人的因素，可能最重要的还是要从他的言行是否一致来入手，可能更好一些，优秀的管理者肯定是言行一致的，说什么就做什么，甚至是说的少，而做的多，而一般的团队或者只做表面文章的团队，恐怕是只说不做，或者夸大其词的成分更多，翻一下历年的年度报告，能够比较好的了解到这一点，看看历年都有过什么计划，实现了多少，没有实现的是如何收场的，可能比较好的了解团队的做事风格；

看财务报表的处理原则。对于投资者来说，希望企业的财务处理，能够以保守为第一原则，尽量费用化，最好当期处理掉，不能有明显违背常识的会计处理存在，尽管这些处理可能也是法律所允许的，但只要是违背常识的处理，都会为企业的日后经营埋下定时炸弹，这样的企业最好还是远离，谁也不知道什么时候引爆。

判断团队，要看其怎么说，更重要的是看他怎么做，做远远比说重要，违反基本常识的做法是不可能延续很长时间的，企业生存的目的就是赚钱，不盈利的企业不可能一直靠输血生存下去，这些都是基本常识，也是投资的重要原则之一。

好产品差团队，股价暂时没问题，长期一定会持续下跌，因为产品的比较优势不可维系；差产品好团队，团队一定能推出好产品，短期股价不变，长期一定持续上扬。所以管理团队是决定性的，如何分析管理团队呢，请参见第 10 到 12 章。



选本质是选人

企业，本质是人的事业。一个企业能否吸引人才、培养人才、激励人才，直接决定了企业的可持续发展。这跟一个家庭是一样的道理，俗话说富不过三代，正是说明了家族财富的传承之难，其实本质就是家族的人才培养上出现了断层，出现了败家子。

拿 A 股的上市公司来说，凡是市场自由竞争环境下生存发展壮大的企业，都是人才内生长性的，老中青人才梯队搭配非常到位，尤其是高层接力上，你看万科的王石和郁亮配，联想的柳传志和杨元庆、郭为、朱立南配，格力的朱江洪与董明珠配，美的的何享健和方洪波配，伊利的郑俊怀与潘刚配

一个企业高层能否顺利交接棒，非常重要，决定了一个企业良好的理念文化能否传承和发扬，也就决定了一个企业的生死，我不看好高层用空降兵的企业，因为高层不同基层，基层是操作层面的，你是一个螺丝钉，可以快速培训上岗，但高层更多是精神层面的，是决策层面的，相当于一个人的大脑，如果不是从企业内部成长起来的，很难做出接地气的决策，也难以有一个强力拥护自己的强大执行团队，因为高中基层都是都要磨合的，尤其是国内文化尤其是这样，兵熊熊一个，将熊熊一窝。

如果一个企业的当家人年青力壮，暂时不用太关心交接班的问题，十几二十年可以保持企业经营理念和文化的稳定性，但当企业处于将要换届之时或已经换届之后，则要考虑交接班的高层问题，比如福耀玻璃、双汇发展、新希望等私营企业，老子退下了，新人谁上，上去行不行？还有上海家化在老葛下台后，平安已经换了二任 CEO 了，伤筋动骨，但重塑一个新的企业文化氛围和默契的经营班子也是艰难的，尤其处于一个竞争白热化的市场环境下，拭目以待。

其实用人上，中国的政府做法是值得学习的，你看党和国家的领导人，且不论其是如何选拔的，但从其成长历练来说，都是千锤百炼的，这跟封建王朝的只论血缘世袭制完全不一样。

选股就是选企业，选企业其实就是选人，选企业家。从这点来看，我手上的股票都得好好的检视一下。

作者：高山居士

链接：<https://xueqiu.com/4703641505/100283359>



路径依赖——公司创始人以及管理层决定公司成长的高度和方向

什么是路径依赖。可能有些人有些陌生。

路径依赖，百度百科解释为：路径依赖(Path-Dependence)，又译为路径依赖性，它的特定含义是指人类社会中的技术演进或制度变迁均有类似于物理学中的惯性，即一旦进入某一路径（无论是“好”还是“坏”）就可能对这种路径产生依赖。一旦人们做了某种选择，就好比走上了一条不归之路，惯性的力量会使这一选择不断自我强化，并让你轻易走不出去。第一个使“路径依赖”理论声名远播的是道格拉斯·诺斯，由于用“路径依赖”理论成功地阐释了经济制度的演进，道格拉斯·诺斯于 1993 年获得诺贝尔经济学奖。

诺斯(North, D)创立了制度变迁的“轨迹”概念，目的是从制度的角度解释为什么所有的国家并没有走同样的发展道路，为什么有的国家长期陷入不发达，总是走不出经济落后制度低效的怪圈等问题。

诺斯考察了西方近代经济史以后，认为一个国家在经济发展的历程中，制度变迁存在着“路径依赖”(path dependence)现象。诺思认为，“路径依赖”类似于物理学中的惯性，事物一旦进入某一路径，就可能对这种路径产生依赖。这是因为，经济生活与物理世界一样，存在着报酬递增和自我强化的机制。这种机制使人们一旦选择走上某一路径，就会在以后的发展中得到不断的自我强化。“路径依赖”理论被总结出来之后，人们把它广泛应用在选择和习惯的各个方面。在一定程度上，人们的一切选择都会受到路径依赖的可怕影响，人们过去做出的选择决定了他们现在可能的选择，人们关于习惯的一切理论都可以用“路径依赖”来解释。

【一个广为流传、引人入胜的例证是：现代铁路两条铁轨之间的标准距离是四英尺又八点五

英寸。原来，早期的铁路是由建电车的人所设计的，而四英尺又八点五英寸正是电车所用的轮距标准。那么，电车的标准又是从哪里来的呢？最先造电车的人以前是造马车的，所以电车的标准是沿用马车的轮距标准。马车又为什么要用这个轮距标准呢？英国马路辙迹的宽度是四英尺又八点五英寸，所以，如果马车用其他轮距，它的轮子很快会在英国的老路上撞坏。这些辙迹又是从何而来的呢？从古罗马人那里来的。因为整个欧洲，包括英国的长途老路都是由罗马人为它的军队所铺设的，而四英尺又八点五英寸正是罗马战车的宽度。

任何其他轮宽的战车在这些路上行驶的话，轮子的寿命都不会很长。可以再问，罗马人为什么以四英尺又八点五英寸为战车的轮距宽度呢？原因很简单，这是牵引一辆战车的两匹马屁股的宽度。故事到此还没有结束。美国航天飞机燃料箱的两旁有两个火箭推进器，因为这些推进器造好之后要用火车运送，路上又要通过一些隧道，而这些隧道的宽度只比火车轨道宽一点，因此火箭助推器的宽度是由铁轨的宽度所决定的。】

所以，最后的结论是：路径依赖导致了美国航天飞机火箭助推器的宽度，竟然是两千年前便由两匹马屁股的宽度所决定的。

路径依赖，其实可以解释为什么有的公司持续优秀，而有的公司持续垃圾。所谓的强者恒强就是这个道理。对于同一领域，优秀的公司对于垃圾的公司是持续的全方位的吊打。所以竞争剩下的龙头最终只会成为这个领域越来越牛逼的存在。

从管理企业角度去出发，路径依赖更多的是从公司创始人或者管理层角度沿袭下来的，甚至可以说，路径依赖与企业的基因有关系。而企业的基因与什么有关系呢？

对于一家企业而言，管理层或创始人真正构成了企业的基础，所以管理层或者创始人就是这家企业的基因。管理层或创始人的知识结构、人脉资源、思维方式、处世原则、决策方式以及最重要的，用人习惯，都会决定整个企业未来的发展。

管理层或创始人在选择自己的团队时通常都有自己的倾向，而团队的各位在选择自己的下属和继任者时，也会形成相对固定的习惯。同时，公司管理层或创始人的知识结构、人脉资源、思维方式、处世原则、决策方式和用人习惯等等，会随着公司的制度的建立和培训，不断传承下去。

所以你看很多公司宣扬自己的文化，确实有类似这样的基因。

阿里的文化就是狼基因，阿里出来的人都是属于厉害的角色。在阿里内部就是竞争非常大，经常有的项目内部会抢来抢去。所以阿里的人向来都是雷厉风行，尤其是优秀的阿里人。

华为也是一样的狼文基因，整个华为都是这种基因或者标签。

史玉柱的基因就是侧重营销，无论是早起的脑白金还是后期的巨人集团，都是侧重营销，这是史玉柱乃至整个巨人集团的基因。

腾讯的基因就是对产品的学习、研究、本地化、极致化。模仿、抄袭、超越以及对产品的一些极致化的追求。

诺基亚今天虽然手机挂了，但整个诺基亚集团仍然有着庞大的研发人员团队，这和数十年甚至百年前的他们并并无区别，这是诺基亚的基因；

而3M至今为止，最有力的还是他们不断推陈出新品种繁多的产品线，这是他们的基因；

百度至今为止虽然做了很多产品，但仍然只是在技术层面的产品取得了成功。其他不太侧重技术层面的，诸如百度钱包、糯米、百度有啊等等都失败了，也是源于百度的基因是技术，技术方面的事情百度更容易成功。

恒大的基因就是把事情搞大，然后占据制高点，继而推开整个公司的影响力，这点在恒大众多的产品线中都是这样的模式。从排球到足球到房产到米面粮油等等等等。

万科的模式就是高端、精致，这是他们一贯的作风，所以现在万科对于很多购房人来说就是高端大气上档次的代名词，这是万科的基因。

美的和格力也是如此，更多的跟创始人或者管理层的风格比较相关。

所以每个公司的文化，其实都是由创始人或者管理层的路径依赖，这种路径依赖构成这家公司的基因。

雷军曾经说过，投资一个企业其实就是投资人。如果人对了，这个企业就对了。而人就是这个企业的基因，这个人的信用、知识结构、人脉资源、思维方式、处世原则、决策方式以及最重

要的，用人习惯都会在日后这个公司的成长注入烙印



企业家精神可后天培养 根本在于洞察及创新

红杉资本全球执行合伙人 沈南鹏

来源：亚布力中国企业家论坛

斗转星移，改革开放已 40 年。

当年，中国经济几近停滞，我们从一个非常边缘的位置出发，开始奋力追赶世界。今天，中国站在了全球经济舞台的中央，在不少方面甚至实现领跑。如此巨变，仅仅在 40 年间便发生了，着实令人惊叹。

更值得惊叹的，是一代又一代企业家的崛起，在中国经济崛起过程中扮演了重要角色。我有幸亲身经历和见证时代巨变，对企业家精神的感触尤深。

24 年前的那个春天，我在美国返回香港的飞机上读到《时代》（Time）杂志，记得那一期的封面文章是“*The Making Of An Economic Giant*”，文章描写的是改革开放大幕拉开、正在崛起的中国。这令我心潮澎湃，坚定了回国发展的决心。

90 年代初，沈南鹏的职业生涯在华尔街开启

在此之前，作为留学生，我已在华尔街的投资银行开启了自己的职业生涯。不过即便是在万里之外的大西洋边，依然能感受到祖国改革开放的热力和勃勃生机，尤其是刚刚兴起的中国资本市场，我判断必定会大有作为。

今天看来，我很庆幸由于自己当年的选择，没有错过这个波澜壮阔的伟大时代。

回到香港后，作为投行人士，我深度参与了不少中国企业海外融资的进程，为它们的发展、改善公司治理助一臂之力。正是在跟这些优秀企业家的合作中，我慢慢意识到，自己内心更渴望的是参与到企业创造中去，因而走上了创业的道路，跟志同道合的几位伙伴一起创办了携程与如家。而此后在创办红杉中国的十几年中，又有幸与众多卓越创业者结缘，跟他们一起成长，共同学习。

这二十多年里，如果说什么最令我印象深刻，那就是非凡的中国企业家精神。

比我们更早一代的企业家，他们每个人都拥有杰出的胆识和魄力。改革开放之初，在连职业经理人、产权等名词都还没有出现的时候，他们便敢于跳出体制，摸着石头过河，在一片混沌之中敏锐地找准市场突破口，开辟出一番事业。

而我们这些赶上了互联网浪潮的人，在中国与世界经济全面交融的时期开始创业，有外国模式可以借鉴，有风险投资提供助力。更为重要的是，有信息革命在中国带来的巨大红利，这无疑幸运的是幸运的。我看到的这一代优秀的企业家，学习能力极强，富有契约精神，在阳光之下创世纪，同时也敢于承担风险，有担当。

更年轻的创业者，如雨后春笋般一茬接一茬成长起来，不但抓住消费互联网的机遇，今天又在紧握智能时代的更大机遇。他们的视野更开阔，不少人从一开始就进行全球布局；他们更有创造力，拥有颠覆性创新的勇气；尽管年轻，他们面对困难从容不迫，视荆棘之旅如磊落坦途。

企业家精神并不是一种与生俱来的性格特征，事实上，我见过大量气质、性格迥异的创始人与企业家，他们都在企业经营中展现了勇于担当、追求创新的企业家精神。因此可以认为，企业家精神是可以经由后天学习去培养的。

其中关于风险的承担，某种程度上也可能会受到外部环境的激发与感召。以我自己为例，在自幼接受的教育中，并没有太多鼓励创新与冒险的因素，却有机会成为一名互联网创业者和风险投资人，这份动力首先源自改革开放创造的伟大时代。

每一个时代的企业家，都有着自己的时代注脚，有着自己的时代使命。但不论何时，有一些精神永远是相通的。

创新

彼得·德鲁克曾经阐述过“创造性模仿”的企业战略。回头看，我们会发现携程、百度、腾讯、阿里巴巴和同时期的一批企业，都是这一战略的受益者。这其中隐藏着最根本的企业家精神：洞察以及创新。

这类企业往往肇始于朴素的愿景，但却要求企业家具备准确的洞察力，他必须比绝大多数人更加清晰地认识到自己所模仿的商业模式的核心价值所在，并且在成长过程中寻求创新点与突破口。

1999年，我们创办携程网的时候，Expedia在美国已经相当成功，但没人能够想到携程从事的酒店、机票预订行业在中国改革开放的红利下，在时代大潮中被催生出如此庞大的市场规模。早期我们从呼叫中心入手，做了一系列创新与改良，并坚守3年才等来盈亏平衡点。2017年，携程的市值一度达到300亿美元，甚至将当年的对标企业Expedia都甩在身后。

2005年我们创立红杉资本中国基金的时候，就非常看好中国的长期发展潜力。虽然市场有起有落，但我们始终相信创业与创新对中国来说至关重要。许多我们投资的企业，如美团点评、今日头条、唯品会、大疆创新、贝达药业、华大基因、中通快递、蔚来汽车等等，都已是其所在领域的创新典范，长期活跃在中国经济舞台的中心，有些公司甚至呈现出领导世界产业格局的实力与潜力。

创新也可以视为实践企业家精神的一种工具，它的驱动力在很多时候源自市场结构的变化与人群的认知变化，这往往是在潜移默化中出现的市场机遇。比如，在直播、短视频、共享经济等领域，中国的高成长企业表现均已领先全球，从全面跟跑到部分领跑，都源自于创新的实践。

譬如，美团自创立以来连续在团购和外卖市场的竞争中胜出。可在中国市场上，无论是团购还是外卖领域，最初的领先者都不是美团——它甚至不是最早参与的那一家。但显而易见的是，王兴对市场结构的变化与客户人群的认知理解通透，而且他在竞争中将服务和用户体验做到了极致，并一路坚持下来。

沈南鹏作为“未来科学大奖”的捐赠人，鼓励年轻人投身基础科学

创新的另一种驱动力来自技术的变革与进化，这一类创新在商业应用中所需要的周期更长，风险更大，也意味着更高的产业壁垒。高科技固然是实践企业家精神和实施创新的前沿阵地，但更大规模的创新，一定存在于看上去不那么耀眼的传统行业中，它们在国民经济整体增长的过程中起到基础性作用，为社会提供更多就业机会，许许多多创始人与管理团队以企业家精神创造出更大的社会价值与经济价值。

担当

“Entrepreneurship”早年在硅谷经常被提到，中文可以翻译作“创业精神”或者“企业家精神”。企业家精神的特征是什么？我认为首先要能够并愿意去承担风险。诚然在经济体系中，每一个个体都在以现有资源博取未来发展，也可以认为，每个人都不可避免地有承担风险的义务，但企业家与众不同的是，他需要用智慧、决策为更大范围内的资源、人员投入负责。

作为企业家，除了要有承担风险的勇气，但更重要的是有寻找资源最优化配置的能力，而这体现在企业经营中，往往是决策能力，也正是寻求将风险降至最低的重要能力。

2016年7月，沈南鹏联手科技大咖与超级教授发起创立香港X科技创业平台

不仅如此，我所理解的企业家的担当，是要用自己的一言一行弘扬商业正气；是要通过自身影响力推动公益慈善事业的发展；是要不断努力打造基业长青的企业以承担起更大的社会责任。

作为一家投资基金的创始人同样如此，不仅要有眼光与责任感，为企业家带来更多帮助和增值服务，为投资人赢得优异回报，为社会创造更大的价值。同时也要永葆创业初心，以企业家的精神去看待自己的事业，这样才能跟投资企业站在同一战壕，保持同样的精神状态。也唯有如此，才能让一家投资基金从初创走向持续壮大和成功。

今年是改革开放40周年，在这个时点上，红杉资本选择在北京召开每两年一度的全球投资者年会。时隔近十年，全球顶级投资人再次聚首中国，我们将向他们展示一个面貌全新的国度，这里的企业在很多领域展现出来的创造力，都将给世界带来惊喜。届时，我们将讨论如何更好地利用红杉的智识、资源、资本，有效参与到中国企业、市场乃至社会的发展大潮中来。

世界潮流浩浩荡荡，中国的新时代已喷薄而出。跟当年不同的是，如今已没有人再怀疑中国经济的惊人实力和潜力。

而对于每一位创业者来说，今天所有的投入都是值得的，因为犒赏企业家精神的，将是一个伟大时代的继续。

7.3. 企业现状

企业现状主要包括以下几个要素，其中最主要的是财务分析，详细见下一章。

1) 公司现状

公司名称，地址，法人代表，等等

2) 财务指标，营业额，营业增速，利润总额，利润增速

资产负债表

资产负债表有时又称为状态报表，这种描述可以说是恰如其分。这是公司的一张“截图”，在公司生命中的某一特定时间——比方说，在每一个运营阶段结束的时候，如一个季度，或是一个会计年度结束，截取其财务方面的状态。

资产负债表的主要指标包括：

- ◇ 资产
- ◇ 负债
- ◇ 现金状况
- ◇ 股东权益状况（包括股息）

然而，上面这些数字应该相互联系起来予以考虑，否则单独分析个别数字并没有太大意义。这些数字用比率形式互相比，或是除以发行在外的普通股股数然后和股价比较。将一家公司的比率与它的同业竞争者或行业平均的比率相比，以此来观察这些数字的意义。

对投资者而言，资产价值就像是一张安全网。股价可能会下跌，但它很难跌穿这张安全网。这张网也可以让股价反弹。如果用资产来衡量，某支股票的价格被低估了，那么接下来一定会有什么事情发生，使得股票的资产价值被完全的体现。这个“什么事情”可能是股价的自然上涨，并购要约，或者是，最不寻常的一种情况，就是清算资产，然后将现金用特别股息的方式发放给股东。

◇ 资产负债表是很有用的工具。千万别被它吓倒了。

◇ 就投资而言，安全性永远不会是绝对的、完整的。但是我们可以通过读财务报表，来大大增加我们成功的机会。

◇ 虽然不是内在价值——也不是公司所有者眼中的未来价值——但账面价值可以被看作是内在价值的底线。

◇ 把公司想像成一艘船。资产负债表就是船身；损益表就是船帆。船身可以让船浮在水面上，但是船帆却可以推动船前进。

损益表与增长性

利润表通称被称为损益表或 P&L 表（应该说称其为“利润或亏损表”更恰当些，因为无论如何都只会出现盈利或亏损中的一种而绝非同时出现）。损益表主要分为两部分，即收入和费用，而在某些公司中还包括留存收益（如果有留存收益，某些公司会将这部分盈余列入资产负债表中的未分配收益项目）。

在收入一项中包括的是公司销售产品或服务而取得的收入、出售某项资产如不动产而取得的利润、营业部门所获得的收入以及投资所得。费用一项包括制造产品或提供服务的成本、管理费用、折旧费用、研发成本、各类税费以及其他营业成本。

格雷厄姆最喜欢的是主营业务盈利对销售业绩的比率，是一个相对弱或强的指标。当标准普尔股票报告中包括“主营业务盈利占总收入的百分比”，或价值线公司的报告中包括“利润边际”时，它们其实提供的是关于盈利性的信息。这些都是衡量成本控制、效率与竞争力的手段。

最划算的投资，是选择一家利润边际较行业水平低，但未来管理层非常有可能会大幅提高利润边际——也就是一家处于转折时期或结构重组的公司。

利润边际=毛利润/净销售

公式的结果是用比率来表示的。用百分比表示利润边际，要用 100 乘以结果。计算利润边际的方法有许多种，这是最容易的一种。每一个行业的理想利润边际都各不相同。

股票价格与盈利的关系，或称市盈率，作为公司盈利能力的指标已经是一种惯例。虽然格雷厄姆看重有实质根据的公司盈利，并且认为据此推算出来的市盈率是有用的投资工具，但他也觉得这个方法不够完美：

根据现在的盈利状况来判断价值这个想法本质上是荒谬的，因为现状是不断变化的。不管乘数是 10 或者 15 或 30，最后的选择都只是随心所欲的[4]。

格雷厄姆和多德后来决定不去管乘数的大小，他们认为市盈率应该从以下几个方面去考虑：

- ✧ 基于对普通股的保守的或是投资性的评估，而不是出于投机的考虑
- ✧ 从（1）资本结构和（2）收入来源的角度
- ✧ 考虑到资产负债表中一些会影响总体盈利状况的非正常元素

格雷厄姆认为“具有投资品质的股票”应该：

- ✧ 财务状况保守，而营运资本状况强大。
- ✧ 盈利合理稳定，足以应付未来 10 年公司的变动起伏。
- ✧ 盈利的平均水平对应市场价格的比率令人满意。

要点：

- ✧ 只有在得到定性的调查的辅助时，企业的定量数据才是有用的。
- ✧ 持续盈利的公司拥有最佳投资潜力。
- ✧ 盈利应该呈上升趋势。
- ✧ 公司的市盈率应该低于同行业的公司的市盈率。
- ✧ 市盈率在内在价值的基础上决定了股票价格上限。
- ✧ 如果不能准确估计，那么宁可低估盈利和类似的其他数字。这本身就创造了一种安全边际。

3) 行业地位/市场占有率

见第 8 章 行业竞争分析

4) 核心能力

战略管理理论的发展经历了三个阶段：经典战略理论阶段、产业结构分析阶段（波特阶段）和核心能力理论阶段。核心能力理论代表了战略管理理论在 1990 年代的最新进展，它是由美国学者普拉哈拉德和英国学者哈默（C. K. Prahalad & G. Hamel）于 1990 年首次提出的，他们在《哈佛商业评论》所发表的“公司的核心能力”（“The Core Competence of the Corporation”）一文已成为最经典的文章之一。此后，核心能力理论成为管理理论界的前沿问题之一被广为关注。

一、核心能力理论兴起的背景

1、对波特产业结构分析理论的不满：波特的产业结构分析理论虽然提供了对企业进行战略分析的完整框架，说明了产业吸引力对企业利润水平的决定作用。但越来越多的事实表明，同一产业内企业间的利润差距并不比产业间的利润差距小，在没有吸引力的产业可以发现利润水平很高的企业，在吸引力很高的产业，也有经营状况不佳的企业。这些都是波特战略理论不能很好解释的现象。另外，波特的战略理论还往往诱导企业进入一些利润很高、但缺乏经验或与自身优势毫不相关的产业，进行无关联的多角化经营，这方面不少失败的案例也对该理论提出了疑问。

2、企业重组和再造的挫折：在 80 年代，日本企业的竞争力在很多产业上都超过了美国企业，取代了美国企业的领先地位。为了赶上日本企业，美国的很多大企业纷纷进行重组和流程再造以谋求提高竞争力。重组虽然有时势在必行，能够使企业“变小”以改善短期绩效，但这只是在纠正过去的错误，而不是创立未来的市场。一些精明的企业，在认识到重组企业是条死胡同后，转

而进行再造工程。再造尽管能够使企业“变好”，但并无与众不同，只不过是个优秀的模仿者而已。因而如何重建企业的竞争战略，使企业不仅在现有产业内领先，而且能够在未来产业继续领先，保持企业的持续竞争优势就成为一个急待解决的问题。

核心能力理论就是基于上述背景而提出的，一经提出，就受到理论界和企业界的广泛关注，并成为研究的热点。

二、核心能力的特征

尽管对于核心能力的界定有各种不同的说法，但它们无一例外的都认为核心能力是企业获取竞争优势的源泉，是在企业资源积累的发展过程中建立起来的企业特有的能力，是企业的最重要的战略资产。归结起来，核心能力具有以下特性：

价值性：核心能力对于提高最终产品的用户价值起着至关重要的作用，是用户价值的来源。

独特性：这种能力是企业所特有的，是“独一无二”的。

难以模仿性：由于核心能力是企业特定发展过程的产物，具有路径依赖性和不可还原性，因而原因模糊，其他企业很难模仿。

延伸性：核心能力可以给企业衍生出一系列新的产品/服务，使企业得以扩展到相关的新的业务领域。

动态性：企业的核心能力虽是其资源长期积累的结果，但它并非一成不变的，随着时间与环境的演变和市场需求的变化，以及随之而来企业战略目标的转移，企业的核心能力必须予以重建和发展。

综合性：核心能力不是一种单一的能力，而是多种能力和技巧的综合。从知识角度来看，它不是单一学科知识的积累，而是多学科知识在长期交叉作用中所累积而成。正是这一特性决定了核心能力是一种综合性的能力。

三、核心能力理论研究的意义

1、它首次提出核心能力是企业长期竞争优势之源：在今天，随着信息技术的迅猛发展和经济全球化的趋势，竞争日益激烈，产品生命周期日渐缩短。企业的竞争成功不再被看作是转瞬即逝的产品开发或战略经营的结果，而被看作是企业深层次的物质——一种以企业能力形式存在的、能促使企业生产大批量消费者难以想象的、新产品的智力资本的结果。在企业取得和维持竞争优势这一过程中，企业内部核心能力的培养和运用是最关键因素，而经营战略不过是企业充分发挥核心能力并把其运用到新的开发领域的活动和行为。因而核心能力对于企业的长远发展具有超乎寻常的战略意义。

2、企业的多角化战略应围绕核心能力来进行：多角化战略作为企业寻求快速扩张的一种战略被广为使用，许多企业通过兼并联合涉足众多行业，但效果不佳。八十年代以来，企业界又兴起“回归主业”的潮流，众多大企业纷纷把与主业不相关的业务剥离出去，而只在自己擅长的领域寻求发展。这一切迫使人们去思考企业经营的边界在那里？以及如何决定企业多角化经营的范围？运用核心能力理论则可以对上述问题给出一个较为圆满的解释。

3、企业之间的竞争体现为核心能力的竞争：核心能力理论超越了企业之间具体的产品和服务，以及企业内部所有的战略单元，将企业之间的竞争直接升华为企业整体实力之间的对抗，所以核心能力的寿命比任何产品和服务都长，关注核心能力比局限于具体产品和服务单元的发展战略，能更准确地反映企业长远发展的客观需要，使企业避免目光短浅所导致的战略短视。同时，企业核心能力的建设，更多地是依靠经验和知识的积累，而不是某项重大发明导致的重大跃进。因此，很难“压缩”或“突击”，即使产品周期越来越短，核心能力的建设仍需要数年甚至更长的时间。这一方面使竞争对手很难模仿，因而具有较强的持久性和进入壁垒；另一方面，由于建设核心能力的投资风险和时间超过业务部门的资源和耐心，这个方面的明确追求可以促使公司高层管理人员超越部门利益的局限，更多的从企业整体战略的角度考虑问题，从而及早把握未来市场的需求，并及早投入企业核心能力的建设中。

四、核心能力的识别准则

如何来判断什么是公司的核心能力，有如下四个准则：

1、用户价值：核心能力必须特别有助于实现用户看重的价值。那些能够使公司为用户提供

根本性利益的技能，才能称得上是核心能力。区分核心能力和非核心能力的标准之一就是它带给用户的价值是核心的还是非核心的。正是基于这种区别，我们可以把本田公司在发动机方面的技能称为核心能力，而把其处理同经销商关系的能力看作是次要能力。核心能力必须对用户所看重的价值起重要作用，但这并非意味着用户能够看到或很容易就理解到这种核心能力。用户所看到的是享有的好处，如显著的可靠性（汽车、摄像与录象机），形象的清晰度（摄像与录象机），使用的方便性（计算机）等等，而不是提供这些好处的技术细节。

2、延展性：核心能力是通过未来市场的大门。有的能力在某一业务部门看来可能是算得上核心能力，经得起用户价值和特殊竞争力的考验，但是，如果无法想象能从该项能力衍生出一系列新产品或服务，那么从公司的角度来看，该能力就够不上核心能力。例如，本田公司的发动机上的独特能力，使它能进入各种不同的产品——市场。

3、独特性：可合格地定为“核心”的能力，必须具有竞争上的“独一无二”性，同竞争对手的产品/服务相比，具有“独特的”风格/效用，而不是在产业范围内普遍存在的。它必须是公司层次的、持续优异于其他竞争对手的。例如，本田汽车公司的汽车发动机，明显地优异于其他汽车公司的同类产品，其独特性的形成是经过几十年的积累和努力，不是在短短的1-2年或几年中所能形成的。在某些情况下，企业人员发现某种能力极其重要，在行业中尚未引起重视和发展，则可以把它定为“潜在”的核心能力，予以规划和开发。

4、难以模仿和替代性：企业的核心能力是积累起来的，是许多不同单位和个人相互作用产生的，具有特殊性和不可交易性，因而竞争对手很难模仿。

五、核心能力管理

对企业核心能力进行管理的基础在于核心能力具有生命周期。核心能力生命周期的产生，从企业内部而言是企业知识的生命周期和知识的创新周期的互动关联所引致的；从企业外部而言，是由外部环境的演化所制约的。核心能力的管理工作包括很多方面，这里着重扼要地阐明核心能力管理中的四项关键工作。它们是：核心能力的选择；核心能力的建立；核心能力的部署；核心能力的保护。

1. 核心能力的选择

核心能力不仅决定了企业现有产品/服务的竞争能力，而且还决定着企业创造未来商机的能力，因而选择发展何种核心能力对企业而言至关重要。公司在选择发展何种核心能力时必须同时考虑以下两个方面：一方面是这种能力是否能给顾客带来新的利益；另一方面是这种能力是否比现有能力向顾客提供利益来得更加有效。在选择发展何种核心能力时，应关注于在增加客户价值方面赢得领先地位，而不仅仅是某种特殊产品或“经营计划”。例如，索尼提出“口袋型”，导致了随身听（Walkman）、移动式CD放映机和“口袋型”电视的发明和创新。由此可见，为未来建立何种能力，先要考虑公司要提供和控制哪一类的顾客利益。在这里，首要的是为顾客提供哪种特有的利益，然后再是考虑其技术上的可行性。

2. 核心能力的部署

为了使公司核心能力得到充分运用，或是在公司所属的各部门或经营单位（SBU）间共享，或是进入新的市场，这就常常需要在公司内部重新部署核心能力，将它从一个部门或一个经营单位转入另一个部门或单位。在这方面有的公司做得好，有些做得差，从而使它们的竞争能力和效益出现很大差异。有的企业虽然拥有很强的核心能力，具有许多世界一流水平的科技人才，但却不善于依靠和运用他们进入新的市场和机会，使企业发展速度缓慢、效益差；相反，另有一些企业虽然拥有的核心能力不如上述那些企业强，但是却能充分利用这种能力，把核心能力的载体适时从一个部门或单位转入另一个急需此种人才和能力的单位，获得了更多进入新市场、新领域的机会，使企业的效益大幅度的提高、发展速度成倍增长。因而要充分发挥既有核心能力的作用，必须从思想上解决问题和组织管理上建立有效人才应用机制和制度。在思想认识上，要使人们认识到当今企业之间的竞争已不仅是产品之争、市场之争、资源之争、机会之争，而是各企业之间能力的竞争。不仅是拥有能力之争而且是使用能力之争。竞争对手之间，谁能充分利用好拥有核心能力的人才，谁将是竞争中之胜者。

3. 核心能力的建立

首先，建立核心能力需要知识的积累和综合。为了有效地进行这种综合工作，必须有多学科

知识和技能的交流和联系，因而建立和发展联系与沟通的网络，是提高综合能力的重要条件。

其次，需要有掌握多学科知识的“通才”。这种人才在提高综合能力方面，比这“专才”更加重要。譬如说一个汽车公司要在技术上取得领先地位，必须把广泛的各个技术领域，包括燃烧工程、材料科学、电子学、流体力学等的有关知识和技术进行综合，研制出具有世界先进水平的传动链。在这里综合的能力，和发明与创造同等重要。

再者，建立核心能力同样需要讲求效率与效益。虽说建立核心能力是一项长期的经年累月的工作，但如何更迅速、更经济地把核心能力建立起来，是建立核心能力工作的一个重要原则。这里要把“内外结合”这点牢牢掌握好。一方面要注意调动内部力量作为建立核心能力的主力军，在作“自制”和“外购”的决策选择时，要注意怎样能更有利于本身“核心能力”的成长与发展。另一方面，又要考虑到“经济、节约和迅速”的原则，不失时机地利用外部资源，包括：小规模

的有目标的并、购；特许证合约；合资经营；建立同盟；等等。不论何种方式，目标在于经济地从外源（包括竞争对手那里）“借用”尽可能多的构成能力所需要的技能和

技术。另外，建立核心能力，需要有长期的战略伙伴（联盟）。当今，技术与人力资源的全球市场已经建立，为更好利用外部资源建立自身的核心能力创造了良好的外部条件。在运用“外力”方面，建立密切的长期战略伙伴（联盟），是当今世界各大跨国公司普遍采用的战略措施。例如，法国的消费电子公司同日本 JVC 建立伙伴，从那里学习日本的先进制造技术。这里必须指出的，在快速发展能力方面来说，从别人处学习与提高自身的吸收能力是同发明创新同样重要的。因为，采用“角色”和“榜样”的模式来建立新的能力，既可缩短时间，又可减少风险。

4. 核心能力的保护

企业最高管理层必须坚持不懈地防止公司核心能力不被消蚀和散失。核心能力的积累、形成是需要多年苦心经营、培植的，但若不精心管理和保护，核心能力的消蚀和散失是很容易的。因而保护核心能力是核心能力管理的一项重要工作。造成核心能力领先地位丢失的原因是多种多样的，主要的有：高层管理对保护企业核心能力健康地成长认识不足，掉以轻心；由于注入资金不足而使核心能力枯竭；由于部门细分时把核心能力分散，以致无人负责对核心能力的统一照顾和管理；在同战略伙伴合作过程中，不经心地将自己的核心能力交给了对方；或是在分出部分机构时，不经心地把核心能力也划给了（或卖给了）对方。

要保护自己的核心能力，公司必须学会区别开不良经营业务和蕴藏在这个业务部门中的潜在的核心能力。正确评价核心科技人才的业绩，并能根据他们的业绩给予应有的报酬和精神激励，也是保护和培植核心能力的重要措施。

六、以往研究评述

尽管目前国内外学者对企业核心能力理论的研究涌现出相当多的著述，而且对于核心能力的阐述分析已经有了一定的分量，然而，研究人员对于企业核心能力的认识并不统一，尽管好象在企业核心能力理论应深入解决哪些问题方面已经取得了基本一致的意见，但是，在如何利用这一理论成功地解决现实问题方面分歧严重。而造成这一理论不成体系，处于一种支离破碎状态的原因，在于企业核心能力理论在内涵界定上不十分清楚。同其他理论如契约论相比，当契约理论家们谈论“契约”、“激励”、“团队生产”、“剩余索取权”等问题时，他们都知道自己谈论的是什么东西，并知道在这一研究领域的其他学者同样在很大程度上也是以这些概念来分析说明问题的。相比而言，两个以企业能力为研究基础的学者最多只能在“能力”一词的精确涵义上达成共识，仅此而已。不同研究者从不同的观点研究核心能力，并提出了各自的论据论证及逻辑分析，这充分地说明了企业核心能力是一个内涵非常丰富的新观念、新思想，它附着在企业、组织的技术、资源、知识、文化、组织、管理等各个子系统中。由此可以认为，核心能力研究的发展，将从单一的子系统，转向不同子系统有机组合的整个企业组织系统。而且，不同角度的研究思想是相互渗透。这些不同流派的观点不是对立的关系，而是相互印证的关系。正是由于不同观点的交叉，才使得核心能力的研究更快地走向完善。

同时我们注意到，现有的研究都从不同的侧面对企业核心能力进行了阐释，它们都为人们了解企业核心能力提供了一个有益的视角，但它们也都存在一些不足之处，如以往的研究把企业内

部除技术过程之外的过程均视为“黑箱”，而未从系统的角度来研究企业内技术过程和其他过程之间的相互作用和相互影响关系，这在一定程度上削弱了对企业核心能力的解释力；再如，包括普拉哈拉德和哈默在内的大多数企业核心能力研究都把注意力集中在技术维度上，他们都假定企业在技术过程上的优势必然会带来企业的市场竞争优势，但与此相违的不乏其例，研究表明，尽管一些企业在技术上具有优势，但它却在市场竞争中不能获得与此相称的经济绩效，甚至在一些极端的情况下，企业被迫退出其具有较强技术优势的产业。

此外，这些不同流派的能力理论也只是把核心能力的概念置于经济理论中来研究，缺乏从实证的角度来论证企业的核心能力具体与哪些要素相关。国外诸多学者研究的对象多是世界五百强的企业，而目前中国的企业又是以中小型企业为主，很多企业并没有核心能力，但这些企业均有自身发展的企业能力，如何把这些企业基于自身能力的发展纳入到关于核心能力的研究中，对于核心能力理论在中国发扬光大意义重大，但是目前中外学者对这方面的研究做的比较少。

核心能力理论认为，并不是企业所有的资源、知识和能力都能形成持续的竞争优势。区分核心能力和非核心能力主要在五个方面：（1）价值性。核心竞争能力必须对用户看重的价值起重要作用；（2）异质性。一项能力要成为核心能力必须为某公司所独有的、稀缺的，没有被当前和潜在的竞争对手所拥有；（3）不可模仿性。其他企业无法通过学习获得，不易为竞争对手所模仿；（4）难以替代性。没有战略性等价物；（5）延展性。从公司总体来看，核心竞争能力必须是整个公司业务的基础，能够产生一系列其它产品和服务，能够在创新和多元化战略中实现范围经济。

只有当企业资源、知识和技能同时符合上述五项标准时，它们才成为企业的核心能力，并形成企业持续的竞争优势。企业能力理论发展至今，主要有以下观点：

①企业本质上是一种能力集合体；

企业所拥有的资源并非都可以成为企业绩效或竞争优势的源泉，因为在充分竞争的市场上，资源是可以市场交易获取，真正成为企业绩效与竞争优势决定性因素的，是能够有效利用开发企业内部资源的能力。能力是企业生存和长寿的基因，如果企业缺乏能力基因，企业很难续存。即使企业足够幸运，在资源或机会的驱动下取得某种成功，但这种成功一定是短暂的也是脆弱的。企业之间的能力差异是企业绩效差异和能否持续发展的根本原因，企业为了提高企业绩效且长治久安，必须锤炼自己的能力，能力才是立命安身的基础，对高科技企业来讲尤其如此。这里的能力是一个广泛的概念，可以是员工的研发能力、技术能力，管理者独立工作能力、与他人合作能力，也可以是创立商标和专利能力，建立品牌知名度和美誉度的能力，更包括对资源的发现、整合、调度和优化的能力，以及将技能、资产和动作有机融合的自组织能力。当企业的某些能力使企业获得竞争优势时，这些能力就构成企业的竞争能力。竞争能力的形式亦有多样形式，可在研发、制造、营销、专利、品牌、资本运作、管理制度和企业文化等诸多方面形成。但是，并非企业内部的所有能力都是核心竞争能力，核心竞争能力表现在企业业务链、价值链上某些特定的节点上，对竞争优势起决定性作用。核心竞争能力具有基础性、功能性、根本性和长期性，能使企业获得稳定持续的竞争力和超额利润。

②积累、保持和增强能力是企业维持长久竞争优势的关键；

企业要想获得持久的竞争优势，就必须准确把握未来市场的发展趋势和技术发展的方向，在建立、强化和发展核心能力方面不懈努力。核心能力的建立不可能“毕其功于一役”，需要持续改进和积累，使其不断高度化，并始终起引领和支撑作用。核心能力的培养和发展，是通过企业各个层次的重组和积累实现的，其培育过程主要有三个阶段。一是开发构成核心竞争力的专长和技能；二是整合核心竞争力各要素；三是开发核心产品市场。企业的竞争优势是在市场上实现的，但与最终产品的市场份额相比，企业核心产品的市场份额更有意义。核心竞争力的培育方法，主要有演化法、蕴育法和兼并法三种。演化法是指经营者选定一个目标，由全体员工在原有岗位上一起努力，设法在合理期限内建立特定核心能力；蕴育法要求企业成立一个专门小组，针对企业选定的目标全力开发，负责在 2-3 年内培育出一种核心能力；兼并法则是先挑选心目中的理想能力，然后采取并购拥有这一技能的公司的策略。

③持续学习是企业获得核心能力的最有效途径。

核心能力获得的途径不止一种，上面谈到的兼并法就是其中之一。但企业获得核心能力最根本、最有效的途径是持续学习。学习是企业得以扩展创造未来的能量。美国《财富》杂志指出：未来最成功的公司，将是那些基于学习型组织的企业。壳牌石油的企划主任曾说，当今世界最大的甚至唯一的竞争优势，就是有能力比你的竞争对手学习得更快。不管企业过去多么风光辉煌，只要停止了学习，就会发现知识和能力的老化和退化，从而导致企业的边缘化。不管企业是通过自主开发或联合开发的方式获得关键技术和技能，还是通过技术、人才、结盟伙伴和知识产权市场，争取获取那些可形成总的核心竞争能力的单项技能或技术，抑或是将可能形成核心竞争能力的各种技术、技能和专长整合成核心能力，持续学习都在其中扮演了重要的角色。

5) 公司战略

企业战略是对企业各种战略的统称，其中既包括竞争战略，也包括营销战略、发展战略、品牌战略、融资战略、技术开发战略、人才开发战略、资源开发战略等等。企业战略是层出不穷的，例如信息化就是一个全新的战略。企业战略虽然有多种，但基本属性是相同的，都是对企业的谋略，都是对企业整体性、长期性、基本性问题的计谋。例如：企业竞争战略是对企业竞争的谋略，是对企业竞争整体性、长期性、基本性问题的计谋；企业营销战略是对企业营销的谋略，是对企业营销整体性、长期性、基本性问题的计谋；企业技术开发战略是对企业技术开发的谋略，是对企业技术开发整体性、长期性、基本性问题的计谋；企业人才战略是对企业人才开发的谋略，是对企业人才开发整体性、长期性、基本性问题的计谋。以此类推，都是一样的。各种企业战略有同也有异，相同的是基本属性，不同的是谋划问题的层次与角度。总之，无论哪个方面的计谋，只要涉及的是企业整体性、长期性、基本性问题，就属于企业战略的范畴。市场营销学对企业战略的定义是企业是在市场经济竞争激烈的环境中，在总结历史经验、调查现状、预测未来的基础上，为谋求生存和发展而做出的长远性、全局性的谋划或方案。

当一个公司成功地制定和执行价值创造的战略时，能够获得战略竞争力（strategic competitiveness）。

一个战略(strategy)就是设计用来开发核心竞争力、获取竞争优势的一系列综合的、协调的约定和行动。如果选择了一种战略，公司即在不同的竞争方式中作出了选择。从这个意义上来说，战略选择表明了这家公司打算做什么，以及不做什么。

当一家公司实施的战略，竞争对手不能复制或因成本太高而无法模仿时，它就获得了竞争优势(competitive advantage)。只有当竞争对手模仿其战略的努力停止或失败后，一个组织才能确信其战略产生了一个或多个有用的竞争优势。此外，公司也必须了解，没有任何竞争优势是永恒的。竞争对手获得用于复制该公司价值创造战略的技能的速度，决定了该公司竞争优势能够持续多久。

超额利润(above-average returns)是指一项投资的利润超过投资者预期能从其他相同风险的投资项目获得的利润。风险(risk)是指一项特定的投资的盈亏的不确定性。利润通常用会计数据来计量(如：资产收益率、股本收益率、销售回报等)，也可用股票市场收益为基础来衡量(如：月盈利率= $\frac{\text{期末股价}-\text{期初股价}}{\text{期初股价}} \times 100\%$)。在较小的风险投资公司中，有时会以增长的规模和速度而不是传统的利润指标来衡量公司业绩(如：年销售额)。

企业的战略类型包括：发展型战略、稳定型战略、收缩型战略、并购战略、成本领先战略、差异化战略和集中化战略。发展型战略包括一体化战略、多元化战略、密集型成长战略。

一体化战略包括纵向一体化战略和横向一体化战略。获得对经销商或者零售商的所有权或对其加强控制，称为前向一体化。获得对供应商的所有权或对其加强控制，称为后向一体化。获得与自身生产同类产品的企业的所有权或加强对他们的控制，称为横向一体化。横向一体化可以通过以下途径实现：购买、合并、联合。

多元化战略的类型包括：同心多元化和离心多元化。同心多元化也称为相关多元化，是以现有业务为基础进入相关产业的战略。当企业在产业内具有较强的竞争优势，而该产业的成长性或者吸引力逐渐下降时，比较适宜采取同心多元化战略。离心多元化，也称为不相关多元化。采用离心多元化的目标是从财务上考虑平衡现金流或者获取新的利润增长点。

密集型成长战略，也称为加强型成长战略，是指企业以快于过去的增长速度来增加某个组织现有产品或业务的销售额、利润额及市场占有率。包括三种类型：市场渗透战略（企业采取种种更积极地措施在现有市场上扩大现有产品的销售，教顾客使用产品是目前认为最好的市场渗透战略）、市场开发战略和产品开发战略。

稳定型战略，也称为防御型战略、维持型战略，包括四种类型：暂停战略、无变化战略、维持利润战略，谨慎前进战略。

收缩型战略，也称为撤退型战略，包括三种类型：转变战略、放弃战略、清算战略。

成本领先战略的优势包括：可以抵御竞争对手的进攻；具有较强的对供应商的议价能力；形成了进入壁垒。

成本领先战略的适用条件：市场需求具有较大的价格弹性；所处行业的企业大多生产标准化产品，价格因素决定了企业的市场地位；实现产品差异化的途径很少；多数客户以相同的方式使用产品；用户购买从一个销售商改变为另外一个销售商时，转换成本很小，因而倾向于购买价格最优惠的产品。

采取差异化战略的风险包括：竞争者可能模仿，使得差异消失；保持产品的差异化往往以高成本为代价；产品和服务差异对消费者来说失去了意义；与竞争对手的成本差距过大；企业要想取得产品差异，有时要放弃获得较高市场占有率的目标。

集中化战略可以分为：集中成本领先战略和集中差异化战略。集中化战略的条件包括：企业资源和能力有限，难以在整个产业实现成本领先或者差异化，只能选定个别细分市场；目标市场具有较大的需求空间或增长潜力；目标市场的竞争对手尚未采用统一战略。实施集中化战略的风险包括：竞争者可能模仿；目标市场由于技术创新、替代品出现等原因而需求下降；由于目标细分市场与其他细分市场的差异过小，大量竞争者涌入细分市场；新进入者重新细分市场。

影响因素

第一个影响战略的因素应该是远景规划。使命，核心价值观和远景是远景规划的三个组成部分，也是一个企业存在时最核心的部分。在战略规划的过程中，使命和远景始终指引着战略制定的方向和要求；而核心价值观引导着战略的思考方式以及执行策略。

影响战略管理的第二个因素是外部环境。这个外部环境，包括了宏观环境和产业环境。所谓宏观环境主要是看区域的经济状况以及每个经济周期的经济状况。而产业环境则可以借鉴波特的五力模型，包括供应商、客户、竞争者、替代者以及潜在的竞争者。

同时战略管理也和内部因素相关。内部因素包括两个方面，第一是哈默尔和普拉哈拉德所推崇的所谓企业核心竞争力。

第二是企业文化。企业文化对公司战略的影响主要包括以下几点（亨利·明茨伯格《战略历程》）：

- 1、决策风格
- 2、阻止战略的转变
- 3、克服对战略改变的阻碍
- 4、主导价值观
- 5、文化冲突

能力战略

基于能力的观点认为组织是一个知识系统，在组织中通过学习创造新的知识并把创造的新知识传递到组织层面制度化能够更好地提升企业动态能力。公司能力是公司所积累的存在于公司成员或职能机构中完成某项工作的可能性，是一种主观的行为能力。公司之间的竞争本质在于公司能力的竞争，因而考察公司的竞争战略与竞争优势不能仅从公司外部的产业环境入手，而应该关注公司的内部，公司竞争优势来源于公司的能力（特别是公司的核心能力）。

国际市场中资源与能力的协调运用

从战略角度来看，跨国公司进入国际市场是建立在对资源的有效利用与核心能力的构建的基

础上的。由于跨国经营存在着诸多的不确定性，因而跨国公司需要发展公司的管理结构以降低资源控制的成本。跨国公司可以通过外国直接投资来降低不确定性，但公司在未来战略的实施方面增加了资产成本与机会成本并降低了灵活性。因此，跨国公司在国际市场中的资源与能力很大程度上依赖于之前战略所带来的影响，也就是说，一个成功的跨国公司往往先以在该国市场上的成功为基础。但是，不同市场的特质与环境是不同的，这也是中国很多企业至今未真正走向世界的主要原因之一。并不是所有资源与能力都适合跨国公司，尤其是在新环境中，有些资源与能力根本就不适用。

资源战略

基于资源的观点认为，公司内部环境同外部环境相比，具有更重要的意义，对企业创造市场优势具有决定性的作用。核心能力的形成需要企业不断地积累战略制定所需的各种资源，需要企业不断学习、超越和创新。企业内部所拥有的资源是决定一个企业能否取得竞争优势的关键，决定了一个企业在市场中的竞争地位。企业可以通过资源关联性增长，实现企业市场的扩展，最优的企业成长战略就是实现开发已有资源潜力与发展新资源间的平衡。随着跨国公司在国际市场的日趋成熟，跨国公司往往倾向于采取在子公司建立专门的 R&D 机构，实现 R&D 本土化，这一般都离不开对当地人才的引进。像这样以当地人才为依托，才能更好的提升跨国公司的竞争力。IBM、微软、Intel 等巨头就纷纷在全球设立了研发机构，这就是一种基于资源的战略模式。

战略形态是指企业采取的战略方式及战略对策，按表现形式，可以分为：拓展型、稳健型、收缩型三种形态。

拓展型战略是指采用积极进攻态度的战略形态，主要适合行业龙头企业、有发展后劲的企业及新兴行业中的企业选择。具体的战略形式包括：市场渗透战略、多元化经营战略、联合经营战略。

1、市场渗透战略

市场渗透战略是指实现市场逐步扩张的拓展战略，该战略可以通过扩大生产规模、提高生产能力、增加产品功能、改进产品用途、拓宽销售渠道、开发新市场、降低产品成本、集中资源优势等单一策略或组合策略来开展，其战略核心体现在两个方面：利用现有产品开辟新市场实现渗透、向现有市场提供新产品实现渗透。

市场渗透战略是比较典型的竞争战略，主要包括：成本领先战略、差异化战略、集中化战略三种最有竞争力的战略形式。成本领先战略是通过加强成本控制，使企业总体经营成本处于行业最低水平的战略；差异化战略是企业采取的有别于竞争对手经营特色（从产品、品牌、服务方式、发展策略等方面）的战略；集中化战略是企业通过集中资源形成专业化优势（服务专业市场或立足某一区域市场等）的战略。在教科书上，成本领先战略、差异化战略、集中化战略被称为“经营战略”、“业务战略”或“直接竞争战略”。

2、多元化经营战略

多元化经营战略是指一个企业同时经营两个或两个以上行业的拓展战略，又可称“多行业经营”，主要包括三种形式：同心多元化、水平多元化、综合多元化。同心多元化是利用原有技术及优势资源，面对新市场、新顾客增加新业务实现的多元化经营；水平多元化是针对现有市场和顾客，采用新技术增加新业务实现的多元化经营；综合多元化是直接利用新技术进入新市场实现的多元化经营。

多元化经营战略适合大中型企业选择，该战略能充分利用企业的经营资源，提高闲置资产的利用率，通过扩大经营范围，缓解竞争压力，降低经营成本，分散经营风险，增强综合竞争优势，加快集团化进程。但实施多元化战略应考虑选择行业的关联性、企业控制力及跨行业投资风险。

3、联合经营战略

联合经营战略是指两个或两个以上独立的经营实体横向联合成立一个经营实体或企业集团的拓展战略，是社会经济发展到一定阶段的必然形式。实施该战略有利于实现企业资源的有效组合与合理调配，增加经营资本规模，实现优势互补，增强集合竞争力，加快拓展速度，促进规模化经济的发展。在工业发达的西方国家，联合经营主要是采取控股的形式组建成立企业集团，各

集团的共同特点是：由控股公司（母公司）以资本为纽带建立对子公司的控制关系，集团成员之间采用环行持股（相互持股）和单向持股两种持股方式，且分为以大银行为核心对集团进行互控和以大生产企业为核心对子公司进行垂直控制两种控制方式。在中国，联合经营主要是采用兼并、合并、控股、参股等形式，通过横向联合组建成立企业联盟体，其联合经营战略主要可以分为：一体化战略、企业集团战略、企业合并战略、企业兼并战略四种类型。

7.4. 综合管理

综合管理与整体效率

- 1) 制定合理的流程设计。企业流程管理主要是对企业内部改革，改变企业职能管理机构重叠、中间层次多、流程不闭环等，使每个流程可从头至尾由一个职能机构管理，做到机构不重叠、业务不重复，达到缩短流程周期、节约运作资本的作用。通过对企业流程图的执行，我们可以清楚的看到问题出现在哪个环节，并且可以通过对每个环节的时间控制大大缩短处理工作的时间，从而达到提高管理效率的目的。通过流程管理，可以加强制度建设，提升企业执行力，加强内部控制，建立和完善监督与评价体系，并且可以通过优化和不断完善使流程、组织结构、制度等各方面的管理工作更适合于公司不断发展的需要。流程管理较好的解决了管理要素不能得到有效利用的闲置浪费，使无序的管理变成有序的管理，通过抓住主要矛盾、整合企业资源发挥企业管理的最大效率。
- 2) 时间管理和目标管理。时间管理通俗的说就是最少的时间办最重要的事情，其中最主要的内容就是确定目标和制定计划，分清工作的轻重缓急。根据柏拉度 80 / 20 定律：在日常工作中，有 20%之事情可决定 80%的成果，所以说工作设定优先次序，是提高管理工作效率的有效途径。设定优先次序，可将事情区分为五类，那就是必须做的事情马上做、应该做的事情努力做、量力而为的事情和可以委托事情选择去做、应该删除的工作坚决不做。这样就可以有效的解决前面所说的无“理”造成的管理成本浪费。同时强化员工的时间管理概念，树立时间大于金钱的观念，可以有效的避免员工天生的懒惰情绪，使积极的工作态度成为一种自然而然的工作习惯，而克服缺乏责任心和主动精神的等待这个人性弱点，从而达到提高管理效率的目的。
- 3) 提高决策能力和完善评估系统。针对“低效”造成的效率浪费，主要是通过避免决策失误、避免执行过程中造成的重复工作，积累先进的工作经验来提高管理效率。我们在解决问题的六个步骤中，界定问题、分析原因、确定方案和决策、制定计划、执行计划、结果评估每一步都非常重要，都有自己独立的分析方法，合理运用这些管理方法是企业管理是否高效的一个重要标志。
- 4) 加强职业化建设。职业化就是工作的标准化、制度化、规范化，它是提升企业核心竞争力的关键，也是高效管理的必要条件。要推动职业化的建设，就要拥有职业化的精神。它不只是单纯的专业知识和技能，还包括内在的精神动力。主要就是诚信、敬业、专业、负责等等。管理的职业化包括打造学习型组织，实行公平的内部选拔制度、科学的考核管理制度、有效的员工激励制度等，促使管理者和员工不断学习新知识，接受新思想，创新思维，提升自我能力，从而达到高效的工作。
- 5) 加强内部有效沟通。有关研究表明：管理中 70%的错误是由不善于沟通引起的。有效的沟通，可以使企业上下人际关系和谐，能及时发现和解决企业中存在的问题，从而顺利完成企业的工作任务，达到绩效目标。部门间的有效沟通，更能避免不合作、不信任、互相推诿的负面情况，从而提高管理的整体效率。
- 6) 塑造以人为本的企业文化凝聚员工队伍。在现代企业，管理逐渐以管“事”为中心转变为管“人”为中心，使企业发展的愿景和员工成长的愿景达到一致，是企业不断发展的内在源泉和不竭动力。只有将“一切为了人，一切关爱人，一切尊重人”的人本理念融入到企业管理思维当中去，感染员工自我审视，感召员工追求卓越，才能不断使员工提升实力，增添动力，迸发活力，推动企业持续创新发展。

管理是一门综合性的科学，内容广泛，不能以偏盖全。高效的管理既包括对人、财、物等硬资源的利用，也包括对制度、创新、文化等软资源的应用和开发，只有重视提高管理效率，确保管理质量，避免管理浪费，才能为企业持续的发展奠定坚实的基础。

7.5. 研发创新

企业管理创新的策略

建立创新型的企业文化。企业管理创新的主体是全体管理者和被管理者，他们都有可能成为管理创新的发起者和执行者，缺一不可。因此，必须在企业建立一种与时俱进、敢于创新的文化氛围，帮助员工培育和建立创新观念，让他们充分认识到企业要生存、要发展，就必须始终依靠创新。一旦企业全体员工建立起了乐于创新、勇于创新的价值观念，企业的发展也就获得了源源不断的动力。

管理组织创新与人力资源管理创新。由于竞争环境千变万化，管理组织为了能更好的为企业服务，唯一的途径就是通过学习进行不断的创新。管理创新不能偏离"人本"管理的轨道，管理无论如何创新，都必须靠调动广大职工的创造性和积极性，才能顺利的开展，离开了这一点，一切创新都免谈，同时要从传统的单一绩效考核转向全面的绩效管理，把绩效管理与公司战略联系起来。

建立管理创新激励机制。管理创新激励机制的建立，有利于激发员工研究、提出管理创新方案的热情。事实上，仅仅依靠少数的管理者，很难使企业持续保持管理创新的动力，也很难全方位地在企业内部开展管理创新，必须充分调动、发挥全部员工的创新热情和聪明智慧。现代人力资源管理理论认为，仅靠单纯的行政命令无法最大限度地发挥员工的潜力，个人的创新能力和适应能力远远超过企业的期望，同时员工同样能够进行自我管理。对企业的高层管理者而言，所需要做得就是把创新的权利真正赋予每一位员工，给予员工持续的创新支持，充分发挥员工的创新自主性。

市场理论和实践创新。随着社会主义市场经济的不断发展与深入，企业要想成功，必须要靠市场创新。企业的发展需要进行市场调查和市场创新，市场需求为企业创新提供了机会，市场创新是对市场的挖掘和深化，提高产品的市场渗透率，或开拓新的市场，扩大产品的销售量和产品对市场的占有率，企业进行市场创新同时也是提高企业的实力和竞争力以及适应外部环境变化的需要，另外要重视在产品策略、价格策略、渠道策略、促销策略这些方面下足功夫。

技术创新。现代企业技术创新就是为了求得企业利润的最大化，企业要及时的进行技术研制与开发，合理实施技术改造，发挥企业的技术优势。在当前竞争日益激烈的时代，企业之间的分工将主要取决于企业之间的技术优势，技术创新已经成为现代企业竞争的制高点。因此，企业要加强新技术研发的成本投入，同时要给与适当的优惠政策。



人类社会进步的最核心源动力还是在于创新。这里表现为两个方面，一个方面是创新会创造出新的需求。比如说汽车的发明，结果就拉动了新一轮对汽车的需求，汽车的需求反而又拉动对很多材料的需求。包括我们最近看到一个周期，智能手机发明之后，拉动了相关产业的这种新的需求。

创新一方面创造了新的需求，另一方面又会从另一个角度创造供给，会带来整个社会劳动生产率的大幅提高。每一次技术创新都有这两方面的结合，一方面带来需求的拉动，另一方面又带

来产能的推动。所以我们可以看到，人类社会以 GDP 为代表的社会财富的不断增长，最根本的动力就是创新的推动。

未来全球还是会以创新驱动为主，美国经济的表现已经明显说明了这个问题，成长型企业驱动了整个经济的上涨。

第二个问题我想讲，在新的这个时代里面，实际上创新成长的特点出现了很大的变化。创新的复杂性比过去高了很多。过去的创新，往往是某一点技术的创新，某一种东西的创新，就可以取得一些成功。但是现在的创新需要系统的这种要求和配套，比如说像人工智能，它不仅是某些方面的技术，它需要软件、硬件很多方面的技术来配合。这样就出现了什么问题？出现跟过去一个很大的不同的点，就是创新成长，成了巨头的游戏。

我们以前印象，创新成长主要还是小企业的游戏，现在可能不一定了，反而是变成了巨头的游戏。你看现在真正具有创新能力的企业还是那几个企业，亚马逊、谷歌、Facebook，在国内就是阿里腾讯它们这些，都是巨头，巨头的游戏。

另外就是创新的这种复杂性，就使得创新的壁垒提高了。这种巨头，首先它有很大的研发投入的能力，另外一个，它还不断的表现出对很多相关领域的渗透和延伸。这样就使得创新表现出另外一个特点，就是超级周期。

超级周期。这个以前没有，以前常常是在一个比较短的周期就结束了。现在呢，就是表现出两个特点，一个就是巨头化，变成巨头的游戏，第二个就是超级周期。

你看亚马逊的成长已经持续了多长时间了？十几年时间是吧？包括腾讯成长也持续了上百年的时间，你现在还没有看到他们有结束的可能是吧？这是一个特点。

那么另外一个问题呢，就是说讲回到国内，讲回到我们 A 股市场，我们会看到一个什么问题，我们 A 股市场的确是缺乏这种巨头，是吧？

这种巨头是匮乏的，你看好的企业都跑到美国去了，这几个好一点的企业，阿里、腾讯、百度、京东。这个我觉得是一个很大的遗憾。所以这个也使得我们创业板指数为什么没办法真实反映出中国成长的真实的内涵的一个主要原因，这个也挺可惜的。

坦率来讲，我个人认为监管层应该是要反思这个问题的。当然我们这几年监管做得很好，但是我觉得你把这种巨头拒在门外，实际上对广大投资者来讲，它是一个巨大的机会的损失。

你知道这些企业创造了几万亿的市值增长，你如果是放在 A 股的话，这个可是变成大家的财富了。要怎么防范这种情况，我觉得也是值得大家思考一下的问题。

风格切换会不会很快出现？

那讲回来 A 股会不会很快就出现风格的转换呢，我觉得这也要两看。我个人认为现在这个市场虽然是经历了两年的回归，但是我认为市场真正还是没有完全的出清。

有些小盘股，没有竞争力的小盘股，我觉得估值还是高的，动不动还有 31 左右。

当然这个是在假设，监管环境和政策不变的这种背景之下，如果又一次重组那是另一回事了，哈哈，为什么小小盘股被炒高了？就是因为重组。所以在这样一个情况下，也不能有太高太乐观的预期。

我觉得 2018 年，大家还要警惕的一个风险是什么呢？

就是因为 2015 年实际上我们都知道，当时企业都做了一个动作，做什么动作呢，就是做了一些并购重组配套融资这块。

这块实际上他们三年锁定期是吧？当时可能有很多公司的老板还在后面做了一些兜底，那你今年都慢慢进入解禁期了，那么这块我觉得还是有点风险，所以这个还是要关注的一个方面。

那么讲回到对我们国内创新成长型企业这种投资机会的理解，我觉得在这个大的创新背景之下，虽然我们现在是缺乏一些很好的创新龙头在里面。但是我觉得某一些比较细分的领域，还是能找出一些具有成长力的企业，具有这种系统竞争力的企业。

然后，还有一个视角，就是围绕着我们这些巨头是吧？他们巨头搞游戏，但是可能有一些给巨头打打边角敲敲边鼓，是吧？有可能也会出现一些能分享到这种成长分一杯羹的企业。

这几年比如香港像舜宇光学啊，像瑞声啊这种企业，实际上就是依附于苹果产业链，是吧？

苹果是成长的巨头，但是它在里面分一杯羹也涨了不少，也涨了大几十倍上去。

这种企业我觉得在未来是会有有的。但是这里面要落到一个实处，就是一定要落实到企业的竞争力的分析上，它有没有比较强的竞争力？有没有比较强的系统的这种能力，这个是最重要的一个基础。

而不能说，小盘股就是这个成长股，我觉得这个在未来只要我们监管的这个环境不改变，我认为再出现这种小盘股，大家又重新回来炒一把，炒得鸡犬升天的可能性相对会少一些。

我这里讲的这个主题，就是成长和价值的平衡和轮动的问题，我认为在未来，随着这种泡沫洗去之后，这种回归结束之后，我认为中国成长型的企业肯定会表现出它的魅力的。不可能错过这种机会的，为什么？

你是要从全球的角度来看，这两个创新的中心，一个就是美国，一个就是中国，对吧？中国实际上也表现出了比较强的创新能力。

你看我们现在身处深圳这个地方，你如果说从综合创新能力来讲，我觉得跟硅谷可以一比了是吧？所以在这样一个大的环境里面，肯定能有一批吧不说很多，肯定会有一批真的是有成长竞争力，有着比较强的系统经营能力的这种企业，这个是值得我们去深挖的，你挖到一个就能取得一个比较好的收益。

7.6. 人力资源

管子：夫欲得天下者，必先得人。

人力资源管理重要性的突显是市场竞争加剧的结果。随着社会主义市场经济的快速发展，人力资源管理在企业管理中的作用也变得日益重要。一个企业能否健康发展，在很大程度上取决于员工素质的高低与否，取决于人力资源管理在企业管理中的受重视程度。

1、人力资源管理对企业管理人员的要求

人力资源管理将人作为一种重要资源加以开发、利用和管理，重点是开发人的潜能、激发人的活力，使员工能积极主动创造性地开展工作。对于企业管理人员来说，要求管理人员在工作中充分发挥承上启下、上通下达的纽带作用，帮助企业处理和协调各种关系。一要合理地处理好人与事的关系，确保人事匹配；二是恰当地解决员工之间的关系，使其和睦相处；三是充分调动员工的积极性、创造性，使员工为企业努力工作；四是对员工进行充分的培训，以提高员工的综合素质，保证企业的最好效益。

2、人力资源管理能够提高员工的工作绩效

根据企业目标和员工个人状况，企业运用人力资源管理创造理想的组织气氛，为员工做好职业生涯规划，通过不断培训，进行横向纵向岗位或职位调整，量才使用，人尽其才，发挥个人特长，体现个人价值，促使员工将企业的成功当成自己的义务，鼓励其创造性，营造和谐向上的工作氛围，培养员工积极向上的作风，转变员工的思想，改进员工队伍的素质，使员工变被动为主动，自觉维护并完善企业的产品和服务，从而提高员工个人和企业整体的业绩。在具体运作中实行员工岗位轮换制，通过轮换发现员工最适应的工作种类，确保企业组织结构和分工的合理性及灵活性，从而提高员工的工作绩效，全面提高企业工作效率。

3、人力资源管理是企业发展的需要

人是企业生存和发展的最根本要素。这是因为企业管理目标是由企业管理者制定、实施和控制的，但在工作过程中，管理者是通过员工的努力来实现工作目标的，这就要求员工必须具备良好的能力素质，掌握市场运作规律，圆满贯彻管理者意图。只有恰当的选用员工，才能圆满地实现企业预定的目标。人力资源管理能够创造灵活的组织体系，为员工充分发挥潜力提供必要的支持，让员工各尽其能，共同为企业服务，从而确保企业反应的灵敏性和强有力的适应性，协助企业实现竞争环境下的具体目标。

4、人力资源管理是企业核心竞争力的重要要素

人是企业拥有的重要资源，也是企业的核心竞争力所在。随着企业对人力资源的利用和开发，企业的决策越来越多地受到人力资源管理的约束。目前人力资源管理逐渐被纳入到企业发展战略

规划中,成为企业谋求发展壮大的核心因素,也是企业在市场竞争中立于不败的至关重要的因素。

人力资源管理在企业中的作用

现代企业人力资源管理是以企业人力资源为中心,研究如何实现企业资源的合理配置。它突破了传统的劳动人事管理的约束,不再把人看作是一种技术要素,而是把人看作是具有内在的建设性潜力因素,看作是决定企业生存与发展、始终充满生机与活力的特殊资源。不再把人置于严格的监督和控制之下,而是为他们提供创造各种条件,使其主观能动性和自身劳动潜力得以充分发挥。不再容忍人才的浪费和滥用权力造成的士气破坏,而应像为子孙后代造福而爱护自然资源一样珍惜爱护人力资源。要从以物为中心的管理转向以人为中心的管理,更加重视人力资源的开发,更加重视人力资源的投入,来提高人力资源的利用程度,实现企业核心竞争力与可持续发展的长远目标。

人才是科技的载体,是科技的发明创造者,是先进科技的运用者和传播者。如果说科技是第一生产力,那么人才就是生产力诸要素中的特殊要素。人才不仅是再生型资源、可持续资源,而且是资本性资源。在现代企业和经济发展中,人才是一种无法估量的资本,一种能给企业带来巨大效益的资本。人才作为资源进行开发是经济发展的必然。企业只有依靠人才智力因素的创新与变革,依靠科技进步,进行有计划的人才资源开发,把人的智慧能力作为一种巨大的资源进行挖掘和利用,才能达到科技进步和经济腾飞。企业必须创造一个适合吸引人才、培养人才的良好环境,建立凭德才上岗、凭业绩取酬、按需要培训的人才资源开发机制,吸引人才,留住人才,满足企业经济发展和竞争对人才的需要,从而实现企业经济快速发展。

企业人才资源的目标是吸引人、培养人、用好人,挖掘潜力,激发活力。企业应紧紧围绕经济发展目标,以人才资源开发为根本任务,从根本上解决人才的开发和利用。

1、加快建立适应各类人才成长的管理体制。要按市场经济体制的要求,深化企业人事制度改革,加快建立起适应各类人才成长特点的新型人才管理体制。要围绕高素质领导人才、经营管理人才、专业技术人才和技术工人四支队伍建设,建立各具特色的分类管理制度,重视抓好创新型人才、复合型人才的培养和选拔使用,树立重能力、重实绩、重贡献,鼓励创业、鼓励创新、鼓励竞争的用人新理念。

2、加大对人才教育培训的投入。企业要利用培训和教育功能使企业成为“学习型组织”,着力提高各类人才的创新能力和创造能力。在企业培训工作中应采取高科技和高投入措施,使企业人才资本不断增值。加大对人才培训教育的投资,既能满足企业经济发展需要,又能满足人才对职业生涯开发及个人能力提高的渴求,这种投资会获得比物质更高的回报,而且这种回报具有长效性和超成本性。

3、提高对人才的激励力度。激励是现代企业人力资源开发的核心。人力资源的潜能能否发挥和能在多大程度上发挥,在一定程度上依赖于对人才的激励力度。企业在人才引进、使用中要积极研究个人需求和制度对个人需求满足感的影响以及能产生各种激励作用的机制,制定人才队伍收入待遇及其岗位责任和业绩、贡献挂钩的原则,实行按岗位、按任务、按业绩付酬的分配制度,鼓励技术、管理等生产要素参与收益分配,最大限度地调动人才积极性,最终实现企业经济发展与人才资源开发的双丰收。

随着知识经济时代的到来和新一轮国际竞争的日趋激烈,人才成为企业发展的关键因素,谁拥有高素质的综合性人才,谁就有了对未来经济发展的主动权和竞争力。因此,现代企业要想得到持续的发展,必须重视对人力资源的管理,改进现代人力资源管理体制,通过实现人力资源管理的可持续发展来实现企业的持续、健康发展。

一、人力资源管理的基本性认识

1.人力资源管理的概念。人力资源(简称HRM),是指能够推动整个经济和社会发展的,具有体力劳动能力和智力劳动能力的人们的总和。人力资源管理则是指根据企业发展的战略要求,运用现代科学方法,对人力资源有计划地进行合理分配,通过对员工的招聘、培训、考核、调整等一系列的过程,使得人尽其才,调动他们的工作积极性,充分发挥员工的潜能,从而为企业创

造出更大的价值，实现组织目标。

2.人力资源管理的内容。人力资源管理包含着众多内容，主要有职务分析和设计、员工招聘和选拔、员工激励、绩效考评、薪酬管理、培训与开发、职业生涯规划、劳动关系管理等。

3.人力资源管理的特点。与其他资源相比，人力资源的生成过程具有时间性与时代性、使用过程具有时效性、开发过程具有持续性、闲置过程具有消耗性，同时人力资源还具有能动性和资本性等特征。

4.人力资源管理的目标。人力资源管理，不仅要考虑组织的目标实现，还要考虑员工的个人发展。具体来说，人力资源管理的目标主要有以下几点：要保证组织对人才的需求最大限度地得到满足；最大限度地管理与开发内外人力资源，以促进组织的稳定可持续发展；激励内部的人力资源，使他们的潜能得到最大限度地发挥，使人力资本得到一定的扩充与提升。

二、人力资源管理对企业发展的重要性

1.充分调动企业员工的积极性

科学的人力资源管理能够有效地调动企业员工的积极性，据调查数据显示，通常情况下，企业员工的工作能力大约只有 30-40，而科学的人力资源管理体制下，员工的工作能力高达 80-90。由此可见，完善人力资源管理能够充分的调动员工的工作热情，提高工作效率，对实现企业持续发展具有重大意义。调动企业员工的积极性其中一关键词是激励，它是企业人才资源开发的核心。企业对人才的激励力度大大决定了人力资源的潜能是否得到正常发挥或者多大程度的发挥。因此，企业在人才引进、使用中要积极研究个人需求和制度对个人需求满足感的影响以及能产生各种激励作用的机制，采取各种激励技术和分配奖惩制度，最大限度地调动企业员工的积极性，促进提升企业经济可持续发展的正能量。

2.实现企业的人力资本的扩张

企业所有拥有的资源主要分为三大部分：人力资源、物质资源以及财力资源，其中人力资源又是企业发展的核心要素。现代企业人力资源的开发和管理，一方面能为企业吸引大量的高素质人才，给企业快速、稳定的发展提供人才的支持；另一方面，能够最大限度的提高企业员工的综合素质，提升工作效率。总之，科学合理的人力资源开发和管理，能实现企业人力资本的扩张，增加企业人才存量，形成企业隐形资本。

3.更快地完成企业的经营目标

科学的人力资源开发与管理能够极大地调动企业员工的积极性，最大限度地帮助开发员工的潜能，从而有效地提高员工的工作效率，实现物尽其用、人尽其才的目的，更快地实现企业利润最大化的目的。

4.不断地提高企业的竞争力

21 世纪对市场竞争归根到底是人才的竞争，因此，企业加强人才的开发和培训，完善人力资源管理，能帮助企业获得更强的竞争实力，拥有高素质、优秀的人才能够源源不断的给企业注入新鲜的活力和推动力，有利于企业完善发展战略，促进企业长久发展。

三、人力资源管理的对策

1.从企业的长期发展战略入手，强化人力资源开发。一个企业想要顺利运营，需要各种类型的人才，对此，企业要重视人力资源的开发，做好人力资源的开发工作。首先企业要根据企业生产和经营的特点，对行业市场变化进行科学、合理的预测，并根据企业发展战略对人才需求进行科学的预测，明确人才发展趋势，对人力资源进行战略性部署，并贯彻落实。其次，人力资源部要充分了解各个部门的运行情况及其对人才的需求状态，能根据部门需求进行人才的开发。总之，人力资源部要做好人才的招聘和管理，为企业吸引和留住那些高素质、高技能、高水平的综合性人才。

2.建立完善的选才用才体系，为企业吸引和留住优秀的人才。企业进行人力资源管理的前提是人力资源招聘，对此，企业要建立科学、系统的人才招聘制度，通过优越的条件吸引高素质人才应聘，广纳贤才，并将优秀的人才用到最合适的岗位，充分挖掘人才的潜能，调动人才的能动性，做到人尽其才。此外，企业招聘到优秀人才之后，还需要通过健全的、科学的用才机制，尊重人才，建立健全的激励奖惩制度和薪酬制度，通过有效的激励，最大限度的留住人才。除此之

外，企业还要加强劳动关系管理，及时掌握员工的实际情况和需求，并在能力范围适当帮助员工解决问题，通过人性化的关怀，让员工感受企业温暖，从而留住人才。总之，企业要用好现有人才，吸收外来人才，从而提高企业的人才竞争力，进而在激烈的市场竞争中，凭借人才优势获得持续、健康的发展。

3.加强人才培养，不断提高人才的专业素质。据调查显示，目前很多企业人才培养做的并不到位，形式主义明显，很多企业人才的培训不够重视，投资力度不够，使得员工培训达不到理想的效果，员工在企业中得不到能力的提升，从而降低员工的积极主动性。对此，企业要加强员工的培训投入，构建学习型企业，营造终身学习氛围，同时通过定期组织技能培训或是外出学习、交流等活动，让员工不断的充实自己的专业知识，了解行业发展的新动态，从而更好地开发员工的潜能，为企业的持续、健康发展提供长效的人才支撑。

4.加强绩效管理，增强人才竞争力。只有将最好的财力、物力用到最合格的人身上，才能实现人、财、物的最大的价值。对此，企业要加强绩效考核，通过对员工岗位适应性、工作完成质量和效率等，科学的考核每一位员工，并借此淘汰不合格的员工，奖励优秀的员工。通过绩效管理，能够充分的调动员工的工作积极性，提高员工的工作效率，从而增强企业人才的竞争力，推动企业更快、更好的发展。

在经济全球化的浪潮中，中国面临着各种机遇和挑战，人才的竞争越来越激烈，中国的快速发展需要更多优秀的人才参与到现代化建设中去。在发达国家，人力资源管理这一学科已经发展成熟，有了一套较为完备的实践经验和理论经验。但在中国，它还是一个新兴的领域，当前，尽快探索出适合中国国情的和发展状况的人力资源管理模式，是我们面临的一项重要课题。

7.7. 企业文化

企业文化，或称组织文化（Corporate Culture 或 Organizational Culture），是一个组织由其价值观、信念、仪式、符号、处事方式等组成的其特有的文化形象，简单而言，就是企业在日常运行中所表现出的各方各面。

企业文化是在一定的条件下，企业生产经营和管理活动中所创造的具有该企业特色的精神财富和物质形态。它包括文化观念、价值观念、企业精神、道德规范、行为准则、历史传统、企业制度、文化环境、企业产品等。其中价值观是企业文化的核心。

企业文化是企业的灵魂，是推动企业发展的不竭动力。它包含着非常丰富的内容，其核心是企业的精神和价值观。这里的价值观不是泛指企业管理中的各种文化现象，而是企业或企业中的员工在从事经营活动中所秉持的价值观念。

企业文化是企业在经营活动中形成的经营理念、经营目的、经营方针、价值观念、经营行为、社会责任、经营形象等的总和。是企业个性化的根本体现，它是企业生存、竞争和发展的灵魂。

企业文化由三个层次构成：（1）表面层的物质文化，称为企业的“硬文化”。包括厂容、厂貌、机械设备，产品造型、外观、质量等。（2）中间层次的制度文化，包括领导体制、人际关系以及各项规章制度和纪律等。（3）核心层的精神文化，称为“企业软文化”。包括各种行为规范、价值观念、企业的群体意识、职工素质和优良传统等，是企业文化的核心，被称为企业精神。

特伦斯·E·迪尔、艾伦·A·肯尼迪把企业文化整个理论系统概述为5个要素，即企业环境、价值观、英雄人物、文化仪式和文化网络。

企业环境是指企业的性质、企业的经营方向、外部环境、企业的社会形象、与外界的联系等方面。它往往决定企业的行为。

价值观是指企业内成员对某个事件或某种行为好与坏、善与恶、正确与错误、是否值得仿效的一致认识。价值观是企业文化的核心，统一的价值观使企业内成员在判断自己行为时具有统一的标准，并以此来决定自己的行为。

英雄人物是指企业文化的核心人物或企业文化的人格化，其作用在于作为一种活的样板，给企业中其他员工提供可供学习的榜样，对企业文化的形成和强化起着极为重要的作用。

文化仪式是指企业内的各种表彰、奖励活动、聚会以及文娱活动等，它可以把企业中发生的某些事情戏剧化和形象化，来生动地宣传和体现本企业的价值观，使人们通过这些生动活泼的活

动来领会企业文化的内涵，使企业文化“寓教于乐”之中。

文化网络是指非正式的信息传递渠道，主要是传播文化信息。它是由某种非正式的组织 and 人群所组成，它所传递出的信息往往能反映出职工的愿望和心态。

根据企业文化的定义，其内容是十分广泛的，但其中最主要的应包括如下几点：

经营哲学

经营哲学也称企业哲学，源于社会人文经济心理学的创新运用，是一个企业特有的从事生产经营和管理活动的方法论原则。它是指导企业行为的基础。一个企业在激烈的市场竞争环境中，面临着各种矛盾和多种选择，要求企业有一个科学的方法论来指导，有一套逻辑思维的程序来决定自己的行为，这就是经营哲学。例如，日本松下公司“讲求经济效益，重视生存的意志，事事谋求生存和发展”，这就是它的战略决策哲学。

价值观念

所谓价值观念，是人们基于某种功利性或道义性的追求而对人们（个人、组织）本身的存在、行为和行为结果进行评价的基本观点。可以说，人生就是为了价值的追求，价值观念决定着人生追求行为。价值观不是人们在一时一事上的体现，而是在长期实践活动中形成的关于价值的观念体系。企业的价值观，是指企业职工对企业存在的意义、经营目的、经营宗旨的价值评价和为之追求的整体化、个性化的群体意识，是企业全体职工共同的价值准则。只有在共同的价值准则基础上才能产生企业正确的价值目标。有了正确的价值目标才会有奋力追求价值目标的行为，企业才有希望。因此，企业价值观决定着职工行为的取向，关系企业的生死存亡。只顾企业自身经济效益的价值观，就会偏离社会主义方向，不仅会损害国家和人民的利益，还会影响企业的整体形象；只顾眼前利益的价值观，就会急功近利，搞短期行为，使企业失去后劲，导致灭亡。

企业精神

企业精神是指企业基于自身特定的性质、任务、宗旨、时代要求和发展方向，并经过精心培养而形成的企业成员群体的精神风貌。

企业精神要通过企业全体职工有意识的实践活动体现出来。因此，它又是企业职工观念意识和进取心理的外化。

企业精神是企业文化的核心，在整个企业文化中起着支配的地位。企业精神以价值观念为基础，以价值目标为动力，对企业经营哲学、管理制度、道德风尚、团体意识和企业形象起着决定性的作用。可以说，企业精神是企业的灵魂。

企业精神通常用一些既富于哲理、又简洁明快的语言予以表达，便于职工铭记在心，时刻用于激励自己；也便于对外宣传，容易在人们脑海里形成印象，从而在社会上形成个性鲜明的企业形象。如王府井百货大楼的“一团火”精神，就是用大楼人的光和热去照亮、温暖每一颗心，其实质就是奉献服务；西单商场的“求实、奋进”精神，体现了以求实为核心的价值观念和真诚守信、开拓奋进的经营作风。

企业道德

企业道德是指调整该企业与其它企业之间、企业与顾客之间、企业内部职工之间关系的行为规范的总和。它是从伦理关系的角度，以善与恶、公与私、荣与辱、诚实与虚伪等道德范畴为标准来评价和规范企业。

企业道德与法律规范和制度规范不同，不具有那样的强制性和约束力，但具有积极的示范效应和强烈的感染力，当被人们认可和接受后具有自我约束的力量。因此，它具有更广泛的适应性，是约束企业和职工行为的重要手段。中国老字号同仁堂药店之所以三百多年长盛不衰，在于它把中华民族优秀的传统美德融于企业的生产经营过程之中，形成了具有行业特色的职业道德，即“济世养身、精益求精、童叟无欺、一视同仁”。

团体意识

团体即组织，团体意识是指组织成员的集体观念。团体意识是企业内部凝聚力形成的重要心理因素。企业团体意识的形成使企业的每个职工把自己的工作和行为都看成是实现企业目标的一个组成部分，使他们对自己作为企业的成员而感到自豪，对企业的成就产生荣誉感，从而把企业

看成是自己利益的共同体和归属。因此，他们就会为实现企业的目标而努力奋斗，自觉地克服与实现企业目标不一致的行为。

企业形象

企业形象是企业通过外部特征和经营实力表现出来的，被消费者和公众所认同的企业总体印象。由外部特征表现出来的企业的形象称表层形象，如招牌、门面、徽标、广告、商标、服饰、营业环境等，这些都给人以直观的感觉，容易形成印象；通过经营实力表现出来的形象称深层形象，它是企业内部要素的集中体现，如人员素质、生产经营能力、管理水平、资本实力、产品质量等。表层形象是以深层形象为基础，没有深层形象这个基础，表层形象就是虚假的，也不能长久地保持。流通企业由于主要是经营商品和提供服务，与顾客接触较多，所以表层形象显得格外重要，但这决不是说深层形象可以放在次要的位置。北京西单商场以“诚实待人、诚心感人、诚信送人、诚恳让人”来树立全心全意为顾客服务的企业形象，而这种服务是建立在优美的购物环境、可靠的商品质量、实实在在的价格基础上的，即以强大的物质基础和经营实力作为优质服务的保证，达到表层形象和深层形象的结合，赢得了广大顾客信任。

企业形象还包括企业形象的视觉识别系统，比如 VIS 系统，是企业对外宣传的视觉标识，是社会对这个企业的视觉认知的导入渠道之一，也是标志着该企业是否进入现代化管理的标志内容。

企业制度

企业制度是在生产经营实践活动中所形成的，对人的行为带有强制性，并能保障一定权利的各种规定。从企业文化的层次结构看，企业制度属中间层次，它是精神文化的表现形式，是物质文化实现的保证。企业制度作为职工行为规范的模式，使个人的活动得以合理进行，内外人际关系得以协调，员工的共同利益受到保护，从而使企业有序地组织起来为实现企业目标而努力。

文化结构

企业文化结构是指企业文化系统内各要素之间的时空顺序，主次地位与结合方式，企业文化结构就是企业文化的构成、形式、层次、内容、类型等的比例关系和位置关系。它表明各个要素如何链接，形成企业文化的整体模式。即企业物质文化、企业行为文化、企业制度文化、企业精神文化形态。

企业使命

所谓企业使命是指企业在全社会经济发展中所应担当的角色和责任。是指企业的根本性质和存在的理由，说明企业的经营领域、经营思想，为企业目标的确立与战略的制定提供依据。企业使命要说明企业在全社会经济领域中所经营的活动范围和层次，具体的表述企业在社会经济活动中的身份或角色。它包括的内容为企业的经营哲学、企业的宗旨和企业的形象。



陈志武：公司文化让员工高兴有啥好处？

经济观察报 陈志武/文

谁都喜欢谈公司文化如何重要，可是，还没有太多人对公司文化的价值做量化评估。花钱让员工高兴真的值得吗？好的公司文化对股东利益最大化真的有用吗？

两年多前，我的女儿陈晓大学毕业，很快地去了美国最大的云存储公司 DropBox 工作，每天工作都很高兴。她也热爱公司，因为公司一天三顿饭都免费，随你吃，而且花样丰富，一周内每顿饭不一样，有各种西餐、中餐、日餐等轮着来，晚餐还有葡萄酒、啤酒随你挑选，并且她还可以请几位朋友到公司免费吃。此外，健身房会员卡、上下班打车、手机月费等费用都由公司付，还有股票期权，工资也不低。每天上班没有“早九晚五”这回事，随你什么时候去上班，也可以不到办公室、留在家里远程工作。每年的假期不限，只要你做完本职就行。这真是其它国家的上班族做梦也想不到的福利呀！难以置信！世界上怎么还有这样办公的？成本呢？收益呢？谁买单呢？当然，陈晓和她的同事们一个个都高兴，一谈起自己的公司就是兴奋和自豪！

那么，这种公司文化又是怎么起源的？实际绩效又如何呢？

制造业时期美国公司无福利

美国公司以前可不是这样的。你可能听说过“泰勒计件制”，意思是在制造业生产流水线上，根据工人生产的商品件数来发工资，一分不少，一分也不多。至于工人的感觉如何、情绪怎样、喜不喜欢，都不重要，对工资没有丝毫影响。通常认为泰勒是科学管理之父。

泰勒的贡献有多大呢？他 1856 年出生在美国费城的富人之家，也去哈佛大学念过书。1875 年开始，泰勒在费城一家机械厂做了四年艺徒，后来去了一家钢铁厂当技工。由于他很能干，也表现出了管理能力，六年之内被多次提升，从工长、车间主任、主任机械师，最后升到公司的总工程师。这些管理经验让他掌握了工资制度、作业特征、工时测量、生产流程管理、人员管理监督等的许多细节，最后让他在 1911 年出版了管理科学领域的开山之作《科学管理原理》。

什么是“科学管理”呢？泰勒的定义是：“科学管理不过是一种节约劳动的手段而已，也就是说，科学管理只是能使工人取得比现在高得多的效率的一种适当的、正确的手段而已。”有两点是泰勒强调的：一是怎样节省成本；二是怎样以最低的工资让工人生产出最多的产品。尤其是他发现，正因为工人对厂商的唯一价值是生产商品，所以，最有效的激励制度是计件工资制，其它细节都不重要。计件工资制大大刺激了工人劳动生产率的提高，也最大化了企业主的利润。

当然，泰勒的逻辑有一个重要前提，就是在工业革命时期，制造流水线上的工人不需要特别的专长技能，更不需要他们有创造力，只是按部就班地重复做工就行。所以，那时期工人的人力资本不重要，而且工人的可替换性太高：你不愿意干或者干不好，随时换个人就是。同样重要的是，你做的努力是多还是少，完全可以由你的产品件数来测度，没有模糊性。

所以，在泰勒的框架下，公司如果花钱给工人太多福利，更不要说那些免费三餐、免费瑜伽、免费按摩了，除了惯坏员工、给公司增加成本之外，对增加产出没有任何影响。这些额外开支只是公司股东和员工之间的零和博弈。因此，那些员工福利多的公司的股票应该抛售，股价大跌才对！

实际上，早期的研究也表明，制造业公司的员工福利开支越多，利润受损越多，股价表现就越差。

超级福利的兴起

那么，这种“科学管理”的泰勒模式，后来又为什么被翻盘了呢？

这主要还是因为美国经济结构发生了变化。从 20 世纪中期开始，制造业占比越来越低，服务业占比不断上升，尤其是创新能力在美国经济中越来越唱主角。到今天，服务业占美国经济的 82%。

这种经济结构转型带来了相应的其它变化。首先，对于员工的业绩越来越难以用简单的“计件”去度量，服务跟生产流水线不同，服务创造的价值是无形的，也更难以记数、量化，而且员工在服务过程中的态度和感受都影响到结果。

其次，原来的制造业中物理资本、产业资本的比重最高，员工人力资本占比很轻，公司的无形品牌与声誉资本也很轻。可是，在经济以服务业和创新力为主轴之后，就完全反过来了，物理资本的比重降低，而人力资本、品牌声誉资本的重要性就大大提高。比如，对于谷歌、脸书这样的现代科技公司，它们几乎没有物理资产，公司的价值完全取决于员工的创新能力、创造意愿、品牌声誉和服务态度。这样一来，员工在公司的感受、得到的尊重、工作之内与之外的环境、对公司的喜好、病假产假的人性化、生活福利等等，就都非常重要。

当然，美国公司文化的这种转变不是一夜之间发生的。1980 年代，硅谷的高科技公司开始感到善待员工的必要，先是苹果、英特尔、思科等把公司的管理结构变得扁平，高管和普通员工都在敞开的办公大厅工作，办公桌一张贴一张的，这种相互平等的感觉带来相互尊重感。同时，还给各级员工安排股权和期权激励，让每个员工都成为公司的股东，给他们具体的主人感，不再只是“计件制”下的劳动工具。再到后来，就是谷歌把工作福利推到新高。别的不说，谷歌办公楼里有免费的瑜伽教室、健身房、洗车行、攀岩墙、洗衣店、健身课、跑道线、按摩间等，还有 25 个餐馆，一天三顿，任由员工挑选。他们的想法是，如果员工不外出吃饭，健身、洗衣、洗车也在大楼里，他们节省下来的时间干什么呢？这样不是让他们有更多时间、更多心思放在工作上吗？

而从谷歌到脸书、推特、Drop-Box，之所以都能给员工提供超额福利，也是因为有资本市

场的支持。如果没有创投基金、私募股权基金的慷慨资金，硅谷新秀公司就不可能提供超额福利。所以，你看到，硅谷公司的福利文化和资本市场是同一创新生态的不同部分，是互为关联的。如今，这种生态也在中国境内形成，也传到今日头条这样的创新企业。

最后，你还是会问，这种公司在股市的表现如何呢？从1984年开始，两位学者每年对美国的大公司员工做问卷调查，根据对57个问题的回答评选出“全美100个最受员工喜欢的公司”。在最近六年里，谷歌每年排名第一，而前十名中多数为高科技公司，也有金融公司，但没有制造业企业。

沃顿商学院的一位教授发表了一份研究报告，他发现，1984年以来“全美100个最受员工喜欢的公司”的股票，明显带给投资者更好的回报。特别是跟风险相似的同类股票比较，这些关注员工福利的公司每年能带来4%左右的超额回报。这些结果不仅证明泰勒计件工资制的时代已经结束，而且证明关注员工感受的企业文化本身也是一种让公司成功的商业模式。

今天我们谈到三个要点：

第一，硅谷不只是许多高科技的发源地，也是新型企业文化和新型金融业态的起源地。强调员工福利的企业文化也是一种商业模式。

第二，在工业革命时期，物理资本、产业资本是主力，人力资本的价值不突出。那时候，生产的价值有多少，完全可以由计件制度量。所以，员工福利开支越多，除了增加企业的成本外，并不能激发出额外收入，只会降低公司利润。

最后，在经济从简单制造转变到一般创造之后，企业文化也必须转型，需要重视员工福利和员工感受。对于服务业，尤其是以创新力为主的高科技行业而言，人力资本和品牌声誉资本是主力，并且员工贡献不再能靠计件制测度。员工福利、股权期权激励就变得十分关键。研究表明，员工越是喜欢自己公司、自己职业，公司未来的股价表现就越好。

从今天这一讲，你再次看到，现代行业跟传统行业比，不再那么取决于物理资本，而是更取决于无形资本和人力资本。对于物理资本密集型企业，军队式管理、计件制管理方式最优。而对于人力资本密集型企业来说，军队式、老板式管理就会帮倒忙，不利于激发员工的自发创新，而是应该采用股权期权激励，同时强化扁平式管理架构。哪些行业是物理资本密集型的，哪些是人力资本密集型的？如何根据这个角度去选择上市公司股票？投资者也应当看到这些。

7.8. 风险评估

投资是在风险可控情况下的概率博弈，风险控制是投资的前提。很难找出一种可以完全控制风险的方法，认为我看得懂而别人没看懂的，都是过分自信的表现。

风险只有两种：本金的永久性损失和回报不足（踏空）；风险的真正来源：认知不足（信息不够+认知的局限性）和无法承受波动；系统性风险的唯一来源：市场过热和其他原因造成的大跌，从历史经验看，通常短期内很快就会得到修复。

投资只关乎一件事：应对未来。没有人能够确切地预知未来，所以风险是不可避免的。应对风险是投资的必修课。

1) 理解风险。风险是永久性损失的概率。损失风险主要归因于心理过于积极，以及由此导致的价格过高。损失风险是人们在要求预期收益以及设定投资将价格时最关心的风险。风险意味着可能发生的事多于确定发生的事件。理解风险的关键是：风险很大程度上是一个见仁见智的问题。即使是在事件发生之后，也难以对风险有明确的认识。平心而论，我认为投资表现是一系列事件——地缘政治的、宏观经济的、公司层面的、技术的、心理的——与当前投资组合相碰撞的结果。未来有多种可能性，但结果却只有一个。收益本身——尤其是短期收益——不能说明投资决策的质量。投资风险很大程度上事先是观察不到的——除了那些有非凡洞察力的人。最重要的是，大多数人将风险承担视为一种赚钱途径。承担更高的风险通常会产生更高的收益。市场必须设法证明实际情况似乎就是这样。否则人们就不会进行高风险投资。但是，市场不可能永远以这样的方式运作，否则高风险投资的风险就是不复存在了。一旦风险承担不起作用，它就完全不起作用，直到这时人们才会想起风险究竟是怎么回事。

2) 识别风险 风险意味着即将发生的结果的不确定性，以及不利结果发生时损失概率的不

确定。高风险主要伴随高价出现。在高价时不知规避反而蜂拥而上是风险的主要来源。认为风险已经消失的看法是最危险源头之一，也是促成泡沫的主要因素。在市场的钟摆到最高点时，认识风险很低以及投资一定能获利的信念令人群激动不已，以致他们丧失了对损失应有的警惕、担忧及恐惧，只对错失机会的风险耿耿于怀。市场不是一个供投资者操作的静态场所，它受投资者自身行为的控制和影响。不断提高的自信应带来更多的担忧，正像不断增加的恐惧和风险规避共同在降低风险的同时增加风险溢价一样。这种现象称之为“风险的反常性”。最大的投资风险存在于最不容易被觉察到的地方。在所有人都相信某种东西有风险的时候，他们不愿购买的意愿通常把价格降低到完全没有风险的地步，广泛的否定意见可以将风险最小化，因为价格里所有的乐观因素都被消除了。当人人都相信某种东西没有风险的时候，价格通常被疯抬至蕴藏巨大风险的地步。

3) 控制风险 杰出的投资者之所以杰出，是因为他们拥有与创造收益的能力同样杰出的风险控制能力。过去没有出现不利环境不代表不需要风险控制，即使结果显示当时可以不必进行风险控制。重要的是意识到，即使没有发生损失，风险也有可能存在。因此没有损失并不一定意味着投资组合是安全的。风险控制在繁荣期是观察不到的，但依然是必不可少的，因为由盛转衰是轻而易举的。在市场平稳或上涨时，我们无从得知投资组合的风险有多大。这就是沃伦·巴菲特所观察到的，除非潮水退去，否则我们无从分辨游泳者谁穿着衣服，谁又在裸泳。风险控制是规避损失的最佳方法，反之，风险规避则有可能会连同收益一起规避。

投资的四个关键要素：收益率、风险、时间和成本，我们能够控制后三者。迟早，投资收益必须由未来的现金流量决定，市场只是提供了一种流动性。

风险控制三方式：忽视股权风险；通过扩大股市多元化的程度来降低风险；通过减少股权暴露的方式来降低风险。所谓忽视股权风险，就是在可承受的能力之上，坚定持有，忽视市场波动，所谓多元化，就是买下整个市场，所谓减少股权暴露，就是配置一定比例的债券或者持有部分现金。

结果是不确定的，但我们可以对发生的后果进行一些控制，这就是风险管理的实质。



霍华德：让你陷入麻烦的是你以为知道的事

01 //你必须理解世界是由不确定性构成的

我们要认识到，世界是一个充满不确定性的世界，这样才能了解如何应对这个世界。要是你觉得应对未来的方法是准确预测将来会发生什么，认为自己正确无误并把这作为行动依据，肯定是自找麻烦。要是意料之外的事情发生了，你的结局可能很糟糕。

幽默的马克·吐温说过：“让你陷入麻烦的，不是你不知道的事，而是你自以为知道、其实错误的事。”我认为，太相信未来可能是危险的根源。

02 //太多的不确定性是我们这个世界危险的来源

把投资建立在对未来的预测上是一件很危险的事，我的预测不必比其他人好到哪里，毕竟没有人对未来宏观能做出正确的预测。所以我们的投资组合一定要在各种宏观情况下都有不错的表现，以此控制风险。知道我们无知，才能接受未来的多种可能。

03 //我理解的世界的发展往往是由随机事件控制的

我们不能说未来一定会怎样，未来是由可能发生的随机事件组成的。就算你知道随机事件的分布、各个事件的相对概率，你也不知道这些事件什么时候会发生。我觉得这很重要。

04 //留下安全空间应对不确定性

可以说，在我的职业生涯中，我能取得成功，就是因为我研究将来可能发生什么、但是不认为一定会发生，给不确定性留有余地、给可变因素留有余地，为不确定性的世界中的生活做好准备。

05 // 风险恰恰是大多数人认为不会发生的事

什么是风险？一个非常好的解读是：“风险是指总有意料之外的事情发生”（Risk Means More Things Can Happen Than Will Happen）（伦敦经济学院教授埃洛伊·迪姆森指出的）。

如果一个风险在当前市场上，大多数投资者都认为会发生，那么这就不是风险；如果大多数投资者都认为某件事未来不会发生，那么这件事就是风险之所在。

但是真相是我们永远不知道某一件事情会不会发生，从这一点来看，我们又必须努力去认知未来，去了解其可能性，但是永远不要假设我们已经完全搞清楚了。

06 // 没有特别糟糕的记录好过时好时坏

西蒙·拉莫（Simon Ramo）写了一本关于网球的书，对我产生了很大影响。西蒙说有兩種网球比赛，一种是赢家的比赛；一种是输家的比赛。

赢家的比赛是费德勒、德约科维奇、纳达尔、桑普拉斯这样的职业选手打的。网球冠军赛中的赢家技巧娴熟，球技炉火纯青，根本不用担心网球的反弹、风速、阳光刺眼、技术不到家等情况。他们想怎么打就怎么打，简直随心所欲。

赢家的比赛是属于赢家的。赢家打出去的球，对手接不住。要在冠军赛中获胜，必须打出赢家才能打出来的那种非常刁钻的球。

至于我们，我们打不出来赢家那样的球。我们比赛获胜，主要是靠避免打出输家那样的球。

像我这样的业余爱好者打不出刁钻的球，就连简单的球有时都接不住。我们追求的就是把球打回去，我们就是把球打回去，我们就是把球打回去，我们就是把球打回去。

我们知道要是我们能打回去十次，对手可能只能做到九次。或早或晚，对手的球就会出界或者过不了网。我们不靠打出好球获胜，我们靠不坏球获胜。

当我读到这篇文章时，把这个概念引申到投资上，我当时就有醍醐灌顶的感觉。我们生活在不确定的世界，很难总是做出成功的投资，那些追求伟大成功的人往往却失败了。

我得出了一个结论，对我来说，我们要在投资中长期取得成功，或许最好的方式是不犯错，不做错误的投资，没有糟糕的年份。只要一笔一笔积累良好的投资，只要一年又一年业绩稳健，二十年、三十年、四十年、五十年，长此以往就是成功的投资生涯。

关键是不可能每次都对，很难知道将来会怎样，很难打出一记好球或做出一笔漂亮的投资，一蹴而就成功，但是我们只要避免失败，就走上了通过投资成功的正路。在投资这行，要是你20年、30年、40年都没有出现过糟糕的业绩，你的记录就是一流的。

07 // 投资不应该基于宏观经济预测

宏观预测是指预测经济、市场、利息将来会如何变化，研究的是大局。这些东西，首先是很难研究明白，其次是很难比别人研究得更明白。

像我这样的人，去预测明年世界经济、美国经济或中国经济或利率或中国 A 股会怎样，我和别人比有什么优势？这些东西，很难比别人研究的更明白。而我们取得更好的投资业绩，靠的就是比别人研究的更明白。

08 // 你应该如何投资呢

第一，你要考虑未来会出什么样的投资结果。构建一个投资组合时，这个投资组合至少要 OK，即在其任何可能出现的场景下依然是可行的，在这个条件下才来投资。

第二，努力控制风险。这个风险是要在你能够考虑到的任何场景下不至于失控，这样你才不至于遇到糟糕的投资业绩。

第三，我们不会假设我们能够理解宏观经济，但是我们确实应该知道更多微观的东西。什么是微观呢？就是公司，行业还有证券。在这些具体，比较小的画面的任务清单上，如果你能非常努力的研究这些同时又有正确的技巧，你就可以做到比别人更深入理解这些公司。

09 // 投资的圣杯：便宜货

1968年，我刚进花旗银行工作时，公司投资了所谓的“漂亮五十”，就是美国最优秀、成长最快的五十家公司，包括惠普、德州仪器、可口可乐、默克、礼来。问题是这些公司太贵了，要是你1968年买了这些公司，持有五年，到了1973年，你会亏损80%到90%，虽然你买的是美国最好的公司。

此外，在这些公司里，有的被寄予厚望，最后却陨落了，比如，柯达、宝丽来。现在用胶卷拍照的人很少了，也很少有人用拍立得相机，因为我们用手机可以免费拍无数的照片。这些公司基本就消失了，可当时在1968年，人们以非常高的价钱投资这些公司，相信它们永远都会那么完美，想不到它们会消失。关键是，你买很优秀的公司也可能亏大钱。

我们从中可以学到一个道理：好公司和好投资不是一回事。买好公司能亏很多钱，而买差公司能赚很多钱。这告诉我们，决定投资收益的肯定不是公司的质地。

那么，决定投资收益的是什么？是买入的价格。要是公司价格贵，你可能亏钱。如果质地较差的公司价格便宜，你可能赚钱，甚至是安全地赚钱。这一点对我的投资理念形成非常重要。

我认识到，重要的不是买什么，而是花了多少钱买的。关键不是买好东西，而是要买得好。这非常非常重要。

10 //智者开创，愚人模仿

在投资中，每个趋势到最后都会走向极端。

当A股2000点时，投资A股的人做的是正确的事。但是后来，股票上涨，其他人也被吸引来了，其他人也买，越买越多，越买越兴奋，还用杠杆买。后来在5000点买入的人就遭殃了。

这告诉我们，如果你在趋势早期行动，在正确的时机和价格行动，你就能安全地取得良好收益。如果你在趋势末期行动，不管时机和价格，你可能遇上大麻烦。

11 //永远不要忘记六英尺高的人

可能淹死在平均五尺深的小河里

我们做投资，不能只追求平均活下来，必须每天都活下来。

因此，我们构建的投资组合必须要能经受得起最恶劣的考验。我们对投资的管理必须要很专业、有很强的风险意识、有很强的保守意识，这样我们就度过艰难的时光。

好日子容易过，日子好的时候，活下来并不难，这时候其实大家过得都很好。难的是谁能度过艰难的时光，那些投资组合过于激进，那些杠杆过高的人挨不过艰难时刻，六英尺高的人却淹死了，说的就是这些人。

12 //是比别人早了很多，还是做错了，两者很难区分

正如前面所说的，投资面对的是未来，在投资领域，做正确的事情很困难，始终在正确的时机做正确的事情是不可能的。也就是说，即使我们做的事情是对的，我们的时机可能不是完全正确。

我们很可能太早了，要是太晚，可能就麻烦了。所以你应该希望自己太早了。但是如果你太早了，在一段时间里，看起来你是做错了。

当A股达到4000点时，有些人说不行，太危险了，他们离场了。从4000点到5000点，看起来他们错了，他们自己也觉得错了，他们可能很后悔在4000点离场，只能看着别人一路赚钱到5000点。

他们觉得做错了，其实他们是对的，只是太早了。我们对时机的把握永远都不可能准确无误。你必须要有勇气、有信念，如果自己做的事情有充分的理由，最后事实终将证明你的行动是理智的。

我自己就必须要有勇气。我买价格正在下跌的东西，我买是因为便宜，是因为跌了，我喜欢，我就买了。它会继续下跌。我必须很自信，相信自己是正确的。不能因为继续跌，就卖了。所以你要牢记，在事实最终证明你是正确的之前，是比别人早了很多，还是做错了，两者很难区分。

13 //资产管理人的任务是什么

第一，控制风险。

资产管理人的任务是什么？是赚很多钱？击败市场？是跑赢华尔街？这些我们都不同意。资产管理经理的第一工作是控制风险。我们橡树资产把风险控制放在最高级别来看待。

我们把自己定位为一个另类的资产管理人。我们不投资主流的股票，主流的债券，我们发掘教少被关注的公司债，可转换证券，不良债券，可控投资（能源，基础建设），房地产，公开上市的股票（低估），新兴市场等，对应每一个类别，我们都有自己的投资策略。

第二，稳定性。

我们的投资绩效不会今年排名第一，然后明年排最后。我们一般在中间，因为我们杰出的风险控制，我们会在艰难的时段会脱颖而出。我们在过去 30 年达成了这个目标。

我们获得平均的收益，平均收益在牛市已经算是可以了，牛市每个人都赚钱，这已经足够了，但是我们的客户想要我们在熊市的时候业绩能够超出平均水平。

非常简单的概括就是：牛市我们获得平均收益，熊市我们获得超额收益。

如果我们能够一年又一年的，数十年的达成这个目标，会出现什么情况呢？我们的业绩波动性会低于平均水平。整体高出平均收益的回报，就是因为我们在熊市杰出的表现让我们把这个目标做到了，这也确实是很有必要的，这样我们的客户就会感到开心。

我认为这就是我们公司成长的秘密，我们经过 20 年达到千亿美元的规模，从 2006 的 35 亿到达今天 1000 亿，我们真正开始资产管理业务是在 2007 年，2008 年正是金融危机期间，我们至少在 2007 年接受了 100 亿资金，因为我们的业绩在熊市的时候会好过平均水平，我们能够为人们展示这个投资结果，大家就觉得橡树资本值得信赖，有能力交付一个持续的稳定的投资成绩。我们就成长了！

第三，我们寻找的是不太有效的市场那部分。

我们认为人们能够理解的那部分市场，投资者要获得优势去赚钱，是非常困难的；但是对于人们通常不能理解的那部分市场，你能够做到相对好一点，像债券，可转债券，个人抵押，基础实施建设，房地产，新兴市场.....这些项目获得投资优势相对要容易一点，但也没那么容易，只是相对于充分有效的市场上的产品相对容易一点。

第四，我们相信宏观经济的预测不是成功投资的关键。

前面已经讲过，我不相信宏观预测行得通。我认为，宏观预测不是成功投资的必要条件。我所知道的所有的成功的投资者，甚至包括巴菲特在内，都不是因为宏观预测比别人做得更好才取得成功的。他们取得成功靠的是他们关于公司、行业和证券的知识。

最后一点，我们不猜测市场涨跌。

在管理资金时，我们不会因为我们认为市场要涨了，就把钱投进去，认为市场要跌了，就把钱拿出来。这样猜涨跌太容易错了。我们就是进入市场，然后基本就留在市场里。但是我们会从市场资产的价格和周围投资者的心理出发，调整进取或保守的程度。

长期投资成功不是通过伟大的投资取得的，以棒球为喻，不是来自偶尔打出本垒打，投资者的长期成功源于构建一个安全的投资组合，其中失败的很少、糟糕的年份很少。要是你能把这件看起来简单、其实很难的事情做好，你就能在几十年里取得非常成功的投资业绩。这是我们的目标，我认为我们已经做到了。这就是我想和大家分享的。

14 //关于资产配置，霍华德建议。1、正如鸡蛋不要放在同一个篮子里，我们对未来未知，因此每个人都该多元化投资。2、没有“Magic Number”（具体的投资配置比例）。对于投资者来说，投资需要一步步来，感觉好了，就多做一些，循序渐进，如果不了解，投资过多只会更糟，可以犯错，但不能血本无归。3、同时也不鼓励投资组合中用极小的比例（小于 5%）去投资你看好的方面，因为过小的投资无论怎样的表现对你的组合起到的作用很小，没有意义。4、不要投资不理解的东西，如果完全不懂，就不要去做。



买入的股票只涨不跌，或者能够在股价上涨前精准买入，在股价下跌之前及时卖出，是每一个投资者“美好”的愿望。但实际情况是，任何股票都不可能只涨不跌，同时也没有哪一个投资者可以做到精准躲避掉股价波动中的所有下跌，仅仅享受股价上涨的过程。股票的波动是始终存在的，同时也是无法被预测到的。下面我们就来探讨一下波动的本质和波动的几个特点。

波动是股票的固有属性。那么是什么造成了股价的波动？每天市场上都充斥着成百上千条各式各样的信息，而不同的投资者结合其自身的理解，通过同一条信息得到的很可能是截然相反的两个结论。究其原因，是因为每一个投资者在分析处理信息的时候，都会受到他的个人经历、教育背景、甚至是当时那一刻心情的影响。在投资者得到不同结论后，做出的判断也是截然不同的，买入还是卖出，以及交易多少的数量。股价的波动是市场上众多投资者判断汇总后的一个表现现象，是股票的固有属性，每天四小时的交易时间，每年两百多个交易日，始终存在。

不仅股票的价格会出现波动，任何可交易性资产的价格都会存在波动。下图中是近 30 年（1988 年 3 月 8 日-2018 年 3 月 8 日）道琼斯工业指数、美国国债指数、黄金价格以及石油价格的走势图，我们可以发现这三种主要的可交易性资产的价格都是存在波动的。究其原因是这些资产交易的背后实质上都是人在操作。可能有人会说现在也有很多程序化交易，但是程序也是人写的，交易算法中不同因子所赋予的权重也是人来设定的。所以，只要是人来操作的，就会受到上面所说的个人经历、教育背景甚至是心情的影响，做出不同的判断。

波动几乎不可能被预测

短期股价的波动遵循的是几何布朗运动，是连续时间段内的随机过程，简单的说就是你永远无法预测短期未来股价的走势。原因也很简单，影响股价短期波动的因素实在是太多了。可能明天有个新公布的政策利好公司，但却因为某只基金因爆仓而清仓，致使股价没有上涨反而下跌；也有可能明天公司公告了计提下游重要客户的坏账，但却因为公司员工持股计划大量买入公司股票，让股价没有下跌反而还上涨。总之，这些因素都是无法被预测到的。

不仅短期股价的波动无法被预测，“黑天鹅”事件造成的大幅波动也难以预知，虽然事后人们会找出各种各样的理由来解释。黑天鹅事件定义来自一个典故，是说欧洲人观察了上千年，见到的天鹅全部是白天鹅，于是得出结论：所有的天鹅都是白的。后来欧洲人发现了澳大利亚，一上岸竟发现有黑天鹅。虽只是看见一只黑天鹅，但这个事件就足以颠覆一千多年来数百万次观察总结出来的历史结论。股票投资也是一样的，人们结合其自身的经历以及过往的经验，对当时时点接收到的所有信息综合分析后，得到一个对未来股价以及市场走势的预期。但现实情况是，任何两个时点的市场环境都不可能完全相同，用过往某个相似市场环境时点的经验做出判断，最终的结果也可能和预期大相径庭。

例如 2000 年美股的互联网泡沫。当时美国处于一个低息的周期，利率只有 4% 左右，而以互联网企业为代表的新兴经济体正快速兴起，互联网这个全新的概念给了投资者无限的想象空间，尽管当时互联网企业唯一能够盈利的商业模式就是网络广告。1999 年开始，市场上的资金开始疯狂涌入这些互联网企业，纳斯达克指数也快速飙升，互联网的泡沫也随之形成。在当时很多企业在 IPO 当日股价就攀升了数倍，整个华尔街陷入狂热的情绪当中。也许当中有人意识到了泡沫的存在，但并不知道这个泡沫会在什么时候破裂，加之人性逐利的特性，每个人都认为自己会在这个大厦轰然倒下之前全身而退。而就在人们沉浸在狂欢之中的时候，美联储宣布加息，利率从 4% 攀升到 6%，市场上资金的减少削弱了企业的盈利能力，因此企业广告投放的费用大幅减少，互联网企业赖以生存的网络广告业务随之萎缩。纳斯达克从最高点的 5048 点开始回落，整个下跌持续了 30 个月，跌幅高达 74.66%。

波动并不代表风险

现在投资组合管理的理论中，波动率通常被用来衡量风险的大小，而这只是统计学家为了让风险可度量化、易于理解的一个举措。事实上，波动和风险之间没有必然的联系，同时风险也无法被量化的描述。

举一个很简单的例子，有 A 和 B 两只股票，股票 A 在 3 个月内的每月收益分别为 8%、4%、

-4%，而股票 B 在相同时间内的每月收益均为-5%。三个月下来，股票 A 的波动率为 6.1%，而股票 B 的波动为 0；但对应的股票 A 的累计收益为 7.8%，股票 B 的累计收益为-14.3%。我相信没有哪位投资者会认为股票 A 的风险要比股票 B 更大，尽管股票 A 有着远高于股票 B 的波动率，因为没有人会想经历“毫无波动”的下跌。

那么波动率到底是什么？波动率实际上就是资产收益的标准差，用来衡量资产收益的离散程度，也就是说一只股票收益率差异越大，这只股票的标准差就会越大，意味着波动率也更大。这也就是为什么一只大部分时间都上涨的股票，最终获得了巨大的收益，却还有着很大的波动率。

再举一个现实中的例子。下图中选取了过去 5 年（2013 年 3 月 7 日至 2018 年 3 月 7 日）纳斯达克指数的收益曲线和巴克莱美国公司债指数的收益曲线作为对比，5 年的时间里，纳斯达克指数从 2764 点上涨到 6929 点，累计收益率为 150.64%，年化收益率高达 19.92%；巴克莱美国公司债指数从 1494 点上涨到 1940 点，累计收益率为 29.83%，年化收益率为 5.31%。再来看看波动率，巴克莱美国公司债指数的日收益波动率仅为 0.24%，而纳斯达克指数这 5 年的日收益波动率为 1.24%，是前者的 5 倍之多。那么这是否意味着在这 5 年的时间里投资纳斯达克指数的风险是投资巴克莱美国公司债指数风险的 5 倍呢？我想这个问题的答案应该是显而易见的。由此可见，波动并不代表风险，同时波动也不会对股票的收益造成影响。

什么才是真正的风险

既然波动并不能代表风险，那么投资股票真正的风险是什么？

第一种风险是买错了股票。很容易理解，就是错误判断了公司的基本面，公司的价值永远都不可能达到买入时公司股价反映的水平。

诺基亚就是一个很好的例子，在 iPhone 出现之前，诺基亚是全球手机市场的绝对龙头，市场占有率超过 50%。2007 年 iPhone 上市了后，智能手机的浪潮开始兴起，传统的功能机很快就被市场抛弃。诺基亚起初一直都没有重视智能手机对整个手机行业的颠覆，等到公司的市场份额不断被新起智能手机企业蚕食的时候，转型已经太晚了。公司的股价也从 07 年是最高的 38.39 美元下跌至 2.07 美元，跌幅高达 94.61%。试想如果投资者在 2007 年同样也忽视了智能手机对整个行业的颠覆，做出错误的判断而买入诺基亚的股票，损失将非常巨大。

相信绝大多数的投资者都有过相同的感叹，那就是曾经买过某只股票，要是能拿住到现在可就赚大了。有人可能会说，如果继续看好可以再买回来呀。但现实中更多的情况是，曾经卖出的股票可能再也不会买回来了，而且是卖出后涨的越多的股票越难买回来。这就是另外一个风险，即投资者在错误的时间点卖出了股票，这种情况发生的更为常见。

什么情况下是错误的时间点？就是在公司基本面没有发生恶化的时候，因为无法忍受股价的波动而选择卖出。那么为什么又把这种情况定义成是一种风险？因为一旦失去持仓，就无法享受之后的标的巨大的涨幅了。

巴菲特在 16 年年中开始买入苹果公司的股票，当时公司股价在 108 美元左右，在 17 年一季度的时候再次增持，在最新的 2018 年《巴菲特致股东信》中，我们发现苹果目前已经是巴菲特旗下伯克希尔·哈撒韦公司的第二大持仓股了。从 16 年年中到目前这段时间里，苹果股价的走势并不是一根平滑的直线，同样也是充斥着波动，在 18 年初同样也因为美股的震荡有出现了约 14% 的下跌。股价虽然在波动，但是苹果公司的基本面并没有发生恶化，巴菲特也并没有因为股价的波动而选择卖出自己的持仓。看好一个标的就坚定的持有，忍受期间的波动，这也就是为什么巴菲特可以创造 60 多年接近 20% 年化收益率的奇迹。

总结

波动是股票的固有属性，同时也是所有可交易资产的固有属性，且不论通过什么方法都无法对其进行预测。在股票投资中，波动并不意味着风险，真正的风险在于买错了股票或者说在错误的时间卖出了自己的持仓。认识波动，正视波动，忍受波动，只有这样才有可能在股票投资中获得高额的收益

7.9. 相对内在价值

绝对内在价值投资法，就是用 DCF 净现金流贴现法计算出公司的内在价值，用无风险收益率来做参照，投资收益大于无风险收益率，则可以买入股票。股神巴菲特说他也做不到精确计算，只能算个大概，具体可参见本书 3.5 节“现金流折现估值 (DCF)”中，巴菲特 1988 年买入可口可乐的内在价值计算。影响内在价值的因素太多，没有人可以全面考虑，特别是对未来的预测。这个理论具有方法论上的意义，但是在实践中用处不大。

事实上，我们做股票投资并不需要精确的知道公司内在价值的具体数字，只需要确定和其他公司内在价值相比的相对位置。根据第一章中内容，西格尔教授研究表明，美国 200 多年的股市整体收益为年均 6.6%，我们有理由相信未来长期整体股票收益可能接近这个数值，至少是正收益。那么股票的内在价值强于大部分的股票，则表明这个股票的收益率会强于整体股票收益率。

相对内在价值投资法，是把这个公司的内在价值与其它类似公司相比较，再综合考虑大盘做出买入决策。所以我们在调研和分析公司的时候，不能只收集这一个公司的信息，信息绝对值没有意义，比较而来的相对优劣势，才能作为决策参考。这也是为什么公司内部员工买卖自己公司股票没有优势的原因。这些员工只知道自己公司的绝对信息，但相对于同类公司或者竞争对手是强还是弱，没有自己的准确判断。例如，公司向新来的员工宣讲公司的优点，可能让员工觉得公司非常强。事实上，可能竞争对手强多了，只是公司没看到，或者没有告诉员工。再比如，员工身处公司的环境中，会觉察到一些管理制度或者人、事的弊端与问题，工作阅历不足的员工会觉得自己公司不好，卖空公司股票。事实上，可能是公司的管理水平在行业中已经是非常高了，公司内部是有一些问题，这些都是前进中的问题，不影响大局。

有深厚企业家背景的人，比如说段永平、巴菲特，做公司调研，只需要了解公司的事实，因为他们对社会上的企业管理水平和现状很清楚，也就是说他们心中有一个准确的标准。而中低水平的，比如，邱国鹭林奇，调研公司时喜欢了解对比信息。林奇为什么那么忙碌，原因之一是他没有企业家背景，需要大量的调研和对比。他们的方法都对，因为结果是比较得来的。

雪球上有一个讨论：上市公司的员工，买卖自己公司的股票，有没有超额收益？以下是精彩回答：

我的答案是没有。2013 年大学毕业校招进入海螺水泥（600585）陕甘区域，当年也是我第一次开始炒股，大概 9 月份 18 元左右买入海螺水泥 2000 股。买入逻辑：新员工被公司的反复培训洗脑，觉得海螺水泥就是中国最好的公司，当时公司口号为 5 年内进入世界 500 强，觉得公司前景一片光明，一定会越来越好。2014 年上半年清仓卖出，共亏损 2000 多元。卖出逻辑：经过接近 1 年时间工作，逐步发现企业存在的问题。1、产品质量相对于陕甘区域主要竞争对手冀东水泥不占优势，甚至略差，价格确略高于冀东水泥。2.公司管理层官僚思想严重，用人唯亲。销售部门管理层职务划分都是部长、部长助理、处长、处长助理等，且日常行为规范全和政府部门一个要求。各区域高层管理都是从安徽总部派人任职。直到 2015 年 3 月份离职，也一直是这个思路，一直不看好公司发展。2015 年 4 月入职海天味业（603288），一直看空公司股票，未买过。看空逻辑：首先，公司公布的销售业绩有水分，当年全年公司销售额 100 亿左右，但河南省经销商库存平均在人 25 个点以上，甚至很多地市在 30 多个点，全国也差不多，而公司给的合理库存水平是 11 个点。也就是公司 20%—30% 的销售额在经销商仓库里，管理层都在向上虚报库存。其次，公司一直的优势产品草菇老抽销量不断下滑，酱油的消费习惯逐步在从老抽向生抽过渡，而海天的生抽质量并未得到广大餐饮界客户认可，餐饮客户比较认可东古和李锦记的生抽产品。而从今年的股价看，海天味业和海螺水泥都大幅增长。综上所述，作为上市公司中层及以下员工，由于认知的局限性，可能看到公司的问题比机会更多，并不会比普通投资者更坚信公司会获得持续发展，从而长期持有本公司股票。

另外一位参与者发言如下。10 年到 16 年曾在中兴工作，中兴研发基本是本科及以上，炒股氛围确实很浓厚，以下举例都在比较惨烈的 11-12 年，那时是中兴比较惨的时期，甚至 12 年三季度与四季度亏了至少 20 多个亿。中兴员工还是比较喜欢买与持有中兴股票。a 同事，一直在 20 到 28 价位间做波段，10 年及之前，中兴大部分在此波段，但是 11 年之后惨了，一直跌，把

以前赚的也赔进去了。b同事，11年左右18块钱买入，在中兴15块钱时，曾聊天说赔了不少了，没想到后续赔的更多。c同事，在12-13年时，一起吃饭时，那时中兴股票8元左右，曾说8元很便宜了，在净资产附近，以后肯定能上10元，但是一桌吃饭的，基本无认同的，那时我也认为中兴会一直惨下去，d同事是科长，买了10万中兴股票，赔了5万，我说卖吧，不可能涨回来了，他说07年有色都能涨10倍多，以后中兴肯定也能，那时我心中满满的是鄙视感。

8. 公司财务分析

对于会计数据的分析和恢复包括两类：第一类是辨别虚假的会计数据，这包括各种通过操纵财务报表来粉饰或者故意低估上市公司业绩的行为。这类数据直接影响了会计数据的客观性和真实性，属于虚假信息披露的行为，辨别并纠正这些会计数据是对上市公司进行价值和财务分析的基础。没有准确的会计数据，对于上市公司价值分析的工作也就失去了立足点。这一类调整多见于损益表，因此在做损益表分析的时候要尤其注意。本章对于损益表的分析着重介绍了这部分知识。第二类虽然会计数据是客观、真实的，但由于会计数据是按照会计原则进行整理的，在诸多方面并不能真实反映金融学意义上的财务情况。这就需要我们根据会计学 and 金融学对公司行为的不同理解，将会计数据调整成金融数据并进行基于金融数据的公司分析。

本章也将按照这两条线索讲解对上市公司进行分析的过程：首先，应当充分考虑会计数据的真实性，并结合会计数据可能被操纵的线索将虚假披露的会计数据真实地还原成客观、有效的会计数据；其次，将会计数据调整为适合金融分析的数据，然后对上市公司进行金融学视角的分析。第二类调整是金融分析人员应该掌握的必要技能。这一技能也反映为金融分析人员阅读上市公司定期报表（季报、半年报和年报）的能力、金融分析人员实地调研以及与上市公司沟通的能力。

8.1. 公司财务报表

1) 数据与现实偏差的原因

① 会计准则的缺陷

会计准则在限制经理层对会计数据进行不当处理能力的同时，也不可避免地减少了会计数据所代表的信息量。例如，股份有限公司的研究开发费计入当期管理费用，但研发的结果可能是，许多项目没有产生有价值的成果，而有些项目却很有价值。现行的会计制度不允许对这两种结果进行不同的会计处理。

我国会计准则的修订渐渐向国际会计准则靠拢，然而某些处理方式仍无法准确反映经济现实。例如，新会计准则要求上市公司损益表中要单独设置“公允价值变动损益”项目，以评估交易性金融资产等公允价值变动对上市公司损益的影响。然而，此项损益只有在金融资产被处置之后才能真正实现。因此在未处置之前，损益变动存在不确定性，从而无法真实准确地反映出上市公司的经济现实。

② 预测的偏差

在权责发生制下，企业的收入和费用的确认含有主观成分。一项交易发生之后，由于经理人员不能准确无误地对交易结果进行估测，就会造成会计数据和经营实际结果的偏差。例如，在新会计制度下，当一个企业卖出产品而尚未收回货款时，要求经理人员对应收账款的收回概率进行预测，以确定坏账准备的提取方法和提取比例。由于交易的复杂程度、对方企业的信誉及未来经济发展的状况都是不确定的因素，经理人员不可能对此做出完全正确的预测，结果就是坏账产生的实际情况高于或低于坏账准备的数额。

在权责发生制下，企业的收入和费用的确认含有主观成分。例如，根据新会计准则，上市公司的研发费用以研发步骤分为研究阶段和开发阶段。研究阶段的支出费用化，计入当期损益；开发阶段的支出在一定条件下允许资本化，计入无形资产。然而，对于开发费用资本化的评估含有大量主观因素，同时会计人员需要具备相应的技术水平才能做出合理预测，这在实际操作上有很大的难度，因此费用的预测会存在一定偏差。

③ 经理人员通过影响会计数据来达到自己的目的

经理人员完全有能力在会计准则许可的范围内，按自己的意愿对财务报表施加影响。在坏账准备提取的方法和比例上，在存货的计价上，在固定资产折旧的方法上，新会计制度都允许有自主选择的灵活性。经理人员对会计数据的影响可能出于以下动机：

(1) 维护经理层个人利益。例如，在以利润实现为业绩考核指标的情况下，企业的高级管理人员就有可能通过更改会计政策和账项调整的方法来操纵利润，以达到自己获得高额分红或保住现有职位的目的。

(2) 满足在资本市场上筹资的条件。对于上市公司而言，配股是一条重要的筹资渠道，大部分经理人员都有将更多的资源置于自己控制之下的内在冲动，因而倾向于高比例和高股价的配股。对于那些经营不善、资金匮乏的企业更是如此，管理人员有可能出于达到配股条件的目的来操纵利润。这种企业财务报表中会计数据的可信度值得怀疑。

(3) 满足借款条款规定的需要。企业在向债权人借款时常常被迫接受一些限制性的债务条款，比如要求企业保持一定的还本付息比率、营运资金比率和净资产值等。一旦企业达不到这些比率的要求，债权人有权要求企业提前偿还有关债务。经理人员有可能通过调整账项的方法来达到这些比例。

2) 上市公司报表的阅读

上市公司的定期报表是获得上市公司经营状况的最重要信息来源之一。对于上市公司定期报表的阅读，其基础就是目录中的数据。

目录

第一节 重要提示、目录和释义	1
第二节 公司简介	3
第三节 会计数据和财务指标摘要	5
第四节 董事会报告	9
第五节 重要事项	41
第六节 股份变动及股东情况	45
第七节 董事、监事、高级管理人员和员工情况	50
第八节 公司治理	59
第九节 内部控制	64
第十节 财务报告	65
第十一节 备查文件目录	65

目录的第二节是对上市公司历史、现实和未来经营战略及经营情况的总结，其中包括会计数据和业务数据摘要、历史财务数据摘要、境内外审计差异（仅限境内外上市公司）、相关财务报表的补充财务数据等。阅读会计数据和业务数据摘要，是掌握上市公司经营状况的最关键、最核心数据。第三节和第十节是财务数据的核心部分，其中披露了资产负债表、损益表和现金流量表的全部内容。结合这些数据，金融分析人员就能对上市公司的现实经营情况和历史经营情况做出一个宏观的比较分析。第六节介绍了股份变动及股东情况。由于股东的结构和股本的构成直接决定了企业的发展方向和发展战略，因此对该节的内容进行深度挖掘也具有极其重要的意义。第七节和第八节涉及公司的治理和高管人员的介绍。虽然公司的管理机构是一个团队，但是核心的人物往往是公司关键发展方向的确定者。就像杰克·韦尔奇成就了 GE 的传奇、比尔·盖茨造就了微软王国一样，任何一个上市公司中都可能有一小部分核心人员决定了企业发展的方向、风格和前途，因此这两节的分析更加侧重于上市公司战略层面的内容，也是不可忽视的。同样重要的是股东的结构，不同的股东结构，包括股东性质（国有股、社会法人股、自然人股）和股东结构（是否具有绝对控股的股东、第一大股东与其他股东之间是否有制衡关系）两方面。定期报告中还有一部分是财务情况和企业经营状况的分析，也就是“管理层讨论（management analysis）”，

该部分在我国上市公司报告中通常放在第四节董事会报告中体现。部分公司会用“董事会关于公司报告期内经营情况的讨论与分析”或“讨论与分析”等名称代替“管理层讨论”一词，但内容是大致相同的。对于这一部分的分析，其重要程度不亚于第三节和第十节。

8.2. 资产负债表

资产负债表是反应在特定日期企业资产与负债状况的重要文件。通过资产负债表，我们可以得到某一确定日期（通常是在季度末或年末）资产的总额及其结构、企业拥有或控制的资产及其分布情况。例如，通过分析流动资产和固定资产的数据，可以获得流动资产和固定资产的相对比例、企业流动性状况、企业账款收回情况、企业资产减值情况、企业资产折旧情况、企业固定资产使用状况等重要数据。通过资金来源方的数据还可以获得企业资本结构、债务结构等数据。通过将资金运用方和资金来源方的数据进行比较，可以获得企业偿债能力、债务风险、金融杠杆等数据。

资产负债表主要由资金来源方和资金运用方两部分组成，分列在资产负债表的左右两个部分，因此又称“T型账户”。资金来源方包括长期负债和股东权益两部分，资金的运用方包括流动资产、固定资产等部分。

1) 资产负债组成情况

资产负债的组成情况分析主要包括：资产负债率、企业债务结构、流动资产结构、流动比率、速动比率、现金比例、存货周转情况、应收账款周转情况、应付账款周转情况等，下面对这些内容分别介绍。

企业的资产负债率是反映企业资本结构的重要指标，也是反映企业可能的信用风险的重要参照指标。企业资本来源通常包括两种：债务资本融资和权益资本融资。债务资本占总资本的比例通常由行业特点、企业融资渠道等决定。不同行业的资产负债率通常有较大的差异，同一行业内不同的企业由于其二级市场再融资难度、发行企业债券难度以及银行信用额度的不同，也会有一定的差异。一个普遍的结论是：债务融资有利于享受利息税盾部分的企业增值，但同时会增加企业的破产成本；不同的金融体系也会导致企业对融资来源的不同依赖程度。

总体而言。铁路、药业、能源等行业的企业资产负债率较低，而地产、保险等行业的企业资产负债率较高。即使处于相同的行业，不同的上市公司由于异质的融资能力和偏好，其资产负债率也会体现出较大差异。例如，同样处于证券业的方正证券和招商证券，前者的资产负债率仅为47.05%，而后的资产负债率则达到了65.89%；同样处于食品饮料行业的贵州茅台和伊利股份。前者的资产负债率为21.21%，而后的资产负债率则达到了62.03%。

流动比率

流动比率是反映企业偿债能力的重要指标，指流动资产总额和流动负债总额之比。流动比率这一指标认为，对企业债务进行偿付保障的是企业的流动资产，如现金、存货、应收账款等。

流动比率可以反映短期偿债能力。企业能否偿还短期债务，要看有多少债务，以及有多少可变现偿债的资产。流动资产越多。短期债务越少，则偿债能力越强。如果用流动资产偿还全部流动负债，则企业剩余的是营运资金（=流动资产—流动负债），营运资金越多，说明不能偿还的风险越小。因此，营运资金的多少可以反映偿还短期债务的能力。

但是，营运资金是流动资产与流动负债之差。是个绝对数，如果企业之间规模相差很大，那么绝对数相比的意义很有限。而流动比率是流动资产与流动负债的比值，是个相对数，它排除了企业规模不同的影响，更适合企业间以及本企业不同历史时期的比较。

一般认为，生产企业合理的最低流动比率是2。这是因为，流动资产中变现能力最差的存货金额约占流动资产总额的一半，剩下的流动性较大的流动资产至少要等于流动负债，企业的短期偿债能力才会有保证。人们长期以来的这种认识，还不能成为一个统一标准，因其也未能从理论上证明。

计算出来的流动比率，只有和同行业平均流动比率、本企业历史的流动比率进行比较，才能知道这个比率是高还是低。这种比较通常并不能说明流动比率为什么这么高或低，要找出过高或

过低的原因还必须分析流动资产及流动负债所包括的内容以及经营上的因素。在一般情况下，营业周期、流动资产中的应收账款数额和存货的周转速度是影响流动比率的主要因素。

通常对固定资本投入需求较小的行业和企业的流动比率较高，反之亦然。贵州茅台的流动比率远远高于2，而中国联通、伊利股份、山东黄金等需要大规模资本投入的企业流动比率极低。这是由于贵州茅台的大量资产以存货形式存在，而中国联通、伊利股份、山东黄金等上市公司由于流动资产很少，所以流动比率相对较低。

速动比率

流动比率虽然可以用来评价流动资产总体的变现能力，但人们（特别是短期债权人）还希望获得比流动比率更进一步的有关变现能力的比率指标。这个指标被称为速动比率，也称酸性测试比率。速动比率是指企业速动资产与流动负债的比率，速动资产是企业的流动资产减去存货和预付费用后的余额，主要包括现金、短期投资、应收票据、应收账款等项目。

在计算速动比率时要把存货从流动资产中剔除的主要原因在于：

- ① 在流动资产中，存货的变现速度最慢。
- ② 由于某种原因，部分存货可能已损失报废但还没做处理。
- ③ 部分存货已抵押给某债权人。
- ④ 存货估价还存在着成本与合理市价相差悬殊的问题。

综合上述原因，在不希望企业用变卖存货的办法还债以及排除使人产生种种误解因素的情况下，把存货从流动资产总额中扣除后计算出的速动比率，反映的短期偿债能力更令人信服。

通常认为正常的速动比率为1，低于1的速动比率被认为是短期偿债能力偏低。这仅是一般的看法。因为行业不同，速动比率会有很大差别，没有一个统一的标准。例如，采用大量现金销售的商店，几乎没有应收账款，因而出现远低于1的速动比率是很正确的；相反，一些应收账款较多的企业，其速动比率可能要大于1。影响速动比率可信性的重要因素是应收账款的变现能力。账面上的应收账款不一定都能变成现金，实际坏账可能比计提的准备要多；季节性的变化可能使报表的应收账款数额不能反映平均水平。对于这些情况，外部使用人不易了解，而财务人员却有可能做出估计。

利息保障倍数

利息保障倍数（interest coverage ratio），又称已获利息倍数（或者叫做企业利息支付能力比较容易理解），是指企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用的比率（企业息税前利润与利息费用之比）。息税前利润是指损益表中未扣除利息费用和所得税之前的利润，可以用“利润总额加利息费用”来预测。

利息费用是指本期发生的全部应付利息，不仅包括财务费用中的利息费用，还应包括计入固定资产成本的资本化利息。资本化利息虽然不在损益表中扣除，但仍是要偿还的。利息保障倍数的重点是衡量企业支付利息的能力，没有足够大的息税前利润，资本化利息的支付就会发生困难。

周转率及周转天数

周转率或周转天数是反映企业经营效率的指标，主要包括存货、应收账款、固定资产周转率和周转天数。

（1）存货周转率和存货周转天数。在流动资产中，存货所占的比重较大。存货的流动性将直接影响企业的流动比率，因此必须特别重视对存货的分析。存货的流动性一般用存货的周转速度指标来反映，即存货周转率或存货周转天数。

存货周转率是衡量和评价企业购入存货、投入生产、销售收回各环节管理状况的综合性指标。它是销货成本被平均存货所除而得到的比率，或称为存货的周转次数。用时间表示的存货周转率就是存货周转天数。存货周转率（次数）=销售成本/平均存货余额（还有一种是存货周转率（次数）=营业收入/存货平均余额，该式主要用于获利能力分析）

公式中的“销货成本”数据来自损益表，“平均存货”数据来自资产负债表中的“期初存货”

与“期末存货”的平均数。

一般来说，存货周转速度越快，存货的占用水平越低，流动性越强，存货转换为现金或应收账款的速度越快。提高存货周转率可以提高企业的变现能力，存货周转速度越慢则变现能力越差。

存货周转率（存货周转天数）指标的好坏反映存货管理水平，它不仅影响企业的短期偿债能力，也是整个企业管理的重要内容。企业管理者和有条件的外部报表使用者，除了应分析批量因素、季节性生产的变化等情况外，还应应对存货的结构以及影响存货周转速度的重要项目进行分析。

（2）应收账款周转率和周转天数。应收账款和存货一样，在流动资产中有着举足轻重的地位。及时收回应收账款，不仅增强了企业的短期偿债能力，也反映出企业管理应收账款方面的效率。反映应收账款周转速度的指标是应收账款周转率，也就是年度内应收账款转为现金的平均次数，它表明了应收账款流动的速度。用时间表示的周转速度是应收账款周转天数，也称应收账款回收期或平均收现期，它表示企业从取得应收账款的权利到收回款项、转换为现金所需要的时间。其计算公式为：应收账款周转率=销售收入/平均应收账款。

一般来说，应收账款周转率越高、平均收账期越短，说明应收账款的收回越快；否则，企业的营运资金会过多地呆滞在应收账款上，影响正常的资金周转。影响该指标正确计算的因素有：

- ① 季节性经营的企业使用这个指标时不能反映实际情况。
- ② 大量使用分期付款结算方式。
- ③ 大量的销售使用现金结算。
- ④ 年末大量销售或年末销售大幅度下降。

这些因素都会对该指标的计算结果产生较大的影响。

2) 资产收益情况

资产收益情况通常使用杜邦分解来表现。企业净资产收益率的高低受两个因素制约：一是由经营总资产所产生的利润；二是总资产相对于所有者权益的比例。

企业的获利能力有三个发动机，销售利润率取决于公司的经营管理，总资产周转率取决于投资管理，财务杠杆取决于融资政策。因此，我们可以通过对这三个比率的分析来了解企业经理人员在何种程度上贯彻了公司的各项战略。

8.3. 损益表

会计数据构成了上市公司财务报表的主体，是外部投资者据以对上市公司进行分析的数据基础。以往我们在对上市公司进行财务分析时，通常直接对会计数据进行加工处理，而忽视了财务报表的原始数据有可能并没有真实、准确地反映企业经营现实，会计数据分析的目的就是评估一个企业的会计记录是否真实地反映了其所代表的经济活动通过对企业的会计政策和会计预测进行评估，证券分析人员能够知道他所使用的财务报表在多大程度上扭曲了经济现实。进而对这些扭曲进行“恢复”，为后面的财务分析提供一个真实的数据基础。

1) 判别损益表虚假数据可能科目

一个企业身处的行业特性和它所选择的竞争战略，决定了该企业的主要成功因素和面临的主要风险，会计数据分析的一个主要目的就是评估企业在何种程度上运用了这些成功因素，以及在何种程度上控制了主要风险。例如，对于一家主营设备租赁业务（如汽车租赁）的上市公司来说，最主要的成功因素是企业能正确地预测被租赁的设备在租赁期末的残值。就此企业而言，对其经营影响最大的会计政策是设备残值的计算方式。不同的计算方式将会极大地影响公司的账面利润和账面资产价值。如果残值被高估，企业将来就面临着巨大的资产冲销风险。

同样，银行业的基本成功因素是利息的收取和信用风险的管理水平；零售业的基本成功因素是对存货的管理；制造业的基本成功因素是产品质量、产品创新以及售后产品返修率。证券分析人员首先要弄清与这些成功因素联系最为紧密的是哪些会计政策。例如，银行业最重要的成功因素是信用风险的控制，与信用风险联系最紧密的是贷款的坏账准备；制造业最重要的成功因素是产品质量，在进行会计数据分析时要特别重视公司产品质量保证金的支出和储备情况。

现行会计制度对企业采用何种会计政策赋予了很大的自由空间。例如，企业可以自由选择

折旧方法包括平均年限法、工作量法、年数总和法、双倍余额递减法，库存商品成本计价可采用先进先出法、加权平均法、移动平均法、个别计价法、后进先出法；坏账准备的提取方法和比例也可以由公司按照自己的业务特点自行确定。为了保证会计政策的连续性和可比性，法律规定一种会计政策一经确定不得随意更改，如需变更，应在会计报表附注中加以说明。需要明确的是，企业获得的会计政策自由度越大，从理论上说，该企业会计报表中的会计数据就越有可能准确地反映经营的实际情况。例如，如果银行业的坏账提取比例是一个行业内通用的固定比例，那么同样数量的坏账准备就潜在地减少了资产状况良好银行的利润而虚增了资产状况较差银行的收益。因此，如果企业在与主要成功因素紧密相关的会计政策处理上没有灵活度，它所提供的会计报表就很可能无法反映真实的经营状况。

2) 损益表虚假数据的可能迹象

根据新会计制度，上市公司的管理者在选择会计政策时有较大的自由度。企业经理既可以利用这一自由度更好地向股东反映企业的经营状况，也可以利用它们掩盖经营问题，误导投资者。从构成上说，利润有主营业务收入减去销售成本、期间费用；其他业务收入减去其他业务支出；投资收益；营业外收支；以前年度损益调整。上市公司也正是从以上各项收入与费用入手进行利润操纵的。以下是一些经常出现不真实数据的科目。

① 与销售额增加相关的应收账款的大幅增加

这一现象可能是由于公司放宽了对赊款销售的控制，以扩大当期的收益。销售政策的改变可能是出于扩大市场占有率、提高存货周转率等原因，也可能是公司为了完成上级的考核指标（对国有控股公司尤其要注意）、经理层红利获得等原因来粉饰财务报表。不论是何种情况，公司在以后的会计期间都将面临因客户违约而造成的应收账款冲销以及下期销售收入增幅下降的问题。

上市公司为增加本年利润可以在本年内（一般是年末）向外销售商品，同时私下协议于下一年以销售退回的方式收回，从而增加本年的主营业务收入及主营业务利润。《股份有限公司会计制度》中对销售退回的规定是，上期销售退回的处理直接冲减本期销售收入，如在资产负债表财务报告发送之前则进行报表调整。所以，只要退货的时间安排在财务报告发送之后，公司就可以这种假销售方式增加本年利润。虽然这会导致下一年销售收入的减少（冲减退回期的销售收入），但对于具有很强短期利益要求（如限期扭亏或10%配股限制）的公司来说，也不失为一个可行之策。

② 公司的报表利润与由经营所产生的现金流量之间的比例变化

由公司经营活动所产生的现金流量是公司赖以生存和发展的根源。在会计政策没有发生变化的情况下，报表利润与经营所产生的现金流量之间应有一种相对固定的比例关系。经理人员可以通过对费用分摊计提方式的变化来影响报表利润，但无法影响经营所产生的现金流量。

③ 因处置长期资产而产生的巨大利润

当上市公司的经营业绩较差的时候，公司往往倾向于出售固定资产，比如土地、在其他公司的股权等长期资产来增加当期收益，这种收益是非持续的一次性收入，但对静态市盈率的影响很大，容易误导投资者。其主要方法有以下几种：

(1) 进行债务重整，将应收账款转为长期股权投资。大量应收账款的存在使公司的应收账款周转率偏低，表现为经营效率的低下；同时，现行会计准则要求公司每年年末按应收账款余额的一定比例提取坏账准备，计入本期的期间费用（管理费用）。应收账款数额越大，提取的坏账准备越多，本期的费用也越高。如果年末应收账款大量减少，公司不仅不用继续提取坏账准备，而且上一年多提的坏账准备还可以冲减本期的管理费用。为了减少本期账面上的费用支出，上市公司可以采取债务重整方式将应收账款转化为对该企业的股权投资。这样，一方面使年末应收账款总额明显减少，因此计入本期期间费用（管理费用）并需要提取坏账准备的金额减少；另一方面使公司应收账款周转率提高，表现为经营管理效率的提高。公司对于这部分投资可以用成本法记账（即使对该单位的投资占有表决权资本总额的20%以上，也可因不具有重大影响而采用成本法计价），这样就可以不在账而上分担被投资企业每年的亏损。虽然投资收益额与长期投资相比表现得效率很低，但总比作为坏账冲销有利得多（至少不作为费用冲减利润）。

(2) 向关联方出售长期股权投资。会计准则并不要求公司对出售长期投资的行为按公允价

值调整，因为股权投资的价值很难确定。所以通常是按实际收到的金额减去该项投资账面价值的净额计入本期投资收益。公司常用此种方法将其持有的长期投资以较高的价格出售给其集团公司或不纳入合并报表的关联企业，以增加其投资收益。

(3) 改变长期股权投资计价方法。会计制度规定，对于按权益法计账的长期股权投资，每年期末按所占股份的比例分担被投资企业的净损益，借记或贷记“投资收益”科目。如果上市公司持有长期效益不好（亏损）的长期投资，按规定每年都要分担被投资企业的净亏损，即投资收益为负值；而此时这部分股份的售价已低于账面价值，若在市场上出售会直接恶化本期投资收益，因此公司可以不再具有重大影响为由，将这部分股权投资的计价方法由权益法改为成本法核算（会计制度允许），从而将这部分长期投资对于公司损益表的不利影响化解。

④ 中期报表与年度报表的收益相差甚大

企业的经营是一个持续的过程，一般来说，在一个会计年度中上市公司的获利能力不会有太大的变化。有些上市公司的中报收益与年报收益相差 10 余倍，经营业绩在一年中出现大幅波动，这种现象非常值得重视。企业的经营活动的确有季节的差别，例如空调生产企业的销售旺季在夏季，具上半年的业绩一般要占到全年收益的 2/3；相反，电视机的销售额通常在下半年有所放大。但我们要注意到中报和年报在审计要求上的差别，中期不进行分红和配股的企业中报不要求必须经过审计。因而不排除上市公司与庄家联手操纵中报收益，起到拉抬或打压股价的作用。

⑤ 关联交易带来的利润增加

关联方关系定义为在企业财务和经营决策中，如果一方有能力直接或间接控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响。即被视为关联方（同是国家控制的国营企业不能一概而论）；如果两方或多方同受一方控制，也视为关联方。有关联关系的企业主要指：以子公司之间或受同一母公司控制的子公司之间；合营企业、联营企业；主要投资者个人（持股 10%以上）、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员及其直接控制的其他企业。关联企业之间的交易在作价上存在非市场因素干扰的可能，证券市场上大量的上市公司和其母公司或其他关联企业进行资产置换及资产买卖而带来的巨额利润增加，都是值得注意的。

在主营业务收入中制造虚增是比较困难的（也容易被注册会计师查出），公司可以通过“其他业务收入”的调整来影响利润总额。其他业务收入包括材料销售、技术转让、代购代销、包装物出租等收入。在这种操作中，通常并不采用一般商品的购销，因为一般商品交易存在市场公允价格，按规定需按公允价格进行调整。

上市公司更倾向于向关联交易人（主要是集团公司，因为被上市公司直接或间接控制的关联公司（如子公司）是要纳入合并报表的，内部之间的交易在编制合并报表时进行抵消，在合并报表中并不表现为销售收入）出售劳务活动来增加其他业务收入。与一般商品不同，有些劳务活动是独特的，很难找到公允价格。这些劳务主要包括出售已有的研究开发成果、提供加工服务、提供经营管理服务、直接向集团公司收取收入；此外，上市公司也可以通过直接或间接让关联单位为其负担某些费用的方式减少费用开支、增加利润，具体有以下主要手段：

(1) 转让研究开发成果。会计制度规定，自行开发过程中发生的费用，计入当期费用如果是自行开发并按法律程序申请取得的无形资产，按依法取得时发生的注册费、聘请律师费等费用，借记“无形资产”，贷记“银行存款”等科目。尽管这部分活动计入了费用，开发公司仍可转让其研究开发行为的成果。按实际取得的转让收入，借记“银行存款”，结转转让无形资产的摊余价值。借记“其他业务支出”（由于允许计入无形资产的开发费用很少，其他业务支出金额很少），贷记“其他业务收入”，因此上市公司可以通过关联交易对其花费很少的研究活动收取大量金额来增加本年收入（虽然这种转让不一定会为受让的关联方带来利益）。

(2) 以费用分担方式转移期间费用。这种方式是以其他单位愿意承担上市公司某项费用的方式减少公司本年期间费用，从而使本年利润增加，如由集团公司承担保险费、运输费、广告费等（一般是承担影响主营业务利润的期间费用）。

(3) 向关联方出租资产与土地使用权来增加收益。会计制度对出售资产的要求是必须以公允价格成交，而且需要结转资产的成本。一般来说，通过公允价格处置长期资产不一定会得到净收益。由于会计制度对租金收入合理性的规定较少，所以上市公司往往通过向关联方出租长期资

产的方式由外部转移收入。取得确定的大额收入（与关联方交易经常用的另一种方法是出售公司的长期股权投资，在下一部分讲述）。

（4）向关联方借款融资，降低财务费用。对于资产负债率较高的上市公司来说，每年要负担固定的借款利息成本（计入财务费用），为了降低财务费用从而提高主营业务利润，公司可以通过改向关联方借款来减少对银行的负债，因为向关联方借款的利息支出可以在双方之间灵活确定是否支出、何时支出及支出金额的大小。

⑥ 利用会计政策、会计估计的选择与变更进行利润调整

（1）选择是否使用某一会计政策。《股份有限公司会计制度》中新增三个跌价准备科目，即短期投资跌价准备、存货跌价准备、长期投资减值准备。要求境外上市公司、香港上市公司以及在境内发行外资股的公司必须设立这三个科目；同时指出，其他上市公司也可按上述规定提取短期投资跌价准备、存货跌价准备、长期投资减值准备。这就为效益好的上市公司提供了将利润在不同年度之间转移的可能，即如果某一年度各种利润指标大大高于各种配股条件，则在期末可以提取跌价准备，在不影响公司必要收益指标的前提下，化解了下期资产跌价的风险，提高了公司未来年度利润的稳健性。

（2）对折旧要素的估计变更。固定资产折旧根据用途的不同分别计入“产成品”和“管理费用”，其中计入管理费用部分的大小直接影响期间费用以及主营业务利润。折旧额的大小是由使用年限、预计净残值和折旧方法三个要素决定的。会计制度要求公司应当根据固定资产的性质和消耗方式合理地预计固定资产的使用年限、预计净残值和恰当地选用折旧方法，折旧方法一经确定，不得随意变更，如需变更，应在会计报表附注中予以说明。公司可以通过变更对固定资产残值的估计、对固定资产使用年限的估计、变更折旧方法来调整本年的折旧费用额（由于折旧方法的变更受到的限制较多，所以公司只是到不得已的时候才进行折旧方法的变更）。

（3）变更商品销售成本的计价方法。销售成本是根据存货（产成品）的发出计量的，公司可以根据具体情况，采用先进先出法、加权平均法、移动平均法、后进先出法和个别计价法，方法一经确定，不得随意变更，如需变更，应在会计报表附注中予以说明。使用不同的计价方法直接影响本期销货成本的大小，进而影响主营业务利润的大小。由于公司产品销售量很大，变更商品销售成本的计价方法对主营业务成本及利润的影响是非常明显的，因此变更销售成本计价方法也是上市公司调整本年利润常用的一个方法。

⑦ 利用其他应收账款科目回避费用的提取

会计制度规定，公司对于应收账款，应于中期期末或年末按规定提取坏账准备。境外上市公司、香港上市公司以及在境内发行外资股的公司，坏账准备的提取方法、提取比例等由公司自行确定，国内上市的公司按统一规定以年末应收账款余额的 0.3%~0.5%计提坏账准备，计入本期管理费用。

公司通过与欠款单位协商（尤其是关联企业）年底收回应收账款，同时以对各单位短期融资的方式（计入其他应收款）又将此笔金额转给对方（实际上只是账务的划转）。这样，一方面使公司的应收账款减少（应收账款周转率指标明显好转）；另一方面，应收账款的收回使得本期末应提的坏账准备减少，列入期间费用的金额减少（如果应收账款数小于年初数，还可以冲减管理费用）。而对公司来说，这只是账务上的划转，并没有影响其资金运行，又降低了其列入损益表中的费用。

⑧ 利用推迟费用确认入账的时间降低本期费用

（1）将应计入本期的费用挂在“待处理财产损益”科目。会计制度规定，公司在清查财产过程中查明的各种财产物资的盘盈、盘亏和毁损（待处理固定资产损益、待处理流动资产损益）应于办理年终决算前查明原因，并报经批准处理。未能在年终决算前处理完毕的，应在会计报表附注中予以说明。对“待处理财产净损失”的处理结果都是计入损益表抵减当期利润，所以公司为了保证当期利润指标的实现，往往尽可能地推迟确认该损失的时间。

（2）将费用挂在“待摊费用”科目。待摊费用虽然是一项费用，但在会计准则中表现为资产负债表中的一项目资产，要在一定时间内逐步转为损益表中的费用。待摊费用的发生时间是公司可以控制的，待摊费用多是分摊期在 1 年以内的各项费用，如低值易耗品、预付保险费、固定资

产修理费用以及一次购买印花税票和一次缴纳印花税额较大需分摊的数额等。公司在年初、年中还是年末发生此项支出，直接影响进入本期损益表费用的多少。还有一些支出的摊销期在1年以上（固定资产修理支出、租入固定资产的改良支出以及其他摊销期限在1年以上的费用），在“长期待摊费用”中核算。

除待摊费用外，公司还可将已发生的费用挂在“预提费用”的借方，反映公司实际支出的费用大于预提的费用，即未摊销的费用，主要有预提的租金、保险费、借款利息、固定资产修理费用。

通过将实际发生的费用支出挂在资产类科目内而推迟计入损益表的费用或不全计入本期期间费用的办法，可以使上市公司公布的本年利润比实际情况更好一些。

⑨ 利用其他非常性收入增加利润总额

(1) 争取地方政府的补贴收入。在损益表中列有一项“补贴收入”，用来核算公司取得的各种补贴收入。对于需要利润达标而又没能通过自我努力实现必要利润的上市公司，必然会向当地政府争取补贴收入作为最后的挣扎。地方政府从本地经济与上市指标角度考虑也会大力相助，政府可以只出一个准予补贴的文件，不必立即实际支付补贴的金额，公司按规定计算应收的补贴，借记“应收补贴款”。贷记“补贴收入”，从而顺利地增加利润总额。

(2) 营业外收入增加利润总额。营业外收入是与公司生产经营无直接关系的各项收入，包括固定资产盘盈、处理固定资产净收益、资产再次评估增值、债务重组收益、接受捐赠转入、罚款净收入。它是利润总额的一个组成部分，上市公司常常通过从关联企业接受捐赠的方式增加营业外收入，实现当年的利润总额。

(3) 对不真实的会计数据进行“恢复”。通过上面的分析发现了有些会计数据没有真实地反映经济现实，证券分析人员就必须运用自己的经验和知识对这些被扭曲的会计数据进行“恢复”，使修正后的会计数据更贴近上市公司的实际经营情况。能对证券分析人员“恢复”或修正会计数据有较大帮助的数据来源有两个：一是财务报表附注；二是现金流量表。

审计制度规定，对于上市公司已经披露的重大信息，注册会计师应出具无保留意见，所以投资者还要关注会计报表附注中的信息。上市公司正在使用的会计政策与会计估计、会计政策与会计估计的变更、关联交易、重要项目的详细资料（如存货的构成、应收账款的账龄、长期投资的对象、借款的期限与利率等）都在附注中揭示，为进行会计数据分析与判断上市公司是否有操纵利润的迹象提供了可操作与决策的信息，如本期是否变更了某项会计政策，该变更对利润的影响如何；哪些交易是与关联方进行的，对利润的影响如何等。

根据附注中的说明，证券分析人员能够评价会计政策的改变对报表数据的影响，并根据自己的经验和行业中其他企业的参照数据进行修正。

现金流量表从收付实现制的角度对企业的经营业绩进行报告，它是对以权责发生制为基础编制的会计报表的一种验证。如果证券分析人员对权责发生制的报表产生怀疑，现金流量表能提供一种基准点式的参照。损益表中的会计数据是现金流量表中会计数据变化的结果。损益表是以权责发生制为基础的，由此产生的递延、应付、摊销和分配等会计处理为管理人员提供了合法地扭曲会计数据的机会，报告中的现金流量不涉及估计或分配，也很少涉及确认问题，因为一切现金的收付在其发生时已经得到了确认。证券分析人员可以通过现金流量表中的数据对相关的资产负债表中的数据进行修正。

如前所述，上市公司操纵利润总是通过一定方法进行的，而任何方法都有其表现形式，投资者可以通过查找这些迹象来判断并对公司的获利能力进行调整：

(1) 应收账款与其他应收款的增减关系。如果是对同一单位的同一笔金额由应收账款调整到其他应收款，则表明存在操纵问题，应在利润总额中调增此笔应收账款按规定需计提的坏账准备金。

(2) 应收账款与长期投资的增减关系。如果对一个单位的应收账款减少而对其长期投资增加，且增减金额相近，则表明存在操纵问题，应在利润总额中调增此笔应收账款按规定需计提的坏账准备金。

(3) 待摊费用与待处理财产损失的数额。如果待摊费用与待处理财产损失数额较大，则说

明存在拖延费用列入损益表的问题，需要从公布的利润总额中扣减这部分金额。

(4) 借款、其他应付款与财务费用的比较。如果有对关联单位的大额其他应付款，同时财务费用较低(只是近似账面借款的利息，可以通过附注里的信息、计算出借款的年利息支出)，说明存在利用关联单位降低财务费用的问题，应将其他应付款按借款利率，计算出利息费用，调减利润总额。

总之，证券分析人员在利用财务报告时应对上市公司进行全面分析，并对其公布的利润情况进行合理化调整，使调整后的信息具备可预测性，这样才能把握上市公司的长期获利能力，并根据公司状况的变化及时回避风险，抓住真正的蓝筹股。

公司基本素质分析和会计数据分析为后面的工作提供了清晰的分析思路和干净的会计数据，是对上市公司报表进行财务分析和业绩预测必不可少的准备工作。这些工作完成之后，就开始进入公司财务分析阶段。

8.4. 现金流量表

在比率分析中，多数财务比率的数据均来自损益表和资产负债表。通过对现金流量表的分析，可以进一步剖析企业的经营、投资和筹资活动的效率。资金链条是企业经营的重要环节，企业的不同经济活动产生的现金流量是不同的，通过现金流量表，可以明确经营活动、筹资活动和融资活动为企业带来的现金流量情况。

1) 现金流量信息的作用

有关企业现金流量的会计信息，有助于财务报表的使用者评价企业形成现金和现金等价物的能力，为企业使用这些现金流量的需要提供依据。使用者进行经济决策，需要对企业形成现金和现金等价物的能力及其时间性与确定性做出评价。

当现金流量表结合其他财务报表一起使用时，所提供的信息能帮助使用者评价企业净资产的变动、财务结构(包括流动性和偿债能力)以及企业为适应环境和时机的变化而影响现金流量的金额和时间的能力。现金流量的信息有助于评价企业形成现金和现金等价物的能力，并使使用者能够建立评价和比较不同企业未来现金流量现值的模式。它还提高了不同企业经营业绩报告的可比性，因为它消除了对相同交易和事项采用不同会计处理的影响。

有关以往现金流量的信息常用来作为未来现金流量的金额、时间和确定性的指标，它有助于检查过去对未来现金流量所做估计的准确性，检查获利能力、净现金流量与价格变动影响之间的关系。

2) 现金流量的构成与分类

现金流量是指在一定会计期间内流入和流出企业的现金及现金等价物。这里的现金不仅包括“现金”账户核算的库存现金，还包括“银行存款”账户核算的银行活期存款和可提前支取的定期存款，以及“其他货币资金”账户核算的外埠存款、银行汇票存款、银行本票存款和在途货币资金等其他货币资金。现金等价物是指企业持有的期限短(从购入之日起3个月内到期)、流动性强、易于转换为已知金额现金的投资，比如短期国债和信誉良好的短期企业债。

西方国家对现金流量的分类也不尽相同。美国、澳大利亚和国际会计准则委员会等都将现金流量分为经营活动、投资活动和筹资活动三大类，英国则将现金流量划分为经营活动、投资收益和投资成本、纳税、资本性支出和金融投资、购买和处置、权益性股利支付、流动资金管理和筹资活动八大类。我国将现金流量划分为三类：经营活动所产生的现金流、投资活动所产生的现金流和筹资活动所产生的现金流。

(1) 经营业务，是指创造收益的主营业务以及不属于投资业务或融资业务的其他业务。经营活动形成的现金流量的金额是一个重要的指标，通过它可以判断在不依靠外部资金来源的情况下企业经营形成的现金流量是否足以偿还贷款、维持企业的经营能力、派发股利以及进行新的投资。有关以往经营形成的现金流量具体构成的资料，结合其他资料，有助于预测未来经营形成的现金流量。

(2) 投资业务，是指取得和处理长期资产以及不包括现金等价物在内的其他投资。这种现金流量代表了有多少支出已用于为了产生未来收益和现金流量的投资业务。

(3) 融资业务，是指导致企业的权益资本以及借款的规模和结构产生变化的业务。单独揭示融资业务形成的现金流量是重要的，因为这有助于资本提供者预计企业对未来现金流量的需求。

3) 现金流量表的编制方法

现金流量表的编制方法有直接法和间接法两种。直接法是指通过现金收入和支出的主要类别反映来自企业经营活动的现金流量。直接法提供了有助于估计未来现金流量但不能通过间接法获得的信息，它一般是以损益表中的营业收入为起算点，调整与经营活动有关项目的增减变动，然后计算出经营活动的现金流量。间接法是以本期净利润为起算点，调整不涉及现金的收入、费用、营业外收支等项目的增减变动，据此算出经营活动的现金流量。我国采用直接法编制现金流量表。

4) 现金流量表的分析要点

① 经营性现金流量为负数

经营活动所产生的现金流量是公司生存和发展的基础。如果此项结果为负值，说明公司从销售商品和劳务之中取得的现金收入不能满足维持当期营运资本正常运行的支付。导致出现这种结果的原因有两种：

(1) 公司正在快速成长。处于高速成长期的公司，其销售收入每年都保持着很高的增长率。经理人员预见到了市场需求的潜力巨大，就会扩大在存货、广告费用和人员工资上的支出，以期在下一个年度带来更大的现金流量。此举的直接结果就是当期销售所产生的现金流入小于当期在营运资金上的支出，出现负的经营性现金流量。经营性现金流量的赤字必须由投资活动或筹资活动产生的正现金流量来弥补，而处于快速成长期企业的投资活动一般也为负值，其现金流量缺口必须依靠债权性或股权性的融资来补偿。通过分析上市公司的年报，可以发现许多成长股的经营性现金流量为负值，它们急切地希望通过高价配股筹资。

(2) 经营业务亏损或对营运资金管理不力。因外购商品和劳务形成的成本高于公司产品和劳务的售价而形成的现金流量负值就比较严重。激烈的行业内部竞争压低销售价格，高成本的企业就会面临这种困境。因销售不力而导致的产品积压同样会导致当期现金流入不足，必须通过加强对营运资金的管理予以解决。

经营性现金流量为负值是非常值得分析人员注意的现象，尤其是对于处于成熟期的公司或公用事业行业的上市公司而言，它可能意味着公司现行的经营战略存在着巨大的问题。

② 经营活动所产生的现金流量与净收益之间的巨大差额

这种情况一般是由于应收账款的剧增或投资收益及营业外收入的变化造成的。

(1) 应收账款剧增。净收益的计算采用的是权责发生制。销售行为发生后，不管有没有收到现金，都会在账面上表现为销售收入，如果产品的销售价高于成本，将直接增加净收益。现金流量则是销售收入中减去应收账款的部分，是公司当期收到的现金，是一种“在手之鸟”。而应收账款则有坏账的可能。对于一次性销售收入巨大的企业，比如房地产开发商，应收账款的变化会引起公司业绩的大幅波动。

(2) 投资收益及营业外收入的变化。投资收益和营业外收入的增加直接作用于营业利润。进而增加净利润，而对经营活动所产生的现金流量没有影响。出售被投资单位股权、处理固定资产以及资产评估增值等都可能导致当期净收益的增加，但这种增加与公司的经营活动无关，是非持续性的一次性交易，不能改变公司经营业绩的长期发展趋势，在对公司价值评估和业绩预测中必须剔除这种因素的影响。另外，公司所受税收待遇的变化也会显著影响经营活动产生的现金流量与净收益之间的比例关系。尤其对新上市公司的税收减免，会在减免期提高公司的净收益能力，在分析公司的长期获利能力时，也要注意此因素的影响。

③ 经营活动的现金流量小于利息支付额

利息支出是负债经营企业的一项硬性的短期现金支出，偿付利息所支付的现金被列入筹资活动的现金流出项目。一般来说，公司的利息支付应该由经营活动所产生的现金流量偿还。经营活动的现金流量是否大于当期的利息支付是公司债权人判断公司偿债能力的一个重要标准，也是证券分析人员判断公司经营稳健性的一项主要指标。对于一家财务杠杆率较高的公司而言，经营活动的现金流量不足以满足利息支付的需要，将有可能导致财务危机，直接损害股权持有人的利益。

④ 投资活动的现金流量的流向是否与企业战略一致

投资活动的现金流量来源于企业收回投资、处置固定资产以及取得的债息和股息收入，现金流量的流向就是上述科目的支出。投资活动的现金流量与经营活动的现金流量对公司生存发展的作用是不同的，后者主要反映当期经营活动的成果，前者则对后期经营活动的现金流量有巨大的影响。当期经营活动的现金流量是前期或前几期投资活动的结果，投资活动的现金流量的流向是对企业展业战略的贯彻。例如，公司决定了以电脑生产行业为主业的战略，投资现金流量就应该表现为用以建立、收购或兼并电脑的生产性和科技性企业的现金支出、而对其他与主业发展关系不大的企业。公司应收回投资和处理固定资产，表现为投资活动的现金流入。如果投资活动的现金流量表现得非常分散，说明公司投资方向不明，有可能是管理层正在试图通过投资多元化来降低收益的波动性。多元化一般带来公司成长率的下降，在对公司未来的业绩进行预测时要考虑这个因素。

⑤ 投资活动的资金来源是依赖于内源融资还是外源融资

投资活动是公司成长性的保证。如果经营活动所产生的现金流量为正值，说明公司经营活动所产生的现金流量除了能支持营运资本的运作外，还有余力支持投资活动。如果投资活动所需资金可以完全由经营性现金流量支持，说明公司的发展依赖于内源融资；反之，如果需要通过借债或配股筹资来支持投资活动，说明公司比较依赖于外源融资。一般来说，依赖内源融资的企业，财务状况较为稳健，对债权人和股东的要求较少，投资于这种企业增值快。依赖于外源融资会加速企业资产规模膨胀的速度，但是，如果这种增长是依赖于债务融资，会增加企业财务危机的可能性；如果依赖于配股融资则会降低净资产收益率。这两种情况对于公司现有的股东都是不利的。

⑥ 公司是否有自由现金流量，如何分配自由现金流量

公司经营活动和投资活动所产生的现金流量净值扣除当期还本付息的数额后，所剩余的可以用于支付红利的现金流量被称为自由现金流量。自由现金流量可用于支付红利、偿还借款或回购股票。如果公司用来支付红利的数额大于当期的自由现金流量，说明公司是在用外部现金流量来支付红利，这种红利政策是不稳定的。

⑦ 筹资活动现金流量的主要来源是股票筹资、短期负债还是长期负债

筹资活动是反映企业从何种渠道获取外部资金。不同形式的筹资活动对企业经营风险和收益的影响是有差别的，这一点要联系当期企业的财务杠杆率和企业所处行业来分析。一般来说，股票筹资对公司经营的压力较小，短期负债过大将会限制企业经营的灵活性。但是，如果企业的财务杠杆率较低，同时企业所属行业的获利能力又比较稳定，比如供电供水、公路收费等公用事业类公司，增加短期负债和长期负债在企业财务结构中的比重，会提高公司的净资产收益率。财务分析作为对公司分析的细化，使我们能够透过财务数据对目标公司内部进行剖析，从财务数据的角度加深对目标公司的了解。

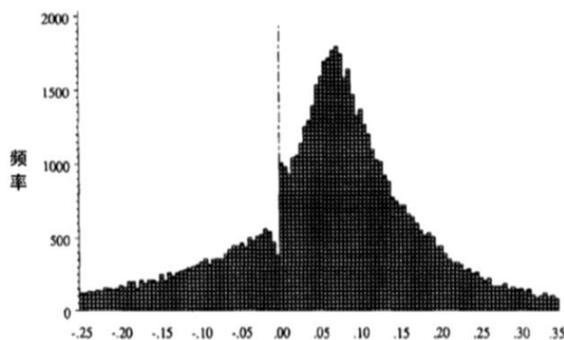


图 12 美国上市公司利润分布图

9. 行业竞争分析

价值投资者主要采用自下而上的股票分析方法，忽略行业的差别，聚集公司本身。世界上可能不存在好行业，朝阳行业可能竞争太激烈，导致赢利不佳甚至整体亏损；只存在好公司，夕阳行业也可能出现赢利丰厚的公司。1900 年代的汽车行业，2014 年的 O2O，2016 年的共享经济，都是好行业、朝阳产业。但从回报收益角度看，整体上是非常糟糕的投资。进一步深究，行业分析与公司分析之争，请参阅产业组织理论（IO）与公司能力理论。

但是行业分析还是需要的。在检查完公司内部影响内在价值要素后，再分析行业竞争和宏观经济这两个要素，是从风险角度去检查。先看一个长虹的例子。

自四川长虹 1994 年上市到 2009 年，15 年共分红 5 次，上市当年每股分红 0.10 元，1997 年 0.58 元，2006 年 0.07 元，2007 年 0.08 元，2008 年 0.05 元；送股或转增股本 4 次，上市当年 10 股送 7 股，1995 年 10 送 6，1997 年 10 送 3，2006 年 10 送 3.2；配股 3 次，1995 年 10 股配 2.5 股，配股价 7.35 元，1997 年 10 配 1.875，价 9.80 元，1999 年 10 配 2.302，价 9.98 元。

假设在四川长虹上市当日就拿出 1 万元以每股 20 元的价格买入 500 股，一路持有到现在，那么回报率怎样呢？以 2009 年 5 月 20 日收盘价计算，其总市值为 2 多万元，扣除 3 次配股融资的成本 1 万多元，其回报率几乎为零！

为什么大名鼎鼎的家电业的“巨人”竟然让它投资者颗粒无收？答案是恶性竞争的行业，价格竞争为主。1990 年代中期以来，彩电业就开始了以价格为主要手段的一轮又一轮的市场竞争，2000 年 8 月 11 日康佳宣布其家电产品全部降价，中国彩电行业的龙头长虹于 11 日夜就紧急决定：从 8 月 12 日起，长虹彩电在全国范围内大幅降价，最大降幅达 35%，最大降价额达 3000 元。降价彩电型号包括了从 54~87 厘米到背投影彩电共 50 余种畅销机型。此后，TCL、乐华、熊猫等厂家迅速跟进，掀起一次又一次降价狂潮。

家电行业算是一个或许无法保证永续经营的典范，在 1990 年代没有人会怀疑家电行业的未来，但事实情况是很多企业陷入困境。

让我们再来审视四川长虹的净资产收益率，至少可以清晰地看到两点：一是四川长虹上市的第一个 5 年净资产收益率很高，但是却逐年走低，说明其投资的效益不好，风险开始累积，并且没有改观的迹象；二是真正的拐点在 1999 年，从 1999 年到 2008 年 10 年间净资产收益率从未超过 4%，其中 2004 年竟然为负数，说明公司的经营陷入严重的危机之中，这也刚好解释了从 1999 年到 2005 年长达 7 年中的“不分红，不转增”，因为公司根本没有源源不断的现金可以拿来分红。

行业的特性将决定一些公司只能在恶劣的商业环境中苦苦挣扎，但这往往并不是其管理层出了什么问题。

1985 年，巴菲特在关闭伯克希尔纺织厂后，就曾对其纺织业进行深刻的反思：纺织厂的管理层并没有什么过错，相反，那些管理者非常优秀，巴菲特称赞两位经营者肯（Ken）以及他的继任者加利（Garry）“做得非常好”，“一点也不输给其他获利更好的事业经营者。”“极具干劲与创意，努力地想要使纺织事业经营成功”，纵然如此，“但结果到最后一点用也没有”。

根本原因是，美国“国内的纺织业所面临的是全球产能过剩的商品化产品的激烈竞争，我们所面临的问题主要归因于直接或者是间接来自于国外低劳力成本的竞争”。巴菲特最后总结说，“几年前我曾说当一个以管理著名的专家遇到一家不具前景的公司时，通常是后者会占上风，如今我的看法一点也不变，当你遇到一艘总是会漏水的破船，与其不断白费力气去补破洞，还不如把精力放在如何换条好船之上。”

投资股票，就要选择长期盈利能力强的公司，因为长期盈利能力越强，我们致富的机会才会越大，而长期盈利能力强的公司往往就深藏于长期可持续竞争优势的企业中。看净资产收益率，其实就是看公司盈利的本领。能够为企业长期持续盈利管理层肯定是优秀的管理层，其标准之一就是能够长期为公司资产赚取 15% 的净资产收益率。

远离那些陷入恶性竞争，特别是价格竞争的行业及其公司，买入具有持续竞争优势或具有行业壁垒，也就是具有宽厚而且坚固“护城河”的公司，这也是巴菲特毕生所追求的公司，这正是投资的关键所在。

对于那些不需要股东不断注入资本金来扩大生产，就可以提升业绩和净资产收益率的公司，

要给予特别的关注。只有这样，长期投资才有成效。长虹这个案例也再次说明了，简单的长期持有肯定不是价值投资，因为长期持有的前提必须是那些企业真正值得长期投资。没有投资这个前提，或者说前提错误，尤其在内在价值发生质变的时候，还盲目的长期持有，其后果将十分严重。四川长虹确实可以作为很好的反面教材，因为我们可以从中得到深刻的启示

9.1. 行业的基本特征分析

1) 股票投资角度的行业分类

行业（industry）的定义有很多，本质是相同的。①行业是指一组提供同类相互密切替代商品的公司。②行业是指从事国民经济中同性质的生产或其他经济社会的经营单位或者个体的组织结构体系，如林业，汽车业，银行业等。③行业（industry）是指一个企业群体。在这个企业群体中，各成员企业由于其产品（包括有形产品与无形产品）在很大程度上的可替代性而处于一种彼此紧密联系的状态，并且由于产品可替代性的差异而与其他企业群体相区别。

在国民经济中，各个行业的发展很不平衡。一些行业如日中天，一些行业则苟延残喘；一些行业的增长与国民生产总值的增长保持同步，一些行业的增长高于国民生产总值的增长，而另一些行业的增长则低于国民生产总值的增长。由于这一现象的存在，要选择适当的行业进行投资，就有必要对行业进行有效的分类和分析研究。解释行业本身所处的发展阶段及其在国民经济中的地位，分析影响行业发展的各种因素以及判断对行业的影响力度，预测并应引导行业的未来发展趋势，判断行业投资价值，揭示行业风向，为各组织机构提供投资决策或投资依据。

① 根据行业的发展与国民经济周期性变化的关系，可分为以下几类：

1) 成长型行业。成长型行业的运动状态与经济活动总水平的周期及其振幅无关。这些行业销售收人和利润的增长速度不受宏观经济周期性变动的影晌，特别是经济衰退的消极影响。它们依靠技术进步、推出新产品、提供更优质的服务及改善经营管理，可实现持续成长。例如，在过去的二十年内，信息行业和生物制药行业就是典型的成长型行业。

2) 周期型行业。周期型行业的运动状态直接与经济周期相关。当经济处于上升时期，这些行业会紧随其扩张；当经济衰退时，这些行业也相应跌落。产生这种现象的原因是，当经济衰退时，对这些行业相关产品的购买被延迟到经济改善之后，如珠宝业、耐用品制造业及其他依赖于需求的具有收入弹性的行业就属于典型的周期性行业。

3) 防御型行业。防御型行业与周期型行业刚好相反。这种类型行业的运动状态并不受经济周期的影响。也就是说，无论宏观经济处在经济周期的哪个阶段，行业的销售收人和利润均呈缓慢增长态势或变化不大。正是由于这个原因，对其投资便属于收入投资，而非资本利得投资。例如，食品业和公用事业就属于防御型行业，因为社会需求对其产品的收入弹性较小，所以这些公司的收入相对稳定。

4) 成长周期型行业。这种类型的行业既含有成长状态、又随经济周期而波动。许多行业都属于这种类型。

② 根据行业未来可预期的发展前景，可以分为朝阳行业和夕阳行业。朝阳行业是指未来发展前景看好的行业，如目前的信息服务行业。朝阳行业尽管发展前景一片光明，但在创立之初常常十分弱小，此时它又被称为幼稚行业。夕阳行业是指未来发展前景不乐观的行业，如目前的钢铁业、纺织业。朝阳行业和夕阳行业的划分具有一定的相对性。一个国家或地区的夕阳行业在另一个国家或地区有可能是朝阳行业，如化工行业在发达国家已是夕阳行业，而在我国则被认为是朝阳行业。朝阳行业和夕阳行业之间也可相互转化，即朝阳行业在其发展的根据渐渐丧失时就会成为夕阳行业，如纺织业曾经是工业革命的急先锋，但如今已风光不再；而夕阳行业也常有再度辉煌的机会，如 20 世纪 70 年代钢铁业在日本得到了复兴。

③ 按照行业所采用技术的先进程度，可分为新兴行业和传统行业。新兴行业是指采用新兴技术进行生产、产品技术含量高的行业，如电子业。传统行业是指采用传统技术进行生产、产品技术含量低的行业，如资源型行业。由于技术的不断更新和发展，新兴行业和传统行业之间的区分是相对的。目前，两者之间的区分是以第三次技术革命为标志的，以微电子技术、基因工程技术、海洋工程技术、太空技术等为技术基础的行业称为新兴行业，而以机械、电力等为技术基础

的行业称为传统行业。新兴行业 and 传统行业内部也可进一步分类。一般来说，新兴行业多为朝阳行业，传统行业多为夕阳行业。

④ 按照行业的要素集约度，可以分为资本密集型行业、技术密集型行业和劳动密集型行业。资本密集型行业是指需要大量资本投入的行业，技术密集型行业的技术含量较高，而劳动密集型行业主要依赖于劳动力。它们之间并没有严格的界限，有些行业同时是资本密集型行业和技术密集型行业，如汽车行业。一般来说，由于通常情况下资本是不可替代的短缺资源，因而资本密集型行业容易产生垄断；技术密集型行业由于技术的不断更新，容易导致十分残酷的竞争；至于劳动密集型行业，由于劳动是一种可替代性较强的生产要素，根据“机器排挤工人”的经济发展规律，它特别容易受到技术革新的冲击。

⑤ 证监会的行业分类。按照证监会的行业分类方法，我国上市公司的行业分类所采用的财务数据为经过会计师事务所审计并已公开披露的合并报表数据。当上市公司某类业务的营业收入比重大于或等于 50%，则将其划入该业务相对应的行业。当上市公司没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%，但某类业务的收入和利润均在所有业务中最高，而且均占到公司总收入和总利润的 30%以上（包含本数），则该公司归属该业务对应的行业类型。不能按照上述分类方法确定行业归属的，由上市公司行业分类专家委员会根据公司实际经营状况判断公司的行业归属；归属不明确的，划为综合类。由此，上市公司可分为 19 大类：

- (1) 农、林、牧、渔业
- (2) 采矿业
- (3) 制造业
- (4) 电力、热力、燃气及水生产和供应业
- (5) 建筑业
- (6) 批发和零售业
- (7) 交通运输、仓储和邮政业
- (8) 住宿和餐饮业
- (9) 信息传输、软件和信息技术服务业
- (10) 金融业
- (11) 房地产业
- (12) 租赁和商务服务业
- (13) 科学研究和技术服务业
- (14) 水利、环境和公共设施管理业
- (15) 居民服务、修理和其他服务业
- (16) 教育
- (17) 卫生和社会工作
- (18) 文化、体育和娱乐业
- (19) 综合类

2) 行业的基本特性分析

行业环境决定了企业参与竞争的领域，行业的发展在一定程度上制约着企业的成长，所以行业分析是证券分析的重要组成部分。行业分析的内容比较广泛，主要包括行业的基本特性分析、行业生命周期分析以及行业结构分析等。

行业的基本特性分析一般包括行业的特性、发展规模和利润水平等方面内容。

① 行业的特性。行业分析首先要对行业的特性进行分析，对行业特性的分析可以通过回答以下问题来完成：

- (1) 本行业在工业生产总过程中处于什么位置？行业范围包括哪些？
- (2) 本行业有什么资本需求？行业中的企业所需的资源是属于资金密集型、技术密集型还是劳动密集型的？
- (3) 本行业与经济周期的关系？是成长型行业、周期型行业还是防御型行业？
- (4) 本行业是完全竞争型行业还是垄断竞争型行业？抑或是寡头垄断、完全垄断型行业？

- (5) 本行业的主要厂商有哪些？主导产品有哪些？
- (6) 本行业所需要的主要原材料是什么？主要供应商有哪些？
- (7) 本行业的技术总体水平如何？行业的主要技术特点是什么？
- (8) 本行业的技术将朝什么方向发展？

② 行业的发展规模。行业的发展规模决定着行业未来的发展前景以及行业内公司成长的空间。对行业本身的需要、资源供应以及行业的生产能力则对行业的发展规模有着直接的影响，对行业发展规模的分析可以重点围绕以下几个问题展开：

(1) 社会对行业的产品或服务的需求总量是多少？需求的趋势如何？影响需求的重要因素有哪些？

(2) 行业的资源（包括自然资源、资本资源和人力资源等）供应状况如何？

(3) 行业目前的总生产能力，包括设计能力、实际能力有多大？生产能力是过剩还是不足？

③ 行业的利润水平。行业的利润水平决定着行业的吸引力以及行业的竞争状况。行业的利润水平在很大程度上决定着一个企业的价值。对行业利润水平的分析可以通过回答以下几个问题来实现：

(1) 行业的毛利率、净资产收益率现状如何？未来的发展趋势如何？

(2) 本行业的历史经营业绩如何？其变动的主要原因是什么？

(3) 本行业中的财务指标（如毛利率、资本收益率、每股平均收益、流动比率、速动比率、存货周转率等）的平均水平如何？

(4) 本行业的长期利润前景如何？行业利润率的预期变动趋势？

3) 行业环境分析

① 政府政策

政府的政策取向对于行业的发展起着十分重要的作用，政府对于行业的管理和调控主要是通过行业政策来实现的。行业政策是国家干预或参与经济的一种形式，是国家系统设计的有关行业发展的政策目标和政策措施的总和。一般认为，行业政策包括行业结构政策、行业组织政策、行业技术政策和行业布局政策等。其中，行业结构政策与行业组织政策是行业政策的核心。

政府对行业的促进作用可通过补贴、优惠税、限制外国竞争的关税、保护某一行业的附加法规等措施来实现。同时，考虑到生态、安全、企业规模和价格因素，政府会对某些行业实施限制性规定，加重该行业的负担。譬如，我国对房地产行业进行的较严厉的行业调控，将会在一定程度遏制房地产行业的不正常发展。

② 技术进步

技术进步是厂商生产新产品以满足社会潜在需求的关键。一方面，技术进步创造新产品、开拓新领域，从而使新行业不断出现。例如，生物技术的发展，推动了生物制药行业的产生和发展。另一方面，技术进步在不断推出新行业的同时，也在不断淘汰旧行业。例如，电灯的出现极大地削减了对煤气灯的需求；蒸汽动力行业则被电力行业逐渐取代；激光排版技术诞生后，传统的铅字排版技术便告消亡。

技术进步可以推动现有行业的技术升级。例如，生物科技领域的成果应用于农业，最终带来了更高的粮食产出率；电脑游戏软件不断创新，推动了电脑硬件设备的迅速发展；新能源技术应用于汽车制造领域，正在逐渐改变汽车业的发展。

技术进步不仅使新产品的推出成为可能，而且能提高新行业的生产效率，降低成本，从而加速行业的市场扩张，使行业进入快速成长期。技术进步还使行业实现更大规模的规模经济，使厂商能够从生产规模的扩大中获利，从而壮大新行业。此外，通过技术进步改变行业的生产方式以降低成本，通过技术进步所带来的创新产品，还可以刺激和创造市场需求，为行业的发展拓展空间。例如，移动互联网的出现，带来了智能终端设备的不断发展。

③ 社会习惯的改变

社会习惯的变化对企业的经营、生产、成本和利润收益等方面都会产生一定的影响，足以使一些不再适应社会需要的行业衰退，同时激发新兴行业的发展。譬如，随着我国经济水平的发展，人们已经不再简单满足于基本的温饱水平，开始追求更高层次的精神消费，由此引起了对健

身、旅游、娱乐等方面的消费，极大地促进了这类行业的发展。

社会习惯对关系经济增长的消费、储蓄、投资、贸易等诸方面产生影响，因而也就必然对行业的发展和生命周期各阶段的更替产生重要的影响。例如，社会公众对安全性的强烈要求促使汽车行业加固汽车保险杠、安装乘员安全带、改善燃油系统、提高防污染系统的质量等，大众环保意识的觉醒则推动了环保行业的迅速发展。

在社会习惯的变迁过程，国际文化交流起着重要的作用。例如，我国传统上以勤俭为持家原则。但在国际交往过程中逐渐接受了超前消费的观念，这一转变将会对许多行业（如房地产业）的发展产生深远的影响。

④ 经济全球化

经济全球化使每一个行业和企业都置身于全球性竞争中，同时也使各行各业可以获得全球性的市场和资源。分析经济全球化对行业的影响，关键要看经济全球化是否有利于这一行业整合全球性的资源，是否有利于这一行业面向全球市场满足全球性的需求。

(1) 经济全球化的主要表现。第一，生活活动全球化，传统的国际分工正在演变成世界性的分工。第二，1995年1月1日诞生的世界贸易组织标志着世界贸易进一步规范化，世界贸易体制开始形成。第三，各国金融日益融合在一起。第四，投资活动遍及全球。第五，跨国公司的作用进一步加强。

(2) 经济全球化对各国行业发展的重大影响。第一，经济全球化导致行业的全球性转移。第二，国际分工出现重要变化。其主要表现在：国际分工的基础出现了重要变化，一个国家的优势行业不再主要取决于资源禀赋，后天因素的作用逐步增强，即政府的效率、市场机制完善的程度、劳动者掌握知识与信息的能力、受到政策影响的市场规模等。国际分工的模式也出现了重要变化，即行业内贸易和公司内贸易的比重大幅提高。

9.2. 行业生命周期分析

1) 行业生命周期及其阶段特征

与世界上的万事万物一样，行业也会经历一个由产生到成长再到衰落的发展演变过程。这个过程称为行业的生命周期。行业的生命周期可分为四个阶段，即初创阶段（也称幼稚期）、成长阶段（也称成长期）、成熟阶段（也称成熟期）和衰退阶段（也称衰退期）。

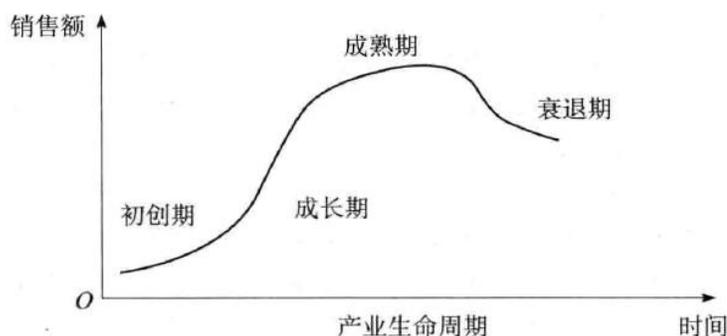


图 12 行业的生命周期曲线

判断行业处于生命周期哪个阶段的主要指标有：市场份额、需求增长率、产品品种、竞争状况等。行业生命周期的各阶段特征如表所示。

表 3 行业生命周期的各阶段特征

特征	初创期	成长期	成熟期	衰退期
厂商数量	少	增加	下降, 趋于稳定	减少
市场规模	小	增加	稳定	减少
市场增长率	较高	很高	不高, 趋于稳定	降低, 负值
利润	较低, 甚至为负	增加	最高	降低
竞争程度	不激烈	开始激烈	竞争最激烈	竞争激烈程度降低
企业规模	较小	扩大	最大	降低或增加
产品品种	单一	增加品种	较多	减少
技术	不稳定	趋于稳定	稳定	落后
风险	较高	较高	减小	较低

① 初创阶段

初创阶段是一个行业的起步阶段。在这一阶段, 新行业刚刚诞生或初建不久, 如同一个初生的婴儿, 具有明显的幼稚性。表现在行业组织方面, 只有为数不多的创业公司介入这一新兴行业, 行业的企业数量少、集中程度高; 此外, 由于技术相对不成熟, 行业的产品品种单一、质量较差且不太稳定。同时, 作为新行业, 其被大众普遍了解和认可尚需一个过程, 因而行业的市场规模狭小、市场需求增长缓慢、需求的价格弹性也很小。但是, 行业因创立投资、产品的研究开发和新产品的推介等需要大量投入而因定费用较高, 所以行业的利润微薄甚至全行业亏损。表现在市场竞争方面, 由于新行业可发展的空间还很大, 所以除技术障碍外, 进入的壁垒相当低, 而且由于行业发展的当务之急是扩大行业的影响、拓展全行业的市场, 各创业公司相互竞争程度较弱, 再加上产品品种单一。各企业的产品定价行为也各自为政。此外, 由于初创的行业信用较差, 一些企业还可能因财务困难而引发破产的危险。

在初创阶段后期, 随着行业生产技术的提高、生产成本的降低和市场需求的扩大, 新行业便逐步由高风险、低收益的初创阶段转向高风险、高收益的成长阶段。

② 成长阶段

成长阶段是行业发展的黄金时期。在这一阶段新行业快速成长, 开始显露出朝阳行业的风采。在行业组织方面, 由于行业的发展得到了广泛的认同, 因而市场需求增长迅速, 市场规模增大, 需求的价格弹性增大; 另外, 随着生产技术的日渐成熟和稳定, 产品呈现多样化、差别化, 质量提高且稳定; 行业的固定费用也随之下落, 但由于市场拓展和广告宣传的费用增加, 可变费用开始上升; 行业的利润迅速增长, 而且利润率较高。在竞争状况方面, 新行业的竞争力显著增强; 在行业内部, 行业的集中程度低、进入壁垒低, 而且由于行业的市场容量急剧扩大, 大量的新厂商纷至沓来、自由竞争; 而这一阶段的主要竞争形式为价格竞争, 领导价格制是经常出现的定价形式。

在成长阶段, 行业不仅高速增长, 而且此时的成长具有较强的可测性。由于受不确定因素的影响较少, 行业的波动也较小。在这种情况下, 各生产厂商一方面通过扩大产量、提高市场份额来增加收入; 另一方面依靠提高生产技术、降低成本以及研制和开发新产品的方法来争取竞争优势、战胜竞争对手和维持企业的生存。在激烈的市场竞争中, 资本和技术力量雄厚、经营管理有方的) 一商将占有优势, 而那些财力与技术实力相对较弱、经营不善或新加入的企业(因产品的成本较高或不符合市场的需要) 往往被淘汰或被兼并。因此, 这一时期行业的利润虽然增长很快, 但行业内部的竞争压力也非常大, 破产率与并购率相当高。

在成长阶段的后期, 由于行业中生产厂‘商与产品竞争优胜劣汰规律的作用, 市场上生产厂商的数量在大幅下降之后便逐渐稳定下来。由于市场需求基本饱和, 产品的销售增长率减慢, 迅速赚取利润的机会减少, 整个行业开始进入稳定期。

③ 成熟阶段

成熟阶段是行业发展的巅峰阶段, 通常会持续相对较长的时期。在这一时期, 通过激烈的市场竞争和优胜劣汰而生存下来的少数大厂商基本上垄断了整个行业的市场, 每个厂商都占有一定比例的市场份额, 由于彼此势均力敌, 市场份额比例发生变化的程度较小, 因此成熟阶段也是行业发展的稳定阶段。这一阶段的主要特征是行业的集中程度很高, 并出现了一定程度的垄断, 行业的利润因此达到了很高的水平, 而风险却因市场比例比较稳定而较低; 进入的壁垒高, 主要体

现为规模壁垒，新企业很难打入成熟期市场；市场需求虽然仍在增长，但增长速度已明显减缓；产品开始再度无差别化，需求的价格弹性减小；由于垄断，通常会出现合谋价格，但厂商对于产品的竞争手段已逐渐从价格手段转向各种非价格手段，如提高质量、改善性能和加强售后服务等。

在成熟阶段，行业的发展很难保持与国民经济同步增长。而在宏观经济衰退时，处于成熟阶段的行业还可能遭受较大损失。但是，由于技术创新的原因，某些行业或许会有新的增长。

④ 衰退阶段

在经过一个较长的稳定阶段后，行业就进入衰退阶段，衰退阶段是行业发展的暮年时期。衰退阶段的行业具有与初创阶段相似的一些特征，如由于新产品和替代品的大量出现，原有行业的竞争力下降，市场需求开始逐渐减少，导致销售下降、价格下跌、利润降低，再加上其他更有利可图的行业不断涌现，使得一些厂商不断地从原有行业撤出资金，原行业的厂商数量减少。当正常利润无法维持或现有投资折旧完毕后，整个行业便逐渐解体了。

不过，与人的生命不同，步入暮年的行业未必就一定面临死亡。从历史上看，真正被完全淘汰的行业很少，行业的发展呈现出“生多死少”的特征，多数情况是产业自此进入一个发展停滞、随波逐流的状态。

2) 行业周期性和行业业绩

与行业的使用寿命周期性相对应，行业的业绩也呈周期性变化。

在初创期。市场规模狭小制约了行业销售收入的增长，市场认同度低封杀了产品价格的上涨空间，而行业的成本特别是固定费用又很高。因而行业的业绩往往不佳。同时，信用的不足又使新兴行业缺乏强劲的资金基础。致使行业内倒闭如潮。因此，初创期是一个风险大、收益小的时期。其间的主要风险为技术风险和市场风险。

成长期是行业发展的黄金时代。虽然在成长期有大量的厂商介入该行业。行业的供给能力大幅增加，同时激烈的竞争使产品价格不断下跌，但行业的发展已得到普遍的认同，市场急剧扩张，销售收入以更快的速度迅猛增长，而技术的成熟化、产品的多元化和标准化使成本大幅降低。因此，处于此阶段的行业不仅业绩优良。而且高速成长。但是，行业内部的发展并不均衡，资本、技术实力雄厚且营销管理水平较高的大公司处于竞争的有利地位，而规模较小，管理、营销水平不高的中小公司则相对不利，常常倒闭或被兼并。因此，成长期的主要风险在于管理风险和市场风险，而技术风险则大幅降低甚至基本消除。

当行业处于成熟期时，市场规模虽然有可能在成长，但增速已缓甚至负增长，产品价格通常已趋稳定。同时降低成本的空间也十分有限，因而行业的利润进入一个稳定期。此时，行业的垄断局面已经形成，垄断利润非常丰厚，而技术风险和市场风险已基本消除。因此，成熟期的风险较小、收益较高。

处于衰退期的行业，即使还健在，也只能维持正常的利润水平。因此，对衰退型行业的业绩是不应该寄予厚望的。衰退型行业面临的最大问题是它的市场正在被新产品、新行业一点点地分割，因而尽管衰退型行业内部的竞争压力并不大，但来自其他行业的竞争压力并不小。这毕竟是一个资本净流出的行业。由此可见，衰退型行业的主要风险是生存风险，但行业内部的风险较小，同时收益也小。

行业生命周期各阶段的更替不仅使行业的业绩呈现阶段性变化。从宏观经济的角度来看，也使各行业的相对业绩和地位不断发生变化。在一些行业高速成长的同时，另一些行业则日趋没落。这些行业的共存形成行业结构，而行业生命周期的存在正是行业结构形成和演进的原因。

3) 不同生命周期阶段的行业在证券市场的表现

由于行业生命周期各阶段的风险和收益状况不同，而证券投资的目的是在尽可能小的风险条件下获取最大的收益。因此，处于行业生命周期不同阶段的行业在证券市场上的表现就会有较大的差异。

处于初创期的行业，如电脑网络业、生物制药业等，由于行业创立不久、厂商较少、收益较少甚至亏损，因而在传统的证券市场上是不符合上市条件的。为了满足这些行业发展对资本的需求。推进经济结构的调整和升级，除风险投资基金外，许多国家和地区纷纷创立上市条件有别于传统证券市场的、便于新兴行业上市融资的新型证券市场，如美国的NASDAQ市场、香港的创

业板市场等最重要的上市条件之一就是企业未来发展的前景看好。尽管目前的状况可能不佳，正是基于对未来高成长的预期，一些处于初创期的行业的证券表现常常极为出色。典型的例子是美国的网络股雅虎（Yahoo）。其股价曾以每笔交易上扬几十美元的速度上涨，最高价达 300 多美元，但此时其业绩尚处于亏损状态。由于这种价格的大幅扬升没有其业绩基础，而初创期行业的风险较大，因而必然是投机性的。证券价格的大幅波动不可避免，如雅虎又曾在一个交易日内下跌数十美元。

处于成长期的行业由于利润快速成长。因而其证券价格也呈现快速上扬趋势。由于证券价格的上涨有业绩为基础，所以这种证券价格的上涨是明确的，并且具有长期性质。证券价格也会因对未来成长的过度预期和对这种过度预期的纠正而出现中短期波动。另外，由于在行业快速成长的同时行业内部会出现厂商之间的分化，相应地，证券价格也表现为在某一成长型行业的证券价格快速上涨的同时，个别证券却表现不佳。

处于成熟期的行业是蓝筹股的集中地。由于处于成熟期的行业已经形成垄断，行业发展的空间已经不大，所以行业快速成长的可能性已经很小。但一般能保持适度成长，而且垄断利润丰厚。所以，其证券价格一般呈现稳步攀升之势，大涨和大跌的可能性都不大，颇具长线持筹的价值。

处于衰退期的行业由于已丧失发展空间，所以在证券市场上全无优势，是绩平股、垃圾股的摇篮。一般情况下，这类行业的股票常常是低价股，不引人关注。但在我国目前的现实情况下。由于上市资格控制较严，因此衰退型行业的上市证券虽然也常常为低价股、绩差股或绩平股，但常常因买壳、借壳或资产重组而出现飘升行情。这一状况可能会随着证券发行审核制度的改革而逐步消失。

按照证券价值决定理论，证券的价格主要取决于其业绩，但如前所述，行业生命周期各阶段的市场表现与其业绩状况并非一一对应。最典型的就是初创期的行业虽然业绩不佳，但其证券在二级市场上价格的大幅飘升，其中一个重要的因素就是投资者的预期。

9.3. 行业结构分析

1) 行业的市场结构分析

市场结构是指反映竞争程度不同的市场状态。在不同市场结构之中，企业之间的竞争具有不同的特性，同样的竞争手段在不同一市场结构中，也会产生不同的反应，获得不同的效果。通常根据市场上交易者的数量、产品差异程度、行业的进入限制、价格决策形式和市场信息通畅程度等来划分不同的市场结构状态。市场结构具有以下几种状态。

① 完全竞争

完全竞争是指许多企业生产同质产品的市场情形，其特点是：

- (1) 生产者众多，各种生产资料可以完全流动。
- (2) 产品不论是有形或无形的，都是同质的、无差别的。
- (3) 没有一个企业能够影响产品的价格。
- (4) 企业永远是价格的接受者而不是价格的制定者。
- (5) 企业的盈利基本上由市场对产品的需求来决定。
- (6) 生产者和消费者对市场情况非常了解，并可自由进入或退出这个市场。

完全竞争的根本特点在于：企业的产品无差异，所有的企业都无法控制产品的市场价格。在现实经济中，完全竞争是四种市场类型中最少见的，初级产品的市场类型较接近于完全竞争。

② 不完全竞争

不完全竞争是指许多生产者生产同种但不同质产品的市场情形，其特点是：

- (1) 生产者众多，各种生产资料可以流动。
- (2) 生产的产品同种但不同质，即产品之间存在着差异。产品的差异性是指各种产品之间存在着实际或想象中的差异，它是垄断竞争与完全竞争的主要区别。
- (3) 由于产品差异性的存在，生产者可以树立自己产品的信誉，从而对其产品的价格有一定的控制能力。

在国民经济各行业中，制成品的市场一般都属于于这种类型。

③ 寡头垄断

寡头垄断是指相对少量的生产者在某种产品的生产中占据很大市场份额的情形，其特点是：

(1) 在寡头垄断的市场上，由于这些生产者的产量非常大，因此他们对市场的价格和交易具有一定的垄断能力。

(2) 由于只有少量的生产者生产同一种产品，因而每个生产者的价格政策和经营方式及其变化都会对其他生产者形成重要影响。

(3) 在这个市场上通常存在着一个起领导作用的企业，其他企业随该企业定价与经营方式的变化而相应地进行某些调整。

资本密集型产品、技术密集型产品（如钢铁、汽车等）以及少数储量集中的矿产品（如石油等）的市场多属这种类型，因为生产这些产品所必需的巨额投资、复杂的技术或产品储量的分布限制了新企业对这个市场的侵入。

④ 完全垄断

完全垄断是指独家企业生产某种特质产品的情形，特质产品是指那些没有或缺少相近替代品的产品。

完全垄断可分为两种类型：

(1) 政府完全垄断，如国营铁路、邮电等部门。

(2) 私人完全垄断，如根据政府授予的特许专营或根据专利生产的独家经营，以及由于资本雄厚、技术先进而建立的排他性的私人垄断经营。

完全垄断市场类型的特点是：

(1) 由于市场被独家企业所控制，产品又没有或缺少合适的替代品，因此垄断者能够根据市场的供需情况制定理想的价格和产量，在高价少销和低价多销之间进行选择，以获取最大的利润。

(2) 垄断者在制定产品的价格与生产数量方面的自由性是有限度的，它要受到反垄断法和政府管制的约束。

在现实生活中，公用事业（如发电厂、煤气公司、自来水公司和邮电通信等）和某些资本、技术高度密集型行业或稀有金属矿藏的开采等行业属于这种完全垄断的市场类型。

2) 行业的竞争结构分析

行业的竞争状况将会影响这个行业的整体获利水平。对行业竞争状况的分析一般采用哈佛大学教授迈克尔·波特的五种竞争力模型（一般简称五力模型）。波特认为，在任何行业中，无论是国内还是国外，无论是生产一种产品还是提供一项服务，竞争规律都寓于五种竞争力量之中。即潜在进入者的威胁、购买方的议价能力、供应商的议价能力、替代产品的威胁、和现有竞争者的威胁。这五种基本竞争力量的状况及综合强度决定着行业竞争的激烈程度。同时也决定了行业的最终获利能力。图 简单描述了五种竞争力模型：

波特的五力模型不仅是分析行业利润前景的有力工具，同时也有助于预测行业的演进、分析公司业绩差别的原因并确定行业的关键成功因素（key success factor）。

① 潜在进入者的威胁

当潜在进入者进入一个行业后，将造成此行业的竞争环境改变，行业内原有公司的市场占有率将因此有所变动。当某行业的利润率或发展前景优于其他行业时，必然会面临潜在进入者的威胁，而行业的进入壁垒则在一定程度上阻止了新公司的进入。

进入壁垒是指阻碍观望者进入行业的因素。进入障碍可视为潜在竞争者进入某特定行业的门槛；进入障碍越低，则吸引越多新竞争者加入，因此可预期未来这个行业的成长率及获利率将会受到影响。

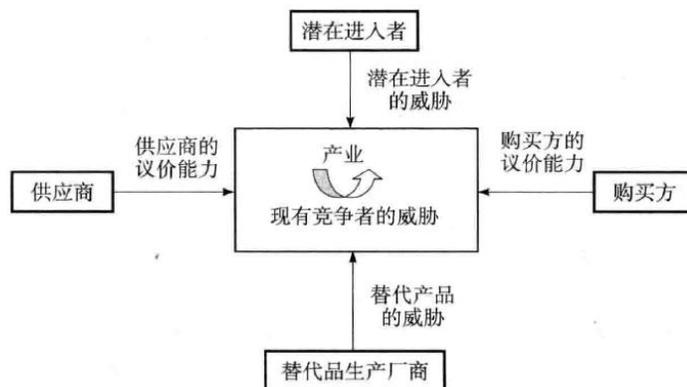


图 6 波特的五种竞争力模型

形成进入壁垒的因素主要有：

(1) 规模效应。大规模经营的经济性表现为一定时期内产品的单位成本随总产量的增加而降低。规模经济的存在阻止了对行业的侵入，因为它迫使“入侵者”或者冒大规模生产的风险，或者以小规模生产而在产品成本方面处于劣势。

每一个行业都有其特定的规模经济要求。对美国一些行业进行研究后发现，存在行业的规模效应。经济学家对 20 世纪 60 年代的一些美国行业进行调研后发现，如钢铁业、打字机、牙膏业等领域的“最小最佳规模”会随着技术、经济、市场等方面的变化而发生变化。另外，同一行业（产品）的“最小最佳规模”在国与国之间也是有差别的。但有一点是相同的，就是行业的“最小最佳规模”越大，该行业的进入壁垒越高。

(2) 差别化效应。差别化效应意味着原有目标产品中的企业通过广告、产品质量、顾客服务等手段建立的商标及顾客信誉上的优势。差别化所构成的行业壁垒，将迫使“入侵者”耗费大量资金以克服原有企业的信誉优势。这种努力通常带来初始阶段的亏损。产品差别化使婴儿食品、药品、化妆品等行业可能成为重要的壁垒行业。

(3) 专有技术和资金投入规模。当产品的生产和经营涉及专有知识（诀窍），则通过专利或保密方法也可构成行业壁垒。另外，有些产品属资金密集型，高额的资金投入对后来者也制造出较高的进入障碍。

(4) 政府的政策和法律规定。政府可以通过政策或法律的形式限制甚至封锁对某行业的入侵，常见的方式包括发放许可证、实现差别税率等。

(5) 销售渠道的控制。对于一种产品来说，批发或零售渠道越少，现有企业通过长久的关系、高质量的服务对它们的控制程度就越大，则新来者进入该行业就越困难。

(6) 最佳原材料来源的控制。由对原材料来源的控制而形成的壁垒在信息业、采掘业等行业中最为典型。

② 购买方的议价能力

如果购买方的议价能力很高，则公司在销售时处于不利地位，这将会影响公司的获利能力。通常说来，购买方的议价能力取决于下列因素：购买方的规模大小、行业内公司数量的多寡、购买方信息取得的难易程度、产品标准化程度等。

在下述条件下，购买方具有较高的议价能力：①相对于卖方的销售量而言，购买是大批量和集中进行的；②购买方从行业中购买的产品占其成本或购买数额的相当部分；③从行业中购买标准的或非差异化产品；④购买方的转换成本低；⑤购买方盈利低，因为低利润促使购买方极力压低购买成本；⑥购买方采取后向整合的现实威胁，购买方可以以“自己生产”这一筹码作为讲价手段；⑦产品对购买方产品的质量及服务无重大影响（反之，卖方能拥有一个很好的价格）；⑧购买方掌握了充分的信息，如成本结构、价格行情、市场需求等。

③ 供应商的议价能力

供应商是向企业及其竞争对手供应它们为生产特定的产品和劳务所需各种资源的工商企业

及个人。在下列情况下，供应商有较强的议价能力：供应行业由几家大公司控制；供应来源具有稀缺性；供应商无须与替代产品竞争；对供应商而言，所供应的行业无关紧要；对于购买方来说，供应商的产品是很重要的市场投入要素；供应商提供的产品是差异性产品；购买方转换供应商的费用较高等。

如果供应商有较强的议价能力，供应商可能会通过提高供应价格、降低产品或服务质量和、配额供给等手段使生产企业受到一定程度的威胁。

如果供应商的议价能力高，则公司在采购原材料时将处于劣势，很可能受制于供应商而无法有效地降低原料成本，最终影响公司利润。

④ 替代产品的威胁

所谓替代产品是指其用途与所分析的产品相似或相同的产品。从广义上看，一个行业的所有企业都与生产替代产品的行业竞争。对行业而言，替代产品的出现意味着来自相似行业的竞争力量。消费者在购买上有更大的选择空间，同时也代表着本行业产品消费量减少的可能。波特指出，替代品的状态决定了行业中企业可谋取利润的上限，从而限制一个行业的潜在收益。替代品所提供的价格-性能选择越有吸引力，行业利润的“上盖”压得就越紧。

识别替代产品也就是寻找那些能够实现本行业产品同种功能的其他产品，它将导致分析者去分析从表面看来与该行业相去甚远的业务。例如，证券经纪人正日益严峻地受到替代者的威胁，包括不动产、保险业、货币市场基金以及其他个人资本投资方式的替代威胁，这种情 lit；在权益资本市场表现不佳时尤为严重。

一般来说，替代产品行业影响被替代产品行业的因素有下列几点：技术发展程度、替代产品的功能、现有产品功能是否能提升等。

⑤ 现有竞争者的威胁

当行业中有其他竞争者采取竞争动作时，将连带影响到同行业其他公司的经营表现。现有竞争者的威胁大小与行业的竞争结构关系密切。现有竞争者的威胁与下列因素有关：竞争者多寡、产品差异化、退出障碍高低等。

通常说来，行业的利润率水平主要取决于业内现有公司的竞争情况。行业内竞争的方式包括价格竞争和差别竞争。价格竞争可以采取不同形式，如直接降价、放宽收款条件、放宽收款时间等。例如在煤炭生产或水泥制造行业，厂家之间的激烈竞争将销售价格压到等于甚至低于边际生产成本。差别竞争同样可以有不同形式，如产品质量、地点选择、产 nmr，形象、产品设计、售后服务、销售渠道等。比如香水或白酒酿造行业，企业之间主要采用非价格竞争手段进行竞争。

决定行业内竞争的因素包括以下几个方面：

(1) 行业成长性的高低。在一个快速成长的行业中，现有企业只要通过拓展新的市场就可以获得高速发展，无须采用削价竞争的形式从其他企业手中争夺市场份额，比如 20 世纪 80 年代的中国家用电器行业就处在这样一个阶段。在一个成熟的、市场容量相对固定的行业，现有企业要发展，只有通过掠取其他企业的市场份额才能实现。此时，大幅降价将生产成本高的对手挤出市场就成为竞争的主要手段，如目前彩电、洗衣机的生产者。值得注意的是，随着社会资本流动性的加强和市场信息传播速度的加快，削价竞争时代在一个新兴市场上到来的日期在不断提前。

(2) 竞争者生产能力的集中程度。如果某个行业产品的主要生产能力集中于一个或少数几个企业手中，这些企业就有能力为自己的产品定价，行业内的竞争性就会减弱。例如，英特尔公司控制了全世界 CPU 市场份额的 90%。因而有能力主导，芯片产品的市场价格，它还与微软公司结成 Wintel 联盟，攫取电脑工业大部分的利润。据统计，英特尔的年利润比世界前十大个人电脑生产厂商的总和还多。

(3) 产品的差异性和顾客的转换成本。致力于形成产品差异是企业避免单纯价格竞争的重要手段，树立品牌形象是形成产品差异最有效的措施。化妆品生产行业与煤炭生产行业可以说是产品差异性的两个极端。对于电脑软件行业来说，目标顾客更换软件的高转换成本则是阻止价格竞争的有效手段，因为顾客花在学习和运用上的资源要比购买软件的成本高得多。

(4) 固定成本相对于可变成本的比率。对于有些行业，比如航空运输业来说。增加单位运量的可变成本相对于固定成本很小，因而它们更倾向于通过降低单位售价的价格竞争，力求达到

规模经济。

3) 竞争对手分析

要获取相对于竞争对手的持久的竞争优势,就必须首先弄清企业的竞争对手有哪些?竞争对手的目标及实力等。这样才能做到“知己知彼,百战不殆”。一旦确定了竞争对手,需要对竞争对手做以下四个方面的分析:

(1) 竞争对手的目标和战略,主要分析竞争对手的增长目标、产品结构、主要市场分布、市场地位和组织结构,以便从中掌握竞争对手的自我估价、战略方向、市场布局、竞争地位以及由组织结构所体现出的战略重点。

(2) 经营状况和财务状况分析,主要分析竞争对手的收益水平、资金周转速度、经营安全性、偿付能力、折旧率以及成长状态,掌握竞争对手的盈利能力、营运能力、资金结构以及固定资产更新改造能力,这些都将决定竞争对手的发展潜力。

(3) 技术经济实力的分析,主要对竞争对手的产品质量、新产品和技术储备、设备先进程度、技术人员的素质和数量、销售队伍的素质和经验、销售人员与售后服务网络的规模与效率、研究与技术开发投入比例等进行分析,以掌握竞争对手的产品技术水平、制造能力、研究开发能力、销售能力以及生产效率。

(4) 领导者和管理者背景分析,主要分析竞争对手的最高主管人员的素质和能力、管理阶层的素质和能力以及管理方式和竞争方式等。

4) 公司在产业中的竞争地位分析

在确定公司所处的产业、公司的竞争对手后,需要对公司进行产业竞争地位分析。在大多数产业中,无论其产业平均盈利能力如何,总有一些企业比其他企业具有更强的获利能力,这说明不同企业在行业中的竞争地位不一样。

对公司在产业中的竞争地位分析,可以采用 SWOT 这一分析工具来进行。SWOT 是英文的缩写,SW 是指企业内部的优势和劣势(strengths and weaknesses),OT 是指企业外部的机会和威胁(opportunitiea and threats),参见图 7-1

SWOT 分析主要是通过列举公司相对于竞争对手的优势和劣势、公司外部环境给企业竞争带来的影响因素来分析公司在产业中的竞争地位。

优势(S)是公司的内部因素,是指在竞争中相对优势的方面.具体包括:有利的竞争态势;充足的资金来源;良好的企业形象;技术力量;规模经济;产品质量;市场份额;成本优势;广告攻势等。

劣势(W)也是公司的内部因素.是指在竞争中相对弱势的力一面。具体包括:设备老化;管理混乱;缺少关键技术;研究开发落后;资金短缺;经营不善;产品积压;竞争力差等。

机会(O)是公司的外部因素,具体包括:新产品;新市场;新需求;市场壁垒解除;竞争对手失误等。

威胁(T)也是公司的外部因素,具体包括:新的竞争对手;替代产品增多;市场紧缩;行业政策变化;经济衰退;客户偏好改变;突发事件等。

5) 公司经济区位分析

经济区位是指地理范畴的经济增长点及其辐射范围。上市公司的投资价值与区位经济的发展密切相关。进行区位分析时应该注意以下几个方面。

1. 区位自然条件及基础条件

自然条件和基础条件包括矿产资源、能源、交通、通信设施以及人才等,这些是上市公司所拥有的基本硬件条件,对区内_1:市公司的发展起着重要作用。

2. 区位内政府相关政策

不同区位的地方政府通常会有自己的经济发展规划,也会据此制定一系列相关产业内的政策法规,支持当地经济的发展。在这个背景下,政府往往会确定区位内优先发展和扶植的产业,并给予相应的各项政策优惠,因此相关产业内的公司将得到较好的发展。

3. 区位内的经济特色

经济特色是指区位内外经济的联系和互补性及其发展活力与潜力的比较优势。特色在某种意义上代表着优势,比如福建沿海地区形成了独特的服装制造集群化特色,该区位内的公司在服装制造方面比其他区位内的同类公司更有竞争力。

6) 公司价值链分析

价值链的概念是由哈佛大学教授迈克尔·波特提出的,迈克尔·波特认为将企业作为一个整体来看无法认识竞争优势,因此他将企业视作设计、生产、营销、交货及辅助过程中所进行的许多相互分离的活动的集合,在此基础上引入价值链作为分析的工具。

将企业创造价值的过程分解为一系列互不相同但又互相关联的价值增值活动,这些活动构成了企业的价值链。迈克尔·波特把企业的活动分为两类:一类是基本活动,主要涉及如何将输入有效地转化为输出,这部分活动直接与顾客发生各种各样的联系。³另一类是辅助活动,主要表现为一种内部过程,如图所示。

企业价值活动可以分为两大类:基本活动和辅助活动。基本活动是涉及产品的物质创造及其销售、转移给买方和售后服务的各种活动。在任何企业中,基本活动可以按五种基本类别进行划分。辅助活动是辅助基本活动的活动,它们通过提供外购投入、技术、人力资源以及各种公司范围的职能以相互支持。

企业内的基本活动有五种类型,每一种类型又可依据产业特点和企业战略划分为若干显著不同的活动:

(1) 内部后勤。与接收、存储和分配相关联的各种活动,如原材料搬运、仓储、库存控制、车辆调度和向供应商退货等。

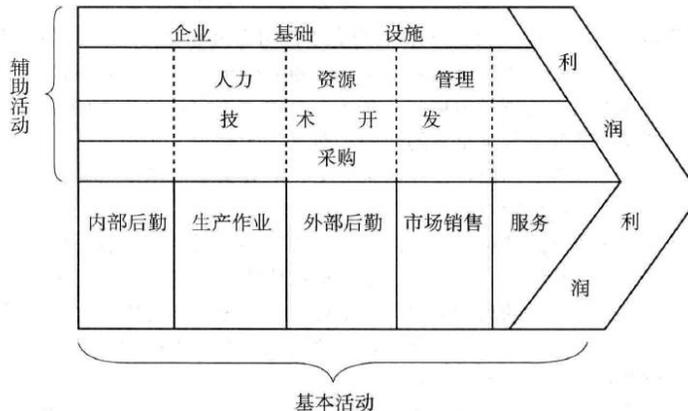


图 7 公司价值链

(2) 生产作业。将投入转化为最终产品的各种活动,如机械加工、包装、组装、设备维护、检测和种设施管理。

(3) 外部后勤。与集中、存储和将产品发送给买方有关的各种活动,如产成品库存管理、送货车辆调度、订单处理和生产进度安排。

³引自迈克尔·波特的《竞争优势》北京,华夏出版社,2005

(4) 市场销售。帮助买方购买产品和引导他们进行与消费有关的各种活动，如广告、促销、销售队伍、报价、渠道选择、渠道关系和定价。

(5) 服务。与提供服务以增加或保持产品价值有关的各种活动，如安装、维修、培训、零部件供应和产品调整。

企业的各种辅助活动也可以被分为四种基本类型，与基本活动一样，每一种类型的辅助活动都可根据产业的具体情况划分为若干显著不同的价值活动。例如，在技术开发过程中，可能包括零部件设计、特征设计、现场测试、工艺过程和技术选择。同样，采购也可以分成各种活动，如审核新的供应商、外购投入不同组合的原料和不断监督供应商的业绩等。

利用价值链可以分析企业所进行的一系列生产经营活动及其如何相互作用、寻找企业在价值链某个特定价值环节上的竞争优势，并长期保持这种特定的优势。研究企业价值链的关键是找出哪一项活动是最重要的环节。对于批发商、零售商而言，进货和发货的后勤管理最为重要；对于一个致力于向企业贷款的银行而言，市场和销售对竞争优势起到至关重要的作用；对于一个制药企业而言，研发则可能成为竞争优势的核心来源。当然，在任何企业中，所有类型的基本活动都在一定程度上存在并对竞争优势产生影响。

波特认为，企业的这些价值创造活动中的每一种都对企业的相对成本地位、独特性、响应速度等外部表现有所贡献。企业通过构建比其竞争厂商更低的成本或更高质量的具有战略重要性的活动而取得竞争优势。竞争厂商价值链之间的差异是竞争优势的一个关键来源。在一个产业中，企业的价值链可能因其产品种类不同、用户地理位置以及销售渠道的不同而有所变化。

一个企业的价值链蕴藏于范围更广泛的一连串经营活动中，波特把它称为价值系统。供应厂商制造出原材料、零配件、元器件并投入企业的价值链，形成外购投入的价值链（称上游价值链）。供应厂商不仅提供产品，而且还能以多种其他方式来影响企业效益。企业生产的产品在到达用户手中之前要通过销售渠道，形成销售渠道的价值链（称渠道价值链）。

7) 公司战略定位分析

在现代经济社会中，由于资本在产业之间流动速度的加快和信息传播成本降低，致使每一个产业中的企业都面临着日趋激烈的竞争。对于任何一个企业而言，制定正确的竞争战略是确保其在行业中生存并得以发展的基础。基本的竞争战略包括成本领先战略、差异化战略和聚焦战略。

① 成本领先战略

成本领先战略是指通过有效途径，使企业的总体成本低于竞争对手的成本，以获得同行业平均水平以上的利润。

企业竞争中很重要的部分就是使成本低于竞争对手。一旦成本领先，企业的竞争优势是显而易见的。由于企业的成本优于同行业中的其他企业，因此它的产品在以行业平均价格进行销售时，企业取得的利润就高于同行业的平均水平，这一优势在行业内进行削价竞争时尤其明显，由于销售价格的降低，其他企业的盈利降低甚至接近于零或负，这时低成本的企业还存在盈利的空间，因而低成本的企业地位就转为较高收益。

成本领先战略是在一个行业中最容易成功的竞争战略。低成本可以通过降价竞争的方式将高成本的对手挤出市场。例如，“格兰仕”是中国家电行业中应用低成本竞争战略最成功的厂家之一，它通过降价竞争挤占了国内外微波炉厂家的市场份额，一举成为世界最大的微波炉生产厂家。

对于那些规模经济效益明显的行业，企业要想获取高于竞争对手的利润水平或行业平均利润水平，必须扩大生产制造规模并超过最小规模临界点。这样，企业就会通过巨大的产品数量来分

摊生产成本,使单位成本大大降低,从而在按照行业的价格进行销售时可获得高于行业的利润水平,进而获得竞争优势。

② 差异化战略

所谓差异化战略,是指为使企业产品、服务和形象与竞争对手有明显的区别,形成与众不同的特点而采取的一种竞争战略。

当一个企业确认自己的产品有某些不同于本行业其他产品的突出特点,而这一特点又能得到消费者的特别重视时,企业就可以采用差异化的竞争战略。一个企业要想使自己的差异化战略获得成功,必须做到以下三点:首先,必须找到消费者所看重的产品差异点;其次,必须将自己定位为满足目标顾客需求的唯一供货商;最后,企业在致力于创造产品差异时所增加的成本必须低于消费者愿意为产品差异所付出的增加值。产品差异可以源自超凡的质量、创新的款式或是便捷的服务,产品差异的表现形式可以是品牌、产品外观或是卓越的声誉。这些都要求公司增加在研究和广告上的投入,直接增大产品的成本。正因为如此,成功的企业无论是在选择成本主导型还是差异营销型的竞争·战略时,都不会只考虑一方面而完全忽视另一方面。采取差异化战略的企业也需关注成本控制,以使获得差异的成本最小;同样,采取低成本战略的企业至少应在质量和服务方面树立自己的品牌形象。

③ 聚焦战略

聚焦战略是指公司主攻某个特定的顾客群、某产品系列的一个细分区段或某一个地区市场。虽然低成本与产品差异都是要在全产业范围内实现其目标,但聚焦战略却是围绕着很好地为某一特定目标服务这一中心建立的。这一战略的前提是:公司能以更高的效率、更好的效果为某一狭窄的战略对象服务,从而超过在更广阔范围内的竞争对手。采用该战略的公司也具有赢得超过产业平均水平收益的潜力,但常常面临对所获整体市场份额的限制。

证券分析人员在了解公司的竞争战略后,还必须从以下角度提出问题并进行分析:

- (1) 企业选定一种竞争战略后,它所面临的主要风险和主要的成功驱动因素有哪些?
- (2) 企业目前有无足够的资源和能力来应对风险?
- (3) 企业的各项活动,如研究设计、产品生产、推广应用、分销渠道及售后支持等,是否与企业的既定战略相吻合?
- (4) 其他企业是否很容易模仿这一竞争战略?企业的竞争优势能否持久?
- (5) 企业所在行业有无发生重大结构变化(新技术的发明、外国竞争者的加入、国家法律的变化、消费者需求的改变等)的可能性?企业是否有足够的弹性来应付这些变化?

8) 公司竞争优势分析

企业选择了正确的竞争战略并不意味着能自动获得竞争优势。为了形成竞争优势,企业还必须具有实施和保持既定竞争战略的资源与核心能力。作为证券分析人员,必须要评价一个企业是否具有保持竞争优势的资源与核心能力。

① 企业的资源

企业的有形资产、无形资产和组织资本构成了企业的资源。有形资产是企业资产负债表上体现的唯一资源,它包括房地产、生产设施、原材料等;无形资产包括企业的声望、品牌、文化、技术知识、专利和商标,以及日积月累的知识和经验;组织资本是资产、人员与组织投入产出过程的复杂结合。

并非企业的所有资源都具有战略价值,只有那些能让企业比竞争对手更好地为顾客创造价值的资源才是有价值的资源。判断企业资源的价值可以从稀缺性、持久性和不可替代性等几个方面进行判断:

- (1) 稀缺性。资源的稀缺性是指资源处于短缺供应状态。资源的稀缺性是创造价值的中心

点,因为它限制了竞争。如果在行业中容易得到这类资源,那么它们将成为参与竞争的先决条件,而不会成为竞争优势的来源。稀缺性源于物质唯一性、路径依赖性、因果模糊性和经济制约。物质唯一性是指竞争对手无法得到同样的资源,如绝佳的不动产位置、矿产的开采权以及受法律保护的专利等;路径依赖性是指资源之所以独一无二,是因为它们的形成需要一个漫长复杂的积累过程,竞争者无法立即购买到这些资源;因果模糊性是指潜在复制者既不知有价值的资源源于何处,也不知如何进行准确复制的方法;经济制约是指市场领导者的竞争对手虽然拥有复制其资源的能力,但限于市场空间有限只好作罢。

(2) 持久性。所谓资源的持久性是指它们能在较长时期内维持其价值不变。企业的盈利能力不仅取决于所建立的竞争优势的大小。而且取决于其维持竞争优势的时间长度,而这一时间长度既与资源的持久性有关,同时又与竞争对手模仿企业战略的能力有关;影响资源持久性的是资源的流动性,流动性可以反映资源在不同公司之间转移的难易程度。企业的有形资源最易模仿。因为竞争对手可以在市场上通过交易获得,而无形资产则难以模仿。

(3) 不可替代性。可替代性是指一种独特的资源能否被另一种资源胜出。例如,决定公司所提供的产品或服务的资源可否被其他资源所替代。除非公司拥有不可替代的资源,企业由此具有的竞争优势才不会由于竞争对手的模仿、复制和寻找其他替代因素而消失。

② 核心能力

核心能力是一种能为企业进入各类市场提供潜在机会,能借助最终产品为顾客所认定,而且不易为竞争者所模仿的能力。

核心能力是企业在特定的经营环境中的竞争能力和竞争优势等方面知识及技能、技术体系、管理体系、价值观念与行为规范的有机组合,是识别和提供竞争优势的知识体系。体现在企业员工身上的知识和技能是最常提到的核心能力要素,它包含了企业特有的知识与技能状况;技术体系是指经过多年的积累与选择,经过整理建立起来的技术知识系统;管理体系是指使用知识和创造知识的控制系统,如监督与激励、责任与权利、分权与集权等;价值观念与行为规范是融合于前三种要素之中的,是企业文化的一种表现形式。一个企业能否正确评价并培育自己的核心能力,是能否及时识别创新机会并提高创新成功概率的关键。

从战略上理解一种能力是一套经营方法,每家公司都拥有一种将价值传递给顾客的经营方法。作为一个竞争实体存在的任何企业,都有其独具的优势。核心能力没有有无之分,只有开发利用高低之分。只是有些优势没有形成现实的竞争力,仅仅是核心能力的雏形,是处于低级阶段的核心能力。只有核心能力被企业管理者所认识并加以培养,才能发挥其作为核心能力的作用;否则,它只能是一种潜在的核心能力。

核心能力具有以下特性:

(1) 有价值。企业的核心能力有助于企业为顾客创造价值,它能为顾客带来相对长期的关键性利益,能够使企业在创造价值和降低成本方面比竞争对手更优秀,能为企业创造超过一般同行企业的超位利润。

(2) 异质性。企业的核心能力是企业在长期的生产经营活动过程中积累而成,不仅与企业独特的技能与诀窍等技术特性高度相关,还深深地印上了企业组织管理、市场营销以及企业文化等诸多方面的特殊烙印。企业的核心能力既有技术特性又有组织特性,很难被竞争对手完全了解并轻易复制,更无法进行市场交易。企业核心能力的异质性,决定企业的效率差异与收益差别。

(3) 扩展性。核心能力可使企业拥有进入各种市场的潜力。企业一旦建立了自己的核心能力,且可将其核心能力组合到不同的相关创新中,构建新的创造与发展的基础,并不断推出创新成果。核心能力是发展新业务的引擎。它决定着企业如何实行多样化经营,是差异化竞争优势的源泉。例如,卡西欧公司在显示技术方面的核心能力可使其参与计算机、微型电视、监视仪等方面的经营。

(4) 动态性。企业的核心能力是企业在长期实践中以特定方式、沿着特定的技术轨道逐步积累起来的,因此具有较强的稳定性。但是,企业的核心能力总与一定时期顾客的价值需求、产业动态、管理模式以及企业资源等变量高度相关,企业核心能力的动态发展演变是客观必然的,曾经的企业核心能力也可能演变为一般的企业能力。因此,企业战略需要适时实现企业核心能力

的跃升。

核心能力既包括科学技术,又包括管理、组织以及营销等方面的技能。这些技术的结合方式和技术的先进水平共同决定着核心能力的强弱,决定着企业开发新产品、服务市场、挖掘新的市场机会的潜力,体现着竞争优势。

IO 与能力理论之争,是学术上的竞争,学术的发展。一个大家熟悉的例子,巴菲特购买伯克希尔·哈撒维公司(Berkshire Hathaway),从行业上讲,很糟糕;从能力上讲,仅仅巴菲特一个人就很强,能力战胜了 IO,公司转型并取得了持续的成功。

10. 宏观经济分析

10.1. 宏观经济分析概述

1) 判断宏观经济形势的基本变量

① 判断经济增长与经济周期的主要指标

(1) 国内生产总值(GDP)与经济增长率。我们通常用国内生产总值的增长速度衡量经济增长率,而经济增长率的变化也反映了经济在经济周期的不同阶段运行。

国内生产总值是指一个国家(或地区)所有常住单位在一定时期内生产活动的最终成果。国内生产总值有三种表现形态,即价值形态、收入形态和产品形态。从价值形态看,它是指所有常住单位在一定时期内生产的全部货物和服务价值超过同期中间投入的全部非固定资产货物和服务价值的差额,即所有常住单位的价值增加值之和;从收入形态看,它是指所有常住单位在一定时期内创造并分配给常住单位和非常住单位的初次收入分配之和;从产品形态看,它是所有常住单位在一定时期内最终使用的货物和服务价值与货物和服务净出口价值之和。在实际核算中,国内生产总值有三种计算方法,即生产法、收入法和支出法。这三种方法分别从不同的方面反映国内生产总值及其构成。

从国内生产总值的定义可以看出,它是以“国土原则”为核算标准的,不包含本国居民在国外取得的收入,但包含外国居民在本国取得的收入。与国内生产总值相类似的一个概念是国民生产总值(GNP),国民生产总值是以“国民原则”为核算标准,包含本国居民在国外取得的收入,但不包含外国居民在本国取得的收入。

统计国内生产总值时,常用的公式为: $GDP=C+I+G+(X-M)$ 。式中,C为消费;I为投资;G为政府支出;X为出口;M为进口; $X-M$ 为净出口。

国内生产总值的增长速度一般用来衡量经济增长率,它是反映一定时期经济发展水平变化程度的动态指标,也是反映一个国家经济是否具有活力的基本指标。对于发达国家来说,其经济发展总水平已经达到相当的高度,经济发展速度的提高相对来说比较困难;对经济尚处于较低水平的发展中国家而言,由于发展潜力大,其经济发展速度可能达到高速甚至超高速增长。

因此,在宏观经济分析中,国内生产总值指标占有非常重要的地位,具有十分广泛的用途。国内生产总值的持续增长是政府追求的目标之一。

(2) 失业率。失业率是指劳动力人口中失业人数所占的百分比。劳动力人口是指年龄在16岁以上且具有劳动能力的人的全体。目前,我国统计部门公布的失业率为城镇登记失业率,即城镇登记失业人数占城镇从业人数与城镇登记失业人数之和的百分比。城镇登记失业人数是指拥有非农业户口,在一定的劳动年龄内,有劳动能力,无业而要求就业,并在当地就业服务机构进行求职登记的人员数。

失业率的上升与下降是以国内生产总值相对于潜在GDP的变动为背景的,而其本身则是现代社会的一个主要问题。值得注意的是,通常所说的充分就业是指对劳动力的充分利用,但不是完全利用,因为在实际的经济生活中不可能达到失业率为零的状态。在充分就业情况下也会存在一部分“正常”的失业,如由于劳动力的结构不能适应经济发展对劳动力的需求变动所引起的结

构性失业。

(3) 通货膨胀。通货膨胀是指一般物价水平持续、普遍、明显的上涨。

对通货膨胀的衡量可以通过对一般物价水平上涨幅度的衡量来进行。一般来说，常用的指标有三种：零售物价指数、批发物价指数、国民生产总值物价平减指数。零售物价指数又称“消费物价指数”或“生活费用指数”，反映消费者为购买消费品而付出的价格的变动情况；批发物价指数反映一国批发价格上升或下降的幅度；国民生产总值物价平减指数则是按当年不变价格计算的国民生产总值与按基年不变价格计算的国民生产总值的比率。由于以上三种指标在衡量通货膨胀时各有优缺点，且所涉及商品和劳务的范围不同、计算口径不同，即使在同一国家的同一时期，各种指数所反映的通货膨胀程度也不尽相同。因而在衡量通货膨胀时需要选择适当的指数。一般来说，在衡量通货膨胀时，零售物价指数使用得最多、最普遍。

通货膨胀一般以两种方式影响经济：通过收入和财产的再分配以及通过改变产品产量与类型影响经济。具体地说，通货膨胀对社会经济产生的影响主要有：引起收入和财富的再分配，扭曲商品相对价格，降低资源配置效率，引发泡沫经济乃至损害一国的经济基础和政权基础。

对于通货膨胀的形成原因，传统的理论解释有三种：需求拉动的通货膨胀、成本推动的通货膨胀、结构性通货膨胀。通货膨胀有被预期和未被预期之分，从程度上则有温和的通货膨胀、严重的通货膨胀和恶性通货膨胀三种。温和的通货膨胀是指年通货膨胀率低于 10% 的通货膨胀；严重的通货膨胀是指年通货膨胀率是两位数的通货膨胀；恶性通货膨胀则是指年通货膨胀率在三位数以上的通货膨胀。各国往往不会长期容忍高的通货膨胀率，但为抑制通货膨胀而采取的货币政策和财政政策通常会导致高失业率和 GDP 的低增长，因此损失的产量和就业数量本身作为抑制通货膨胀的代价是很大的。



PMI 指数

PMI 指数 (purchasing managers index) 全称为采购经理人指数，以 50 为经济的荣枯分界线。当 PMI 大于 50 时，说明经济在发展；当 PMI 小于 50 时，说明经济在衰退。PMI 是一套月度发布的、综合性的经济监测指标体系，分为制造业 PMI 服务业 PMI，也有一些国家建立了建筑业 PMI。

PMI 指数是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，反映了经济的变化趋势。调查采用非定量的问卷形式，被调查者对每个问题只需做出定性的判断，在（比上月）上升、不变或下降三种答案中选择一种。

PMI 指数是五项指标的一个综合性加权指数，即新订单指标、生产指标、供应商交货指标、库存指标以及就业指标，每项指标均反映了商业活动的现实情况，综合指数则反映制造业或服务业的整体增长或衰退。通过计算每一个方面不同结果企业所占比例后，得出这五个方面的扩散指数。扩散指数的计算公式为：扩散指数 = 上升百分比 - 下降百分比 + 不变百分比，然后将这五个扩散指数按照一定的权重比例扣除季节等影响因素后得出采购经理人指数。

PMI 指数体系无论是对于政府部门、金融机构、投资公司，还是对于企业来说，在经济预测和商业分析方面都有重要的意义。截至 2013 年 6 月，全球已有 20 多个国家建立了 PMI 体系，有关机构已开始建立全球指数和欧元区指数，PMI 指数及其商业报告已成为世界经济运行的重要评价指标和世界经济变化的晴雨表。

2) 判断金融市场形势的主要指标

用于判断金融市场形势的主要指标有以下几种：

(1) 货币供应量。货币供应量是单位和居民个人在银行的各项存款及手持现金之和，其变化反映着中央银行货币政策的变化，对企业生产经营、金融市场尤其是证券市场的运行和居民个人的投资行为有着重大的影响。

我国从 1994 年第 3 季度起由中国人民银行按季向社会公布货币供应量统计监测指标。参照国际通用原则。根据我国实际情况，中国人民银行将我国货币供应量指标分为以下四个层次：

- 1) M0, 流通中的现金。
- 2) M1, M0+企业活期存款+机关、团体、部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款。
- 3) M2, M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款。
- 4) M3, M2+金融债券+商业票据+大额可转让存单等。

其中, M1 是通常所说的狭义货币量, 流动性较强; M3 是广义货币量; M2 与 M1 的差额是准货币, 流动性较弱; M3 是考虑到金融创新的现状而设立的, 暂未测算。

值得注意的是, M1 与 M2 的比值在某种程度上可以衡量一个经济体内货币流动性的大小。如果 M2 中 M1 所占比例较高, 说明经济体中的货币流动性较强; 反之, 如果 M2 中 M1 所占比例较低, 说明经济体中的货币流动性较低。

(2) 利率。利率又称利息率, 表示一定时期内利息量与本金的比率, 通常用百分比表示, 按年计算则称为年利率。其计算公式是: 利率=利息量/本金。利率直接反映信用关系中债务人使用资金的代价, 也是债权人出让资金使用权的报酬。

从宏观经济分析的角度看, 利率的波动反映出市场资金供求的变动情况。在经济发展的不同阶段、市场利率有不同表现。在经济持续繁荣增长时期, 资金供不应求, 利率上升; 在经济萧条疲软时, 利率会随着资金需求的减少而下降。利率影响着人们的储蓄、投资和消费行为; 利率结构也影响着居民金融资产的选择, 影响着证券的持有结构。

利率通常由国家的中央银行控制, 在美国由联邦储备委员会管理。当经济过热、通货膨胀上升时, 便提高利率、收紧信贷; 当过热的经济和通货膨胀得到控制时, 便会把利率适当地调低。当前, 世界各国频繁运用利率杠杆实施宏观调控, 利率政策已成为各国中央银行调控货币供求, 进而调控经济的主要手段, 利率政策在中央银行货币政策中的地位越来越重要。

(3) 汇率。汇率是外汇市场上一国货币与外国货币相互交换的比率。它是由一国货币所代表的实际社会购买力平价和自由市场对外汇的供求关系决定的。

汇率变动是国际市场商品和货币供求关系的综合反映。当汇率升高时, 本币贬值, 国外的本币持有人就会抛出本币或者加快国内市场的商品购买速度。对于国内来说, 一方面是流回国内的本币增多, 另一方面是从国内流出的商品增多, 导致出口量扩大, 这就形成了国内需求的扩大和供给的减少。当汇率下降时, 本币升值, 国外对本币的需求增大以及流出增力, 对国内的进口减少, 这就使国内需求减少, 导致国内供给增加。因此, 汇率变动的总体效应就是: 本币贬值会扩大国内总需求, 本币升值会缩减国内总需求。

一国的汇率会因该国的国际收支状况、通货膨胀率、利率、经济增长率等的变化而波动; 同样, 汇率波动又会影响一国的进出口额和资本流动。并会影响一国的经济发展。在当前国际分一异常发达、各国间经济联系十分密切的情况下, 汇率的变动对一国的国内经济、对外经济以及国际经济联系都会产生重大影响。

10.2. 经济运行与证券市场

1) 宏观经济变动影响证券市场价格

由于宏观因素、行业和区域因素、公司因素及市场因素的共同作用, 证券市场价格的变动表现为非常复杂的形式。作为投资者, 如果想取得较高的投资收益并尽可能降低投资风险, 就需要认真分析和研究对证券市场价格有影响的各种因素。

证券市场是整个市场体系的组成部分, 上市公司是宏观经济的微观主体, 因此证券市场价格从根本上说就是一个经济问题。由于专业化和分工的日益深化, 现代经济体系中的各个环节、各个组成部分之间更是相互依赖、紧密联系, “一荣俱荣、一损俱损”已成为现代经济生活的基本特征。总体上讲, 证券市场价格是由宏观经济所影响和决定的。

宏观经济因素对证券市场的影响是全局性的。同样, 作为经济因素, 行业或区域因素一般只会影响某个板块(即某个行业或区域)的证券价格, 公司因素一般只会影响本公司上市证券的价格, 它们一般不会对整个证券市场构成影响。而宏观经济因素几乎对每只上市证券均构成影响, 因而必然影响证券市场全局的走向。从各国证券市场发展史来看, 除处于极不规范时期的新兴证券市场外, 证券市场的每一次牛市均是以宏观经济向好为背景的, 而证券市场每一次熊市的形成

均是因为宏观经济发展趋缓或衰退。

宏观经济因素的重要性还在于它的影响是长期的。由于宏观经济因素对证券市场的影响是根本性的，因而它的影响也就必然是长期的。无论是政治因素、军事因素，还是市场因素，都不具有长期影响力。政治、军事事件作为一个事件，本身就不具备持续性，因而也不可能对证券市场产生持续的影响。至于市场因素，其中的战略性建仓或空仓行为则是基于投资者对宏观经济和证券市场发展的未来预期，因而是宏观经济影响证券市场的方式和体现；而短期的买卖操作则只能构成对证券市场长期发展的调整，而不能从根本上改变其长期趋势。构筑证券市场长期趋势的基础正是宏观经济态势。

综上所述，宏观经济因素对证券市场价格的影响是全局性的和长期性的。因此，要成功地进行证券投资，首先必须认真研究宏观经济状况及其走向。

2) 经济周期波动对证券市场的影响

宏观经济运行对证券市场的影响主要是通过宏观经济的周期性波动进行。

① 经济运行周期性的含义

理论研究和经济发展的实证均表明，由于受多种因素的影响，宏观经济的运行总是呈现出周期性变化。这种周期性变化表现在许多宏观经济统计数据的周期性波动上，如国民生产总值、消费总量、投资总量、工业生产指数、失业率等。由于 GNP 是最常见、综合性最强的衡量宏观经济的指标，因此宏观经济的周期性变化通常用 GNP 的系列统计数据来表示。

研究表明，宏观经济周期一般经历四个阶段，即萧条、复苏、繁荣、衰退。如图 4~7 所示。也就是说，如果从 GNP 的下降开始算起，那么它首先经历 GNP 处于下降的衰退阶段，下降至最低点为萧条阶段，然后经过不断回升的复苏阶段，达到欣欣向荣的繁荣阶段，繁荣之中又孕育着衰退的再次来临。如此循环往复，周而复始，其中每四个阶段构成一个经济周期。

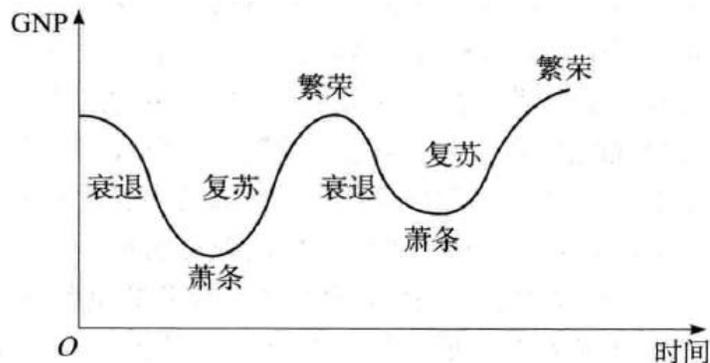


图 7 经济周期的四个阶段

经济周期作为宏观经济运行的一种规律存在于我们的经济生活之中，它的存在并不依赖于国家、制度等的不同。第二次世界大战后，由于各国加强了对宏观经济的干预，经济周期由繁荣至萧条的波幅已大大减小，但经济周期仍然存在，而且周期的长度明显延长。也就是说，国家干预经济的政策只能在一定程度上削弱经济周期的振幅，却不能根除经济周期。另外，经济周期也不像数学的“周期”那样具有严格的波长和波幅，这也给经济周期的阶段性判断带来困难。

② 如何判断目前经济处在经济周期的哪一阶段

由于宏观经济的周期性运行将对社会经济生活产生深刻的影响，因此，无论是政策制定者还是企业或投资者个人均希望对目前经济的性质做出准确的判断。然而，如前所述，由于宏观经济运行的复杂性，要对经济处于周期的哪一阶段做出准确的判断是一件比较困难的事情，目前主要的分析方法有经济指标分析、计量经济模型和概率预测。

(1) 经济指标分析。经济指标分析是一种较早使用的方法，它采用多种经济指标，并将其分类：第一类是先行指标。这些指标的高峰和低谷顺次出现在经济周期的高峰和低谷之前，因此对将来的经济状况有预示作用。这些指标有货币供应量，股价指数、房屋建造许可证的批准数量、

机器设备的订单数量等。从实践来看,通过先行指标对宏观经济的实际高峰和低谷进行计算及预测,得出结论的时间可比实际发生的时间提前半年。第二类是同步指标。这些指标的高峰和低谷出现的时间与经济周期相同。一也就是说,这些指标反映的是宏观经济正在发生的情况,并不预示将来的变动。这类指标有实际 GNP、失业率等。第三类是滞后指标。这类指标的高峰和低谷比宏观经济滞后,一般滞后半年。这类指标有银行短期商业贷款利率、工商业未偿还贷款、生产成本、物价指数等。在上述三类指标中,先行指标可以用来预测,同步指标和滞后指标可以用来验证。例如,在先行指标已经下降的情况下,如果同步指标也在下降,那么就可以判断衰退正在来临。

经济指标分析方法的特点是简明直观,但经验色彩较为浓厚。

(2) 计量经济模型。计量经济模型是表示经济变量之间数量关系的方程式。计量经济模型主要有经济变量、参数和随机误差三大要素。经济变量是反映经济变动情况的量,模型中的经济变量有内生变量和外生变量两种。内生变量是由模型本身加以说明的变量,是模型中的因变量;外生变量是不能由模型本身加以说明的变量,是模型中的自变量。参数是模型中的常数和系数,它反映的是自变量和因变量之间相对稳定的比例关系。随机误差是指那些难以预知的、随机产生的差错,以及在统计、资料整理和综合过程中所出现的差错。由于误差一般较小,而且有正有负,最终可以相互抵消,因此可以忽略不计。用计量经济模型进行预测的一般过程为:首先,预测者要按照一定的经济理论来建立数学模型;然后,根据现实的材料,使用计量经济学的方法来估计模型参数,进行模型检验;最后,利用通过检验的模型进行预测。

对经济周期进行分析和预测一般采用宏观计量经济模型。由于宏观计量经济模型提供的是一组组宏观经济变量的预测数据,因此它不仅可以用来分析和预测宏观经济运行的阶段性质,而且可以用来预测其具体水平。计量经济模型的理论性强,而且规模庞大,所含方程数目从二十个到数百个,因此必须依赖先进的计算机系统。另外,每一个计量经济模型都是某一经济理论的产物,经济理论的正确与否及正确程度对计量经济模型来说至关重要。

(3) 概率预测。概率预测是用概率论的方法对宏观经济活动进行的预测。由于宏观经济运行的复杂性,宏观经济变量的变化并不一定像计量经济模型所描述的那样稳定,而是常在一定的区间内按某种概率发生。因此,总结宏观经济运行的过去和现状,揭示其规律性。从而在一定的置信水平下预测未来宏观经济变量的水平,就成为一种行之有效的方法。

用概率论的方法分析宏观经济在 20 世纪初就已开始,并在第二次世界大战后得到了蓬勃发展。但概率预测方法用得较多也比较成功的是对宏观经济的短期预测。如对实际 GNP 及其增长率、通货膨胀率、失业率、利率、个人收入、个人消费、企业利润及对外贸易差额等指标的下一时期水平或变动率的预测。由此可见,概率预测比较适于宏观经济运行的短周期阶段性判断。

经济指标分析、计量经济模型和概率分析三种分析方法各有千秋,不同的证券投资者可根据自身掌握资料的丰富程度,按照成本—收益的原则灵活选择使用。除以上几种方法外,我国经济界在长期的经济预测研究和实践中也开发了许多方法及工具。实际上,我国有关政府部门和各类机构已根据各自掌握的资料和使用的方法对宏观经济运行进行跟踪和预测,并定期公布预测数值,这也为投资者分析和判断目前宏观经济的性质提供了一定的参考。

③ 宏观经济循环周期与证券市场波动

经济周期的时间有长有短,形态也多种多样,可以说没有完全相同的经济周期。但从证券市场的情况来看,证券价格的变动大体上与经济周期相一致。一般的规律是经济繁荣,证券价格上涨;经济衰退,证券价格下跌。

在萧条阶段,经济下滑至低谷,百业不振,公司经营情况不佳,证券价格低位徘徊。由于预期未来经济状况不佳,公司业绩得不到改善,大部分投资者都已离场观望。只有那些富有远见且在不断搜集和分析有关经济形势并合理判断经济形势即将好转的投资者在默默地吸纳。

当经济走出萧条、步入复苏阶段时,公司的经营状况开始好转,业绩上升,债信提高。此时,由于先知先觉的投资者不断吸纳,证券价格实际上已经回升至一定水平,初步形成底部反转之势。随着各种媒介开始报道萧条已经过去、经济日渐复苏的消息,投资者的认同感不断增强,投资者自身的境遇亦在不断改善,从而推动证券价格不断走高,完成对底部反转趋势的确认。

随着经济的日渐活跃，繁荣阶段就会来临。公司的经营业绩也在不断提升，并通过增资扩大生产规模、占有市场。由于经济的好转和证券市场上升趋势的形成得到了大多数投资者的认同，投资者的投资回报也在不断增加，因此投资者的投资热情高涨，从而推动证券市场价格大幅上扬，并屡创新高，整个经济和证券市场均呈现一派欣欣向荣的景象。此时，一些有识之士在充分分析宏观经济形势的基础上认为经济高速增长的繁荣阶段即将过去，经济将不会再创高潮，因而悄悄地卖出所持的证券。证券价格仍在不断上扬，但多空双方的力量在逐渐发生变化，因此价格的上扬已成强弩之末。

由于繁荣阶段的过度扩张，社会总供给开始超过总需求，经济增长减速，存货增加；同时，经济过热造成工资、利率等大幅卜升，使公司营运成本上升，公司业绩开始出现停滞甚至下降之势。繁荣之后衰退的来临不可避免。在衰退阶段更多的投资者基于对衰退来临的共同认识加入到抛出证券的行列，从而使整个证券市场完成中长期筑顶，形成向下的趋势。

证券市场价格的变动周期虽然大体上与经济周期相一致，但在时间上并不与经济周期相同。如前所述，证券市场完成中长期的底部、形成上升趋势、完成中长期的顶部、形成向下趋势在时间上比经济周期的四个阶段皆有提前。从实践上看，证券市场走势大约比经济周期提前几个月到半年。也就是说，证券市场走势对宏观经济运个于具有预警作用。这就是通常所说的“证券市场是经济的晴雨表”的原因所在，也是在经济指标分析中将证券价格指数作为先行指标的理由。当然，“证券市场的晴雨表”功能是就其中长期趋势而言的，证券市场的每一次波动，特别是短期波动，并不表示宏观经济状况的变好或趋坏。

在 20 世纪 60 年代初期，美国在越南的战争开始升级，1964 年后，美国进入了一场全面的战争。从 1965 年起，军费开支的增加提高了政府支出，而联邦储备体系同时提高了货币增长率，试图制止利率上升。由于越南战争的扩大，致使总产出和价格水平受到影响。对此，总供给和总需求说明什么？

政府支出的增加和货币增长率的提高会使总需求曲线右移。结果是，总产出增加，失业下降，价格水平上升。表 4r 说明实际发生的情况正是如此：失业率从 1964 年到 1969 年不断下降，低于经济学家现在对这一时期自然失业率 5% 左右的估计，而通货膨胀率开始上升。由于经济的自我校正机制，失业率最终回升到自然失业率水平，这正是我们在 1970 年见到的现象。当时，通货膨胀率进一步上升，而失业率进一步增大。

10.3. 经济政策与证券市场

1) 宏观经济政策与证券市场

目前市场经济国家对经济的干预主要是通过货币政策和财政政策来实现的。根据宏观经济运行状况的不同，政府可采取扩一张的或紧缩的货币政策和财政政策，以促进经济快速增长。保持价格总水平的稳定，实现充分就业。政策的实施及政策目标的实现均会反映到作为国民经济“晴雨表”的证券市场上。不同性质、不同类型的政策手段对证券市场价格变动有着不同的影响。另外，政府为了改善国际贸易状况、促进国际收支平衡而对汇率政策进行的调整，也会影响证券市场格局。

① 货币政策的调整会直接、迅速地影响证券市场

在一般情况下，中央银行的货币政策工具主要有：①法定存款准备金率；②再贴现率；③公开市场业务。现阶段，中国的货币政策工具还有对商业银行的信贷规模控制、差别化的存款准备金率、基准利率控制等。

中央银行为了防止经济衰退、刺激经济发展而实行扩张性货币政策时，就会通过降低法定存款准备金率、降低中央银行的再贴现率或在公开市场上买入国债的方式来增加货币供应量，降低社会融资成本，扩大社会的有效需求。当经济持续高涨、通货膨胀压力较重时，中央银行往往采用适当紧缩的货币政策，通过提高法定存款准备金率、提高中央银行的再贴现率或在公开市场上卖出国债以减少货币供应量，同时紧缩信用、提高社会融资成本，以实现社会总需求和总供给大体保持平衡。

中央银行实施的货币政策对证券市场的影响，主要是通过以下几个方面产生的：①当增加货

币供应量时，一方面证券市场的资金增多，另一方面通货膨胀也使人们为了保值而购买证券，从而推动证券价格上涨；反之，当减少货币供应量时，证券市场的资金减少，价格的回落又使人们对购买证券保值的欲望降低，从而使证券市场价格呈回落的趋势。②通过再贴现率影响市场利率，从而影响到证券投资的机会成本和上市公司的业绩，进而影响证券市场价格。当提高再贴现率时，证券投资的机会成本提高，同时上市公司的营运成本提高、业绩下降，从而证券市场价格下跌；反之，当降低再贴现率时，证券投资的机会成本降低，而上市公司的营运成本也下降、业绩向好，从证券市场价格上涨。③中央银行在公开市场上买进证券时，对证券的有效需求增加，促进证券价格上涨；中央银行卖出证券时，证券的供给增加，引起证券价格下跌。

由于货币政策以货币市场为媒介，通过数量型和价格型工具来调节货币供需，因此它对证券市场的影响相比于财政政策更加直接、迅速。例如，中央银行在公开一市场上买进或卖出债券就能直接影响债券市场价格的变动；而利率的调整也会改变股票投资的机会成本和上市公司未来的营运成本，但由于影响股票价格的因素更加复杂，因而货币政策对股票价格的影响容易被其他因素的影响所掩盖。

② 财政政策的调整对证券市场具有持久的但较为缓慢的影响

财政政策是通过财政收入和财政支出的变动来影响宏观经济活动水平的经济政策。财政政策的主要手段有三个：一是改变政府购买水平；二是改变政府转移支付水平；三是改变税率。当经济增长持续放缓、失业增加时，政府要实行扩张性财政政策，提高政府购买水平、提高转移支付水平，降低税率，以增加总需求。解决衰退与失业问题。当经济增长强劲、价格水平持续上涨时，政府要实行紧缩性财政政策，降低政府购买水平，降低转移支付水平，提高税率，以减少总需求，抑制通货膨胀。

国家通过实行财政政策对证券市场产生影响，主要有以下几个途径：①综合来看，实行扩张性财政政策，可增加财政支出、减少财政收入，可增加总需求，使公司业绩上升、经营风险下降，使居民收入增加，从而使证券市场价格上涨；反之，实行紧缩性财政政策，可减少财政支出、增加财政收入，可减少社会总需求，使过热的经济受到抑制，从而使得公司业绩下滑、居民收入减少。这样，证券市场价格就会下跌。②政府购买是社会总需求的一个重要组成部分。扩大政府购买水平，增加政府在道路、桥梁、港口等非竞争性领域的投资，可直接增加对相关行业（如水泥、钢铁、建材、机械等行业）的产品需求；这些行业的发展又形成对其他行业的需求，以乘数的方式促进经济发展。这样，公司的利润增加，居民的收入水平也得到提高，从而可促使证券价格上涨。减少政府购买水平的效应正好与此相反。③改变政府转移支付水平主要从结构上改变社会购买力状况，从而影响总需求。提高政府转移支付水平，如增加社会福利费用、增加为维持农产品价格而对农民的拨款等，会使一部分人的收入水平得到提高，也间接促进了公司利润的增长，因此有助于证券价格的上扬；反之，降低政府转移支付水平将使证券价格下跌。另外，调整中央政府对地方政府的转移支付水平，将打破原有的中央政府与地方政府之间、地方政府与地方政府之间的财政平衡格局，形成新的平衡状态，这样不仅能从整体上而且能从结构上影响证券市场。一般来说，如果中央政府提高对地方政府的转移支付水平，地方政府将拥有更多的自主财力，用于发展地方经济，直接或间接地扶持当地上市公司的发展，从而促进证券价格的上扬。同样地，如果某地方政府得到相对更多的中央政府的转移支付，那么该地区的证券价格上扬的潜力更大。④公司税的调整将在其他条件不变的情况下，直接影响公司的净利润，并进一步影响到公司扩大生产规模的能力和积极性，从而影响公司未来成长的潜力。因此，公司税的调整对其证券的影响不言而喻。个人所得税将直接影响居民个人的实际收入水平，因而将影响证券市场的供求关系。证券交易税直接关系到证券交易的成本。所以，一般来说，税率的提高将抑制证券价格的上扬，而税率的降低或免税将有助于证券价格的上扬。当然，对某些特定的行业或区域的税收优惠对证券市场的影响一般只局限于该行业或区域的上市证券。

从传导机制上讲，财政政策是以实体经济为媒介，通过控制财政收入和支出，经过企业（公司）的投入与产出来影响总需求的，与货币政策有明显的区别。因此，财政政策无论是扩张性的还是紧缩性的，从理论上讲，其传导过程比较长。财政政策这种较长的时滞性决定了它对证券市场的影响不像货币政策那样立竿见影，而是比较缓慢的，但也比较持久。例如，1998年我国中

央政府开始实施扩张性的财政政策，大规模扩大政府投资.但当时证券市场并没有给予多大的响应，到 1999 年却演绎出创历史新高的大行情。当然，也有例外，如证券交易税的调整也能对证券市场产生迅速的影响。

③ 汇率政策的调整从结构上影响证券市场价格

在开放经济条件下，汇率对经济的影响十分显著。汇率的高低将影响资本的国际流动，也会影响本国的进出口贸易。如果以单位外币的本币标值来表示汇率，那么汇率对证券市场的影响主要通过以下几个途径：

(1) 汇率上升，本币贬值.本国产品的竞争力增强.出口型企业将受益，因而此类公司的证券价格就会上扬；相反，进口型企业将因成本增加而受损，此类公司的证券价格将因此而下跌。汇率下跌的情形与此相反。

(2) 汇率上升，本币贬值。将导致资本流出本国。因此，本国的证券市场需求减少，价格下跌；反之，汇率下跌，则资本流入本国，本国的证券市场将因需求旺盛而价格上涨。

为了消除汇率变动对本国经济的消极影响，本国中央政府常常对汇率的变动进行干预，这种干预政策也会对本国的证券市场产生影响。当汇率上升时，为保持汇率稳定，政府可能动用外汇储备一抛出外汇，购进本币，从而减少本币的供应量，使证券价格下跌；也可能抛出外汇，同时回购国债，这样将使国债市场价格上扬。

由此可见，汇率的变动和汇率政策的调整与实施主要是从结构上影响证券市场，一方面引起本国证券市场和外国证券市场的相对变化，另一方面引起本国证券市场上出口型企业和进口型企业证券价格的相对变化。

10.4. 中国经济（2018）

过去三十年，我们的经济发展靠的是居民对物质生活追求，由追求温饱小康所驱动，而未来整个社会进步应该会转向居民消费的转型和升级。

宏观上来看经济变化，人口结构有着非常重要的含义，在一个比较年轻的人口结构下大家会喜欢房子、汽车这些年轻消费品，但是随着人口老龄化，医疗、养老这些服务型消费有一个崛起过程。

过去我们的经济发展有两大动力，一个是来自人口红利，过去我们每年新增 1000 多万年轻人口，就是 15-60 岁的年轻人口，但在 2013 年以后就变成负增长；第二个是来自于城市化，到目前为止城市化依然是我们经济发展的主要动力，这一块每年大概可以贡献 2000 万的农村向城市的转移人口。但是 17 年末我国城市化的水平已经接近 60%，按照国际上通行的标准，通常 70% 是城市化成熟期，算一下中国城市化可能还可以维持十年，虽然说城市化还是有空间，但是需要记住，我们城市化已经离瓶颈越来越近，如果大家去农村看一下，目前农村里面还可以转移过来的年轻人数量也是在减少的。

简单加总一下，年轻人和农村转移人口算在一块，过去我们每年有 3000 万以上有效需求人口，2011 年以后年轻人口数量变成零增长，现在每年只有 2000 万的有效需求人口，用这样的大框架进行测算，基本上所有这些中国比较大的产业，无论是房地产还是汽车，目前应该都在顶部的区域，这是我们非常简单的测算。

比如房地产，按照目前每年新增 2000 万有效人口，平均两人一套住房，1000 万套住房就是一个比较正常的需求。另外我们还需要算一下更新置换需求，假定经济到一个稳态，中国有 4 亿户家庭，房子大概是 50 年的有效期，2% 的折旧率，每年大概需要换掉 800 万套旧住房，推算房地产消费顶峰差不多 1800 万套。汽车多一点，汽车使用时间比较短，按照 7% 的折旧率可以使用 15 年，按照 4 亿辆存量，更新需求会到 3000 万辆，目前新增需求每年还有 2000 万辆，加在一块顶峰可以达到 5000 万辆。而 17 年估计我国的房地产销售会接近 1900 万套，汽车销售会接近 3000 万辆，这说明中国房地产市场处于绝对的顶部，而汽车市场空间也不大了。

回到中国城镇居民基本生活，三十年之前基本上所有城镇居民，大家都是家徒四壁一无所有，对物质生活追求是一个主要的方向，但是到去年年末为止，我们做了一个非常简单统计，我们发现所有这些耐用品，像家电、住房基本上都超过户均一台或者户均一套，汽车户均 0.4 辆左右，

虽然说汽车普及可能还有很大空间，但是和日本的 0.5 辆已经很接近，毕竟中国还不是美国，有那么多的平原地区可以发展汽车，所以把所有这些作为一个大背景来看，其实我们整个居民的生活追求肯定在发生变化。

十九大给一个非常重要的描绘，就是我们的人民生活目标发生了变化。30 年前居民是把物质生活追求放在首位，但是这一次我们明确提出未来居民要追求更加美好的生活，什么是更加美好的生活？

回到人口结构这幅图，给我们展示了一个非常清晰方向，我们叫居民消费的转型和升级。年轻人为主的年代，需要更多的房子、汽车，这些都是有形消费品，但对于老龄化的社会，老年人需要更多的医疗和养老，放开二胎以后小孩出生率回升，而儿童需要教育，教育、医疗都是无形消费。这说明居民消费将从有形消费转向无形消费。另外一方面中国年轻人口数量减少，大家不需要更多房子和车子，但是毕竟收入还是持续增长，所以大家需要更好的消费品，需要更高质量的房子和车子，对品质的追求就是消费升级。综合来看居民消费会有一个转型和升级的过程。

而随着居民消费的转型和升级，我们整个产业结构也会发生变化。首先，随着居民消费从有形消费转向无形消费，意味着整个经济结构将从工业化转向服务业的时代。怎么理解未来中国经济的平衡和充分的发展？含义就是我们工业发展极度失衡，服务业发展不够充分，未来服务业有非常巨大的发展空间。

比如，北京幼儿园事件，反映出来大家都希望小孩有更好的教育，但是问题是优质教育供给严重不足。我们看介绍美国 K12 的研究，发现多子女的美国家庭可能支出的一半以上都用在教育上，这个产业有非常大的发展空间。医疗更加不用讲，因为大家都想活得长，这些行业属于供给严重不足，发展空间巨大。

而随着居民消费的升级，工业化未来也在发生变化。过去年轻人高速增长，每年都需要更多的汽车。而今年整个汽车行业的增速是零增长，但是 SUV 增速 20%，新能源汽车增速 50%，就是说大家不需要更多的汽车，但是需要更高品质、更加环保清洁的汽车，这就是对品质的追求。反过来讲，居民的消费升级意味着更高的技术水平，其实就是对企业创新要求。回顾一下中国很多传统产业，过去十年发展主线就是智能化，比如手机，过去大家使用手机都是大砖头后来被苹果、华为手机取代了，智能化改变了手机、电视，包括目前所有的这些传统行业，未来创新应该是我们工业化的出路。这意味着我们工业化会到一个新的时代，过去 30 年是重化工业时代，发展钢铁、煤炭这些重产业，以后的时代，因为大家需要追求高品质，这个时候我们整个工业应该会转向新兴产业，尤其是目前中国依然具有巨大贸易逆差的产业，比如电子、计算机、航空航天这些方向有巨大希望。

居民需求在发生变化，转向服务消费、转向品质消费，我们产业会从工业化转向服务和创新的年代。

第二部分，怎样帮助中国经济转型。

我们认为融资结构非常重要，我们一定要从银行融资转向资本市场融资、尤其是股权融资。

在工业化时代，我们说这个游戏非常的简单，因为工业化就是一个简单扩大再生产的过程，所以最佳融资方式就是银行融资，给钢铁、地产企业钱就可以搞很大。但是到了服务和创新的年代，其实银行就基本上没有用武之地了。因为银行的所有融资的核心是需要有一个抵押品，银行是一个面向重资产行业的融资方式，但是所有这些新的方向，比如说我们搞创新，创新的本质叫做知识产权，叫做无形资产，没有资产给你做抵押，同样服务业叫人力资本，教育核心是老师，医疗核心是医生，都是人力资本，没有资产给银行做抵押，让银行给他放贷款。换句话说，就是所有这些新的方向必须要转向靠资本市场来提供融资。

但是我们说其实这样的框架，大家看上去觉得非常的有道理，但是问题是，我们早在十年前也就是 2009 年就应该做这个转化，把融资结构转过来，抑制银行融资发展资本市场融资或者股权融资，但是我们没有这样做。过去十年我们是银行融资在不停增长的过程，从宏观来看，其实我们的整个银行融资给我们的经济加过三次杠杆。

第一次是 2009 年，2009 年这个故事大家都知道，就是当时我们是四万亿，四万亿之后所有人都非常高兴，大家感觉经济新一轮周期开始了。我们发现 2009 年之前中国企业部门非常的健

康，中国的企业并不是一直都是负债累累，2009年之前我们整个中国企业部门一年的新增总融资不到两万亿，两万亿就是现在一个多月的贷款数量；2009年变成7万亿，2012年变成10万亿，那把银行给企业部门提供了巨量的贷款，企业拿到钱就扩产能，那个时候就是企业举债，通过制造业投资启动了中国经济第一轮反弹，那一轮经济反弹是两年，2009、2010年大家都非常的开心。但是好景不长，到2011年以后经济就重新开始下滑，因为企业高债务引发了高杠杆和产能过剩的问题。17年从年初和年尾，大家对新周期充满争议，为什么我们始终认为有疑问，就在于我们企业部门连续十年每年举债十万亿，这么一个高的债务负担很难在一两年之内解决，17年企业债务率只是在高位企稳，没有明显下降，高债务始终是新周期启动的拦路虎。

第二次是2012、2013年，这是第二次经济反弹，这一次主角是政府出来举债，这一次很重要的指标叫做信托贷款，当时我还记得程博讲如果政府想要保持一个比较高的经济速度，必须要在某一块融资增速保持在50%，那一次标的就是信托贷款，一年之内翻了一倍，就是2012年增速还只有18%，2013年到100%。地方政府在银行的表外，通过信托贷款，大笔的加码了基建投资。同样那一轮经济反弹持续时间也只有两年，2014年开始往下走，因为2013年政府发现债务出现问题，开始整顿地方政府债务，包括当时也是一轮央行提高利率去杠杆，2014年之后经济重新开始下滑。

到2016、2017年，我们又来了一个新故事，只不过这次故事主角又换了一个，因为经济里面有三大重要主体，一个是企业，另一个是政府，第三个就是居民部门，这次就是我们居民部门出来举债。过去几年整个地产市场发生了翻天覆地变化，2017年已经收官，我们好几个地产巨头，每一个都是五千亿的销售规模。为什么2017年房子还是卖的这么好，其实2017年是居民举债又创新高，全年下来居民新增总债务超过了8万亿。本来2016年的居民举债7万亿就不少了，结果17年又创了新高。这一轮靠居民巨额举债拉动地产销售、地产投资，支撑了经济反弹。

我们发现同样魔咒又出现了，就是居民债务又引发了市场关注，之前财新专门写了一个文章，就是讲中国居民债务率的问题。我自己刚刚从北美回来，去北美跟他们聊了一下非常有意思，当时去加拿大，我说你们房价也很贵，你们债务率高吗？他们说我们居民负债率100%，我说你们会爆掉吗？他说不担心他们自己，他们担心瑞典，因为瑞典居民负债率是150%。这说明发达国家的居民负债率都很高，这是个全球现象。

目前我国的居民负债率大概是55%，也就是45万亿的居民负债，80万亿的GDP，确实比发达国家还要低不少。我们想了一下为什么北欧国家居民负债率是全球最高的？因为北欧是高福利社会代表，他们政府把所有东西都包办了，所以大家敢于举债，但是目前我们的整个社保包括医保，大家心里是有疑问的。如果社会保障不够完善，我们居民负债率上升是有风险的。还有一个问题是我们居民负债上升的速度太快了，一年居民新增负债八万亿，GDP的10%都被居民借走了，当年美国在2007、2006年也没有这么高，这两年中国居民举债确实把经济救起来了，但是又引发了新的居民债务风险。

所以把过去十年中国经济反弹的故事作一个回顾，你会发现其实我们始终在重复着同样的故事，每次都会有一个主体出来举债，第一次是企业举债，第二次是政府举债，第三次是居民举债，每一次都是能够好上两年，第三年通常会出现问题，所以这个就是一个担心，是不是今年同样的魔咒又会重现？

我把整个故事进行回顾，其实想说中国经济如果想从根本上解决债务问题，就一定要改变我们的融资结构。如果始终是靠银行的债务融资是不可能走出困境的，必须改变融资结构，要把债务融资转成股权融资。刚才我们讲中国经济未来的希望非常明确，我们要转向服务、转向创新，但是所有这些服务和创新的企业都和银行没什么关系，比如在美国所有这些新的伟大企业，从谷歌到特斯拉，你想哪一个是由银行培育的？银行培育不了。中国也一样，目前全球型企业从腾讯到阿里，都是由股权融资培育的。银行可以干什么？银行可以培养钢铁厂、房地产，银行在工业化时代可以做很多事情，但是到服务和创新时代他什么都做不了。所以中国如果真心想要转型，就要下决心把银行融资管住，下决心发展资本市场，尤其是股权融资。股权融资才是发展服务和创新的融资结构，这是一个大转变，从这一点出发，我个人认为银行业发展前景是有问题的，目前虽然短期来说大家非常喜欢银行，但是银行业务模式的核心是给所有的客户放贷款，但中国目

前从居民到企业、政府全部负债累累，已经举不动债了，以后银行出路只有一个，就是从放贷转向给居民做财富管理，这也是帮助企业成长，也是帮助居民财富保值和增值。

第三部分讲一讲我们对政策变化的理解，从刺激需求转向改善供给。

我们看过去十年，我们始终是通过债务融资的方式发展经济，我们始终在刺激需求，这次政府发现这条路走不通了，我们提出来供给侧改革。

由于连续十年我们是靠货币、靠投资拉动经济，所以十年下来问题累计的比较严重，无论从投资和 GDP 比值，还是货币和 GDP 的比值都在 2016 年创下历史新高。所有这些问题怎么解决？从刺激需求是走不通的，政府开始转向供给侧找答案，提出了“三去一降一补”，每一个政策都是去解决我们投资过多的问题。如果把过去三年的经济和市场表现作回顾，供给侧改革是非常重要的主线。

2015 年是供给侧改革元年，那一年第一次提出降成本，手段就是大幅的降息降准，结果就是股市、债市双牛。到 2016 年政策主线转向去产能，2016 年是去产能的元年，通过去产能带来商品价格大涨，出现商品大牛市。2017 年政策主线转向去库存，就是降低三四线城市房地产高库存，结果三四线城市销售超预期。这个也是我们在去年交的一笔学费，2015、2016 年我们对政策坚信不疑，我们也认同 2015 年降成本，2016 年相信去产能，但是对 2017 年去库存产生疑虑，我们觉得这不太符合经济历史规律，所有国家历史上人口都是向大中城市集中，很少出现中小城市城市化，但是政策确实太强大，可以改变这种规律。过去三年大家被政策教育的五体投地，只要相信政策就可以找到超额收益。

未来我们的政策会怎样把握？我们给了一个非常明确的判断，叫做两个政策方向，一个叫做去杠杆，一个叫做补短板。首先怎么理解去杠杆？如果把过去三年政策作回顾，我们做了三件事，降成本、去产能、去库存，虽然说全部叫做供给侧改革，实际上这里面去产能是减少供给，但降成本还是在增加需求、因为是在增加政府的需求，去库存是在鼓励居民举债也是增加需求。其实我们是减少了一个供给，增加了两个需求，所以我们全中国的总需求和总债务还是在创新高。

其实这幅图是理解我们中国经济的关键，我们看 2017 年中国经济，如果只是单纯看一下中国的企业部门，你会发现新周期已经呼之欲出，因为企业部门盈利状况包括负债率都是发生非常明显改善，问题是中国经济不是光有企业一个部门，经济是一个有机的整体，我们要把中国企业、居民和政府综合在一块看，会发现这一次通过居民和政府举债帮企业部门解套了，也就是说，居民出来做了接盘侠，全社会的债务率还是创了新高。

实际上，中国经济并不是一直靠举债发展，2008 年之前中国经济处于黄金时代，每年 GDP 增速 10% 以上，但是我们总的负债率只有 120%，那个时候居民企业政府负债加总，也只有 GDP 的一倍。现在 GDP 增速慢下来，全社会的负债是 GDP 两倍多还往上走。

把中国和美国进行对照，我们发现，举债模式是完全相反，美国 2008 年之前是中国目前的模式，靠举债在发展，但是美国在 2008 年之后又换成中国 2008 年之前模式，就是经济增速回升不再是靠举债发展，全社会的总的负债率是稳定的，这个就是核心差异，我们还靠举债，人家不再靠举债了。

为什么美国经济可以好起来，今年大家发现全球呈现一片欣欣向荣的走势，美股和欧股都在创新高。我们自己体会也是很深刻，为什么这一回海外经济表现的这么好，你会发现他们都是去了杠杆，他们靠什么去杠杆？无论是美国也好还是欧洲都做了同样一件事情，就是都是把银行处理了，美国是有大把的银行破产倒闭，然后欧洲是大把银行重组，我们发现这很有意思，他们把银行变小了，银行少了之后钱就变少了，经济却变好了。

这种现象特别不符合我们在中国研究的逻辑，因为我们在国内，大家对货币数据特别的重视，相信大家做商品肯定会看货币数据。比如 2017 年，虽然全年 M2 增速很低，只有 9%，但是 M2 低也无所谓，2017 年全社会社会融资增速还在 13%，这个钱还是不少的，远超过经济增速，只要有钱经济依然就会非常不错。钱能够决定经济这是我们通常比较容易形成的印象，因为我自己过去也是这样想的，我自己入行是 2005 年，2009 年搞四万亿，当时经济起来了之后就写报告起名就叫“信贷决定论”，认为有钱就可以把经济推起来。但是大家仔细思考一下，如果靠钱就能发展经济，全球最牛的国家应该改名字，改成委内瑞拉，但并不是他，因为他们印钞太多以后钱已

经没用了。真正牛的国家是美国、中国，而美国发展是靠的是创新、是企业家精神，和钱没有本质关联。最近高晓松讲了一个段子，他说年轻的时候一无所有，写了一首歌叫同桌的你，后来万人传唱；现在非常有钱又想写歌但是写不出来。钱不能解决一切问题，所以从这一点出发，我们再去想象一下中国的未来，我们真心想要转向一个服务和创新的阶段，你会发现必然要改变靠货币驱动的模式，因为我们在过去工业化时代你可以用银行培养钢铁厂和房地产企业，但是服务和创新是不能单纯靠钱的。

以苹果公司为例，苹果有两千亿美元现金放在海外账上，根本不需要钱，平时想要花钱就在美国本土发点债。所有这些创新和服务本质叫做人力资本，叫做知识产权，不是一个靠钱的模式，所以工业化的时代我们需要钱，因为就是简单复制。但到了服务和创新的阶段，其实就不需要那么多钱了。我们观察美国经济过去的 20 年，它的货币增速已经和经济增速脱节了，甚至是出现了反向关系，他们的钱变少了，经济反倒是变的更好。我们想明白这一点，我们要进入一个新时代，未来就一定要下决心把超发的货币收回来，就是一定要把货币收回来，一定要去杠杆、收货币，因为未来经济服务和创新都不是靠钱发展的模式，钱多了经济是不可能转型的。

去杠杆这件事情去年已经逐渐显示的非常清晰，去年 7 月份金融工作会议就提出推动经济去杠杆，要去控制我们的货币总量。年底又开了两个重要会议，开了政治局会议和经济工作会议，都在讲打赢三大攻坚战，但是经济工作会议里面没有明确出去杠杆，政治局会议明确提出要打赢三大攻坚战，第一条就是控制我们的宏观杠杆率。虽然说这里面有一些扑朔迷离，但中财办副主任已经明确出来表态，去杠杆是未来 5 年的方向。而从 18 开年以来，金融去杠杆政策如暴风骤雨，无论是 302 号文对债券杠杆的监管，还是对银行同业存单的监管，以及对信托贷款、委托贷款的监管，包括征求意见中的央行资管新规，其实目标都是一致的，就是要把货币超发管住。

比如说资管新规当中“打破刚兑、穿透监管、清除嵌套”三大原则如果实施，这意味着银行理财必须向净值型转型，表外业务的发展将受到约束，银行同业资产和负债将面临双重收缩的压力。

如果我们坚持金融去杠杆，货币政策就很难轻易放松，贷款利率会继续回升，同时货币增速低增应该会成为常态。怎么理解货币增速的下降？2017 年主要是 M2 增速降到 9%，社融增速还是有 13%。但是我们认为在 2018 年应该会从金融去杠杆转向经济的去杠杆。因为虽然在 2017 年 M2 增速降了很多，问题是如果我们真心想要去杠杆，其实金融去杠杆不是问题的本质，本质是要去掉经济的杠杆，不是因为我们金融体系钱太多，最本质的问题还是我们的经济各个主体、居民、企业和政府的债务太高了，远远超过我们经济需要，我们要把宏观总杠杆率控制住，全社会债务扩张的速度就要和 GDP 的名义增速来接轨，我们社融增速需要慢到和 GDP 名义增速接轨，社融增速也要降到 8-9% 左右，这样全社会负债率才可以真正稳定下来。这个就是从金融去杠杆转向经济去杠杆，目前金融去杠杆已经有非常明显的效果，未来 M2 增速应该会稳住，但是经济去杠杆还不够，社融增速需要逐渐慢下来。

如果说我们下决心去杠杆，其实会带来很多风险释放，政府怎么对冲这个风险？另外一个方向很重要，就是补短板、提高效率。什么是供给侧改革，过去两年感受很深刻，大家看到就是钢价、煤价大上涨，但是过去两年我们做的是减少供给，减少供给确实带来钢价、煤价大上涨，但这本质上不创造任何的效率，因为只是改变利益分配，把利润从上游行业转到下游行业，没有带来效率提高。真正供给侧改革是美国做的减税，减税了之后大家都愿意干活。所以供给侧改革的深化是指提高生产效率。今年政府提出要高质量发展，含义就是提高经济增长的效率。

我们有这么多生产要素，有劳动力、资本、土地、技术，每一块效率都有提高空间。今年政府有没有可能去跟美国一样减税，虽然说目前大家都认为空间不大，但这是一个态度和方向问题，有没有可能政府释放减税的信号，激发市场的热情？

资本的效率有没有可能提高？包括吴总讲海通期货上新三板，但是感觉不够兴奋，因为感觉上了之后没有什么用，能不能在制度上把中国的资本市场搞活？中国在 PE 层面非常发达，但是很多好企业都跑到海外上市，国内资本市场能否进一步搞活，需要资本市场真正为中国经济发展做出贡献。

包括土地也是一样的，我们研究所有全球房价稳定的国家，比如像德国和新加坡都是两手抓，一手通过控制货币稳住需求，包括通过房产税抑制投机，同时是提供足够的住房供给，新加坡是

通过政府盖房子，德国是通过租赁住房。这一次提出要建设住房的长效机制，大家都认为是两件事，一件事是房产税，一件事是租赁住房机制，如果这两件事情可以落地，那么我们土地的效率也是有希望得到极大提升。

这一次我们的稳增长可以和过去不太一样，过去我们是通过刺激的方式稳增长，这一次可以通过提高效率的方式稳增长。

这有两重含义，第一重，今年我们开始正式把研发和创新放入到 GDP 当中，就相当于我们当年看到印度曾经改过 GDP 数据，当时把 GDP 增速从 6 改到 8，我们不用改那么多，我们改一点点也可以保证 GDP 数据比以前好看，没有必要去刺激。另外还有一个含义，就是现在的中国经济确实跟以前不太一样了。其实现在如果看一下中国经济总量，如果你看工业这一块大家都发现确实是处于回落状态，但是我们有另外一块，叫做新经济部门其实正在越变越大。比如阿里、腾讯目前都是在五千亿美金的市值，五千亿美金什么概念？如果我们看越南，越南 GDP 总共只有两千亿美金，他是一亿人的经济、5 千万人就业。目前阿里的官方说法就是直接间接创造了 5000 万就业。一个阿里五千万，腾讯也有五千万，还有华为、小米没有上市，中国目前确实新经济部门已经变得很大。这些新经济不一定创造太多 GDP，因为你叫外卖首先得有餐馆，但是确实能够解决就业，中国目前新经济部门正在帮我们解决就业问题，如果就业问题没有后顾之忧，其实就没有必要再去放水刺激，这说明政府的底线可以比以前高很多。

第四部分是寻找投资机会，从泡沫投机转向价值投资。

如果把去杠杆和补短板作为两个政策方向，那么怎样理解未来投资机会，我们做了一个大概括，认为未来要从追逐泡沫投机转向去寻找真正长期有价值的资产。

首先是对中国经济短期走势、工业经济走势预测，这一块我们比较谨慎。因为不管今年年初股市怎么涨、经济增速确实在往下掉，比如我们看传统经济指标，像重卡增速当时 7 月份接近 100%，但是到了 11 月变成负增长。另外一块是铁路货运量增速，最高在当时七八月份还有 20%，到 10 月，当时我们看到已经掉到 4.9%了，最新 12 月全国数据没有出，但是看铁路总公司已经公布了国家铁路增速，已经降到负增长，所以说所有这些传统指标其实确实在 2016 年以后大幅飙升，但是 2017 年的四季度以后都出现了非常明显的拐头向下。

海外经济为什么 9 月份还不错，因为人家是去杠杆换来经济回升，但我们是靠加债务换来经济回升，所以去杠杆一定有一个还债过程。未来最大的变化还是来自于地产部门，其实地产上这件事情比较有意思，因为今年年初大家发现房地产公司去年末的销量表现非常好，所以大家很兴奋，所以是不是 2018 年房地产市场依然可以继续欣欣向荣，大家又传各个地方又放松限购，各种方案。但是地产市场本质上这次和以前不一样，因为过去中国房地产是靠城市化、人口红利驱动，但是这次基本面没有发生任何变化，而这一次地产繁荣时期比历史上任何一个时期都长。这个繁荣是来自于全民加杠杆，来自居民举债。

但是在去杠杆的大背景下，居民的举债行为显得特别非理性。我们可以简单对比一下，在 2015 年 4 季度的时候国债利率只有 3%，房贷利率只有 4%出头，全国居民贷款一个月不到 3000 亿，但到了 17 年 3、4 季度，国债利率到了 4%，房贷利率回到了 5%以上，居民贷款一个月超过了 6000 亿。为什么当时房价低、利率低的时候大家不去贷款，现在房价高、利率高大家拼命贷款呢？很明显居民的巨额举债行为是不可持续的，所以回落只是时间问题。

关键的问题是在于 18 年居民贷款每个月是多少？我们给出一个非常理性的预测，我们认为居民的举债应该要和收入的增长相匹配，居民的收入增速每年不超过 10%，三年就是 30%。所以以 2015 年的 3000 亿为基础，正常情况下，2018 年居民贷款每个月会变成 4000 亿，但是这就比 2017 年的每个月 6000 多亿少了 2000 亿，全年居民部门贷款会减少 2 万亿以上，这意味着地产市场销售额 18 年可能会重回 11 万亿甚至 10 万亿以内，潜在降幅会达到 10-20%。

当然，我们的这个预测也不一定准确，因为在泡沫时期的疯狂行为是难以预测的，比如说 17 年利率上升以后，居民贷款就应该慢下来，结果居民消费贷出现了爆炸式增长，导致 17 年居民的贷款在去年天量的基础上又创出了新高。但是我相信地心引力，按照中国目前 80 万亿的 GDP，中国居民每年贷款 8 万亿这样的行为肯定是不可持续的。

虽然去年年末确实各大地产商销售好像非常不错，但是后来我们仔细看了一下这个数据，原因是因为2016年年底当时调控下，当时挖了一个坑，当时主要上市公司地产商的销售增速2016年年末降到负增长，但是马上2017年1月份变成100%正增长，这个坑只有一个月，所以地产销售增速高增长绝对是一个结束不是开始，我始终认为房地产这一次跟以前不是一个故事，是居民举债故事，现在即便是部分区域限购有一些放松，但是利率毕竟下不去了，17年初的首套房贷利率只有4.4%，现在已经5.4%的，毕竟银行不会做赔本生意，所以利率下不去，所以整个地产销售还是面临挑战，包括地产投资也会受到牵连。

我们认为18年最重要的数据就是每个月的居民举债数据，因为居民举债是这一轮经济回升的主要原因，所以未来如果经济下滑，那么居民举债的下滑就是最重要的原因。

另外是出口，我们觉得确实这一次全球经济复苏对我们有很大的帮助，欧洲、美国目前都是一片欣欣向荣，但是不要忘记这一次全球不是一个强复苏，只是一个温和复苏，即便是2018年，IMF预测全球GDP增速到3.7%，但是2007年是5%以上的增长。这一次全球经济是温和复苏，全球贸易增速都不超过5%，所以全球贸易增速是个位数增长，那么汇率条件非常关键，2016年当时汇率是大幅的贬值7%，对2017年中国出口帮助很大。但2017年人民币升值了5%，现在还在升值，汇率会对出口会形成挑战。

我们看这一轮经济周期顶点是2017年2/3季度，4季度开始下滑，我们预测2018年GDP增速会降到6.5%甚至以下，这里面我们不考虑对创新和研发的修正，就是我们认为今年很多传统工业指标，比如说发电量增速、重卡增速会重新回到负增长。

这个环境下通胀应该也不会有太大的压力，现在很多人担心通胀未来超预期，这次看全世界，其实美国、欧洲都是一样现象，就是PPI普遍都很高，但是CPI都起不来，PPI可以通过压缩产能让价格上涨，但是CPI这个层面一定是要总需求的扩张才能够回升，无论在美国还是欧洲都有一个问题解决不了，就是贫富差距扩大的问题。因为本质上这一轮全球复苏都是靠货币宽松以后换来的，货币宽松主要对资产价格有利，房价、股价都在涨，但是穷人很难受益，贫富差异恶化使得总需求很难有大幅上升，富人财富都在涨，穷人财富很难往上涨，而CPI主要是穷人的价格，所以18年CPI不会有太大问题，我们预测年初3月份CPI就是一个高点。

怎么看未来投资机会，如果我们确定政府下决心去转向新的时代，转向高质量发展，如果真的下决心去收货币、去杠杆，整个投资的模式会发生变化。

其实在过去十年最大的赢家不在资本市场而在于地产市场，只要买了房子，不管一二线还是三四线都是人生赢家，因为所有地方房子都涨。本质上买房的发财不是你眼光好，跟房子没有关系，是因为货币贬值，因为我们连续十年每年货币增速接近20%，GDP增速只有10%，这个缺口就是房子的价值，其实本质上是货币超发带来房地产的升值。但是如果说以后我们政府不再超发货币，货币增速长期是个位数，利率长期保持相对高位，这样的背景下其实我们的整个投资理念一定要发生变化，要从追逐泡沫投机，就是所谓投机货币贬值转向关注资产本身的价值，因为货币不再贬值，就要看资产本身是否有价值，这就是转向价值投资，整个2017年债市和股市投资理念都发生了变化。

债券市场过去大家是靠交易赚钱，所以大家赚的央行放水的钱，但是2017年大家发现很难赚到央行放水的钱，大家只能看债券本身票息是否值钱，这个企业基本面是否配得上债券的票息。对于2018年债券市场，我个人认为应该还是有一个慢牛机会，我们叫有史以来最慢的一轮慢牛。利率走势很关键，虽然今年年初债券市场依然还是小幅下跌，所以很多人对债市还是很担心，是不是2018年债市还是没有机会，但是我们态度比较明确，债市2018年还是有机会。

道理很明确，虽然今年年初很来很多金融去杠杆新规落地，比如对银行、券商、公募基金都在去杠杆，大家担心去杠杆没有结束利率就会往上走。确实过去一年利率上升是在于去杠杆，在于央行货币紧缩，但是去杠杆只是利率上升的促发因素而不是本质原因。为什么这么讲？其实真正利率上升本质原因是因为加杠杆，大家可以仔细想一想为什么过去两年利率往上走？你想谁在借钱，是因为居民拼命借钱买房子，所以银行的钱跑过去给居民放贷、利率就上去了。包括2012、2013年貌似是央行紧缩，实际上是地方政府在搞基建，通过银行表外大幅举债，把利率抬起来了。

过去为什么中国利率处于高位，是因为过去 30 年我们在工业化时代，工业化过程当中搞房地产、基建，搞所有这些东西都需要钱，每次只要有人借钱、加杠杆利率就会往上走，反过来讲如果我们下决心去杠杆，如果降低了融资需求，利率怎么可能长期一直那么高？所以我们需要想的更远一点，中国经济如果真心到了新的时代，如果说 2018 年政府没有新一轮换届投资冲动，PPP 都管住没有新的基建刺激，房地产管住，如果没有大的融资需求怎么可能利率长期这么高？因为所有这些面向未来的经济，搞服务业、搞创新都不是一个需要钱的模式，不需要钱了利率怎么可能长期这么高？如果我们真心去了杠杆，如果大的债务融资需求都没有了，相信长期绝对不是一个高利率模式，利率会慢慢下来，只不过这次利率下降跟过去方式不太一样，过去是央行放水所以是短端利率先降，但是这次央行不能放水，就是短端利率降不下去，经济的融资需求回落，可能长端利率先降，债券市场还是有希望回到慢牛状态。

对于股市的投资逻辑也在发生变化，2015 年股票大牛市是一个放水逻辑，那一年经济不好企业没有业绩，央行放水导致市场上涨。从 2016 年开始股市逐渐转向业绩为王模式，基本上所有行业都是有明显业绩改善支撑，但是问题是哪些业绩改善是真正可以持续的？

目前工业企业利润增速 20%，这个数据确实非常的亮眼，但是我们在想这个东西到底哪些可以持续？因为目前对于利润增速回升主要有两个原因，第一个是来自于供给侧改革，来自于 PPI 的由负转正，但是看历史上过去十几年，PPI 变化只能解释非常少一部分工业企业的利润增速，这个道理比较简单，就是当我们去供给侧改革的时候，我们是把利润从下游转到上游，没有提高工业企业整体的盈利。工业企业盈利整体的改善还是归功于下游总需求。如果看过去二十年数据，只有地产投资增速可以连续二十年解释我们的工业企业利润变化。但如果 2018 年总需求往下走，我们觉得工业企业利润增速也还是会重新再下来，工业这一块利润增速不太能够持续，因为工业是中国居民过去三十年他们愿意花的钱，过去三十年大家需要更多花钱给房子和车子，但如果展望未来三十年，一定是大家愿意为服务消费花钱，愿意为创新花钱，所以转型和创新才是长期的盈利的希望！

如果把中国过去的几年和美国过去二十年对照一下，你会发现表现几乎是一模一样，而且可以帮我们映射中国未来。我们在 2013 年创业板大幅上涨，这对应着美国的 2001 年的科网股泡沫，本质上经济发展大家发现要转型新经济，后来美国科网股泡沫破掉了，我们也掉下来了，破掉以后政府应对方式是一模一样的，美联储放水我们也是放水，放水之后大家反应一模一样，美国当时全民举债，地产泡沫皆大欢喜；我们也是一样，过去三年一线二线、三四线大家都在借钱买房，皆大欢喜，本质上反应都是一样的。问题是这个泡沫不可持续，随着央行货币紧缩这个泡沫会结束。

结束以后目前这一轮的美国经济是靠谷歌、特斯拉这些新的经济形成新的循环。如果把美国过去十年或者美国过去二十年整个股市进行追溯，真正在持续创新高还是科技创新类的行业，目前美国已经形成了一个经济循环，美国的朋友跟我讲亚马逊，亚马逊虽然正在消灭一个又一个传统行业，但是它本身正在创造出很多新的就业，他们说在美国湾区基本上有 10% 的就业大学毕业生被亚马逊包了，只要愿意工作是一个正常毕业生都可以找到工作，形成一个新的循环。

所以未来和过去是不一样，其实本质上中国居民未来愿意为服务消费、品质消费花钱，愿意为创新花钱。比如十年之前大家用手机是诺基亚，后来苹果手机改变了这一切，目前资本市场讲的是龙头逻辑，但是龙头和创新是两回事。诺基亚是龙头但是做不了创新，被苹果取代，同样去年汽车行业，你发现其实表现最好的是吉利汽车，他也不是所谓龙头他是一个创新的符号。目前的特斯拉市值已经是跟福特是一样，但是两个企业汽车产量级别完全不一样，特斯拉还是一个创新的标志。

如果面向未来，我相信创新和转型是长期的方向，所有这一切本质是要改变融资模式，其实我们看一下所有中国这些有希望的行业会发现这个特点，其实中国这些东西已经全部都有了，只是不在 A 股上市，比如腾讯在香港，阿里在美国，我们发现一个又一个新的东西正在出来，因为现在很多独角兽企业，中国和美国是二分天下，但是目前上市地点不是中国，相信大家使用支付宝，使用的很方便，如果蚂蚁金服上市是一个很好东西，但是他大概会跑到香港，小米大

家也觉得很好，但是也可能跑到香港。我觉得未来港股市场是大家做股市的重要选择，可能中国整个新经济的发展是一个体外循环的模式，通过港股和海外市场帮我们培养面向未来的企业，而且港交所他们确实很努力，他们今年在改革创业板，改革同股同权，希望以后中国创新企业可以去香港上市。

对于 2018 年中国有关的机会我进行简单排序，港股应该排在首位。第二是国内债市，国债利率处于历史高位，具备长期投资价值。第三是黄金，2018 年全球经济复苏各种资产价格高位，避险需求会起来，但是海外债券市场没有办法避险，比特币什么的已经疯掉了，黄金是唯一一个全球避险品种。商品价格表现会分化，海外经济复苏应该还是会继续，因为目前美国虽然说在加息，但是长期国债收益率上升幅度比较慢，欧洲和日本海没有开始紧缩，目前整个全球经济如果还是在平稳复苏，对于这些国际定价商品应该会有支撑，对油价会有支撑，但是对于跟国内经济相关的这些商品价格，像钢铁、煤炭可能会受到冲击。对于 A 股市场个人认为表现取决于政策选择。A 股市场在过去一年的表现本质是来自供给侧改革，问题是我们只是在减少供给，只是在改变利益分配，没有带来整体市场价值提高。如果我们真的希望有大机会，除非改变管制逻辑，从减少供给变成提高供给的效率，从大政府小市场转向小政府大市场，因为这是美股创新高的关键，是靠市场提高效率。所以 A 股市场取决于政策的抉择，目前还没有明确信号，希望能够转向更加开放、更加市场化，这样才会有长期机会，如果还是以管制为主，那可能需要把重心放在海外尤其是香港市场了。

11. 十倍股：脱胎换骨

十倍股 (Tenbagger)，指股票价格可以在相对较短的时间（如 5 年以内）上涨超过 10 倍以上的股票，由投资大师彼得·林奇首创这一术语。林奇借用棒球术语，棒球得分最高的就是 4 垒安打 (fourbagger)。十倍股原意是涨到当初买入价格十倍的大牛股，现在泛指投资收益非常好的股票。十倍股无法靠短期的投机炒作造就，必须要有坚实的基本面做依托，才能不断吸引投资者推高股价。找到十倍股是每个投资者的目标，但是，即便一只股票能够在短时间内上涨 10 倍以上，但并不是所有买入的投资者都能持有到最后，表面上看，这是需要投资者的眼光和耐心，实质上是考验投资者对公司基本面分析判断是否正确。

股票成为大牛股的根本原因是公司基本面的支撑，基本面的变化可分为二类，一类是脱胎换骨，指原本基本面不佳，后来公司实现了跨越；另一类是基本面一直很好，称之为高瞻远瞩，或者叫基业常青。我们分二章讨论这两种情形。

脱胎换骨在股市上经常被研究的情形是困境反转，当然企业从平庸到杰出也是一种脱胎换骨。所以本章所研究的脱胎换骨，包括困境反转和从平庸到杰出二种情况。林奇对困境反转型公司作了详细分析。下面借用吉姆·柯林斯《从优秀到卓越》(GOOD TO GREAT) 中的主要研究成果，讨论脱胎换骨型公司。



图 9 十倍股分类

一般公司，甚至是很糟糕的公司，怎样成为一个能持续创造非凡业绩的企业？柯林斯和他 21 人的研究小组，对 1965 年至 1995 年 30 年间出现在《财富》500 强排行榜上的 1435 家企业进行了逐一分析，找出 11 家企业，它们实现了从优秀业绩到卓越业绩的跨越，并保持 15 年以上。在此期间，这些公司的平均股票收益是大盘股指的 6.9 倍，而像通用电气这样的超级公司也只有

2.8 倍。沃尔格林、电器城、联邦国民抵押协会等 11 家实现跨越的公司为什么比耀眼的巨星如英特尔、可口可乐、通用电气和默克的综合股指还要高出 2 倍以上呢？

令死神望而却步的，是永无止境的好奇心。为了发现黑匣子里的奥秘，柯林斯和他的研究小组将实现跨越公司与两组精心挑选出来的对照公司，即“直接对照公司”和“未能保持卓越的对照公司”进行对比，分析它们之间的差别。经过仔细分析 28 家公司的整个历史，包括数以吨计的全部资料和几万页的采访记录，他们终于发现了从优秀到卓越的内在机制和决定性因素：

- 1) 第 5 级领导人：与一些个性十足、上头条、做名流的公司领导人相比，实现从优秀到卓越跨越公司的领导人似乎是从火星上来的。这些领导人都是矛盾的混合体：个性谦逊，但又表现专业。
- 2) 先人后事：一般人会以为，实现跨越公司的领导人会从建立一套新构想、新策略入手。相反，他们首先请进合适的人选，请出不合适的人选，并令合适的人选各就其位。尤其重要的是，这些慧眼识珠的领导人对待人才的理念：他们看重的是人才的内在素质，而非学历、专业背景和工作经历。
- 3) 刺猬理念：要想完成从优秀到卓越的转变，就必须超越仅仅是称职这一局限，如果因为某项业务是你的主营业务，或仅仅因为你在这一行已经干了好几年或几十年，就认为自己在这一行能做到最好，那就大错特错了。关键是要找到自己擅长的业务，只有心醉神迷的事业才会是你的前途所在。
- 4) 训练有素的文化：有着训练有素的文化的公司并不多见，把训练有素的文化和企业家的职业道德融合在一起时，你就得到了神奇的创造卓越业绩的炼金术。
- 5) 技术加速器：实现跨越的公司对技术的作用有不同的理解，它们不把技术作为引发变革的首要工具，但它们均是运用技术的先锋。
- 6) 飞轮与厄运之轮：那些发起革命、推行激动人心的变革和实行翻天覆地重组的公司，几乎注定不能完成从优秀到卓越的飞跃。只有当你做事的方式可以使人看得到并且感觉得到动量在积蓄时，人们就会站在你的一边支持你。相反，那些希望略过积累阶段，直接跳跃到突破阶段的公司注定会陷入厄运之轮。

11.1. 谦逊而坚定的领导人

吉姆·柯林斯在《从优秀到卓越》中提出了五级经理人概念。第五级经理人，将个人的谦逊品质和职业化的坚定意志相结合，建立持续的卓越业绩。第四级，坚强有力的领导者，全身心投入、执著追求清晰可见、催人奋发的远景，向更高业绩标准努力。第三级，富有实力的经理人，组织人力和资源，高效地朝既定目标前进。第二级，乐于奉献的团队成员，为实现集体目标贡献个人才智，与团队成员通力合作。第一级，能力突出的个人，用自己的智慧、知识、技能和良好的工作作风作出巨大贡献。

实现跨越的公司的领导们如出一辙。无论这些公司是消费品公司还是实业公司，是处于危机之中还是稳定状态，是提供服务还是产品，也不管转变是什么时候发生的或公司有多大，这些都无关紧要。所有实现跨越的公司在过渡期中都有第 5 级经理人，而在对照公司中，缺乏第 5 级经理人的情况却普遍存在。第 5 级经理人理念有背于传统的看法，一直认为由被奉若神明、富有个性的救世主领导的公司才会发生转变。总结如下：

- 1) 在转变的关键时期，每个实现跨越的公司都拥有第 5 级经理人。
- 2) “第 5 级经理人”，指的是在经理人能力的 5 层体系中，位于最高层的经理人。第 5 级经理人体现了一个自相矛盾的混合体：谦逊的个性和坚定的意志。他们个个都有雄心壮志，但他们把公司的，而非他们自己的利益放在第一位。
- 3) 第 5 级经理人培养接班人，为公司以后取得更大的成功做好铺垫，而以自我为中心的第四级经理人物色的接班人却导致公司的失败。
- 4) 第 5 级经理人表现出一种令人折服的谦虚。他们都不爱抛头露面，保持低调。相反，2/3 对照公司的领导都有很强的自我意识，导致了公司的毁灭或持续平庸。
- 5) 第 5 级经理人的领导并不等同于“公仆式的领导”。他们都被创造可持续业绩的内在需

要所驱动和感染。为了使公司走向卓越，他们有决心做任何事，不管这些决定有多么重大，多么困难。

- 6) 第5级经理人表现出一种工人式的勤劳：比起表演的马，他们更像拉犁的马。
- 7) 第5级经理人朝窗外看，把成功归于别的因素，而非他们自己。当业绩不佳时，他们看着镜子里，责备自己，承担所有的责任。而对照公司的首席执行官们则相反一成功时他们看着镜子里居功自傲，业绩不佳时则向窗外看，埋怨别人。
- 8) 在近代管理史上最具破坏性的一种潮流就是选择令人目眩神迷的名人做首席执行官，而不选择第5级经理人（这在董事会中尤为常见）。
- 9) 相信具有潜力的第5级经理人就在我们周围，只要我们懂得如何寻找，很多人都具有成为第5级经理人的潜力。
- 10) 从公司外请进来的被奉若神明的名人领导与实现从优秀到卓越的过程呈负相关。11家实现跨越的公司中，有10家的首席执行官是从公司内部提拔的。对照公司向外部求援的次数，是实现跨越的公司的6倍还要多。
- 11) 第5级经理人将他们的成功大部分归结为运气，而不是个人的卓越能力。
- 12) 在研究中，我们并未刻意寻找第5级经理人或类似的东西，但是数据却势不可挡，极具说服力。这一理念是一个经验性的，而非意识形态性的发现。

第5级经理人具有双重人格：平和而执著，谦逊而无畏。可以想一想美国总统亚伯拉罕·林肯。他从不让自我阻挡将美国建设成一个长盛不衰的伟大民族的雄心壮志。那些将林肯先生谦虚、羞涩的个性和笨拙的举止误认为是懦弱的人，都发现自己犯了一个极大的错误，这其中包括内战中25万南部邦联的支持者和36万北方联盟的支持者，以及林肯本人。实现跨越公司的首席执行官们与林肯一样，表现出相同的双重人格。

第5级经理人具有的一项关键品质：公司的利益永远是第一位的，公司的成功高于个人的财富和名誉。他们希望看到公司在下一代经理人的领导下取得更大成功。哪怕大多数人都不会知道，没有他们的努力就没有公司今天的成功，他们也甘之如饴。正如一位第5级经理人说过的那样：“希望有一天我能站在自家的阳台上，看着世界上最卓越的公司说：‘我曾在那儿工作过。’”

与此相反，对照公司的领导们往往更关心自己的名誉，因此，常常不能使公司在下一代领导人手中继续保持成功。在3/4的对照公司中，我们发现有的经理人为他们的接班人留下了隐患，或选择无能的接班人，或两种情况都有。

与对照公司领导以自我为中心的 leadership 风格相反，实现跨越的公司的领袖从不谈论自己。采访实现跨越的公司的领袖时，他们常常乐于谈论公司和其他经理所做的贡献，但当被要求谈谈他们自己时，他们会说：“我不希望让人觉得我是个重要人物。”或者：“如果不是董事会选出了如此卓越的继任者，你今天可能不会想同我谈话的。”再或者：“我与这些成功有很大关系吗？哦，这样说显得有些太自以为是了。我不认为应该把这些功劳归于自己。能得到这些了不起的人的帮助，我们真的很幸运。”或者：“公司还有很多人比我更能胜任这项工作。”

这并非虚伪的谦虚。无论是与他们共事的人，还是写文章报道他们的人都不断地使用诸如安静、谦逊、平和、沉默寡言、羞怯、和蔼、温顺、不爱抛头露面、不惹眼、不自以为是等词来形容他们。这些实现跨越公司的领袖们从来不想成为不食人间烟火的英雄。他们从不希望被当做十全十美的人，或不可接近的偶像。他们是看似平凡却默默创造着不平凡业绩的人。而一些对照公司的领导与他们形成了鲜明对比。

以自我为中心的人物的领导下，公司业绩实现了跨越，但后来却衰败下去。例如，李·亚科卡曾将克莱斯勒从毁灭的边缘拯救出来，并创造了美国商业史上最著名的扭亏为盈的案例。在他任期的一半时，克莱斯勒的股票涨到市场的2.9倍。但从那之后，他开始把注意力转移到如何使自己成为美国商业史上最著名气的首席执行官上来。在他任期的后半部分，克莱斯勒的股票跌至低于市场31%的水平。在亚科卡退休后的5年中，克莱斯勒又经历了一段短暂的辉煌。但由于公司本身潜在的弱点，使得它最终被德国汽车制造商戴姆勒-奔驰收购。当然，作为一个独一无二的公司，克莱斯勒的毁灭也不能完全归咎于亚科卡（毕竟是下一代管理层决定将公司卖给德国的）。但事实是：亚科卡在20世纪80年代早期创造的辉煌业绩并未保持下去。克莱斯勒也未

能成为长盛不衰的卓越公司。

第5级领导人并不是只有谦虚和平和。他同样需要有无所畏惧的决心，一种为了使公司走向卓越而甘愿做任何事情的决心。第5级经理人都被创造业绩的渴望所驱动、所感染。只要能使公司走向卓越，他们会卖掉厂房或解雇自己的兄弟。在11家实现跨越公司的首席执行官中，有10个是从公司内部提拔上来的，其中有3个是通过家族继承的。而对照公司向外部求援的次数是实现跨越公司的6倍还要多，但它们仍未能创造可持续的卓越业绩。当被问及与对照公司的首席执行官有什么不同时，沃兹尔总结说：“这好像一匹用来表演的马和一匹用来拉犁的马，他更像一匹用来表演的马，而我更像一匹用来拉犁的马。”

当我们请他按重要性的大小，列出公司转变过程中最重要的5项因素时，沃兹尔的回答令人吃惊，第一位的因素是运气：“我们从事的是一个非常景气的行业。我们顺风而行。”但是事实肯定并非如此，竞争对手占有更好的条件。运气，多么奇怪的一个因素呀。可是在我们的采访中，实现跨越公司的经理人均多次谈到运气。起初，我们对他们强调自己的好运感到迷惑不解：我们确实没有发现任何证据，表明实现跨越的公司比对照公司更走运（或更倒霉）。随后我们发现在对照公司经理人中，有一种与之形成鲜明对比的模式：他们把失败归结于不走运，面对困境他们常常怨天尤人。

对运气作用的强调成为被我们称之为窗口和镜子模式的一部分。在一切都很顺利的时候，第5级经理人向窗外看，把功劳归于自身以外的因素（如果找不到特定的人或事件，他们就把功劳归于运气）。同时，如果事情进行得不顺利，他们会朝而对照公司领导人的做法正相反。如果业绩不佳，他们就向窗外望，责备别的事或别的人。但如果一切都顺利，他们就会在镜子前精心打扮。奇怪的是，窗口和镜子都不能客观地反映现实。窗外的人都直指着窗内的第5级经理人说：“他就是关键；没有他的指引和领导，我们的公司不可能走向卓越。”而第5级经理人却指着窗外说：“看看这些卓越的人才和如此好的运气，是他们令这一切成为可能；我真的是个幸运儿。”当然，他们的说法都对。但是第5级经理人从来不会承认这些事实。镜子里看，承担责任，而不是埋怨运气不好。

第5级经理人的两个方面：①坚定的意志。创造了杰出的业绩，在实现跨越的过程中起催化剂的作用。为了取得最好的长期业绩，表现出不管有多困难，都会永往直前的决心。为建立一个长盛不衰的卓越公司树立标准；决不降低标准。向镜子里看，而不是向窗外看，业绩不佳时自己承担责任，而不是埋怨别人，归咎于外因或运气不好。②谦逊的性格。表现出令人折服的谦虚，回避公众的恭维；不自吹自擂。行事从容、冷静；主要依靠崇高的标准，而不是靠鼓舞人心的个人魅力调动员工的积极性。雄心勃勃，但把公司的利益，而不是个人的利益放在第一位。培养接班人，为公司取得更大的成功打下基础。向窗外看而不是向镜子里看，把公司的成功归结于别人、外因和好运。

11.2. 人才与战略的关系

目前的管理学理论与实践认为：将公司从优秀推向卓越的第一步，是为公司设定一个新的方向、新的远景和战略，然后找到合适的人，再朝这个新的方向前进。但研究发现有时情况恰恰相反。那些主管们不是首先确定目的地，然后把人们引向那里。他们首先让合适的人上车（不合适的人自然请下车），然后才决定去向何处。这些领导人明白三个简单的道理。首先，如果你是从“选人”而不是“做事”开始的话，就更加容易适应这个变幻莫测的世界。第二，如果你有合适的人在车上的话，那么如何激励和管理他们就不再是问题。合适的人是不需要严加管理或勉励的；他们会因为内在的驱动而自我调整，以期取得最大的成功，并成为创造卓越业绩的一部分。第三，如果车上坐的是不合适的人，不论你是否找对正确的方向都无关紧要，因为你还是不能拥有最卓越的公司。光有远见卓识，而没有了不起的人，那也无济于事。总结如下：

① 实现跨越公司的领导者首先是设法得到合适的人才（不合适的下车），然后才决定将汽车开向何方。

② 不仅仅是要得到合适的人才，“谁”这一问题先于“什么”这样的决策，即人才优先于远景、战略、战术、组织结构和技术问题。

③ 对照公司通常采用“1个天才与1000个助手”的模式：天才领导者作出规划，然后雇用一批能力很强的助手帮助实施。这种模式往往会因为天才的离开而导致失败。

④ 实现跨越公司的领导者，在人员决定上严厉但不冷酷无情。他们不会把失业和重组作为鞭策雇员好好工作的首要策略，但对照公司却滥用失业。

⑤ 在人员决定上有3个基本原则：（1）宁缺勿滥，保持观望态度（推论：限制公司发展的最终力量，取决于你得到合适人才的多少）。（2）一旦发觉换人之举势在必行，就即刻行动（推论：首先必须确定，你的问题不仅仅只是安排错了位置）。（3）将杰出人才用于抓住天赐良机，以图发展而不是解决你的“最大难题”（推论：如果你要解决问题，千万不可把你的优秀人才也解决掉了）。

⑥ 实现跨越公司的管理队伍是由这样的人员组成的：他们在寻找最佳方案上，会争吵不休，但一旦作出决定，就会执行无误，毫不计较个人得失。

⑦ 我们尚未发现公司的报酬与公司的发展存在着什么系统的联系。

⑧ 抛弃了“人力是最重要的财富”的旧观点。在实现公司转变中，人力不是最重要的财富，合适的雇员才是。

⑨ 衡量某人是否“合适人选”，主要看内在性格特征和天赋能力，而不是专门知识、背景或实际技能。

实现跨越的公司组建强大管理者队伍。相形之下，我们吃惊地发现那么多的对照公司遵循的是“1个天才与1000个助手”的模式。在这样的模式下，公司只不过是某个奇才个人的舞台。此种情况下，只要有他在公司，这位举足轻重的天才个人就是公司最大的财富，也是公司成功的原动力所在。这些天才从不需要后援团的帮助，因为他们根本不需要也不想要。需要的只是一队听话的好士兵，能够帮助你实行那些天才的主意。但是，一旦天才离开了，剩下的人就会如无头苍蝇般茫然不知所措。抑或更糟，他们尽力想要模仿前任，做出些看似勇敢又有远见卓识的举措（其实是无异于打肿脸充胖子），往往只能收到适得其反的效果。

我们企图发现，有效的激励措施，尤其是对高层管理人员的激励措施，能够有效地促进一个公司实现跨越。随着所有的注意力都对放到管理人员的薪酬问题上，如实行股份制分红，或是十分丰厚的工资，毫无疑问，我们会以为工资补偿的数量与结构对公司的成功与否功不可没。要不然谁会给你心甘情愿地卖命呢？

事实上，我们尚未发现公司的报酬与公司的发展存在着什么系统的联系。已有的证据也并不支持这样的观点：即特殊的报酬方式能有助于一家公司走向辉煌。分析对照公司的报酬情况时，我们发现无论是在使用股票、高工资、高奖金或长期补偿上，两者并不存在任何系统性的差别。要说惟一的一个显著不同的地方，就是实现跨越的公司的主管所获得的报酬在总数上竟略低于那些仍处于中等水平的对照公司。

这些实现跨越的公司，听起来似乎是人间炼狱，事实的确如此。如果你不具备赖以生存的条件，你恐怕很难支持下去。但公司崇尚的是严格的文化，而不是冷酷无情的文化，这两点有着天壤之别。冷酷无情就意味着大幅裁员（尤其是在经济困难时期），或不加任何考虑就胡乱解雇。而严格则代表着无论在何时都严格按制度行事，并面对所有阶层，尤其是对上层管理者。要做到严格但不冷酷无情，就意味着优秀的人才完全不必担心自己的地位，可以全身心投入到工作中去。对做到严格而非冷酷无情总结出了三条非常实用的原则。

实用原则之一：若无法确定，则宁缺勿滥：保持观望态度。管理之道中有这样一条铁律：如果公司的收入增长速度持续快于人员的增长，那么结果很简单，你将不会，确切地讲，是不能建立起一个卓越的公司。那些成功实现从优秀到卓越转变的公司的人士，心里十分清楚，任何卓越公司的最终飞跃，靠的不是市场，不是技术，不是竞争，也不是产品。有一件事比其他任何事都举足轻重：那就是招聘并留住好的员工。

实用原则之二：一旦发觉换人之举势在必行，就当机立断。如果你发觉某人非要严加看管不可，那你一定是用错人了。因为好的部下是不需要管理的。虽说指导、教导以及领导都是必要的，但严格的看管却是万万行不通的。实现跨越公司的领导人不会追求这样一个领导模式：“先普遍撒网，后重点培养”。而是走这样的一条路线：“我们会事先花上大力气进行严格的人员挑选。

一旦找对了人，就会想方设法把他们留在自己身边。如果不合适了，我们也会诚实地去面对，这样我们可以继续我们的工作，他们也可以继续他们的生活。”

实用原则之三：将杰出人才用于抓住天赐良机，以图发展，而不是解决你的最大难题。当你着手处理问题时，千万不可派出你最杰出的人才。这是要取得变化的一些小窍门之一。如果你可以让杰出人才，在你的车上总是有用武之地的话，他们会对你的改革之举倍加支持的。

坚持先人后事的观点，是拥有卓越公司和美好生活的关键。因为无论我们取得多大的成就，如果绝大多数时间，我们都不能与自己热爱和尊重的人一起度过，生活就毫无快乐而言。若情况恰好相反，自己喜爱的人也在车上，并且永不背叛，那么不论汽车将开向何处，我们都能拥有美好的生活。我们采访过的实现跨越公司的那些人，他们的确是很喜欢他们所做的工作，很大程度上是因为他们喜欢与自己一起做事的人。

11.3. 直面现实信念坚定

直面残酷的现实，但决不失去信念，概要如下：

- ① 所有实现跨越的公司都是通过面对残酷的现实为起点，从而走向成功之路的。
- ② 当你诚实而努力，想要确定所面临的现实情况，那样的话，正确的决策往往会不言而喻。但若不首先诚实面对现实，就永远不可能作出一系列正确的决定。
- ③ 将公司从优秀领向卓越的首要任务，是创造这样的文化氛围：在那里，人们有无数的机会被倾听，这样，事实最终也可以被听到。
- ④ 创造一个让事实说话的大气候，有4个基本注意点：（1）多提出些问题，少要求些答案。（2）要对话、要争执，但不要强制。（3）作彻底的事后分析，不要相互指责。（4）建立“红旗”机制，把信息转化成无法忽视的信息。
- ⑤ 实现跨越公司和对照公司一样，会面对同样多的困境，但它们的反应却不尽相同。前者会迎头直上，结果是从困境中变得更加强大。
- ⑥ 走向成功的一个关键的心理秘诀是斯托克代尔悖论：坚持你一定会成功的信念，不论有多大困难。同时，要面对现实中最残忍的事实，无论它们是什么。
- ⑦ 有魄力可以是一种财富，也可以是一种累赘。过于强硬的领导个性，会阻碍一个人直面残酷的现实。
- ⑧ 领导不是始于远见卓识，而是始于让人面对残酷的现实，并积极地采取行动。
- ⑨ 花时间与精力来“激励”人是巨大的浪费。真正的问题不是“如何激励员工”。如果你有合适的人，他们就会自我激励。关键是不要打击他们的积极性。而最令人泄气的事情，莫过于忽视残酷的现实。

实现跨越公司的记录并不总是卓越和完美无缺的。但总体来看，他们比差的公司所作出的正确决定要多得多，也要比对照公司多。更重要的是，在比较重大的事件的决策上，他们没出丝毫差错。他们由于幸运碰巧作出了一系列正确的决定呢？或者有什么与众不同的诀窍，使得它们更有可能作出正确的决策。研究显示，他们确有不同之处。

实现跨越的公司表现出两种与众不同的严格的思维形式。首先，它们敢于面对事实，不论它有多残酷。第二，就是面向所有的决定，它们构建了一个简单而又深刻的参考模式。不首先面对事实，永远不可能作出一系列正确的决策。实现跨越的公司严格遵守这条规则，而对照公司却往往做不到。

激励难道不是主要来自于伟大的远景？”令人不解的是，答案却是否定的。不是说远景不重要，而是因为花大力气激励人，基本上是在浪费时间。如果你按我们说的去做了，那么你根本不必花时间与精力来激励部下。如果你有合适的人才在车上，他们会有一种内在的自我驱动力。那真正亟待解决的问题就成了：你该怎样恰当地经营，才不至于使你的部下失望。而最令人沮丧的举动，莫过于对自身估计不足，最终被时代所淘汰。

不错，领导跟远景有关。但是领导同样也是为了制造这样的气氛：在那里，真理被接受，残酷的事实被勇敢地面对。“让你说才说”和“主动听取你的意见”是有很大区别的。实现跨越公司的领导者了解这个区别，在他们的公司里，就是要让职工有机会说，说真话，并做到知无不言、言无不尽。

如何形成这种问题真相不被掩盖气氛？有4点建议可供参考。

1. 领导应多提出些问题，少要求些答案。
2. 要对话、要争论，但不要强制。
3. 作彻底的事后分析，不要互相指责。
4. 建立“红旗”机制。

对各种遭受不幸之人，如癌症患者、战俘、事故受害者等进行了调查，调查他们遭到的厄运，以及他们如何幸存了下来。发现这些人大致上可以分为三类：遇到不幸就总是垂头丧气者；能够从打击中恢复到以往正常生活的人；把不幸经历当作动力，使自己变得更强大的人。那些实现跨越的公司就类似于第三类，具有“顽强的精神”。

在每一个案例中，他们的管理队伍都显示出极大的心理承受能力。一方面，他们平静地接受

了残酷的现实；另一方面，他们对自己坚信不移，相信不论道路如何险阻，前途一定是光明的。我们把这种耐力称之为“斯托克代尔悖论”。

海军上将吉姆·斯托克代尔是越战激烈的时期“河内希尔顿”战俘营关押的美方最高军事指挥官。从1965年到1973年8年期间，他被严刑拷打达20多次。他没有享受到任何优待战俘的权利，相反，他不知道是否能获释，甚至不敢确定是否还能活着见他的家人。他顶住来自越方的压力，竭尽所能，想方设法创造条件，增大战俘获释的机会。他甚至在战俘内部组织起一场斗争，破坏了越方用战俘做宣传的企图。一方面，他用铁条鞭打自己，用刀片割伤自己，为的就是不让越南方面将自己作为“受优待战俘”的典型。他在与妻子的通信中，用极为聪明又隐秘的方法传达信息，尽管知道一旦被发现，后果将不堪设想，可能遭受更多的虐待，甚至是死亡。他创立了一套对付虐待的方法（没有人可以无限地忍受虐待，因此，他发明了一套系统，只要几分钟，你就可以表达你的意思，这使得人们有了活下去的依靠）。他通过一套煞费苦心的内部交流办法，打破了越方要将他们完全隔离的打算。这是用一个5对5模型敲击代码来代替字母的方式。（嗒-嗒代表字母“a”，嗒-停顿-嗒-嗒代表字母“b”，嗒-嗒-停顿-嗒代表字母“f”，依次类推，对25个字母，c的两遍就代表k。）有一次，他的狱友们面带愁容，在院子的中央掩面而泣，在大家约定的沉默之后，用代码敲出了“我爱你”，以纪念他被俘3周年。在他获释后，他获得了崇高的荣誉。

斯托克代尔说：“我从不不对故事的结局失去信心，我从不怀疑我可以出来，而且会最终成功。回忆起来，这要归功于我在人生的关键时刻不会出卖自己”。我问道：“哪些人没能出来？”他回答说：“这个简单，那些乐观主义者呗。”“乐观主义者？这我就不明白了。”我完全被搞糊涂了，这不跟他刚刚所说的相矛盾了吗？“那些乐观主义者！噢，他们这些人会说：‘圣诞节之前，我们一定出得去。’圣诞节会到来，然后过了。他们又说：‘复活节之前，我们一定出得去。’复活节也到来了，也过了。然后是感恩节，然后又是圣诞节。最后，他们抑郁而终。”“这是一个非常重要的教训。你不能把信念与原则搞混，信念是你一定会成功，这点你可千万不要失去了，而原则是你一定要面对现状中最残忍的事实，无论它们是什么。”

时至今日，斯托克代尔告诫乐观主义者的形象还常常浮现在我的脑海之中：“我们不会在圣诞节之前出去，面对现实吧！”

生活是不公平的，有时对我们有利，有时不利。在人生旅途中，我们都会经历失望和打击，经历“无缘无故”的挫折，谁都没法抱怨。可能是生病，可能是受伤，可能是一次事故，也可能是失恋，或者是在政治风波中下台，再不然就是在越战中被俘，被投入战俘集中营，关押长达8年之久。斯托克代尔告诫我说，将人们区分开的不是困难的有无，而是对待生活中无法避免的困难的态度。

在面对命运的挑战中，斯托克代尔悖论（你必须坚持你一定胜利的信念，同时还得面对现实中各种残酷的事实）被证明是极为有效的，它可以使你在遭遇困难之后不是变得软弱，而是变得更强大。不仅仅是对我而言，对于任何一个明白这个道理并加以实行的人来说，都是有效的。

斯托克代尔悖论，坚持你一定会成功的信念，同时，要面对现实中最残忍的事实，不论有多大困难，不论它们是什么。斯托克代尔悖论是所有创造奇迹之人的一个缩影，不论是主导自己的生活，还是领导他人。成功的关键因素往往是简单而又直接的。实现跨越公司的领导者们能够排除一切噪音和干扰，在少数有重大影响的事情上集中精力，全力以赴。他们能够如此，很大程度上是因为他们兼顾斯托克代尔悖论的两个方面，不让任何一方占上风。如果你可以采取这个双重系统，你就可以极大地增加作出正确决策的机会，并最终找到一个简单而又深刻的道理，作出真正了不起的抉择。一旦掌握了这个简单而统一的理念，你就离不断转变取得突破性进展不远了。帮助树立起这个观念，这正是我们努力的目标。

11.4. 大道至简

人可分为刺猬和狐狸两种类型：狐狸知道很多事情，但是刺猬知道一件大事。狐狸是一种狡猾的动物，能够设计无数复杂的策略偷偷向刺猬发动进攻。狐狸从早到晚在刺猬的巢穴四周徘徊，等待最佳袭击时间。狐狸行动迅速，皮毛光滑，脚步飞快，阴险狡猾，看上去准是赢家。而刺猬

则毫不起眼，它走起路来一摇一摆，整天到处走动，寻觅食物和照料它的家。狐狸在小路的岔口不动声色地等待着。刺猬只想着自己的事情，一不留神瞎转到狐狸所在的小道上。“啊，我抓住你啦！”狐狸暗自想着。它向前扑去，跳过路面，如闪电般迅速。小刺猬意识到了危险，抬起头，想着：“我们真是冤家路窄，又碰上了，它就不能吸取教训吗？”它立刻蜷缩成一个圆球，浑身的尖刺，指向四面八方。狐狸正向它的猎物扑过去，看见了刺猬的防御工事，只好停止了进攻。撤回森林后，狐狸开始策划新一轮的进攻。刺猬和狐狸之间的这种战斗每天都以某种形式发生，但是尽管狐狸比刺猬聪明，刺猬总是屡战屡胜。

狐狸同时追求很多目标，把世界当做一个复杂的整体来看待。狐狸的思维是“凌乱或是扩散的，在很多层次上发展”，从来没有使它们的思想集中成为一个总体理论或统一观点。而刺猬则把复杂的世界简化成单个有组织性的观点，一条基本原则或一个基本理念，发挥统帅和指导作用。

不管世界多么复杂，刺猬都会把所有的挑战和进退维谷的局面压缩为简单的，实际上几乎是过于简单的刺猬理念。对于刺猬，任何与刺猬理念无关的观点都毫无意义。

是什么把那些产生重大影响的人和其他那些和他们同样聪明的人区别开来吗？是刺猬。弗洛伊德之于潜意识，达尔文之于自然选择，马克思之于阶级斗争，爱因斯坦之于相对论，亚当·斯密之于劳动分工，他们都是刺猬。他们把复杂的世界简化了。

刺猬并不愚蠢。恰好相反，他们懂得深刻思想的本质是简单。有什么比 $E=MC^2$ 更简单的呢？难道有比把无意识的观点总结为本我、自我和超我更单纯的吗？什么比亚当·斯密的大头针工厂（pin factory）和“看不见的手”更明确的呢？不，刺猬决不是傻瓜；它们拥有穿透性的洞察力，能够看透复杂事物并且识别隐藏的模式。刺猬注重本质，而忽略其他。实现跨越公司的精英，在某种程度上都是刺猬。他们运用自己的刺猬本性，为公司努力建立我们今天所称的“刺猬理念”，更通俗一点，就称之大道至简。

实现跨越公司与对照公司的本质区别，表现在两个基本方面：第一，实现跨越的公司把战略建立在对三个主要方面的深刻理解上，就是我们所称的三环；第二，实现跨越的公司把它们理解转化为一个简单明确的理念来指导所有工作，就是“刺猬理念”。更确切地说，刺猬理念是一个简单、明确的概念，它来自对以下三环交叉部分的深刻理解。

1. 你能够在什么方面成为世界上最优秀的。同样重要的是，你不能在什么方面成为世界上最优秀的。这个富有洞察力的标准远远超越了核心竞争力。仅仅拥有一项核心竞争力，决不意味着你能成为世界上最好的。相反，你能做到最好的，可能不是你现在从事的。

2. 是什么驱动你的经济引擎。所有实现跨越的公司都拥有穿透性的洞察力，对如何最有效地创造持久、强劲的现金流和利润率了如指掌。它们特别注意到一个标准——每“X”所获利润——对它们的经济产生的最大影响（在社会部门是每“X”的现金流量）。

3. 你对什么充满热情。实现跨越的公司对引发它们热情的活动全力以赴。这里的问题不是刺激热情，而是发现什么使你热情洋溢。

为了迅速掌握这三个环节，考虑下面的个人类比。假设你能创建一种工作方式，满足下列三个测试。第一，你对从事的工作具有与生俱来或上帝赐予的天赋，并且运用天赋有可能成为最好的（“我觉得我生来就是干这个的”）。第二，你从事的工作有丰厚的回报（“干这件事是有报酬的？我没弄错吧？”）。第三，你对从事的工作充满激情，完全乐意去干，享受工作过程本身带来的乐趣。（“我希望一起床就立刻投入工作，并且笃信我做的一切。”）如果你能向三环的重叠部分努力，把它转变成一个简单而明确的概念，用来指导你的人生选择，你就得到一个属于自己的刺猬理念。

刺猬理念并不是一个要成为最优秀的目标、一种要成为最优秀的策略、一种要成为最优秀的意图或者一个要成为最优秀的计划。它是对你能够在哪方面成为最优秀的一种理解。

每个公司都想在某方面成为最优秀的，但是实际上很少有公司具有穿透性的洞察力和摆脱虚荣心的清醒认识，它们意识不到自己在哪方面拥有成为最好的潜能；同样重要的是，它们也不清楚在哪方面不能成为最好的。这是实现跨越的公司和那些对照公司之间最主要的区别之一。

我们的研究清楚地表明，公司不一定非要处于一个有实力的行业才能成为一个卓越的公司。尽管行业各不相同，每个实现跨越的公司都建立了强大的经济引擎。之所以能够做到这一点，是

因为它们对自己的经济有深刻的洞见。

实现跨越的公司获得了一种特别的引人深思的经济认识形式，那就是单个“经济指标”的概念。用下列的问题来展开思考：（如果你选择一种而且仅仅一种比率—单位“X”利润（或者，在社会部门，单位“X”现金流）—在长时间里获得系统性的增长，什么“X”能够对你的经济引擎产生最大的持续性影响？）我们了解到这个问题导致对一个组织经济内部运作的深刻认识。回忆一下沃尔格林公司怎样从标准的营利模式，如单位药店所获利润，开始转向人均光顾收益。虽然便利店的店址花费大，但是通过提高单位顾客光顾收益，沃尔格林公司既能够增加便利（1英里内9个药店！）又能在整个体系内部提高利润率。而单位商店利润的标准获利模式和便利观念背道而驰（增加单位商店所获利润最快捷的方法，是减少商店数量并且将其开设在稍便宜的地点，这就会破坏便利观念）。

当富国银行团队面临这样一个残酷事实，那就是解除管制会使银行业转变为一种商品。他们意识到银行标准营利模式，即每笔借款所获利润和每笔存款所获利润已不再是主要的推动力。实际上，银行掌握了一种新的标准：单位雇员所获利润。按照这种逻辑，富国银行率先改变分配体系，成为几家最早主要依赖基层储蓄所和自动柜员机的银行之一。

这项指标可能十分细微，有时甚至不明显。关键是要使用这项指标对你的经济模式进行理解和深刻认识。

例如，联邦国民抵押协会掌握了单位抵押风险水平所获利润的敏感标准，而不是单位抵押（这是“明显”的模式）。这是非常睿智的认识。联邦国民抵押协会经济引擎的推动力，是能够比任何其他其他人更好地评估一揽子抵押贷款中的违约风险。然后，它通过销售保险和控制风险扩散营利。简单，深刻，隐蔽—并且正确。再如，纳科尔公司采用每吨成品钢所获利润的标准在价格竞争激烈的钢材工业领域获得巨大成功。乍一看，你可能认为单位雇员或单位固定成本是正确的指标。然而，纳科尔公司明白，它的经济引擎的推动力是鲜明的职业道德文化和先进制造技术应用的结合，单位雇员或单位固定成本利润不像每吨成品钢那样反映这两者的结合。

比放弃追求三四个指标有利于获得更好的洞察力。作为一种机制，它强迫你去加深对你的经济引擎推动力的感悟。

以下是部分公司的经济指标和关键感悟：

雅培公司：单位雇员。关键感悟：从每条生产线所得利润转向每个雇员所得利润，适合生产降低成本的医疗保健品的方案。

电器城：单位地域。关键感悟：从单位商店所得利润转向单位地区利润反映了地区规模经济。尽管单位商店的营利依然重要，但是地区集团是推动电器城经济发展且超过赛罗的主要动力。

联邦国民抵押协会：单位抵押风险水平。关键感悟：从单位抵押利润转向单位风险水平利润，反映了对管理利息风险降低了利率变动方向的依赖性的基本理解。

吉列公司：单位顾客。关键感悟：从单位部门利润转向单位顾客利润，反映了重复购买（例如：剃须刀盒）次数和单位购买高利润（例如：Mach III，而不是抛弃型剃须刀）之积创造的强大的经济效益。

金佰利-克拉克公司：单位消费品牌。关键感悟：从单位固定资产（工场）利润转向单位消费品牌利润，将减少周期性，而且无论在繁荣和萧条时期都会增加利润。

克罗格公司：单位当地人口。关键感悟：从单位商店利润转向单位当地人口利润，表明当地市场份额推动杂货店利润增长。如果你不能在当地份额处于第一或第二的地位，就不应该采取这个标准。

菲利普·莫里斯公司：单位全球品牌类别。关键感悟：从单位销售地区利润转向单位全球品牌类别利润，表明实现跨越的关键因素是创造全球利润的品牌，像可乐那样。

富国银行：单位雇员利润。关键感悟：从单位贷款利润转向单位雇员利润，反映了关于解除管制残酷事实的理解：银行是一种商品。

所有实现跨越的公司，都发现了一个主要的经济指标，而对照公司通常没有。实际上，我们发现只有一个对照公司对它的经营有深刻认识。孩之宝公司推出的传统玩具和游戏的多样化组合，

例如 GI Joe 和 Monopoly 赢得了比短暂的轰动效应更具持续性的现金流。对此，孩之宝公司有独到见解。事实上，它是惟一理解刺猬理念的三环的对照公司。它通过收购和创新长盛不衰的玩具，在恰当时机重新推出和再度生产这些玩具来增加经典品牌的利润，从而成为世界上最好的公司。而且公司的员工对自己的业务有极大热情。孩之宝公司系统地从三环进行建设，是我们研究中表现最优秀的对照公司，这进一步证明了刺猬理念的威力。

孩之宝公司的转变中断了，部分原因是在首席执行官史蒂芬·哈森费尔德意外死亡后，孩之宝公司在三环中失去了纪律和原则。其案例强调了关键的教训：如果你成功地推行了这些理念，但是随后便弃而不用，你就会前功尽弃，从卓越走向优秀或者更加糟糕。保持强大的惟一办法，是坚持不懈地应用使你走向卓越的基本原则。

总结如下：

- 1) 实现跨越，要求对三环的相交有深刻理解。这三个圆环被概括为一个简单而清晰的理念（刺猬理念）。
- 2) 关键是要明白你的组织能够在哪方面做得全世界最出色，而且同样重要的是了解不能做得最出色的是什么——不是“希望”在什么方面做得最出色。刺猬理念不是一个目标、策略或意图，它是一种感悟。
- 3) 如果你不能在你的核心业务上成为世界上最优秀的，那么它就不能构成你的刺猬理念的基础。
- 4) 对“世界上最好的”的感悟，是比核心能力更为严格的一个标准。你可能有竞争力，但是不一定有能力成为世界上最优秀的。相反，在某些方面你可能成为世界上最优秀的，但是在现阶段你在这方面没有竞争力。
- 5) 要明白你的经济引擎的驱动力，必须寻找一个产生最大影响的指标（每“X”利润，或在社会部门，每“X”现金流）。
- 6) 从优秀到卓越的公司基于理解确立目标并制定战略，而对照公司基于虚张声势确立目标，制定战略。
- 7) 获得刺猬理念是一个反复的过程，理事会可以成为一个有用的工具。
- 8) 实现跨越的公司更像刺猬——简单而不引人注目的动物，只知道“一件大事”并且坚持不懈。对照公司更像狐狸——狡猾而诡诈的动物，知道很多事情，但是缺乏一致性。实现跨越的公司一般需要4年时间获得刺猬理念。
- 9) 战略本身没有把实现跨越的公司和对照公司区别开来。两者都制定战略，也没有迹象表明实现跨越的公司比对照公司在战略计划上多花时间。

11.5. 企业文化

建立一种文化使人们在三环理论框架下行为受训练有素的约束，并坚决遵守刺猬理念。可以更精确地概括为以下几点：

1. 建立一种在框架下实现自由和责任的文化。
2. 这种文化中的人们自律性高，愿意全力担负责任。他们将“去掉所有疲疲塌塌的毛病”。
3. 不要将训练有素的文化 and 暴虐的纪律维护人混为一谈。
4. 坚决遵守刺猬理念，近乎坚守宗教信仰式地关注三环理论的中间环节。另外，建立“戒律”和系统地清除任何无关事项也同等重要。

实现跨越的公司建立了一贯制度，但他们也给予员工制度框架下的自由和责任。他们聘用严于自律无需管理的人，公司只需管理系统，而不需管理这些人。

训练有素的文化概要如下：

- 1) 持续辉煌的业绩需要建立一种文化，使自律的人们采取规范的行为，并严格遵循三环理论。
- 2) 官僚主义文化源于补偿员工能力和训练有素的文化的缺乏，而能力和训练有素的文化的缺乏源于用人不当。如果你用人得当，淘汰不合格者，就无需官僚主义。

- 3) 训练有素的文化具有双重性。一方面，需要人们遵守一贯制度，但另一方面，它给人们制度框架下的自由和责任。
- 4) 训练有素的文化不只是涉及行为。还需要自律的人按训练有素去思考问题，按规范做事。
- 5) 从优秀到卓越转变看上去单调呆板，但深入考察后，发现公司员工都非常勤奋地工作，有执著的进取精神。
- 6) 不要混淆训练有素的文化与暴虐的训练有素的维护者这两个概念。这是完全不同的概念，一个是功能性的，一个是非功能性的。救世主式的首席执行官单纯通过个人权威进行训练有素的文化规范，使公司无法长期维持下去。
- 7) 要取得持续效果，最重要的训练有素的形式是坚持刺猬理念，愿意放弃一切违反三环理论的机会。
- 8) 组织越是严格遵守三环理论，近乎宗教信养一样，其发展和取得成就的机会就越多。
- 9) 哪怕是“千载难逢的机会”也要放弃，除非它符合三环理论。一个卓越的公司会有很多千载难逢的机会。
- 10) 实现跨越的公司做预算的目的，不是决定每个项目投资多少，而是作为一种机制决定哪些领域最符合刺猬理念，应该集中投资，哪些领域根本不要投资。
- 11) 列出不能做的事项比列出打算做的事项更重要。

11.6. 运用技术工具

在每一个卓越公司诞生的过程中，我们都看到了技术的因素。然而，技术本身并不是公司发展的主要原因，有选择地尝试使用技术才是发展的动因。每一个经过转变的优秀公司都是技术应用的先驱者，然而这些技术本身却有很大的不同之处。

实现跨越的公司的技术推动力如下：

雅培公司，率先运用计算机技术来增加单个员工所创的经济利润。默克、辉瑞等公司在配药的研发方面起到带头人的作用，然而它们与雅培公司有着完全不同的刺猬理念。

电器城，率先使用精密的销售点及记录存货情况技术—在大额零售方面与麦当劳的零售理念相似，这种技术可以使分散在不同地理位置的销售网点在经营运转方面保持高度的一致性。

联邦国民抵押协会，率先使用复杂的运算法则以及计算机分析程序来更准确地估算抵押风险，从而提高每个风险等级所获的经济利润。更巧妙的风险分析系统为低收入群体提供了住宅抵押的服务，这与住宅所有权的普及偏好有关。

吉列公司，率先使用精湛的生产技术，连续制造数亿个成本低廉且耐用的产品。与可口可乐公司保守其配方诀窍的做法相同，吉列严格保护其生产技术秘诀。

金佰利-克拉克公司，率先生产加工以非机织物为原材料的产品以提高产品的档次。高级研究与开发实验室：“婴儿身上装有温度和湿度传感器。”

克罗格公司，率先使用计算机及信息技术以实现超级商场的现代化。首先把扫描仪与现金流动的循环过程联系在一起进行实验，从而为超级商场的革新提供资金。

菲利普·莫里斯公司，率先使用包装生产一条龙的技术。此技术可以生产出高大而又轻巧的大箱子—这是近20年来行业中首次进行的包装上的创新。首先使用计算机化生产技术，对生产中心的巨额投资主要用于实验、测试以及精炼先进的生产和质量监控技术。

富国银行公司，率先使用可增加单个员工所创利润的先进技术。最早提供24小时电话银行业服务，最早使用自动取款机，最早许可人们在自动取款机上买卖公共基金，率先使用互联网以及电子银行业的技术。首先使用严密的数学公式更准确的估算贷款风险。

例如，克罗格公司就是使用条形码扫描技术的开创者，采用这种技术有助于将前方购买与后方库存管理联系在一起，这使得公司加速超过了A & P公司。也许这一点听起来不是很令人激动。（库存管理不是一个能吸引读者的话题。）但是换个角度来想：当你走进库房时，看到到处都是—沓沓厚厚的账单，而不是一箱箱谷物和苹果。成百上千万美元的新旧账单积压在草芥上，堆积如山。这就是你想像中的库存情况。每一箱单独的罐装胡萝卜，其实不只是一箱胡萝卜那么简单，

它更应该被看做是钞票。它是放在库房里没有用的钱，直到卖出那箱罐装胡萝卜后，才能获得价值。

现在，回想一下克罗格是如何有步骤地摆脱那些古老陈旧的小百货店，代之以精致耀眼的超级商场的。为了实现这个目标，克罗格投资了90多亿美元，而这些钱就是从小百货店的薄利经营中积攒起来的。从一个长期过程来看，克罗格已经连续30年每年拿出相当于年利润额2倍多的资金作为其资本费用。更引人注意的是，1988年公司在承担了55亿美元债券负担的情况下，还分给股东每股40美元的红利，又发行了面值为8美元的债券，反击来自大公司的竞争对手。20世纪80年代到90年代期间，克罗格一直坚持资本密集型的发展道路。公司不仅接管了所有的连锁店并实现了连锁经营的现代化，还改善了顾客的购物环境，极大地扩大了供货种类，还清了数十亿美元的贷款。克罗格通过使用扫描技术兑现了库房中堆积如山的数亿美元钞票，并且更好的使用了这些钞票，这就是它能够变出一个不可思议的戏法的关键所在——它从帽子中不是变出1只兔子，也不是2只，而是3只兔子。吉列也是技术应用的先驱者。然而，吉列公司的技术加速器在很大程度上依赖于制造业技术。例如，公司拥有能够生产出数亿个价格低廉且耐用的剃刀片技术。当我们看到吉列剃须刀片时，都会预期刀片的质量很好，而且单位价格也不贵。举个例子说，吉列为了发明传感器，在产品的设计和研发上投资了两亿多美元，大部分资金都投资在生产技术的突破上，并且获得了29项专利。在刀片的设计过程中，吉列率先使用了大面积激光焊接技术，而这种技术通常用在生产像心脏起搏器等价格昂贵技术精密的产品上。因而吉列刀片设计的关键之处是它使用了一种独特的生产技术，这种技术就像可口可乐的神秘配方一样已被吉列申请专利，并采取了戒备森严的保护措施。

技术是发展动力的加速器，而不是创造者。在公司树立刺猬理念和取得突破进展之后，技术对于公司来说才显得至关重要。技术被公司领导者称为转变期“第二次旋风”的一个重要组成部分，起到了推动力的作用。克罗格、吉列、沃尔格林和其他卓越公司都采取了相同的发展模式——一般在转变末期而不是初期使用先进的技术。

合理地使用技术，技术就会成为动力的加速器而非创造者。实现跨越的公司从来不在转变初期开拓新技术，原因很简单——只有当你知道自己需要什么样的技术时，你才能更好地应用技术。那么，你到底需要什么样的技术呢？那些并且只有那些与刺猬理念中相互交叉的三环有关的技术。

要想使技术在实现跨越的过程中发挥提高生产力的作用，就要回答以下几个问题。这种技术直接服务于你的刺猬理念吗？倘若答案是肯定的，那么你需要成为这种技术的首倡者。

要是答案是否定的，那么你要考虑你是否真正需要这种技术。

如果需要，你应采用相似的技术。（你不一定需要拥有最先进的电话系统才能成为一个卓越的公司。）如果不需要，那么这种技术就是不相关的，你可以忽略它。

我们开始认识到，率先使用先进的技术是卓越公司在刺猬理念的框架下保持有条不紊的又一种方法。从观念上讲，这些优秀公司与技术的关系相当于它们与不同类型决策要素的关系：训练有素的人，训练有素的思想，训练有素的行动。如果一种技术不能完全适应刺猬理念中的三环理念，公司就要抛弃所有的迷茫和恐惧，以一种极其沉着冷静的方式去经营。然而，一旦它们知道自己需要什么样的技术时，它们就会狂热而且富有创造力地应用这些技术。

技术是发展动力的加速器，概要如下：

- 1) 实现跨越的组织在看待技术以及技术所带来的变革时，有着与平庸公司截然不同的观点。
- 2) 实现跨越的组织避免对技术的盲目狂热和追赶潮流的做法，但它们精心挑选技术，成为应用这些技术的先驱。
- 3) 对于任何技术，最关键的问题是这种技术是否直接服务于你的刺猬理念。如果答案是肯定的，那么你需要率先使用这种技术。如果答案是否定的，你可以把相似的技术加以比较或者干脆忽略它。
- 4) 实现跨越的公司把技术当做是发展势头的推动力，而非创造者。没有哪一个卓越的公司，在转变初期就率先使用技术，然而一旦它们领悟到技术如何服务于公司三环理论思想，

并且在公司取得突破性进展之后，它们就成为技术应用的先驱者了。

- 5) 你可以采用与卓越公司同样领先的技术，并且免费传授给它们的对照公司，但是这些对照公司仍然不能取得相同的成果。
- 6) 一个公司如何对待技术变革，是衡量它是否具有成为卓越公司内在驱动力的一个很合适的指标。卓越公司的驱动力来自一种将未实现的潜力转变成实际结果的强制性冲动，它们所采取的行动通常是经过深思熟虑而且富有创造力。然而平庸公司的激励则来自于对落后的恐惧感，因而它们变得被动，徘徊不前。
- 7) 技术嬗变是造成某些曾经不可一世的公司（或者一贯平庸的公司）衰落的主要原因，这样的观点找不到论据支持。当然，一个公司不能在处于落后的状态下还希望成为卓越的公司，但是技术本身决不是公司卓越或是衰落的主要根源。
- 8) 在和 84 位卓越公司主管的访谈中，80% 的被访问者都没有把技术列为转变期内最重要的 5 大因素之一。这其中甚至包括像纳科尔这样以率先使用技术而闻名的卓越公司。
- 9) “从爬行到行走到奔跑”是一个很有效的方法，即使在重大而急剧的技术变革时期也不例外。

11.7. 持续改进

想像一个又大又重的飞轮，一个巨大的金属轮盘水平地安装在轮轴上，直径为 30 英尺，厚 2 英尺，重 5000 英磅的金属圆盘。现在设想一下，你的任务是让轮子在车轴上旋转，速度要尽可能地快，时间要尽可能地长。

你使劲地推飞轮前进 1 英寸，这种运动在开始时不易被人察觉到。你继续推，不间断地推，2 到 3 小时后你会发现你的轮子已经转完一整圈了。

你继续推，飞轮开始转快了。你不停地努力，飞轮又会转完第二圈。你继续沿着同一方向推。3 圈 4 圈 5 圈 6 圈，轮子加快速度 7 圈 8 圈 你接着推 9 圈 10 圈 轮子有了动量 11 圈 12 圈 每圈加 20 圈 30 圈 50 圈 100 圈。然后就到达了一个点，那就是突破点！这种积累起来的动量对你来说是有利的，它用力向前推飞轮，一圈又一圈。嗖嗖，飞快地转动！就连飞轮自身的重量也在帮你推。虽然你花的力气和第一圈一样大，但是飞轮越转越快。飞轮的每一圈转动都建立在前面运动的基础之上，当然也掺杂着你的努力。飞轮转动的速度快了 1000 倍，接着 10000 倍，再接着 100000 倍。这个又大又重的圆盘以永不停息的动力向前飞转着。

这时，设想一下如果有一个人走过来问你：“那个推动飞轮快速旋转的东西到底是什么？”你无法回答这个问题，因为它太荒谬了。是第 1 下推动力吗？是第 2 下吗？是第 5 下吗？是第 100 下吗？都不是。它是作用在同一方向上的作用力的总和。一些推动力可能作用会更大些，但是任何一个单独的力量—无论它有多大—都是作用在飞轮上的合力中的一小部分。

飞轮这个形象描述了从优秀公司向卓越公司转变过程中的全部感受。无论最后的结果多么富有戏剧性，这种转变决不是一个突然的运动。这中间没有单一的起决定作用行动，没有重大的方案，没有一了百了的创新，没有纯粹幸运的突变，也没有剧烈的革命。从优秀公司向卓越公司的转变是一个累积的过程—循序渐进的过程，一个行动接着一个行动，一个决策接着一个决策，飞轮一圈接一圈地转动—它们的总和就产生了持续而又壮观的效果。

然而，当你看完媒体对这些公司的报道之后，你有可能得出一个截然相反的结论。通常只有在飞轮达到每分钟旋转 1000 转的速度时，媒体才会报道这家公司。因而这歪曲了我们对这种转变的认识，它使转变看起来好像是一夜间的突变。就好像是鸡蛋经过一夜的转变，突然变成小鸡似的。

但是从小鸡的角度来看，又是怎样的呢？那就是一个完全不同的故事了。当这个看似休眠的鸡蛋被世界所忽视时，里面的小鸡正在进化、成长、发展、孵化。从小鸡的角度来看，破壳而出只是一连串步骤中的一步。当然是很重要的一步，但决不是从表面上看起来的那样是一个激进的、一步完成的转变。

卓越公司甚至都没有为自己的转变起任何名字。既没有剪彩仪式，也没有结束语，总之没有安排类似的节目。一些主管说，他们甚至在转变完成之前还没有意识到一个卓越的转变正在进行

中。通常状况下，他们都是在事情发生之后才对情况有清楚的认识，而不是进行当中。

于是我们开始明白：没有瞬间的奇迹。虽然对于那些只看表面现象的人们来说，公司的转变可能看起来像是瞬间实现的突破，但是那些真正经历过转变的人们是绝对不会认可这种观点的。实际上，转变是一个为取得最好的成果而沉着周密地策划公司所需要做的事情的过程，而不仅仅是按部就班地采取措施，推动飞轮周而复始的旋转。当飞轮在一段时间内持续向同一方向转动时，它们就一定会到达突破点了。

所有实现跨越的公司都明白这个简单的道理：巨大的动力依赖于不断的改进和成果的取得。针对那些有形成就一开始时呈递增趋势一再进一步说明这些步骤如何适应总体观念的实施环境。当你做事的方式可以使人们看得到并且感觉得到动量在积累时，人们就会怀着极大的兴趣站在你身边支持你。我们把这称为“飞轮效应”，它不仅适用于外部投资者还适用于内部的组成群体。

实现跨越的公司，往往在开始的时候并不公开宣布他们的伟大目标。事实上，他们在开始旋转飞轮的时候，才逐渐领悟到他们所采取的行动的伟大意义，一步接一步，一轮接一轮。

直到飞轮积累起足够的动量时，他们才抬起头来说：“嘿，只要我们不停地旋转飞轮，我们完全有理由做得最好。”

我们在那些对照公司中发现了一个完全不同的发展模式。它们并没有冷静周密地思考自己需要做些什么并把它付诸于实践，相反它们常常开展一些新的方案—总是营造一种声势浩大的气氛来“提高士气”—不料看到这些方案没能取得可持续的结果。它们寻求一个决定性行为，一个伟大的方案，一个能打败竞争对手的发明以及一个奇迹般的瞬间，这些都可以帮助它们越过积蓄阶段直接跳到突破阶段。起初，它们推飞轮朝一个方向旋转，接着又停下来改变旋转路线，继而推飞轮朝新的方向旋转—接着又停下来改变旋转路线，飞轮又朝另外一个方向旋转。久而久之，这些公司因徘徊不前而没能积累起持续不变的动量，最终陷入我们所说的“厄运之轮”。

另外一个常见的导致陷入厄运之轮模式的错误，是新任职的领导常常阻止旋转着的飞轮，并且推动它朝一个全新的方向旋转。

如何区分你是处于飞轮的上面还是厄运之轮的里面？

处于飞轮之上的特征，实现跨越的公司：遵循从积累到突破的发展模式。通过步骤逐步实施，飞轮逐圈转动这样一种累积的过程来实现突破；感觉像是一个有机的进化过程。

- 1) 勇敢地面对残酷的现实，更清楚地认识到为了积累动量还需要采取什么样的行动。
- 2) 连贯性贯穿于整个清晰的刺猬理念中，坚定地保持在三环之内。
- 3) 遵循首先培养训练有素的人（最重要的人），其次形成训练有素的思想，再次采取训练有素的行动这样一个模式。
- 4) 使用适当的技术来实现刺猬理念，并加速动量的积累。
- 5) 实现突破之后（如果有可能的话）才开始进行重大的收购行为以加速动量积累。
- 6) 花费很少的精力激励员工或与员工结盟；飞轮旋转的动量很有感召力。
- 7) 让结果去说明一切。
- 8) 连贯性的原则贯穿始终；新一代人的工作依赖于前一代人创造的成果；飞轮
- 9) 持续不断地积累动量。

处于厄运之轮里面的特征：略过积累直接跳跃到突破阶段。实施重大的方案，实现激进的变革，完成伟大的革命；长期重组—总是期待瞬间奇迹或新的救世主的到来。

- 1) 不敢面对残酷的现实，追赶时尚，热衷于花架子管理。
- 2) 表现出长期的不连贯性—摇摆不定、翻来覆去，并且脱离于三环之外。
- 3) 在形成训练有素的思想 and 培养训练有素的合格人才之前，就莽撞地采取行动。
- 4) 面对技术变革时，像小鸡一样惊惶失措，担心会落后。
- 5) 实现突破前就开始进行重大的收购行为，这种创造动量的努力注定要失败。
- 6) 花费大量的精力激励员工或与员工结盟，召集人们环绕在新思想的周围。
- 7) 出卖未来，以弥补结果的缺乏。
- 8) 表现出长期的不连贯性；每一个新上任的领导者都会开创出一条激进的新道路；旋转的飞轮开始停滞不前，而厄运之轮开始重新转动。

飞轮模式总结如下：

- 1) 从优秀到卓越转变对于那些局外人来说，既像是戏剧性的又像是革命性的事件，但是对于那些执行者来说感觉像是一个有机的累积过程。很长时间以来，把最终结果（戏剧化的结果）同过程（有机的累积过程）混淆在一起的做法，一直影响我们洞察真正起作用的力量。
- 2) 无论最终的结果多么富有戏剧性，从优秀公司向卓越公司的转变从来不会突然降临。这里没有决定性的行为，没有雄伟的规划，没有一了百了的创新，没有一个幸运的突变，更没有奇迹的瞬间。
- 3) 可坚持到底的转变总是遵循一个能够预测的模式——从积累到突破。要想推动一个庞大而又沉重的飞轮旋转终归需要花费很大的力气才能做到，但是在一段很长的时间内，坚持不懈地推动飞轮朝同一个方向旋转，飞轮就会积累起动量，最终实现突破。
- 4) 对照公司遵循着一个截然不同的模式，即“厄运之轮”。他们不仅不通过飞轮逐圈旋转来积累动量，反而设法略过积累阶段直接跳跃到突破阶段。然后当他们面对令人失望的结果时，他们又摇摆不定翻来覆去地改变飞轮转动的方向。
- 5) 对照公司，常常通过大量误入歧途的收购行为来设法创造突破。与此相反，那些卓越公司基本上只有在突破实现以后才开始大量收购，为原本已经旋转得很快的飞轮加速积累动量。
- 6) 实现跨越的公司的决策者们通常在转变过程之中并不能意识到转变的伟大意义；只有事后回顾时，转变的伟大之处才变得明显起来。人们没有赋予转变任何名称，没有标签，没有剪彩活动，也没有方案去表明他们到底在做什么。
- 7) 实现跨越的公司的领导者从不花费精力设法“结盟”、“提高士气”或是“应付变化”。在正常的情况下，有关承诺、结盟、激励和变化的问题在很大程度上可以自行解决。结盟主要是建立在结果和动量的基础之上，而不是相反。
- 8) 应付华尔街的短期压力与遵循飞轮模式的做法是一致的。飞轮效应与短期压力的克服并不矛盾。实际上，它是应付压力的关键所在。

12. 十倍股：高瞻远瞩

本章讨论另一种类型的**十倍股 (Tenbagger)**，基本面一直很好的公司，称之为高瞻远瞩，或者叫基业常青。高瞻远瞩型公司在股市上经常表述为绩优股。绩优股主要指的是业绩优良且比较稳定的公司股票。这些公司经过长时间的努力，具有较强的综合竞争力与核心竞争力，在行业内较高的市场占有率，形成了经营规模优势，利润稳步增长，市场知名度很高。

对于绩优股的定义国内外有所不同。在我国，投资者衡量绩优股的主要指标是每股税后利润和净资产收益率。一般而言，每股税后利润在全体上市公司中处于中上地位，公司净资产收益率连续三年超过 10% 的股票当属绩优股之列。绩优股公司拥有资金、市场、信誉等方面的优势，对各种市场变化具有较强的承受和适应能力，绩优股的股价一般相对稳定且呈阶段上升趋势。因此，绩优股受到投资者、尤其是从事长期投资的稳健型投资者的青睐。

投资绩优成长股，会让人心理踏实，但是能不能赚钱，还要看公司未来，就是取决于基本面，怎么来分析呢？本章的内容是如何判断一个伟大的公司能否继续伟大，部分核心思想来自于吉姆·柯林斯的《基业长青》（Build to Last）。

高瞻远瞩公司就像是长空中的雄鹰，而非灌木丛中的燕雀，或者说，他们是了不起的资本主义赌徒，成长是赌徒的游戏。高瞻远瞩公司的远见卓识无一例外来自内心的驱使，就像伟大的艺术家或多产的发明家内心的动力一样，高瞻远瞩公司追求进步的驱动力就在公司内部，在公司的上层和公司的每一个员工心里，向外和向前推动。内心驱动又会带动其他：胆大包天的目标，宗

教般狂热的文化，多方尝试，保存有用的部分，自行培养的经理人，永远不够好，固守核心理念，刺激进步，协调一致，造钟而不是报时，等等。

幸运之神偏爱持之以恒的人，对高瞻远瞩公司而言，最重要的问题是“我们明天怎样做得比今天更好？”他们把这个问题看成生活方式，变成思想和行动的习惯。

在高瞻远瞩公司，核心理念和一心一意追求进步的驱动力携手合作，驱动所有不属于核心理念的东西变化和进步。追求进步的驱动力源自人类一种深层的冲动，一种探索、创造、发现、成功、改变和改善的冲动。追求进步的驱动力不是一种枯燥的理性认识，而是一种深入内心、具有强迫性、几乎与生俱来的原动力。盛田昭夫这样总结其营销哲学：我不是去服务市场，而是去创造市场。杰出的企业都表现出驱动市场的趋向。可以说，高瞻远瞩公司无一例外具有这种特征。

高瞻远瞩公司（visionary company）是所在行业中第一流的机构，是皇冠上的明珠，广受同行崇拜，对所处的世界有着深远的影响。高瞻远瞩公司是一种组织、一种机构。作为领导者，无论多有魅力、多么高瞻远瞩，最后都会去世；所有高瞻远瞩的产品和服务，所有“伟大的构想”最后都会过时。的确如此，整个市场都可能过时和消失，但是高瞻远瞩公司却会长期枝繁叶茂，经历很多次产品生命周期、经历很多代活跃领导人而继续生存。

高瞻远瞩公司能够获得杰出的长期绩效。假设你在1926年1月1日各投资一美元，分别购买纽约证券交易所大盘指数基金、对照公司股票基金、高瞻远瞩公司股票基金，此后你把所有的胜利都再投资，并随着这些公司的挂牌上市而调整（未上市前都放在大盘指数基金里），到1990年12月31日，你投资在大盘指数基金的钱，会成长到415美元，的确不赖；你投资在对照公司股票基金的钱，会成长到955美元，是投资大盘指数基金的两倍多；而你投资高瞻远瞩公司股票基金的钱，会成长到6356美元，是投资对照公司股票基金的6倍多，是投资大盘指数基金的15倍多。

但是，高瞻远瞩公司的成就绝不只是创造了长期经济报酬而已；它们已经融入社会的结构里。想想看，如果没有它们的产品和服务，这个世界给人的观感会多么的不同！如果没有思高牌胶带和“如意贴”便条，没有福特T型车和野马车，没有波音707和波音747喷气式客机，没有汰渍洗衣粉和象牙香皂，没有美国运通卡和旅行支票，没有花旗银行率先大举推广的自动柜员机，没有强生的邦迪和泰诺止痛药，没有通用电气的电灯泡和家电产品，没有惠普的计算机和激光打印机，没有IBM的360系列电脑和精选牌电动打字机，没有马利奥特连锁酒馆，没有默克制药厂的抗胆固醇药，没有摩托罗拉的手机和寻呼机，没有诺世全对顾客服务标准的影响，没有索尼的特丽珑彩电和随身听，这个世界会是多么的不同。想想看，有多少小孩（和成人）跟迪斯尼乐园、米老鼠、唐老鸭和白雪公主一起长大。想想看，如果美国都市的高速公路旁没有万宝路牌香烟特有的牛仔广告板，美国乡间如果没有沃尔玛的商店，又会是什么样的情景。无论是好是坏。这些公司已经为世界留下了无可磨灭的烙印。

破除 12 个迷思

迷思一：伟大的公司靠伟大的构想起家。

事实：靠“伟大的构想”创立公司可能是个馊主意。高瞻远瞩公司创业时，没有几家拥有伟大的构想。事实上，有些公司创立时根本没有特定的构想，也有几家一开始就错误连连。此外，不管创业理念如何，高瞻远瞩公司初期所缔造的事业成就远不如本研究中的对照公司，就像龟兔赛跑的寓言一样，高瞻远瞩公司起步时经常步履蹒跚，最终却赢得长距离的竞赛。

迷思二：高瞻远瞩公司需要杰出而眼光远大的魅力型领导者。

事实：高瞻远瞩公司绝对不需要眼光远大的魅力型领导，事实上，这种领导对公司的长期发展可能有害。高瞻远瞩公司历史上若干最出众的 CEO，并不是高姿态魅力型领导的典型——的确如此，有些人刻意避免做这种典型。就像美国制宪会议时的建国先贤一样，他们专心致志地建构一种大而持久的制度，并不刻意成为伟大领袖。他们追求的是制造时钟，而不是成为报时人。和对照公司的 CEO 相比，高瞻远瞩公司的 CEO 更倾向这样。

迷思三：最成功的公司以追求最大利润为首要目的。

事实：这点和商学院的教诲恰恰相反。纵观这些高瞻远瞩公司的历史，“尽量增加股东的财富”或“追求最大利润”一向不是主要的动力或首要目标。高瞻远瞩公司追求一组目标，赚钱只是

目标之一，而且不见得是最重要的目标。不错，它们都追求利润，但是它们同样为一种核心理念指引，这种理念包括核心价值和超越只知赚钱的使命感。但有趣的是，高瞻远瞩公司要比纯粹以盈利为目标的对照公司赚更多钱。

迷思四：高瞻远瞩公司拥有共通的“正确”价值组合。

事实：就高瞻远瞩公司而言，没有放诸四海皆准的“正确”核心价值组合。的确如此，两家公司可能拥有截然不同的理念，却一样高瞻远瞩。高瞻远瞩公司的核心价值甚至不见得要能“启迪人心”或“合乎人道精神”，虽然通常如此。此中重要的变数不在于公司理念的内容，而在于公司的一切作为都能遵循核心价值，高瞻远瞩公司不问“我们应该珍视什么？”只问“我们究竟实际珍视的是什么？”

迷思五：惟一不变的是变动。

事实：高瞻远瞩公司几乎都虔诚地保存核心理念，很少改变。高瞻远瞩公司的核心价值基础稳如磐石，不会随着时代的风潮变异；在某些情况下，核心价值经历百余年而一成不变。高瞻远瞩公司的基本目的、生存原因可以作为千百年的指路明灯，就像地平线上恒久不变的星星一样。但是高瞻远瞩公司在稳保核心理念之余，却也展现追求进步的强大动力，可以改变和适应而无损于珍视的核心理念。

迷思六：绩优公司事事谨慎。

事实：外人可能觉得高瞻远瞩公司严肃而保守，其实它们勇于投身“胆大包天的目标”。这种目标像攀登高山，像登陆月球，可能令人畏惧，也许风险很高，但是其中的艰险、刺激和挑战吸引勇士，使他们活力迸发，并创造巨大的前进动力。高瞻远瞩公司巧妙地运用胆大包天的目标，激发进步，在历史的关键时刻奋勇超越对照公司。

迷思七：高瞻远瞩公司是每一个人的绝佳工作地点。

事实：只有极度符合高瞻远瞩公司核心理念和要求标准的人，才会发现那里是他们绝佳的工作地点。到这种公司工作，你不是觉得胜任愉快、前途光明、再快乐不过了，就是像病毒一样被排除。这是两极化的问题，没有灰色地带。几乎像教派一样，高瞻远瞩公司对本身的主张、对本身希望达成的成就极为明确，根本不容纳不愿或不符合它们确切标准的人。

迷思八：最成功的公司的最佳行动都是来自高明、复杂的战略规划。

事实：高瞻远瞩公司部分最佳行动来自实验、尝试错误和机会主义，说得正确一点，是靠机遇。时过境迁之后，看似高明的远大眼光和事前规划经常都是“我们多方尝试，保留可行的“项目”的结果。就这点而言，高瞻远瞩公司是在模仿生物物种的进化。我们发现达尔文《物种起源》中的这些概念，比任何讲公司战略管理的课本都能更好地说明某些高瞻远瞩公司的成功之道。

迷思九：公司应礼聘外来的 CEO，才能刺激根本变革。

事实：总结本书所有高瞻远瞩公司的历史后，我们发现，在它们总长高达 1700 年的岁月中，只有 4 个 CEO 是外聘的，而且只在两家公司出现过。高瞻远瞩公司由自行培养的经理经营的比率远远超过对照公司（6 倍）。这一点粉碎了自己人没有重大变革和新鲜构想的一般看法。

迷思十：最成功的公司最注重的是击败竞争对手。

事实：高瞻远瞩公司最注重战胜自己，反而不把成功和击败对手当做最终目标。能够击败竞争对手是他们不断自问“如何自我改进，使明天做得比今天好？”的附带结果，它们天天自问，把它当成规律的生活方式，有些公司这样做了 150 年。不管它们多有成就，不管它们超前对手多远，它们从来不认为自己已“做得够好了”。

迷思十一：鱼与熊掌不可兼得。

事实：高瞻远瞩公司不会用非此即彼的二分法使自己变得残酷无情。非此即彼是一种纯粹理性的看法，认为不是这样就是那样，二者不能兼容并蓄。选择稳定，就不能选择进步；要求教派般的文化就不能有个人的自主性；要用自行培养的经理，就不会有根本的变革；要采取保守的做法，就不能有胆大包天的目标；要赚钱，就不能根据价值观和目的行事。

高瞻远瞩公司并非如此，它们采用“兼容并蓄的融合法”，以这种互相矛盾的观点追求鱼与熊掌兼得。

迷思十二：公司高瞻远瞩，主要依靠“远见宣言”。

事实：高瞻远瞩公司获得这种地位，主要不是因为发布了远见宣言（不过它们通常都有类似的声明）；它们跨身伟大公司之林，也不是因为它们写就了今天在经理人之间流行的某种远见、价值观、目的、使命或发人深省的声明（但是它们比对照公司更常写下这种宣言，而且是在蔚为流行之前几十年就写出来了）。在建设高瞻远瞩公司的过程中、拟出一篇宣言可能是有用的一步，但只是一千个步骤里的一步而已。

12.1. 造钟而不是报时

想像你遇到一位有特异功能的人，他在白天或晚上的任何时候，都能够依据太阳和星星说出正确的日期和时间。例如说：“现在是1401年4月23日，凌晨2时36分12秒。”这个人一定是一位令人惊异的报时者，我们很可能因为他的报时能力对他佩服得五体投地。但是如果这个人不报时，转而制造了一个永远可以报时、甚至在他百年之后仍然能报时的时钟，岂个是更令人赞叹不已吗？拥有一个伟大的构想，或身为高瞻远瞩的魅力型领袖，好比是“报时”；建立一家公司，使公司在任何一位领袖身后很久、经历许多次产品生命周期仍然欣欣向荣，好比是“造钟”，我们研究所得的第一要点，也就是本章的主题，是要说明高瞻远瞩公司的创办人通常都是制造时钟的人，而不是报时的人。他们主要致力于建立一个组织，一个会滴答走动的时钟，而不只是找对时机，用一种高瞻远瞩的产品构想打进市场，或利用一次优秀产品生命周期的成长曲线；他们并非致力于取得高瞻远瞩领袖的人格特质，而是采取建筑大师的方法，致力于构建高瞻远瞩公司的组织特质；他们努力的最大成果不是实质地体现一个伟大的构想，不是表现人格的魅力，不是满足个人的自尊或累积个人的财富，他们最大的创造物是公司本身及其代表的一切。

我们的研究打破两个普受珍视、主导一般人想法和商学院教育多年的迷思：伟大构想和魅力型伟大领袖。我们发现，要创造和建立高瞻远瞩公司，绝对不需要伟大的构想，也不需要伟大的魅力型领袖。事实上，魅力型领袖带来的伟大构想和建立高瞻远瞩公司之间可能是负相关。

我们会持续运用中国二元哲学里的阴阳太极图。我们特意选择这个象征符号代表高瞻远瞩公司的一个关键要素。这些公司不用我们所谓的“非此即彼”来框限自己，那是一种不能轻易接受矛盾的理性观点，认定两种表面冲突的力量或理念不能同时并存。非此即彼的二分法使大家相信事情非黑即白，因而有下述种种说法：

- 变革和稳定不能并存。
- 保守和勇猛不能并存。
- 低成本和高品质不能并存。
- 创新的自主性和一贯性及严格控制不能并存。
- 为未来投资和短期优异表现不能并存。
- 靠高秩序的规划追求进步和机会主义式的摸索不能并存。
- 为股东创造财富和为人类行善不能并存。
- 理想主义（价值观导向）和务实主义（利润导向）不能并存。

高瞻远瞩公司不受二分法的限制，而是用兼容并蓄的方法让自己跳出这种困境，使它们能够同时拥抱若干层面的两个极端。它们不在非黑即白之间选择，而是想出方法，兼容黑白。

我们不只是谈论平衡。“平衡”意味着中庸路线、彼此各半。高瞻远瞩公司不在短期和长期之间寻求平衡，追求的是短期和长期都有优异表现；高瞻远瞩公司不光是在理想主义和获利能力之间追求平衡，还追求高度的理想主义和高度的利润；高瞻远瞩公司不光是在保持严谨形状与刺激勇猛的变革和行动之间追求平衡，而是两方面都做得淋漓尽致。简单地说，高度高瞻远瞩公司不希望把阴和阳混合成灰色，成为既非至阴、又非至阳、不清不白的圆圈，而是同时和随时以阴阳区分目标。

不合理吗？大概是吧。罕见吗？不错。困难吗？绝对。可是正如斯科特·菲茨杰拉德点明的：“第一流人才的考验是同时心里坚持两个相反的理想，却仍然能够运作。”这正是高瞻远瞩公司做到的事情。

12.2. 利润之上的追求

我们的研究显示，高瞻远瞩公司能够奋勇前进，根本因素在于指引、激励公司上下的核心观念，亦即是核心价值和超越利润的目的感。这种理念在很长的时间里一直相当固定。我们用高瞻远瞩公司同时也是高效率的赚钱企业的事实，描述、证明和说明这个重要却矛盾着的因素。

默克、索尼和福特各自就一个常见的模式提供了不同的切面，这个模式就是：有一个核心理念，是高瞻远瞩公司历史发展中的首要因素。就像伟大的国家、教会、学校或任何持久不坠机构的基本理想一样，高瞻远瞩公司的核心理念是一组基本的准则，像基石一样稳固地埋在土地里，表明“这就是我们的真面貌；这就是我们的主张；这就是我们追求的东西。”就像具体表现在美国独立宣言里的指导方针（“我们认定这些真理是不言自明的……”），也像 87 年后在葛底斯堡演说里回响的指导方针（“一个以自由立国的国家，衷心拥护人类生而平等的主张”），对一家机构而言，核心理念是至为根本的东西，很少改变。

在若干案例中，如索尼，核心理念起源于创业时的根基；在某些案例中，如默克，核心理念来自第二代领导层；在别的案例中，如福特汽车公司，核心理念沉睡多年，到了后来才再度绽放光芒。但是，几乎在所有的案例里，我们都找到了证据，证明核心理念不仅仅形诸文字，也是重要的塑造力量。我们很快会更详细地探讨核心理念的细节，以及组成核心理念的两个部分--核心价值和目标，但是，我们首先要转而探究另一个最有趣的发现。

和商学院的教条相反的是，我们在大多数高瞻远瞩公司的历史中，并未发现“尽量扩大股东的财富”或“尽量扩大利润”是主要的动力或首要目标。它们通常追求一组目标，赚钱只是其中一种，而且不见得是首要目标。的确，对很多高瞻远瞩公司来说，业务一向不只是一种经济活动，不光是赚钱的方法而已。在大多数高瞻远瞩公司的整个历史中、我们发现一种超越经济因素的核心理念，而且，重要的是，它们拥有核心理念的程度远远超过我们研究的对照公司。

我们并未发现任何特别的理念内容和成为高瞻远瞩公司息息相关。我们的研究显示，理念的真实性和公司连续一贯符合理念的程度要比理念的内容重要。换句话说，不管你喜不喜欢或不同意菲利普·莫里斯的理念，都没有什么差别--一除非你是替菲利普·莫里斯工作。外人是否同意默克的理念、或马利奥特、或摩托罗拉、或迪斯尼、或惠普的理念，也没有什么关系。我们的结论是，关键问题不在于公司是否有“正确的”核心理念，或者是否有“让人喜爱的”核心理念，而在于是否有一种核心理念指引和激励公司的人。

高瞻远瞩公司的核心理念

3M

- 创新“你不得扼杀一个新产品的创意”
- 绝对正直
- 尊重个人的首创精神及个人成长
- 宽容诚实的错误
- 产品质量及可靠性
- “我们的真正业务是解决问题”

美国运通

- 英雄式的顾客服务
- 世界性的服务可靠性
- 鼓励个人的首创精神

波音

- 领导航空工业；永为先驱
- 应付重大挑战与风险
- 产品安全与品质
- 正直与合乎伦理的业务
- “吃饭、呼吸、睡觉念念不忘航空事业”

花旗银行

- 扩张主义：在规模、服务种类、地区设点方面采取扩张主义
- 遥遥领先：例如最大、最好、最能创新、获利最高
- 自主与企业精神（通过分权）
- 实力主义
- 积极进取与自信

福特汽车

- 人员是我们的力量源泉
- 产品是“我们努力的终端成果”（我们以汽车为业）
- 利润是必要的手段与衡量我们成就的指标
- 以诚实及正直为基础

通用电气

- 以科技及创新改善生活品质
- 在对顾客、员工、社会与股东的责任之间求取互相依赖的平衡（没有清楚的等级之分）
- 个人责任及机会
- 诚实与正直

惠普

- 给我们从事的领域贡献技术（我们公司存在的目的是要做出贡献）
- 尊敬惠普人并给予他们机会，包括共享企业成功的机会
- 对我们所在的社区奉献与负责
- 提供顾客负担得起的高品质产品
- 利润与成长是使所有其他价值观与目标可能实现的手段

IBM

- 给予每个员工充分的考虑
- 花很多时间使顾客满意
- 坚持到底把事情做好，所作所为追求完善

强生

- 公司存在的目的是要“减轻病痛”
- 我们的责任层次分明：顾客第一，员工第二，整个社会第三，股东第四
- 根据能力给予个人机会与报酬
- 分权=创造力=生产力

默克

- 我们做的是保存和改善生命的事业。我们所有的行动都必须以达成这个目标的成就来衡量。
- 诚实与正直
- 企业社会责任
- 以科学为基础，力求创新，不事模仿
- 在公司的所有层面明确追求完美
- 追求利润，但利润须采自有益人群的工作

摩托罗拉

- 公司存在的目的是“以公平的价格向顾客提供品质优异的产品和服务，光荣地服务于社会”
- 不断进行自我革新
- 发掘“我们内部潜藏的创造力”
- 不断改进公司的一切作为：创意、品质与顾客满意度
- 以尊严对待每一位员工，视之为个体
- 在业务的所有层面追求诚实、正直、合乎伦理

菲利普·莫里斯

- 捍卫个人自由选择（吸烟、购买想买的东西）的权利
- 争取胜利追求至善与击败别人

- 鼓励个人首创精神
- 根据能力给予员工达成成就的机会，不以性别、种族或阶级为根据

• 努力工作，不断自我提高

宝洁

- 产品完美
- 不断自我提高
- 诚实与公平
- 尊重与关心个人

索尼

- 体验以科技进步、应用与创新造福大众带来的真正快乐
- 提升日本文化与国家地位
- 做先驱不追随别人，但是要做不可能的事情
- 尊重、鼓励每个人的能力和创造力

沃尔玛

• “我们存在的目的是提供顾客物有所值的东西”：用比较低的价格和比较多的选择，改善他们的生活，其他一切都属次要

- 力争上游，对抗凡俗之见
- 和员工成为伙伴
- 热情、热心、认真工作
- 精简经营
- 永远追求更高的目标

迪斯尼

- 不容有犬儒主义式的嘲笑态度
- 狂热地注意一贯性与细节
- 以创造力、梦想与想像力不断追求进步
- 狂热地控制与保存迪斯尼的“魔力”形象
- “带给千百万人快乐”并且歌颂、培育、传播“健全的美国价值观”

社会心理学的研究强调指出，人们公开拥护一种特别的观点时，即使他们以前不主张这种观点，在行为上也可能远比以前更符合这种观点。换句话说，声明一种核心理念的事实（高瞻远瞩公司这样做的情形远超过对照公司），就会影响行为去配合这种理念。

高瞻远瞩公司不只是宣布一种理念，它们也采取很多步骤，使之贯彻于组织上下，并且超越任何个别的领袖。

高瞻远瞩公司和对照公司相比，会比较彻底地对员工灌输核心理念，创造出极其强而有力、几乎成为教义般环绕这种理念的文化。

高瞻远瞩公司和对照公司相比，会比较谨慎地根据是否符合核心理念来培养和选择高级管理层。

高瞻远瞩公司和对照公司相比，在诸如目标、策略、战术和组织设计等方面，比较能够一贯地配合核心理念。

12.3. 保存核心刺激进步

核心理念是高瞻远瞩公司的基本因素，但是，光靠核心理念，不曾而且的确不能造就出高瞻远瞩公司。一家公司即使拥有世界上最珍贵、最有意义的核心理念，如果只是无所事事，或是拒绝改变，世界也会抛弃它。就像沃尔顿所说的：“你不能只是继续做以前行得通的事情，因为你四周的每样事情都在变化。想要成功，你必须站在变化的前面。”同样的，小华森在他的小册子《企业及其信念》里，深刻地记下一个惊人的警告：

一个企业组织如果要应付世事不断变化的挑战，除了“基本的”信念之外，企业在向前进时，

必须准备改变本身的一切……组织中惟一神圣不可侵犯的东西应该是它营业的基本哲学。

许多公司因为把核心理念和非核心的特定做法混为一谈而陷入困境。把核心理念和非核心的做法混为一谈时，公司可能在非核心的事物上——追求适应和前进时应该改变的事物——固守太久。我们因此得到一个重要的观点：高瞻远瞩公司小心地保护和保护核心价值。但是核心理念的所有表象却都可以改变和演进。例如：

- 在惠普的核心理念中，“尊重和关心每个员工”是恒久不变的部分；每天上午十点送水果和甜甜圈给所有员工则是可以改变的非核心做法。

- 沃尔玛的核心理念中，“超出顾客的期望”是恒久不变的部分；在大门口招呼招呼顾客是可以改变的非核心做法。

- 波音的核心理念中，“领导航空工业，永为先驱”是恒久不变的部分；致力制造大型喷气式客机是可以改变的非核心部分。

- 3M的核心理念中，“尊重个人的首创精神”是恒久不变的部分；“15%的规定”（科技人员可以把15%的时间花在自选的研究计划上）是可以改变的非核心做法。

- 诺世全的核心理念中，“服务顾客重于一切”是恒久不变的部分；注重区域性差异、大厅钢琴演奏和超量库存管理是可以改变的做法。

- 默克的核心理念中，“我们从事保存和改善生命的事业”是恒久不变的那部分；致力研究特定的疾病是可以改变的策略。

最重要的，是不要把核心理念与文化、战略、战术、作业、政策或其他非核心的做法混为一谈。日久年深之后，文化标准必须改变，策略必须改变、产品线必须改变，目标必须改变，权限必须改变，管理政策必须改变、组织结构必须改变、奖励制度必须改变。到最后，公司如果想成为高瞻远瞩公司，惟一不应该改变的是核心理念。

在高瞻远瞩公司中，核心理念和一心一意追求进步的驱动力携手合作，驱动所有不属于核心理念的东西变化和进步。追求进步的驱动力源自人类一种深层的冲动，一种探索、创造、发现、希望、成功、改变和改善的冲动。追求进步的驱动力不是一种枯燥的理性认知，不是认定“在不断变化的世界里，进步是健康的”，或“健全的组织应该改变和改善”或“我们应该拥有目标”，而是一种深入内心、具有强迫性、几乎是与生俱来的原动力。

就是这种驱动力，使沃尔顿在他宝贵生命的最后几天里，花时间与来医院病房里看他的当地商店经理讨论当周的销售数字。马利奥特也有同样的驱动力，他的座右铭是“不断地保持建设性，做有建设性的事情，一直死而后已……让每天都过得有价值，直到尽头。”

就是这种驱动力，促使花旗集团在规模仍然很小时就定下目标，要成为遍布世界的金融机构，当时这个目标即使不算是愚勇，也算可笑。就是这种驱动力，使迪斯尼辟建迪斯尼乐园，在根本没有市场资料预示这么疯狂的梦想有没有需求时，就拿公司名声作赌注。就是这种驱动力，驱使福特把前途下注在“使汽车大众化”的人胆目标上，从而在世界上留下不可磨灭的影响。

就是这种驱动力，促使摩托罗拉遵循“为动而动”的座右铭，驱动公司从制造电池消除器和汽车收音机，到生产电视机、微处理器、移动通讯设备和环绕地球的卫星，并且追求令人望之生畏的“六希格玛”品质标准（每100万只有3.4件次品）。罗伯特·盖尔文用“自我革新”这个词来描述摩托罗拉内部追求进步的驱动力：

自我革新是公司向前冲刺的力量，实际上，家父自从1928年创立公司，生产B型电池消除器时，就开始寻找替代的产品，因为可以预见消除器在1930年就会过时。在自我革新方面，他从来没有停顿过，我们也没有停顿过……自我革新这种理想不易捉摸，可以使创造性构想扩散……只有受过这种理想熏陶，而且毫不吝惜地奉献、致力追求全新构想所含有的风险和希望的人，才能茁壮成长。

就是这种追求进步的驱动力，促使3M不断实验和解决其他公司根本还没有看出来的问题，因而创造防水砂纸、思高牌胶带、“如意贴”便条之类极为流行的产品。这种驱动力促使宝洁在19世纪80年代开风气之先，采取了员工分红入股的方案，很久之后，这种措施才成为流行的事情。这种驱动力促使索尼早在50年代在其他公司还没有行动之前，就证明晶体管产品有商业化的可能。这种驱动力使波音几次从事商业史上最大胆的豪赌，包括在市场需求极不确定时就决定制造波音

747喷气式客机。其实早在波音公司创业初期，威廉·波音就明白宣示过这种驱动力。他说：

谁都不应该用“做不到”这一说法排斥新颖的创意。我们的工作持续不断地研究和实验，一旦实验室研究的成果可行，就应用到生产上。我们不能错过飞行和飞行设备新的进展。

的确如此，追求进步的驱动力对现状永远不会满足，即使现状运作得很顺利也是如此。在任何状况下，高瞻远瞩公司追求进步的驱动力都不会满足，即使公司已经获致惊人成就也一样。就像亨利·福特所说的：“我们永远可以做得更好，永远可以进步，永远可以发现新的可能性。你必须不断地向前做下去。”

12.4. 胆大包天的目标

胆大包天的目标不是高瞻远瞩公司刺激进步的惟一强力机制，而且并非所有高瞻远瞩公司都大量应用这种方法。但是，在高瞻远瞩公司里，应用这种机制的证据比较多，相对照的公司应用这种机制的证据则较少。所有的公司都有目标，但是，只拥有目标和献身于惊人的艰巨挑战不同。后者就像攀登高峰一样。

真正胆大包天的目标都明确、动人，是众志成城的重心，经常创造出惊人的团队精神。这种目标有一个明确的终点线，达成目标时，组织上下都会知道；人人都喜欢有一条终点线可以冲刺。

这里，问题不是通用拥有“正确的”目标，而西屋的目标是“错误的”。问题是通用的目标像登月任务一样清楚动人，较能刺激进步。一家公司是否拥有正确的胆大包天的目标？这个胆大包天的目标是否能使大家走向正确的方向？二者并非完全不相关，第一个问题没有抓住根本要点，要抓住胆大包天目标的基本重点，最好是问下面这些问题：“这种目标会刺激进步吗？会创造动力吗？会促使大家行动吗？会让人活力四射吗？他们会认为这种目标有刺激性、冒险性、令人兴奋吗？他们愿意为此贡献创造力和精力吗？”

胆大包天的目标是一种英勇壮烈的、灰色的目标，这里理智和谨慎心态或许会说：“这样不合理。”但是追求进步的动力会说：“无论如何，我们相信可以做到。”此处我们要再次指出，这些不只是目标，而是胆大包天的目标。

我们希望强调，此处发生作用的主要机制不是魅力型的领导。目标本身已成为推动和激励的机制。沃尔顿定下这么胆大包天的目标，留下刺激公司进步的强大机制，显示目标已超越领袖的魅力。

企业在精力充沛的领袖（通常是创办人）离开后，常常面临如何维持动力的困境。高瞻远瞩公司提出的部分对策，就是创造本身有生命的胆大包天目标，作为可以历经多代领袖而不坠的刺激（如果你是即将退休的CEO，我们鼓励你慎重地对待这个教训。你公司有没有一个大家可以献身的胆大包天目标，可以在你离开很久后仍然为公司提供动力？更重要的是，公司有没有能力在很久之后的未来继续制订大胆的新目标？

大多数创业家都有一个与生俱来的胆大包天目标：对大多数新创企业而言，光是从无到有、到达生存不再是问题的地步，就是一个胆大包天的重大目标。我们已经探讨过与胆大包天的目标有关的多数要点。以下一些你或许可以铭记在心，在替自己的组织考虑胆大包天的目标时可以拿来参考：

- 胆大包天的目标应该极为明确动人，需要的解释很少，或者根本不需要解释。请记住：胆大包天的目标是一种目标——像爬山或登陆月球一样——而不是一种宣言。如果不能让大家活力四射，就根本不是胆大包天的目标。

- 胆大包天的目标应该远远处于轻易可达的区域之外。组织里的人应有理由相信他们可以实现这个目标，但是，应需要英雄般英勇的努力，而且可能还需要一点幸运——就像IBM的360系列大型计算机和波音的707客机一样。

- 胆大包天的目标本身应该极为大胆和振奋人心，即使组织的领袖在目标实现前去世了，仍然能够继续刺激进步——就像花旗银行和沃尔玛的情形那样。

- 胆大包天的目标具有潜在的危险，目标一旦达成后，组织可能就此停步，沉醉在“我们已经到达了”综合症里，就像20年代时的福特汽车。一家公司应该准备好后续的胆大包天目标，以防止这一点，还应该用刺激进步的其他方法，来弥补胆大包天目标之不足。

- 最后一点最重要，胆大包天的目标应该符合公司的核心理念。

光靠胆大包天的目标造就不出高瞻远瞩公司。的确，光靠进步——不管用什么机制来刺激进步——也造就不出高瞻远瞩公司。一家公司在追求胆大包天的目标时，应该小心地保存自己的核心。高瞻远瞩公司不会盲目追求任何随意得来的胆大包天目标，只是追求既能加强本身核心理念、又能反映公司自我定位的胆大包天目标。

高瞻远瞩公司的一个关键方面：核心理念和追求进步的驱动力之间的强力互动，这两样东西就像中国哲学里的阴阳八卦，彼此补足和强化。的确，核心理念提供了一贯的基础，高瞻远瞩公司可据以推动可与媲美的登月任务的企业目标，从而刺激进步；同样的，进步也可以强化核心理念，因为没有变化和进步，公司最后会失去活力。此处要再次指出，这不是核心理念或进步的问题，甚至不是核心和进步之间绝佳的平衡，而是两种有力的因素百般纠结，无法分开，彼此都全力促进机构的最高利益。

12.5. 教派般的文化

我们开始这一研究项目时，猜想证据会显示高瞻远瞩公司是绝佳的工作地点，或者至少比对照公司更适于工作。但是，我们发现，实情并非如此，至少并非对每一个人都如此。还记得比尔和罗拉多么适合在诺世全工作，又有长足的发展吗？对他们来说，那里真正是一等的工作地点，可是请注意，罗伯特就是不能完全相信那一套，对他来说，诺世全不是什么很好的工作地点。只有对于真心虔信、而且很适合诺世全风范的人，诺世全才是绝佳的工作场所。

在我们研究的很多高瞻远瞩公司里，同样有这种情形。如果你不愿意热忱地接纳惠普风范，那你根本不适合待在惠普公司里；如果你不能真心相信沃尔玛对顾客的狂热奉献，那你不适合沃尔玛；如果你不能宝洁化，那你不属于宝洁；如果你不想加入狂热追求品质的队伍，即使你刚巧是在公司餐厅里工作，你也肯定不会变成真正的摩托罗拉人；如果你对个人自行决定该买什么东西的权利（例如买香烟）有所质疑，你就不适合在菲利普·莫里斯工作；如果马利奥特那种深受摩门教影响、生活简朴、热心献身于服务的气氛让你觉得不舒服，那你最好远离马利奥特，要是你不能拥护“健康”“神奇”和“仙尘”（迪斯尼片头小精灵以仙女棒点出的幻景），并且让自己变成“彻底的拥护者”，那你很可能会讨厌在迪斯尼工作。

我们发现，要建造高瞻远瞩公司，你不需要创造一个“温和”或“舒适”的环境。我们也发现，就绩效和契合公司理念而言，高瞻远瞩公司对员工的要求通常要比其他公司严。

我们发现，高瞻远瞩不是表示柔弱和无纪律，正好相反，因为高瞻远瞩公司对于自我认知、事业目的要达到的目标，都说得极为明确。不愿意或不符合公司规定的标准的人，在公司里通常没有多少生存空间。

一次，我们研究小组开会时，一位研究助理说：“加入这些公司让我们想到参加组织极为严密的团体或社团。如果你不适合，最好不要参加；如果你愿意真心相信并乐意为公司的目标贡献，你一定会很满意，很有成效——很可能再快乐不过了，否则你很可能会苦苦挣扎，觉得无法立足，感觉差极了，最后终会离开，就像病毒一样被排除。这是二选一的问题，不是留在里面，就是离开，似乎没有中间地带，几乎和教派一样。”

这个说法似乎很确实。所以，我们决定研究探讨一下教派的文献，看看高瞻远瞩公司的特质和教派相通的地方，是否真的比对照公司多。我们发现，文献里对教派没有大家一致接受的定义（这个说法的确符合许多高瞻远瞩公司的情形）；在教派和非教派的差别方面，我们也没有找到普遍被人接受的对照表，但是，我们发现了一些共同的宗旨，特别是找到了教派四个特点，高瞻远瞩公司表现这些特点的情形，远比对照公司强烈：

- 热烈拥护的理念
- 灌输信仰
- 严密契合
- 精英主义

看看诺世全和梅维尔这两家公司的对照情形。请注意诺世全公司的强力灌输过程。诺世全首先用面谈，接着不断用诺家帮服务顾客的英雄事迹、墙上的警句、朗诵肯定自我的文字和欢呼等

对员工灌输信仰，请注意诺世全如何促使员工写下其他员工的英雄事迹，并且运用同事和顶头上司推行灌输程序（教派常见的做法是靠着社交活动，指引和积极吸收新徒众）。请注意诺世全如何设法招募年轻人，从他们事业生涯的初期，就塑造他们接受诺世全的风范，并且只提拔密切反映公司核心理念的员工。请注意诺世全如何实施严密的契合，符合诺世全风范的员工得到很多正面的强化（新资、奖金、表扬），不符合公司风范的员工得到负面的加强（“落后”、罚金、污点）。请注意诺世全如何在自己人和外人之间划出明确的界线、如何描述成为自己人就变成了与众不同的精英——这又是教派常见的做法，的确，“诺家帮”这个名称就有教派的意味。我们在梅维尔的历史里，找不到任

何证据显示梅维尔曾经刻意培养和维持这么明确的类似做法，或曾经持续运用过这种做法。

高瞻远瞩公司用一系列做法，围绕着核心理念，创造一种几乎像教派一样的环境。我们把这种情形叫做“教派主义”。就这一点来说，诺世全代表了一个绝佳的例证。这些做法通常会在雇用前或在事业生涯之初大力筛除不符合公司理念的人，也会灌输一种深厚的忠贞意识，影响留在公司里的人，让他们长期持续配合公司的核心理念，并且奉行不渝。

请别误会我们说的这一点。我们不是说高瞻远瞩公司是一个教派，而是说他们比较像教派一样，实际上还不成为教派。“教派主义”和“像教派一样”这两个说法可能引发一些负面的想像和含义，这两个说法比文化的意义强烈，但只是说高瞻远瞩公司拥有自己的文化，不能说明什么新鲜或有趣的事情。所有的公司都有文化！我们观察到有一些远比文化强烈的东西在起作用。“教派主义”和“像教派一样”只是描述性的说法，没有轻蔑或惯常有的意味，意在抓住一些我们发现高瞻远瞩公司里比较持续一贯、在对照公司里则不然的做法。这些特性在保存核心理念方面扮演着重要的角色，分析高瞻远瞩公司和对照公司后，可以得到下列结论：

- 18对公司里，证据显示有11家高瞻远瞩公司在整个历史中，比对照公司更强力地向员工灌输核心理念，（我们发现，高瞻远瞩公司大都比较强调员工培训，不仅是在理念的引导方面如此，在技术和专业发展训练上也是这样，这点会在后面的章节里探讨。）

- 18对公司里，证据显示有13家高瞻远瞩公司在整个历史中，表现出比对照公司更严格的选拔情形——员工通常不是极为符合公司及其理念的要求，就是一点都不符合（不相信就滚蛋）。

- 18对公司里，证据显示有13家高瞻远瞩公司在整个历史中，比对照公司表现出程度更强烈的精英主义（一种属于优秀团体、与众不同的意识）。

- 总括三个层面（灌输信仰、严密契合、精英主义），18对公司里，证据显示有14家高瞻远瞩公司在整个历史中，比对照公司表现出更强烈的教派主义，仅有4对没有明显的差异。

你或许对本章的发现有点不安，我们和你一样希望明白表示，我们的确不赞成（甚至不是在描述）吉姆·琼斯、大卫·柯瑞希或某些教派的状况。重要的是，要了解高瞻远瞩公司和许多宗教派别或社会运动不同：高瞻远瞩公司通常是以理念为核心，表现得像教派一样，而教派或社会运动常常是环绕着魅力型教派领袖运转，形成一个“以人为本”的教派。请注意诺世全如何为自己的核心价值，创造出大家对价值观虔诚的尊敬，为员工服务顾客的英雄事迹塑造有力的神话，而不是要求对个别领袖奴隶式的崇拜。迪斯尼对本身价值观的保护超越了沃尔特·迪斯尼的生命，并且在他身后数十年仍然大致保持不变。宝洁虔信自己的原则超过150年，历经9代最高管理层。环绕个人人格形成的教派主义犹如报时；创造环境，以便强化大家虔诚信仰一种长盛不衰的核心理念，则有如造钟。

本章要点不是你应该去创造一种以人为本的教派，这是你最不应该做的事。

重点其实是应该建立一个用具体的特定方法，热心保持核心理念的组织。高瞻远瞩公司把他们的理念转化成有形的机制，同时发出持续一贯、加强理念的信号，他们对员工灌输理念，规定必须严密契合公司，并且利用下列实用、具体的事项创造出一种身属特殊团体的意识：

- 兼具理念与实际内容的新人培训与后续培训计划，教导价值观、标准、历史和传统。
- 内部“大学”与培训中心。
- 由同事与顶头上司负责在职社会化培训。
- 严格由内部逐级提升的政策——雇用年轻人，从内部提升，并且从年轻时开始塑造员工的心

态。

- 宣扬“英雄事迹”和公司典范（例如顾客颂扬英雄事迹的信函、大理石雕像等）。
- 独有的语言与名词（例如“演员表成员”“摩托罗拉人”），强化既有的参考架构，强化身属特殊精英团体的意识。
 - 公司歌曲、肯定言词或誓言，强化心理上的认同。
 - 在招聘期间或雇用的头几年实施严格的筛选程序。
 - 采用的奖励和升迁标准明确地与要求员工全心融入公司理念并为一谈。
 - 用奖赏、竞赛和公开表扬奖励尽力符合公司理念的人，用明显、有形的惩罚惩处逾越理念界的人。
 - 宽容不违反公司理念的诚实错误（小过失），对于违反理念的行为（罪恶）和人员严惩不贷或解雇。
 - 设置“诱导”员工相信公司理念的机制（财务或时间方面的投资）。
 - 用庆祝的方式加强成就感、归属感和与众不同的意识。
 - 工厂与办公室布置加强公司的标准与理想。
 - 用口头和文字不断强调公司的价值观、传统及身属与众不同团体的意识。

>> 保存核心与刺激进步

看到这里，你或许会想：难道像教派一样严密的文化不危险吗？会导致集体思考和停滞不前吗？会赶走人才吗？会妨碍创造力和多元化吗？会扼杀变化吗？我们的回答是：没错。如果不用阴阳的另一面来辅助，像教派一样的文化的确可能有危险和妨碍，像教派一样的文化可以保存核心，却必须用极为有力、刺激进步的措施来平衡。在高瞻远瞩公司里，这两点是相辅相成、并行不悖的。

实际上，像教派一样的文化可以强化公司追求远大目标的能力，原因正是这种文化会创造一种属于精英组织、几乎什么任务都能完成的意识。IBM自觉像教派一样的意识对IBM研制360系列大型计算机的能力极有帮助；迪斯尼对于自己在世界上的特殊地位有如教派一样信仰，加强了迪斯尼推动胆大包天的目标，如建造迪斯尼乐园和佛罗里达州迪斯尼世界的的能力；如果波音不是决心成为“由生活、呼吸、吃饭和睡觉都念念不忘自己所作所为的人组成的组织”，就不可能成功地推动制造波音707

和747的计划；索尼要不是几近狂热地相信自己是独一无二的组织，必须在世界上扮演一个特殊的角色，就不可能在50年代在晶体管方面采取大胆的行动；默克因为对公司的理念有着像教派一样的信仰，员工才有一种身属与众不同的组织而不是随随便便一家公司的意识。他们主要就是靠这种意识激励，才激发出所需要的力量，把默克建立成世界著名的制药公司。

此外，有一点很重要，就是要知道你也可以建立一种像教派一样的创新文化，或一种像教派一样的竞争文化，或一种像教派一样的求变文化，甚至可以建立像教派一样亦庄亦谐的文化。我们认为，沃尔玛的高级主管领着成千上万高声喊叫的员工，像啦啦队一样，高呼公司的口号，做出谐趣的动作，就是要建立这样的文化。

像教派一样全心融入和多元化也可以相辅相成。若干最像教派的高瞻远瞩公司赢得了大企业当中最善待女性和少数民族的美名。默克就是个例子。默克长期以来就拥有进步的平等就业机会的纪录。在公司里，多元化是一种进步的形式，和公司深深珍惜的核心相辅相成。只要你相信公司的核心信念，你的肤色、胖瘦、长相或性别在默克都不是问题。

>> 控制与自主

高瞻远瞩公司在理念方面实施严格的控制，同时提供广泛的作业自主性，鼓励个人首创精神，正是兼容并蓄胜过于非此即彼的典范。事实上，正如我们在下一章要讨论的，我们发现，高瞻远瞩公司虽然比对照公司更像教派，但是，高瞻远瞩公司普遍实施分权制度，并给予员工高度的作业自主性，这方面对照公司反倒大大不如。

回想一下本章开头提到的诺世全一页式员工手册，请注意，诺世全一方面规范员工的行为，要求符合公司的理念，但是另一方面，在工作上却给员工极大的自由。一次，吉姆·诺斯特龙应邀到斯坦福大学商学院讲课，有人问他，如果一位顾客拿着显然穿过的衣服来退货，诺世全的店

员当会怎么处理，他回答说：

我不知道，这是真话。但是，我有高度的信心，知道事情会以顾客觉得受到礼遇和良好服务的方式处理。衣服是否收回要看特定的状况而定。我们希望给每一个店员充分的自由，自己考虑该怎么做。我们把员工当成销售专家。他们不需要规定，他们需要基本的指导方针，而不是规定。在诺世全，只要你遵守我们的基本价值观和标准，为了把工作做好，你可以做你要做的任何事情。

诺世全让我们想到团结、自制、纪律严明，如不肯或不能符合理念的人毫无生存空间。矛盾的是，没有个人首创精神和企业直觉的人，和没有理念的人一样，在诺世全公司同样可能做不好。在其他具有严密理念的高瞻远瞩公司，例如3M、强生、默克、惠普和沃尔玛，情形了一样。

这一发现具有重大的实际意义，表示公司如果希望拥有授权或分权的工作环境，最要紧的事是规定严明的理念，并把这种理念灌输给经过筛选的员工，同时清除不好的人；对于留下来的人，赋予他们伴随着身属精英组织而来的高度责任感。这表示要把适当的演员推上舞台，陶冶出他们的正确心态，给他们自行决定、即兴表演的自由。简单地说，这表示如果能够以理念为中心，像教派一样地团结，就可以使公司解放员工的能力，让他们从事实验、变革、适应，以及最重要的一一采取行动。

12.6. 择强汰弱的进化

高瞻远瞩公司能够作出若干最好的决策，不是起因于详细的战略规划，而是依靠实验、反复尝试、机会主义，或者确切地说，是靠时运而得。事后看来好像绝佳的策略，经常是机会主义式的试验和“故意的意外”的附带结果。

我们得到第二种形态的进步（第一种是靠胆大包天的目标），即进化式进步。这种情形在高瞻远瞩公司出现的机会比对照公司多。用“进化”来形容这种进步方式，是因为它和生物物种进化、适应自然环境这一点非常相像。进化式进步和胆大包天目标相比，所带来的进步有两点重大的差异：第一，胆大包天目标带来的进步涉及确定不疑的目标（我们要爬那座山），进化式进步则和不明晰有关（我们多方尝试后，一定会碰到有用的东西，只是我们不能事前预知）。第二，胆大包天目标带来的进步是大胆而不连续的跳跃，进化式进步通常由渐进式的小步骤或突变开始，最后发展为经常是意料之外的策略性重大转变。

进化论的核心观念，即查尔斯·达尔文最伟大的见解，在于物种经由盲目的变异和自然选择的程序而进化。变异就是偶然的基因突变。经由基因突变，一个物种取得“好机会”，使一部分成员很能适应环境的要求，在环境变化时，最适合环境的基因变化通常会被“选择”，（也就是适应良好的变化通常会存活下来，适应不良的通常会死亡，这就是达尔文所说的“适者生存”。）然后被选择（生存下来）的变化，在基因库里会有更大的代表性，这个物种就会朝那个方向进化，用达尔文自己的话来说，就是“增生、变化，最强者生存，最弱者死亡。”

我们不妨把进化过程描述为“抽枝和剪枝”。这个想法很简单：如果你在一株树上添加足够多的树枝（变化），并且聪明地修剪掉枯枝（选择），那么你可能使其长出生机勃发的枝条，且它们极有机会在持续变化的环境中枝繁叶茂。

大多数企业战略课程传授的工具，完全无法说明沃尔玛的策略性竞争优势从何而来，无法说明沃尔玛最先如何得到了这种“高明”的制度。这种制度能够形成，主要不是靠经济天才勾勒的策略性计划塑造而成，而大致上是靠着变革和选择的进化过程演化而来，“增生、变化、让最强的（试验）获胜，最弱的死亡”。沃尔顿从 1945年开设第一家店开始，沃尔玛就不断行动。沃尔玛让人看来好像有高明之至的远见，就像物种看来是事先计划好再创造的一样。沃尔玛一位高级主管描述得好：“我们的座右铭是‘行动、改正、尝试，如果你尝试的某些事情有用，就保留下来，没有用的就改正，或是尝试别的事情。’”

例如，沃尔玛著名的迎宾人不是来自任何伟大的计划或策略。路易斯安那州克罗利一位店经理因为对顺手牵羊很头痛，就做了一个试验，在大门口安排一位友善的老先生，招呼进出店门的顾客。这种迎宾人会说：“嗨！你好吗？很高兴你光顾本店。要是你了解本店的什么情况请你告诉我。”迎宾人是对诚实的顾客热诚欢迎，同时也对可能顺手牵羊的人发出讯息：如果他们想带着偷窃的商品走出店门，有人会盯着他们。在克罗利沃尔玛的店经理设置迎宾人之前，沃尔玛

上下，包括沃尔顿在内，没有人想到设置一个迎宾人，但是这个偶然的试验证明很有效，最后变成全公司的标准做法，也成为沃尔玛的一项竞争优势。

我们以沃尔玛为例，可以把本章一开始引用的达尔文的话，改写如下：能让我们大为满意的说法，或许是不不要把适应良好的高瞻远瞩公司看成主要由高明的远见和战略性规划的结果，而是看成大致上由一种基本程序带来的结果——尝试许多实验，抓住机会，保留作用良好（又符合核心理念）的部分，修正或放弃作用不好的部分。

我们拿生物学来全盘类推企业时，当然应该小心，我们不认为高瞻远瞩公司的适应和进步来自没有目的的演化过程。把公司等同于生物物种显然有失偏颇。

一方面，公司事实上有能力制定目标和计划，而物种没有这个能力。当然我们的高瞻远瞩公司要制定目标和计划，即使是沃尔玛，在它整个历史中也同时追求用胆大包天的目标和进化式进步，用胆大包天的目标来标定要攀登的大山，用进化来发明攻项的方法。通用电气的韦尔奇在号称“计划性机会主义”的管理理念中，主张这种目标和演进并存的矛盾组合，就像提区和舍曼在《通用电气传奇》这本书里所说的：

韦尔奇不用详尽的……战略性规划指导业务，他相信只要制定少数明确、崇高的目标，他的手下便可以随机应变，自由地抓住他们认为可以推展目标的任何机会……计划性机会主义在他心中明了起来，是因为他阅读了19世纪普鲁士将军冯默克的事迹。冯默克深受军事理论家克劳塞维兹的影响，克劳塞维兹认为详尽的计划通常会失败，因为情况一定会变化。

另一方面，人类组织的变化和选择过程与自然界纯粹的进化过程不同。自然界的物种选择是自然的选择，是一种完全无意识的过程，最能适应环境变化的会生存下来，最脆弱的变化会消亡。换句话说，自然界的物种不会有意识地选择变异，变化由环境选择。人类组织则可以有意识地选择。此外，自然界的进化除了纯粹求得物种的生存外，没有目标或理念，高瞻远瞩公司则会在核心理念的架构下刺激进化过程，朝着希望的目标前进。这一过程称为“有目的的进化”。

所有公司当然都有某种程度的进化上。论我们是否有意刺激，进化都会“发生”。真实的世界充满意外事件，影响人生的轨迹，这种事发生在个人身上，也发生在组织中，但是，重点在于高瞻远瞩公司能够比较积极地应用进化的力量。这使我们得到了本章的关键要点：

如果充分了解进化过程，并刻意引为己用，这种过程可能是刺激进步的有效方法。在这方面，高瞻远瞩公司远比对照公司更为努力。

当然，有目的的进化不是高瞻远瞩公司刺激进步的惟一方法，而且并非所有高瞻远瞩公司都利用这个方法。像波音、IBM、迪斯尼等公司，就更多地依靠胆大包天的目标来刺激进步（毕竟，用渐进的方式制造出波音747确实很难！）。其他公司，如默克、诺世全和菲利普·莫里斯等，则比较依赖以持续不断的改进刺激进步（这一部分留待后文探讨）。但不管它们是否一致，高瞻远瞩公司在利用进化的力量方面远超过对照公司，在18对公司当中，有15对公司如此。（参见附表3表A.7）

以下是高瞻远瞩公司刺激进化式进步的五大教训：

一、“试一试，而且要快！” 3M与诺顿不同，3M的做法是在有怀疑时，要变化、转变、解决问题、抓住机会、实验、尝试新事物（当然必须符合核心理念）——即使不能准确预测事情的发展时也要想办法做些事情，如果一件事失败了，就试另一件。整顿、尝试、做事、调整、动作、行动，无论如何不要呆坐着不动，而要勇往直前——特别是在面对意外的机会或顾客的特殊问题时——以创造多种变化。如果麦克奈特没有问奥基为什么经要写一封神秘的信索取各种规格的矿砂，如果德鲁没有冲动地承诺要解决两色漆的问题，如果西尔弗没有做教科书上说行不通的实验，如果弗赖伊没有尝试解决教堂唱诗班歌本的问题，以及类似的数千个“如果”，那么，3M就不会变成高瞻远瞩公司。

二、“接受必然会有错误的” 因为事前不能预知哪种变化有用，就必须接受失败，视之为演进过程中不可或缺的一部分。如果3M因为汽车蜡业务失败，苛责奥基和德鲁或是开除他们，那么，3M很可能不会发明出思亮牌胶带。请想想达尔文的名言：“增生、变化，最强者生存、最弱者死亡。”为了健全地演进，必须尝试形态不同（变化）、数量够多的实验（增生），保留有用

的（最强者生存），抛弃无用的（最弱者死亡）。换句话说，如果没有很多失败的实验，你不可能拥有活力充沛的自我突变系统——也不可能会有3M之类的公司。正如3M前CEO刘易斯·莱尔所说的：“要是秘密的话，就是一确认出失败的事物，就立刻抛掉……不过，即使是失败的东西，也有某些方面的价值……你可以从成功中学习，但是，你必须亲身参与其中；从失败中学习就容易多了。”请记住本章前面所提强生的矛盾观点：在创造枝繁叶茂、107年来没有一年亏损的健康大树——强生公司时，失败和错误是必须付出的基本代价。同时，也请记住第六章的教训：高瞻远瞩公司可以容忍错误，却不能容忍违反核心理念的“罪行”。

三、“采取小步骤” 当然，当失败的实验只是实验本身，而不是大规模的企业挫折时，比较容易忍受。请记住，渐进式的小步骤可能成为重大战略性转变的基础。麦克奈特简单的问信给奥基带来防水砂纸，开拓出汽车工业的一个庞大市场，引导出德鲁的隔离胶带，接着又引导出思高牌透明胶带，再延伸到录音胶带，等等。如果你希望在公司里创造战略性的转变，或许可以试着成为“渐进式的革命分子”，运用虽小却可以看到的成功，影响公司的整体战略。的确，如果你真的想做些革命性的事情，或许最好的办法是只要求准许“做个试验”。回想一下美国运通在金融服务方面的渐进式做法，这些做法最后成为公司主要的战略性支柱；回想戴立白如何运用小小的步骤，逐渐在公司掀起跨进旅游服务部门的革命。请记住“枝干竞荣”的意象，或是想想索尼的井深大用“种子和果实”的意象，来传达怪异的小问题可能是重大机会发端的观念。

四、“给员工所需的空间” 和诺世全相比，3M提供了更大的运作自主性，而且维持分权式的结构。这是允许无计划的变化发生的关键步骤。你给大家很多行动的空间时，就不能准确地预测大家会做什么，但这却是好事。3M并不知道西尔弗、弗赖伊和尼科尔森要怎么运用15%的“自由支配时间”。事实上，在本书探讨的18对公司中，有12家高瞻远瞩公司分权的情形远比对照公司彻底，并且提供更大的运作自主性（有5对不相上下）。对于这个教训，我们加上了一个推断：要容许大家持之以恒。以3M研发如意贴的小组为例，他们虽然很难说服其他3M人，让他们相信这种奇怪的黏性小便条大有前途，却从来没有人告诉他们停止研究。

五、机制——构建滴答作响的时钟 3M公司故事的精彩之处在于麦克奈特、卡尔顿和其他人把前述四点化为彼此配合、刺激进步的有形机制。诺顿从来没有采取过这种行动，回头看看表上所列3M的机制，注意这些机制多么实在，如何持续不断地发出强化的信号，如何具有约束力。如果你是部门经理，最好实现30%的新产品目标；如果你想成为科技英雄，最好把你的科技与全公司分享；如果你想得到进步奖，并且成为具有创业精神的英雄，必须用实际的产品，创造一个成功的新事业，赢得顾客的满意，开拓有利可图的业务。空有良好的意图无济于事。3M不仅仅把一群聪明人丢进锅里，就希望有好结果，而是在锅下烧大火，并且拼命地搅拌！

我们发现，经理们经常低估第五条教训，没有把自己的意愿化为有形的机制。他们误以为只要走出正确的“领导风格”，大家就会实验和尝试新事物。绝非如此！这绝对不够，还要制定能够持续刺激和强化演进式行为的东西，让组织滴答作响、生生不息！

彼得斯和沃特曼在1982年出版的《追求卓越》一书里，建议大家要“固守根本”，他们解释说：“想要表现卓越，机会似乎偏向理智地固守自己熟悉业务的公司这一边。”表面上，这种看法和我们在这一章里提到的演进观点不符，的确，如果3M将其根本定义为矿业或砂纸，那么3M就不会有今天，我们也不会有方便之至的如意贴。从我们的观点来看，3M没有固守根本真是谢天谢地！进一步说，诺顿在固守根本方面远胜过3M，看看结果如何；先力时和摩托罗拉相比，在固守根本（电视机和收音机）上也有过之而无不及，结果是守到衰落；强生开始销售婴儿爽身粉时，没有消费产品的经验；马利奥特进入旅馆业时毫无背景；惠普在60年代推出第一种电脑产品时，完全没有电脑业务方面的专长；迪斯尼公司开创迪斯尼乐园时，对游乐主题公园业务毫不了解；IBM跨入电脑工业时在电子工业上经验全无；波音制造波音707喷气式客机时几乎没有民航客机业务的经验；美国运通如果固守（快递）根本，很可能早就不复存在。

我们不是说演化式的进步等于漫无目的的多元化发展，更不是说专注的企业策略一定不好。沃尔玛公司就是例子。到目前为止，沃尔玛仍然坚守一种行业——折扣零售业，却在这种狭窄的行业里同时刺激进化式进步。我们也不是说固守根本的观念没有意义。真正的问题是：高瞻远瞩公

司的根本是什么？我们的答案是：公司的核心理念。

因此，我们在前面提出的五个教训之外。必须加上第六个教训：在刺激进化式进步时，永远不要忘记保存核心。请记住：演进涉及变化和选择。在3M等高瞻远瞩公司里，选择涉及到两个关键问题，第一个是简单的实际问题：这个东西有用吗？第二个问题同样重要：这个东西符合我们的核心理念吗？

从麦克奈特时代开始，3M就追求为人类的真正问题设法提出有创意的解决方法，这就是公司的目标。在3M，变化必须要新颖、有用、可靠（这些是3M核心理念的关键要素），被选择的机会才会更大。在公司里，当然不会有人阻止西尔弗利用15%的自由实验时间，研究他那种有点粘又不太粘的胶水；但同样重要的是，3M并没有选择这种突变的粘剂，一直到西尔弗把它和弗赖伊在唱诗班碰

到的问题结合，向其他3M人展示这种怪异的小小自粘记事便条确有用处，并且证明能够根据公司的品质标准和可靠性来生产，3M公司才选择了这一产品。在3M，你不可能靠开发模仿的产品而获得创世纪奖；没有原创性的科技贡献，也不会成为卡尔顿学会的会员；如果你的产品在顾客手里一直不可靠，你做部门经理的日子就绝不会长久。作为一家年营业额130亿美元的公司，3M用勇猛的力量刺激进步，却也同样坚决地维护了自己的核心理念。

同样，在沃尔玛，一种实验如果不能增加顾客得到的价值，也不会被选择；如果强生新抽出的枝芽和公司的信念冲突，就会被剪掉；如果惠普一位营销经理很热心，想推出一种没有科技贡献的新业务，一定得不到支持；如果马利奥特得到的商机会使公司大大转向，背离“使离家在外的人觉得处身在朋友之间，深受欢迎”的目标，马利奥特一定会另觅商机；如果索尼的“种子”只带来科技上的

突变，或低品质的“果实”，索尼会种下别的种子。

核心理念的作用好比强力胶和指导力量，使高瞻远瞩公司在突变和演进时，精诚团结。我们发现，3M虽然有这么多突变、分散各地的企业组织和众多小规模部门，却有着令人惊叹的凝聚力。的确，3M人有着几乎是信仰宗教一样的虔信，其向心力之强，和我们在宝洁、迪斯尼和诺世全看到的一模一样，惠普、摩托罗拉和沃尔玛也是如此——这三家公司和3M不相上下，都是自我突变的机器，但同时也都坚决地固守核心理念。

高瞻远瞩公司的核心理念好比自然界的遗传密码。遗传密码在物种变化和演进时保持固定，高瞻远瞩公司历经所有的突变时，核心理念上保持不变。就是因为拥有这些不变的指导原则，高瞻远瞩公司才会拥有一个目标和一种精神。自然界的物种进化时，绝不可能拥有这种东西。诚如麦克奈特回顾他和3M65年的关系、探讨自己和3M的理想时所说：

强调我们多么互相依靠、多么依靠我们共有的价值观，是再适当不过了。在强调这个重要而有人性的教训时，我们的挑战在于同时维持对个人的适当尊重……为了保持进步，维持对美国和服务世界的服务，我们必须感谢那些运用机会追求完美、为世人创造出一些东西、用新理想和新产品丰富我们的生活的人们。他们用冒险和挑战的精神，完成了最美好、最艰辛的任务。

12.7. 自家成长的经理人

在这本书里，我们从头到尾都压低领袖在高瞻远瞩公司里的重要性，但是，如果说最高管理层根本不重要，显然是错误的，认为随便一个人当高瞻远瞩公司的CEO，而这家公司仍然可以继续前进，保持绝佳的地位，未免天真。最高管理层对一家公司会有影响，而且在大多数情况下都会有重大影响。问题是：会不会有正确的影响？管理层在发挥影响时，是否会保存公司的核心要素？

高瞻远瞩公司从内部人才中增养、提升和慎重选择管理人才的程度，远远超过对照公司，他们把这件事当成保存核心要素的关键步骤。从1806年到1992年间，我们发现，只有两家高瞻远瞩公司曾经直接到公司外面聘请CEO，比率是11.1%，却有13家对照公司直接聘用外人当CEO，比率是72.2%，我们持有资料的高瞻远瞩公司的113位CEO当中，只有3.5%直接来自公司外，对照公司的140位CEO当中，却有22.%直接来自公司外。也就是说，高瞻远瞩公司提升内部人当CEO的可

能性是对照公司的6倍。

换句话说，在高瞻远瞩公司加起来总共1700年的历史中，我们发现，只有4次外人直接接任CEO角色的个别案例。

简单地讲，高瞻远瞩公司和对照公司最大的差别不是领袖的素质，重要的是优秀领袖的一贯性，也就是保存核心的一贯性。高瞻远瞩公司和对照公司在公司历史的某些时期都曾经拥有绝佳的最高管理层，但是，高瞻远瞩公司拥有更好的管理发展和继承人规划，这是保持这座时钟能够继续滴答作响、发扬光大的关键，这种机制从而使18对对照研究的公司中，有15家高瞻远瞩公司比对照公司在从内部培养人才方面，更能确保一贯性。

缺少这些要素中的任何一个都会导致管理断层，迫使公司到外部寻找CEO，从而使公司偏离其核心理念。这种管理上的断层还会阻碍发展，因为公司高层的混乱使其停滞不前。其实，在对照公司中我们常常看到这种情况，它与高瞻远瞩公司的“领袖连续性循环圈”形成了鲜明的对比，我们将这种模式称为“领袖断层”和“救世主综合症”。

宝洁了解不断培养管理人才，使管理层的传承永不中断。从而在公司上下保存核心的重要性。《邓氏评论》曾经说过：“宝洁培养经理的计划极为彻底和一贯，因此，公司的人才济济——每个工作、每一阶层都是如此。”宝洁一贯的目标是从最底层到最高管理层，都“拥有两、三个能力相同，可以承担更上一层楼职责的人”。杜普利的继承人尼尔·迈克尔罗伊解释说：“我们培养未来管理人才的工作……年复一年地进行，不论景气好坏。要是不这样做，若干年后，我们就会有断层，而我们承受不了断层。”

>>先力时领袖断层，摩托罗拉板凳有深度先力时公司的创办人“指挥官”麦克唐纳是一个才华横溢、主宰一切的干才。他在1958年去世前，没有培养任何一位有能力的继承人，死后由最亲近的同事休·罗伯森接任CEO，但是，当时他已经年愈古稀，《财富》杂志在1960年评论说：“先力时现在主要是靠着旧强人传下的动力前进……不是依靠未来领袖带来的动力。”罗伯森做了两年，传位给极为保守的公司法律顾问约瑟夫·赖特，赖特放任公司逐步背离权力追求高品质的核心价值；1968年公司内部员工萨姆·开普兰升任CEO，但是，他在1970年突然死亡，先力时再度面临最高经理人真空，认为需要一位外来的救星拯救公司，经过努力的寻找后，先力时雇用福特汽车的约翰·聂文当CEO。

聂文任内的表现并不突出，而且让公司继续背离了原有的价值观。他1979年辞职，已经退休的前任董事长赖特被迫在68岁高龄重新出马，设法重整旗鼓。赖特提拔雷文，克卢克曼当CEO，但是克卢克曼和前辈开普兰一样，任职两年后突然去世，使先力时再度面临继承危机。

相形之下，摩托罗拉完全没有这样的波折，是以管理的一贯性保存核心理念的典范。创办人保罗·盖尔文在正式传位给儿子鲍勃·盖尔文之前很多年就开始培养他；小盖尔文1940年还在念中学时就开始在摩托罗拉工作，那时距他成为总裁还有16年，距他成为CEO有19年。老盖尔文为了确保小盖尔文从最基层的业务做起，让他当库存办事员，特权降到最低。小盖尔文早上7点到人事部报到，应征暑期工作时，一位经理不按规矩要带他直接会见人事部门主管，小盖尔文婉拒了。他希望从最基

层历练，就像每一个摩托罗拉人的必经之路一样。

小盖尔文在公司里逐步爬升，终于在父亲去世前3年和父亲共同执掌总裁的职务。“家父常常……声明我们父子同心，可以像一个人一样行动，他和我都可以单独就任何问题采取行动，另一个人都会支持。”老盖尔文传记的作者写道，上一代到下一代的经验传承无日无止，经年累月。接着，小盖尔文在1959年父亲去世后，几乎立刻就开始思考经理的培养和下一代继承人的规划——离他把控制权交下去足足有四分之一个世纪。

为了强化内部领导的一贯性观念，小盖尔文抛弃了CEO限于一人的传统观念，主张由几名成员组成“CEO办公室”，他主张在任何时候，这个办公室都由几名（通常是3名）成员组成，而不是只有一位领袖，小盖尔文这样做，原因之一是确保公司在任何时候都有安排妥当的干才承接领导责任。小盖尔文写道：“我们对于继承次序，始终都有不公开、但是明确的认知，我们在（我是CEO办公室成员之一的）整整四分之一个世纪里，一直都准备好应付不期而至的变化。”

摩托罗拉公司不只把“CEO办公室”的观念应用在最高管理层，也用在低层（每一个办公室有

两、三个成员），成为贯彻公司上下培养经理人和领导一贯性的重要机制。盖尔文知道这种做法在管理思想家之间颇有争议——更不必说“不易管理”——但是他主张“利润”远重于“成本”。他在1991年写道：

如果希望最高层办公室的观念成功推行，就需要经验丰富、在事业生涯较早阶段就适应这种角色的人选，经验基础必须靠同一层级的工作提供……类似“CEO办公室”的做法的确有缺点，有些人曾明白表示不喜欢这种做法……这种办公室可能发出互相冲突的讯息……因此，有些办公室有时候不能发挥作用，有些人选会离开或被冻结，但是，运作顺利的情况比较多……现在还在应用就是明证。平心而论，这是人才的象征，就继承问题而言，这个方法向来提供资讯最充分的对策，绝对有助于荐用能力卓越、可以进入CEO办公室的人选。

摩托罗拉在65年历史里没有遭遇过先力时那样的领导断层，也持续不断地一再创新，扩展业务领域，从为西尔斯收音机修理电池，到制造集成电路和卫星通讯系统，表现卓越、深受核心价值熏陶的最高层从未中断，即使是在突然失去最高的管理人才时也一样。例如1993年，CEO办公室的重要成员乔治·费舍尔离开摩托罗拉，出任柯达CEO。在大多数公司里，这么能干的CEO突然离开一定会造成混乱、不安和管理断层——就像先力时的CEO突然死亡时那样——但在摩托罗拉不会，CEO办公室的另两位成员，54岁的盖利·图克和43岁的克里斯托夫·盖尔文就顶起空缺，同时摩托罗拉也开始内部作业，从训练有素、数量庞大的管理人才中挑选一位新人，接任CEO办公室的第三位成员。《纽约时报》在一篇标题为“摩托罗拉将可安然无恙，谢谢”的文章里总结说：“费舍尔先生有幸能够放心地离开，知道摩托罗拉几乎有最万全的准备，承受得住这一令人惊异的事情。”

在我们的研究中，西屋、高露洁、先力时不是最高管理层动荡和断层仅有的例子，我们发现，对照公司中这样的例子比比皆是，50年代的梅维尔公司就曾经发生过这样的事情。当时华德·梅维尔发现自己没有安排好继承人，但因为他“非常想退休”，便急切地想把公司交给别人——任何人都行，于是就把职位交给一位没有准备、甚至不想要这个职位的生产经理，结果公司急剧衰落。后来梅维尔评论说：“我震惊地发现，人选不当居然能让业绩恶化得这么快。”接着梅维尔展开一年之久的寻觅，希望找到一位外人当CEO来挽救公司；幸运的是，梅维尔最后明智地放弃寻找外人，改为培养公司内部一位有前途，后来证明非常能干的CEO。

50年代末期，道格拉斯飞机公司也有过类似的情况。创办人老唐纳德·道格拉斯把公司交给准备不足的儿子小唐纳德·道格拉斯。“小唐纳德根本无力接替他的老父亲的职位”。一位传记作家写道：“儿子认为是敌人对他施加报复（大多数是他父亲的重臣），……于是把有经验的管理人员赶下台，换成自己的亲信。”在小道格拉斯忙于替亲信安排高位时，能干的经理们纷纷离去，而这时却是公司面临波音毫不容情的屠杀，最需要这些经理的时候。60年代初期，道格拉斯飞机绝望地设法——却没有成功——赶上波音时，丧失经营管理人才使道格拉斯束手无策。公司在1966年遭遇悲惨的危机，小道格拉斯为了救亡图存不得已选择和麦克唐纳飞机合并。

20世纪70年代，雷诺也发生过类似事件。当时曾任联邦百货总裁的公司董事保罗·斯蒂克协助推翻预定继承人的接班规划，然后上下联手，让自己成为总裁。到1985年，雷诺购并纳比斯克食品后，在企业史上著名的高级经理大换血惨剧中，纯粹是公司传统的异类的罗斯·约翰逊成为CEO。布莱恩·宝来和约翰·黑里尔：合著的《开门揖盗：雷诺纳比斯克沦落记》一书里，对这些事情有详细的记载，专长投资理财的柯相柯拉维公司发动购并战，靠着垃圾债券融资买下雷诺纳比斯克，引进了另一位外来的CEO，约翰逊的时代终结。

美利坚百货也发生过这种事。创办家族亲眼目睹自己创造的公司，因为缺乏能干的继承人，引进外人负责经营，而遭到毁灭。宝来也是如此，因为公司“在我们的管理层结构中面临明显的断层，公司在麦克唐纳独裁统治期间，没有培养新的经理人”。因此，从班迪克斯引进了外人迈克尔·布鲁门撒。大通曼哈顿银行、霍华德·约翰逊、哥伦比亚电影也都发生过这种事情。

这种事也发生在迪斯尼和IBM这两家最近高度曝光的公司身上，这两家是我们认定的高瞻远瞩公司。

在迪斯尼，沃尔特·迪斯尼没有培养任何能干的继承人。公司在20世纪70年代沉沦下去，因

为经理人漫无头绪，老是自问：“沃尔特·迪斯尼怎么做？”为了拯救公司，董事会在1984年3月礼聘麦克·艾斯纳和法兰克·韦尔斯。但是，我们乐于指出，迪斯尼即使在选择外人时也刻意尽最大力量保持理念的一贯性。负责指导寻找外界人才的雷·华森找上艾斯纳，不仅因为他在业界有辉煌的纪录，也因为艾斯纳了解和欣赏——而且真正毫不保留地拥护——迪斯尼的价值观，一位迪斯尼人扼要地说明：“艾斯纳变得比沃尔特·迪斯尼还沃尔特·迪斯尼。”

迪斯尼的案例显示一个要点：如果你的公司觉得必须外聘最高层经理人，也要找和公司核心理念高度一致的人选，他们的管理风格可能不同，但是应真心地赞同公司的核心价值。

怎样看待IBM的事例呢？IBM董事会在1993年决定撤换自行培养的CEO，代之以雷诺出身、毫无电脑工业经验的外人郭士纳。这一重大的异常现象，怎么符合我们在其他高瞻远瞩公司见到的情形呢？我们觉得IBM的决定毫无意义，至少就我们审视过的高瞻远瞩公司合计1700年历史的架构来看，这样做毫无意义。

IBM董事会这样做，或许是基于激烈变革需要外人带动的假设，对于这个假设，我们只简单地回答：请看韦尔奇的例子，韦尔奇这位“当代企业变革大师”全部的职业生涯都服务于提升他为CEO的公司。IBM拥有地球上最完备的管理人才培养计划，有雇用杰出人才的悠久历史，我们根本不能相信IBM里竟然没有一位才干可匹敌韦尔奇的改革分子；要是IBM在公司里找不出至少一打与外聘人员一样能干的内部人才，才真正叫我们吃惊。

IBM董事会和求才委员会希望激烈的变革和进步，请来郭士纳后，或许可以达成目标，但是，IBM真正的问题——其实是今后10年的关键问题——是郭士纳是否能够保持IBM的核心理念，同时带来重大的变革？要是能够，那么IBM或许可以恢复世界最高瞻远瞩公司的崇高地位。

正如通用电气、摩托罗拉、宝洁、波音、诺世全、3M和惠普等公司一再显示的，高瞻远瞩公司为了获得变革和新构想，绝对不需要聘请外人担任最高管理层的职务。

简单地说，我们的研究得出以下结论：想以聘请外贤担任最高经理人成为高瞻远瞩公司并保持这种地位，极为困难；同样重要的是，从内部提升和刺激重大的进步绝对没有冲突。

如果你是大公司的CEO或董事，你可以直接引用本章的教训，贵公司应该安排好经理人培养程序和继承人的长期规划，以确保一代一代顺利传承。请记住：因为沃尔特·迪斯尼构建滴答作响的时钟时忽略了这个重要部分，以致美国象征之一的迪斯尼陷入了可怕的困境；我们请你不要重蹈高露洁、先力时、梅维尔、美利坚百货、雷诺和宝来等公司的覆辙，不要陷入只有引进外人才能在最高层带来变革和进步的陷阱。外人可能淡化或摧毁公司的核心。关键是要培养和提升能够刺激健全的变革和进步，同时又能保存核心的内部干才。

如果你是一位经理，本章的精义也适用于你。如果你想在一个大公司里建立一个高瞻远瞩的部门或团体，也可以思考培养经理和继承人规划的事情，只是规模较小而已。如果你被汽车撞了，谁能接替你的角色？你要怎样帮助这些人发展？你要做什么规划，以确保你高升时能够顺利而有秩序地传承？（你也可以问上级，看他们采取什么确保顺利传承的步骤。）最后一点是，如果你找到一家真正合得来的高瞻远瞩公司，这家公司或许值得你留下来培养自己的能力，这样或许胜过跳槽。小公司和创业家如何应用本章内容呢？显然小公司不可能像通用电气一样，在推动继承过程之初就排出96位人选，但是，中小企业一样可以培养经理和规划继承人。保罗·盖尔文细心教导儿子当CEO时摩托罗拉还是一家小公司；默克、宝洁、强生、诺斯特龙和马利奥特等公司传承给家人时也一样；萨姆·沃尔顿在公司只有50家商店时就开始思考公司未来的管理层；休利特和帕卡德在50年代惠普只有500个员工时就正式开始了经理计划和详尽的继承人规划。

有趣的是，几乎所有构建高瞻远瞩公司的早期人物在职时间都很长（平均32.4年），所以，这些公司在资历浅、规模小的时候很少面临真正的传承，尽管如此，很多公司都在真正的传承时刻之前很久就规划好了继承事宜。如果你是中小企业人士，这一点表明你要采取非常长远的观点。根据一个伟大的构想设立一家公司，迅速成长、赚钱退出、并把公司传交给外来职业经理人的企业模式，很可能无法产生另一家惠普、摩托罗拉、通用电气或默克。

从构建高瞻远瞩公司的观点来看，问题不在于公司目前这一代表表现得多么好，真正重要的关键

问题是：公司在下一代、下下代、再下一代的表现有多好？个别的领导终究会凋零，但是一家高瞻远瞩公司却可以迅猛前进几个世纪，追求远超出任何领袖任期的目的，并表现其核心价值。

12.8. 永远不够好

高瞻远瞩公司的关键问题不是“我们做得有多好？”或“我们怎样才能做得很好？”，也不是“我们要有多好的表现才能应付竞争？”。对这些公司而言，最重要的问题是：“我们明天怎样做比今天更好？”他们把这个问题看做生活方式，变成思想和行动的习惯。高瞻远瞩公司自然而然地表现出优异的运作和绩效，这种成绩不像是最终目标，反而像因为自求改善、加上对未来投资，在这种永不中止的循环中产生的附带结果。高度高瞻远瞩的公司没有最后的终点线，没有什么“已经做好了”，没有什么时候可以让它们觉得能够悠闲自在，靠着辛苦得来的果实度日。

我们发现，高瞻远瞩公司能够得到特殊的地位，主要不是目光高人一等，或拥有成功的“秘诀”，而是因为一个简单的事实：自我要求极为严格。要成为高瞻远瞩公司并保持这种地位，极需平凡的、旧式的纪律和辛苦工作，还要有发自内心、对任何自满和沾沾自喜都深恶痛绝的心理。小马里奥特在回顾成功的根本因素时说道：

纪律是世界上最重要的事情。没有纪律，就没有品格，没有品格，就没有进步……逆境给我们成长的机会，而且我们通常会得到追求的东西。

如果我们在问题产生时能够克服，我们的品格会大为提高，促使我们成功的素质也会大为提升。

“不断改善”在80年代成为管理口号，但是数十年来，在高瞻远瞩公司里，这一观念早已深入人心，在某些案例中，这种情形甚至超过1个世纪。例如，普洛科特和甘布尔运用持续改善的观念可以回溯到19世纪50年代！麦克奈特在1910年代，把这一观念引进3M的日常运作；马利奥特1927年开设第一家麦根啤酒小店后不久就采用这一观念；帕卡德从40年代开始就一再使用“不断改善”这个名词。我们的研究结果明确支持不断改善的观念，但不是把它当做某种方案或流行的管理方式。在高瞻远瞩公司里，不断改善是制度化的习惯，是一种有纪律的生活方式，它融入了组织结构，并且用有形的机制予以强化，激发对现状的不满，高瞻远瞩公司更进一步把自我改进的观念大大推广，不限于程序的改善、它代表对未来的长期投资，代表在员工的培养上投资，代表应用新构想和新科技。简单地说，就是尽一切力量，使公司在明天比今人更强大。

你很可能产生这样一个印象：高瞻远瞩公司并不是个安逸的地方，这正是你应该有的印象。

安逸不是高瞻远瞩公司的目标。高瞻远瞩公司设置强大有力的机制来产生永不满足的心态，消除自满从而在外部世界发出要求之前，就刺激变革和改善。

高瞻远瞩公司就像伟大的艺术家或发明家，永不自满，蓬勃成长。他们明白，满足会带来自满，最后导致衰败。问题当然是如何避免自满，如何在公司成功或成为本行业的老大后自我维持纪律，如何维持公司的活力，靠着从内部燃起的熊熊烈火驱策员工继续前进，永不满足，始终追求改进。

宝洁的杜普利思考的就是这些问题。宝洁力争上游，在20世纪初取得显赫地位之后，他担心公司可能变得快乐和自满，他该怎么办？他可以四处活动，苦口婆心地宣扬维持纪律的重要性，可以写短文和小册子，说明自满的危险，可以亲自和公司上下的经理见面，让他们深深了解变革和自我改进的真正价值。但是，杜普利知道，公司不只是需要推动改革、迎接未来的良好意愿，他更希望找到有约束力、能够推动内部持续改革的东西。

因此，1931年，他欣然回应营销经理迈克尔罗伊提出的强烈建议，亦即创立品牌管理结构，允许宝洁的品牌直接和公司的其他品牌竞争，就像不同公司的产品竞争一样。宝洁拥有最好的人才、最好的产品、最好的营销力量，为什么不让宝洁内部最好的东西之间互相竞争呢？如果市场不能提供足够的竞争，为何不创造一种内部竞争制度使任何品牌都不能以既有的成就自满自安呢？品牌管理互相竞争的制度在30年代初期实施，成为宝洁从内部刺激变革和改进的强力机制。事实证明，这种制度极为有效，因此，最后几乎每一家美国消费品公司包括高露洁在内都模仿采用，只不过高露洁是在将近30年后才这样做。

这里的重点不是成功的公司一定要创造内部竞争，以保持公司生机勃勃，重点是应该建立某种永不满足的机制，对抗自满顽症——这种疾病不可避免地会影响所有成功的组织。内部竞争是这种机制的一种，但不是惟一的一种。我们发现高瞻远瞩公司有很多种不同的机制。

1950年代默克采取了一种策略：在产品成为低利润率的普通商品后，故意让出市场占有率，籍以迫使自己创新发明，获得增长和繁荣。摩托罗拉运用和默克类似的“创新或死亡”机制，加上废弃占销售比重高的成熟产品，迫使自己用新产品填补差额。摩托罗拉在电视机和汽车收音机上采取了这种做法（董事长罗伯特·盖尔文把美国厂生产的最后一部汽车收音机放在自己的桌上，提醒自己摩托罗拉是“以高科技先锋的身份重新创立”的）。摩托罗拉应用一种叫做“科技地图”的机制，填补放弃成熟产品所造成的缺口。科技地图是一种全面的工具，标出自己在科技上比竞争对手进步的地方，并且标明未来10年预期的市场需求。

通用电气采用一种叫做“动脑会”的程序，把内部的永不满足制度化。先由员工各自组成小组，讨论有什么改善的机会，并提出实质的建议，上级经理不能参加讨论，但必须当场在整个小组面前对建议做出决定——不能逃避、躲藏、回避或拖延。

波音采用一种我们称之为“敌人观点”的规划程序，为自己创造不安的感觉。做法是指派经理人，假设他们是替竞争对手工作，以消灭波音为目标发展战略，对手会利用波音的什么弱点？对手会依靠什么优势？什么市场可以轻易地侵占？然后，根据他们得到的答案，波音应如何应对？

沃尔顿在沃尔玛的早期就开始采用了一种叫做“打败昨天”纪录的机制（见上表），这种纪录像账簿一样每天记载当天和去年同一天的销售数字，沃尔玛用这种帐簿作为刺激，把标准越推越高，直到永远。

诺世全创造了员工永不停止改善的环境，每小时做一次销售额排名，衡量同事之间的成就。因此，没有什么绝对的标准可以让员工在达到目标后松懈下来。诺世全也慎重地追踪顾客的反馈，并把员工的薪资和晋升与这种趋势结合起来。对此，布鲁斯·诺斯特龙解释说：

如果你真的倾听顾客的心声——他们永远不会满意——他们会让你知道你做错了什么，这样就会强迫你做得更好。志得意满是最让我困扰的事情。我认为我们在服务和一切事情上得到了太多的赞美，于是我们就开始相信这些话，然后就认为自己比顾客行，然后就停滞不前。

惠普也有评比员工的历史。每个经理必须在团体评比会议里，各自为自己手下员工的排名和其他经理争辩。这一过程必须一直持续到所有的经理都同意从上到下的整体排名后才结束。这一程序很辛苦、很耗神，而且很不舒服，任何员工几乎都不可能在得到很高的考评后就安逸地过下去。

惠普还制定了一种叫做“量入为出”的强力机制：反对借出任何长期债务的政策。精密的财务模式显示，这一政策完全不合理。惠普这样的公司应该长期放债，以便尽量扩大其价值。但是这种模式体现不出无债务政策对内部的强大效果——发挥强制性的纪律，惠普由拒绝为增长所需要的资金承受长期负债，因而强迫自己学习如何完全从公司内部取得资金，来支付20%的平均年增长率，何况还有持续不断、占销售额10%的研发投资支出。有人可能认为这种机制不合理，却培养出一大群规矩得令人难以置信的总经理，他们善于以资金不足的小公司才有的高度节俭和效率经营公司业务，就像惠普一位副总裁描述的那样：

这种（量入为出的）哲学为公司上下规定了完美的纪律。如果你想创新，必须自力更生，这是贯彻公司上下的最有力却最不为人了解的影响。

对照公司又如何呢？我们发现，没有证据显示他们所制定的永不满足机制在力度上比得上高瞻远瞩公司。在他们的历史里，严格自我规范的意识根本没有一贯性。的确，我们发现，有些对照公司刻意采取安逸的态度，牺牲公司长期利益、榨取短期利益的情形并不少见。而在高瞻远瞩公司里，几乎从来没有听说过这种行为模式。

设想你是 1946年时的体利特和帕卡德，你们拥有一家不到10年历史的小公司。眼看着公司因第二次世界大战结束，国防合同枯竭，营业收入减少50%，你们面临急迫的现金周转危机，公

司的存续受到威胁，在市场上又没有立刻可以解决问题的商机，就像帕卡德描述的情形那样：

我们都在庆祝大战结束，但同时知道我们会有很严重的问题，1946年，我们的销售额从前一年的大约150万美元降到大约只剩一半，我们很担忧，不知道能不能维持下去。

你在同样的情况下会怎么办？你认为他们又会怎么办？

首先，他们裁减了大约20%的员工，面临政府合同的减少，他们为了拯救公司，只能裁员。其次，他们发誓永远不再过度依赖起伏过大的政府合同业务。

但是，休利特和帕卡德并未就此止步。他们还采取了一个行动，对于业务剧减40%的小公司而言，这种行动堪称胆大包天、目光远大。当时，所有靠国防合同生存的机构都面临艰苦的日子，他们决定利用这一事实，开始到战时政府资助的研究机构中聘请杰出的科学家和工程师，他们也决定挽留手下最优秀的高薪人才，以免造成定会影响公司长期利益的损害。普克解释说：

虽然我们的业务减少了，我们仍然决定聘请……这些聪明、年轻的工程师。就在公司走下坡路的时候，我们聘请了拉尔夫·李、布鲁斯·赫利、阿特·方、赫理斯·奥弗拉克和一些别的人才，因为我们相信这是争取一些优秀技术人才的好时机。

在这一决定中，令人惊叹的是，休利特和帕卡德根本不了解战后的商业环境，是否能对他们手下人才提供足够的支持。这是一场赌博，而且事实上，惠普在战后痛苦的调整中奋力挣扎，一直到1950年才重新开始迅速成长。但是，1946年高瞻远瞩的投资使惠普在以后的20年里大获丰收，公司的工程人员推出了许多创新和获利良好的新产品。

休利特和帕卡德在公司成长过程中不断强调，绝不为了迅速获得短期利益牺牲公司的长期原则与健全。例如，普克在1976年指出，任何时候，如果他发现员工为了提高本部门的短期利润而违反公司的道德原则，这个人一定委开除，不论是什么情况。不管这样做对近期的成本有什么影响，都绝无例外。在帕卡德的眼中，惠普的长期信誉无论如何都必须保护，可是休利特和帕卡德从不误用自己的长远眼光作为该年度放松压力、安逸度日的理由。帕卡德在70年代对惠普公司经理人说过的两段话就可以说明这一点。

凭心而论，德州仪器的哈格蒂也用长期观点来指导自己公司。事实上，1946年时，他也从很多研究机构聘请了不少顶尖科学家。不过，德州仪器没有惠普那种严重的财务危机。

但在哈格蒂去世后，德州仪器回避了惠普遇到的挑战：用50年的眼光来经营，同时在当年度有卓越的表现。70年代的德州仪器和惠普不同，开始推出廉价的消费品，也开始突然大幅降价，以争夺市场占有率，同时经常牺牲经销商的利益。一名经销商在1979年批评说：“德州仪器因为太注重降价，就对顾客取巧，压榨质量。”这种策略造成了相反效果，使德州仪器遭受财务和声誉的双重损失。惠普不论是短期还是长期，从来没有迷失过方向，德州仪器追求纯粹的规模和短期增长，侵蚀到优秀创新产品创造者的基础和传统，严重损害了公司的长远前景。

对照惠普和德州仪器两家公司后，我们发现了高瞻远瞩公司和对照公司之间的一个重大差异：高瞻远瞩公司习惯于长期投资、建设和经营，他们这样做的情形比对照公司多多了。在高瞻远瞩公司里，“长期”不是指5年或10年，而是代表好几十年——说50年比较符合，但同时他们也不会会在短期松懈下来。

高瞻远瞩公司的经理根本不接受在短期绩效和长期成功之间必须选择其一的说法。他们先为长期努力，同时又用极为严格的短期标准自我要求。

这一点再次表明：安逸不是高瞻远瞩公司的目标。

我们系统地审视了研究的所有公司后，发现很多证据证明，高瞻远瞩公司比对照公司更重视投资于未来。我们回溯到1915年，分析了公司的年度财务报表后发现，高瞻远瞩公司在新资产、厂房和设备上的投资，占公司每年销售额的比率一直高于对照公司（15对公司中有13对如此）；高瞻远瞩公司年度盈余再投资的比率也比对照公司高，付给股东的现金股利则比较少（15对公司里有12对如此，另一对公司不相上下）。

在我们研究的公司里，长年把研发支出列为单独申报项目的情形不多，有些公司，像沃尔玛

和马利奥特，根本没有传统的所谓研发；但是，就我们掌握信息的其他公司来说，在8对公司里，每一家高瞻远瞩公司研发投资占年度销售额的比率都超过了对照公司。在制药行业里，基础研究可以说是公司长期健康发展最重要的因素。我们所说的高瞻远瞩公司，其研发支出占销售额的比率比对照公司高出30%以上，例如，默克从40年代起，基础研究投资占销售额的比率一直高于辉瑞制药，而且从60年代末期起，这一比率就高于本行业任何一家公司。这是默克在80年代脱颖而出的一个关键因素。

高瞻远瞩公司通过广招贤才、员工培训和专业发展计划，大力加强人力资源投资。默克、3M、宝洁、摩托罗拉、通用电气、迪斯尼、马利奥特和IBM等公司，全都大量投资在自己的“大学”和“教育中心”上，设立密集的培训和发展计划；对照公司也在培训方面投资，却没有高瞻远瞩公司动手早，其力度也不够。例如，摩托罗拉公司，就要求每个员工每年40小时的一周培训，而且要求每个部门用在培训上的花费要占薪资总额的1.5%。默克所有的经理人都必须参加一个为期3天的培训课程，学习招聘和面试的技巧。默克总裁魏吉罗在会议开始时经常问同样的问题：“你们最近招募了哪些人？”整体而言，我们注意到，高瞻远瞩公司的招聘和面试程序通常远比对对照公司的更复杂、严密，在专业和管理方面投入了更多的时间。以惠普为例，可能招募进来的新员工至少要经过未来工作部门里8个人的面谈。

最后一点是，高瞻远瞩公司在科技知识、新技术、新管理方法和创新产业的做法方面，比对照公司投资得更早、更积极、他们不会等待外部世界要求他们变化才启动变革，通常会比对照公司先采用新事物。通用电气在整个历史中都比西屋先采用新的管理方法，包括目标管理、分权、员工授权，等等。事实上，通用电气在采用新的管理方法方面一向领先。1956年，通用电气发给每一个经理一套两本的书籍，名叫《专业管理经典思潮选辑》。这套书收集了到当时为止最重要的36篇有关管理思潮的论文。通用电气这样做，目的是在公司上下宣传有力的管理构想。

在美国企业史上，默克是率先全面采用“零缺点”程序的公司之一，时间是1965年。默克还最先采用以蒙地卡罗电脑模式为基础的最新财务分析技术，因而能够做出长期的战略性决策。菲利普·莫里斯在关键的1960年—1985年间，比雷诺更早采用最新的生产科技。摩托罗拉致力采用未来可能很重要的新科技，先力时却踌躇不前，最后迫于市场压力才采用新科技。迪斯尼一向有投资电影新科技的传统，在对手忧心忡忡地考虑可能的缺陷时，就已经迅速地利用了新科技。花旗银行一直都比大通曼哈顿银行先投资于重要的新方法，有些项目甚至领先达30年之久。

花旗银行比大通曼哈顿银行先采用的措施：

- 部门效益报表
- 绩效奖金
- 管理培训计划
- 大学招生计划
- 根据行业（而非地域）设立组织
- 全国性特许
- 自动柜员机
- 信用卡
- 零售业务分行
- 外国分行

对照公司不但动作迟缓、胆怯，而且管理层有很多逃避投资的例子，更糟的是，还有在公司历史的重要关头压榨公司的情形。例如，在70年代和80年代，菲利普·莫里斯拼命投资，追求成为香烟行业第一大厂商的目标时（参见第5章），雷诺的经理却在利用公司，把公司当成替自己谋福利和增加自己财富的场所，他们买了一队企业用喷气式客机（号称“雷诺空军”），建筑昂贵的机棚（号称“企业机棚中的泰姬陵”），兴建华而不实的企业办公大楼（叫做“玻璃动物园”），摆设昂贵的古

董家具和精美艺术品，（一位销售人员说：“这是我服务过的惟一不做预算的公司。”）并且赞助体育明星和营销价值不确定的体育竞赛。有人问起这种花费有何高明之处时，公司CEO罗

斯·约翰逊干脆地回答说：“几百万美元流失在时间的沙尘中了。”

麦道一贯表现出因小失大、极度注重短期绩效的心态，公司因此受到限制，不能大胆地向未来迈进（包括在建造巨天霸喷气式客机方面迟疑不决）。到70年代，这种保守心态变成一再重复的历史模式。《商业周刊》1978年有一篇文章形容麦道“弥漫着斤斤计较的倾向”，批评这种保守、短期、注重成本的导向。《商业周刊》描述如何促使公司决定放弃开发新世纪的喷气式客机时说：“麦道以吝啬、谨慎出名，专注建造抄袭前人设计的飞机……而不愿推动费用昂贵的新开发项目。”波音秉持“展望明天”的态度，麦道则坚守“斤斤计较”的心态，两相对照，在过去半个多世纪里，结果已经在重要决策中明显地表现出来。

几十年来，高露洁一直忽视在新产品开发、营销方案和工厂更新方面的投资。以下的代表性说法引自《福布斯》杂志和《财富》杂志，评述高露洁长期以来的状况。

1966年：“要推出成功的新产品，必须有协调极为顺畅的营销机器，高露洁由李德统治22年后（1938年—1960年），根本没有这样的机器。赖施推动一个紧急计划，几乎是要在一夜之间创造出宝洁公司花了30年才日渐完美的东西。”

1969年：“公司多年来没有产生过任何重要的新产品，甚至连酝酿中的新产品都没有，而且从1956到1960年之间，高露洁的国内销售量事实上是在减少。”

1979年：“福斯特渴望盈余保持增长，于是削减广告，控制研发支出，而这一点正是任何营销公司的生命线。简单地说，他是借用未来，期望明天会有更强劲的经济状况，把他从困境里拯救出来。”

1982年：“海露洁现在实际上是美国消费品公司中惟一没有重大新产品计划的公司。”

1987年：“核心业务的利润支持了福斯特的购并行动，造成财务紧张，压制了新产品开发和工厂现代化等重要事项。”

1991年：“开发突破性产品耗资巨大，但是，马克是以降低成本著称的人，可能不愿意付出其他公司所付出的代价，高露洁拨给研发的经费还不到营收比率的2%，但宝洁的比率几乎达到3%。”

马利奥特的欣欣向荣和霍华德·约翰逊的没落，是本章提利的所有教训的最好例证。我们本来可以选择更多的例子：美利坚百货在采用创新的零售技术上，总是落在沃尔玛之后，在条码扫描新科技上，总是迟迟不肯投资，因为投资的回收期超过两年；我们可以说明诺顿压榨某此部门以至商户几个月没有清洗的程度，因为每一个人都以为每天都是在职的最后一天；我们可以描述先力时如何忽略集成电路方面的投资（是50年代最后改用印刷电路板的公司），如何在彩电方面远远落后，如何削减研发支出以提高盈余，并且利用先力时的名声榨取利益，而这一切都是在摩托罗拉和日本人致力求进步时先力时的所做所为。

的确，在高瞻远瞩公司和对照公司之间，自我改进是最突出的差别之一。就永不满足的机制与为未来长期投资而言，我们发现，在18对形成对照的公司当中，有16家高瞻远瞩公司在鞭策自己、追求自我改进方面，比对照公司严格。

如果你正努力构建和管理一家公司，我们敦促你思考下面的问题：

• 你可以创造哪些“永不满足的机制”，既能消除自满自适，从内部变革和改善，又符合公司的核心理念？你如何让这些机制有强大的约束力？

• 你在今天表现优异时做了哪此投资未来的事情？贵公司是否领先同行业，率先采用了创新的方法和科技？

• 你如何面对衰退？贵公司是否在困难时期仍然继续为长期累积力量？

• 贵公司同仁是否明白“安逸不是目标”？明白在高瞻远瞩公司里的日子不应该轻松？贵公司是否不把表现优异作为最后目标，而代之以持之不懈、永远追求明天要做得比今天好的工作纪律？

我们在本章里既有好消息，上有坏消息。好消息是成为高瞻远瞩公司的关键因素之一，是靠固有的努力工作、力求精进、为未来继续努力奋斗。这些都是直截了当的事情，每一个经理者都

很容易理解。坏消息是想要创造一家高瞻远瞩公司，必须永无休止地努力工作、追求进步和持续为未来努力奋斗，这里没有捷径、没有魔法、没有旁门。想建立高瞻远瞩公司，必须准备长期艰苦奋斗，成功永远不是终点。这是霍华德·约翰逊从来没有学到的教训。

12.9. 起点的终点

近几十年来，企业流行花费无数的时间和大量金钱，草拟动人心弦的展望宣言、价值观宣言、使命宣言、目的宣言、抱负宣言、目标宣言，等等。这些宣言都很好——的确可能相当有用——但都不是高瞻远瞩公司的根本。公司仅有展望宣言（或类似的东西），绝不能保证会成为高瞻远瞩公司。读完本书后，你如果以为缔造高瞻远瞩公司最基本的步骤是撰写这种宣言，你就没有抓住本书的整个重点。一篇宣言可能是好的起步，却只是第一步。

高瞻远瞩公司的根本在于转化核心理念和独特追求进步的精神，使之融入组织结构的所有层面，化为目标、战略、战术、政策、程序、文化习性、管理行为、建设蓝图、支付制度、会计制度、职务设计，一句话，化成公司的一切作为。高瞻远瞩公司创造了一个包容所有员工的整体环境，不断向他们灌输一组极为一贯、互相强化的信号，使他们几乎不可能误解公司的理念和抱负。

我们在前面的章节里已用多种方法阐明了这一点，但这一点的确太重要了，甚至可能是从本书所能得到的最重要的观点。所以，我们决定用这一章总结我们所有的发现，说明“协调一致”这个贯穿本书的中心观念。我们用协调一致这个字眼，意义很简单，只表示公司所有的因素协调一致，在核心理念和想取得的进步目标的架构下运作，进步的目标你也可以称之为远见（我们认为远见只是长盛不衰的核心理念，加上梦想中面向未来的进步），请看下面三个协调一致观念发挥得淋漓尽致的例子。

第3章谈到福特汽车的经理在什么情况下写就了公司的“使命、价值观和指导方针”，成为80年代反败为胜惊人成就的关键要素。“使命、价值观和指导方针”把人员和产品列在利润之前，而且强调改善质量、员工参与和顾客满意是重中之重。但是，这个“使命、价值观和指导方针”的宣言并没有扭转败局，至少宣言本身不能扭转败局。如果福特没有极力把这个宣言化为实际行动，没有把公司的营运、战略和战术与公司的“使命、价值观和指导方针”协调配合，福特一定无法转亏为盈，我们在本书里也就不会撰写这一点了。

福特有史以来第一次全面采用了统计学的质量管理方法，并且责令生产经理，发现劣质零件或材料缺陷时，要把整条生产线关掉。福特不只在自己的工厂里这样做，更利用“质量第一”（Q1计划），根据质量的级别和是否实施质量管理统计来筛选卫星工厂，把追求品质的精神传播到卫星工厂，福特提供教育研讨会和现场协助帮助卫星工厂达到品质第一的标准，并且随着时间的推移不断地提高标准。

福特创造了员工参与计划，使生产线工人成为改善质量的关键成员。不但如此，福特还创造了经理参与方案，教导经理人和领班知道如何支持员工参与计划，并提高参与性管理技巧在升迁时所占的比重，进一步强化这些方案。为了让员工消息更灵通，进而感觉和公司融为一体，福特投资设立了卫星电视系统，在电视或报纸还没刊登之前就向员工发布公司的新闻和消息，为了在员工和公司成功之间形成直接的关联，公司和员工谈判出一条分红条款，这是福特和联合汽车工会劳动合同中第一次出现这种条款，劳资关系的重大改善使80年代初期福特CEO菲利普·考德威尔退休时成为工会的荣誉会员——第一位被吸收参加联合汽车工会的美国汽车公司CEO。

为了使公司回归“汽车工业”的根本，福特成立了一个独立的小组，赋予小组一个胆大包天的目标：要他们创造一种全新的、所属市场区域中的真正世界级汽车。以顾客为重的设计精神由T型车问世以来尤为重视，福特用32.5亿美元的预算支持这个后来称为“金牛座/貂族”车系列的计划。这是福特有史以来最大的一笔预算，是以往纪录的4倍。

在准备生产金牛座/貂族车系列之前好几年，公司就开始征求生产线工人对设计的意见。为了强调顾客意见参与和满意度的重要性，福特最高层经理们参加了多次焦点团体的会议，直接听取顾客的心声，公司还制定了严密的“质量/承诺/绩效”后续计划，接纳顾客对经销商服务质量的评断。公司还创设了崇高的“总裁奖”，表彰得到顾客最高评价的经销商。

福特用数百种大大小小的方法，把“使命、价值观和指导方针”转化为日常行为和实际行动，这就是福特反败为胜的真正动力。你能够想像福特公布“使命、价值观和指导方针”，却没有把口号转化为实际做法可能引发的嘲讽吗？员工、顾客和股东都会嘲笑不绝，而且整个反败为胜计划也很可能会失败。

20年代末期，乔治·默克拟就了默克公司的宏伟蓝图。默克根植于正直、奉献社会、对顾客和员工负责以及追求质量和完美的核心价值。乔治·默克立志要让默克成为世界级公司，成为一家用医学上的创新贡献造福人类、赚取丰厚利润的公司。但丰厚的利润不是首要目标，而是圆满完成使命的附带结果。1933年默克研究所成立时，他说：

我们相信，耐心、持久的研究工作会带给工商业新生命；而且我们深信，利用我们提供的工具，在这个新的研究所里，科学会进步，知识会增长，人类生命会赢得更多免于病痛的自由……我们发誓全力投入，使这个事业符合我们对它的信心；让你们的知识光照四方——以便追求真理的人，致力使世界更适于居住的人，高举科学和知识的火炬照亮社会和经济黑暗时代的人，都能得到新的勇气，觉得自己备受支持。

我们的确深深钦佩乔治·默克的宏愿。他早在远见宣言还不流行的60多年前，就发出这种宏愿，尤其令人敬佩。但是，即便他的言语和精神振奋人心、动人心弦，光靠这种言语和精神不会、也确实不能使默克变成高瞻远瞩公司。默克真正与众不同的是持续一贯地调整公司，使公司和核心理念及乔治·默克梦想的进步协调一致。

例如，默克不仅创设了一个标准的工业研究发展中心，还制定了胆大包天的目标，要创造极为杰出的能力使其足以和大学及研究机构平起平坐。事实上，默克设计这个研究所时，刻意创造出学术气氛，外观与大学极为相像，以致这个地方很快就以“默克校园”著称。不仅如此，公司不是把纯粹的研究深锁在重重门户之内，而是鼓励旗下的科学家在科学期刊上发表成果——这是吸引更多顶尖科学家的重大关键。默克还鼓励研究人员和学术界及默克之外的非竞争性工业研究机构合作，这一不寻常的做法提高了发表的研究成果的质量。默克吸收杰出的科学家进入董事会担任董事，并且创造一种双重职业轨道，让科学家获得提升，进入管理层而在经济上没有损失。公司甚至在招聘资料中列出了旗下研究人员发表的论文明细，就像学术机构列出教授发表的论文明细一样。一位科学家说：

默克像麻省理工学院、哈佛大学或任何其他学术机构一样，在研究方面名声显赫。你必须乐于全心研究你那门科学。

为了进一步鼓励科学探讨和实验，默克尽可能地给科学家“最大的空间，让他们从事自己的调查，给他们最大的自由以寻找希望的种子，不管他们追求的东西与实际回报……多么不相干。”默克和大多数美国企业不同，禁止营销因素干涉纯粹的研究程序，除非产品已经明显地进入开发阶段，就像CEO魏吉罗所说的一样：

我们把基础研究完全交由研究部门控制，营销部门在产品开始人体试验之前都被排除在外。我们不希望有关“市场潜力”问题的介入能够带来重大突破的基础科学研究和实验中。

这类做法中，虽然有许多违背了一般的商业信条，却大致不变地在默克保持了60年。在这么长的时间里，默克增加其他做法，这些做法虽然不同寻常，但在默克却完全行得通，例如，在研究发展方面，默克拒绝以预算作为规划和控制的工具。默克成立了很多个产品计划小组，明确地不设预算，小组领导（组长）必须说服不同专长的人加入小组，将他们的资源奉献给这个计划，这种程序创造出一种适者生存的选择程序：只有最好的计划能够吸引资源，最差的计划会灭亡。和大多数多元化发展的竞争者不同，默克采用不同寻常的策略，甘为制药业中多元化程度最小的公司，把所有精力放在发明突破性新药的能力上面，又甘于遵守自定的规则，要求新产品一定要胜过竞争对手的产品，否则就不能上市。这是一种风险很高的战略。如果研发不出什么好的产品，就可能产生长期的干涸期。

事实上，在整个历史中，默克一再定出胆大包天、却和公司理念协调一致的远大目标：

- 1930年代初期：制定胆大包天的目标，要建立一个极为杰出、“足以和大学及研究机构平

起平坐的研究机构”（见前文）。

- 1950年代初期：制定胆大包天的目标，要把公司转型成完全整合的制药公司，以便全面参与医药界的激烈变化，做法是经由购并制药业夏普·多姆公司，使公司拥有体制完备的配送和营销网络，成为“更优秀的公司”，以便支持这个目标。

- 1970年代末期：制定胆大包天的目标，要把公司构建成80年代一流的世界性制药厂商。

- 1980年代末期：制定胆大包天的目标，要成为第一家在每一种疾病上都有先进研究的制药厂商。

- 1990年代初期：制定胆大包天的目标，要“重新界定制药业的典范”，做法是以60亿美元购并美康公司，建立和终端顾客更直接的联系。

在理念和企业责任协调一致方面，默克也有悠久而优异的纪录。很多公司都谈到了企业的社会责任、机会平等和其他类似的崇高理想，但是，有多少公司像默克那样，在1944年时就率先捐助黑人大学联合基金会？有多少公司像默克那样，在60年代成为本行业中第一家成立少数民族事务办公室的公司？有多少公司在70年代就规定所有主管必须在年度目标里包含废除差别待遇措施，并把这些措施和奖金、购股权、等级评比和业绩加薪结合为一？有多少家公司因为“大力推动招募、培养和提升妇女和少数民族人才”而受到全国妇女组织认可？有多少家公司被《黑人企业》和《职业妇女》杂志选为全美妇女和少数民族的最佳工作场所？有多少大公司聘用女性担任首席财务主管？有多少公司愿意在第二次世界大战之后，在没有利润的情况下，把链霉素送到日本，消灭了严重的肺结核？有多少家公司会决定开发治疗河盲症的药品，再免费送药？又有多少家公司会在环保方面定下宏伟目标：“要在1995年前把释放在环境里的毒素减少90%”？的确，默克在把社会良知化为实际行动方面一向远远超过大多数的公司。

默克不仅期望员工进步和卓越，本身也致力追求进步和卓越。到默克求职远比申请到研究所工作的过程严格而彻底。默克经常要求求职者递交很多介绍信，证明他们有能力在公司工作，就像申请就读顶尖学府一样。默克在招募、开发和挽留人才方面大量投资，用招募和挽留顶尖人才的成败来考评经理们。到80年代，公司拥有产业界最低的员工流动率（5%，美国平均员工流动率为20%）。

最后一点是，默克年复一年、日复一日持续一贯地加强自己的核心理念，这一点表现在股东报告、招聘资料、员工手册、自行出版的书籍和史料录像带里；在经理人演讲中、在新员工培训课程、提供给外界报刊杂志的文章里、在无数内部杂志和通讯里也一贯如此。我们请默克给我们一些描述公司价值观和目的的文件，默克提供了不少于85种明显不同的材料，有些文件时间早到本世纪之初。1991年，默克隆重庆祝百年华诞，出版书籍、文章、演讲、录像带、历史分析，无一不是大力强调公司的传承和价值观。在默克工作，根本不可能不浸润在公司的理念里。这种理念渗透到所有的事物中，而且持续了将近一个世纪。诚如默克科学和技术政策主管杰弗里·斯图乔所说：

我来默克之前曾经在另一家美国大公司工作。我认为，两家公司之间的根本差别在于言语与实际。另一家公司高举价值观、鸿图大志和一切的一切的大旗，但是，言语与实际之间有很大的差别。在默克公司，两者之间则没有差别。

休利特和帕卡德梦想惠普成为这样一家模范公司：以进步的人事运作、创新和具有企业精神的文化，以及连续不断、做出技术贡献的产品闻名。帕卡德写道：“我们的主要任务是设计、开发和制造最完美的东西（电子设备），促进科学进步和人类福祉。我们决心为这个任务献身。”惠普公司董事弗雷德·特曼用“社会机构的典范”这一崇高的名词来形容惠普的期望。后来，休利特把惠普的指导原则简化为他所说的“四个必须”：公司必须获得盈利性增长；必须通过技术贡献获利；必须承认员工的个人价值，容许他们分享公司的成就；公司必须作为对整个社会负责的公民从事经营。

这一切都极为完美，但是，如果不化为实际，休利特和帕卡德的宏愿终究毫无用处。惠普就像默克一样，头角峥嵘不完全是因为拥有崇高的价值观和鸿图壮志，而是因配合价值观和鸿图壮

志的全面、一贯方法而著称。

例如，长久以来，惠普就用很多有形的方式体现对员工的尊重。40年代时，惠普推出一种“生产奖金”（基本上是一种分红计划），分给警卫和分给CEO的数额一样，而且为所有员工创造了几乎是闻所未闻的急难医疗保险计划——而当时的惠普还是个小公司。惠普在50年代上市后，所有阶层所有任职6个月以上的员工都自动获得了配股，并且有资格参与购股权计划。不久之后，惠普就创设了员工购股计划，公司负责补贴25%。为了降低裁员的机率，即使政府合同可能有利润，如果会导致忽而雇人、忽而解雇的状况，惠普还是会放弃机会，并且规定各部门到外面找人之前，必须先雇用内部员工，为整个公司提供进一步的就业保障（更不必提努力保持这种文化了）。面临公司范围的衰退时，惠普通常要求员工每隔一周的星期五休假，并减薪10%，而不是实施10%裁员。惠普是美国企业中最早让所有阶层员工选择弹性工作时间、最先推动大规模员工调查、评估和追踪员工问题的公司之一，也是最先实施门户开放政策，让员工的不满可以直达最高层经理人而不会遭到报复的公司之一。为了促进沟通和融洽，淡化阶层感，惠普制定了开放办公室的规划，任何层次的经理都不能拥有有门的私人办公室，这在50年代是非常罕见的做法。因此，惠普一直没有工会也就不足为奇了，就像一位惠普人描述的：

很多次组织工会的尝试都失败了。在一家员工觉得自己和管理层密不可分，在管理层邀请寒风中的罢工纠察员在咖啡休息时间进来享受咖啡和多纳圈的公司里，工会能有什么作为？

同样，惠普采取了很多步骤强化科技贡献的重要性，创造了一个富有创业精神的环境。从50年代开始，惠普就设法从著名的工科院校雇用10%名列前茅的最优秀应届毕业生，而不雇用业界比较有经验但才能较差的工程师。（30年后，惠普仍然被顶尖的工科名校认为是最好的就业场所）。惠普像3M一样，追求以每年生产更新、更好的产品作为主要增长来源的策略，而不是设法彻底利用产品的整个生命周期尽量扩大老旧产品的单位产量。1963年，惠普超过50%的销售额来自前5年内推出的产品；到1990年，已经提高了一半的销售额来自前3年推出的产品，而且还不是随随便便的新产品。随波逐流或模仿的产品不论多有潜力总会被剔除。休利特解释说：“如果你有机会听听我们的经理开会，就会发现，很多做法是因为大家觉得没有足够的科技贡献，不足以支持一种特定产品上市，而遭到大家拒绝。”这种自定的严格标准使惠普放过了多种畅销产品的市场，除非惠普想出对科技有贡献的方法才会进入市场。以下是一位有经验的研究经理和年轻产品经理1984年的谈话：

产品经理：“我们现在一定得推出IBM兼容电脑。这是市场大势所趋，是提高销售员的所在，是顾客最想要的东西。”

研究经理：“但是，科技贡献在哪里？除非我们想出个方法使IBM兼容电脑有明显的技术优势。否则我们就根本不生产——不管市场有多大。”

产品经理：“但是，如果顾客要的不是这个，如果他们只想运用他们的软件，并不是真的在乎技术贡献，如果我们不立刻行动，市场的机会之窗就关闭了，那怎么办？”

研究经理：“那么，我们就不应介入那种业务。我们不是做那种事情的人，我们根本不应进入不珍视技术贡献的市场，那不符合惠普公司的目标。”

研究经理轻松地赢得了争辩，在惠普公司里，他们几乎总是占据上风，休利特说过：“营销人员虽然重要，但在界定产品的问题上，必须扮演次要的角色。”多年来，惠普避免以市场因素的考虑来寻找对技术和市场做出贡献的机会，而主要依靠工程师解决技术问题作为寻找机会的策略。这种策略就是所谓的“下一步综合症”。50年代和60年代，惠普把产品明细表取名为“对测试设备领域的贡献”，这样命名的确翔实而有趣。整个公司褒奖英雄的计划主要是针对发明新设备的工程师，而不是销售产品的人，职务提升方面也反映出科技挂帅，超过90%的部门总经理拥有工科学位。

为了推动充满企业精神的文化，惠普很早就采用了一种管理方法：“提供明确界定的目标；尽可能给大家最大的自由去达到目标；最后，确定个人贡献在整个组织上下受到肯定以激励员工”。后来，公司在50年代快速扩张时，更把这种管理方法推而广之，成为一种由高度自主的由部门组成的分权结构，各个部门以小企业的方式设立，可以自行控制研发、生产和营销策略，在营运决策方面有很大的自主权（当然要在惠普理念的范围内）。惠普进入一种新业务时，通常会创设一

个新的业务部门，尊重这个部门自行想出进入市场的最好方法。用休利特的说法就是：

我们只是说：“这是我想涉足的领域。现在你们自己研究你们可以生产的特定产品。”我们认为他们会用现有的最好科技去设计产品。

为了进一步加强企业精神，公司把业务部门分散到美国各州，而不是全都集中在总部附近，然后公司用分配研发资金的方式奖励创新，最能创新的部门能得到最多的资源（虽然惠普有个叫做“惠普研究所”的中央研究所，公司却把绝大部分的研发资金分配给业务部门）。制造厂起家的部门，惟有在（有限的资金下）创造出一种创新产品并推出市场后，才可能取得完整的业务部门地位。而且，惠普和大多数公司不同，鼓励本身的各个国际业务部门发展研发能力，而不希望他们只维持销售和分销中心的地位。

对公司而言，不管当时的管理顾问如何，有所不为和有所为同样重要。例如，我们可以回想休利特和帕卡德因为相信债务会腐蚀企业纪律，是如何拒绝公司借债的（虽然这种做法“不合理”）。惠普和很多高科技公司不同，回避风险资本家之类的外部投资者，因为“他们可能推动公司超速增长，如果增长太快，你可能丧失自己的价值观。”惠普和绝大多数公司不同的是，禁止人事部门介入人事问题。

照顾手下是每一个管理者最重要的工作……无论如何，都不能期望人事部门处理经理人的

人事问题——能接受和处理人事责任的才是好经理。

70年代一件特别有启发性的事，充分表明惠普遵循自己的宏愿，而不为管理倾向左右。当时“学习曲线 / 市场占有率”的企业策略理论横扫美国企业，著名的管理咨询公司、一流的商学院都在推广和教授这种理论，企业界成千上万的经理们奉行不渝，普遍采用了这一理论作为管理工具。这一理论主张，市场提高占有率会降低成本，最后会带来更高的利润。众多公司的经理们根据这一理论运作，开始降价以争夺市场占有率，这种理论左右着策略性思考方向大约十年，但在惠普并非如此。惠普明确地拒斥学习这一理论，坚持自己不同的标准：“如果一种产品没有好到足以在第一年就赚到丰厚的毛利，它就不是具有重大技术贡献的产品，因此，惠普就不应制造。”帕卡德在 1974 在向手下经理们解释说：“如果我听到任何人谈论他们的市场占有率有多大，或是他们正在为提高市场占有率做哪些努力，我就要在他们的人事档案里记录一个黑点。”

最后，惠普像福特和默克一样，极力使员工不断融入以“惠普风范”著称的信条中。50年代时，休利特和帕卡德率领所有的经理到偏远的加州索诺马举行“索诺马会议”，把公司的理念和鸿图壮志写成文件，成为“有点类似美国宪法（表明基本理想、可以因时代解释和修正的）文件”。

不久之后，惠普开始推行严格的内部晋升政策，实施严密的集体面谈程序，“强调符合和适应惠普风范的能力”，并且创造一个灌输“第一线”领班的教育计划。帕卡德解释说：“我们很早就认识到，让第一线管理者接受公司哲学的灌输或指导很重要……对大多数人而言，他们代表着这家公司。”

我们发现，不下一百种不同的纪录——包括内部的谈话、外部的演讲、书面文件或个人的谈话，明确地显示惠普的经理们谈到过惠普的价值观和目的。几十年来，他们一直就是这样谈论并付诸行动的，我们也听到流传几十年的数十个表达惠普风范真正含义的“休利特和帕卡德的故事”。例如，休利特发现有一间储藏室在周末用链子锁了起来，就用一把螺栓剪撬开，并把剪碎的链子连同一张严厉的便条留在经理的桌上，说储藏室上锁不符合惠普尊重员工的观念，等等。不管是真是假，这个故事显示惠普管理层一直致力于使惠普风范成为真正的生活方式。长期担任惠普实验室总经理的巴尼·奥立佛，概要说明了惠普在崛起过程中的情形：

我 1952 年刚加入惠普时立刻就明白，公司 400 位员工的热忱和忠心以及以公司为荣的程度，几乎到了罕见的地步……正如一位员工所说的：“我有个感觉，就是休利特和帕卡德替我工作，而不是我替他们工作。”让今天的来访者惊异的是，这种精神一直伴随着惠普的成长。

在一家超过 17 000 人的大公司里，要找到这种精神很不寻常，但是在惠普却不会让人惊讶，因为从更深一层来看，早年那种情形是管理方面的一种教育过程……早年大多数员工成为休利特和帕卡德的人格和哲学的延伸，他们成为生产线领导、领班和部门领导后，都善用这些哲学和技巧……我们都相信“这些哲学”，并且付诸实行这些东西是我们生活方式的一部分。

如果你像50年代休利特和帕卡德一样,到偏远的地方讨论公司的理念,我们会为你拍手叫好。我们鼓励你仿效30年代的乔治·默克,替公司制定崇高的志向,我们希望你效仿福特,把指导公司的梦想形成文字。但是,千万别忘记,光是这些步骤不能造就出一家高瞻远瞩公司,无法获得最后的协调一致,无从获得最后的成功。你必须持续一贯地付诸实施。以下是一些指导方针。

一、描绘整体图景

你对福特、默克和惠普等公司经营的巨细可能感觉太熟悉了。这本身正是重点所在!

高瞻远瞩公司不是依靠单独一种规划、战略、战术、机制、文化标准、象征性的姿态或CEO的演讲来保存核心和刺激进步,重要的是依靠整体素质。

重要的是令人惊奇、无所不包、长期一贯的素质,就是这种近乎压倒性的整体信号和行动、持续加强核心理念和刺激进步的信号,造就了高瞻远瞩公司,个别来看,福特、默克和惠普的每一件事都无关紧要,而且的确不是他们拥有高瞻远瞩地位的原因,但是,在几百种其他事实的架构中,就组合成一种持续一贯的整体图景。

认为单独实施本书任何一章的教训就可以造就出一家高瞻远瞩公司,的确是一种错误的想法。仅靠核心理念,不能造就高瞻远瞩公司;仅靠追求进步的驱动力或靠胆大包天的目标做不到,自主性的演进和创业精神也不行;仅靠自行培养的经理也不能产生高瞻远瞩公司;像教派一样的文化、永远不自满的观念同样不行。

一家高瞻远瞩公司就像一件伟大的艺术作品。想想米开朗基罗在西斯汀教堂天花板上描绘的创世纪景象,或是他的大卫雕像;想想流传百世的伟大小说,如《哈克贝利·费恩历险记》和《罪与罚》;想想贝多芬的第九交响曲和莎士比亚的《亨利五世》;想想设计精美的建筑物,如弗兰克·莱特或路德维格·罗厄的杰作。你无法指出是哪一点使得整个作品如此完美,倒是整个作品——所有细节协调一致造出来的整体效果——造就出经得起时间考验的伟大特质,而且不只是大的项目完美,连细枝末节也是如此,诚如伟大建筑师罗厄所说:“上帝的伟大在于细致。”

二、注重细节

员工不是每天在“大环境”里工作,而是在处理公司和业务的现实细节。这样说并不表示大环境无关紧要,而是说小节会形成重大的印象,发出有力的信号。像诺世全销售人员的名片这种小事,它发出的讯息是:“我们希望成为销售专家。”像沃尔玛把完整的部门财务报表发给最低层的员工这种小事,发出的讯息是:“你是公司的伙伴,我们希望你把这个部门当做像自己的小生意一样经营。”像摩托罗拉董事长坐下来倾听质量改善报告,(总是位于议程之前)然后再去听财务报告,这种小事发出的讯息是:“改善质量是我们的宗旨,不是只追求利润而已。”强生让重要的部门在产品上印上自己的标志而不用强生的标志,这种小事发出的讯息是:“我们希望你用自主、新兴企业盈利单位的心理来营运。”菲利普·莫里斯在发薪水之外,还给员工发送一条一条的香烟,这种小事发出的讯息是:“不管国家卫生局怎么说,我们以自己的产品为荣”

社会认识研究显示,个人会收集工作环境里的所有信号——不管是大小——作为自己行事的参考。大家会注意小事,记住的不是有关宠旨的大事,而是剪碎储藏室锁门铁链之类的小节;大家希望相信公司的远大志向,但会一直注意任何名不副实的细节,他们会说:“哈!看到了没有?我就知道管理层只是吹牛,他们并不是真心相信自己的空话。”

三、集中力量

高瞻远瞩公司不会随便安排散乱的机制或程序结构,它们会集中安排彼此能够互相加强的各种机制,发出集约而有力的影响。他们追求的是协同一致和互相关联。看看福特是如何集中力量的:运用统计方法进行质量管理,由员工参与计划强化,再由参与式的经理培训计划强化,再由根据参与式管理技巧而定的晋升标准强化。再看看默克集中力量的情形:录用顶尖科学家,然后让他们发表论文,与外界的科学家合作来强化,再由“默克校园”,“双轨职业道路”来强化。看看惠普,要是不能体会经理要善待手下,或不能体会业务部门要靠科技贡献来赚取利润,那就根本不可能在惠普工作!在惠普工作好比待在不只装着一支喇叭、而是装了10支喇叭的音效室里,而且这10支喇叭彼此扩音,从地板、天花板,从前后左右和侧面发出相同而一致的音讯。

四、走自己的路

想政默克和惠普为了保持自我，采取违反企业惯用步骤的事例。协调一致的意义在于：靠内部的方针指引最为重要，而不是靠外界的标准、习惯、凡俗之见、力量、趋势、热潮、流行口号。这不是说你应该忽略现实，正好相反，而是说贵公司自定的理念和志向应该结合现实指引公司所有的事务。如果你的做法正确，这些特异做法和策略虽不寻常，在贵公司却极有意义，很可能让竞争者、新闻界、商学院教授和其他人震惊。

例如，20世纪70年代，强生决定在新泽西州衰落的纽布伦斯威克设立公司的新总部。这样做不是因为它在业务上是最好的决定（实际上是不好的决定），而是因为这样最能符合公司的信念。波音在飞机设计上坚持采用远超过竞争对手的安全标准，不是因为市场要求这样，而是基于波音本身的理念要求。商界一般认为，成长中的小公司应该专注一种业务。3M却排斥这种凡俗之见，因为专注策略和3M人想要建立的创新型公司根本不符。在70年代，学习曲线—市场占有率模式已经成为企业经理最热衷的管理方法，但是，对惠普而言，这种模式毫无意义。

这里的重点并不在于高瞻远瞩公司追求“好的”做法，其他公司追求“坏的”做法。好或坏会形成错误的架构，在惠普是“好的”东西，在默克、3M、马利奥特或宝洁可能“不好”。

真正该问的问题不是“这种做法好吗？”而是“这种做法适合我们吗？符合我们的理念和远大志向吗？”

五、消除不协调

如果你现在看看自己的公司，很可能找得出至少10种特定事项不符合核心理念或妨碍进步，找到不知为什么已经悄悄侵入组织里的“不当”做法。你们的激励制度是否奖励不符合核心价值的行为？组织结构是否妨碍了进步？目标和战略是否驱使公司脱离了基本目的？公司政策是否妨碍了变革和改进？办公室和建筑物布置是否阻碍了进步？

不协调会驱使公司脱离核心理念或妨碍进步。追求协调一致不仅是增加新事物的过程，也是一种发现和坚决改正不协调事物的无休止的过程，如果建筑物的布局妨碍进步，就改变布局或搬迁；如果策略和核心价值不协调，就改变策略；如果组织结构妨碍进步，就改变组织结构；如果激励制度奖励不符合核心价值的行为，就改变激励制度。记住：高瞻远瞩公司里惟一神圣不可侵犯的东西是核心理念，而其他东西无不可以改变或取消。

六、创新不忘守恒

一家公司必须拥有核心理念，必须拥有极力追求的驱动力，最后，组织必须经过精良的设计，以便在所有关键因素协调一致运作下保存核心和刺激进步。这些条件是成为高瞻远瞩公司的普遍要求。这些条件使得高瞻远瞩公司在一百年前与众不同，今天也一样，到了21世纪依然令高瞻远瞩公司与众不同。如果在公元2095年重写这本书，我们一定会发现，让大多数长盛不衰的成功公司和其他公司不同的，同样还是这些基本因素。

但是，高瞻远瞩公司用来保存核心和刺激进步的特殊方法，毫无疑问会改变和改进。胆大包天的目标，像教派一样的文化、经由实验而得的演进、自己培养的经理以及持续不断的自我改进，这些都已证明是保存核心和刺激进步的好方法，但并不是只有这些方法有效。企业会继续发明新方法，来补充这些历经时代考验的方法。明天的高瞻远瞩公司目前已经开始行动，着手试验更好的新方法。毫无疑问，他们已经采取了竞争对手认为怪异或不寻常的措施，但是，这些措施有一天会成为习以为常的做法。

这些正是你在贵公司应该做的事情。当然，先决条件是你希望公司进入高瞻远瞩公司之林，无论你是企业家、经理、CEO、董事或顾问，都应该致力于实施你所能想到的方法，来保存、指导和激励各级员工所珍视的核心理念；不仅如此，你还应该努力创设一些机制，使之永不满足于现状，刺激改变、改善、创新和自我革新，简单地说，就是能够让大家都感染进步精神的那种机制；要是你能想出本书没有提到的方法来保存核心，请付诸实施；要是你能想到强大有力的新机制来刺激进步，一定要试试。你必须应用已经证明有效的方法，并且创造新方法，两者不可偏废。

在历经时间考验、真正杰出的公司中寻找和发现了它们的立足之本。希望你记住四个主要观念：

- 一、做造钟师，也就是做建筑师，不要做报时人。
- 二、拥护兼容并蓄的融合法
- 三、保存核心、刺激进步。
- 四、追求持续一贯的协调一致。

建立高瞻远瞩公司的人不见得就比别人更聪明、更有魅力、更有创造力、思想更复杂、更善于想出杰出的构想。他们的成就就在世界上每一位经理、CEO和创业家观念所及的范围之内。构建高瞻远瞩公司的人做生意的方法通常都很简单，有些人的方法甚至可以称得上单纯，但是简单不代表容易。

不管是什么身份，你在构建高瞻远瞩公司方面都可以做出巨大贡献。你不必等待高瞻远瞩的伟大魅力型领袖的出现；你不必期望创造力灵光一闪就会闪出“大创意”；你不必接受下面这种消极的说法：“面对现实吧，我们的CEO根本不是高瞻远瞩的魅力型领袖。我们根本毫无希望。”你也不必相信构建高瞻远瞩公司有什么神秘之处，只有别人能做，而自己不行。

这不是终点，甚至不是终点的起点，但是，我们希望这是起点的终点，是构建高瞻远瞩公司这个艰巨、但显然是可行的任务的起点。

13. 地雷股：每况愈下

幸福的家庭都是相似的，不幸的家庭各有各的不幸。股市里，如果一些公司的造假暴露、突发的业绩下降、长时间停牌、或前期遭大幅爆炒，从而导致股票价格大幅下跌甚至连续跌停，使原先买入公司股票的人猝不及防，好像中了地雷，对于这样的股票，我们就称它为地雷股。根据价值投资理论，地雷股最终还是归结为企业基本面的持续恶化。短期股价暴跌，中长期又恢复的，不能称之为地雷股，而是一种“市场先生”现象。本章借助吉姆·柯林斯在《再造卓越》（How The Mighty Fall: And Why Some Companies Never Give In）中的主要研究成果，分析讨论如何观察和辨别一个企业基本面会持续恶化。

13.1. 企业衰落理论框架

历史一再表明，强者也会摔跟头。古埃及帝国、古克里特王国、中国周朝、赫梯帝国、玛雅文明都从盛极一时走向了衰落。同样，古雅典、古罗马也走向了衰败。连英国这样一个持续了一个世纪繁荣的全球超级大国如今也是日暮西沉。

当你站在世界顶峰时，当你的国家是最强大的国家时，当你的公司成为业界翘楚时，当你成为某个领域绝对权威时，你表面上的辉煌成就有可能掩盖你已经在走下坡路的事实。如何预知这种趋势呢？

企业的衰落和人患病是有相似之处的：患病早期，不容易察觉，但却容易治愈；等到病入膏肓的时候，很容易察觉，但却很难根治了。企业也一样，表面看起来或许坚不可摧，其实已经病入肌体了，很有可能会一落千丈，坠入深渊。对于衰落的发生原因，有一个更细化、准确的理解，就是衰落的五个阶段。衰落模型包括依次出现的五个阶段。先概括一下它们的主要内容，在后面再对每一阶段给出更详尽的分析。

第一阶段：狂妄自大，优秀的企业可能会变得故步自封。尽管企业的领导做出了糟糕的决策或是丧失了自律性，但企业原先积累起来的力量在短期内仍会推动它继续前进。当我们变得傲慢自负，认为成功是理所当然的，忽略了最初成功的真正动因时，衰落的第一阶段就悄然降临了。当成功者开始把自己的成功挂在嘴边（“我们之所以成功，是因为我们做了这些特别的事”），而不是深入发掘、洞悉成功的原因（“我们之所以能成功，是因为我们知道为什么做了特别的事，我们也知道在什么样的条件下，原来的做法并不管用”），那么衰落很有可能就会接踵而来。很多人获得成功是因为撞大运的缘故，如果这些人不能认识到运气在他们成功中所起的作用，过分夸大自己的优点和能力，最后他们也就难免不狂妄自大了。

第二阶段：盲目扩张。第一阶段滋生了目空一切的傲慢情绪（“我们这么厉害，我们可以做

任何事!”)，会让你进入衰落模型的第二阶段。如果你有这种贪得无厌的心态，就会希望企业的规模越做越大，增速越来越快，听到的赞美越来越多，得到的所谓“成功光环”也越来越炫目。处于衰落第二阶段的企业已经丢弃了将它们带到第一阶段成功之前的持久创造力，在无法取得卓越成就的领域盲目扩张，抑或过分强调增速而不能确保取得领先优势，或者同时犯下两种错误。如果一个企业不能考虑自身实力而盲目扩张，造成关键岗位上缺乏能力超群的干将，那么它就等于自掘坟墓。对任何成功的企业而言，骄傲自满和因循守旧都是成功路上的拦路虎，盲目扩张更能准确地解释它们失败的原因。

第三阶段：漠视危机。当公司进入衰落第三阶段之后，内部的预警信号开始频现，但是公司外部“固若金汤”的表现让公司领导对不佳的业绩视而不见，或是认为困难只是“暂时的”、“周期性的”、“不至于那么糟糕”、“没有什么大不了的”。在衰落第三阶段，领导对负面的数据半信半疑，对于正面数据则夸大其词，把模棱两可的数据都解读成好消息。当公司遭遇挫折的时候，决策者会把责任归咎于外部因素，而不是去承担责任。高效能团队所特有的知无不言、言无不尽的风格也在逐渐消失，甚至完全消失了。如果企业的决策者过分冒险而又没有充分考虑冒险的后果时，那么他就会把公司推入虎口，公司马上就会陷入衰落的第四阶段。

第四阶段：寻找救命稻草。在衰落第三阶段累积的威胁或风险转变成了现实中的不利局面，企业兵败如山倒的颓势尽人皆知。关键的问题在于，公司的领导者会作何反应？是去抓救命稻草，还是回归最初的创造辉煌之道。处于衰落第四阶段的公司寻找救命稻草的时候，会有一些常有的表现，包括起用踌躇满志的领导、采用激进却未经证实的策略、推之于暴风雨式的变革、研发一鸣惊人的产品、尝试改变行业版图的收购或是寻找其他一蹴而就的良方。采取这些突击战略的效果最开始看起来还不错，但最后的效果就不一定理想了。

第五阶段：被人遗忘或濒临灭亡。一个公司在衰落第四阶段停留的时间越长，越是急迫地想要寻找脱困办法，公司的处境就越有可能急转直下。在衰落第五阶段，因为屡屡受挫以及代价颇高的犯错，公司的财力大受影响，士气受挫，公司的领导者已经放弃了打造卓越未来的努力。有些时候，公司的领导者干脆把企业一卖了事；还有些时候，企业慢慢衰落直至被人遗忘；如果碰到一些极端的情况，企业马上就寿终正寝了。

尽管研究表明，公司在陷入衰落的时候，通常会依次走过这五个阶段，但跳过其中的某一阶段还是有可能的。有些公司会很快走过衰落的五个阶段，而有些公司则要在衰落中挣扎多年甚至是几十年。有些公司在一个阶段停留的时间会比较长，在另一个阶段则只是停留片刻。

每个公司都经历了沉沉浮浮，很多公司在历史上都显露出了衰落第一阶段和第二阶段的迹象，甚至出现第三阶段和第四阶段的迹象。然而，公司出现衰落第一阶段的迹象并不代表公司一定会跌落至第五阶段。资料表明，至少在过去 100 年的历史中，企业并不一定会因出现衰落第一阶段的迹象而分崩离析。公司也许犯过错，跌至衰落的阶段，但是初尝衰落的苦果并不意味着公司就回天乏术了。只要公司不是处于衰落第五阶段，还是可以打造出一个基业长青的企业。

13.2. 第一阶段 狂妄自大

1983 年 12 月，摩托罗拉公司最后一台车载广播下线，并作为纪念品被送到了公司前董事长罗伯特·高尔文的手里。它并不是一个煽情的纪念品，而是在提醒摩托罗拉的掌舵人要继续研发新技术和新产品，从而不断实现自我更新。摩托罗拉的历史一再告诉罗伯特·高尔文，主动创造未来才是上策，而不要坐等外界环境逼你仓促应战。当刚成立不久的高尔文制造公司生产的第一种产品(整流器)在 1929 年变得过时了，保罗·高尔文(罗伯特·高尔文的父亲)面临着严重的财务危机。为了应对这种局面，保罗·高尔文开始研发车载广播，并把企业更名为摩托罗拉，公司逐渐开始赢利。公司背水一战的这段经历也塑造起了摩托罗拉的企业文化，公司上下都坚信：过去的辉煌不能确保未来的成功，公司应该不断自我改善和自我提升。1989 年，当杰里·波勒斯(Jerry Porras)和我一同研究 165 位首席执行官的资料时，他们都将摩托罗拉视为世界上最高瞻远瞩的公司之一，因此我们也把摩托罗拉当做《基业长青》一书的研究对象。在我们当时研究的 18 家高瞻远瞩的公司里面，在坚守核心价值、锐意研发新产品、业务持续管理、自我改善机制等方面，摩托罗拉的得分都是最高的。我们也留意到，摩托罗拉首创了六西格玛全面质量管理方

法，并制定了“技术路线图”，以抓住未来 10 年内的发展机遇。

到了 20 世纪 90 年代中期，摩托罗拉经过多年的成功运营已经进一步壮大了，它的年营业收入从 10 年前的 50 亿美元猛增到了 270 亿美元，这也使得摩托罗拉人的心态从谦逊转为傲慢。1995 年，摩托罗拉的高层对于即将推出的 StarTAC 款手机颇为得意，因为这是当时世界上最小巧的手机，也在业界率先推出了翻盖手机设计。StarTAC 款手机只有一个问题：这是一款基于模拟技术的手机，而当时的无线电话运营商正在将注意力转向数字技术。对于业界的这一新趋势，摩托罗拉作何反应？《商业周刊》的罗杰·克罗克特指出，从摩托罗拉一位高管的表态可以看出，他们对于数字化威胁毫不在意：“有 4 300 万模拟信号用户，这个市场错不了。”摩托罗拉的这种傲慢态度惹怒了贝尔大西洋等主流运营商。摩托罗拉告诉这些运营商，如果要想销售热门的 StarTAC 款手机，那么就要遵守摩托罗拉定下的游戏规则：摩托罗拉手机的数量要占运营商销售手机总数的大部分(75%左右)，运营商还必须用独立的宣传攻势来重点推广摩托罗拉手机。贝尔大西洋公司被这种“你必须得……”的态度激怒了，反击说任何手机生产商都别想颐指气使地让运营商去卖多少产品。据报道，贝尔大西洋公司的一位高管反驳摩托罗拉的高管说：“按你们的意思，如果我们不同意你们的条款，你们就不打算在曼哈顿卖 StarTAC 款手机了？”摩托罗拉不可一世的态度给了竞争对手可乘之机。作为昔日世界手机市场上的头号霸主，摩托罗拉曾经垄断了将近 50% 的市场份额，可是后来却黯然走下了神坛。到了 1999 年，摩托罗拉手机的市场份额下降到了只有可怜的 17%。可以说，摩托罗拉的没落就是从衰落第一阶段——狂妄自大开始的。

因傲慢导致决策失误

在古希腊，人们谈及狂妄自大的时候，指的是一个英雄因为过于骄傲而折戟。这等于是说：如果你想销售 StarTAC 手机，就必须预先买下多少台——摩托罗拉当时的市场地位和自负姿态由此可见一斑。借用美国历史学教授 J·卢夫斯·菲尔斯的说法，过度傲慢会让无知者付出代价。摩托罗拉在 2001 年时，员工总数还有 14.7 万人，到了 2003 年年底就已经裁到只剩 8.8 万人了，也就是说砍掉了将近 6 万个工作岗位。在摩托罗拉衰落的几个阶段中，股东利益也受到冲击，1995-2005 年间摩托罗拉股票投资回报率下降幅度超过 50%。

公司因为狂妄自大，不计后果地贸然进入不能做到最好的领域；以牺牲卓越绩效为代价追求增长；而且在面临前后不一致或者对己不利的决策信息时，依然作出激进、草率的决定；会否认企业因为外部威胁或内部瓦解而陷入危局的可能性。

1995 年 10 月，《福布斯》杂志刊登了一篇文章，盛赞了美国著名电器零售商电路城公司的首席执行官。文章称，在这位首席执行官的领导下，电路城实现了年均 20% 的增长幅度，公司规模在 10 年内增长了将近 10 倍。怎样才能保证企业的持续增长呢？该篇文章指出，最终每个市场都达到饱和的程度后，这位精力充沛的首席执行官并没有“坐以待毙，等着自己的优势业务被竞争对手吞噬掉”。电路城开始谋划下一步重大战略。此前，电路城高瞻远瞩地推出了 Carmax 二手车零售业务，从而把自己在零售领域的优势和二手车业务有机地结合起来。电路城也开始对一项名为数字视频快递(Divx)的技术表现出了浓厚的兴趣。借用这种技术，使用一种具有特殊功能的 DVD 播放机，顾客能够“租借”一张 DVD 光碟，只要他们还没有观看这张光碟，那么“租借”多久都行。利用一种加密系统，开启 DVD 机上的解码装置，顾客就可以观看光碟。这一商业创意的优势在于：如果你抽不出时间看 DVD，你也不必像以前一样急着把光碟归还给音像店。

1998 年年底，《华尔街手稿》(Wall Street Transcript)采访了电路城的首席执行官。当记者问这位首席执行官投资者担忧什么时，出现了让人记忆深刻的一幕。“（投资者）对我们运营公司的能力应该充满信心，”这位首席执行官回答说，然后他又觉得必须补充点儿什么，接着说，“我想有些投资者认为……我们的 Carmax 二手车零售业务和数字视频快递业务抢了电路城主营业务的风头。希望大家注意到……今年上半年，我们的营业收入增长了 44%。”他最后总结说：“这是一家运营极好的公司。”

然而，电路城经历了企业衰落的所有阶段，公司的赢利率在下降，股本回报率从 20 世纪 90 年代中期的将近 20% 萎缩至不到 10%，这引发了公司至少 25 年来的第一次亏损局面。2008 年 11 月 10 日，电路城宣布申请破产。

电路城本来实现了从优秀到卓越的成功跨越，在商业巨子阿伦·沃泽尔(Alan Wurtzel)的领导

之下，在 20 世纪 70 年代早期跨越的步伐开始加速。和大多数走向卓越的公司一样，实现这一目标需要持续不懈的、日积月累的努力，就像转动一个巨大、沉重的飞轮一样，经过数日、数月、数年的努力，积累的动能越来越多，才能使飞轮实现 1 圈到 10 圈、从 10 圈到 100 圈、从 100 圈到 1 000 圈、从 1 000 圈到 100 万圈的加速。如果一个企业能够使一个大飞轮转起来，那么它就很有可能使第二个或第三个大飞轮也转起来。但是，如果你想要在任何业务领域内都取得成功，你必须要像最初一样尽力地去推动飞轮，这也正是电路城没有坚持下来的。电路城的案例向我们证明了因傲慢导致决策失误、最后导致衰落的过程。

1. 公司成功地打造出了一个飞轮(主营业务)。

2. 因为你面临迫在眉睫的威胁，或是觉得其他业务机会更有意思(抑或当前的业务机会让你感到无趣)，你可能会倾向于认为新的机会能比原来的飞轮更能支撑公司的成功运营。

3. 你把创造力都投入到新业务上，似乎新业务成了你的救命稻草，而原有业务却没有得到改善。

4. 新的业务很快折戟，同时耗费了公司最好的创造力，或者新业务要取得成功需要耗费的时间超过预期的时间。

5. 受挫后你又将创造力投在原有的业务上，可是你发现这个业务已经出现疲态，转不快了。

如果你拥有一项能够满足客户根本需求并能做到全球最强的业务，那么这项业务很少会过时。在对公司进行衰落分析时，我们只发现一个特例——真力时公司，真力时之所以会失败，在很大程度上是因为很久以来它只关注自己的核心业务，而对行将出现的困局没有作好应对的准备。此外，我们的研究发现，在持续改善自己的核心业务方面，60%的成功公司比竞争对手要做得更好。

电路城开辟了 Carmax 二手车零售业务是非常富有想象力的一个商业创意，它引入了全新的一种商业模式，把在消费电子产品销售行业成功的经验运用到了二手车的销售之中(把专业化的连锁店销售模式引入了原先并不专业、各自为战的二手车销售领域)。实际上，电路城可以把 Carmax 二手车零售业务经营得很好，而不用将它卖掉。说到数字视频快递业务，由于这项业务在市场上开展得并不好，我们可以把它视为一个最后效果不够理想的小的商业尝试，这也是对《基业长青》中“保存核心、刺激进步”原则的积极尝试。电路城真正学到的一个教训就是，在大众看来，电路城在电器超市运营上所投入的激情和专注不如 20 年前创业的时候了。让电路城感到阴差阳错的是，其实它持续成功运营的基石就是自己的核心业务，它的劲敌百思买就是最好的佐证。

1981 年，一场龙卷风突袭了美国明尼苏达州的罗斯维尔市，当地的音乐之声 CD 店的橱窗被刮碎了。店里的顾客都蜷缩成一团，以躲避狂风中夹杂的玻璃和木片。幸运的是，这场龙卷风给这家店铺造成的损失不算太大，很多箱音乐光盘和电视机都完好无损，但是店铺的橱窗已经毁损了。店铺老板理查德·舒尔茨是一位足智多谋的企业家，他打算在停车场进行一次“龙卷风大甩卖”。他把自己所有的营销费用都用在本次活动的广告造势上了，这次活动的宣传效果很好，最后因为光临停车场的顾客太多，还造成了小城两英里外的交通堵塞。舒尔茨意识到他偶然发现了一个很棒的理念：大张旗鼓地进行广告造势，不把大牌产品放在精致货架上出售(这比在停车场卖东西已经进步了一步)，而是低价卖给消费者。理查德·舒尔茨有了这一发现之后，把所有的资金都投入到了创立一家电器超市上，并把它命名为百思买。

1982 年，--1988 年，百思买在美国中西部一共开设了 40 家电器超市(百思买把它们称为第一阶段概念店)。1989 年，百思买在充分听取了顾客对更好服务需求的反馈后，推出了第二阶段概念店，“为顾客提供最好的服务”取代了之前“以销售为目的”的文化理念。1995 年，百思买推出了第三阶段超级概念店，提供了各种方式帮助消费者更好地了解产品，包括以触摸方式进行信息检索的查询亭，也有帮助顾客了解音响系统的车载模拟环境，还有 CD 音乐试听台，以及让顾客试玩游戏的“游戏欢乐区”。到了 1999 年，百思买又推出了第四阶段概念店，帮助顾客在众多电子产品货架区中找到自己想要的产品。第四阶段概念店一直运营到 2002 年。到了 2003 年，百思买又推出了电脑特工(GeekSquad)，帮助顾客解决遇到的电脑难题。

自到 20 世纪 90 年代末，我们也没找到多少证据能证明电路城的高管重视百思买所带来的威胁。如果电路城能够像百思买那样将足够多的创造力投入到电器超市的升级中，从而在顾客心目中打造出像百思买一样体贴顾客的品牌，并月能在 1997~2006 年间(两家公司的营业收入在 1997

年相同)实现百思买一半的增速,那么电路城在这10年间的累计营业收入增幅将达到实际表现的2倍。事实并不尽然,无论是在同期的营业收入还是在每个员工创造的利润上,百思买的表现都是电路城的3.5倍。如果考虑1995~2006年投资收益的话,投入百思买的每1美元所得到的投资收益是投入电路城的整整4倍之多。

如果忽视原有主营业务所蕴藏的潜力,或者更糟糕的是,因为感到厌烦,从而忽视了原有业务,把注意力投向另一个大商机,以为成功将会自动降临,这其实就是一种傲慢的态度。即便你可能会面临核心业务行将终结的局面,你也不能让企业这架飞机处于自动驾驶的状态。你可以坚定地退出或者坚决地改革,但是绝不要忽视原有的主营业务。

如果你感到犹豫不决,不知道是该延续原来的制胜之道,还是为了跟上未来发展趋势而选择革新,那么你不妨扪心自问两个问题:

1. 在接下来5—10年间,你原先的主营业务会因为不可控的外部力量而行将灭顶,吗?如果经济发展强劲,主营业务不可能继续在全球业界中领跑吗?

2. 你是不是已经失去了对主营业务的热情?

如果你对上述两个问题的答案都是否定的,那么就拿出当初创业的那份执著,将想象力和热情都投入到主营业务中去(当然,你也应该继续尝试新点子,这既是取得进步的一种途径,也是防止未来不确定性的一把保险锁)。

大家不要误认为这就是停滞不前、毫无生气的机械重复。恰巧相反,这意味着公司要永不停息地进行创新,就像百思买一样,推陈出新地引入第一阶段概念店、第二阶段概念店、第三阶段概念店……这就像一个艺术家一样,毕加索的创新并不在于放弃了绘画和雕塑,而是转而想成为一个小说家或银行家,他一辈子都在绘画,在延续主业的同时,他的画风也跨越了蓝色时期、立体派和超现实主义等几个截然不同的阶段。贝多芬为了创新并没有放弃音乐,他转投诗歌界、绘画界。一直以来,他都是一个作曲家,但是他并没有重复地把第三交响曲写上9次。

如果公司一味地强调经常改变,那么也会和不思变革的公司一样衰落。公司坚守一些特定的做法和战略并没有什么错(实际上,卓越公司往往会表现出极富持续性的优势),但只有你懂得为什么要这样做,你才会懂得什么时候要坚守,什么时候该应时而变。

读到这里,你可能会疑惑:“我们怎么能保证准确洞悉成功的潜在原因呢?”我们所研究过的最佳领导者从不会认为他们掌握了成功的所有要素。一方面,他们总是会有一种不安感,担心他们的成功在很大程度上得益于好运气或是机缘巧合。大家不妨就下面两种方法的缺陷比较一番:

方法一:对于自己的成功做到功成而不居(我们之所以成功,只是因为运气好,或是占了天时地利,抑或靠吃老本,或是因为没有强劲的对手而已),因此,时刻带着危机感去思考倘若好运不复存在,该如何让自己变得更强大、脚跟站得更稳。如果你多考虑一下公司的缺陷,万一这种思维方式不对的话,你会有什么样的损失呢?想必没什么不好的,如果你错了,这种自觉的反思会让你变得更加强大。

方法二:假设你把成功都归因于自己过人的能力(“我们这么棒、这么聪明、这么有创意、这么出色,我们当然应该获得成功”),如果你错了,你会遭受什么损失呢?这种损失可能是很惨重的。如果你错了,某天早上醒过来,你会发现自己惊慌失措,自己的弱点都暴露出来了,那时已经为时已晚了。

我们在研究中发现,最优秀的公司领导都像虚怀若谷的科学家一般,把自己视为本行业的学生,会不停地问“为什么”、“为什么”、“为什么”的问题,见到任何人都有把他们头脑掏空的本能。知识渊博的人同孜孜好学的人有着本质的区别。知识渊博的人倾向于认为“到底是怎么回事儿,我已经一清二楚了,让我告诉你吧”,这种人容易把公司带向衰落的边缘,原因有二:其一,他们倾向于固守已有的做法,他们会说,“我们之所以成功就是因为这些做法,我们没有理由去质疑它们的正确性”,大西洋—太平洋茶叶公司就是这样的典型例子;其二,他们会把战线拉得过长,他们会进入新的领域,从而导致原来的制胜法宝都失效了,他们会说,“我们已经这么成功了,我们可以去冒更大的风险,去力争更强劲的增长,去实现新跨越”。大家在接下来的一组对照分析中也能看到有这种心态的公司,其中一家公司成为了美国业界的翘楚,而它的竞争对手则消亡了。

20世纪50年代后期，一家名不见经传的小企业萌生了一个宏伟的目标，“将打折零售业带到乡村和小镇”。它成了最早以这一理念作为发展目标的企业之一，它在发展早期大幅领先自己的竞争对手，因为它出售的每样产品都很便宜，而非仅仅是吸引顾客眼球的那些产品。这家企业富有远见的领导打造出了一种与员工荣辱与共的企业精神，引入了高端的信息处理系统，创建了以绩效为导向的企业文化，各家分店的经理每周一早上5点就聚在一起回顾上一周的业绩表现。这家企业不仅横扫了小镇上的一些传统店铺，而且还掌握了如何在较量中击败劲敌凯马特的秘诀。如果你在20世纪70年代初期花1美元买了这家企业的一股股票，那么到了1985年，你手里每股股票的市值已经超过了60美元。

那么，这到底是哪家企业呢？

如果你猜是沃尔玛的话，有些相像，但没有猜对。

这家企业就是埃姆斯百货公司。

埃姆斯百货公司成立于1958年，它最初的创业理念后来也成就了沃尔玛，4年后山姆·沃尔顿才开设了第一家沃尔玛店。在接下来的20年间，两家公司的发展势头都锐不可当，沃尔玛主要在美国中南部扩张版图，埃姆斯百货公司则主要在美国东北部扩大地盘。1973-1986年，埃姆斯百货公司和沃尔玛的股价表现几乎不分伯仲，两家公司的股票收益率都超过大盘平均赢利水平的9倍。

那么，到了本书写作时的2008年，埃姆斯百货公司的表现又如何呢？

埃姆斯百货公司已经分崩离析了，大家再也听不到关于它的消息了。与此形成鲜明对照的是，沃尔玛依然生机勃勃，位列《财富》500强榜首，年销售收入高达3790亿美元。

到底发生了什么？到底是什么让这两家公司如此泾渭分明？

其中的一个重要原因就在于沃尔玛创始人山姆·沃尔顿虚怀若谷、好学不倦的精神。20世纪80年代，一些巴西投资者买下了南美洲的一家打折连锁零售店。买下了这家打折连锁零售店后，投资商觉得应该多学些关于打折零售方面的知识，因此就致信给美国的10位打折零售连锁店的首席执行官，想和他们见面取取经。这些首席执行官要么拒绝见面，要么装做没收到邮件，只有一个人例外，此人就是山姆·沃尔顿。

当这些巴西投资人在阿肯色州的小镇本顿维尔走下飞机时，一位慈祥的白发老人走向他们，问道：“要帮忙吗？”

在接下来的几天里，沃尔顿经常连珠炮似的向这几位巴西人抛出问题，询问他们在巴西和拉丁美洲开展零售业等情况，沃尔顿有时候提问就选在了厨房的洗水池边，等着干碗机把碗碟烘干时发问。最后，这些巴西商人才意识到，原来世界上第一家年销售额将超千亿美元的企业创始人是在向他们取经，这和他们此行的目的刚好相反。

沃尔玛的成功让沃尔顿惴惴不安。他担心自己去世后，明确的

目标和谦逊精神能否在这家年营业收入数千亿美元的企业中延续下去。沃尔顿的解决方法之一就是给这家企业找了一位和他一样谦虚好学、行事低调的首席执行官戴维·格拉斯(David Glass)。在零售行业之外，大多数人都没听说过戴维·格拉斯这个名字，这也正是戴维·格拉斯想要树立的形象。戴维·格拉斯从沃尔顿那里学到了很重要的一点，沃尔玛的存在并不是让它的高管满足自我膨胀的欲望，而是为它的顾客而存在的。戴维·格拉斯对沃尔玛的企业使命笃信不疑(沃尔玛的存在是让那些收入中等的民众能够享用到原来只属于富人的商品)，他也在用实际行动去践行这一使命。同沃尔顿一样，戴维·格拉斯也在竭尽全力地帮助沃尔玛找到实现使命的更优途径。戴维·格拉斯一直在招募优秀员工，构建企业文化，并进入其他新领域(从日用百货拓展到电器)，在这一过程中，他一直坚守沃尔玛最初的创业理念。

沃尔玛选出了土生土长、深谙企业文化的接班人，接班人了解沃尔玛成功的驱动因素，并将它们深植于沃尔玛的每个角落。埃姆斯百货公司的做法则截然不同。该公司首席执行官赫伯·吉尔曼(Herb Gilman)选了一位和该公司企业文化截然不同的继任者，这位喜欢大刀阔斧改革的继任者虽然富有远见，但却让公司面目全非了。沃尔玛对自己的核心价值观、目标和企业文化依然保持着近乎顶礼膜拜般的推崇，埃姆斯百货公司则与之有着天壤之别，因为盲目追求快速扩张，埃姆斯百货公司一头陷入了衰落第二阶段——盲目扩张。这也是我们下一章要阐述的内容。

衰落第一阶段主要症状

出现这些症状并不代表你的公司衰落了,但是这些症状的出现表明你的公司更有可能陷入衰落的某个阶段。你可以把这些症状当做自我诊疗的体检表。下面列出的一些症状,其文字说明很少,理由很简单,因为很多症状是不言而喻的。

- 自以为是、狂傲不羁:把成功视为“理所当然的”,而不是昙花一现的,或是需要克服艰险才能取得的;人们会以为,不论企业决定做什么或不做什么,成功都会像天上的馅饼一样,不断掉下来。

- 忽略主营业务:因为忙于应对外在的威胁、挑战和机遇,决策者忽略了企业的主营业务,没有能够像当初创业一样投入持续的创造力,去赋予企业新的生命力。

- “自我夸耀”代替了“自我反思”:满足于夸耀自己的成就(“我们之所以成功是因为做了一些特别的事”),而不是自我反思(“我们之所以成功,是因为我们知道为什么要做这样特别的事,也深知在什么情况下这些做法不能奏效”)。

- 学习欲望减退:决策者丧失了好奇心和学习的欲望,这两种品质乃是真正成功人士的突出品质,无论他们现在多么成功,他们的学习曲线仍像最初创业时那样。

- 低估运气的作用:不承认好运、天时地利的帮助,而是认为成功主要基于企业超越同行的卓越品质和决策者的领导。

13.3. 第二阶段 盲目扩张

1988年,埃姆斯百货公司收购了洁尔百货公司(2ayre),它以为,公司在一年之内规模能够扩大一倍。如果要进行一项收购,你不可能只是完成收购交易的1/5、1/2或是7/100收购决策是一把双刃剑。你可以进行收购,或者干脆不收购,你并没有中间道路可以选择。如果收购被证明是一个错误的话,那么你是无法后退的。如果公司在进行大规模收购的时候,仅仅关注的是浩大的声势,而非倚重敏锐的洞察力,那么新的收购活动有可能会搞垮自己的公司,因为有些被收购的公司和你的公司的核心价值观不符,或是会冲击你的公司文化,也许与你的公司成为业界翘楚的成功之道相左,或是和基本的经济学常理相悖。

埃姆斯百货公司收购了洁尔百货公司之后,也就破坏了自己苦心经营30载的良好发展势头。沃尔玛继续把自己的业务重点放在了乡村地区和小城镇上,并不急于进入大城市,而洁尔百货公司则让埃姆斯百货公司发生了翻天覆地的变化,使它在一夜之间成为大都市里一个重要的零售品牌。沃尔玛依旧坚持每天所有品牌的低价路线,而收购了洁尔百货公司后,埃姆斯百货公司的经营策略发生了改变,倚重于亏损先导的推销战略。1986-1989年,埃姆斯百货公司的营业收入翻了一番多,但是这种增长同公司成功创业的立足之道并不契合。1986-1992年,公司的股价暴跌了98%,因为公司已经陷入了破产的危局。埃姆斯百货公司后来暂时在破产的边缘躲过一劫,但是公司再也未能恢复元气,2002年不得不破产清算。与此同时,沃尔玛依然稳扎稳打地建立一家又一家分店,攻克了一个区域又一个区域,最后强势直捣埃姆斯百货公司的大本营——美国东北部。沃尔玛最后打垮了埃姆斯百货公司,而它使用的战略正是埃姆斯百货公司当年创业之初的经营模式。

战线过长

在研究之前我们预测,大多数公司之所以从卓越走向衰落,是因为它们被成功冲昏了头脑,因而没能鼓励创新、没能推进大刀阔斧的改革、没能激发变革,而是变得日益懒惰,消极地看着世上的潮起潮落。这是我们假设的理论,这个理论有一个问题,那就是它和我们的数据不符。诚然,任何自鸣得意、拒绝变革或创新的企业最终都会失败,但让人感到惊讶的是,我们在研究中发现,那些轰然倒下的公司并没有表现出明显的自鸣得意。战线过长倒是更能解释为什么这些原来看似不可战胜的企业最终会自掘坟墓。

在我们的研究中,只有一家企业在这一阶段表现出了明显的自鸣得意,这家企业就是大西洋—太平洋茶叶公司,它走过狂妄自大—自鸣得意—在现实中受挫—抓救命稻草的失败历程。而我们研究的其他公司,虽然处于衰落的第二阶段,但因为企图心、创造力、进取心或危机感,我们发现它们还是有积极进取的上升动能。我们甚至发现了有些公司在这一阶段显露出很强的创新

精神，这也排除了我们认为创造力枯竭使得公司衰落的假设。在我们研究的 11 个公司案例中，只有 3 家公司在衰落的早期阶段未能进行创新(大西洋—太平洋茶叶公司、斯考特纸业公司和真力时)。在 1991~1995 年期间，摩托罗拉的专利数从 613 项猛增到了 1 016 项，公司对于自己由专利带来的生产力增长也很是自豪(“这方面我们是美国第三强”)。默克公司在 1996~2002 年期间一共申请了 1 933 项新配方的专利(拔得行业头筹，比第二名整整多出 400 项)，但是默克公司此时已经处于衰落的边缘了。1999 年，惠普启动了“创造”运动，在短短两年之内专利数量翻了一番，但惠普此时正一头撞进衰落的第四阶段。

我们再来看看乐百美公司覆灭的厄运。20 世纪 90 年代早期，乐百美公司的两位高管参观了大英博物馆的古董展示区。《财富》杂志的一篇特写文章记录了一位高管说的话：“古埃及人用的厨房用具可真够丰富的，有些用具非常精美。”这位高管离开大英博物馆的时候，脑子里出现了 11 个新产品的的设计灵感。另一位高管说：“古埃及人在储存食物方面想出了很多好法子，他们设计出了精巧的起子，这样可以轻松地弄开木桶上的盖子。”

仅仅是看了一次大英博物馆，就想到了关于新产品的 11 个灵感，你似乎会感觉这个公司的新点子实在太多了，但是如果你了解乐百美公司这方面的实际情况，你就会知道这只不过是小巫见大巫。乐百美公司提出的目标是一年 365 天里每天都要推出一款新产品，每隔一年到一年半的时间要进入一个全新的产品领域。1994 年，乐百美公司的首席执行官在一份声明中宣称“我们的目标就是扩张”。在这份声明中，公司规划了“跨越式增长”的蓝图。这种跨越式增长来自从事各式各样的新业务，来自开拓新市场，来自新的收购业务，来自将产品销往新的国家，来自采用新技术，来自设立新的合资企业，更重要的是来自每年数以百计的产品创新。《财富》杂志在一篇关于乐百美公司的文章中把乐百美称为“创新方面的最佳案例”，乐百美逐渐成长为美国“最受尊敬公司”，比 3M 公司、苹果公司、英特尔公司都更具创新性。

3 年之内推出的近 1 000 项新产品项目让乐百美自己都应接不暇了，一方面公司的原料成本在一年半之内几乎翻了一番，另一方面公司永不止息的增长目标也让自己压力倍增。乐百美开始忙中出错，在成本控制和按时交付订单这些最基础的管理环节纰漏频出。1994~1998 年期间，乐百美就像坐过山车一样，迅速地冲过了衰落的几个阶段，对于任何已经习惯于享受成功快感的人士而言，这都会让他们惊出一身冷汗。1995 年第四季度，乐百美出现了 10 年以来的第一次季度亏损。它被迫关闭 9 家工厂，削减了近 6 000 种产品，裁员 1 170 人。即便如此，乐百美公司也没有停止快速衰落，它在两年多的时间内进行了第二轮大规模的重组。1998 年 10 月 21 日，乐百美公司被纽威尔公司兼并，也因此丧失了卷土重来的机会。乐百美后来意识到，创新能够推动企业前进，但是过度创新会破坏企业一直以来积累的战略能力，这同样会将企业拖入衰落的深渊，可是乐百美意识到这一点已经太晚了。

这也让我们不得不反思一个问题：尽管现实并非如此，我们为什么会想当然地认为自鸣得意、缺乏创新是导致企业衰落的主要原因呢？我想给出两个答案：第一，建立卓越公司的人干劲十足、充满激情、格外专注，骨子里满是创业之初崇尚进取的基因；如果我们研究从未有过卓越表现的公司以及从业绩平平退化到表现糟糕的公司，就会发现各公司不同的成长路径。第二，人们想要把别人的失败归结于自身所没有的性格缺陷，这样就不用担心自己也是不堪一击的，这些人会说“他们之所以会失败，是因为他们变得懒惰和自满了，我工作这么拼命，而且锐意变革和创新，领导员工前进时也饱含激情，我没有他们身上的性格缺陷，我是坚不可摧的。公司倒闭这种事绝不会降临在我身上！”然而，我们不要忘记，灾难性的失败也会由干劲十足、工作勤奋、富有创意的人造成。想必大多数人都会同意，2008 年华尔街金融风暴的一个直接原因就是投机心过盛，金融大鳄们过于铤而走险，从而冒太大的风险，造成过高的杠杆率。我们也看到了让人眼花缭乱的金融创新，看到了过度的急功近利，看到了让人揪心的爆炸式增长。

执迷于增长，偏离核心使命

1995 年，默克公司董事长兼首席执行官雷·吉马丁(Ray Gilmartin)在致股东的年度公开信中宣称：默克公司的首要目标是成为增长速度最迅猛的公司。默克公司最关注的目标并不是赢利能力，也不是划时代的新药品、顶尖的科技水准、产品的研发开发，也不是公司的生产效率(尽管雷·吉马丁也把这些列为默克公司战略中的关键要素)，公司最首要的商业目标就是扩张。默克

公司对于扩张的热情一直延续了7年，2000年年度报告里，董事长公开信的第一句就简明扼要地指出：“作为一家公司，默克倾尽全力于公司的增长。”

鉴于默克公司当时面临的实际情况，它公开宣称要关注突飞猛进式的增长，这让人感到奇怪。默克公司年销售收入将近50亿美元的5种药品到21世纪初就要失去美国的专利保护了。仿制药成为制药行业中越来越重要的一股力量，这会削弱默克公司的定价能力，使其销售利润下降数十亿美元之巨。不仅如此，和自己的前任罗伊·瓦格洛斯(Roy Vagelos)相比，雷·吉马丁面临的压力也更大，因为要想实现一个更大营业额基数之上的高速增长难度更大。20世纪80年代后期，在罗伊·瓦格洛斯的掌舵下，默克公司在营业收入50亿美元的基础上实现了增长；20世纪90年代晚期，雷·吉马丁面对的是，公司要通过研发足够多的新药品以实现在营业收入250亿美元的基础上同样的增长或高速增长。对于默克公司这样一个主要依靠科技研发的企业而言，实现持续的高速增长，难度越来越大。哈佛商学院的案例研究表明，新的影响因子带来赢利回报的可能性为1/15000。

“雷·吉马丁或许内心也在担忧，但是他并没有表现出来。”1998年的《商业周刊》这样评价道。默克公司对自己的业务前景为何会这么有信心呢？在公司1998年年报中董事长致辞的第二段，你可以发现答案——新型止痛药万络(Vioxx)。1999年，默克公司获得美国食品与药品管理局(FDA)的批文，开始推出止痛药万络，公司把万络描述为业界开天辟地的重大发明，当年公司年报封面上就用大号文字醒目地印着“万络：我们用最大阵势、最快速度推广上市的王牌新药品”。

2000年3月，一项针对8000多名风湿性关节炎患者的初步调查结果显示，万络止痛药具有显著的优势，同另一种常用的止痛药萘普生(Naproxen)相比，万络对胃肠道的伤害要小。这项研究虽然没有下定论，但是却让人们对于万络的安全性心存疑问，因为研究表明，服用萘普生的病患“患心血管系统和心肌梗死的风险要小些”（用通俗的话说，就是患心脏病和中风的概率更低）。因为这项研究并没有进行安慰剂效应测试，我们对研究结果可以进行几种不同的解读：萘普生可能会降低人们患心血管系统疾病的风险，万络可能会增加人们患心血管系统疾病的风险，或者两种可能性兼而有之。和阿司匹林一样，萘普生具有科学家们所谓的“防心血管疾病”的效果。默克公司则指出，人们患心血管疾病的概率不同“主要是因为服用了萘普生后产生的效果不同”。

到2002年年底，万络的销售额已达到25亿美元。到2004年年底，美国的医生共给一亿人次的病患开出了服用万络的处方，其中就包括雷·吉马丁的太太。与此同时，外界对于万络的批评和质疑也日渐增多。默克公司用暂时性的研究成果进行反驳，其中就包括28000名服用万络却没有心血管疾患病率增加的例证。

到了2004年9月中旬，对有结肠息肉复发风险的患者进行安全监测的委员会收到了联邦快递送来的“惊人数据”。根据《华盛顿邮报》记者布鲁克·马斯特斯和马克·考夫曼的描述，安全检测委员会的成员目瞪口呆地盯着这些数据看了好几天，最后被迫得出一个惊人的结论，默克公司的年报中是这样概括这一结论的：“与接受安慰剂效应测试的患者相比较，在服用万络一年半之后，患者患心肌梗死和中风等心血管疾病的风险会增加。”这一结果使安全监测委员会停下了手中的研究项目，并把这一消息反馈给了默克公司的管理层。当雷·吉马丁得悉这一消息后，他对《波士顿环球报》的记者说：“这让我震惊万分。”不过，在得悉这一惊人数据之后的一周内，雷·吉马丁就作出了英明果断的决定，他决心消除大家的疑虑，主动让万络下架。此消息一出，默克公司的股价立刻从每股45美元急跌至每股33美元，一天之内公司的总市值就蒸发了250亿美元。到了2004年11月上旬，当每股股价跌至26美元时，投资者又损失了整整150亿美元，这也意味着在短短6周内，默克公司的市值已经缩水400亿美元。

当我在写作这一章节的时候，法院、市场、投资者、医疗科技界、公众对万络的各种评价依然没有盖棺定论。我引述这个例子的目的并非要谴责默克公司的领导者都是一群恶魔，为了赚钱不把患者的性命当回事儿；也并非要称赞默克公司的领导者是一群英雄，在没有人强制要求的前提下，就主动放弃大把的钞票不赚，主动地将万络下架；也不是批评默克公司在推出划时代新产品的过程中犯了错，默克公司数十年以来一直都在推出划时代的新药品，而且往往能取得成功并给病患带去福音。我是想说明，默克公司竭尽全力重磅推出万络这款划时代新药，如果万络不能

达到原先预想效果的话，那么默克公司就会摔得很惨。

如果默克公司一直都是说得少做得多，或者实际表现总能好于预期的话，我们就不会在这里谈及默克公司遭遇的失败了。问题在于，傲慢会让你将承诺的泡泡越吹越大。直到某一天，你的预期太高，泡泡终究会被你吹破，而且会七零八碎、无可救药。

默克公司因为忙于扩大规模，忘记了当初成就自己卓越事业的使命。1950年，乔治·默克二世清楚地表达了公司的使命：“我们永远都不要忘记，药是为人服务的，而不仅仅是为了赚钱。如果谨记我们的目标，那么利润自然会滚滚而来。”默克公司并没有忘记自己的核心使命（实际上，雷·吉马丁决定主动让万络下架就是受此影响），只是这一核心使命的地位不像之前那么重要了，它成了公司大踏步前进的绊脚石，而非公司前进的主要推动力。

《基业长青》一书中提及的三家卓越公司——默克、摩托罗拉和惠普最后之所以发展受挫，都是因为追求过快的扩张步伐所致。然而，这几家公司的创始人当年都是出于比赚钱更崇高的目标而创建了这几家企业。乔治·默克二世一直孜孜以求地想要治病救人。摩托罗拉之父保罗·高尔文当年痴迷于如何通过挖掘创造力潜能来实现持续创新。惠普的两位创始人比尔·休伊特(Bill Hewlett)和戴维·帕卡德(David Packard)则认为，惠普存在的目的就是要给世界带来技术贡献，而赢利只是衡量这一目标的手段而已。在乔治·默克二世、保罗·高尔文、比尔·休伊特和戴维·帕卡德看来，他们并没有把扩大公司规模当成自己的终极目标，而是将其看做追求公司核心目标的副产品和必然结果。然而，公司日后的几代掌舵人却忘记了创始人的初衷，实际上，这些接班人将两者本末倒置了。

我们不能否认，上市公司每时每刻都面临着来自资本市场的压力，市场希望公司扩张规模的速度越快越好。但即便如此，我们在研究中也发现，那些拒绝短期增长的公司能够给投资者带来更佳的长期回报，而且这种长期回报使用的也是华尔街自己对成功的定义——投资累积收益率。在我们的研究中，高瞻远瞩的公司能够区分股票价值和股票价格之间的差别，也能够区分股票持有人和股票短线投机客之间的不同。这些公司意识到，它们的职责是要为股东创造投资价值，而非使投机客短线获利最大化。最卓越的领导者的确也会追求业绩的增长、品牌影响力的扩大、创造力的提升、员工队伍的壮大，但是他们不会以牺牲公司的长期价值来追逐这些增长，他们也不会把增长同卓越混为一谈。规模大并不一定代表卓越，卓越并不一定意味着规模巨大。

违背“帕卡德定律”

说得明确一些，公司在衰落第二阶段遭遇的问题并非因为扩张本身，而是因为没有节制的贪求。默克公司的故事向我们强调了过度扩张的危险，第二阶段的病根还会以各种形式表现出来。无论是贸然进入你此前并不熟悉的领域，采取和你的核心价值观并不吻合的行动，在你无法超越同侪的行业中大手笔投资，贸然开展和自己的财力、人力都不契合的业务，一味追求规模扩张，忽略自己的核心业务而盲目介入看似振奋人心的新业务，将追逐个人的财富、名誉、权力凌驾于企业的长远发展之上，还是为了追求规模扩张，牺牲自己的价值观或是忘却了企业的核心使命，这些是恣意妄为的表现。

在衰落第二阶段中，一个最严重的问题表现形式就是违背“帕卡德定律”。(我们用惠普公司一位创始人戴维·帕卡德的名字来命名这一定律，因为正是他洞悉：一家卓越的公司之所以会消亡，往往因为机遇太多，而不是没有机遇。颇具讽刺意味的是，当讨论衰落第四阶段时，惠普公司自己就违背了“帕卡德定律”。)这一定律指出，在招募不到足够多优秀人才的条件下，任何卓越的公司都无法确保收入的持续增长和基业长青。尽管在之前的作品中我也曾谈及了帕卡德定律，但是从公司衰落的角度来看问题，我们得到了更深刻的体会：如果一家公司收入的增长速度总是快于招募精英人才的速度，那么公司的发展不仅会滞后，而且会陷入衰落。

对任何出类拔萃的公司而言，发展最首要也是最重要的基石就是拥有能自我管理和自我激励的人才，这也是企业自律文化的首要原则。你或许会觉得这种企业文化最重要的特色就是规矩多多、等级森严、官僚气息严重。我的建议则恰恰相反，如果你能招募到富有责任感的员工，那么不通情理的规矩和愚钝无用的官僚作风根本就没有存在的必要。

不过，当公司进入衰落第二阶段后，就会陷入恶性循环。在你违背了“帕卡德定律”之后，你就会在关键岗位上安排错误的人选；为了弥补错误人选无能的缺憾，你就会引入官僚机制，而

这样做则会使正确的人选离开(因为官僚主义的暮气会让人感到焦躁,或是无法容忍同无能者共事,或是两者兼而有之)。这就使得公司会在更多的岗位上安排错误的人选,从而导致需要引入更多官僚机制,而这就会使更多优秀的人才离开。最终,在这样的企业里面,官僚化的平庸主义就代替了积极主动的企业文化。当官僚规矩开始侵蚀核心价值和需求标准体系里的自由和责任感之后,那么公司就已经感染上了平庸的病毒。

如果要让我选出最重要的一个公司预警指标,那就是公:关键岗位上正确人选所占的比重越来越小。一年365天里的每:每秒,你都要经常扪心自问:公司里的关键岗位有哪些?你确信这些岗位中有多大比重是由能人担任着?扩大这一比重你有什么计划?如果某个关键岗位上的员工离任,你又有怎样的预备方案?

错误人选和正确人选之间的一个显著区别就在于两者对于工作的看法不同,错误人选会认为自己只是在“工作”而已,而正确人选则认为自己是在“承担责任”。每个担任要职的人在面对“你在做什么”这一问题的时候,不是要能说出一个头衔,而是要能描述出自己的职责。他们可能会说:“我是X或Y工作的最终责任人,环顾四周,除了我之外,这份工作没有其他负责人。我也愿意承担这项职责。”一些高管团队会来参观我们的研究室,有时候我会给他们出个难题,我让他们在自我介绍的时候不要说自己的头衔,而是清晰地道出自己的职责。有些人认为完成这一要求很容易,但对于那些已经失去积极主动的企业文化(或者还没有建立起这种企业文化)的公司高管而言,这一要求让他们大伤脑筋。

随着美国银行成功崛起,确保贷款质量的重担就压在了加利福尼亚州各地各个贷款经理的肩头。斯托克顿市、莫德斯托市、阿拉海姆市的贷款经理无法找别人商量,只能自己对发放出去的各项贷款负责。然而,当美国银行进入衰落期之后,银行内的贷款流程也变得纷繁复杂,银行内一共有大大小小100个贷款委员会,放出一笔贷款最多时需要15个负责人签字,这样一来就颠覆了原来的责任文化。放出一笔贷款到底是谁的责任呢?如果我让12个委员会同意发放一笔贷款,并有15个领导签字,那么即便这笔贷款成了一笔坏账,我也不需要负责了。负责人变了,是整个体系。平庸无能的贷款经理人能够拿这样的官僚体系来当保护伞,而优秀的贷款经理人也会因为这种袒护同事糟糕表现的体系而变得越来越恼怒。美国银行的一位高管当时这样评价:“公司最大的灾难之一就是,因为我们不再崇尚精英文化,所以很多优秀的年轻人都离开了公司。”

我们在研究中发现,如果高管团队能够精诚团结并作出一系列英明果断的决定,那么公司的业绩将会有大幅跃升。一个公司是否能够保持基业长青,最首要、最关键的一点就是看在领导岗位上是否持续有正确的人,这也引出了这一阶段我们要阐述的最后一点。伯乐难存

公元前44年3月15日,盖乌斯·尤利乌斯·恺撒在元老院被刺杀,他身上被捅了23刀,倒在血泊之中。根据恺撒大帝的遗嘱,他的甥孙屋大维即位。屋大维当年才18岁,相较于恺撒大帝的左膀右臂马克·安东尼和埃及女王克丽奥佩特拉(她和恺撒生有一子)而言,他只是一个边缘人物,对恺撒大帝的政敌也没有什么威胁。但事实证明,屋大维精于权术,将恺撒大帝的忠诚卫兵打造成了一支禁卫军。公元前42年,屋大维在同马克·安东尼以及克丽奥佩特拉展开波诡云谲的斗争之前,扫清了恺撒大帝生前的其他政敌。与此同时,他逐渐利用元老院使自己的权力合法化,他手腕娴熟地婉拒了元老院给予他的一些违背罗马传统的盛誉,而仅仅接受了元老院授予他的权力(经常是伪造的声明)。经过20年的苦心经营,屋大维把自己打造成了古罗马的第一任皇帝,人称“奥古斯都”,统治罗马帝国长达40多年。

加勒特·费根(Garrett Fagan)教授开授了一门精彩的课程——罗马大帝们,他认为奥古斯都大帝是历史上建树最多的政治家。奥古斯都大帝统一了罗马各邦,结束了共和国多年来的纷争。他重建了罗马帝国的政府框架,扩大了帝国的疆域,给民众带来了和平与繁荣昌盛。奥古斯都大帝力戒穷奢极欲的生活,住在一座非常普通的房子里,不过他展现出了天赋异禀的政治权谋,他往往是通过“提建议”的柔和方式,而非通过动用法律和军队这样的国家机器来实现自己的目标。

不过,奥古斯都大帝也没能解决困扰帝国数百年之久的一个难题,那就是接班人的问题。在奥古斯都大帝卸任之后,罗马帝国一直都在贤君、暴君和昏君之间摇摆不停,甚至出现了加利古勒、尼禄等荒淫无度的君主。罗马帝国之所以会衰败,不能把责任完全推到有问题的权力移交这一点上,推到奥古斯都大帝没有能够建立起一套行之有效的权力过渡体系上。

如果企业的领导者不能让权力顺利移交，那么这就会让企业陷入衰落的境地。有时候，这些领导者没能未雨绸缪地解决这一问题；有时候，他们压根没解决好这一问题；有时候，他们运气不好，选出的接班人后来离职或去世了；有时候，他们有意给接班人设置障碍；有时候欲速则不达，他们把选 A 的事情给搞砸了。但不论衰落是如何发生、何时发生的，公目衰落最显著的一个标志就是，权力落入了不能理解为了公司的基业长青什么必须做而什么不能做的领导者手里。

在我们研究的案例中，在衰落第二阶段，公司的权力移交环节基本都存在问题，只有一个公司是特例(电路城)。在至少多于一家的处于衰落阶段的公司里，我们发现了以下这些混乱的症状：

- 某位说一不二的领导没能培养起能干的接班人(或者没法客人，把强者都赶走了)，导致当他离职后，企业出现了权力真空。

- 某位能干的高管出人意料地离世或离职了，没有能力卓越的人可以迅速接替他。

- 能干的继任者成为首席执行官的概率降低了。

- 能干的继任者出其不意地离开了公司。

- 董事会在选择继任者的问题上分歧严重，董事会分成了不同派别。

- 领导者只要可以掌权，就一直掌权，然后匆忙传位，让羽翼未丰满的某个下属接班，自己充当管理人的角色。

- 家族企业偏爱自己本家族的人而非“外人”，他们喜欢任人唯亲，而非任人唯贤。

- 董事会从外部聘请了一位职业经理人来继任，而这位继任者的理念和公司的核心价值观并不吻合，最后，他像瘟神一样被赶走了。

- 在选择正确的首席执行官这一点上，长期来看，公司是失败的。

我们在研究中发现，如果公司某位富有传奇色彩的领导者退休后，第二阶段的这一趋势会更加凸显。或许继任者觉得压力颇大，很难放手一搏，觉得很难做到无愧于前任领导者的殷殷期待和满足华尔街非理性的期许。富有传奇色彩的领导者可能会无意(甚至是有意)地选取能力稍逊一筹的继任者，从而更能彰显出自己的突出才干。但不论公司内部有怎样的波涛汹涌，如果公司身陷衰落第二阶段的泥潭，并且在权力交接上搞砸了，那么，这个公司很快就会在第三阶段的泥潭里越陷越深。

在从事研究的这些年里，我对个人的领导力一直心存怀疑，因为我发现大型机构之所以能取得成功，是很多人戮力同心的结果，而不是因为一个人的卓越能力。我们在研究中发现，最优秀的领导者身上有着与众不同的能力，他们不会自视甚高，而是意识到公司要取得成功，需要打造一支精干的高管队伍，建立起一种植根于核心价值观之上的企业文化，他们知道公司的成功不能仅仅依靠一个能人的单打独斗。然而我们发现，在衰落的企业里，人们更看重明星老板的效应，而不是注重团队的更优表现。因此，尽管我依然对个人的领导力心存怀疑，但事实让我得出这一重要结论：没有哪个领导者能够单枪匹马地打造一家基业长青的企业，而大权独揽的不合适的继任者一个人就能把企业搞垮。

衰落第二阶段主要症状

- 追求不能持续增长，将规模大和企业卓越混为一谈：企业成功之后，扩张的期望也就更强烈了，企业在这种过高的期望之下出现一种恶性循环。这种恶性循环会扼杀员工的积极性、企业文化和既有体系的健全性，直至将企业推向危险的临界点。这样的企业难以持续地成功贯彻自己的商业战术，企业这驾马车也会在磕磕绊绊中麻烦不断。

- 贸然突击：企业贸然采取激进的举措，至少会出现做得欠佳的三个方面中的一种情形：这些举措能够点燃员工的激情并和企业的核心价值观相吻合吗？企业能成为这些领域和业务方面的全球翘楚吗？这些业务活动会使得企业的经济和人力资源得到更佳配置和利用吗？

- 关键岗位上越采越多的精英流失：在关键岗位上留任的精英越来越少，因为越来越多的人不断流失，或是企业扩张的速度超过了吸纳优秀人才的速度，从而无法让企业延续一贯的优异表现(违背“帕卡德定律”就是其中的一种表现)。

- 花钱大手大脚的习惯侵蚀了自律性：当企业需要的成本逐渐上升时，以提高价格和营业收入作为对策，而不是让企业变得更加自律。

- 官僚习气破坏了积极主动的工作氛围：官僚风气和规矩重重破坏了积极主动文化中的自觉

性和责任感，员工日益将自己的工作当做“干活儿”，而不是在履行责任。

- 伯乐不常有：企业在领导者更替的过程中出现问题，也许是前任领导者在这方面规划失当，或者是没能从内部遴选出合适人选，也有可能是碰上了权力动荡和坏运气，还有可能是选人不当。

- 将个人利益凌驾于企业之上：当权者利欲熏心地想要给自己和亲信牟取利益，将更多的财富、特权、名誉、成功的光辉据为己有，竭尽所能地让自己的小阵营短期利益最大化，而非着眼于为企业几十年之后的基业长青夯实基础。

13.4. 第三阶段 漠视危机

1985年，摩托罗拉的一位工程师在巴哈马群岛度假。他太太想和她的客户通过手机进行联系(当时手机刚刚面世)，但是她发现通话音质不好。这使得工程师萌生了一个点子：为什么不创建一个通信卫星群，从而让世界各地的手机用户都能够进行电话联络呢?你也许读过新西兰著名登山运动员罗布·霍尔的传记，1996年当罗布·霍尔在珠穆朗玛峰28000英尺处被风雪掩埋后，他通过铱星电话和自己太太作了临终告别。他的临终遗言让整个世界都为主动容：“晚安，宝贝，不要太担心。”如果没有铱星卫星的连线，很难想象罗布·霍尔能和自己的人生伴侣作最后的告别。摩托罗拉将这种地球上任何地方的人都能建立通话联系的业务称为铱星通话，并极富远见地将这一业务推向市场。

摩托罗拉第二代掌门人罗伯特·高尔文避免盲目开展不利于持续经营的大规模投资，他偏爱一系列经过精心策划和实践检验并能将新点子变为市场风向标的商业规划，这种商业规划还能不断地更新。在罗伯特·高尔文看来，铱星业务虽然是一个非常新的商业点子，但如果能成功的话，将成为市场上的大宠儿。20世纪80年代晚期，摩托罗拉引入了种子资本的资金，打造一个低轨道卫星系统原型。1991年，摩托罗拉将铱星业务从公司中分离出去，使之变为了一家独立运营的公司，摩托罗拉是这家新公司最大的股东，也一直在给这一商业理念投钱。截至1996年年底，摩托罗拉对这家新公司的投资超过了5.37亿美元，并帮公司贷款7.5亿美元，总金额超过了摩托罗拉当年利润的总和。

在《从公司滑铁卢中得到启示：铱星计划的起起伏伏》一书中，西尼·费因凯尔斯坦与沙德·赛弗德指出，决定铱星计划成败的关键时刻是在1996年，而非这项计划启动时的20世纪80年代。因为在研发阶段，要终止这项计划要付出的代价相对较小，研发阶段之后紧接着的就是计划付诸实施的阶段了，计划实施阶段需要的投资比之前要多得多，毕竟发射66颗卫星可不是便宜的试验。

1996年年底，在罗伯特·高尔文退休几年之后(他使用种子资本几年后)，铱星计划看起来也不像原来那样有吸引力了。传统的手机业务几乎覆盖了全球，使得铱星计划的独特吸引力大为下降。不仅如此，铱星通话还有很明显的劣势：你要使用砖头般大小的耳机，而且只有在户外才能收到信号(你可以实现手机到卫星的直接通信)，这就没有传统手机那么方便。有多少人愿意在环球旅行的时候还扛着一块“大砖头”到处跑呢?要打电话的时候还要特意乘电梯下楼，跑到大街上，或是让出租车司机把车停在街边，好让你下车找到信号再打电话。每部铱星手机的耳机价格高达3000美元，每分钟通话价格3美元到7美元不等，而传统手机的资费却在不断下降。诚然，在没有手机信号基站的偏远地区，铱星通话确实能派上很大用场，但是偏远地区缺乏铱星业务所需要的一个关键因素——用户。毕竟，有几个人会想在南极点或珠穆朗玛峰顶给亲友打电话呢?

当摩托罗拉1985年提出铱星通话的商业构想时，很少有人能预见到手机业务能够覆盖全球。到1996年年底，大家观察到的迹象都表明铱星项目会被叫停。与此同时，摩托罗拉的营业收入也从50亿美元跃升到了270亿美元，其中的一个重要推动力就是衰落第二阶段的扩张雄心(罗伯特·高尔文退休后摩托罗拉公司提出的)。摩托罗拉公司希望大张旗鼓地推出铱星业务，公司在1997年的年报中夸耀说：“随着铱星全球个人通信系统的推出，摩托罗拉将创造一个新的产业。”正因为如此，即便有越来越多不利的阻挠因素，摩托罗拉还是推出了铱星业务，1998年时用户就可以使用铱星电话了。然而，仅仅过了一年，铱星公司就申请破产，还欠下了15亿美元的贷款。因为铱星业务的影响，摩托罗拉1999年的年报中出现了创纪录的20多亿美元的成本开支，

这也导致摩托罗拉公司迅速陷入第四阶段的泥沼。

困难的赌注

当公司进入衰落第三阶段之后，我们会发现前两个阶段积累的负面效应也开始逐渐显现。公司从狂妄自大的第一阶段走向了盲目扩张的第二阶段，这样一来公司势必会陷入漠视危机的第三阶段。这也正是摩托罗拉铱星业务所走过的历程写照。与此相反，我们来看一看德州仪器公司(Texas Instrument)的成功历程，它逐渐发展为数字信号处理领域内的英特尔。

20世纪70年代末期，德州仪器公司的工程师想到了一个非常棒的点子来帮助孩子们学习拼写，他们制作的机器玩具能够“说话”，该玩具还能教孩子在一袖珍键盘上把说的话写下来。这就是 Speak&Spell 语音合成器的起源，它是第一款使用数字信号处理的产品。数字信号处理芯片具有处理声音、音乐、图像等模拟数据的能力，像字节一样，声音、音乐、图像会被切分组合。1979年，德州仪器公司仅投入了15万美元来进行数字信号处理技术的研发(不到公司当年总收入的万分之一)，到了1986年年底，数字信号处理芯片给德州仪器公司贡献了600万美元的年收入。这并不能让德州仪器公司把宝全压在数字信号处理芯片业务上，但是却坚定了公司继续支持这项业务研发的决心。德州仪器公司的用户也发现了数字信号处理芯片的一些新用途(包括在调制解调器、语言翻译和通信等领域)，德州仪器公司也成立了独立的数字信号处理；芯片事业部。到了1993年，德州仪器公司赢得了一笔大合同，就是帮诺基亚手机生产数字信号处理芯片。到了1997年年底，德州仪器公司生产的数字信号处理芯片已经装进了2200多万部手机里。

也就是在这一年，德州仪器公司立志成为数字信号处理领域的英特尔。德州仪器公司的首席执行官汤姆·安吉伯(TomEngibous)说道：“我希望，当提及数字信号处理的时候，人们马上就会想到我们，就如同提起微型处理器人们就会想到英特尔一样。”汤姆·安吉伯亮出了惊人的手笔，他出售了德州仪器公司的防务领域和记忆棒的业务，给公司大胆瘦身，集中火力主攻数字信号处理业务。到了2004年年底，德州仪器公司80亿美元的年收入中有一半来自日渐红火的数字信号处理业务的贡献。

有一点我们要留意，德州仪器公司在数字信号处理业务还处于研发初期的15年中，并没有将这项业务当成企业的主营业务。德州仪器公司并没有在推出 Speak&Spell 语音合成器的1978年下大赌注，也没有在推出数字信号处理单芯片的1982年下大赌注，更没有在数字信号处理业务收入只有600万美元的1986年下大赌注。汤姆·安吉伯确实制定了一个振奋人心的目标，但这并非来自傲慢不羁或是忽视风险，而是基于企业20年来在发展中积累的经验，将企业未来的目标置于成功经验的坚定基石之上。

我之所以列举这一组对比的例子，并不是想说明摩托罗拉在研发铱星手机项目的时候犯了错，或是德州仪器公司研发数字信号处理业务时更有远见。如果你事先就能预测什么商业构想能够奏效，那么你自然会把资金投到这些项目中去。但在现实中，我们并不具备这种预知未来的超能力。这也是卓越的公司会在很多最后并不能成功的小项目上进行研发投入的原因。在铱星手机和数字信号处理项目启动初期，摩托罗拉和德州仪器公司都成功地进行了对小规模的研发尝试，但是和摩托罗拉不同的是，德州仪器公司直到积累起了足够多的实践经验之后才开始下大赌注。大胆的商业构想确实能促使企业进步，但是没有经过实践检验或者与不利的局面对着干的做法会拖垮企业：除非福星高照或者好运当头。可是，把未来压在好运气上并不是什么保险的策略。

读到这里你可能会想：“那就不要忽视现实中的种种迹象啊！如果现状那么不妙，就不要推动铱星项目，这样就可以避免陷入衰落第三阶段的泥沼了。”然而，现实中的一切并不都是清晰可辨的，很多情形都很令人困惑，杂乱且模糊不清，需要你自己加以解读。实际上，最危险的并不是忽略确凿无疑的事实，而是对模棱两可的情形判断失误，一旦情形不利，你将陷入灾难缠身的险境。为了说明这一点，我想借用一个很多人知道的悲剧来加以阐述。

1986年1月27日下午，美国国家航空航天局(NASA)的一位负责人给莫顿聚硫橡胶公司的工程U币打电话。莫顿聚硫橡胶公司是美国国家航空航天局的一个分包商，负责给美国国家航空航天局生产火箭助推器。当时离28日清晨只剩几个小时了，“挑战者号”航天飞机在佛罗里达州的肯尼迪航天中心等待预定发射时间，专家预计发射当天清晨的气温将在20多华氏度，发

射升空时的气温将在 30 华氏度(零下 1 摄氏度)以下。美国国家航空航天局的负责人让莫顿聚硫橡胶公司的工程师考虑一下,发射时的低温天气会不会对固态火箭助推器产生什么影响。莫顿聚硫橡胶公司的多位工程师很快就聚在了一起讨论一个叫做 O 型环的独特装置。当火箭的燃料燃烧时,可以用橡胶材料制造的 O 型环来密封住接缝,这就相当于给灼热的气体加上一个顶盖;倘若不加这层防护的话,那么就有可能发生灾难性的爆炸。

美国在之前的 24 次火箭发射中,最低气温是 53 华氏度,比“挑战者号”发射时的气温要高出 20 多华氏度,因此工程师们也没有统计数据表明在 25~30 华氏度的条件下,O 型环会发生怎样的变化。他们搜集的数据表明,在温度降低的条件下,O 型环密封需要的时间也更长(你也可以想象一下生活中的例子,你可以把冰箱门附近温度很低的橡胶圈和室温下的橡胶圈进行对比,低温橡胶圈的延展性肯定不如室温下的橡胶圈那么好)。工程师们表达了他们的担忧,最后商定包括美国国家航空航天局专家在内的 34 人,于美国东部时间当晚 8 点 15 分召开远程电话会议。

远程电话会议的第一个小时是讨论环节,最后莫顿聚硫橡胶公司的工程师们得出结论:他们不建议在 53 华氏度以下的气温环境下进行发射。美国国家航空航天局的工程师们则表示说,原有的数据互相矛盾,无法根据原有数据来下定论。原有的数据确实清楚地表明,在 60 华氏度以下的低温下,O 型环确实会影响发射;不过数据也表明,O 型环在 75 华氏度的低温下也会影响发射。美国国家航空航天局的一位工程师回忆说:“有很多数据都是相互矛盾的。”让人更加费解的是,之前在 53 华氏度以下的气温环境下进行发射的时候,莫顿聚硫橡胶公司并没有提出反对意见(以前的发射温度自然没有 20 华氏度那么低,但是肯定比工程师们提出的 53 华氏度的分界线要低),这就和工程师们这一次提出的建议相左。工程师们认为,即便第一个 O 型环出现了故障,那么备用的第二个 O 型环还能起到密封的作用。

在颇具权威的《挑战者号》的决策》(The Challenger Launch Decision)一书中,社会学家黛安娜·沃恩(Diane Vaughan)破解了一“挑战者号”爆炸之谜,她指出美国国家航空航天局的负责人忽视了不能否认的数据,在不安全的条件下坚持进行发射。发射夜,远程电话会议中的谈话如实地表明了发射工程参与者的困惑和质疑。在远程电话会议中,一位美国国家航空航天局的负责人脱口而出:“我的天啊,你们想要让我们什么时候才进行发射,是要拖到明年 4 月份吗?”也是在当晚,美国国家航空航天局的负责人也表达了对发射“挑战者号”的疑虑,一位工程师请求自己的同事不要让他犯错,这位工程师说道:“我难以同意分包商都不推荐的发射计划。”当晚的讨论整整持续了 3 个小时。倘若他们手中的数据准确的话,难道还需要冗长地讨论 3 个小时吗?数据分析专家爱德华·塔夫特(Edward Tufte)在《视觉解说》(Visual Explanations)一书中指出,如果负责“挑战者号”的工程师能将手头的数据用图表的方式描绘出来,那么就可以从中看到清晰的趋势:每一次在 66 华氏度气温条件下的发射都会造成 O 形环的损坏。但是,没人将这些数据用清晰明了的绘图方式展现出来,以至于温度越低发射风险越大的观点在当晚的讨论中一直模糊不清。负责 O 形环的首席工程师总结时指出:“我们没有足够多的数据来下定论,所以也没法说服任何人。”

到底要说服谁接受什么?这是问题的关键。因为阴差阳错,大家要决策的内容发生了 180 度的大转弯。之前面对火箭发射时,决策者应该探讨“你能证明发射是安全的吗”;然而,“挑战者号”的决策者却在探讨“你能证明发射是不安全的吗”。如果这次发射任务的决策者探讨的问题没有发生 180 度的大转弯,或者人们能从已有数据中解读出明确的信息,那么第二天“挑战者号”应该还在发射台上静静地躺着。毕竟,同将发射时间推延几小时相比,在发射时出现灾难性事故毕竟要恐怖得多,因此不会有谁愿意冒天下之大不韪。如果你是美国国家航空航天局的一位负责人,你怎么会去推动一个风险极高并可能会导致灾难后果的决策呢?任何理性的人都不会这样去做。当时大家手里拿到的数据是模棱两可的,而大家讨论的问题也发生了 180 度的大逆转。因为无法否认发射项目是不安全的,莫顿聚硫橡胶公司也改变了自己的立场,转而同意进行发射,他们在凌晨之前将确认意见传真给了美国国家航空航天局。1 月 28 日上午 11 点 38 分,发射时的气温是 36 华氏度,O 形环在刚点火发射时就失效了。发射升空 73 秒之后,“挑战者号”在空中爆炸,化作一团火焰。“挑战者号”上的 7 名宇航员全部牺牲,和“挑战者号”的废墟一起落入离发射中心 7 英里远处的大海里。

“挑战者号”的悲剧给了我们一个重要的教训。当面对会产生极其严重后果的决策时(我们可以把其称为“发射决策”),制定决策之前需要有足够的证据表明绝对安全。如果“挑战者号”的负责人能够更多地考虑项目的安全性(“如果不能排除不安全的隐患,那么我们就推迟发射”),那么“挑战者号”就有可能避免化为废墟的悲剧。

戈尔联合公司的创始人比尔·戈尔曾提出过一个衡量风险、制定决策方面的有效原则,他将其称为“吃水线”原则。你不妨假设自己就在一艘船上,如果做错了任何决策,就相当于在船舷旁凿了一个洞。如果这个洞位于吃水线上方(水不会没过这条线,因而没有沉船白勺危险),你可以及时地将洞补上,从中吸取经验教训并继续前行。但是,如果你在吃水线下方凿了一个洞,那么你就会发现水会汹涌而入,使船沉入海底。如果这个洞足够大,你很快就会沉入海底,就像2008年金融海啸中一些金融巨鳄很快就葬身海底一样。

诚然,很多企业都会冒大风险,但是它们也会避开吃水线下方的风险。当你面对模棱两可的信息感到难以抉择的时候,不妨问自己3个问题:

1. 如果一切顺利,会有什么好处?
2. 倘若情况不顺,会有什么糟糕的结局?
3. 面对糟糕的结局,你能接受吗?真能接受吗?

假设你正在一处悬崖上攀岩,一场暴风雨马上就要到来,但是你不确信这场暴风雨是否会很大或者伴有危险的闪电。你必须当机立断:是继续往上攀岩,还是原路返回?在科罗拉多州黄金峡谷著名的裸岩,两位攀岩爱好者就遭遇了这一难题。他俩在攀岩途中听到了远处传来的隆隆雷声,需要决定是否要继续原定的登顶计划。这时他们不妨考虑一下上述3个问题:如果暴风雨很快过去了会怎样?他们可以按照原计划顺利登顶;如果他们正在岩时尚攀岩,暴风雨来临时电闪雷鸣该怎么办?他们很有可能会命丧九泉。然而他们还是决定继续攀登。他们刚要攀上岩顶,恰巧暴风雨正好经过峡谷。倏然间,他们身上的金属防护绳起电,冒出了火花。随着“砰”的一声巨响,闪电击中了位于上方的攀岩爱好者,导致其当场罹难。

当我们用这种思维方式考虑问题的时候,概率也发挥着比较大的影响。如果不利局面出现的概率是零或者通常很小,要与不利局面出现概率较高、不稳定或者高度不确定的情形区别开来,否则我们就不敢登上商务航班了,更别提去攀爬黄金峡谷的裸岩或者约塞米蒂峡谷里的酋长岩了。上述例子中的两位攀岩者明明知道出现雷暴天气的可能性极大,依然冒险继续攀岩,造成了风险不对称的局面(好处很少,灾难性的后果很严重),最终酿成了无法挽回的悲剧。

2008年的金融危机也向我们证明,如果不能驾驭这些风险,很有可能会造成毁灭公司的严重后果。随着房地产市场的泡沫越吹越大,随之而来的风险也越来越大。金融衍生产品的杠杆率急剧提高(有时候甚至达到了30倍),那些以房贷为支撑的金融衍生产品的敞口风险越来越大,这一切到底有什么好处呢?如果一切都川页风顺水的话,那么也就意味着会创造更多的利润。但如果整个市场的泡沫都破灭了,我们就会进入史上风险最大的危机期,那我们该承受怎样的后果?美林证券被美国银行收购;房利美也由美国政府接管;贝尔斯登在无助中被兼并,从此从华尔街的舞台上消失了;雷曼兄弟这家百年老店轰然倒地,掀起了市场上的流动性危机,从而也导致全球经济陷入衰退。

领导团队的精神状态

诚然,公司在衰落的过程中并非一定会遇上推出铱星手机这样的大型项目,也不一定会遭遇火箭发射失败导致宇航员罹难的致命后果。公司在衰落的第三阶段也会日渐衰微,周围也亮起了越来越多的红灯。领导者有可能会发现顾客忠诚度下降,库存周转速度放缓,利润率逐渐下滑,议价优势日益丧失,或是其他表明企业变得越来越平庸的指标亮起了红灯。那么,你最应该关注哪几个指标呢?对于企业而言,我们的研究表明,任何导致毛利率下降、营运资金比率下降、负债与产权比率上升的迹象都表明风雨欲来。我们对11家企业进行的财务研究表明,它们在向衰落的第四阶段过渡时,至少在上述3个指标中出现了关于一个目标不好的趋势,但是我们并没有发现公司的管理层为此而忧心忡忡,更没有想要积极调整的欲望。事实上,客户和股东的忠诚度也值得管理层关注。此外,我们在第二阶段也讨论过,关键岗位上有着越来越多的优秀人才流失,这一点需要管理层加以重视。

随着公司在衰落第三阶段的泥沼中迅速下陷,领导团队的精神状态同打造卓越公司的领导团队的精神状态截然不同。在下面这张“领导团队的精神状态”表格中,我将走上坡路与走下坡路企业的精神状态进行了对比。

领导团队的精神状态

走下坡路团队的精神状态

员工有意向决策者隐瞒严峻的现实情况,担心决策者了解到现状之后会处罚和批评自己。

员工在没有提供数据、证据和有逻辑的论断的前提下却坚持己见。

团队领导说话一言堂,几乎不许别人插话提问。这样一来,团队其他成员就没能对讨论作出实质贡献,大家思考问题也是草率了事,还会造成无中生有的偏见。

团队成员默认一项决议,但是并没有用合力来促使这项决议得以成功推行;更糟糕的是,还有人会故意搞砸这项决议。

团队成员竭力邀功,对同事们的欣赏却毫不在意。

团队成员互相争执,为的是显得自己很能干,或是为了使自己多分一杯羹,而非为了给集体的事业找到更好的对策。

团队经常“责全求备”,为的是找替罪羊,而非让大家变得更睿智。

团队成员无法施展优异的才能,遇到困难、错误和失败的时候就把:责任归到外部因素或别人身上。

走上坡路团队的精神状态

遇到糟糕的情形时,员工会主动告诉同事,他们会说“快来看看,这里出事了”,并和同事进行讨论。领导从不批评那些实话实说的员工。

员工在讨论的时候会引述数据、证据,并提出合乎逻辑的论点。

团队的领导喜欢采用苏格拉底式的发问,自己说的不多,却向同事提出了很多问题,积极调动大家的思维,促使大家能够看透问题的本质。

一旦某项决议通过,团队成员都会戮力同心地让决议取得成功,尽管团队成员最初可能竭力反对这项决议。

团队成员功成而不居,却很在意同事之间的彼此欣赏。

团队成员互相争论,为的不是己一之私,而是为了给共同的事业找到更好的对策。

团队成员经常“自我批评”,从惨痛的失败教训中吸取宝贵的经验。

每个团队成员都有优异的表现,在面对困难的时候,每个人都愿意。

主动承担责任并能从错误中汲取经验教训。

处于衰落第三阶段的企业往往有一种共同的行为方式(它们也会把这种行为方式带入第四阶段),那就是掌权者将责任推到别人身上或外部因素上,而不是诚实地来应对企业面临的难题,这样一来企业就有麻烦了。20世纪80年代末90年代初,方兴未艾的分布式计算开始影响IBM的主营业务,IBM也开始走向了下坡路。IBM的一位高管将这种让人担忧的趋势坦诚地告诉了公司的其他高管,结果发现自己却成了众矢之的,IBM一位说一不二的领导将这份报告扔到一旁,不屑地挥手说道:“报告中的数据肯定有问题。”这位年轻的IBM高管当时就知道这家企业帝国注定将衰落。于是,他离开了IBM自己创业,当谈到当年离开IBM的决定时,他幽默地说:“自己白手起家创业总比对风险置之不理要更保险。”尽管IBM后来进行了改组,也加大了研发力度,但是并没有能够止住公司下滑的势头。到了1992年,业界将IBM比喻为一只行将绝迹的恐龙。富有传奇色彩的首席执行官郭士纳帮助IBM扭转乾坤,他直面IBM的缺陷,在他任职的早期就向高管团队提出了尖锐的问题:“IBM至今已经裁员12.5万人……是谁让他们丢了饭碗的?难道是上帝的旨意吗?是竞争对手崛起并打败了我们。”

在我们研究的过程中,我们发现11家公司中有7家公司在衰落时期会把责任推卸到外部因素上。当真力时在20世纪70年代中期遭遇困境的时候,真力时的首席执行官列举了一系列外部因素作为挡箭牌:“谁能预料到会发生水门事件?谁能预料到我们现在面对的大萧条……我们突然就遭到了重创。”真力时也开始抱怨来自日本厂商的不公平竞争,这种竞争使公司的利润锐减,而且市场份额不断下滑。即便日本厂商真有“不公平”竞争的情况(美国司法部并没有作出

有利于真力时的判定)，但真力时的表现就像美目的汽车工厂一样，他们拒绝承认日本的竞争对手能生产出物美价廉的产品。没过多久，真力时就滑入了衰落的第四阶段。

企业忽视风险还有最后一点值得我们关注的表现，那就是像走马士丁似的进行重组。到 1961 年年底，斯考特纸业已经打造出了全世界最成功的消费品纸业公司，在餐巾纸、面巾纸、棉纸等各种纸类产品中都独占鳌头。此时，宝洁公司开始进军这一市场，金佰利—克拉克公司、佐治亚—太平洋公司等竞争对手也开始侵占斯考特纸业的市场份额。宝洁公司推出了 Bounty 牌纸巾来和斯考特纸业逐鹿高端市场，其他品牌则在低端市场上围猎斯考特纸业。1960~1971 年期间，斯考特纸业的市场份额从一半下降到只有 1/3。1971 年，宝洁公司在全美国推出了 Charmin 牌卫生纸，这是对斯考特纸业最重要的一个产品发起了直接攻击。

那么，斯考特纸业的应对之策是什么呢？

重组。

斯考特纸业将营销和研发部门进行了整合，将组织结构图上的不同部门进行了多次调整，但是 5 年之内都没有拿出针对 Charmin 牌卫生纸的有力反击对策。整整用了 5 年的时间！斯考特纸业在 20 世纪 80 年代继续进行重组，4 年之间竟然有 3 次之多。斯考特纸业每种产品的市场份额都出现了下滑，很快就陷入了衰落第四阶段。

公司重组会给你带来一种错觉，会让你误以为公司正在做的事是富有成效的。公司总会进行重组，这也是公司不断进步的特征。但是面对不利的数据和迹象时，如果你的首选对策就是重组，那么你很有可能就是在漠视危机。这有点儿像是面对严重的心脏病或是癌症的时候，你只是把家里的家具搬来搬去试图缓解病情一样。

任何组织都不是尽善尽美的乌托邦。所有的组织结构都有利有弊，每种组织结构都有效率不高之处。我们的研究表明，没有哪种组织结构能够遮挡任何风雨，任何形式的重组都不能够让风险和危险自行消失。

衰落第三阶段主要症状

- 将好消息过度放大，对坏消息大事化小：企业在面对不利数据的时候，往往不是去审视自身是否有问题，而是在解读负面数据的时候采取大事化小的态度，而面对夕卜界的表扬或报道的时候，往往过分夸大好消息。

- 在没有实证支撑的基础上就贸然出击：在没有实证经验支撑的基础上，甚至在背离实际风向标的情况下，企业的领导者贸然设定过高的目标或是下大赌注。

- 面对模棱两可的信息，盲目决策：当面对模棱两可的信息和有潜在灾难性后果的决定时，企业的领导者往往盲目乐观，甘冒“吃水线”的风险。

- 团队士气低落：团队成员彼此间的对话、讨论的次数不仅减少了，而且质量也变得越采越差了。团队讨论时大家默不做声地达成“共识”，或者成了某个领导的一言堂，而不是开诚布公地沟通并齐心协力地去实现目标。

- 推卸责任：企业的领导者不去为挫折、困难负起全责，而是把责任推到外部因素上或别人身上。

- 频繁重组：企业并没有脚踏实地面对残酷的现实，而是一而再、再而三地进行重组。企业员工的注意力都放在了内部政治而不是外部现实上。

- 领导者专横跋扈、高高在上：领导者专横跋扈、高高在上。高管们享受的高福利和高薪水让员工觉得他们更加不可一世。领导者宫廷般奢华的办公室也让他们越发脱离现实。

13.5. 第四阶段 寻找救命稻草

1992~1998 年期间，惠普首席执行官路·普拉特(LewPlatt)带领企业实现了利润增长 4 倍、股票累积收益率增加 5 倍的骄人战绩。这一成就也使得《首席执行官》杂志将路·普拉特评为过去 25 年间排名第 11 位的最成功的财富创造者。可是转眼到了 1999 年年初，在很多投资人、分析师、商业记者看来，路·普拉特在痛苦地挣扎，因为惠普公司正在努力追赶互联网经济的末班车。

尽管我认为路·普拉特不是一个失败者，但是也不得不承认，他的一个失误使得惠普公司和

他自己以后栽了大跟头，因为他带领一家超大型企业以不可持续的超速在向前推进。过去，惠普为了把年营业额做到 150 亿美元整整花了半个多世纪；而在路·普拉特的领导下，惠普仅仅用了 4 年就将营业额翻了一番，达到 300 亿美元；又仅仅过了 3 年，惠普的年营业额又突破了 450 亿美元大关；由于无法继续保持原来的超高速增长，惠普 1998 年的时候就撞了南墙，公司的表现连续 5 个季度让华尔街大失所望。如果路·普拉特能给之后的发展留下一点空间，那么接下来几年的成长之路也许会更顺畅些，惠普也能在 20 世纪 90 年代后期继续书写成功的辉煌。可是，路·普拉特却丢了饭碗。

1999 年 1 月，惠普的董事会在加利福尼亚州帕拉阿图的花园庭院酒店开会。彼得·伯罗斯 (Peter Burrows) 的《逆势出击》(Backfire) 和乔治·安德斯 (George Anders) 所著的《完美变奏》(Perfect Encore) 对这一关键时期进行了精彩的描述。20 世纪 90 年代后期，互联网时代的泡沫给传统的经济学规律带来了巨大的冲击，惠普的员工最开始感到困惑，之后感到惊奇，最后变得害怕。到了 1999 年，亚马逊和雅虎等网络公司用了短短的 5 年时间，就把市值从零做到了 150 亿美元，而惠普实现这一目标所花费的时间是这两家公司的 10 倍。

戴着厚边眼镜的路·普拉特性格低调不张扬，喜欢开毫不起眼的福特金牛座轿车，也经常在员工餐厅和下属一起吃饭。路·普拉特或许适合在更早的时期担任惠普的掌舵人，但惠普陷于停滞的增长态势以及阴跌不止的股价让员工很担心(整个科技板块的企业都在风风火火地前进)，他们觉得惠普需要新的掌门人。因此，这位 57 岁的首席执行官提出自己是否应该提前退休，把掌舵权交给下一代。惠普董事会接受了路·普拉特提出的辞呈，并开始四处寻找合适的首席执行官人选。

1999 年 7 月 19 日，惠普宣布从朗讯科技公司挖来了卡莉·菲奥莉娜。1998 年，这位“超级营销皇后”力压脱口秀女王奥普拉·温弗瑞，被《财福》杂志评为“商界最有影响力女性排行榜”的第一名。迟暮、死板的惠普聘请了世界上最有影响力、最有魅力、最让人热血沸腾的商界女强人，这让全世界重新燃起了对惠普的激情。这股激情的灼热程度让卡莉·菲奥莉娜自己都感到眩晕。不仅《福布斯》、《财富》和《商业周刊》等商业媒体想要深入报道这则新闻，《奥普拉脱口秀》、美国广播公司女主播黛安·索尔、《魅力》和《风尚》等大牌媒体和主持人都争相采访她。卡莉·菲奥莉娜值得赞扬的地方是，她没有接受所有的采访请求，甚至回绝了一些大牌媒体的采访请求。尽管如此，要求采访的电话还是接连不断地打到惠普公司，惠普的员工发现他们请来的是一位明星首席执行官、一位商界的摇滚明星，她的存在可以在媒体界掀起报道高潮。卡莉·菲奥莉娜接任惠普的首席执行官一职还不到 48 小时，就引来了《华尔街日报》、CNBC 电视台、《华盛顿邮报》和《纽约时报》等大牌媒体的争相报道。不到两周，她又成了《商业周刊》封面的特写人物。

卡莉·菲奥莉娜的高调出场和郭士纳 1993 年临危受命挽救 IBM 的风格完全不同(将 IBM 与惠普的成功进行对照分析)。当《今日美国》为郭士纳提供了一份他人主 IBM 100 天后的“每日进程表”时，郭士纳的回答是“不用了，谢谢。我们正在评估手头的项目，前景有点儿不太乐观”。上任的第一天，郭士纳并没有去 IBM 总部，而是去拜访了一个国际经理人。此时的郭士纳还没有 IBM 公司的通行证，所以他在防卫森严的大楼前吃了闭门羹。郭士纳在《谁说大象不能跳舞》中写道：“我觉得她之所以让我进去更有可能是因为她不想让我再继续敲门，而不是因为她认为我是里面的人。我在办公楼里转了好久，最后才找到了会议室，会议刚好开始。”

卡莉·菲奥莉娜接手惠普没多久，在商业造势上表现出色，她在惠普两位创始人在 20 世纪 30 年代晚期创业的加利福尼亚州帕拉阿图市的传奇车库前信誓旦旦地宣称：“比尔·休利特和戴维·帕卡德的企业正在重生。当年创业初期蒸蒸日上的企业就要回来了。你们等着瞧吧！”在其他变革急先锋的支持下，卡莉·菲奥莉娜在惠普内部掀起了充满激情的、催人奋进的变革浪潮，用她那旋律高昂的进行曲催促着自己的队伍前进。她制定了宏伟的、全面的战略，给惠普的品牌打出了“创造”的口号，在营销方面积极出击，极力敦促员工以互联网般的节奏向前冲。《福布斯》杂志一篇封面文章的标题就是“卡莉的信徒”，这篇文章开篇的半页用大号字体描述惠普“随时追随卡莉”的企业特点。这篇文章的后面引用了卡莉·菲奥莉娜的一句话“领导力就是业绩”。在众多惠普的虔诚追随者聚在一起的一个场合中，卡莉·菲奥莉娜发表了一次振奋人心的演讲：

“我们以前没能为你们清晰地勾画惠普的未来……这正是我们想要兑现给你们的承诺。”

反观郭士纳，他入主 IBM 的风格则完全不同，他第一次在公开场合谈到 IBM 的时候说道：“IBM 眼下最不需要的就是对未来的憧憬。”郭士纳这么说并不意味着 IBM 不应该有愿景，而是意味着他有更重要的具体事务需要处理，包括确保关键岗位能有精英人选担任（“这是我接下来几周内优先要解决的问题”），提高公司的赢利能力，改善现金流，最重要的是在一切业务活动中都要重新回归以客户为中心的出发点。郭士纳采取了一种不紧不慢的漫步者姿态，分析了大量的数据材料，力争使 IBM 在现有的基础上更上一层楼。他花了近 3 个月时间彻底摸清了 IBM 的家底。他告诉《财富》杂志的编辑戴维·柯克帕特里克说：“任何人想要在 30 天之内给这么大一的企业设计出行进路线图，简直就是天方夜谭。此外，我还想给你们的读者泼一盆冷水，IBM 新任管理层也没有类似的想法，这种所谓的路线图根本不会出现。”

在郭士纳掌舵 IBM 100 天之后，《今日美国》在头版发表了一篇文章，文中指出在郭士纳入主 IBM 之后，公司的股价已经下跌了 6%，引述一位挑剔的分析师的说法，那是因为“他什么都没有做”。另一位批评人士则说：“显然，他不具备妙手回春的能力。”当有人问起郭士纳在 IBM 是否有危机感的时候，他言简意赅答道：“我没有一点儿危机感。我心中有一种紧迫感，不论我们表现优异还是糟糕，这种感觉一直都没有改变过……但是这绝不意味着我认为这家公司处于危机之中。”

郭士纳首先有条不紊地为公司寻找正确的人，然后逐步加深对 IBM 实际情况的了解，之后才考虑给公司设定一个远景目标和战略。这种做法和卡莉·菲奥莉娜截然相反。在惠普公司任命卡莉·菲奥莉娜为首席执行官之后的第二天，《商业周刊》就对她进行了专访，卡莉·菲奥莉娜悉数列出了工作重点，其中她的首要任务就是给作为一家互联网公司的惠普设定一个远景目标，通过这个远景目标将公司多种产品整合在一起。卡莉·菲奥莉娜在自传《勇敢抉择》中写道：“我受命来到惠普，总有一种时不我待的紧迫感。我匆忙地追赶……”郭士纳和卡莉·菲奥莉娜两人在经营业绩这一最重要问题上的态度也是泾渭分明。在郭士纳的任期内，IBM 的销售赢利在逐渐改善，他任职第一年全年的赢利为 5%，到他在“蓝色巨人”任职的最后一年赢利达到了 9%。与此相反，惠普公司的销售赢利走势则显现出了离奇的路径，卡莉·菲奥莉娜任职第一年全年赢利为 7%，2002 年变为负值（当年也是惠普上市 45 年来第一次出现亏损，其中的一个重要原因是由于重组和收购所需的大量费用），到她任职的最后一年赢利为 4%。

卡莉·菲奥莉娜于 2005 年 2 月 7 日结束任期，这一天惠普的董事会在芝加哥机场召开了一次特殊的董事会。在让卡莉·菲奥莉娜进行了简短的介绍之后，董事会让她先行回避，卡莉·菲奥莉娜只好在酒店的房间焦急地等候，3 个小时后，卡莉·菲奥莉娜才被叫回会议室。卡莉·菲奥莉娜后来在书中写道：“当我回到会议室的时候，发现除了两个董事之外，其他人都已经走了，我就意识到自己已经被解雇了。”

四处寻找灵丹妙药

卡莉·菲奥莉娜从惠普黯然离去，其实我们不能把惠普的衰败归咎于她。实际上，卡莉·菲奥莉娜正是当年惠普董事会要寻找的具有领袖魅力、富有远见的领导，她身上具有变革公司所需要的领导魄力和激情。从这个角度来看，请来卡莉·菲奥莉娜是一个成功的选择，事实证明这确实是一个绝佳的选择。惠普之所以会陷入衰落第四阶段的泥沼，并不是因为惠普在面临互联网经济时反应迟缓，也不是因为没有能够达到华尔街的预期，而是因为惠普的董事会在面临衰落时反应滞后且应对不当。

一个企业陷入衰落的第四阶段，往往开始于四处寻找灵丹妙药。这种灵丹妙药会有各种各样的表现形式，例如在某些没有经过实践验证的科技上投入过大，把希望寄托在某些不知是否可行的战略上，把成功的赌注全都压在某个有噱头的新产品上，尝试能改变“竞争版图”的并购，下大赌注去改变企业形象，聘请那些许诺能提供拯救方案的顾问，寻找一个救世主般的首席执行官，口口声声地说“改革”方略，到了病人膏肓的晚期就听任他人的金钱拯救或收购。问题的关键在于，这些企业都在忙碌地寻找复苏的捷径，而不是循序渐进、艰苦卓绝地帮助企业重新积累长期复苏的动能。惠普的董事会在谈到 2002 年斥资 240 亿美元收购康柏电脑公司的时候，表现出了明显的衰落第四阶段的症状，惠普董事会的措辞表现出了“所有问题都能一蹴而就”的态度，

他们使用了“提升价值最好、最快的手段……”“通过此次战役，我们大幅提高了……”“我们很快就能将……翻番”（“这使得我们刁解决了……”“通过这一战略举措……”“使得惠普会加速……”“将让产业发生翻天覆地的变化……”等措辞。在下面的这张表中，我们将贯穿衰落第四阶段的表现和能帮助我们扭转乾坤的表现进行了一番对比。

贯穿衰落第四阶段的表现

把希望寄托在不知可否的战略上，误打误撞地采用新科技、进入新市场、开展新业务，而且往往大张旗鼓、虚张声势。

尝试能改变“竞争版图”的并购(往往是一相情愿而非经过事实检验的“协同效应”)，力图通过一蹴而就的方法将公司改头换面。

面对威胁时采取孤注一掷的做法，以至于使公司陷入更危险的境地，并占用了公司更多的资金，增加了公司的财务风险。

急躁冒进地推进变革，用近乎发动革命的方式改变公司的每个方面，这也威胁到了公司，甚至使公司放弃了核，乙优势。

表现糟糕，却给员工开出美好未来的空头支票。

由于经常重组或者没有采取使公司得以持续发展的重大决策，公司前进的攻势受到破坏。

寻找救世主，偏执地想要从公司外部寻找一位力挽狂澜的领导者，寄希望于这个领导者能带领公司重振雄风。

能帮助我们扭转乾坤的表现

根据具有实证性的证据和量化分析来制定战略革新步骤，而非冒失地采取未加验证的做法。

深谙将两家在困境中挣扎的企业合并绝不能造就一家伟大的企业；只会去考虑那些能将公司既有优势发挥得更明显的战略并购。

全面了解现状，努力思索，再坚定不移地采取行动(或者以静制动)，绝不采取那些对公司长远发展有害的行动。

清楚地了解公司的核心价值和需要长期坚守的优势，在现有优势的基础之上前进，并逐渐消除自身缺陷。

关注公司的业绩，通过实实在在的成绩让员工看到前进的方向。

通过一系列良好的决策创造前进动能，具有极佳的执行力，这些决策之间还具有很好的连贯性。

致力于寻找政令严明的领导者，倾向于从公司内部提拔功绩显著的高管。

我们在研究中发现，几乎所有陷入衰落后期的公司都至少寻找过一种以上的灵丹妙药。例如，电路城让来自百思买的一位高管取代了内部成长起来的退休首席执行官，而这位空降高管的任期只有短短的一年半而已。电路城解聘了3 000名经验丰富的高薪酬分店雇员。不到两年，电路城被迫找来了高盛公司担任战略顾问，寄希望于成功的并购，以求力挽狂澜，最终有兴趣的买家百视达公司也放弃了。没过多久，电路城就申请破产保护了。斯考特纸业公司斥巨资聘请了战略顾问，在公司内部掀起了企业文化变革，《财富》杂志将其描述为“要么就信奉这种新理念，要么就走人”。埃姆斯百货公司走马灯似的聘请新首席执行官，最频繁的时候竟然在短短33个月之中调换了3次高管层。这些新上任的管理层不停地制定新战略，上马新项目，寻找突破性变革……在新对手的强烈攻势下失去昔日光环后，大西洋—太平洋茶叶公司在旗下的4 000家门店都推出了“经济实惠之源”的战略，采用降价的方式迫切地想要重新夺回市场份额，一位行业分析人士将这种做法称为“神风特攻队攻略”。事实证明，这种做法极大地影响了大西洋—太平洋茶叶公司的赢利能力。之后，大西洋—太平洋茶叶公司放弃了这一战略，从公司外部挖来了一位救世主，这个救世主帮助公司暂时恢复了赢利，但当公司陷入亏损之后又遭到解雇。

公司在深陷衰落第四阶段时会努力寻找救命稻草，但是效果并不能持久。希望会接二连三地破灭。此时的公司会尝试各式各样的新方案、新动向、新战略、新愿景、新企业文化、新价值观、新突破、新收购和新救世主。如果某一灵丹妙药不奏效了，他们还会继续去寻找下一个……平庸的标志并不是不愿意变革，而是持续的不稳定表现。

你可能会想“公司在非常之时，应当采用非常之道”。身陷险境的公司因为是背水一战，所

以也会拼死一搏。但是，刚刚陷入衰落第四阶段的公司，往往不会觉得自己已经处于危险境地了。我们研究的陷入衰落第四阶段的公司，在这一阶段之初会摔一个大跟头，但是并不会一命呜呼。事实上，公司往往会延续这一阶段的行为模式，处境也变得更加不妙，最后更有可能变为一个会采取极端做法的企业。

我们不妨来对比一下摩托罗拉公司和德州仪器公司，这两家原本卓越的公司都栽过跟头，其中一家公司深陷衰落第四阶段的泥沼，而另一家公司则没有。1998年，摩托罗拉在公司50多年的历史第一次出现亏损。公司的高管聚在会议室里，在一块白板上写下各种能帮助公司突围解困的方法。摩托罗拉的高管决定采取激进的对策，《商业周刊》将其描述为“休克疗法”。摩托罗拉耗资170亿美元收购了通用仪器公司(General Instruments Corporation)，这一金额相当于摩托罗拉当时的总市值。摩托罗拉在网络泡沫破灭之前，冒失地去追赶互联网和宽带的时髦趋势，推出了一项名为“智慧演绎、无处不在”的商业战略。起初，这些举措看似都奏效了，因为摩托罗拉的总市值增长了两倍多。可是好景不长，互联网和宽带经济的泡沫随之破灭，摩托罗拉在公司2001年的年报里承认：“和其他公司一样，我们也在2000年不合时宜地追逐网络和电信的风潮。”摩托罗拉于2001年在全球建立起了一个高达450亿美元的生产和成本控制体系，不过2001年公司的营业收入锐减到300亿美元，公司陷入了连连亏损的境地。到了2003年年底，摩托罗拉董事会聘请了有史以来第一位从外部选来的领袖，从太阳微系统公司请来了知名经理人爱德·詹德(Ed Zander)。受意见不统一的股东的排挤，爱德·詹德在4年后辞职。

德州仪器公司比摩托罗拉要成功得多，它的做法和摩托罗拉完全不同。德州仪器公司是20世纪中叶的明星科技企业，不过在20世纪七八十年代，误入亏本的电子手表和家用电脑行业。德州仪器公司在1985年请来了杰里·约肯斯(Jerry Junkins)，一位记者把没有架子、意志坚定的杰里·约肯斯称为“来自得克萨斯州的吉米·斯图尔特”。杰里·约肯斯在德州仪器公司工作超过25年之后，低调地接任了首席执行官的职务。他领导德州仪器公司通过广开言路重新踏上卓越之路，并集中注意力在那些能做到最好的业务之上，最后成就了公司在数字信号处理业务方面的辉煌，我们在之前的第三阶段中已经对此进行了讨论。

德州仪器公司的高管明白，重塑一个卓越的企业，需要持续不断地延续明智、执行有力的举措。有些决策比其他决策更重要，不过即便是最重大的决定也只能是造就卓越企业中的一小部分因素。大多数看似“一夜成名的企业”其实都有20年左右的奋斗历程。

1996年5月29日，杰里·约肯斯在去欧洲出差的路上因为心脏病发去世。大家爱戴的首席执行官突然离世，本来会让公司陷入混乱，不过当时负责公司半导体业务的汤姆·安吉伯已经做好了接任首席执行官一职的准备。汤姆·安吉伯在德州仪器公司已经摸爬滚打了20年，他也成了继杰里·约肯斯之后，另一位低调谦逊、努力勤奋的首席执行官。当有人想要概括汤姆·安吉伯的管理风格时，他告诫：“我希望你们要写的故事主要是关注德州仪器公司的，而不是大篇幅地写我。”爱丽萨·威廉姆斯在《财富》杂志的一篇文章中写道：“德州仪器公司的成功和汤姆·安吉伯的个人领导魅力无关。汤姆·安吉伯的性格就像他出生长大的中西部平原一样乏善可陈。”汤姆·安吉伯在自己任期结束时，实现了平稳的权力交接，继任者也是在德州仪器公司中成长起来的高管理查德·坦普敦(Richard Templeton)，理查德·坦普敦在德州仪器公司已经效力了整整24年。当摩托罗拉正处于从优秀到更糟糕的衰落阶段时，德州仪器公司默默无闻、意志坚定的领导者进行了一场类似教科书变革的权力过渡，股价的表现比摩托罗拉要强5倍，这一表现可与英特尔公司1995~2005年的股价表现相媲美。

我们的多项研究(《基业长青》、《从优秀到卓越》和本书，以及我们正在进行的关于如何在动荡环境中制胜的研究)表明，打造伟大公司和从外部寻找首席执行官之间存在着明显的负相关性。我们研究的11家企业中有8家在陷于衰落的时候通过聘请外来的首席执行官来解决问题；而在进行对照分析的成功企业中，只有一家企业从外部聘请了首席执行官。读到这里你可能会想：“陷入困境的公司难道不应该向外部求援吗？”这或许没错，但是请牢记，在对公司衰落路径进行研究的过程中我们发现，“外来的空降兵”往往更容易把情况搞砸。我们之前的研究发现，在率领公司从优秀走向卓越的首席执行官中，超过九成都来自公司内部。与此形成鲜明对照的是，2/3的从外部聘请首席执行官的公司都没有让公司实现腾飞。

那么 IBM 的成功案例又该怎样解释呢?尽管 IBM 从 RJR 食品烟草公司挖来了郭士纳这位卓越的首席执行官,不过 IBM 当时已经有了复苏的势头(关于 IBM 复苏的叙述,详见附录 6)。显然,来自公司外部的高管也能帮助公司扭转乾坤、重新走上卓越之路。那么,IBM 的例子和其他公司的例子又有什么不同之处呢?其中重要的一个原因在于,郭士纳重新回到了打造卓越公司所需要的充满激情、有条不紊、坚持以往的道路上来。郭士纳明白,不论你是来自公司外部还是来自内部,要想帮助公司书写辉煌,就必须要让公司停止一再寻找救命稻草的做法。这种希望刚破灭就去寻找新希望的心态往往使希望再次破灭。如果一家陷入困境的企业去请“外来的空降兵”,它往往显示出了他们内心的恐惧:“救命啊!我们需要一个能掀起狂风暴雨的变革急先锋来改变一切,而且要快!”如果公司的领导者相信这一点的话,那么他则会深陷衰落第四阶段,而不能力挽狂澜。郭士纳的过人之处在于,他知道不论是来自公司内部或外部的领袖,都要能够摆脱这一魔咒,这是一个残酷而重要的教训。

衰退产生恐惧情绪

我 14 岁练习攀岩时学习了绕绳下降的技巧,当自己从 100 英尺高的陡直岩壁上往下看的时候,我吓得魂飞魄散。倏然间,起锚设备滑落了,我本能地就去抓悬挂支架的边缘,结果握着下降器的那只手却松开了(那只手紧握绕绳安全扣,从而确保自己能安全地下降)。这种出于害怕和“自我保护”的做法反而加大了我的风险系数。幸运的是,我的教练用安全绳将我拉住,这一几乎让我付出生命代价的教训让我铭记终生。

当我们发现自己有麻烦时,当我们发现自己就处在悬崖的边缘时,我们求生的本能和心中的恐惧会让我们为了活下去做出效果适得其反的举动。当我们需要冷静下来采取行动的时候,我们往往会冒险造成自己最不愿意看到的危险局面。

在回顾陷入衰落境地的公司情形时,我很惊讶地发现那条规律又应验了:因为忙中出错,处于衰落第四阶段后期的公司会加速自己帝国灭亡的速度。诚然,这些公司的领导者事后会宣称:“看看我们做的一切。我们已经改变了一切,我们已经竭尽全力。我们已经无所不用了,但还是失败了。你们不能怪我们没有尽力。”但是,这些领导者没有意识到,要将陷于衰落最后阶段的公司挽救出来,领导者需要头脑冷静、目标清晰地采取应对之策(就像 IBM 的郭士纳一样)。如果你想逆转颓势,对什么不应该做一定要心知肚明、令行禁止。20 世纪 90 年代初期,我在斯坦福商学院研究生院教课,曾邀请了一位曾在海军陆战队担任军官的企业家到课上讲授创造力。这位军官曾在越南战争期间多次参加丛林游击战。当被问及从战争中学到的经验对他办企业有何帮助时,他思忖片刻回答道:“如果你手下只有为数不多的几个兵,而四周都有敌兵,你最好应该告诉自己下属:‘你带这支小分队从这儿绕到那儿,你带那支小分队从这儿绕到那儿,不要有机关枪,每次开一枪消灭一个敌人。’”

深吸一口气,冷静下来,细细想一想,集中力量,瞄准目标,每次开枪消灭一个敌人。否则,你就会遭遇与信件和文件复印机公司类似的灾难,这家公司曾经是办公信件和复印领域的佼佼者。1945 年初投资的每 10 000 美元到了 1960 年都升值为 500 000 美元。1965 年,施乐公司推出了大为成功的 2400 型复印机,这对信件和文件复印机公司的复印机市场造成了巨大冲击。在惊慌失措中,信件和文件复印机公司匆匆忙忙地推出应对之策,在 3 年之内推出了 23 款新产品。但是,公司的财务状况却出现了大麻烦,应收账款回收速度放慢,最后应收却未收回的账款达到 7 000 万美元,23 款新产品中有 16 款都惨遭淘汰。

当信件和文件复印机公司的利润在 20 世纪 70 年代早期下滑并出现亏损后,公司董事会迫不及待地请来了一位锐意进取的首席执行官。这位雄心勃勃的“干将”,立即在公司掀起了改革大潮,重塑公司形象,彻底改变了公司的精神风貌。在这位“干将”看来,公司就像“在湖泊中不停打旋的一叶扁舟,而湖泊正在慢慢干涸,在这种情形下,公司要尽可能地在最短的时间内采取暴风骤雨般的变革。”这位首席执行官大胆地“和过去的羁绊告别”,采取了自救策略,用文字处理和电子办公机器来开拓“未来办公室”市场。但是,这一自救策略并没有达到预期的效果,这位锐意进取的首席执行官也不得不面对公司董事会的责难,他花了整整 3 个小时引述了大量数据和业绩来捍卫自己的领导地位。在听完他热情洋溢的演讲之后,一名董事提议让他辞职。10 个月之后,也就是在 1981 年,信件和文件复印机公司出现了历史上第一次年度亏损,几乎将

公司半个世纪积累的财富净值亏损一空。

你可能会想，信件和文件复印机公司的案例真是老生常谈。面对施乐公司的新技术，信件和文件复印机公司的机械复印机就显得过时了，世界已经将它甩在了身后。

从一方面来看，你的判断是对的，信件和文件复印机公司老套的产品在新技术的冲击下确实落伍了。然而，信件和文件复印机公司的胶印复印机依然还具有核心竞争力。我写作这一章节的时候是在 2008 年，离施乐公司推出复印业务已经过去了差不多半个世纪，胶印复印机依然是大批量和高质量复印工作的首选。信件和文件复印机公司本应离开现代办公室的环境(施乐公司在小印量的办公环境中取得了领先优势)，但它在 20 世纪 70 年代早期已经进军了商业印刷领域。信件和文件复印机公司仓皇应对，结果忽略了胶印复印机的发展，后来再也没能重拾这一业务领域内的优势。就像前文中提过的在慌乱中松开下降器的攀岩者一样，信件和文件复印机公司的仓皇之举也差点儿让企业滚下悬崖。

这些公司在慌乱中放弃一个战略，又选择另一个新战略；在美国把总部从一个城市迁到一个新城市，再迁到第三个新城市(从克利夫兰迁到洛杉矶，再迁到芝加哥)；不到 10 年的光景中，信件和文件复印机公司就换了 4 位首席执行官，经历了两次破产的困局。其中有一位首席执行官走得是那么匆忙草率，一位员工描述说“这就像一个脑部动手术的病人在手术台上辞世般仓促”。

20 世纪 90 年代后期，信件和文件复印机公司的员工已从 30 000 人缩减到了仅有几百人。1980 年投入公司的每 1 美元到当时已经不足 5 美分了。多年来关注该公司的一位分析人士总结说：“这就像得了绝症的人一样。我看着他逐渐萎缩至死，真是令人扼腕叹息。”信件和文件复印机公司在衰落的第四阶段越陷越深，最后一头扎入“被人遗忘或濒临灭亡”的第五阶段。

衰落第四阶段主要症状

- 四处搜寻灵丹妙药：公司倾向于以一种断断续续的方式，来实现剧烈的、大的变革，例如进行能改变“竞争版图”的并购，尝试不可持续的新战略或创新，试图酝酿暴风雨般的突破。如果成效不明显的话，还会一而再、再而三地继续尝试，一个项目不成再做另一个项目，一个目标实现不了再定下一个目标，一个战略不成功再定下一个战略。

- 寻找救世主般的领导者：面对风险和困难，董事会采取的办法是从公司外部找来富有领导魅力的救世主。

- 仓皇失措：企业的领导者做不到从容冷静、深思熟虑、有条不紊，而是匆忙且近乎慌乱地处理事情。

- 激进的变革：在新时代里，“改革”和“激进的”变革成了主旋律，公司层出不穷地推出了一系列新项目、新企业文化、新战略……公司的领导者将注意力放在面子工程上，将大量的精力放在“激励”，员工上，提出了很多不切实际的口号。

- 不切实际、轻视实效：公司的领导者没有降低自己的预期，没有充分意识到转型期的艰难，而是设定了高不可攀的目标，用“展望未来”的方式来掩盖目前业绩不佳的局面，造成一种言辞浮夸而表现不佳的风气。

- 昙花一现后的失落：最开始的时候，公司突然会有爆发式的业绩增长，但是好景不长；希望接二连三地破灭；企业并没有积累起前进的动能。

- 目标不清、愤世嫉俗：公司的员工并不能清楚地说明企业的目标，核心价值观也退化成了无可轻重的辞藻，公司只是变成了另一个“赚钱的地方”；员工失去了超越同侪的信念。员工本来应该笃信公司的核心价值观和目标，但员工逐渐对此失去了信心，将公司的愿景和价值观仅仅视为公关的说辞而已。

- 频繁地进行结构重组、财务状况恶化：每个失败的策略都会消耗公司的财力物力，公司的现金流和财务流动性恶化，公司频繁地进行重组，从而导致公司的退路越来越窄，战略决策也越来越受环境的制约。

13.6. 第五阶段 被人遗忘或濒临灭亡

到了研究影响式微的公司的最后几个衰落阶段时，我们审视了曾经不可一世的公司是如何倒下的，而我也一直在回忆比尔·拉齐尔教授是如何在斯坦福商学院研究生院开始上课的。他走进

教室，然后冷不丁地向学生发问。

“解决公司问题的关键是什么？”比尔·拉齐尔教授急问道。

曾在大企业、咨询公司、投行工作过的同学给出了“它们的战略选择”、“明辨它们的价值链”、“打造品牌”，或是其他听起来很睿智的 MBA 式答案。

对这些空洞无物的漂亮辞藻感到不满，比尔·拉齐尔教授在教室里踱来踱去，说道：“不对！继续想！”

最后，有一个同学大胆地说：“我不知道这是不是教授要的答案，如果公司下周都发不出工资来，该怎么办呢？公司没有现金可万万不行啊。”

比尔·拉齐尔教授不再继续踱步了，走到擦得很干净的黑板前，写下两个大字“现金”。

“你永远都不要忘了，”比尔·拉齐尔教授说道，“你付账单是需要用现金的，否则你就没法赢利，最后只能破产了。”

你就没法赢利，最后只能破产了。这个想法竟然没有在一个在大公司工作过的同学的脑海中出现过。按照企业家的说法，公司的领导者就是要得到足够多的现金来自足。然而，随着公司的规模越来越大、实力越来越强，领导者对于现金的忧虑慢慢消失了。成功的企业领袖每天为赢利担心，但公司并不会因为没有赢利而倒下，而是会因为没有现金而倒下。

当我 2008 年年底正在修改这一章节的时候，我读到了让我触目惊心的一则新闻：象征着美国企业鼎盛实力的通用汽车公司正在申请政府救助。因为缺少现金流，通用汽车公司正处在衰落第四阶段的深渊。即便是对于全球曾经最大的企业而言，比尔·拉齐尔教授的忠告依然是言之凿凿——企业付账单可是要拿出真金白银的。

当某个企业一头扎向衰落的第五阶段，它会像失去重心的陀螺，越来越难以控制。企业陷入泥沼之后，会奋力想要摆脱出来，但越是使劲反而会越陷越深，消耗掉自己的很多力气。

在这一过程中，企业的现金流变得更加紧张，希望变得更加渺茫，出路也变得越来越窄。

企业陷入衰落第五阶段时，我们能见到两种不同的表现：一种企业的领导者认为缴械投降比负隅顽抗要更加明智；一种企业的领导者则会继续坚持战斗，但是他们也变得越来越力不从心，企业或者马上就陷入消亡，或者逐渐失去荣光、萎缩至被人遗忘的境地。我们来看两个公司的例子，一家公司选择了缴械投降和待价而沽；而另一家公司则选择了继续战斗，不过最后还是以破产而告终。

缴械投降

到了 20 世纪 80 年代后期，斯考特纸业公司已经比宝洁公司、金佰利—克拉克公司落下了一大截。面对被迫无奈的处境，斯考特纸业公司只能举债最后一搏，希望能够迎头赶上。公司 1994 年的债务与资产比率比 1985 年上升了 175%。因为受到资金面的压力影响，公司只得反复进行重组和缩减开支：1990 年重组成本为 1.67 亿美元，1991 年为 2.49 亿美元，1994 年初又是 4.9 亿美元。斯考特纸业公司的债务评级离垃圾级只有一步之遥了。正是在这时，公司的董事会请来了兰博·艾尔·邓勒普(Rambo Al Dunlap)。

当分析师凯瑟琳·迈克奥里 1994 年得知艾尔·邓勒普接任了斯考特纸业公司首席执行官一职后，她迅速查阅了艾尔·邓勒普的背景，之后说道：“我告诉自己，斯考特纸业公司的董事会已经把公司给卖了。”艾尔·邓勒普得了个并不中听的绰号“细纹西服哥兰博”，尤其是他某次拍摄了一张照片之后。在这张照片中，艾尔·邓勒普眼下涂成了黑色，一手拿着一把看似很像真枪的机关枪，穿着一件考究的衬衣，扎着一个狮子纹的领结。艾尔·邓勒普砍掉了斯考特纸业公司里 11 000 个岗位，包括 71% 的管理层。因为公司节省开支的做法几近极致，公司的赢利状况也迅速转好。艾尔·邓勒普抓住这一时机，将原来不可一世的斯考特纸业公司卖给了竞争对手金佰利—克拉克公司。

如果你稍加留意的话，你就会发现职业经理人艾尔·邓勒普是怎样在不到两年内赚到 8 位数薪酬的。为了证明自己拿的高薪理所应当，他写道：“我是自己所在领域中的超级巨星，就好比是篮球场上的迈克尔·乔丹、摇滚界的布鲁斯·斯普林斯汀。因此我的薪酬应该要向其他领域里的超级巨星看齐，而非仅仅同其他普通的首席执行官比肩。”尽管艾尔·邓勒普心高气傲，但他只是历经斯考特纸业缴械投降过程中的一个过客，而不能扛起斯考特纸业振兴的大旗。如果斯

考特纸业不是在衰落的第一、第二、第三、第四阶段中越陷越深，财务状况也不会江河日下，公司也不会请艾尔·邓勒普以孤注一掷的方式来挽救公司了。

在我们研究的公司里，并没有哪家公司注定是要一头栽进衰落第五阶段的，它们都可以在日渐衰微的路上扭转颓势。不过，当公司在衰落的第一、第二、第三、第四阶段越陷越深的过程中，公司的领导者也变得垂头丧气了，最后也放弃了希望。如果你放弃了希望，那么也就无异于等着被淘汰出局。

然而，仅靠拥有希望还是不够的，你需要有足够多的资源继续支撑你的战斗。如果你丧失了实施战略决策的能力，只能采用短视而有害的方法，那么公司全面复苏的可能性也就越来越渺茫了。在美国最成功的商业巨头真力时让人扼腕叹息的衰落轨迹中，我们也看到了这一点。

积重难返

真力时的崛起要追溯到 20 世纪前半叶了，当时公司性质乖戾的掌舵者尤因·麦克唐纳德将公司打造成了美国广播和电视领域里的翘楚。1945 年 6 月刊的《财富》杂志登出一个大幅通栏标题“真力时的麦克唐纳德将军”，整版的大幅照片中尽是麦克唐纳德环球旅行带回来的各种物品，包括航海用的闹钟、爱斯基摩的古董甚至还有一只喂得饱饱的宠物——企鹅。这篇文章介绍了麦克唐纳德的各种传奇经历，包括在加勒比海钓鱼，戴着一位欧洲伯爵送给他的棒球帽驾着游艇出海，和爱斯基摩人一起划皮船，在太平洋上体验当海盗的快乐，在古墓中观察古人的尸骨。他还准备驾驶滑翔机，运营他在墨西哥的金矿，大声地给他的孩子朗读《国家地理》杂志。极富远见、充满激情的尤因·麦克唐纳德将自己的才智用到了商业运营中，在便携式收音机市场中独占鳌头，并在电视业发展初期就让公司进军了这一市场。

在尤因·麦克唐纳德执掌真力时的晚期，公司进入了衰落第一阶段——狂妄自大。公司当时是黑白电视机市场上的最大生产商，1950 年初投入真力时 1 美元，到了 1965 年升值 100 多倍，累计投资回报率超过市场平均水平的 10 倍。当日本厂商在电视机市场上向真力时发起攻击时，真力时完全忽视了日本竞争对手的威胁。在真力时看来，便宜低档的日本货难以向以质量取胜的美国知名品牌发起冲击，真力时的这种骄傲情绪在“质量先于品牌”的公司标语中体现得淋漓尽致。

20 世纪 60 年代末 70 年代初，公司进入了衰落第二阶段——盲目扩张。真力时超过了美国无线电公司(RCA)成为了最大的彩色电视机生产商，真力时投入巨资扩大产能，将公司的债务与资产比率翻了一番，达到 100%。与此同时，真力时也出现了权力过渡不顺畅的局面。麦克唐纳德将权杖交给了一位年近古稀的首席执行官，公司的顾问约瑟夫·怀特(Joseph Wright)出任总裁。约瑟夫·怀特后来接任首席执行官，可是他选定的接班人比他先离世一步，导致在权力移交上出现没有合适人选的困局。万般无奈之下，真力时只能从福特公司挖来一名高管，此人最后成为真力时的董事长。

真力时就这样陷入了“漠视危机”的第三阶段，责怪他人(把责任推到了日本不妥当的贸易做法、美国经济陷入困局、劳资纠纷、石油危机等问题上)，而不是正视自己竞争力日益下滑的现实。因为产能过剩，真力时被迫用低价倾销的方式来夺取市场份额，导致背负的债务更加严重。双重因素最后导致公司的赢利水平降到了 30 年来的低谷。

真力时在 20 世纪 70 年代滑入了“寻找救命稻草”的第四阶段，公司开始盲目地四处出击。真力时的一位高管向《商业周刊》解释道：“如果说我们有应对计划的话，不如说我们什么都要试一试。”真力时仓促地进入录像机、光盘、通过电视拨打的电话机、家庭可视电话、有线电视解码器和个人电脑等产品领域。为了给这么多新产品研发与生产提供资金支持，真力时的债务与资产比率更是上升到了惊人的 140%。

真力时的悲剧并没有就此终结。让人感到不可思议的是，因为公司四处寻找救命稻草，误打误撞之后，杰瑞·皮尔曼领导的数据系统部虽然只是个新成立的部门，但却给公司开创了新的篇章，几乎使得真力时东山再起。杰瑞·皮尔曼才华横溢、思路清晰，毕业于哈佛商学院的他在班上的成绩是排名位于最靠前的 2%，《商业周刊》称赞他是“富有远见的商界奇才”。皮尔曼后来成为真力时的首席执行官，并把公司打造成个人电脑业的第二大生产商，堪与 IBM 相媲美。因为多项富有远见的商业运作，真力时成为了新兴笔记本电脑市场里的佼佼者。1980—1989 年，

真力时数据系统部的收入增长了 30 倍，创造了公司一半以上的营业收入和几乎全部的利润。真力时本可以成为像戴尔或者康柏一样成功的电脑企业。

不过，真力时依然保留了它的电视机业务。在多年被人遗忘和多方寻找救命稻草之后，真力时的财务状况也变得越发糟糕，企业手里的现金已经不到当前债务总额的 5% 了。杰瑞·皮尔曼想把公司的电视机业务卖掉，但是因为对收购方开出的价格不满而未果。在此之前，真力时的现金并未用完，那时公司是有关闭电视机业务，将人力物力转投数据系统部，从而把公司打造成最伟大的电脑企业之一的。然而，一方面真力时的股东们变得恼羞成怒，另一方面公司欠着 5 亿美元的债务，现金流变得越来越少。杰瑞·皮尔曼发现自己陷入捉襟见肘的境地。1989 年 9 月 29 日，皮尔曼和布尔电脑公司的首席执行官弗兰西斯·劳伦兹(Francis Lorentz)在巴黎的一家餐厅见面，两人达成了协议，真力时将电脑业务出售给布尔电脑公司。弗兰西斯·劳伦兹后来评价说，杰瑞·皮尔曼当时看起来一副“解脱”的表情。值得称赞的是，杰瑞·皮尔曼在将公司的电脑主营业务卖掉之后，他努力想要重振公司的雄风，但电视机业务一直在拖公司的后腿，造成公司连年亏损。到了 1995 年，杰瑞·皮尔曼倒台了。

你可能会由此认为，一个公司之所以会坠入谷底，是因为公司的领导者作出了愚蠢至极的决定。但通过真力时的案例我们可以发现，如果在衰落前四阶段积累起的负面效应冲击了公司的现金流状况，那么即便是最英明能干的领导者也难以扭转危局。在杰瑞·皮尔曼之后，真力时在短短 10 年间又更换了 5 位首席执行官，但最后还是陷入了破产的境地。重组后的公司，员工不足 400 人，比 1988 年的 36 000 人少了整整 98%。真力时原本是 20 世纪中叶美国商界的成功传奇，最后却风光不再了。

鸵鸟心态

并非所有的公司都有能力做到基业长青。从社会的福祉考虑，与其让已经不再卓越的公司用平庸的表现继续耗损股东们的资源，还不如让它们尽早消亡。在资源稀缺的世界上，一个企业自我陶醉、自我存续的努力并不一定是合理的，企业的平庸应当被消除或是被转化为优异的绩效。

公司到底什么时候应该继续努力呢？什么时候公司放弃努力无异于一种鸵鸟心态呢？斯考特纸业公司如果尽早投降，而非缓慢地消耗资源导致最后陷入对威胁视而不见的境地，这种做法是否才是明智的选择呢？或许当真力时在债台高筑之前就将自己出让给愿意接手的买家，公司的局面也许会更好些。对于“如果世上没有我们会有什么损失吗”这个问题，如果没有人能给出一个令人信服的答案，那么缴械投降或许是上策。但是，如果你拥有建立在公司核心价值观之上的清晰的、强大的目标，那么正义之道应该是继续血战，以期扭转乾坤并重塑伟业。

斗争的目的并不是为了苟延残喘，而是要在世上打造一个与众不同的企业。这家企业一旦从世上消失，就会给这个世界带来不可弥补的缺憾。但要做到这一点，则需要意念坚定、坚忍克己的领导者战胜艰险磨难，翻越前进路上看似不可逾越的险峰。正是这种领导者才可以带给我们坚定的希望。

14. 泡沫与股灾

股市短期疯涨，市盈率急剧攀升，价格与价值严重背离，即产生股市泡沫。泡沫在词典中的本意是聚集在液体中的气泡，亦用来比喻空虚或幻想。经济学里的泡沫是指因投机交易极度活跃，金融证券、房地产等的市场价格脱离实际价值大幅上涨，造成表面繁荣的经济现象。

一般认为，一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价，价格上涨会使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引了新的买主。这些人一般只是想通过买卖牟取利润，而对这些资产本身的使用和产生赢利的能力不感兴趣。暴涨之后便是价格的暴跌，最后以金融危机告终。对泡沫的定义，理论界尚未达成一致的意见，对它是否可能发生，也没有一致的看法。何为泡沫，目前来说还没有较为明确的数量化标准。

历史上经济泡沫比比皆是，比如：17 世纪荷兰的郁金香泡沫，19 世纪英国的南海金矿泡沫，20 世纪初的美国铁路泡沫……人类怎么一点都没有学聪明？尽管每一次泡沫都有过去的影子，

可还是一次次重蹈覆辙，为什么就是不能避免这些如此相似的泡沫？

一些历史上的泡沫故事往往让我们匪夷所思。比如在英国南海泡沫中，一个骗子注册了一个叫南海投资的公司，在他的招股书上写道“本公司在拉美有一个诱人的投资项目，现在需要融资，这个项目的具体内容暂时不能透露”。第二天，当他打开公司的大门时，外边挤满了给他送支票的股民。第三天，这个骗子拿了钱就消失了。

人类是不能从历史中吸取教训的。就像公元前欧洲种族之间的屠杀在二战犹太人的集中营依然上演、秦始皇的焚书坑儒在“文化大革命”中完整复制一样，不论发生过多少次泡沫，泡沫还会再发生。为什么？因为人就是人，人类就是由每一代的你和我组成的。尽管我们的父母都会告诫我们，不要玩火，火会烫手！可是有哪个人没有被火烫过？！人只有被烫过，才成熟；人成熟了，就是离开舞台的时候了；舞台永远是新一代人玩火的地方；每一代人只能从自己的经历中长大；每一代人都要创造自己的泡沫和体验它的破碎。这就是黑格尔说的：历史能给我们提供的惟一借鉴就是我们从历史不能得到任何借鉴。诚实的格林斯潘一再说：泡沫是很难确定的，除非它破了。

股灾（The Stock Market Disaster）是股市灾害或股市灾难的简称。它是指股市内在矛盾积累到一定程度时，由于受某个偶然因素影响，突然爆发的股价暴跌，从而引起社会经济巨大动荡，并造成巨大损失的异常经济现象。股灾不同于一般的股市波动，也有别于一般的股市风险。

股灾具有以下特点：①突发性。每次股灾，几乎都有一个突发性暴跌阶段。②破坏性。股灾毁灭的不是一个百万富翁、一家证券公司和一家银行，而是影响一个国家乃至世界的经济，使股市丧失所有的功能。一次股灾给人类造成的经济损失，远超过火灾、洪灾或强烈地震的经济损失，甚至不亚于一次世界大战的经济损失。③联动性。一是经济链条上的联动性，股灾会加剧金融、经济危机。二是区域上的联动性，一些主要股市发生股灾，将会导致区域性或世界性股市暴跌。④不确定性。股灾表现为股票市值剧减，使注入股市的很大一部分资金化为乌有；股灾会加重经济衰退，工商企业倒闭破产，也间接波及银行，使银行不良资产增加；在股市国际化的国家和地区，股灾导致股市投资机会减少，会促使资金外流，引发货币贬值，也冲击着金融市场。

从1720年世界第一次股灾发生算起，几乎每一个有股市的国家或地区都发生过股灾。1720年法国密西西比股灾和英国南海股灾是世界上发生最早的股灾；1929年和1987年都起源于美国的股灾，是波及范围最广的世界性股灾；日本、台湾和香港是世界上股灾发生最频繁的国家或地区之一；包含股灾在内的1994年墨西哥金融危机和1997年东南亚金融危机表现出汇市与股市轮番暴跌的特点。

总之，股灾会从多个方面导致金融市场动荡，引发或加剧金融危机。例如，1929年美国股灾，首先受冲击的就是金融市场。美国倒闭破产的银行，从1929年的659家增至1931年的2294家，从而使得整个金融市场陷入极度混乱状态。股灾对经济发展的影响也很巨大。股市是国民经济的“晴雨表”，股灾的发生往往是经济衰退的开始。股灾引起人们对经济前景极度悲观，导致投资锐减，社会总需求下降，生产停滞，国民收入减少，经济陷入恶性循环，1929年股灾导致全球经济危机就是一个典型例子。英国、法国、德国等经济发达国家无一不陷入严重的经济困境之中。



图 8 历史上著名股灾

股灾后很多人提出不同的理论，主要认为股灾成因包括：程序交易、股价过高、市场上流动资金不足（illiquidity）和羊群心理。

（1）最多人认同的理论是股灾由程序交易（program trading）引起。程序交易用电脑程式实时计算股价变动和买卖策略，在 1970 年代末渐在华尔街盛行，程序交易令大宗的股票交易和期指交易可同时买和卖。股灾后很多人说电脑程式看到股价下挫，便按早就在程式中设定的机制加入抛售股票，形成恶性循环，令股价加速下挫，而下挫的股价又令程式更大量地抛售股票。

（2）投资组合保险（Portfolio insurance）也是原因之一。所谓投资组合保险，就是当市场下滑时，为止住损失，就卖掉股票。这里有个前提，就是得有潜在的接盘者。但在那一天，所有的接盘者都消失了，投资组合保险的操作方式将股价快速往下推。而且，投资组合保险依靠的是几乎没有限制的资金流动性，但流动性并不总是存在的，资金的流动性有时会干涸。在每个人都想卖出时，这样的投资策略是不可行的。

（3）经济学家 Richard Roll 认为市场全球化是主因，因程式交易只在美国盛行，但没有太多程序交易的香港和澳洲股市却在 1987 年 10 月 19 日当天带头下挫，是因为市场全球化令在一个主要股市的大幅波动在一天内漫延全球股市。

引发股市股灾的原因很多，但起码应具备以下条件之一：（1）一国的宏观经济基本面出现了严重的恶化状况，上市公司经营发生困难；（2）低成本直接融资导致“非效率”金融以及“非效率”的经济发展，极大地催生泡沫导致股价被严重高估；（3）股票市场本身的上市和交易制度存在严重缺陷，造成投机盛行，股票市场丧失投资价值和资源配置功能；（4）政治、军事、自然灾害等危机使证券市场的信心受到严重打击，证券市场出现心理恐慌而无法继续正常运转。

一旦发生股灾，股市自身就遭受了严重的破坏，任何一个发生股灾的股市都没有例外。1720 年法国密西西比股灾后，法国人视股票投资为畏途，导致了法国股市和股份公司长期发展缓慢。同年，英国南海股灾事件发生后，投资者的投资信心受到极大的打击。面对股灾的惨重教训，英国国会在 1720 年通过了著名的《取缔投机行为和诈骗团体法》，禁止公司自行发售股票，由此，刚刚兴起的股份公司在社会上被视为金融欺诈团体而被宣布为非法，陷入极其艰难的境地。在以后长达一个多世纪中，英国市场上的股票几乎销声匿迹，英国股份经济发展也因此停滞了 100 多年。1929 年美国股灾对市场的破坏力也大得惊人，人们谈股色变，视股市如虎穴，人人畏而远之。这次股灾对美国投资者信心的打击，用了 20 多年才得以恢复，道·琼斯指数也是在 25 年才重返 1929 年的峰位。1992 年日本股灾后，投资者入市信心严重受挫，外资纷纷撤离东京市场，股份公司新股发行也另寻它径。10 多年后，日本股市还低迷不振。股灾之所以会对股市造成如此大的破坏，这是由股市的本质特征和运行机制决定的。

从本质上说，股市是一个信用市场。投资者的信心是支持股市发展的动力。股灾打击了投资者信心，导致股灾的欺诈、违规、内幕交易、操纵市场等过度投机行为使投资者有受骗上当的感觉而不敢入市。投资者不入市，市场就缺少需求，没有需求的股市不可能发展壮大，股市的筹资功能、资源配置功能就会受阻。因此，股灾是对股市积极意义的否定，是股市发展的大敌。

股市经济损失多少，是衡量股灾破坏力大小的一个非常直观的指标。能称得上股灾的，首先表现为股市经济损失严重。股市经济损失可从两个方面来反映：一是股价指数跌幅大小。跌幅越大，经济损失越大。例如，1929 年美国股灾，道·琼斯指数累计跌幅高达 82.30%。二是股票市值损失多少。股票市值损失受股价指数跌幅和市场规模大小的共同影响。跌幅大，市场规模大，股市经济损失也大。

由于现代股市规模普遍较大，因此，现代股灾远比过去股灾的市值损失大。例如，1929 年美国道·琼斯指数跌幅为 82.30%，纽约股票市值损失只有 741 亿美元。而 1987 年美国道·琼斯指数跌幅为 33.7%，但纽约股票市值损失则达到 8000 亿美元，为 1929 年的 10.79 倍。此外，股灾导致的股市经济损失多少还与股灾波及的范围大小有关。世界性股灾或世界区域性股灾所造成的股市经济损失，远超过一个国家或地区股灾所造成的股市经济损失。例如，1987 年 10 月世界性股灾的股票市值损失就高达 17920 亿美元。

证券市场和金融市场存在着千丝万缕的联系，银证合一的国家如此，银证分离的国家也是这样。这不仅因为证券市场的资金来自社会进而减少了银行资金来源，而且因为证券市场的许多资金是直接或间接地来自银行。股灾导致股票市值重大损失，必然使从银行流入股市的资金无法按原有数量流回银行；股灾导致经济衰退使工商企业倒闭破产也间接波及银行，使银行不良资产增加；在股市国际化的国家或地区，股灾导致股市投资机会减少，会促使资金外流，引发货币贬值，也冲击着银行和汇市。总之，股灾会引发金融危机。对于金融危机直接导致股灾的国家和地区，股灾的发生则会加剧金融危机。

1929年美国股灾首先遭受冲击的就是金融业。相当一部分银行长期贷款资金成为呆帐。与此同时，客户又大量从银行提取存款，挤兑现象到处可见，许多银行纷纷倒闭破产。美国倒闭、破产的银行，从1929年的659家增至1931年的2294家，最高比例达银行总数的10.6%到1933年，美国破产和行业整顿、改组的银行高达4004家，占美国银行总数的28.2%。

由于银行业推波助澜是日本20世纪80年代末和90年代初股市过度投机的主要原因，因此，1992年日本股灾直接导致了日本深度金融危机。日本银行呆帐、坏帐迅速增加，据日本大藏省公布的数据就高达50万亿日元。股灾后，日本银行普遍出现亏损甚至巨额亏损，一些银行破产或倒闭。1992年日本股灾对金融业的冲击多年后仍未完全消除，1997年就有阪和银行、京都共荣银行和北海道拓殖银行倒闭。由此，日本金融业在国际上信誉和声望大大降低。

股市是国民经济的“晴雨表”，股市与经济共兴衰，这已成了人们的一种共识。不管股灾的起因如何，已有的经济衰退迹象或投资者对经济衰退预期的普遍认同则是股灾发生的根本原因。由于股灾的发生是对经济衰退所作的一种过分夸大的反应，不仅破坏了股市自身正常的发展，而且引起或加剧金融危机，这都将对经济发展产生很大的消极影响，从而加剧经济衰退，严重时还会导致经济危机。

1929年世界性股灾导致全球经济危机是一个典型的例子。股灾引起人们对经济前景的极度悲观，导致投资锐减。受美国经济危机的影响，又爆发了世界性经济危机，英国、法国、德国等经济发达国家无一不陷入严重的经济困境之中，整个西方世界经济倒退了几十年，直到20多年后才得以恢复。1991~1992年日本股灾对经济的消极影响也是触目惊心的。20世纪80年代日本经济发展迅速，是整个西方国家经济增长率最高的国家，人均GNP先后超过了法国、英国、德国和美国。1991~1992年日本股灾后，日本经济进入长期的衰退之中，资金外流严重，国内投资锐减，经济增速明显放慢，并从高于西方其它国家演变到低于西方其它国家。

股灾及其所产生的严重经济后果最终都会转移到人们生活上来，这是社会动荡的根源之一。首先，每一次股灾都会加剧贫富分化。这是因为股灾的市值损失并不是平均分摊到每一个投资者身上的，只有在高位跟进且在股市暴跌中无法出逃的才是最大的受害者。而在高位卖出反而因祸得福而成为股灾的受益者，在股市暴跌最初出逃的损失也较小。这就大大加剧了投资者收损的两极分化，有的成为百万、千万甚至亿万富翁，更多的则血本无归，倾家荡产。其次，股灾加剧经济衰退的一个直接后果就是失业上升，收入减少，生活水平下降，这也会引起社会动荡。此外，股灾加剧金融危机，造成货币贬值，引发通货膨胀，都将直接或间接导致人们社会生活秩序混乱，社会动荡加剧。1997年至1998年1月印度尼西亚金融危机后，国内一些地区出现了商品抢购、游行甚至暴动的现象，亦能说明这一点。

一般来说，股市泡沫与股灾是相对应的。没有产生股灾的泡沫，不被人们发现或认可；而股灾也是在股市泡沫积累到很大时，才会发生。

14.1. 郁金香泡沫

郁金香泡沫，又称郁金香效应（经济学术语），源自17世纪荷兰的历史事件。当时荷兰的郁金香一度在鲜花交易市场上引发异乎寻常的疯狂，郁金香球茎供不应求、价格飞涨，荷兰郁金香市场俨然已变成投机者伸展拳脚的、无序的赌池。作为人类历史上有记载的最早的投机活动，荷兰的“郁金香泡沫”昭示了此后人类社会的一切投机活动，尤其是金融投机活动中的各种要素和环节：对财富的狂热追求、羊群效应、理性的完全丧失、泡沫的最终破灭和千百万人的倾家荡产。

郁金香球茎热是历史上最为壮观的快速致富狂欢之一，是人类历史上第一次有记载的金融泡沫。想到这种狂热发生在17世纪初古老而宁静的荷兰，你会在脑海中浮现更加栩栩如生的、极度疯狂的画面。1593年，一位新任命的植物学家把一束原产于土耳其的新奇植物从维也纳带到莱登（Leyden），由此引发了导致这场投机狂潮的几件事。17世纪前半期，由于郁金香被引种到欧洲的时间很短，数量非常有限，因此价格极其昂贵。在崇尚浮华和奢侈的法国，很多达官显贵家里都摆有郁金香，作为观赏品和奢侈品向外人炫耀。1608年，就有法国人用价值3万法郎的珠宝去换取一只郁金香球茎。荷兰人对花园里的这种新品花卉非常着迷，但对教授开出的价钱可没那么感兴趣（教授原本希望卖掉这些球茎，大赚一笔）。一天夜里，有个窃贼闯入教授家中，盗走了这些球茎。随后，窃贼以低于教授向人们开出的价格把这些球茎卖掉，不过他的赚头却更大。

在此后十年左右的时间里，郁金香成了荷兰花园里广受欢迎但价格昂贵的花卉。许多郁金香花朵感染了一种叫做花叶病的非致命病毒，正是这种病毒触发了郁金香球茎热。花叶病致使郁金香花瓣上长出对比强烈的彩色条纹或者说“烈焰”。荷兰人极为欣赏受到感染的球茎，称之为奇异球。一时间，大众的欣赏品位达到高度一致：球茎越奇异越值钱。[富人们也竞相在他们的花园中展示最新和最稀有的品种。](#)

渐渐地，郁金香球茎热开始了。起先，球茎商只是尽量预测来年最受欢迎的杂色款式，就像服装生产商估计大众对农料、色彩、裙摆长短的口味一样。后来，他们囤积大量存货，期望价格上涨。郁金香球茎的价格开始疯涨。球茎越昂贵，视之为明智投资的人便越多。查尔斯·麦基（Charles Mackay）在他的著作《可怕的错觉：人人都会犯的致命错误》中，按时间顺序描述了这一热潮的发展过程，并指出荷兰的一般行业因人们投机郁金香球茎而被弃置一旁：“贵族、市民、农夫、机工、海员、男仆、女佣，甚至烟囱清扫工和老年女裁缝，都不亦乐乎地涉猎其中。”每个人都想象着对郁金香的激情会永远持续下去，全世界的买家都将前来荷兰，无论对他们报出什么价格，他们都会照价付钱。

说价格不可能再涨的人看到亲戚朋友大发其财便在一旁大为懊恼。加入暴富行列的诱惑实在难以抗拒，荷兰人很少能抵御这种诱惑。大约自1634年至1637年年初，也就是在郁金香球茎热的最后几年，人们开始以物易物，拿土地、珠宝、家具这样的个人财产来换取郁金香球茎，因为球茎会使自己变得更加富有。球茎价格变成了天文数字。1634年，炒买郁金香的热潮蔓延为荷兰的全民运动。当时1000元一朵的郁金香花根，不到一个月后就升值为2万元了。1635年，一种叫Childer的郁金香品种单株卖到了1615弗罗林（florins，荷兰货币单位）。当时4头公牛（与一辆拖车等值）只要花480弗罗林，而1000磅（约454公斤）奶酪也只需120弗罗林。可是，郁金香的价格还是继续上涨。第二年，一株稀有品种的郁金香（当时的荷兰全境只有两株）以4600弗罗林的价格售出；除此以外，购买者还需要额外支付一辆崭新的马车、两匹灰马和一套完整的马具。人们购买郁金香已经不再是为了其内在的价值或作观赏之用，而是期望其价格能无限上涨并因此获利（这种总是期望有人愿意出更高价的想法，长期以来被称为投资的博傻理论）。1636年，一株稀有品种的郁金香竟然达到了与一辆马车、几匹马等值的地步。面对如此暴利，所有的人都冲昏了头脑。他们变卖家产，只是为了购买一株郁金香。就在这一年，为了方便郁金香交易，人们干脆在阿姆斯特丹的证券交易所内开设了固定的交易市场。正如当时一名历史学家所描述的：“谁都相信，郁金香热将永远持续下去，世界各地的有钱人都会向荷兰发出订单，无论什么样的价格都会有人付账。”

在受到如此恩惠的荷兰，贫困将会一去不复返。无论是贵族、市民、农民，还是工匠、船夫、随从、伙计，甚至是扫烟囱的工人和旧衣服店里的老妇，都加入了郁金香的投机。无论处在哪个阶层，人们都将财产变换成现金，投资于这种花卉。”1637年，郁金香的价格已经涨到了骇人听闻的水平。与上一年相比，郁金香总涨幅高达5900%！1637年2月，一株名为“永远的奥古斯都”的郁金香售价高达6700荷兰盾，这笔钱足以买下阿姆斯特丹运河边的一幢豪宅，而当时荷兰人的平均年收入只有150荷兰盾。超额利润招来了四面八方的投机客。也许有人早就怀疑到郁金香的价格已经完全背离了作为一种花卉的常规，但是倒买倒卖所获取的暴利使得许多投机客们丧失了理智。到了1637年1月连普通品种的郁金香价格也被抬高了25倍多。在这段时间内几乎每一

个投机者都沉浸在突然发了一笔横财的美梦之中。

金融市场具有一种超强禀赋，当增加投机机会的方法存在真实需求时，市场必定会提供这种方法。能使郁金香投机者的金钱发挥最大效用的金融工具是“要求选择权”（call options），这种选择权类似于今天股票市场上流行的“看涨期权”。

要求选择权赋予持有人在某一确定时间以某一固定价格（通常接近于当前市价）购买郁金香球茎（要求交割）的权利。选择权持有人在订立合同时支付一笔选择权费，大概相当于当前市价的15%~20%。例如，一枝郁金香球茎的当前市价为100荷兰盾，购买一枝球茎的要求选择权时，购买者只须支付20荷兰盾。如果球茎价格涨到200荷兰盾，选择权持有人就会执行选择权：以100荷兰盾的价格买入球茎，同时以当前市价200荷兰盾卖出。行权后，他便获得80荷兰盾的利润（100荷兰盾的升值减去他为选择权支付的20荷兰盾），也就是说，他的资金增值了四倍。若直接在市场上买卖球茎，他只能让资金增值一倍。使用要求选择权让人们能以少得多的本钱参与市场买卖，同时从投入的本钱中获取更多回报。选择权是一种杠杆投资方法，可以增加投资的潜在回报，同时也增加了投资的潜在风险。这种金融工具有助于确保市场的广泛参与性，今天也是如此。

这段历史充满了亦悲亦喜的剧情，发生过下面这样的事情。一名返航归来的水手告诉一位富商一批新货到岸的消息。为了酬谢水手，富商请他吃一顿上等的红鲑鱼早餐。水手看到商人的柜台上放着自以为洋葱的东西，多半是觉得洋葱放在丝绸和天鹅绒之间极不协调，居然拿来当做吃红鲑鱼的作料给吃了。可他做梦也没想到这个“洋葱”本可以养活整整一船的船员一年，因为它实际上是价格昂贵的芳名叫 *temper Augustus* 的郁金香球茎。水手为这款开胃品付出了惨重代价——东道主翻脸不认人，以重罪起诉他，让他在牢里待了好几个月。

历史学家经常重新诠释过去。有些金融史学家就重新审视了多次金融泡沫中的事实，认为泡沫时期的定价可能存在相当大的合理性。彼得·加伯（Peter Garber）是这些修正主义史学家中的一位，他认为17世纪荷兰郁金香球茎定价比现在普遍认为的要合理得多。

加伯提供了一些很好的事实资料，例如，*Semper Augustus* 郁金香球茎是一种特别稀有、美丽的球茎，在郁金香狂热发生之前数年就已经价格很高了。而且，加伯的研究还表明，即使在球茎价格全面崩溃之后，个别稀有的球茎仍然价格不菲，只是价格仅有顶峰时期的一小部分。但是，加伯未能合理解释这样的现象：1637年1月，郁金香球茎以20倍的速度上涨，而在2月份价格下降的速度却更快。显然，正如一切投机狂潮中都会发生的那样，价格最终变得如此之高，以至于有人认定应该谨慎从事，于是便卖出所有球茎。很快，其他人也随之卖出所有的球茎。像雪球滚下山一样，球茎贬值的速度越来越快，刹那间，恐慌攫取了所有人的心。

1637年新年前后，郁金香的期货合同在荷兰小酒店（当时很多人在酒店中进行场外交易）中被炒得热火朝天。到了1637年2月，倒买倒卖的人逐渐意识到郁金香交货的时间就快要到了。一旦把郁金香的球茎种到地里，也就很难再转手买卖了。人们开始怀疑，花这么大的价钱买来的郁金香球茎就是开出花来到底能值多少钱？前不久还奇货可居的郁金香合同一下子就变成了烫手的山芋。持有郁金香合同的人宁可少要点价钱也要抛给别人。

在人们信心动摇之后，郁金香价格立刻就开始下降。价格下降导致人们进一步丧失对郁金香市场的信心。持有郁金香合同的人迫不及待地要脱手。由于卖方突然大量抛售，公众开始陷入恐慌，导致郁金香市场在1637年2月4日突然崩溃。一夜之间，郁金香球茎的价格一泻千里。虽然荷兰政府发出紧急声明，认为郁金香球茎价格无理由下跌，劝告市民停止抛售，并试图以合同价格的10%来了结所有的合同，但这些努力毫无用处。一个星期后，郁金香的价格已平均下跌了90%，而那些普通的品种甚至不如一颗洋葱的售价。绝望之中，人们纷纷涌向法院，希望能够借助法律的力量挽回损失。但在1637年4月，荷兰政府决定终止所有合同，禁止投机式的郁金香交易，从而彻底击破了这次历史上空前的经济泡沫。整个过程大概可以绘制成如下的曲线图。

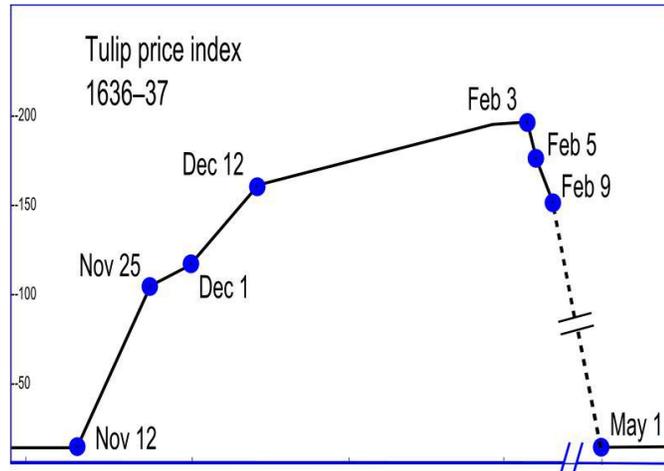


图 17 郁金香球茎价格曲线

政府部长纷纷发表官方声明，说郁金香球茎价格下跌毫无理由，但是，没有人听得进去。交易商破产倒闭，拒绝履行购买郁金香球茎的承诺。以 10% 的面值清算所有合同的一项政府计划，在球茎价格跌破这一标准时也告受挫。价格继续下跌，一跌再跌，直至大多数球茎变得几乎一文不值，卖价还不如普通洋葱。

但是，所有的金融泡沫正如它们在现实世界中的名称所喻示的一样脆弱。当人们意识到这种投机并不创造财富，而只是转移财富时，总有人会清醒过来，到这个时候，“郁金香泡沫”就该破灭了。在某个时刻，当某个无名小卒卖出郁金香，或者更有勇气些，卖空郁金香时，其他人就会跟从；很快，卖出的狂热与此前购买的狂热不相上下。于是，价格崩溃了，成千上万的人在这个万劫不复的大崩溃中倾家荡产。

郁金香的炒作，准确的说是异形郁金香球茎的炒作，某些变异或者说中毒的郁金香球茎属于特别稀有的品种，长大后能开出更加绚丽的花。郁金香的种植周期是每年 9 月球茎入土，来年 4 月到 5 月之间开花，6 月可以摘花。如果按从球茎开始入土的算起，到可以摘花这个周期还是比较长的。

郁金香炒作的主要原因可以简单归纳为下面三句话：稀有性是它能炒作的前提；限量是它的价格支撑；期货和杠杠交易是泡沫的催化剂。以上这三个条件适合所有能炒作的东西，比如说房子，比如说大蒜，比如说比特币。人性在期货和杠杠上体现得更加直接，郁金香泡沫的直接原因是期货交易和当局对 1637 年 2 月后合同交割的干预。

14.2. 法国密西西比股灾

1720 年法国密西西比股灾和英国南海股灾，是自世界股市建立以来发生的最早股灾。这次股灾的直接原因是由市场过度投机，暴炒密西西比公司股票并最终导致股票暴跌引起的。

1710 年，法国财政赤字接近 1 亿铊，国债已近 30 亿铊。而当年财政收入只有 6900 万铊，开支 14700 万铊，财政入不敷出，法国政府和各部门几乎陷入瘫痪之中。

为了摆脱国家财政危机，法国政府授权约翰·劳创办一家资本约 600 万铊的私人银行。1717 年，法国政府准许以约翰·劳的私人银行发行的纸币纳税；次年，法国政府将约翰·劳的私人银行改为国家银行并授予它发行钞票的权力，且特许约翰·劳建立密西西比公司和包税总所。这样，法国的独家纸币发行权、北美贸易垄断权和代理间接税权以及与此相配合的三家垄断机构——国家银行、密西西比公司和包税所都控制在约翰·劳的手中。

1718 年，密西西比公司以开发路易斯安那金矿为由，计划发行 1 亿铊共 20 万股股票，每股发行价为 500 铊。约翰·劳采取各种促销方法营造社会购买的热烈气氛，并允许持有政府债券的人用债券购买股票。由于债券在市场上的价格还不及面值的一半，绝大多数债券持有人都迫切想用手中的债券去换购股票，于是出现了抢购风潮。

市场投机愈演愈烈，整个欧洲的资金都像潮水般地涌入，1719年7月，密西西比公司股票每股达到5000 锂，8月份上升到10000 锂，10月份升至21000 锂，最高涨至31000 锂，涨幅为发行价的62倍，创造了世界股市当时及以后相当长一段时间内暴涨的最高纪录。

1720年7月，投机狂潮终于接近尾声。许多股民开始为过高的股价担忧，赚了钱的人都想把股票换成纸币，市场上开始出现大量抛售密西西比公司股票的现象，股价迅速下跌。

为了支撑股价，约翰·劳不惜通过大批量发行纸币来吸收投资者卖出的股票，结果适得其反，密西西比公司股价一泻千里，创造了至今仍保持的跌幅一次达99%的世界股市最高纪录。抛售股票的狂潮迅速演变为挤兑狂潮，导致了法国银行的倒闭，无数纸币顷刻变成废纸，法国经济随之陷入长期大萧条。

约翰·劳1671年出身于爱丁堡一个富有的金匠及银行主家庭，他饮酒无度、赌博、玩女人，把巨额遗产挥霍一空。1694年，他在一场决斗中杀死了情敌，因此被关进英格兰监狱的死牢，后来靠贿赂逃了出来，流亡至法国，那里便成了他的第二故乡。他在巴黎搭上了已婚富婆凯瑟琳·赛格纳，两人游遍了欧洲各处赌场。劳凭借自己超凡的数学才能想出一种方法，打败了多家赌场的庄主，为自己积聚了巨额的财富。事实上，“millionaire”这个词就是针对劳专门发明出来的，当时他在法国凭借自己的敛财计划一夜暴富。1705年，劳出版了一本小册子，督促成立银行，发行以地产或其他资产作担保的纸币。英格兰国有土地管理局官僚威廉姆·波特作于1690年的文章《财富的关键》也许给了劳一些启迪。波特提倡大规模发行纸币要以国有土地作为担保，而非黄金白银。据他推断，流通的货币数量越多，贸易及生产就能得到更大的发展。他并未论及货币造伪者在发展过程中会扮演什么样的角色，不过他预测，不断增加的货币供应量会被上升的产量所抵消，产品的价格也会下降。经济史学家默里·罗斯巴德认为，因为这篇文章，波特堪称“英国首位通货膨胀论者”。

1703年，劳的谋杀罪已经过了追诉期，于是他回到了英格兰。英格兰议会拒绝了劳设立中央银行、发行“以国有土地为担保”纸币的提议。劳举了繁荣的荷兰为例——当时的荷兰存在贸易顺差，有大量的金银储备充当荷兰纸币的后盾——试图说服严肃精明的英格兰人，流通货币的增加会促进就业及生产——这也正是波特的主张——但是没有成功。他没有考虑到，荷兰的兴旺繁荣是建立在贸易顺差及货币稳定的基础之上的，在这个国度，伪造纸币是一种严重的犯罪，造假行为极其罕见，不致引发通货膨胀。

于是，劳在欧洲诸侯之中推行纸币。卢森堡大公对他说，我的国家太小，实行不了阁下的宏大计划，我也是欧洲最穷的国王，经不起失败破产的打击；不过我觉得法国人会对你的计划感兴趣，你可以去法国碰碰运气。

此后的一些法律纠纷迫使劳再次逃亡法国，正赶上1715年法王路易十四去世。这个死去的国王生前喜欢奢侈品，倡导高消费，搞得法国财政濒于破产的地步。在他死后掌管法国的摄政王奥尔良公爵，为了还清他哥哥生前留下的财政窟窿，伤透脑筋。

他先使用传统伎俩，宣布重铸货币，金币面值不变，但是含金量减少20%。这样一来，政府债务立刻也跟着减少20%。接下来，他又采用一招，宣布4000旧金币加上价值1000金币的公债，可以在铸币厂换回5000新金币。于是，政府债务又神奇地跟着降低。

但是，哪怕是这样明目张胆地掠夺人民，法国财政还是被债务压得奄奄一息。更糟的是，因为货币价值经常变动，贸易已经极度萎缩了，法国经济危在旦夕。

这时，劳出现了，他说纸币可以带来繁荣，可以轻松还清债务，让我们推行纸币吧。奥尔良公爵立刻听从了这个建议，授权劳这个英国人组建法国历史上第一家银行，发行纸币。在开业初期，劳先生坚守承诺，任何他的银行发行的纸币都可以立刻兑换相当于面值的金币。老百姓因此相信他的纸币是有价值的，争相持有，而金币的价值因为政府朝令夕改，反而还不如纸币。

可是，到了后来，法国政府顶不住增发纸币的诱惑，纸币泛滥成灾。终于在1720年的某一天，人们发现纸币的面值已经超过了全国金属硬币总和的1倍还多，于是纸币崩溃了，不得不全数被折价收回，重新流通金属硬币。无数人遭受巨大损失，法国差点爆发革命。劳先生逃到了意大利，这位曾经的全法国最大的红人，1729年无声无息地死在威尼斯的一个贫民窟里。

14.3. 英国南海股灾

英国南海股灾，是继 1720 年法国密西西比股灾后世界股市史上爆发的重大股灾，其影响比法国密西西比股灾更为深远。

1711 年，英国南海公司成立，公司为了显示其雄厚的经济实力，不惜以巨资认购了政府 1000 万英镑的债券，从而获得了政府和社会公众的信用。作为回报，英国政府保证对已转换债券支付 6% 的利息并免征间接税。此外，南海公司还获得了英国与美洲大陆东海岸之间的贸易特权和英国与美洲大陆西海岸的所有贸易权。第一届董事会于 1711 年的八月份召开，会内共有 33 名董事成员，虽然当中没有人拥有对南美洲或商业的知识，但借助悉心捏造的谣言、报纸的宣传以及对高层的贿赂，公司成功地树立了现状繁荣、前景美妙的形象。但背后的事实却是：南美洲的宗主国西班牙，只允许每年一艘船前往交易！所以南海公司实质上接近没有任何业务。所拥有的只是一堆计划、期望和吹嘘。

南海公司毫无商品贸易和经营管理方面的经验，经营利润极微。为了改变这种状况，南海公司大量向政府官员行贿以加速官商化进程，英国公众和投机商也希望南海公司成为阻止大批资金流入法国密西西比公司并与之抗衡，二者一拍即合。

1720 年，南海公司决定采取对高达 3100 万英镑的全部国债提供资金的方式以提高其声誉，此举不仅深受英国政府欢迎，也迎合了众多投机者。1720 年 1 月 1 日，南海股票指数大幅上涨。南海公司采取欺诈的手段制造公司的虚假繁荣，每股从 130 英镑上涨到 300 英镑。4 月 12 日，南海公司以每股 300 英镑的价格发行新股；5 月，南海公司又发行了每股 400 英镑的新股；6 月 15 日，南海公司更是以现付 10% 的方式再次发行新股，此时，南海公司股价已升至 800 英镑。

1720 年 7 月 1 日，南海股票指数升至 950 点，并摸高 1050 点，较首次发行价 130 英镑上涨了 7.08 倍。南海公司股票暴涨产生了巨大的示范效应。一些企业的发起人也开始创办公司并向股市投放大量新股，于是，大量新公司像“吹气泡”一样迅速出现。

1720 年 7 月，英国政府为了保护南海公司的利益，维护其垄断地位，颁布了“禁止气泡公司法案”，中止了一些“气泡公司”股票上市并解散了一部分公司。1720 年 8 月，南海公司一些董事和高级职员认识到南海公司股价暴涨和公司毫无起色的经营业绩完全脱钩，于是便大量抛售持有的股票。投资者识破南海公司真相后，更疯狂地抛出所持股票，南海公司股票一路狂泻，跌幅达 78.04%。

1720 年底，政府对南海公司的资产进行清理，发现其实际资本已所剩无几，那些高价买进南海股票的投资者遭受巨大损失。许多财主、富商损失惨重，有的竟一贫如洗。报纸铺天盖地登载有关全民破产的新闻，和之前天天报道全民炒股如出一辙。自杀事件变得司空见惯，几乎天天都有人去见上帝痛斥人类投机的疯狂。

全国各地都是要求严惩南海公司和其计划主谋者的呼声。议员中很多人认为，正是由于南海计划的理事们的贪欲和违法行为才导致经营稳定的南海公司一败涂地。因此，这些人对南海公司的理事们持严惩不贷的态度。实际上，大臣、议员也在南海股票的投机热潮中获得利益，并且，还有人收取了高额股份的贿赂。议会上、下院中至少有 450 位议员参与了股票投机的活动。当这些人站到议会的中心位置时，与其说是在冷静地讨论对策，不如说是在气势汹汹地催促议会尽快处罚南海计划的主谋。

他们将南海公司的账簿和会议记录提交给了议会。调查结果显示：南海公司发行的股票超过了法律许可的数量，并多次进行了抬升股价的炒作，在完成这些运营后，公司的官员们又将手中的股份尽可能地以高价反卖给公司而大饱私囊。对于这些人的调查、处罚以及索赔，便成为议会此后的工作内容。

财务大臣艾思拉比在南海计划中牟取了 100 万英镑以上的利润，并且手中的银行账户上还存有 80 万英镑的余额。议会判定其罪名成立，他被送至伦敦塔监狱关押。斯坦厄普大臣被指控的罪行为：受贿 1 万英镑，以 5 万英镑的价格购入了市价为 25 万英镑的南海股票。但斯坦厄普主张，是其家人在他自己不知情的情况下购入 5 万英镑股票的。他的这一主张成功地蒙骗了议员。首相桑德兰伯爵也因受贿 5 万英镑而受到议会审问，不过在沃波尔的维护下，他得以侥幸逃脱。另一位大臣在出庭前夜因服用大量鸦片而身亡。议会定其为有罪，并没收了他的地产。

议会进一步裁决，为了救济不幸的南海公司计划受害者，将没收南海公司重要官员的所有地。这些重要官员所有地的总价值为 200 万镑左右。议会对每个当事人进行了逐一审判，做出了除若干财产可以得到豁免以外，其他全部财产充公的判决。受其牵连，英格兰银行股票从 9 月 1 日的 227 点跌至 10 月 14 日的 135 点，整个英国股市完全崩溃，为数众多的银行倒闭，公司破产。

这次股灾的杀伤力到底有多大？大到让人谈股色变而且这种恐惧延续了一百年，在接下来的一个世纪里，股票在英国基本绝迹！一场股灾就让股票绝迹百年，足见这次股灾杀伤力是多么的巨大，多么震撼。南海股灾已随着时间推移慢慢散去，但科技文明的进步依然无法改变资本人性的愚蠢贪婪！

以下是《漫步华尔街》中的描述

假设你的经纪人给你打电话，推荐你投资一家新公司，这家公司既无销售额又无盈利，只是前景无限。经营什么业务？你问道。抱歉，经纪人说，没人知道它经营什么业务，但我保证你能赚大钱。骗人的把戏！你说。对，你说得没错。然而，在 30 年前的英格兰，这可是当下最热门的新股发行之一。正如你所猜想的，投资者赔得极其惨烈。这一故事说明了欺诈如何能使贪婪的人们更为急切地想舍弃自己的金钱。

在南海泡沫发生的时代，英国人已准备好抛却自己的钱财，国家经济的长期繁荣已造成储蓄过多而投资出路过少的局面。当时，人们认为拥有股票有如拥有特权。例如，直到 1693 年，只有 499 人受益于拥有东印度公司的股份，他们获取收益的方式有多种，尤其是股利免税。这些人当中也有女王，股票是当时英国女王能够以自己的名义拥有的数种财产形式之一。为了恢复大众对政府有能力履行偿债义务的信任，南海公司于 1711 年宣告成立，同时也热情地满足了大众对投资工具的需求。公司以获得与南海地区通商的垄断权作为回报，承担了近 1000 万英镑的政府借据债务。大众认为南海公司会在这种贸易中创造巨额财富，因而对公司股票情有独钟。

从一开始，南海公司就以牺牲他人为代价获取利益。只要持有由南海公司承接的政府借据，无论谁都可以直接将借据兑换成南海公司的股票。事先知道这一计划的人不露声色地大量吃进每份转让价格低达 55 英镑的政府借据，然后在南海公司注册成立时交给南海公司，按借据面额换成每股价值 100 英镑的南海公司股票。南海公司董事中没有任何人拥有任何从事南美洲贸易的经验，不过，这并没有妨碍他们迅速装备好贩运非洲奴隶的船只（贩卖奴隶是南美洲贸易中最有利可图的生意之一）。但事实表明，即便这样的风险生意也没带来利润，因为船上奴隶的死亡率非常高。

然而，南海公司的董事深谙维持公众形象之道。他们在伦敦租下一座令人赞叹的房子，在董事会会议室摆上 30 只黑色的西班牙加套座椅。山毛榉材质骨架和镀金铆钉使座椅看上去端庄气派，不过坐上去可不舒适。与此同时，墨西哥维拉·克鲁斯（Vera Cruz）急需的一船公司羊毛却被运到西班牙的卡塔赫纳（Cartagena），因无人问津而烂在码头上。不过，尽管在这之后的几年存在公司“令人大喜过望地发放股利带来的稀释影响，以及与西班牙交战导致贸易机会的暂时萎缩，但是南海公司的股价仍能维持不下跌，甚至还适度上涨。约翰·卡斯维尔（John Carswell）写了一本精彩史书——《南海泡沫》（The South Sea Bubble）。他在书中对南海公司的一位董事和主要发起人约翰·布伦特（John Blunt）做过如下描述：他还是过着这样的生活，左手拿着招股说明书，右手捧着祈祷书，从不让右手知道左手的所作所为。

在英吉利海峡对岸，一位名叫约翰·劳（John Law）的英国流亡人士组织成立了另一家股份公司。劳的宏大人生目标是，用国家支持、地区机构网络控制的流通全国的纸质货币取代金属货币，并创造更多的流动性。为了推动目标实现，劳收购了一家名叫密西西比公司（Mississippi Company）的濒临破产企业，接着居然又将密西西比公司建成了一家集团企业，该集团企业是有史以来规模最大的股份公司之一。

密西西比公司吸引了整个欧洲大陆的投机者，也引来了他们的资金。“百万富翁”一词正是在此时被创造出来的，这也难怪，因为密西西比公司的股价仅仅在两年之内便从 100 法郎涨到 2000 法郎，尽管股价如此疯涨，但却没有任何合理原因。曾经有一个时期，这家法国密西西比公司的股价急速膨胀，总市值超过全国金银价值总和的 80 倍。

同时，在英吉利海峡的这一边，一丝沙文主义开始滋生于英国的某些豪宅名邸之中。为什么所有的钱就该源源不断地流向法国的密西西比公司？英格兰拿什么予以反击？答案便是南海公司。该公司的前景正开始显得稍有好转，尤其是 1719 年 12 月传来的消息称，与西班牙的战事行将结束，因而往来南美洲的贸易通道终将畅通无阻。据说，墨西哥人正在等待机会挖空自己的金矿以换取英国充足的棉花和羊毛制品。这正是自由企业制度的最佳表现时机。

1720 年，南海公司那帮贪得无厌的董事决定充分利用自己的声誉，主动提出承担金额达 3100 万英镑的全部政府债务。这实在是大胆之举，不过，公众喜欢。与此有关的一项法案正式提交议会讨论时，南海公司的股票立即从 130 英镑涨到 304 英镑。

作为酬谢，形形色色赞成法案通过的赞助者和支持者都获得了一个选择权：个人无须偿付便可以收受一定数量的股票，当股价上涨时，股票直接“回售”给公司，个人只须收取利润便可。收到谢意的人当中就有乔治一世的情妇和情妇的个个都与国王长相惊人相似的“侄女”。

1720 年 4 月 12 日，即法案立法通过五天后，南海公司以每股 300 英镑的价格发行新股。新股认购可以采用分期付款的方式——首付 60 英镑，余下部分 8 次轻松付清。即使国王本人也无法抵御诱惑，认购了价值 10 万英镑的股票。其他投资者蜂拥而至抢购股票。甚至有人为此大打出手。几天之内，股价升至 340 英镑。为了缓解大众对股票的渴求，南海公司董事宣布再发新股，这次发行价是每股 400 英镑。但是，大众饥饿难耐，贪得无厌。不出一个月，股价涨到 550 英镑，而且仍在上涨。6 月 15 日，又一次新股发行方案提出了，这次付款方式更加轻松，首付 10%，并且一年之内不用另行支付，股价直抵 800 英镑。上议院半数议员和下议院过半数议员签署通过该方案。最后，股价飙升至 1000 英镑，投机热潮达到巅峰。

即使南海公司也不能满足所有想与自己的金钱分离的傻瓜的需求。投资者寻找其他新的风险项目，希望一开始便能参与其中。正如今天的投机者寻找下一个微软和下一个谷歌，18 世纪初的英格兰投机者寻找下一个南海公司。为了满足大众贪得无厌的投资渴望，组织并向市场推出大量新股发行便成了公司发起人的义务。

日子一天天过去，新的募集资金计划，从大量进口西班牙公驴（尽管英格兰已有充足供给）到使咸水变淡水，聪明的、荒谬的应有尽有。同时，募集资金的用途也日益带有某种欺诈成分，如用锯屑制造板材。近 100 个不同的融资项目推向市场，一个比一个铺张费钱，一个比一个具有欺骗性，但每个项目又都给人以获取巨大收益的希望。很快，这些新发项目赢得了“泡沫”之名，一个人们能想出的、最恰当不过的别名。

公众似乎照单全收，发什么新股买什么新股。这一时期，新设公司募集资金的用途可谓五花八门：建造船只抵御海盗、促进英格兰马匹繁殖、从事人类毛发交易、为私生子建立医院、从铅中提取银、从黄瓜中提取阳光，甚至还有生产永动机。

然而，最佳创意奖最应授予一位佚名人士，此人发起设立了一家公司，“公司从事一项极具优势的事业，但无人知道是什么事业。”招股说明书承诺的回报闻所未闻。早晨 9 点，认购股票的名册一打开，来自社会各阶层的人群因争购股票几乎挤破了大门。不到 5 个小时，1000 位投资者递过自己的钱，换到了公司的股票。这位发起人还不算贪，立即关门大吉，动身前往欧洲大陆，从此在人间蒸发、杳无音信。

并非所有投资于这些泡沫公司的人都相信自己认股公司的发行方案切实可行。他们对此“太心知肚明了”，不至于如此轻信。然而，他们信奉“博傻”理论，价格总会上升、买家总会找到、自己总会赚钱。因此，大多数投资者认为自己的行为高度理性，期待着“在上市后”也就是说在股票首次发行后的交易市场上能够卖出股票，获利了结。

神要毁灭谁，必先将谁揶揄一番。一盒“南海”扑克牌的发行清楚地预示着投机热潮已趋近尾声。每张牌上有一家泡沫公司的讽刺漫画，画下都印有一段贴切的韵文。其中一幅上画的是帕克机器公司。据说，这家公司生产的机器既能发射圆形和方形加农炮弹，又能发射子弹。帕克声称他制造的机器将为战争艺术带来革命性的变化。有人曾这样描述这种机器：

稀世发明所欲毁灭之众人，
乃同胞愚人，非异国敌人
无惧错糕机器、我之友朋，

谁若遭殃 只因持其股份。

很多泡沫被刺破时并未挫伤人们的投机热情，然而，随着南海公司在 8 月份被刺破一个不可修复的小孔，滔天洪水也就滚滚而来。这个小孔正是南海公司的董事和高管亲手刺破的。他们意识到市场上的股价与公司实际前景之间已无任何关联，便在当年夏天将手中的股票抛售一空。

消息泄露了出去，股价应声下挫。不久，股价便如黄河之水天上下来，一泻千里，恐慌占据了市场，下图显示了南海公司股价蔚为壮观的涨跌景象。政府官员徒劳地做着恢复市场信心的努力，大众信心全面崩溃的局面无可挽回。同样，当大众认识到纸币过量发行不能创造实际财富、只能造成通货膨胀时，密西西比公司的股价便跌得只剩下可怜的一点点。在南海泡沫中损失惨重的人包括艾萨克·牛顿（Isaac Newton），他惊呼道：我可以计算天体运行，但算不出人们的疯狂程度。这就是空中楼阁。

为了保护公众免受伤害，国会通过《泡沫法案》。禁止公司发行任何股权凭证。此后长达一个多世纪的时间里，直到 1825 年法案废除，英国市场上的股权凭证都比较少。

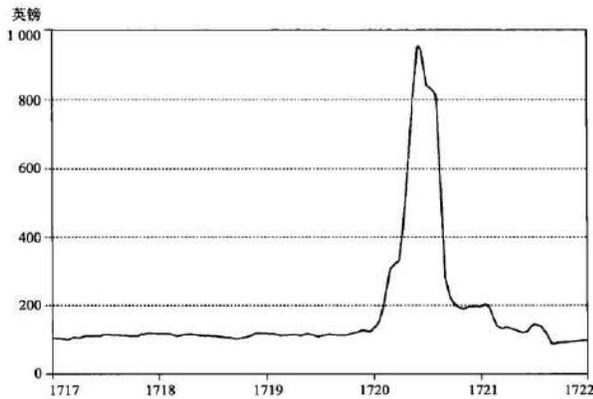
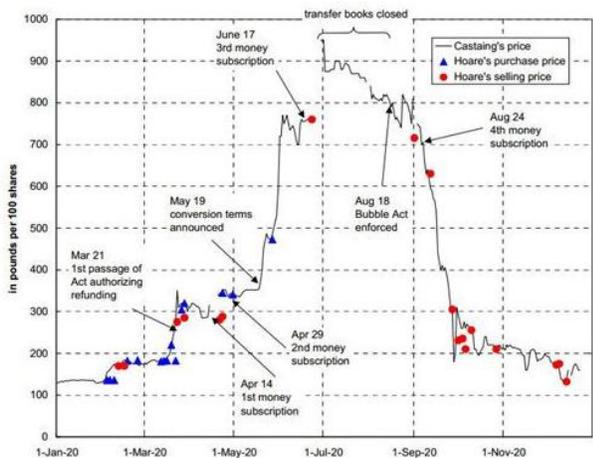


图 9 英国南海公司股票价格



14.4. 互联网泡沫

互联网泡沫（又称科网泡沫或 dot 泡沫）指自 1995 年至 2001 年间的投机泡沫，在欧美及亚洲多个国家的股票市场中，与科技及新兴的互联网相关企业股价高速上升的事件。

在 2000 年 3 月 10 日 NASDAQ 指数到达 5048.62 的最高点时到达顶峰。在此期间，西方国家的股票市场看到了其市值在互联网板块及相关领域带动下的快速增长。这一时期的标志是成立

了一群大部分最终投资失败的，通常被称为“COM”的互联网公司。股价的飙升和买家炒作的结合，以及风险投资的广泛利用，创造了一个温床，使得这些企业摒弃了标准的商业模式，突破（传统模式的）底线，转而关注于如何增加市场份额。

1994年，Mosaic浏览器及World Wide Web的出现，令互联网开始引起公众注意。1996年，对大部分美国的上市公司而言，一个公开的网站已成为必需品。初期人们只看见互联网具有免费出版及即时世界性资讯等特性，但逐渐人们开始适应了网上的双向通讯，并开启了以互联网为媒介的直接商务（电子商务）及全球性的即时群组通讯。这些概念迷住了不少年轻的人才，他们认为这种以互联网为基础的新商业模式将会兴起，并期望成为首批以新模式赚到钱的人。

这种可以低价在短接触世界各地数以百万计人士、向他们销售及通讯的技术，令传统商业信条包括广告业、邮购销售、顾客关系管理等因而改变。互联网成为一种新的最佳媒介，它可以即时把买家与卖家、宣传商与顾客以低成本联系起来。互联网带来了各种在数年前仍然不可能的新商业模式，并引来风险基金的投资。

在泡沫形成的初期，3个主要科技行业因此而得益，包括互联网网络基建（如World Com），互联网工具软件（如Netscape，1995年12月首次公开招股），及门户网站（如雅虎，1996年4月首次公开招股）。

风投家目睹了互联网公司股价的创纪录上涨，故而出手更快，不再像往常一般地谨小慎微，选择让很多竞争者进入，再由市场决定胜出者来降低风险。1998~99年的低利率，帮助了启动资金总额的增长。在这些企业家中，大部分缺乏切实可行的计划和管理能力，却由于新颖的“DOT COM”概念，仍能将创意出售给投资者。

一个规范的“DOT COM”商业模式依赖于持续的网络效应，以长期净亏损经营来获得市场份额为代价。公司期望能建立足够的品牌意识，以便收获以后的服务的盈利率。“快速变大”的口号诠释了这一策略。在亏损期间，公司依赖于风险资本，尤其是首发股票（所募集的资金）来支付开销。这些股票的新奇性，加上公司难以估价，把许多股票推上了令人瞠目结舌的高度，并令公司的原始控股股东纸面富贵。

从历史上看，网络经济的繁荣可被视为类似于其它技术的繁荣：包括1840年代的铁路，1920年代的汽车和收音机，1950年代的晶体管，1960年代的分时共享计算机，以及1980年代早期的家用电脑和生物技术。

在金融市场里，股市泡沫是指某一特定行业的股票价格自我持续上升或急速发展。仅当股价崩盘时该术语方可被明确使用。泡沫在投机者注意到股价的快速增长时应预期其会进一步上升而买入，而不是因为其被低估。很多公司因此被严重高估了。当泡沫破了时，股价急速下挫，许多企业因此破产。

Com模型有天生的缺陷：大量公司在相同的领域均有着相同的商业计划，就是通过网络效应来垄断，很显然，即便计划再好，每一板块的胜出者都只会会有一个，因此大部分有着相同商业计划的公司将会失败。实际上，许多板块甚至连支持一家独大的能力都没有。

尽管如此，一小部分公司的创始人在Com股市泡沫的初期公司上市是还是获得了巨大的财富。这些早期的成功使得泡沫更加活跃，繁荣期吸引了大量前所未有的个人投资，媒体报道了人们甚至辞掉工作专职炒股的现象。

理论上，互联网公司的生存依赖于尽快地扩展客户群，即便这会产生巨量年损。“变大或者失去”乃今日之智慧。在市场高度繁荣的情况下，是有可能让有前途的网络公司进行股票IPO（首次公开发行股票）来大幅圈钱的，甚至即使它从未盈利过，或者在某些情况下，甚至没有任何收入。在那样的情形之下，公司的寿命是靠燃烧率来衡量的。意思是，一个既不盈利的又缺乏可行的商业模式的公司，挥霍完资产的时间。

提高公众意识的行动是网络公司寻求扩大客户群的途径之一，包括电视广告，平面广告以及以专业易于赛事为目标。许多网络公司给自己起了个象声的毫无意义的名字（比如Yahoo!），希望给人留下深刻印象，而不会轻易与竞争对手混淆。2000年1月17日举行的第三十四届超级碗，吸引了17家网络公司的赞助，每家为30秒钟广告支付了200多万美元。与此形成鲜明对比的是2001年1月35届超级碗举行期间，仅有3家网络公司购买了广告。而在2000年4月15

日，一家 CBS 支持的网站 iWon.com 在 CBS 一档半小时的，黄金时段播出的节目中，就送给了这位幸运的参赛者 1000 万美元。

毫不奇怪的是，“利润增长”的心态以及“新经济”西方不败的氛围，使得部分公司内部开销大手大脚，比如精心订制商业设施，为员工提供豪华假期等等。支付给高管和员工的是股票期权而非现金，在公司 IPO 的时候马上就变成了百万富翁；而许多人又把他们的财富投资到更多的网络公司上面。

美国所有的城市都在建造网络化的办公场所以吸引互联网企业家，纷纷谋求成为“下一个硅谷”。通信供应商，由于相信未来经济将需要无处不在的宽带连接，债台高筑地购进高速设备、建设光纤线路以优化网络。生产网络设备的公司，比如思科，从中获利颇丰。

类似地，在欧洲，像德国、意大利及英国等国的移动运营商花费了大量现金来购买 3G 牌照，导致负债累累。投资远远超过了其当前和预测的现金流，却直到 2001~2002 年间才公开承认。由于 IT 行业高度关联的自然属性，这迅速导致了依赖运营商合同的小公司的问题产生。

在 2000 年 3 月，以技术股为主的 NASDAQ（纳斯达克综合指数）攀升到 5048，网络经济泡沫达到最高点。1999 年至 2000 早期，利率被美联储提高了 6 倍，出轨的经济开始失去了速度。网络经济泡沫于 3 月 10 日开始破裂，该日 NASDAQ 综合指数到达了 5048.62（当天曾达到过 5132.52），比仅仅 1999 年的数翻了一番还多。NASDAQ 此后开始小幅下跌，市场分析师们却说这仅仅是股市做一下修正而已。股指反转及随后的熊市来临有可能是因联邦政府诉微软案的审理触发的。审理宣布微软为垄断的结果，在正式公布的 4 月 3 日的几星期前就开始为外界所广泛猜测。

导致 NASDAQ 和所有网络公司崩溃的可能原因之一，是大量对高科技股的领头羊如思科、微软、戴尔等数十亿美元的卖单碰巧同时在 3 月 10 号周末之后的第一个交易日（星期一）早晨出现。卖出的结果导致 NASDAQ 3 月 13 日一开盘就从 5038 跌到 4879，整整跌了 4 个百分点~全年“盘前（pre-market）”抛售最大的百分比。

3 月 13 日星期一的大规模的初始批量卖单的处理引发了抛售的连锁反应：投资者、基金和机构纷纷开始清盘。仅仅 6 天时间，NASDAQ 就损失了将近 900 个点，从 3 月 10 日的 5050 掉到了 3 月 15 日的 4580。

另一原因有可能是为了应对 Y2K 问题而加剧了企业的支出。一旦新年安然度过，企业会发现所有的设备他们只需要一段时间，之后开支就迅速下降了。这与美国股市有着很强的相关性。道琼斯指数在 2000 年 1 月 14 日收报 11722.98 点峰值，盘中一度到达了 11750.28 点，理论峰值到达 11908.50。而标准普尔 500 种工业指数在 2000 年 3 月 24 日收于 1527.46 点，盘中峰值 1553.11 点；更为显著的是，英国的 FTSE 100 指数在 1999 年的最后一个交易日抵达 6950.60 的最高值。之后在好几个行业开始进行冻结招聘、裁员甚至合并，尤其是互联网板块。

泡沫破裂也有可能与 1999 年圣诞期间互联网零售商的不佳业绩有关。这是“变大优先”的互联网战略对大部分企业是错误的第一个明确和公开的证据。零售商的业绩在 3 月份上市公司进行年报和季报时被公诸于众。

到了 2001 年，泡沫全速消退。大多数网络公司在把风投资金烧光后停止了交易，许多甚至还没有盈利过。投资者经常戏称这些失败的网络公司为“炸弹（Boombs）”或“堆肥（Compost）”。

2000 年 1 月 11 日，科网投资者喜爱的拨号上网供应商先锋 AOL，收购世界最大的媒体公司时代华纳。在两年内，由于意见不合，两位促成收购的行政总裁先后离任，2003 年 10 月，AOL 时代华纳把其名字的“AOL”除去。这宗具代表性的收购，证明以新经济挑战旧经济的结果，是旧经济仍可继续生存下去，而当初的乐观则逐渐消失，分析员则重新以传统商业思考方式判断。

多间通讯公司因扩张计划而做成大额的负债，需将其资产变卖甚至宣布清盘。当中最大规模的 Worldcom 则被发现以会计方式夸大其利润以 10 亿美元计。事件揭发后，其股票价格大跌，短短数日后需申请清盘，并成为美国历史上最大的清盘案。其他例子有 NorthPoint Communications、Global Crossing、JDS Uniphase、XO Communications 及 Covad Communications。市场对高速互联网的需求最终没有实现，部分更成为所谓的暗纤，即不会燃亮的光纤。分析员估计在未来数十年，仍只有数个百分比的暗纤会被使用。

Dot Com 公司一间接一间的耗尽资金，并被收购或清盘，域名则被原旧经济的竞争对手或域名投资者购入。部分公司则被控不诚实误用股东的资金，美国证券交易委员会对大型投资机构包括花旗集团及美林罚款数百万美元，以惩罚它们误导投资者。支援性行业如广告及运输业亦需缩减其营运规模，以面对下跌的需求。只有少部分 dot~Com 公司，如 Amazon~Com 及 eBay 在最后生存下来。

网络经济泡沫的崩溃在 2000 年 3 月到 2002 年 10 月间抹去了技术公司约 5 万亿美元的市值。然而最近的研究表明，约有 50% 的网络公司活过了 2004 年，这反映了两个事实：一是公共财富的毁灭不尽然会导致公司关闭，二是网络经济的大部分参与者都很小，可躲过金融市场风暴的冲击。

不过，失业的技术专家，如程序员，却发现了一个饱和的就业市场。在美国，国际外包和允许增加技能签证“客座工人”，如美国 H~1B 签证计划使得形势进一步恶化。大学里参与计算机相关的学位课程的新生数出现明显下降。失业程序员普遍重新回到学校成为会计师或律师。

有人认为，网络经济泡沫的破裂促成了美国房地产泡沫的产生。耶鲁大学的经济学家罗伯特·希勒 2005 年说：“一旦股市下跌，房地产就成为股市释放的投机热潮的主要出口。还有什么地方可以让冒险的投机者运用他们新吸收的商业奇才。大房子所展现的实利主义也已成为自尊心受挫的失望的股票投资者的奴隶。这些天来，整个国家在痴迷程度上唯一与对房地产的痴迷度相同的东西只有扑克。”

宏观泡沫的持续时间比通常所认为的要短得多。政府急于干预可能适得其反。按照“故事”的通常讲法，20 世纪 90 年代的后半段，美国股市陷入了疯狂之中。在“非理性繁荣”之下，投资者将大量财富投入到价值被高估的高科技公司中，但这些投机性企业却赚不到一点利润，白白浪费了大量投资。因此，政府对泡沫的强硬管制是必要的。

故事的确是这么个说法，但现实却有所不同。没错，美国的确发生了网络泡沫；没错，泡沫导致了投资的浪费和扭曲。但泡沫规模没有通常想像的那么大，持续时间也没那么久——事实上，泡沫从 1998 年末开始，只持续了一年半时间。

那些赞同政府采取措施降低资产价格的人们相信，泡沫开始于 1996 年——这比实际时间早了三年。如果下这样的诊断，“治疗”将会比“疾病”本身的祸害更大。事实上，当经济前景看好时，政府和观察家们是难以区分非理性繁荣和理性乐观的，因此，不该让政府承担挤破泡沫、打压投资的任务。

当然，美国股市最终出现了显著而严重的泡沫，这一点毫无争议。但是，泡沫究竟从什么时候开始的呢？规模到底有多大？

有一种观点认为，美国股市的网络泡沫应该从 1995 年 3 月网景公司开始 IPO 算起。但从 1995 年 8 月网景 IPO 结束，始终投资于纳斯达克指数的年均真实收益率为 9.3%；而按上市当日收盘价持有网景股票直至其被美国在线收购之日的投资者，年均真实收益率则为 35%。这像是泡沫吗？

另一种观点则认为，网络泡沫应从 1996 年 12 月 5 日美联储前主席格林斯潘发表著名的“非理性繁荣”演讲前算起。当时，格林斯潘在华盛顿的一次宴会后的演讲中反问道：“我们怎么知道，非理性繁荣是从什么时候开始不当地抬高资产价格呢？”这番话令全世界的股票市场应声而跌。但 1996 年的纳斯达克指数只相当于现 2013 年的 42%，如果自格林斯潘讲话后，投资者一直投资于纳斯达克指数基金至今，则他每年会有 8.2% 的真实收益率。这像是非理性繁荣吗？

即便将 1998 年 1 月作为网络泡沫的起点，也嫌太早。微软、IBM 等十大高科技公司照理说其股市价值是最可能被“非理性繁荣”推高的。但这十个公司中，有一半以上从 1998 年 1 月至今的年均真实收益率超过了 10%。从这个年代的角度看，1998 年 1 月美国高科技公司的股价不是太高，而是太低。

关于对泡沫的判断，加州大学伯克利分校的博士后康斯坦丁·马金和我提出了三条衡量标准。

我们的第一条标准是：当纳斯达克股票的真实收益率在 6.5% 的水平时，不算价值高估；第二条标准是，若股票的收益率低于债券的 3% 的真实收益率，则将购买股票的时期定义为“泡沫”；第三条标准是，如果后续的真实收益率为负，则购买股票的当时可定义为“泡沫”。

如果按第二条和第三条标准，网络泡沫的持续时间极其短暂。从1998年10月到2013年，纳斯达克年均真实回报率跌到了3%以下；在1998年11月之时则为负。据此，纳斯达克指数在2000年3月达到峰值之前，在不到一年半时间里处于高估状态。

如果按第一条标准算，则泡沫持续时间就要更长。自1997年4月以后，纳斯达克累积的平均真实收益率低于6.5%。不过即便如此，泡沫也只持续了不到三年时间。

网络泡沫持续时间竟如此之短，这是否令人惊讶呢？马金认为不是。在宏观经济意义上，显著的泡沫是少见的，也不能持久。即便是加尔布雷斯这个最不相信金融市场效率的经济学家，也在其对1929年股市大崩盘的研究中表示，估值过高和过度投机的阶段是短暂的。他指出，直到1928年下半年，美国股市的状况仍然是相当合理的。

事实上，美国股票市场在宏观意义上最为显著的困惑，并非市场因非理性繁荣而产生泡沫，而是股价为何总是如此之低，导致股票的真实回报如此慷慨——这即是著名的“股权溢价之谜”。看起来，美国股市更可能为过度谨慎而非“非理性繁荣”所苦。

正是由于这个原因，我相信，当格林斯潘说管制潜在的资产价值高估并非政府职责所在时，他是正确的。当然，如果潜在的泡沫导致金融危机风险上升，的确需要对之加以监控。但只要金融风险还足够低，政府一旦出于对非理性繁荣的恐惧而试图校正市场，就很可能好心办坏事。

这些问题与中国的关系何在呢？我不能确定。但历史，尤其是其他国家的历史，虽然不能照搬照抄，却无疑可以成为一个国家思考问题的指南和汲取教训的源泉。

14.5. 美国1929年大股灾

1929年大崩盘是一场历史事件，是这一年纽约证券交易所股票价格大跌和在此后一段时间持续大跌的总称。引发美国10年的经济大萧条，是有史以来对经济破坏最大的股市崩盘。道琼斯指数在1929年9月3日崩盘前创下的381.17点最高值，直至1932年7月8日道指最低值41.22点，市场才彻底见底，差不多花了三年时间，此时股市自高点下跌了89.2%。

自经历了第一次世界大战和1918年全球大流感死亡2000万人后，到了1920年，世界经济进入了一个繁荣时期，人们开始享受灾难之后的欢欣生活。美国在许多经济领域，都处于世界领先的地位，成为世界上最为发达、稳定和繁荣的国家。

良好的经济环境，使美国的股市在20年代发展迅速，大量企业在美国上市，股票数量从1921年的1822种，到1929年达到了6417种。人们每天热切地讨论着股票走势，小道消息满天飞，再加上融资购买股票十分流行，人们还可以通过“定金交易”的方法，只需花上1美元，就可以买到价值10美元的股票。就算是接线员和街上的报童，也跟着一起炒起股票来，股票经纪成为人们心中的大英雄，华尔街变成远道而来旅游者的景点。

1926年的秋天，被炒得疯了的佛罗里达房地产泡沫，首先被无情地刺破了，可是却丝毫没有给华尔街的人带来任何警醒的作用，相反股市更进入最后疯狂的阶段，与现实经济的状况完全脱节了。

在每次股灾之前，智者通常只占极小部分，而占最大比例的群众，都沉浸于一片兴奋和狂热之中。多数人对于疯狂的股市，反应都会是：1. 美国经济良好，股票价格是可以长期维持高峰状态的；2. 就算股市崩盘，我也可在暴跌前走掉啦！

在这种乐观的情绪下，道琼斯指数从1921年的66点低位，反复攀升至1929年9月19日的469点历史高位。

虽然也有极少数的人，能保持着冷静的头脑。例如约瑟夫·肯尼迪（美国总统约翰·肯尼迪的父亲）就说，如果连擦鞋匠都在买股票，他就不应再参与这个游戏了，结果他选择提早撤出资金，避过了这个世纪性的大灾难。

华尔街的一位统计学家罗杰·巴布森，也计算出股票价格的增长幅度，已达到不合情理的地步，曾经在一个华尔街的金融餐会上指出：股市迟早会崩盘的！而这句话被《道琼斯金融》发表。虽然人们当时只当作一个笑话，但事实却是一语成谶，他亦因此而千古留名。

到了1929年10月，股市开始出现严重的下挫，股价如决堤之水轰然下泻。该年的10月24日，是历史上著名的“黑色星期四”，美国股市灾难的开始，早晨开市便如决堤之土坝，人们恐

慌性抛售高达近 1300 万股，于是大家努力救市，纽约主要银行迅速组成救市基金，证券交易所总裁亲自购入股票，胡佛总统发表“唱好股市”文告，希望挽回公众信心。

可惜过了一个周末，一切挽救股市的努力都白费了。10 月 28 日道琼斯指数狂泻 38.33 点，10 月 29 日更创下了 1641 万股成交的历史最高纪录，交易大厅一片混乱，人人都在不计价格地抛售。11 月的跌势仍然不止，一直滑至 198 点，与高位的跌幅超过一半。

直至 1930 年，股市虽然在 1 月到 4 月呈现反弹，但接着又再急转直下，连续出现了数次的暴跌，没人再有兴趣购买股票，一直到 1932 年，道琼斯指数跌至 41 点，美国钢铁公司的股价由每股 262 美元，跌至股灾后的 21 美元，通用汽车公司从 92 美元跌至 7 美元。美国股灾引发了整个世界的大萧条，造成 500 万以上的人失业，上千亿美元财富付诸东流，无数人流离失所。

美国这次历史性的股灾，彻底打击了所有投资者的信心，人人闻股色变，道琼斯指数到了 1954 年，才重新回到 1929 年的高点。股灾不仅严重地打击了美国经济，还造成了 30 年代的世界经济大危机，影响波及英国、德国、法国等多个国家。

当股市升到最高点的时候，市场都会呈现一种极度兴奋或压抑的情绪阶段，投资者往往会被情绪控制，而形成了一个心理群体。由于达成的共识，不是建立在理性判断的基础之上，很大机会是一个错误的方向，是市场踏入重大转折阶段的开始。

当股市刚开始从低位上升时，大家都抱着怀疑的心态，未敢确定市况是否重拾升轨；但当牛市持续，升势一浪高于一浪的时候，大家就会感觉到股市的上涨，已成为一种不可避免的趋势，并深信在未来的日子中，股市将会持续上升，即使目前的股价已属偏高，仍是购买的大好时机。

由于每个人都涌进股票市场，于是形成一种社会共识（Social Consensus），使大部分的人都相信牛市将会持续，但假若大家都是这么想的话，其实牛市距离尾声亦不远了。

疯狂与崩盘的原因探讨

1) 金本位放松了银根，刺激了投机

“从股市的角度看，1927 年是具有历史意义的一年。根据一种长期被接受的观点，就是在这一年播下了末日性灾难的种子。责任在于一次慷慨但又愚蠢的国际主义行动。……英国恢复实行以前或者说第一次世界大战以前维系黄金、美元和英镑之间关系的金本位制。……接着，黄金便从英国和欧洲源源不断地流入美国。……政府大量买进发行在外的证券，其必然的结果就是使抛售政府证券的银行和个人持有了备用现金。……因联邦储备系统放松银根而变得可利用的资金不是投资于普通股，就是帮助别人融资购买普通股（而这点更加重要）。这样，人们就有了资金，并匆匆投入股市。”

“关于联邦储备当局在 1927 年采取的行动是随后投机与股市崩盘的罪魁祸首的观点从来也没有被真正动摇过。这种观点具有吸引力的原因就在于它简单易懂，并且为美国人民和美国经济开脱了一切重大罪责。……但是，这种解释显然假设：只要能够筹集到资金，人们总会进行投机。……这种解释仅仅证明了人们在经济问题上重新偏信那些不可思议的胡话。”

2) 投资信托放大了投机热

“20 世纪 20 年代末，最著名的投机品种就是投资信托或投资公司股票，它们的发行方案更能满足公众对普通股的需求。投资信托不是创办新的企业或扩大已有企业，而只是一种旨在通过成立新公司来让股民持有已有公司股票的安排。”

“在投资信托中，杠杆是这样发挥作用的：通过发行债券、优先股和普通股来购买品种不同的普通股组合。当采用这种方法购进的普通股价格上涨（总是这样假设股价走势）时，信托中债券和优先股的价格基本不变。因为债券和优先股的价格是固定的，派生于一个特别规定的回报率。投资信托所持有的证券组合因增值而产生的利润，全部或大部分分配给投资信托的普通股。结果，投资信托普通股的价格奇迹般地上涨。”

——曾星智注：这种使用杠杆的投资信托，在普通股上涨时，可以几何级别的增长利润。但是，如果在股价下跌时，则同样会几何级别的缩减利润。在 1929 年秋季前的疯狂投机中，这些投资信托获取了巨额的利润；但在大崩盘中，它们的杠杆几乎使得持有的普通股变得一文不值，总资产大幅缩水。

3) 保证金制度加速了崩盘

“每一份抛盘委托都会增加股市上的股票供给，从而导致股价进一步下跌。因此，每一笔‘割肉’交易都会导致另一笔接踵而至。这是名副其实的连锁反应。”

“……1929年股市大崩盘一个与众不同的特点就是持续时间长，事态不断恶化；前一天看上去像是要结束了，但到了第二天才被证明是刚刚开始。因此，既无法确切估计它所造成的最严重的损害，也没法保证可以尽量避免普遍性灾难。那些侥幸借到资金把第一张保证金催缴单应付过去的投机商接下来又得设法解决第二张催缴单；即使能把第二张应付过去，第三张、第四张催缴单还会接踵而至。到头来，投机商们会把所有的资金都赔进股市。”

4) 政府救市不得力：自由放任、未及时释放流动性、信用紧缩黑洞及连锁效应

由于奉行不干预的自由主义经济政策，当时美国政府和美联储没有在股市暴跌时采取实质性的干预措施。

① 美国政府仅靠口头讲话来稳定市场，对杠杆交易引发的抛售，对银行的连锁倒闭都没有及时加以干预。1929至1933年共出现了四次大的银行恐慌，到1933年美国一共有32个州的银行全部倒闭或停业，美国的金融信贷几近全面陷于瘫痪；

② 美联储未及时释放流动性，对1929年股灾时的流动性紧张局面没有采取任何有实质意义的行动，没有及时的增加货币供应量，保证足够的流动性，使得市场上的流动性越来越匮乏。据弗里德曼测算，1929~1933年间，美国的货币存量未增反降33%。伯南克在对1929年经济危机研究后认为，要走出类似的经济危机，需要长期执行低利率，保证市场充足的流动性，资助政府的财政扩张，以防止因为流动性紧缩和信贷紧缩带来的“金融加速器”效应，使经济步入深渊。

虽然在股灾后，美国开始反思股市崩溃的原因，采取了一些措施来稳定市场：

① 通过了在金融监管史上具有里程碑意义的《格拉斯~斯蒂格尔法案》，要求投资银行和商业银行分业经营，避免股市崩溃直接冲击商业银行体系，进而导致连锁反应；

② 放弃原先自由不干预的政策，相继通过《1933证券法案》和《1934证券交易法案》，并成立美国证券交易委员会，构建了一整套证券监管体系。

但这些政策偏向于长期效应，对于市场的短期失血和崩溃作用不大，就短期而言在市场崩溃之时，美国政府并未采取实质性的救市政策，此后漫长熊市。

14.6.1987年全球股灾

1987年全球股灾是指以美国纽约股市暴跌为开端，并迅速引起西方主要国家股票市场连续大幅下挫的过程，这是迄今为止影响面最大的一次全球性股灾。

上世纪80年代初，虽然美国经济告别了上世纪50~60年代的黄金时期，处于新旧经济模式转换的低速增长期，但基本面还算健康，并未出现1929~1933年的大萧条，在时任美联储主席保罗·沃尔克的努力下，通胀得到控制，利率下行。同时在美国政府的“新经济政策”刺激下，财政支出扩大，税收降低，大力吸引外资流入，加之股票投资免税，全球资本进入美国股票市场，美国股票市场走牛。截止1987年9月底，标普500指数相较1982年的最低点已经上涨215%，当年累计涨幅也高达36.2%。

然而，因为布雷顿森林体系瓦解，美元的预期贬值，为维持汇率稳定，继广场协议后，1987年2月，G7国家达成“卢浮宫协议”，日德等国相继降低利率，美国则提高利率，以抑制美元继续走低。但随着日德等国国内通胀上升，这一协议难以维系，德国在10月14日和15日接连提高短期利率，美元再次被看跌，1987年10月18日美国财长宣布美元或主动贬值，加上上市公司并购税收优惠取消、海湾战争升级的传言等坏消息的冲击，叠加3~9月份联邦基金利率上调的影响，美股开始调整，10月14~16日连续三个交易日标普500指数接连下跌，累计下跌10.1%。10月19日，先于美股开盘的香港、欧洲等地股市接连暴跌，美股开盘后更是暴跌20.5%（标普500），史称“黑色星期一”。一直到休市，道·琼斯指数暴跌508.32点，跌幅达22.62%，超过了1929年10月29日纽约股市暴跌的纪录。如果将抽象的指数折算成货币，这一大纽约股中下跌使市场丧失了5000亿美元的市值。这个数目几乎相当于当年美国国内生产总值的八分之一。

美国股市暴跌，迅速蔓延全球。经过10月19日和20日暴跌后，全球股中危机并没有结束。

10月23日，心慌意乱的投资者又开始在外汇市场上抛售美元，抢购硬通货，造成美元大幅贬值；10月26日，受美元贬值和周边市场股中暴跌个止的影响，道·琼斯指数再次暴跌156.63点，跌幅为8.03%；日本日经指数下跌4.75%，法国、瑞士、联邦德国股市分别下跌7.0%、10.0%和10.1%。香港股市在被迫停市4天之后，26日上午11点复市，积压数日的抛单汹涌而出，市场根本无法接单。至休市，香港恒生指数暴跌1120.7点，日跌幅高达33.33%，创世界股市历史上的最高跌幅纪录。

整个1987年10月，股灾造成了世界主要股市的巨大损失。美国股票市值损失8000亿美元，日本损失6000亿美元，英国损失1400亿美元，台湾损失320亿美元，香港损失300亿美元。这次股灾共造成世界主要股市损失达17920亿美元，相当上第一次世界大战直接和间接经济损失3380亿美元的5.3倍。

程序化交易和杠杆交易加剧了这次下跌。程序化交易电脑程式看到股价下挫，便按早就在程序中设定的机制加入抛售股票，形成恶性循环，令股价加速下挫，而下挫的股价又令程序更大量地抛售股票。在大跌前，增量的融资资金助推指数上涨，大跌后，融资余额迅速下降，使得市场失血。待市场稳定后，投资者的风险偏好下降，融资余额保持稳定，再未见大跌前的迅速上涨情景，股票市场走势也相对稳定。

1987年全球股灾，是一系列因素共同促成的必然结果：①自1983年起，美国以至整个西方经济进入了一个持续增长期，同时整个西方国家的股市也进入了前所未有的全面牛市之中，1982~1987年，美国道·琼斯指数上涨了2倍多，意大利、日本、联邦德国股市也分别上涨了3.56倍、3.51倍和1.6倍。但在1987年，西方国家的经济已出现了经济衰退的迹象，它已无法支持股市上涨。②美国经济债台高筑，外贸赤字增加，1986年，美国财政赤字2210亿美元，外贸赤字1562亿美元，外债更是高达2636亿美元。美国已沦为世界最大债务国。③大量游资涌入美国，一旦投资者对前景看淡时，曾经造成股市大幅上扬的游资在经济衰退时就会撤资离场，从而成了股票狂泻和美元贬值的动力。④西方各国在协调经济发展中不断发生摩擦，这必然会影响到世界经济和股市的稳定。

14.7.1990年日本股灾

日本的证券市场已有100多年的历史了，作为历史的镜子，日本也是世界上股灾发生次数最多的国家之一。在近50年时间里，日本先后发生了7次股灾，其中20世纪80年代以来就发生了3次股灾，最严重的要算1991~1992年的泡沫经济型股灾。日本泡沫经济产生的原因：由日元升值走向“扩大内需”；国内经济快速增长拉动“有效需求”膨胀；“流动性过剩”为股市“火上浇油”。日本经济泡沫的主要表现：股价持续猛烈暴涨；房地产价格持续暴涨。泡沫经济对日本的沉重打击：银行业受到严重打击；证券业出现空前萧条；对企业与消费者的猛烈冲击。

在1987年10月17日“黑色星期一”的西方股市大风暴中，短期下沉后率先“复活”，从而带动了全球股市的回暖。以后，股价一直呈强势上升。并在1989年12月19日达到38915点，较1985年最低点上涨了3倍多。面对日本经济繁荣和股市狂涨，日本国民如痴如醉，纷纷投身股市。

1987年10月，纽约股市崩盘。贝克向日本首相中曾根施加压力，让日本继续下调利率。很快日元利率跌到2.5%，大量廉价资本涌向股市和房地产，东京的股票年成长率高达40%，房地产甚至超过90%。此时，东京股票市场已经在3年之内涨了300%，东京一个地区的房地产总盘子以美元计算，超过了当时美国全国的房地产总值。一个巨大的金融泡沫开始成型。

如果没有外部破坏性地震荡，日本也许可能以缓和的紧缩逐渐实现软着陆，但是日本没有想到，这是一场国际银行家不宣而战的金融绞杀行动。美国人用大量现金去买，日本人认为根本不可能发生的日本股市暴跌的可能，双方赌的就是日经指数的走向，如果指数下跌，美国人赚钱，日本人赔钱，如果指数上升，情况正好反过来。

1989年年底，日本股市达到了历史巅峰，日经指数冲到了38915点，大批的股指沽空期权终于开始发威。高盛公司从日本保险业手中买到的股指期权被转卖给丹麦王国，丹麦王国将其卖给权证的购买者，并承诺在日经指数走低时支付收益给“日经指数认沽权证”的拥有者。该权证

立刻在美国热卖，大量美国投资银行纷纷效仿，日本股市再也吃不住劲了。不可遏制的暴跌就象意外的狂风骤雨劈面向人们袭来，一夜变巨富的美梦化成噩梦深渊，恐慌情绪笼罩着投资者的心。到2003年4月最低跌至7607点。累计跌幅高达63.24%，创造了日本股市历史上最大的下跌幅度。



图 10 日经平均指数走势

1990年日本发生的一场股灾因其引起的经济衰退期限之长、程度之深而让世人瞩目，它在日本引起的恶性后果可比于美国30年代的大萧条。

80年代以来，日本经济有两个极端的表现。1986年，日本经济走势平稳，由汽车、电子、集成电路等行业带动，实力逐渐增强，至80年代末，日本汽车已称霸全世界，日本的行业在西欧、拉美遍地开花，几乎所有的国家都逼伏在日本强大的经济实力之下。1986年12月开始的不同寻常的经济繁荣被称为“平成景气”。

由于日本经济的强劲长势，这场股灾的来临似乎显得突然。股灾爆发后一段时间内，人们还一直认为实体经济并没受多大影响，或许其中还有日本业界保密口风很紧的原因，直到爆发一年之后人们才真正意识到日本经济受到了多么大的震动。

进入“平成景气”以后，日经平均指数（见图）由1985年的12000点持续上升，在1987年10月17日“黑色星期一”的西方股市大风暴中，短期下沉后率先“复活”，从而带动了全球股市的回暖。以后，股价一直呈强势上升。为此，经济理论界的人士得出积极的分析，认为日本经济增长势头强劲是促使日本股市大涨的主要原因，而证券业内则有人看好50000点大关。然而，自1989年年底交易所最后一次开市日经平均股指高收38915点后，不可遏制的暴跌就象意外的狂风骤雨劈面向人们袭来，一夜变巨富的美梦化成噩梦深渊，恐慌情绪笼罩着投资者的心。1990年10月日经225种股票平均指数跌破20000点。1991年上半年略有反弹，旋即转入更猛的跌势。1992年4月1日东京证券市场的日经指数跌破17000点的心理大关，股已民陷入了绝望情绪中。8月18日日经指数再创14309点新低，基本上回到了1985年的水平。1993年一季度仍徘徊于16000~17000点之间，1994年年末略有上浮，上摸20000点，以后直到1995年12月底，即又过14个月后才再次突破20000点，收盘在20011.76点（12月28日）。

日本股市暴跌后，经济学界把80年代末期日本由股市的狂热造成的过热经济增长称作典型的泡沫经济。股市遭重创后，泡沫经济也就随即破灭。这就是90年代世人所看到的日本现象。

1985年9月，西方5国财长在美国签订著名的“广场协议”，决定提高其它货币对美元的汇率，因为美国连年出现巨额贸易赤字，现行美元汇率虽然在美国一致干预下仍难以维持。日本由于与美国贸易摩擦最为剧烈，日元首当其冲，一年左右上升了1倍以上。日元升值使日本的出口主导型经济受到极大冲击，为了刺激经济的回升，并实现由出口主导型向内需主导型经济结构的转变，日本政府实行了金融缓和与自由化的政策。从1986年1月到1987年2月，日官方连续5次调低贴现率，使之降低至低于同期西方各国贴现率2.5%的水平。这虽然使许多受日元升值影响的企业迅速摆脱了困境，但同时也种下了恶果。日本国内储蓄一直很高，加之金融缓和造成的货币供应扩张以及外汇盈余的骤然膨胀，一股庞大的过剩资本逐渐在容量有限的日本经济中生成。这笔过剩资本除了一部分寻找海外投资市场外，大部分在国内涌入投资收益相对较高的资本市场，

抬高了股价和地价。日本政府在实施金融缓和和自由化政策的过程中犯下了两个错误：1.急于求成，速度过快，过高地估计了日本国内市场的吸引能力。日本国土狭小，人民注重节俭美德，投资意识强，这些决定了日本的消费市场不可能迅速大规模扩张，内需主导型经济难以短时间内形成。2.未采取控制过剩资本流向的措施。金融自由化的过度自由扩张了它的负作用，投机成分过浓。因此，日本政府在金融政策上的急于求成是诱发股市暴涨的最根本原因。？

其次，企业和证券公司的非法交易在泡沫膨胀时起了推波助澜作用。这要追溯到1965年。自那时起，日本企业就已经发明了“稳定股东”的做法，即在资本自由化的情况下，为了防止外国资本，或意外资本吞并，企业从市场上大量吸收浮动股，然后让有交易联系的银行、商社、钢铁公司等法人持有这些股票，并在任何情况下都不出售，结果法人持股比率提高，法人之间的相互持股促进了行市平稳。这就是日本著名的“法人持股结构”。进入70年代，大藏省允许由面额发行股票转为按时价发行股票，法人购买能抬高股价的作用为日本企业所利用。发行公司为筹集更多的资金而进行稳定股东的工作，通过这种方法来控制股票的供求关系，促使股价上涨，再以高价增资扩股，这种做法迅速普及，证券公司开始将其作为自己的业务积极地为发行公司工作，目的是收取高额手续费。这使得80年代股价异乎寻常地上涨。金融缓和政策犹如一剂强心剂，促使企业与券商大肆投机。法人投机源自于1984年制订的“特定金钱信托制度”，它使日本大企业能够将巨额委托给信托银行和证券公司，从事金融交易。证券公司劝诱发行公司发行可转让的公司债券和附加新股认购权的公司债券，将筹集到的资金再委托给证券公司进行股票投机（我国股市是否存在这样的地下交易呢？），因此，除了一个机构投资者的狂势投机，法人大资本的投机也成为股市膨胀的一大动力，并终于导致股市失控。

其三，投资者的狂热是股市膨胀的基础。自从日本采取金融缓和政策后，企业的资金使用成本迅速降低，经常收益率从1986年的~17.2%，一跃而为1987年上半年的33.5%，下半年的50.9%。企业收益的提高影响了股票的投资收益率，更影响了投资者的心理预期。由于受良好的市场预期驱使，即便股票的市盈率已高到令人难以相信的水平，投资者仍然在争相抢购。个人持股比例从1980年的8.84%上升到1988年的14.5%。1987年末，日本股市个人股东已达2000万人，相当于日本国民人口总数的1/5。

其四，拥有大片土地的大型企业的股票上市，成为股市暴涨的领头羊。实行金融缓和政策后，日本经济突飞猛进，单位土地面积实现的附加价值越来越大，土地生产率也越来越高。由于心理预期良好、投机活动增多，炒买炒卖土地的现象非常严重，地价飞快上扬，地价的暴涨使投资者不断对企业资产重新进行估价，拥有大片土地的大型企业身价倍增，股价大幅飚升，成为股市持续上扬的领头羊。

股票市场具有高效传递信息和加倍放大信息影响力的功能，国民经济略有风吹草动，股市即会在剧烈波动中反映出来。“扬之愈高，跌之愈深”，这是各国股市共同的道理。

1989年5月，由于意识到了经济过热的压力，日本政府始自紧急刹车实施金融紧缩政策，提高贴现率，到1990年已由1989年的2.5%提升至6.0%。贴现率的急剧提高直接影响了资本的市场收益率，股价开始下跌。不对未来政策积极看好，人们的心理预期变糟，无论证券公司和企业法人如何用心思抬高股价，这时的股指已如强弩之末只是作最后的挣扎。1989年末90年初没有传出好消息，因此1989年底的最后一搏难以高位维持。1990年4月大藏省对房地产行业也进行严厉的限制，一方面严格控制融资，另一方面加征地价税，使地价冷落下来。地价的下跌减少了企业的实有资产值，更促使股价下跌。股价与地价的下跌使支撑日本企业效益增加的源泉受到削弱，而借款利率提高，成本上升，企业增收的能力大受制约。企业收益前景的暗淡给投资者的心理蒙上一层阴影，预期恶化。投资减少，抛售股票，进一步引起恐慌，争相把价压低，大熊市来到了。

加剧股市暴跌程度的是证券业丑闻的连续曝光。股市大涨时，证券公司引诱利用法人的大额资金进行投机，不得不对法人作出口头的高报酬保证，在大牛市里，收益担保可以如约履行，不会暴露问题，但在股价下跌时，大宗顾问就得不到预期的报酬。为了留住顾问，证券公司就背地里用其它方法来补贴大宗顾客的损失。而这种做法在日本国税局是绝不允许的。法人为了隐瞒他在股票交易中的损失，在决策期间向其他法人透支以平衡开支，然后再由证券公司赔偿这部分损

失。这些幕下交易在股价可以控制的时候是不会暴露的，但是在投机热过后，当发生数百亿日元的损失时，证券公司的管理就无能为力了。因此，在1990年股市暴跌后，从1991年6月起日本接连爆发证券丑闻是不奇怪的。由于丑闻的曝光，投资者对证券公司的不信任感大增，大批投资者纷纷逃离股市。持续的利空政策与丑闻曝光使股市成为单边下跌市，一发而不可收拾。

日本是名列世界前三位的经济大国，它的证券市场建成已经有100多年的历史，其中东京证交所在1993年的证券市值达18852亿美元，位列世界第三（前二位为纽约证券交易所和伦敦证券交易所）。无论从成熟度还是从规模来看，日本证券市场都是位居前茅的。在西方列国已步出1987年股灾带来的经济衰退之时，日本经济却迈入深深衰退之中，确实有令人啼笑皆非的理由。

首先，日本政府经济政策上的急躁是一大失误。提高贴现率和降低贴现率幅度都过于急切，放松和紧缩的政策也实施得过于突然。分析日本自身的经济特征，消费潜力是有限的，由于日本的生产力已达到很高程度，内需主导型经济没有条件在短中期内形成。事实证明日本企业最终选择了一条向外发展，对外投资的出路。可以确信，避免这次剧变，日本企业仍然会选择这一条路，过渡还会较为平稳些。

其次，日本证券市场上股票市值相对较低，一旦金融松弛，很容易成为投机市场。

其三，对证券中介机构监管不力，纵容证券公司与法人勾结投机。

其四，对投机容易升级的房地产行业未予以及时的关注调节。

其五，对法人大额投机资本管理不严，致使市场失控。证券市场发展的经验证明，相对规模较大的投机资本向来是不利于股市健康发展的动荡因素，许多国家的证券监管机构都对其运作制定规章，并把监视大资本的动向作为自身的一项重要任务。这在日本证券市场显然没有做到。

总起来讲，这次股市大熊市本质上是对日本长久以来过热的经济形势须适当回落、人们失去对未来信心的反映。当然，由于官方政策的失误等多种因素，导致股市暴跌，放大了它对经济的破坏性影响。

股市泡沫的破灭带来的后果相当严重。第一个影响是证券业空前萧条，并由此引起证券业的大合并。1991年股市大幅下调以来两三年中，股票市场的证券交易量只有以往的20%，主要靠手续费生存的200多家证券公司全部入不敷出。1992年不少大公司的赤字高达400亿日元以上。1992年6月19日，日本议会通过金融制度改革法案，并于1993年4月1日开始执行。新制度规定银行、证券公司可以相互收买，业务也可以相互交叉，这样就可以由实力雄厚的大银行、大证券公司来挽救濒临倒闭的中小证券公司。新制度还极力鼓励外国资本进入日本市场。股市泡沫破灭的

第二个恶果是泡沫经济的破灭，打击了日本的实体经济。泡沫膨胀期间，民间设备投资和住宅投资已经饱和，政府投资的增长已达极限，泡沫破灭后，经济形势急转直下，立即出现设备投资停滞，企业库存增加、工业生产下降、经济增长缓慢的局面，中小企业处境艰难，失业增加。90年代初至1995年，日本经济处于零增长和负增长之间，长期回升乏力。

第三个后果是对外证券交易额大减，日本的长期资本收支盈余，由80年代的资本输出大国戏剧性地变成输入大国。由于国内资金紧张，许多80年代大肆扩张海外地盘的日本三产企业纷纷抽资回逃。

第四个严重后果也是最长期的后果，在企业狂热转向直接融资大赚其钱时，银行耐不住寂寞，风险大的企业和非银行金融机构终成银行业的主要融资对象，泡沫的破灭间接导致了银行业的危机，这也是目前日本政府最难于解决的问题之一。据1995年9月大藏省公布的数据，以国际会计标准计算日本银行业的坏帐至少50万亿日元。日本银行不仅在国际市场上的信誉等级大为降低（按照美国穆迪投资服务公司评定的商业银行长期存款资信等级，日本的三菱、第一劝业、住友和富士银行在1989年时均为最高级别AAA级，而到1993年时则分别降至AA3级和A1级。标准普尔公司也先后下调了东京、三和、三菱、住友和樱花等日本银行的长短期资信等级。1995年的评级中，三菱、东京、三和得级"C+"，第一劝业、富士、住友等10家大银行仅得"D级"，50家日本银行没有一家获得"A级"），而且海外筹资被迫加息日本溢价"率。1995年8月30日，兵库银行破产消息公布后，日本大型商业银行在伦敦的筹资利率必须增加0.125%，一般商行则必须增加0.1875%，有时甚至更高。银行业的困难重重，不仅多家银行、信用社破产，而且在

银行之间发生特大合并的事件。众所周知，日本历来以发达的间接融资体系著称，在企业外部资金来源中，银行贷款占了 85.8% 的比重（1980~1984 年数据）。银行业出现危机，等同于日本的融资体系受到严重挑战。

泡沫经济的破灭对日本的打击是显而易见的。经过这次国内市场的大萧条之后，多数制造业厂商都大举移迁东南亚地区和国家，出现行业空洞化趋势。目前日本国内销售的工业品中 14.4% 是进口产品，高于 1991 年 4.4 个百分点，而其制成品出口仅占其产量的 14%，日本第一次对进口的依赖程度超过了对出口的依赖程度。日本农业也有空洞化趋势。由于国外蔬菜便宜，1994 年日本向海外采购的蔬菜比前一年激增 66%。由此可见，日本国内的生产能力重建尚需时日。目前，日元对美元汇率已下降至 102:1 左右，这对于日本国内企业来说自然是一大利好。然而日本银行业的危机仍时有发生，继续采取有力措施消除泡沫经济的影响对于日本国内经济的复苏有举足轻重的意义。1995 年 8 月，大藏省在研究顺利处理倒闭金融机构的措施时（7 月 31 日爆发宇宙信用合作社“挤兑”风潮），建议进一步改善日本的存款保险制度，这对于储蓄率一直保持较高的日本居民来说不啻是一纸福音。

日本泡沫经济

第二次世界大战后，日本经济遭受严重打击，为了支持企业恢复生产，日本政府推出扶植和保护银行顺利营运方面的优惠措施。由于企业生产处于恢复阶段，企业利润留存严重不足，从而决定了当时以间接金融为主、直接金融为辅的金融政策，银行成为企业发展资金的主要提供者。为此，政府对金融业进行严格管制，同时也高度保护金融业，银行业在经济中发挥着关键的作用。这种金融体制使日本战后的经济得以突飞猛进的发展，但日本银行业分工过细和政府的过度保护，导致银行业管理呆板、竞争力差和活力不足等诸多弊端。尤其是随着经济走向成熟化，其体制的负面作用更加显著。

20 世纪 80 年代中期以来，日本经济急剧增长，外贸顺差逐年增加，日本中央银行一直采取低利率政策，主要是为了刺激企业长期投资和挽救处于不良债权困扰的金融机构。但是，低利率政策也带来了一些负面效应，低利率和股市的低迷导致国内日元资产的运用几乎无利可图；与此同时，美国的利率处于较高水平，吸引大批日本投资者将日元换成美元，购买美国债券和股票，形成日元资产大幅外流。

1985 年 9 月 22 日，西方五国财长聚会纽约，签订了旨在扭转美元升值局面的《广场协议》。此后，西方各主要国家在外汇市场上大规模抛售美元，造成美元大幅下跌而日元汇率大幅上升，引起了日元货币供应量的膨胀。1987~1990 年期间，日本货币供给量增长率达到 10% 以上。从 1984 年开始，日本经济出现景气衰退。日本大藏省实行了大规模的缓和金融政策。中央银行的贴现率从 1986 年 1 月起连续 5 次降低，由 5% 降低到 1987 年的 2.5%。低利率和充足的货币供给为金融泡沫的产生创造了条件，大量资产流向股票市场，导致股票价格迅速上升。

20 世纪 80 年代中期，日本企业在财务战略上的技术革新，促使企业将资金从事金融投资，以获取高额利润，导致企业一方面将充裕的资金投向股市和房地产市场，以获取更大收益；另一方面，又趁股市上升之际，从金融市场上筹集更多的资金。企业筹集的资金并未完全用到长期投资上，很大一部分又流向股市和房地产市场，从而进一步促进了泡沫的膨胀。

由于企业通过金融市场可以获得廉价资金。作为金融中介的银行业便要为自己的资金寻找投资机会。一方面，银行业直接或间接地将资金投向证券市场或房地产市场；另一方面，银行业极力开发信贷市场，积极推销土地抵押贷款和股票抵押贷款，不动产抵押贷款在银行信贷余额中所占比重由 1984 年的 17% 上升到 20% 左右。企业资金和银行资金进入股市和房地产市场，导致了两市价格一路飙升，由此又吸引了大量居民储蓄资金进入房地产市场和金融市场，日本的金融泡

沫因此迅速膨胀起来。1988年，东京中心地区商业用地的价格是1983年的350倍，住宅用地价格增长300%。据估计，1990年日本土地总市值达到15万亿美元，是面积比日本大25倍的美国土地资产总值的4倍，相当于日本当年国内生产总值的5倍多。

在土地价格暴涨的同时，日本股票市场的日经指数也飞速上升。1985年日经指数为12000点上下，1989年为39000点，股票市价总值从1985年底的224.2万亿日元升至1989年底的894.9万亿日元，增加了3倍，是当年名义GDP（402万亿日元）的2.23倍。据统计，1985~1989年期间，在东京证券交易所上市的制造业企业，本业利润为1.25万亿日元，但在房地产和股票市场上的收入却达到1.91万亿日元。

日本从1986年以来实行的低利率政策、由于国际协作的需要一直未能采取紧缩政策，日本银行在1989年针对2%的通货膨胀率才将再贴现利率提高到4.25%，直至连续5次调高利率，投资者的信心因此遭受严重打击，股票价格开始暴跌，日经指数在1992年8月跌破15000点大关。由前面的分析可知，金融泡沫破灭与房地产泡沫具有内在生成的关系，因而金融泡沫的破灭也就导致房地产泡沫破灭。日本东京的房地产价格一路下滑，到1997年，商业用地价格下跌了7200。住宅用地价格下跌了5500至此，日本经济泡沫已经破灭。而资产价格泡沫的破灭，直接导致了日本的经济衰退和企业破产，下面显示了企业的倒闭数。

日本泡沫经济的破灭导致企业倒闭数

年度	倒闭企业数	负债总额（亿日元）
1990	6 468	19 959
1991	10 723	81 488
1992	14 069	70 615
1993	14 564	68 477
1994	14 061	56 294
1995	15 108	92 411
1996	14 834	81 299
1997	16 464	140 447
1998	18 488	137 484

14.8.1973年香港股灾

1973年香港股灾是香港股票普及化后第一次股灾，亦是香港股市史上最大规模的股灾，恒生指数于一年多时间大跌超过九成，数以万计的市民因此而破产，甚至自杀。

股灾暴发前，有两件事情将群众的热情推高至顶点。汇丰银行宣布高配送：每股派3块5的股息及5股送1股。同时，将1股拆成10股细股。港府透露，计划兴建地下铁路。1973年3月9日（周五），没有特别的利好，也没有什么显著的资金涌入，指数却飙升至1774.96点的历史高点。同时，单日成交达6.19亿，相当于比平时正常的成交量高了30%左右。1973年1~3月的成交量284.85亿。比1971年全年成交量（147.93亿）高一倍，相当于1972年全年成交量（437.58亿）的70%。1973年3月见顶，至1974年12月10日150.11点见底，历时21个月，跌幅91.54%。

1972年，借着中美会谈，尼克松访华、中日邦交正常化、中（西）德建交、中英关系改善的国际大背景，香港股市万马奔腾，高潮迭起。1973年，越南战争停火，港府宣布兴建地铁，各公司相继派息并大送红利，加之西方金融继续动荡，香港股市更加狂热，宛若遍地黄金。1969年至1972年短短4年，恒生指数最高飙升7倍，成交量狂飚16倍。在“只要股票不要钞票”的观念刺激下，香港市民一窝蜂抢购股票，一路高歌的股价远远脱离了公司的实际盈利水平，经济及社会的发展，以至于制度上的创新和变革都被忽略了。

被挑起来的寻金美梦引发的股市狂潮几乎淹没了一切。由于交头过分活跃，有交易所甚至疲于应付而被迫宣布压缩交易时间。在股市炒得热火朝天时，批评众多企业在股市“一拥而上”、力

劝大家警惕市场风险的文章接连不断，就连汇丰银行主席也公开呼吁小心股市过度投机，可这样的声音没有人听得进去。据当年的报纸报道，港府曾印制了诸如《购买股票须知》之类的册子，放在银行或证券交易所，免费派发，可误信“买股可以致富”的股民埋首炒股，那些小册子与灰尘相伴多日后被无奈收回。

如脱缰野马般暴涨的股市并未能与经济因素相契合，行情过急、过剧、过滥的膨胀与扩张，终于乐极生悲，酿成股灾。从1973年3月至9月中旬，恒生指数从1700多点跌至500多点，一些炙手可热的蓝筹股，最低限度跌去了七成半，次年，中东石油危机爆发，美国、西德、日本猝不及防陷入战后最严重的经济衰退，西方各国股市一泻千里，覆巢之下，香港焉有完卵？恒生指数在上年狂跌75%之后再跌60%！

处境最糟的总是接到最后一棒的散户。因为先前差不多所有参与买卖股票的人都能获利，所以就有人辞去工作全心全意投入股市，不少人简直如痴如醉，乐而忘返，当市场突然翻脸大跌，兴高采烈的人们顿时呆若木鸡，部分人一夜变疯，有的因突然失去所有财产而走上自杀自毁之路。

在一浪接一浪的炒买炒卖、企业倒闭、停牌和合并浪潮下，一向信奉不干预市场的港英政府立法局在1974年通过了《1974年证券条例》、《1974年保障投资者条例》。同年4月及8月，香港先后成立了证券登记公司总会、证券交易所赔偿基金，期待以此拨乱反正，恢复市场秩序。

1969年由李福兆先生牵头的一群华资经纪暗中筹备一间华人的股票交易市场远东交易所（The Far East Exchange Limited），并于12月17日开业，由此开始了普通市民参与证券及股票买卖，当时恒生指数于12月29日创下160.05当年新高，其后股市节节上升，1971年9月20日创下406.32新高位，不足两年上升1.5倍。

其后两间以华人为主要对象的交易所先后成立，1971年3月15日由当时的金银业贸易场理事长胡汉辉等倡议的金银证券交易所（The Kam Ngan Stock Exchange Limited）开业，1972年1月5日由陈普芬等人创办的九龙证券交易所（The Kowloon Stock Exchange Limited）成立，1970年1月20日由新界领袖陈日新创办的亚洲证券交易所在香港注册成立，并计划在1973年2月18日正式开业。为了阻止更多的证券交易所成立，政府公布《1973年证券交易所管制条例》（The Stock Exchange Control Ordinance），重罚经营未经认可的交易所之人士及抑制证券交易所之增加。至此四会并存的局面形成，并维持至1986年四会合并为止。可见当年证券及股票市场发展之炽热。

恒生指数由406.32调整至1972年1月27日的323.95后，继续扶摇直上，到年尾12月29日上升至843.40，不足一年时间上升1.6倍，其间多种现时的蓝筹地产公司上市，值得一提的是华资地产五虎即长江实业、新鸿基地产、恒隆地产、合和实业、大昌地产。当中以长江实业及新鸿基地产发展最为远大，前者后来多次挑战英资地位，后者超越置地成为全港最大型地产公司。

1972年10月30日发生香港开埠以来最大规模的收购战：英资置地与牛奶公司主席周锡年爵士及华资地产商华懋王德辉争夺牛奶公司控制权，即所谓“置地饮牛奶”事件：置地以两股面值五元现金，交换牛奶股东手上一股面值七元五角的股份，双方于报章上作出广告战，一时成为市场焦点。

市上又有传外资利获家集团利用香港市民对股市的认识不足，作出财技在市场制造炒风，即所谓“过江龙饱食远扬”事件。而由于当时对于公司上市监管不足，大量空壳公司上市混水摸鱼，最典型例子莫过于有“香港竊线”（“竊线”粤语中即是“神经病”的意思）之称之香港天线及同等人创办的香港电脑上市。

进入1973年，市场继续疯狂，于3月9日高见1774.96，于三个月内再上升1.1倍，政府为冷却股市，曾出动到消防员以消防条例禁止股民进入华人行买卖股票，即所谓的“消防员到交易所救火”。同时市场出现一些如“鱼翅捞饭”、股民辞工全职炒股、“鲍鱼煲粥”、“用老鼠斑制鱼蛋”、“用大牛（港币500元钞票）点烟”等疯狂现象，而牛奶收购战进入高潮，置地利用股民对股市知识缺乏，宣布一送五红股，当年股民没有“除息”、“除权”的概念，不知送红股实乃数字游戏，争相抢购，加上当年股票过户需时，冻结大量置地股份造成市场假象，曾经由12元，炒至历史新高67元。当置地除权时股价调整至六份之一，再加上市场出现假冒合和实业股票，担心所持股票成为废纸引起市场恐慌。4月4日税务局突然在各大报章刊登“买卖股票之盈利须纳资本增值

税”，人心更加不安。

踏入 1974 年中东发生石油危机，香港实施灯火管制，和记洋行受到股灾波及，由高点 44 元，下跌至 1 元多，1975 年 9 月，和记国际召开股东大会，董事局要求股东供股以解除公司的财政危机，但被汇丰银行所代表的股东所否决，而债权人则正循法律途径要求清盘。在无可选择的情况下，董事局被迫接受汇丰银行的建议，由汇丰银行注资 1.5 亿港元收购和记国际 33.65% 控股权，汇丰银行成为和记国际的大股东，由“公司医生”的韦理（W. R. A. Wyllie）入主整顿。

1974 年 12 月 10 日恒生指数下跌至 150.11，跌幅达 91.54%，只及 1969 年时的水平，而 1774.96 的高位则要待 1981 年 7 月 17 日的 1810 才略为打破，其后再跌回其下，要待 1986 年四会合并及推出恒生指数期货及引入外资经纪行才正式站稳其上。不料翌年再爆发股灾，恒指于 1987 年 10 月 19 日和 26 日共急泻 33.33%，复见 1894 点，最后要到 1990 年打破 4000 点以及于 1993 年 12 月冲破 10000 点才稳定上升至 1997 年的 16000 点之上。

14.9.1990 年台湾股灾

1990 年 2 月，台湾股市指数从最高点 12682 点一路崩盘，8 个月的时间跌掉一万点，一直跌到 2485 点才止住，跌幅 80.4%。

全世界的股市都一样，宏观经济的持续增长、本币升值的强烈预期以及外围资本的大量涌入，流动性资产泛滥构成了发动一轮大牛市的背景。当初的台湾股市正是在这样的环境下，迈开了牛市的第一步。

那场股市泡沫酝酿的时间是 1987 年到 1990 年，在 1990 年 2 月此前的 3 年间我国台湾地区，台湾股指从 1000 点一路飙升到 12682 点，整整上涨了 12 倍。

当时台湾经济已实现连续 40 年平均 9% 的高增长，除了财富储备增长，民间收入也大幅提升。那时，岛内居民工资收入增长很快，年底的奖金分红更是丰厚，一般公务员年底可以领到 1 到 2 个月的额外薪金；一些普通行业的工人，年底一般可以多领 3 个月工资；一些垄断行业，年底奖金额通常相当于 7 到 8 个月的月工资；那些高速扩张的行业，如证券公司员工的年底奖金更高达 70 个月，甚至 100 个月的月工资。

台湾的经济起飞成长快速，后来经济增长率一直都在 10% 以上，并且始终维持在两位数。美元兑换台币更从 1 比 40 升到 1 比 25 元，加上券商的执照开放等，都是热钱涌入的重要原因，当时房市和股市一起火爆。由于新台币的升值预期，海外“热钱”大量涌入岛内，在居民财富增长作用下，一时间台湾土地和房地产价格在短时间内翻了两番，当时，岛内可以说完全是资金泛滥，巨大的资金流贪婪地寻找各种投资机会，而股票市场就成为一个最大的“蓄水池”。股市的赚钱效应甚至让很多家庭妇女摇身一变，普遍成了阔太太。

短时间内指数从 1000 多点狂涨到 12000 多点。在当时大涨的过程当中，几乎可以讲所有的中产阶级资产增值都很好，开户的人数从五六万人暴增到 600 万人之多，做股票成为全民的典型运动。那时几乎是买什么赚什么，因此在整个狂涨的过程中，中产阶级的日子都非常好过，买错了股票，只要肯放，后来都是赚钱的。因为当时是 9 点开盘，到 12 点收盘，整个交易时间只有半天，那些炒股发财的暴富太太们当然生活得是非常好。收盘之后，第一件事先找一家像样的餐馆先吃一顿丰盛的午餐，接着下午安排各种活动，包括唱歌、跳舞、逛百货公司等等。记得那个时候百货公司生意也是出奇的好，这些暴富太太们买东西没有嫌价钱贵的，愿不愿买只是看自己喜不喜欢而已。

台北股市用了 25 年的时间，也就是到 1986 年，台湾加权指数才越过 1000 点关口。但从此之后，股指便出现全球罕见的加速上涨。在不到 9 个月的时间里，台湾加权指数跃上 2000 点；随后的两个月内，指数又接连突破 3000 点和 4000 点整数关口。然而在台湾股市上演的这场“牛市盛宴”还远远没有结束，1988 年 6 月，台指突破 5000 点大关，7 月突破 6000 点，8 月涨到 8000 点。就在人们认为股市很快就要冲破 1 万点大关的时候，为抑制股市泡沫，1988 年 9 月，台湾相关部门出台准备征收资本利得税的政策。也就是说，投资者从股市赚的钱要交税，这个大利空让股市半夭折，指数从 8813 点连跌 19 天到 4645 点，几乎是腰斩。然而，由于当时台湾股市投机盛行，很多人都已经处于疯狂的状态，台湾有关部门征收资本利得税这一“杀手锏”没有起多

长时间的作用，台指就重新抬头，继续一路“高歌猛进”。

在当时不管资金面、基本面、市场面或是心理面，多头力道并未宣泄完毕，股市连跌 19 天，在急速修正完后，却走出最后一波的强劲喷出，股市直攻万点关卡，也应验了“万关难过万关过，不过万关不回头”。

实际上，当时整个台湾股市已经处于狂热之中，当时台湾的一些行政部门，每天要等到股市下午收盘后才开始恢复办公，整个社会都陷入炒股狂潮之中。在一片疯狂的气氛中，台湾加权指数 1989 年上半年快速收复失地，到 1989 年 6 月创下 9000 点新高，并在随后的几天内如期突破一万点大关。到 1990 年 1 月，台北股市开始了最后的疯狂，创出了 12495 点的历史新高，当时市场乐观情绪的弥漫已经无法控制，人们普遍认为股指将很快突破 15000 点。

这种前所未有的泡沫式疯涨，使得当时台湾股票市场已经变味，成为一个不产生实际价值的“赌场”，股市原本应该具有的合理配置资源的功能根本无从谈起。整个市场热衷的是投机，而不是投资，泡沫就是这样产生的。

在 1987 年到 1990 年的三年牛市过程中，不夸张地说，任何一个人采取“扔飞镖”式的随机选股策略，都可以获得平均 8.5% 的月回报率，而一些胆子更大的人，如果使用当时还属于非法的融资融券工具，月回报可以很容易达到 15%~20%。

赚钱效应快速吸引越来越多的人参与台湾股市。到 1990 年 3 月泡沫的顶峰时，台北股市活跃交易账户，从牛市开始的 1988 年 6 月不到 60 万，激增到 600 万，可以说当时台湾几乎每个家庭都在参与“股市狂欢”。台北股市的日平均交易量也从牛市开始时的不足 1000 万美元飙升到最高 56 亿美元，单日最高成交量为 76 亿美元，是当时纽约交易所和东京交易所交易量的总和。由于当时台湾上市公司数量不到 200 家，巨大的交易量不仅是靠膨胀的市值，还依赖于高换手率推动，3 年间，年换手率从开始的不到 2 倍到最后达到 6 倍，显示出短线极度投机的气氛，而且 90% 的交易量都是由散户创造。而在当时投机气氛浓烈的市场格局下，最有效的盈利模式就是操纵股价。

最明显的例子就是当时庄家炒作易航股的情况，易航是只有一艘破船的一家上市公司，最初股价只有一块六毛七，后来一股易航的股票从一块六毛七一路炒作到将近 200 块钱。庄家后来又去转战炒作所谓的南港以及泰丰，仅三只股票的炒作让庄家从一介贫民，变成最高身价曾经达到近 100 亿元的大富翁，但是经历了崩盘之后，庄家又从百亿的身价跌回到了一贫如洗，这就是投机行情中的一个最典型代表。在当时的台北股市，一些在其他市场本应摘牌退市的公司，被大庄家相中后，反而成为市场热门。这些公司往往没有实际的资产，没有收入，甚至连员工都没有，但只要是小盘，筹码容易控制，股价就会被炒上天。比如当时的“新奇毛纺”股票，这家公司业务并没有任何好转，但股价却连续出现 22 个无量涨停。

另一家在台北经营一间破旧酒店和一座野生动物园的公司“六福发展”的股票，被庄家操纵后，一个月的时间连续出现 19 个涨停，上涨近 2 倍，使得这家公司市值达到 8.3 亿美元，超过当时纽约的广场酒店、香港的文华东方和曼谷东方这三家世界一流酒店的市值总和。更离谱的是，一只银行股票在泡沫最高峰时，总市值竟是包括摩根大通、美洲银行、富国银行等 5 大银行市值的总和，而其净利润只有这五大银行的 5%。

那时大家最爱买金融股，有一只股票叫万企，它不是金融股，是观光百货股，投资人以讹传讹，也能把它买到涨停，市场一片看好。尽管监管方也开始提醒有泡沫危机，但投资人是全面乐观。

与垃圾股炒上天的情况相反，当时台湾少数几家基本面优良、在国际上竞争力领先的大公司股票，却得不到市场的青睐。绩优股落后，垃圾股暴涨的格局把台北股市推到了全球最没有投资价值股市的位置。到股市崩盘前的 1989 年最后一个季度，台股平均市盈率达到 100 倍，而同期全球其他市场市盈率都在 20 倍以下。就在大家一片乐观之际，似乎也验证了华尔街名言：行情总在绝望中萌芽，在半信半疑中前进，在充满欢乐中幻灭。

1990 年 2 月，台币升值已趋缓，同时贸易顺差也未再度走高，主流与非主流展开厮杀，终结了万点不是梦、万点是安全的幻想，为台股大多头谱下休止符，被视为压倒骆驼的最后一根稻草，也为空头下杀找到了借口。指数从最高点 12682 点一路崩盘，一直跌到 2485 点才止住，8

个月的时间跌掉一万点。此刻，投资人才领悟到股灾的可怕。

台北股市在创造了全球股市前所未有的3年涨12倍的奇迹后，不论有多少所谓的牛市逻辑，最终还是对抗不了股市有涨就有跌的规律。这是一场彻底的崩盘，而那些海外“热钱”早已在此之前获利出逃，几乎所有损失最后都由台湾投资者，尤其是个人投资者来承担。

在当时的那场台湾股灾中，很多人倾家荡产，遭受巨大损失的有庄家和主力，但更多的则是那些散户。由于过分投机，很多股票的股价都远远脱离上市公司的基本面，手中拿着这样股票的股民，在股灾来临之时，只好眼睁睁看着自己的资产灰飞烟灭。

许多股民经历过那场台湾股灾真是觉得一场游戏一场梦，当市场在一路上扬的时候，大家都会觉得，赚钱会让自己兴奋，那时候，赚钱好像没怎么困难，拼命想着赚大钱，完全不把风险当回事。可是当股市一路下跌的时候，个人的心态很难调整，特别是突然遇到崩盘的时候，一路连续暴跌的时候，投资者只能是焦虑，甚至因为连续跌停，根本就无法止损，就是想卖都卖不掉的。当大盘暴跌的时候，可想而知，超涨的高价股票纷纷中箭落马。从高价跌成中价股，从中价跌成低价股，暴跌10倍、20倍的比比皆是。因为卖压如排山倒海而来，很多的股票是每天跌停、再跌停，根本卖不出去，很多人的生活从彩色变成了黑白。

整个台股从12000点回跌的过程当中，许多人屡次抄底，屡次套牢，套得很深，在整个回跌的过程当中，大家没有想到跌幅会有这么深。从12000点回到8000点以下，有人开始进行买进，7000点买进，6000点买进，5000点更是买进，日后是一路跌到了2485点，可以说在这个过程中，许多人把牛市赚的所有钱都吐回了市场还不够。

经过了一场空头的大洗礼之后，那些因炒股致富的富太太们也结束了很优厚的生活，该回去当家庭主妇的仍当家庭主妇，该去上班的又回去上班。一场大股灾让很多台湾股民认识到，股市并不是提款机。股市泡沫造就了短暂的暴富神话，但最后却好像一场纸面上的数字游戏，最终还是两手空空，甚至因此背上沉重的债务负担。很多台湾股民在经历这次股灾之后，也告别一夜暴富的幻想，重新回归平常的生活。

14.10. 2008年中国股灾

从2007年10月16日的高点6124.04点，到2008年10月28日的低点1664.93点，中国股市经历了前所未有的速降过程，在一年的时间内，下跌幅度超过72.8%，市值缩水最多时达到22万亿元。中国证券登记结算公司的数据表明，截止到2008年11月28日A股账户有1.2亿个，如果把22万亿元的蒸发的纸上财富中流通盘的8万亿元平摊至每个人上，大约每人亏损13万元。

2008年中国经历了一连串的大灾大难。如果要讲损失，股市暴跌，市值大幅度缩水，人民群众的财产性收入出现巨大负值，应该排在第一位。

2008年元旦前，我国江南发生特大冰雪灾害，南方许多城市大面积停电，大量农民工滞留在火车站，长途汽车站，甚至连县城的饭馆都不能营业。就在那个时候，北京召开了一个由很多著名的经济学家和股市评论家参加的报告会，大牌云集，会议的主题是讨论中国股市何时上万点？中国楼市真的会出现拐点吗？主张万点论的学者慷慨激昂地表示：奥运会前应该能见8000点，年底前肯定上万点，中国股市在一万两千点之前不会出现大幅度的调整行情。很多经济学家居然没有一个对已经从疯狂状态回撤的中国股市发出预警，相反却有那么多人竭力地鼓吹中国股市不可能深度调整，甚至连正常的调整都不能说，不敢说。极具讽刺的是：当台上的经济学家们慷慨激昂时，会场外的中国股市已经是一片惨绿！主张楼价应该下跌的人寥寥无几，大多数经济学家都主张楼价还能上涨，甚至有人提出：北京的房价可能达到8万一米。当中国的经济学家群体已经失去理智了，还能指望普通投资者谨慎吗？！

不久中国银行行长就在公开场合评论股市，说：中国股市从998点迅速地涨到6100多点，必须承认这是巨大的泡沫，而且可能对未来宏观经济的运行产生负面影响。敏锐的人已经感到，对中国股市的这个评价绝对不是来自行长个人，更高层肯定已经发出不希望股市继续疯狂上涨的信号了，于是有人撰文评论股市：为了保证奥运会后的中国股市能够平稳运行，股市现在就应该大幅度地调整，早跌早平安。遗憾地是，这样的文章被很多媒体退稿，原因很简单：股民们不喜欢看到“带有深绿色彩的文章”，终于明白，经济学家也有被“绑架”的时候，绑架他们的不仅

是股民的贪婪，甚至是全民的“贪婪”。

2008年春节前夕，祈福平安的中国人民希望平安股市，平安奥运，平安中国，结果“中国平安”的领导层却来了个天价分红——只给自己。该公司还狮子大开口，发出1600亿天量的再融资申请，“中国平安不让中国平安”，股市因此狂跌!!! 不让说熊市，熊市却悄悄地来了。春节前的股市暴跌让主张大牛市的分析家们惊出了一身冷汗，但随后的牛熊之争，牛派又渐渐占了上风，非常多的人将股市从6124点跌到4599.7点（2月5日收盘价）看做是一次千载难逢的机会。春节前每个人都收到了奖金，但很多人舍不得花，全部在春节后股市开盘的一瞬间扑了进去，股市春节前开户数猛增，结果怎么样？上午大涨，下午就变盘，随后是一路狂跌。但是，绝大多数投资者没有理会，仍然希望股市能反弹，能再来一次大牛市。

最大的“迷魂药”是“救市论”的甚嚣尘上，从3月份开始，几乎所有的媒体都在发布经济学家们关于挽救股市的文章，一个个熟面孔在电视台上“高谈阔论”，矛头直指印花税，直指政府应该救市。结果证明，这是最大的败笔：股市根本没到该救的时候，降低印花税反到成就了庄家 and 大小非集体大逃亡的契机，加速了后来股市的下跌幅度。

2008年四月进入了一年中的关键季度——各行各业都开足马力，经济升温，春光明媚，这似乎使股民的心情开始好转，市场渐渐在恢复信心。2008年4月24日突然宣布降低印花税，国家终于“听从”了经济学家的呼吁，开始救市了。当天股票指数欢呼上窜，许多投资者包括企业都将最后一点“弹药”投进了股市。事后有分析证明，大多数机构和散户都被套在了4000点左右，被套在印花税行情中，而真正先知先觉的庄家，包括国际金融大鳄们全乘机跑了。

所有的“事后”都没有“后悔药”，有谁能想到汶川大地震！当所有投资者对红五月充满希望时，5月12日14时28分，四川汶川八级大地震突发，它震撼了世界，当然也震撼了中国股市。历史证明：大灾之后，暴跌在后头！

屋漏偏逢连阴雨，全球金融海啸终于揭开了中国经济自身弊端的“盖子”。想救市，盼救市，终于等来了中国央行降息（9月16日），开始放松银根了。但这一切似乎来的太晚，太温柔了，同时也不是时候——全球金融海啸突然爆发，股市自然以大跌回应，直奔1800点。客观地评价，中国股市从6124点跌到1814点（9月18日）原因是复杂的，如果简单归纳，这几条跑不了：一是自身泡沫严重，4000点以上实际就进入了高风险区，却没人预警，5000点以上实属疯狂，绝大多数人却依然看涨，集体性梦呓，这导致了大批企业、机构、股民都被套在5000点左右，在后来大幅度下跌中遭受巨大损失；二是宏观调控缺乏灵活性，前瞻性，股市爆跌以后还在持续紧缩——加息并大幅度地提高银行准备金率，使市场流动性严重匮乏，政策摇摆致股市于死地，更多的股民被套在2800点以上；三是股市的制度性缺陷集中爆发，例如大小非，例如借股市圈钱，例如庄家黑幕重重等，利空消息不断，股市跌跌不休；最大的麻烦是中国经济自身的结构性弊端，这些弊端极有可能因为全球金融海啸和中国股市的爆跌相互交织重叠而全面爆发。这个问题没有引起管理层的高度重视，以致对是否救市争论不休，结果等到金融海啸来了，中国经济自身的毛病也彻底暴露了，股市也难救了。股市因为基本面逆转而狂跌！

如果没有后面这个原因，仅仅是挤泡沫，仅仅是流动性匮乏，仅仅是大小非减持，仅仅是一两个黑幕人物塔楼自杀，股市是不可能跌到1800点之下的。大家应该记得，当股指就要击穿1800点的时候，中国政府出重手救市了。9月18日晚间，国务院、证监会、国资委，人民银行，中央汇金等五方紧急救市。包括印花税单边征收，中央汇金公司开始在二级市场购入工、中、建行股票，支持中央企业增持或回购其所控股上市公司股份，刹住大小非减持风等。我们也应该记得，中国股市在2008年9月19、20日爆发了所谓“井喷”行情，大盘一举站上2340点。而结果怎么样？随后仍然是绵绵不断地下跌，一直跌到10月28日，跌到1665点。这是为什么？如果仅仅是股市爆跌，中国经济是可以承受的。问题是股市爆跌的背后一定有经济自身的问题，而这些问题终于因全球金融海啸所导致的全球经济衰退而彻底暴露。这反过来加重了中国股市的灾害程度，并形成恶性循环。

中国经济有什么问题？高增长，高能耗，高污染，根本不可持续；廉价生产要素，土地，资源，货币，包括劳动力价值不是被人为压低，就是被市场低估；过度地依赖投资和进出口，导致热钱涌入，经济对外的依赖度过高；经济的创新能力低，实体经济不能产生高额利润，而房地产

过热，股市过热，导致大量流动性沉迷于虚拟金融市场或半虚拟金融市场中追逐虚拟利润，导致物质生产企业流动性紧缺，内需不振，生产相对过剩，经不住风吹草动。牛熊逆转迅速，根源就在过热！盖子彻底揭开了，市场也就明白了：中国不仅不是全球金融海啸的避风港，还可能成为这场金融危机的重灾区。2008年第四季度，每个月的环比经济数据都是大幅度下滑的，生产者物价指数与企业利润比着下跌，而且可能一直跌到2009年第三季度。最悲观的预计，中国的GDP增速可能降至5.5%，最乐观的预计，低部也会见到7%。不要以为7%比负增长的欧美日强到那去，我们可是跌去了将近一半——我国过去的增长数据是隐瞒了的，实际远远大于11%。

“猴市”可能将延续很久，中国股市短期不可能反转。对经济前景的预期彻底转变了，中国股市也就见底了；当大家都害怕了，对是否应该出重手救市的争论也就消停了。从10月底开始，中国股市进入了政策救助的密集区，利好连台，就怕股市再跌。而看股市图形，简直惨不忍睹——到2008年10月底，刚好走出了个“倒V字”图形——按照经典的技术分析理论，这可能是暴跌前的“蓄势”。中国经济危急万分，中国股市危急万分。幸好，中国政府力量强大；幸好，中国股市仍然是政策市。17届三中全会确定了保就业，保增长，保稳定，转变增长方式的原则，而谁都知道：保什么都得先保股市，转变生产方式，靠扩大内需刺激经济怎么可能离开股市。不能让股市甯盘，不能让绝大多数股民一贫如洗。这成了经济学家和政府高层的共识。但是，股市的内在动力在哪？经济基本面的转折点在哪？市场制度的弊端什么时候才能革除？（2009年仅仅是大小非解禁就有一万多亿，超过2008年几倍，消化它需要时间。何况还有巨大的发行新股压力）这一切都需要时间，需要股市K线一点点走到位。技术面有时候是决定一切的！一些经济学家和股评人士说，明年涨不上去，后年还涨不上去吗？万点是一定要到的。归根结底还是万点论情节。大家回顾这场股灾和金融危机的病源，回顾中国股市暴涨暴跌给宏观经济学的警示：中国经济不过热，股市怎么可能从1000多点只用一年多的时间就涨到6000多点；中国股民不贪婪，怎么可能在5500点之上还追涨，越是暴跌越敢抢反弹；中国股市不暴涨怎么可能有后来的暴跌。一切都有因有果，大牛市的代价就是大熊市！想再造大牛市，想让所有的投资者都解套都赚钱，你就必须想到宏观经济将为此付出的巨大代价，想到将有更多的人会因牛市梦而倾家荡产。

有人可能提到中央政府的4万亿投资以及地方政府的20万亿投资。这么大的投入难道不能催生一个相当于2006—2007年那样的大牛市吗？经济总量是可以靠投资来堆砌的，但经济效益光靠投资不行。股市中的一些股票是可以靠投资拉升的，但绝大多数股票得靠利润来拉升。20几万亿投资有多少与利润相关？

中国经济已经经历了30年的高速、超高速的发展，未来的30年应该平稳下来。8%很好，7%也可以接受。总结2008年中国股市给宏观经济学的重大警示：靠拼消耗，拼资源，拼投资，拼出口，拼低成本，拼人为地压低工资和币值所取得的高速度是得不偿失的，是不可能持续的。与其要一个泡沫经济下的大牛市，不如要一个平稳发展期的震荡市。

14.11. 2015年中国股灾

2015年股灾在极短时间里给中国股市造成20多万亿元的市值损失，给中国股民造成数万亿元的财富毁灭，所以它完全可以和人类历史上任何一场股灾相比。从2015年6月12日的上证指数5178.19点暴跌至2016年1月27日2638.3点，半年时间跌幅为49.1%，是中国证券市场上前所未有的，这次“股灾”对中国的证券市场影响深远。

这场股灾始于2015年6月12日，当日沪指登上了5178点的七年来的高位。6月15日，当日沪指下跌2%，以5063点收盘。第二个交易日，沪指直接跌破5000点。6月18、19日两个交易日，沪指下跌接近10%，6月25、26日沪指再次下跌近10%，终于引起了市场的恐慌。6月2日，中国人民银行宣布降息降准，自6月28日起有针对性地对金融机构实施定向降准。7月1日，A股大跌5.23%，直逼4000点。7月3日，沪指跌破3500点，市场开始又一轮的下行趋势。

随着“爆仓”、“强平”的多米诺骨牌效应，尤其是涉及场外配资领域的，高杠杆配资率首先遭遇强平，进一步造成股指下跌，最终引发低杠杆配资强平。上证综指自从2015年6月12日冲顶5178.19点后一路大跌，于2015年8月26日跌至2850.37点，53个交易日共计下跌超

45%。“股灾”对投资者的打击和伤害十分严重，引起各国广泛关注与担心，影响一些国家的资本市场。2015年8月24日，中国股市近乎全线跌停。

2016年开年的大跌，其速度之快、力度之猛出乎大多数投资者的预期。1月4日，很多人期望能有开门红，但是带给投资者的却是因下跌幅度达到7%而造成的熔断。1月7日，熔断机制发挥了更大的威力，开市不到半小时就触发熔断而全天暂停交易。4个交易日触发两次熔断后，监管层于7日晚间决定暂停熔断机制。但这并未使得A股的跌势就此打住，1月11日股市再次暴跌。

那么，为什么股市会如此暴跌？主要分析以下原因：

（一）暴跌缘于疯涨。暴跌的唯一原因就是疯涨，股价暴涨必有暴跌。从2014年6月至2015年6月，中国股市平均涨幅近两倍。其中，上海综合指数从2000点上涨到5178点，最大涨幅159%；中小板指数从4560点上涨到12084点，涨幅165%；创业板指数从1330点上涨到4037点，涨幅为203%。出现如此快速的股价上涨，并产生了严重的股价泡沫，投机泡沫达到了一个极限，接下来下跌也就成为一种必然。

（二）杠杆资金集中平仓引发股价急速下跌。导致股市下跌的直接触发点是股市二级市场的去杠杆，股票市场开始连续急速暴跌，市场陷入“暴跌→高杠杆账户被平仓→卖出压力增大→股价进一步下跌→次高杠杆账户被平仓→卖出压力进一步增大→股价进一步下跌……”的恶性循环中，而市场很快认识到这一机制，一些没有平仓压力的资金也紧急撤离，造成市场流动性逐渐消失。

（三）熔断机制在中国水土不服。2016年初股灾的诱因是多重的，但熔断机制却是首当其冲的。特别是我国在有涨停板的背景下再出台熔断机制，同时设置了5%和7%两个间隔太小的阈值，很容易形成“磁吸效应”，如果下跌3%，则很快会到5%，暂停交易；恢复交易后，会更快的突破7%，直接休市。不少人认为这一制度创新是导致新年伊始发生股灾的罪魁祸首。

14.12. 历史视角的股灾

关于股灾，彼得·林奇有以下论述。在过去70多年历史上发生的40次股市暴跌中，即使其中39次我提前预测到，而且在暴跌前卖掉了所有的股票，我最后也会后悔万分，因为即使是跌幅最大的那次股灾，股价最终也涨回来了，而且涨得更高。



图 19 A 股简明流程攻略

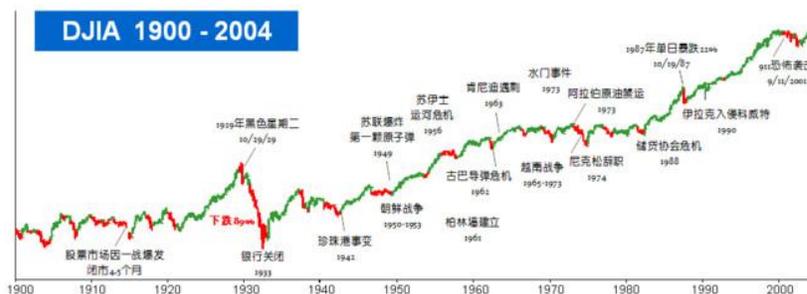


图 20 道琼斯历史走势

耐心的鞋匠

一个不太繁华的街面上，坐落着一家证券营业部。不知怎么回事，这里最近突然热闹起来。有人流的地方就有商机（江湖）。来了许多卖瓜子，卖报的商贩，最引人注目的是位擦鞋的老人。那是一位普通的老人，普通的脸，花白的头发，眯着的眼，穿着干净带补丁的灰上衣，引人注目的不是老人的外貌，而是老人身边的东西。

老人生意很好，找他擦鞋的人络绎不绝。其中有位戴着金丝眼镜、文质彬彬、高挑的小伙子更是常客。

小伙说：“大爷，看您擦鞋真是一种享受。”老人咧嘴笑了笑，没有说话，继续忙手里的活。只见他熟练地拿出四块干净的皮革，分别插进了小伙左右脚的皮鞋内，将他的袜子保护起来，拿了条干净的毛巾，用净水打湿。帮小伙皮鞋去泥，然后又拿条干净的毛巾，这次他没有先给小伙擦鞋，而是在身边的东西上面擦了擦，然后才给小伙擦鞋。“大爷，您真会做生意啊！”小伙子忍不住大笑起来。“这头大金牛都被您擦亮了……不过我喜欢……。”

擦完鞋后，小伙甩给老人 50 块，老人翻包准备找钱，小伙一抬手，“大爷，不用找了，多的是小费。”日子久了，老人对小伙的情况也有所了解。小伙家境不错，名牌大学毕业，有份稳定的工作，小伙心眼活，不满足按部就班的过日子。就玩起了股票，最近还挺顺利！挣了不少钱，就不顾家人反对辞了工作，专心做股票。

日子一天天过去，小伙子照例每天来擦鞋，人变的越来越大，脸也越来越红润。一个阳光明媚的上午，小伙哼着曲儿，又来找大爷擦鞋。大爷看了一眼小伙穿的新皮鞋说：“维力斯。”小伙一惊，“大爷，这您都认识？”“见多了呗！”老人淡淡的说：“这可 2 万多一双呢！”小伙说：“这表您认识吗？”小伙晃晃手腕，“劳力士，”“大爷，你见识真广。”小伙说：“小伙子，最近赚不少钱吧？”老人问：

小伙顿时眉开眼笑，神采飞扬，声调都比往常高了不少，用手一指旁边，看我连车都换了，最近钱太好赚了，以前家里人反对，现在也不反对了，现在很多亲戚朋友都让我帮着投资。就连配资公司都求着让我贷款呢，小伙压低声音讲，老人擦鞋的手停了一下，若有所思说：“钱有那么好赚。”老人张开嘴刚想说些什么，被小伙子抢过话，“大爷，好戏才刚刚开始……，要不您跟我干吧，又轻松又挣钱，比你现在工作好多了，”

老人摇摇头，裂开嘴笑笑，“老啦！忙惯了，我知足了。”小伙子满是费解，摇摇头，走时丢给老人 100 元，“大爷，不用找了。”老人笑了笑，叹了口气。

没活的时候，老人会舒服地伸个懒腰，眯着眼晒太阳，或望着天边某处，或低头看着身边的金牛雕像，不知想些什么。日子一天天过去……

不知怎么的，这边的人流少了起来，生意忽然不好做了，别的商贩熬不下去都走了，老人的大客户小伙子也很久没有露面，就连陪伴老人的金牛也不见了，只留下老人孤零零坐在那里，好像在等着什么。

一个阴沉的下午，无聊的老人坐在那儿发呆，忽然看到一个蓬头垢面的年青人站在交易所门口徘徊，老人感觉很面熟，喊了一声小伙子。小伙子看到了老人，感到很不好意思，转身想走。

老大爷说：“来陪我聊聊天吧！”小伙子低着头走过来，皮鞋上满是泥泞。“小伙子，我来

帮你擦鞋吧”，小伙子没精打采地说：“大爷，不用了，我没钱了，”老人没有抬头，“今天免费给你擦”。小伙子局促不安的坐在哪里，感觉那里不对劲，“大爷，您的金牛不见了”。老人回了一句：“金牛丢掉了，那是个奖杯，其实我挺不喜欢它的。“丢了多可惜啊！感觉值不少钱呢？”小伙子说：“后面还会有的”，老人回了句：“小伙最近怎么样啊”！老人问。“我、我破产了……因为融资……”，小伙黯然神伤的说。

老人叹了一口气，“有什么打算呢！”小伙子摇摇头，没吭声，眼神里满是绝望！“小伙子，你还太年轻，跌跟头不怕，其实我是在这里等你。”“等我？”小伙子不解的问：嗯，老人从口袋里，掏出了一个手帕，慢慢的打开，里面有一沓厚厚的人民币。年青人，这都是你给我的小费，我一分没花，都给你留着，有1万多块，今天还给你。

小伙子赶紧用手推开说：“大爷这是我给您的，我怎么还能收呢，我不能要……”老人语重心长的说：“该我的钱我已经留下了，过日子要勤俭持家，不要看不起小钱……，”小伙感动的热泪盈眶……

如果你不介意，“我想把擦鞋的工具也送给你。”小伙大吃一惊：“大爷，这可是您吃饭的手艺啊！”老人说：“我不需要了，我把它留给你。”“大爷，那您怎么办？”小伙问：

老人没有吭声，深深的吸口气，拍了拍身上的灰尘，径直向证券营业部走去，留下小伙呆呆的站在原地……。

随着时代的进步，这个场景可能不再适用。但变化的是场景，不变的是人心，希望我们能悟出这个道理，在投资的道路走得更顺利些。（戴维斯家族的一句名言：投资人大部分的利润都是熊市里获得的，只是他们当时不知道而已）。



泡沫的本质：明知倾家荡产，你还一往无前

许多人将今年楼市的疯狂和去年股市的泡沫做类比，认为这两者有着很大的相同之处，但是同样是调控，同样也是限购，为何股市泡沫瞬间演变成股灾，而楼市依然坚挺。

首先给大家介绍一下我的导师，席勒教授，席勒教授因为自己对于行为金融的研究获得了2013年的诺贝尔经济学奖，这里我想强调一点的是，席勒教授是和另外两位——芝加哥大学的金融学教授，尤金法玛教授和拉尔斯汉森教授三个人一起分享，这很可能是诺贝尔经济学奖颁发四十年以来第一次两位持有完全相反的学术态度的学者分享同一年的诺贝尔经济学奖。

因为可能学过金融的同学都学过有效市场假说，法玛教授在六十年代就提出了有效市场假说。而席勒教授直到八十年代才提出了作为整个行为金融奠基的研究，也就是下面要为大家介绍的一个研究。

我觉得我们中国学界对诺贝尔奖都有非常强的情节，我和我的同学沟通的时候就说，其实的诺贝尔奖不是那么复杂，席勒教授就是因为画了一幅图得了诺奖。那么这幅图讲了什么呢？

他基本上讲了过去一百多年美国资本市场真实的市场波动，也就是我们看到的这条实线。以及市场的基本面的价值，就是用市场的盈利水平乘以市场平均市盈率就是他所谓市场的基本面价值所得到的一个结论奠定了整个行为金融学的一个基础，也就是最近一年大家在整个上证A股所亲身经历感受到的，就是我们的基本面出现了波动，我们的经济出现了波动但是远远不足以大到解释我们过去六个月在上证A股市场所产生的波动。

所以席勒教授想在三十年前想要了解，为什么资本市场价格的变化要远远超出资本市场基本面变化的趋势。那么从各种传统的估值理论也好，有效市场假说也好，公司金融理论也好，都很难解释这个现象。那么为什么可以用行为金融来解释呢？因为我们从以前传统的新古典的完全理性的假说里面无法解释这个现象。

行为金融学的力量

从我九十年代在耶鲁大学学习以来，我觉得过去短短20年里，行为金融在整个金融领域产生的影响力，在整个实践者心中的地位都获得了非常高速的发展。

我可以毫不遮掩地和大家讲，就在十五年前，2000年的时候我们在美国开行为金融和行为经济研讨会得时候，每次开会的人都是固定的三十个人，这三十个人都认为自己肩负着一个新的研究领域的使命，所以是在这种使命的驱使下，我们推动了行为金融非常大的发展。

对行为金融来说，它研究的一个很重要的领域就是泡沫，泡沫是一个非常有趣非常重要也是非常难以理解的一个领域。按照哈佛大学经济史学家金德尔伯格教授的说法，泡沫就是从基本上来看不健全的商业事业，同时往往伴随着高度的投机性，价格上涨是因为投机者不断买入相信价格不断上涨。

每次在高金学院讲授行为金融的时候是四天的课程，我想要把四天的课程压缩到一个小时里面，我的挑战还是蛮大的。我会给大家介绍人类金融史上第一次金融泡沫。就是在荷兰这个第一个全球金融中心所爆发的郁金香的狂热。

在郁金香泡沫的顶端大家可以看到一颗最受大家追捧的种子可以卖到六千荷兰盾，而当时在阿姆斯特丹市中心的小型联排别墅的平均价格是三百荷兰盾，也就是说一颗郁金香的种子可以买二十个CBD的联排别墅。如果我们以上海CBD或者北京CBD的联排别墅的价格乘以二十的话我们就可以估计一下那个郁金香的种子在今天可以卖到一个什么样的价格。

那么怎么可能一个郁金香的种子可以涨到这么一个程度？我看很多嘉宾都很年轻，我在我小的时候我听说在吉林搞过一次君子兰的泡沫，一株君子兰当时可以卖到一百万，当时一百万现在轻轻松松就相当于一个亿。

那么一株花怎么可能获得这么高的市场追捧？或者说我们的股票怎么可能受到这么多的市场追捧？我们某些地区的房地产怎么可能会有这么高的估值水平？这是我们在泡沫或者说是行为金融里面非常感兴趣的一个研究领域。

在一九八七年出版的一本历史书里面，这本书叫做《富人的尴尬》，说在郁金香泡沫最顶端的时候，一颗郁金香可以给卖者换回来两马车的小麦，四马车的黑麦，四条肥牛，八头猪，十二头羊，两牛头的葡萄酒，四吨黄油，一千磅的奶酪，一张床一件衣服和一个大酒杯。

这些都反应出了资产或者商品的价格可以如此大地背离它的基本面。不出大家的意料，这些郁金香在一年以后，很多的价格下跌百分之九十五，百分之九十九，只剩到原来顶峰价格的百分之五甚至百分之一。

为什么会出现这种泡沫，为什么这种泡沫在不断发生，这是我们行为金融关注的一个领域，这是很难通过传统的新古典的经济理论和金融理论来解释的。为什么在整个时期，所有的市场参与者，所有的政策制订者都像被催眠或者被洗脑了一样？

如果你对任何一个身处泡沫的人说，你觉得我们是不是身处泡沫，你得到的回答一定是否定。我在很多专栏中写道，泡沫有趣的地方正是在于所有身处泡沫的人都认为这不是一个泡沫。如果他认为是一个泡沫，那么他就会卖出，他卖出，价格就不会继续上涨，不会继续上涨，泡沫就会破灭。

我们看见荷兰出现过郁金香的泡沫，在英国取代荷兰成为全球经济和金融的霸主的时候曾经出现过南海泡沫。南海泡沫就不给大家介绍过多的信息，只提一点，人类历史上最伟大的物理学家之一，英国的艾萨克牛顿爵士，在南海泡沫初期赚了大钱，之后又在整个泡沫破灭的时候，把全部的身价全部都赔了进去。他在赔钱之后说了一句话，“我能够预测天体之间的距离，但我无法预测人心的狂热。”

在此之后英国在十九世纪，1845到1846年曾经出现过一次非常严重的英国铁路泡沫，这个铁路泡沫的一个结果就是英国仍然是这个世界上铁路密度最大的国家。在我们修建高铁之前，英国全国的铁路长度相当于我们国家全国的铁路长度。

那么最近的有日本的房地产泡沫，大家可以猜猜在日本房地产泡沫顶端的时候，东京最繁华的银座地区最优质的写字楼一平米卖到什么价钱？十万，二十万，五十万，一百万？一百万是正确答案，单位是美元。所以看起来我们中国地产商还有很大希望对不对。

那么当年卖一百万一平米的房地产现在卖多少钱？去掉两个零，一万，这就是泡沫。但是身处泡沫之中，所有日本居民，所有日本投资者，所有基金经理，没有人会认为这是泡沫。不但没有人认为这是泡沫，而且大家会认为日本会统治全世界，日本会买下全世界最主要的资产，最抢

手的房产。

我们中国也有一个很有趣的现象，就是 05 年到 07 年中国的权证市场，比较有经验的投资者可能会记得当时的权证市场，出现过一只权证下午就要到期了，上午还能炒到两三块钱的价位，而且一天的换手率可以达到十倍——在同一天里面持有这个权证的投资者换了十遍，虽然很多人都知道这个权证在今天下午收盘的时候一分钱都不值。所以大家根本无视资产的基本面，而只看一个击鼓传花的投资心理——只要价格上涨，价格就会继续上涨。

国内上一次泡沫在 08 年，全球领域上一次泡沫是互联网泡沫，再往前走八年美国曾经出现过存款贷款银行的泡沫。我们发现在人类过去两三百年的金融历史的发展过程中，泡沫发生的频率不是降低了而是升高了。在这里作一个宣传，在今年十月份会出一本我的新书叫做《刚性泡沫》，我会在这本书里面解释为什么在全球领域泡沫发生的频率越来越高了而不是越来越低了。

那么什么导致泡沫？我在《财经》文章里讲了：

第一，对于任何一个泡沫能够形成泡沫必须要有一个新事物，要有一个新寄托，要有一个新经济。郁金香是一个整个欧洲都没有见过的花，蒸汽机是一个改变人类经济社会进程的一个重大发明，互联网带领了人类整个生产方式生活方式的改变。只有新概念新理念新产品，才有不确定性，才有炒作的空间。

第二，任何一次泡沫都离不开天量的流动性。这点我不用给大家解释，我们的货币供应量是美国的百分之一百三十，是全国货币供应量最大的国家。

第三，政府的支持，这点我不解释。

第四，缺乏经验的投资者，我们看到无论是荷兰，无论是英国，无论是美国，无论是日本，无论是迪拜，任何一个新兴市场，在取代旧经济成为世界金融霸主的时候往往会经历一次或者几次金融或者经济泡沫，很大程度上是因为在这个经济体上存在很多年轻有财富又有很强的创富心理的投资者。

所以在这里我想给大家解释一下，我们研究行为金融很大程度上是因为我们希望金融学的理论和金融学的实际更紧密的结合。我记得席勒教授每年在美国经济研究局开会的时候都会说，“我认为所有好的金融学都是行为金融学。”

那么他的一个非常好的伙伴，我觉得很可能在今后也会获得诺贝尔经济学奖的芝加哥大学的教授理查德斐乐，前两年在中国出了一本非常好的新书，我也会给大家作一个推荐。斐乐教授说，“我认为行为金融的成功，在于现在已经没有行为金融了，所有的金融研究者和实践者都在采用行为金融的思路进行思考和实践。”

那么为什么经济会出现难以预测和难以解释的非常大的波动，为什么资本市场会出现非常大的，难以解释的波动泡沫和崩盘。金融学在过去五十年的发展很大程度上希望借助于科学，希望借助于数学和物理学，所以有很多很成功的金融学研究者都受过物理学的教育。

前一段时间我翻了美国和奥地利很有名的经济学家哈耶克在当年获得诺贝尔经济学奖后发言，曾经讲到了经济学和自然科学最大的区别在于，在自然科学中我们不需要考虑人的存在，而在社会科学一个很重要的领域恰恰就是人。

你真的认识自己吗？

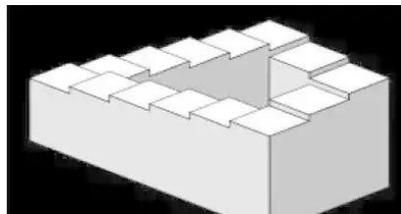
所以行为金融学很重要的贡献就是它把心理学、社会科学和传统的金融学的研究领域和思路连接在一起。现在很多心理学家还说我们人类对自己大脑的了解，还不如我们对于外太空和海洋深处的了解。



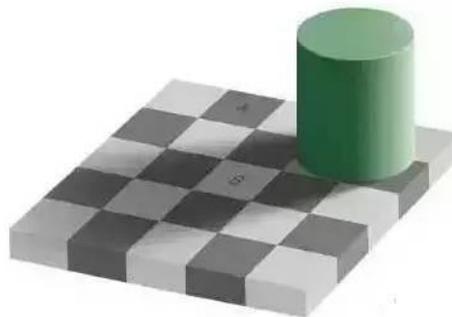
我希望大家看上面这幅图来判断上面两条黄线那条长一些，正确答案显然是一样长，但很多的观众会认为上面的长一些，有的时候大家认为上面的长一些，但你的大脑马上会告诉你这是因为参照系。



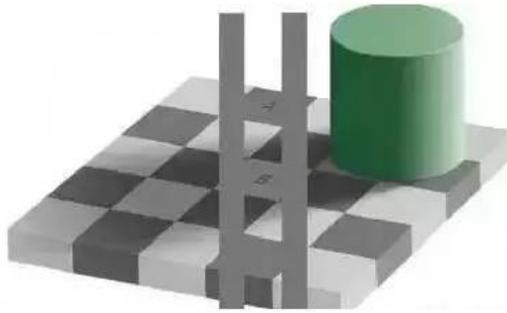
这幅图是荷兰十七世纪非常著名的版画家埃舍尔，大家仔细看一下这幅图大家就会发现有趣的地方在于，在每个阶段你都会发现这幅图非常非常合理，你把所有的信息放在一起你就会发现这幅图是如此荒谬。



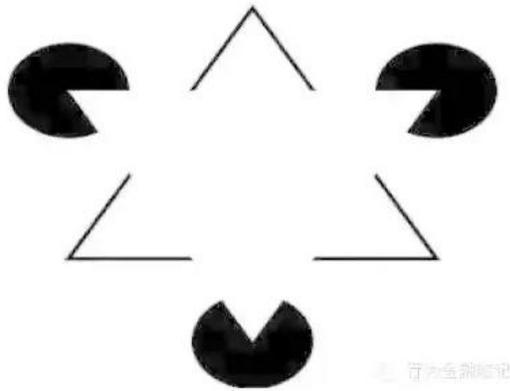
这幅图让我想起了前段时间非常非常流行的电影叫做盗梦空间。所以在过去二十年心理学家希望通过大量的实验让大家了解到，人类的认知过程实际上比人类本身了解事物要复杂和难以预测得多。



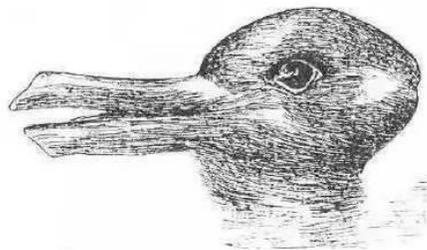
那这幅图时间关系我不给大家做过多的解释，但是这幅图是二十多年前才被心理学家设计出来为了说明一个现象。大家看这里一个 A 的方块和 B 的方块，我想问的不是哪个更长一些，而是哪个方块的颜色更深一些？正确答案是一样的。大家都认为不可能的对不对，那么我帮助大家增加一点参照系让大家感受一下这两个方块是一模一样的。



还有这幅图，我让大家看三秒钟，再闭上眼睛想一想脑海里还有什么东西，大家脑海里往往会留下的是一个大的白色的向上的三角形和一个大的黑色的倒三角形，有点像以色列的国旗。有趣的是大的白色的三角形是在画面里面没有出现过的，完全是我们脑海里才出现的这么一个现象。



我们上市公司公报里的很多信息并没有让投资者去买这只股票，很多投资者自己会想出很多让自己觉得这是一个好公司这是一个好股票的信息。



这是一个什么动物？鸭子？兔子？一会是鸭子一会是兔子？那么无论是基金经理也好，还是个人投资者也好，都会有这种经历。早上起床你就想到某只股票很有吸引力，你现在就想买，开盘后跌下去你心里就会想今天就算了，对于完全一样的一个筹码我们的认知可以在一秒钟之后发生一百八十度的改变，这只是我们所说的视觉幻觉里面一点点小小的皮毛。

我用了这么多的案例，就是希望大家认识到，我们人的认知过程是如此的复杂。

快思考、慢思考

之所以这么复杂，是因为在人的整个进化过程中，按照《思考快与慢》这本书上所说，人类是用两种不同的思维方式来思考的。一种是慢思考，比如一乘二一直乘到五十结果是多少，就要拿出纸来算一算；如果我现在说，屋子后面有一只老虎，大家的反应就是跑，大家不会说去想一想这是一直东北虎还是华南虎，不会去想一想这是一只公老虎还是母老虎，不会去想这只老虎早

上吃了饭还是没吃饭。我们有一种经过进化形成的本能，可以很快的，不需要通过你的大脑中枢就可以做出的决定。

大家觉得投资是适用于快思考还是慢思考？有多少次我们买股票是因为我们吃饭的时候有朋友告诉我们这是一只好股票，有多少次买股票是因为某次节目上有一个著名的分析员推荐这只股票，有多少次买股票是因为我有一个朋友在这个公司工作，他说这个公司是一个好公司。这些是快思考还是慢思考？

我在课上往往会给大家再问一些问题，这些问题会越来越难。什么样的老鼠两只脚？谢谢高总，米老鼠，下一个问题有点难，什么样的鸭子有两只脚？我听到所有的鸭子，但还是有很多人说唐老鸭，说唐老鸭的就是快思考，因为你的思路已经在和米老鼠有关的迪斯尼的奇妙世界里，我问你的任何和鸭子有关的问题你都会说唐老鸭。

第二个问题，会难一些，请大家环顾一下周围的朋友，估计一下自己的驾驶水平在这个会场中是处于最好的百分之二十，较好的百分之二十，中等的百分之二十，较差的百分之二十还是最差的百分之二十？

我们没办法在现场做这个测试，我们在美国和中国很多场合进行了类似的测试，几乎是屡试不爽，几乎没有人会认为自己的水平达不到在座的所有人的平均水平。在我在加州大学任教五年期间只有一个同学坦诚自己的水平达不到班上的平均水平。

我问他为什么这么谦虚，他说这是因为在过去的半年里面出过两次事故开过三次罚单。这个现象在整个心理学、行为经济学就叫做过度自信。这种涉及到我们主观判断的领域里面，无论是涉及到我们的智商，我们的情商，我们的人缘，考试成绩，我们都会有一种过度自信，我们会认为我们的能力会比我们真实的能力要高一些。

你在进行投资的时候，和其他千万个投资者在进行竞争进行博弈的时候，你在把握自己信息的同时，还必须想一想你的对手是谁。如果我们去澳门赌博的话，我们玩德州扑克，一桌是德州扑克的全球冠军，一桌是从来没有玩过德州扑克的菜鸟，你会选择哪一桌？

我们的 A 股市场之所以特别，很大程度上，就是因为我们存在着大量的没有投资能力的投资者，而这些没有投资能力的投资者恰恰认为自己和巴菲特的投资水平不相上下。正是有这么多的散户投资者所以我们的机构投资者才会不得不屈从于，或者说不得不利用散户投资者的行为偏差，所以这就是行为金融学对资产定价来说很重要的而贡献。

我个人认为，金融市场特殊的地方在于所有的信息都是有用的信息，看多的信息我们可以买入，看空的信息我们可以卖出。

行为偏差

很多人认为为什么市场上形成泡沫，很多人认为这是因为投资者的行为偏差。那么有什么样子的行为偏差呢，我们给大家介绍了过度自信，但是还有很多其他的行为偏差，时间关系就给大家过一下。

一个非常重要的行为偏差叫做代表性偏差，什么意思呢，如果有一枚硬币让大家猜是正面还是反面，大家说一半一半。那么要是还是丢硬币丢了十次都是正面，然后让大家猜是正面还是反面，大家说很可能是正面，有人说一半一半。实际上还是一半一半，但是当出现反复的事实之后很多人都会受这个事实的影响，这就是为什么泡沫会变成泡沫。

咱们买股票就是赚钱效应，有人赚了钱了，越有人赚钱了越有人觉得这只股票应该赚钱，所以这就是为什么股票市场给投资者带来的收益其实远远低于股票指数上涨的幅度。比如市场上涨了百分之百，而这个股票给社会带来的财富是远远低于百分之百的。

在牛市最开始上涨的时候是没有多少投资者介入的，也没有多少资金介入，当牛市涨到顶端的时候，也就是我们看见的 A 股开户数最高涨的时候，往往是市场见顶的时候。很多投资者完全无视市场基本面，完全无视市场上累积的风险，认为凡是股票上涨了今后还会继续上涨。

邱国鹭先生最近写了一本书叫做《投资最简单的事》，很多人跟他说，投资者已经觉得投资够简单的了，你再写这本书会有更多不明就里的投资者涌入到市场中去。

第三点叫做情绪化交易，什么叫做情绪化交易给大家举一个很经典的例子全球顶级的金融学

杂志 *Journal of Finance* 金融学期刊所揭露的。有研究表明，在欧洲市场和美国市场，当一个国家的足球队打入到世界杯决赛，但是没有能够获得世界杯冠军的话，那么第二天这个国家所在的市场会比历史平均水平下跌百分之零点五。我读完这个的第一反应就是为中国的股民长舒一口气，很显然想打入世界杯的决赛这个事和我们中国没啥关系。

那么为什么类似足球，篮球，英式橄榄球这些体育比赛的结果会和股票市场有关系？无独有偶，我曾经做过研究，在纽约上空云量比较少，太阳比较晴朗的时候，纽交所那天的股票表现会好一些。

类似的，上交所的数据也有类似的结果。天气和股票市场有什么关系？通过这些例子我想让大家认识到投资在很多时候不是一个很客观的过程，在座的很多是量化投资者，我觉得量化投资很大的价值在于可以克服我们一些主观的甚至我们所不知道的一些行为偏差和行为趋势。

再有一点是什么呢，对损失、对模糊和对悔恨的规避。我先讲对损失的规避，这点非常非常普遍。我想在座的一定有人手里还持有中石油的股票对不对，非常多中石油的高管和大家都处在类似的境地。那么为什么大家不愿意把手上的股票卖了？因为那种做法叫做割肉啊对不对。

炒股票本来是一个民事行为，到了割肉就成了刑事风险了对不对。“割肉”两个字非常形象地说明了心理学里面人类对于损失的强烈规避心理。股市波动对心理有影响，股市上涨百分之五十再下跌百分之三十，虽然股市指数本身没有什么变化，但是投资者的心理，是更高兴了，没有变化还是更不高兴了？从心理学的角度来说更不高兴了，因为人们对损失的痛恶远远大于对从收益里取得的快乐。

2015 年是大牛市很难预料，但在任何一个投资时点上，一个投资者的投资组合里，三分之一到四分之一的股票是浮盈的，三分之二到四分之三的股票是浮亏的，大家可以回家看看自己的投资账户，我相信和这个规律不会差的太多。

那什么叫做对于模糊的规避呢

我曾经在台湾有一个研究，台湾投资者如果在上市公司工作的话，他的投资组合里面有超过百分之四十九的投资在同一个股票里面，这只股票就是自己本公司上市公司的股票。这是最不模糊的公司，最熟悉的公司。

但是这样的反例在于，2000 年的时候美国有一个公司叫做安然公司，这个公司因为大量的财务造假导致公司破产，在它破产的时候，这个公司百分之六十五的退休金投资在一个公司的股票上，就是这家公司自己的股票上。

所以这种投资者对于损失的规避和对于模糊的规避直接导致了投资者不能止损，直接导致了投资者的投资组合是一个非常非常不分散的投资组合。所以这种行为偏差导致了投资者做出了各种从事后看很难理解的投资决定。

大家就会问说如果散户投资者是这么不理性，做出如此多的错误的决定，那么为什么我们广大在座的机构投资者会犯类似的错误，为什么不做反向的操作，在这个过程中获利呢？这就涉及到行为金融里面一个非常重要的概念叫做有限套利。有限套利这个概念和卖空有非常重要的关系，我以前写过一篇文章叫做《谁是善意的做空者》。

那么究竟什么是善意的做空什么是恶意的做空，从金融学角度看，我个人觉得没有任何的区别，做空就是认为资产价格太高了，之后会下跌，所以我放空单，希望在下跌过程中获利，为什么做多就一定是善意，做空就一定是恶意的，为什么股市上涨就是好的，股市下跌就是坏的，从金融学上讲没有任何道理。

但是因为监管者、投资者，因为在座的各位觉得放空单的风险太大了，不愿意进行这种套利行为，所以才导致了泡沫的一次又一次的诞生和一次又一次的吹大，这就是为什么我要写这本书叫做《刚性泡沫》。你越是不希望泡沫诞生，越是给投资者提供担保，越是和投资者放心说四千五百点之上，越是产生意想不到的泡沫。

我给大家介绍了很多投资者的行为偏差，那么我们怎么利用投资者的错误来为自己所用呢。这是当年我在离开加州大学的时候进业界工作的，包括高盛，包括雷曼，包括 BGI，包括巴克莱，包括黑石都请我去，很大程度上是因为我当年发表过一篇论文，很惭愧这篇论文发表了整整快十

年了。

我当时研究的思路是这样的，按照我们行为金融学理论，它的创建者之一萨默斯先生，曾经的美国财政部部长，哈佛大学的校长，他的一系列理论认为我们在市场上存在两类投资者：一种是散户，还有一种是在座的各位专业投资者。

散户投资者往往是受到自己的情绪和自己的心里偏差的影响，而且我们说的散户投资者他们的情绪他们的，行为偏差是高度相关的。

今年年初的时候我写过一篇文章叫做《牛市中的羊群》，也就是散户在牛市中绝对是抱团取暖，每个人都不知道股市是涨还是跌，相互之间打电话说你看怎么样，我看能涨，我看也是，买了。

投资者的行为很大程度上是高度相关的，而这种高度相关性会推动资产价格远离资产价格基本面应该有的水平，直到这个远离基本面的价格太多了，无以为继了，才会出现重大的调整。这就是以萨默斯为首的，叫做有限套利情况下市场上的资产价格可能出现的一个现象。

那么我们做实证分析，利用了全美的市场上每一个交易的基础，我们可以估算出小规模的交易和大规模的交易他们整个交易的资金流向，就是小投资者在买什么样的股票，大投资者在买什么样的股票。

一个有趣的现象，我们发现确实和萨默斯他们的研究所说，我们发现散户投资者的资金流向是高度接近的。我们看看这一部分的投资者在买什么样的股票，我可以非常非常放心地再说另一部分的投资者在买什么样的股票。

因为我们的相关系数在短期内可以达到百分之六十，这是一个非常高的相关关系。由于广大的散户投资者都在按一个类似的行为偏差或者类似的情绪在进行交易，那么所有的散户在一起就形成了市场上一个巨大的机构，虽然这个机构的行为和我们真正的机构的行为是非常不一样的。

那么散户的投资者的行为究竟会给你带来正向的投资推动还是负向的投资的推动，我们发现在一周到三周的区间里面，散户如果集中买什么公司的股票，什么公司的股票就会上涨，但是这些短期上涨的公司，在今后的一个月或者一年的时间里，股票会明显跑输大盘。原因就在于这些散户短期投资的股票已经被炒得过高了，所以在中长期必须出现整个真实价格的回调。

所以我给大家介绍一下，我们在做这个研究之后我们做了许多类似的拓展的行为金融的研究，我们在很多市场里面进行了实验。因为美国在07年做了买卖价差的改革，原来的策略不太适用，我们就开发了新的策略。在国内我们就觉得这个现象其实更明显，很多时候很多基金、投资者并不一定会采用量化策略，像我们这样作一个学术研究去发现一个趋势，但是很多时候投资者的交易心理和我们所说的做法差不多。

我举一个很极端的例子，就是涨停敢死队，涨停敢死队就是利用的就是之前讲到的代表性的偏差：认为昨天涨停的明天涨停的概率还会很大。所以有的时候并不需要好的公司，而只是涨停这个事件本身，就可以吸引散户足够多的关注，散户的关注就可以进一步把公司的股价推高，可能造成第二次涨停。

这种做法虽然是基于中国有涨跌停板的实际情况，非常有创意，但是这种策略背后的原因，其实是散户这种跟风和利用短期的趋势去预测股市今后的走势的这种行为偏差所造成的。

行为金融学在中国

所以我觉得中国的A股市场有趣的地方在于散户的比例很高，而且散户投资者的金融素养比较差，同时在一个大家非常浮躁，都希望短期创造大量财富的过程中，大家都不愿意对很多具体的信息和具体的内容进行研究。

但是国内A股市场在量化研究领域的挑战在于宏观系统性的风险很大，很难预测央行哪一次又降息，哪一次又会禁止卖空交易，同时市场由于波动很大之后，又会很难说过去历史的经验会不会在今后重复出现。

我觉得行为金融理论在整个中国的资本市场有很多的不同的运用的方式，最重要的，中国仍然是一个宏观面的市场，再怎么讲什么择时和选股，很大程度上你还要看大盘什么时候趋于稳定。

所以怎么利用行为金融来预测泡沫的顶部，我们获得了一些成果，我们很多模型确实在六月

底的时候显示出过市场确实出现过很多不稳定的状态,但是从学术角度我不能说我会百分之百的相信这些模型。

同时我们国内有很多投资者的情绪指标,散户的开户数,基金的申购和赎回的比率,IPO是一个在国外被广泛用来衡量市场情绪的指标,这在国内不是很适用,但你可以采用很多策略,如果是券商的话,你可以通过客户的交易行为来判断市场的情绪达到一个前所未有的或者说极端危险的高度。

这对散户来讲很可怕的一点在于,我们知道,巴菲特说过一句话叫做在被人贪婪的时候我恐惧,在别人恐惧的时候我贪婪,这叫做价值投资。但是我们散户的投资理念是什么?

别人贪婪的时候我更贪婪,别人恐惧的时候我更恐惧。所以这种逆向思维的做法,我觉得很大程度上,是行为金融学传递的一个很重要的信息。在中国的A股市场上,有很多完全不知道自己在往哪个地方走的羊群,如果你是一头大灰狼的话,你只要知道羊群在往哪走,就在那里等着,张开嘴,等着吃“羊肉火锅”就行了。

那么行为金融学在中国的实践,我个人回国快五年里面,我觉得我做了两件事:

第一我希望从社会层面,帮助我们广大的散户投资者,不要成为整天被大灰狼吃的小肥羊,希望能提升投资者的素养,加强他们的风险意识,让他们明确自己的投资目标,这点我觉得大家都是金融行业的从业人员,所以通过今天自己对行为金融的分享,我也希望大家能用这些知识帮助自己的客户,提升他们的投资水平。

第二点,我们曾经在美国资本市场说,如果投资者不愿意改变他们原来错误的做法,我们就要通过自己的交易,让他们不得不承受损失,从而意识到自己并不是一个很成功的投资者。所以基于行为金融的投资哲学,基于行为金融的风险管控模型,和基于行为金融的策略和因子分析,我觉得这里面有很多可以进一步发掘和推动这个领域。

如果你认真读完了全文,我相信你应该对行为金融学有了一个初步的了解。其实,任何泡沫都是人造成了,在金融市场当所有人的思维达成共振后,其行为就会同步!而你想要摆脱思维的定式,这是很困难的一件事情。



巴菲特怎样应付股灾与回撤

为了追求复利,我们不得不冒险重仓持股。少持现金,回撤就可能较大。

巴菲特一方面会增加现金储备,另一方面不会因为担心回撤而减少持股。伯克希尔的走势也说明这一点,超过20%的回撤并不少见。2008年也跌了将近一半。

巴菲特赚的是企业的钱,不是市场的钱。巴菲特追求的是企业内在价值的持续增长。

巴菲特是一个非常谨慎的人,他轻易不买股票。只在他非常有把握的情况下,才会重仓出手。巴菲特把确定性看得非常重。能承受重大风险的原因在于买入股票的时刻已经决定了赚钱的确定性。

如果我们在买入股票的时刻,不是因为股票的上涨,而是因为企业的优秀而且价格低估,是对于整个行业的深思熟虑后精选出的白马,是观察等待已久,胸有成竹而出手,在出手时就打算持有10年,那就能做到只在乎10年的平均复利,而不在于中间波动。

巴菲特既有清仓躲过股灾的经历,也有满仓穿越牛熊的历史,只要胸有成竹,就能够安心对待市场的波动与回撤。

以下内容为转载:

巴菲特经历过多次股灾的,我把他应对股灾的经验,归纳为股灾三要:

一是灾中要冷静:

惊慌容易失措

在股灾之中,巴菲特是如何应对的呢?

1987年的股灾之前,美国股市连续上涨5年,是一场空前的大牛市。1984年到1986年,美国股市持续大涨,累计涨幅2.46倍,道琼斯指数从不到1000点上涨到是让人吃惊的2258点。

但就在人们陶醉在股市连续 5 年持续上涨的喜悦之中时，一场股灾突然降临了。1987 年 10 月 19 日，这是历史第一个黑色星期一，一天之内，道琼斯指数跌了 508 点，跌幅高达 22.6%。

股市暴跌，巴菲特的伯克希尔公司股票也未能幸免。巴菲特个人 99% 的财富都是他控股的上市公司伯克希尔公司的股票。暴跌这一天之内巴菲特财富就损失了 3.42 亿美元。在短短一周之内伯克希尔公司的股价就暴跌了 25%，那么，身处股市暴雪中的巴菲特如何反应呢？

在暴跌那一刻，可能巴菲特是整个美国唯一一个没有时时关注正在崩溃的股市的人。他的办公室里根本没有电脑，也没有股市行情机，他根本不看股市行情。整整一天，他和往常一样安安静静呆在办公室里，打电话，看报纸，看上市公司的年报。

过了两天，有位记者问巴菲特：这次股灾崩盘，意味着什么？巴菲特的回答只有一句话：也许意味着股市过去涨的太高了。

巴菲特没有恐慌地四处打听消息，也没有恐慌地抛售股票，面对大跌，面对自己的财富大幅缩水，面对他持有的重仓股大幅暴跌，他非常平静。

原因很简单：他坚信他持有的这些上市公司具有长期的持续竞争优势，具有良好的发展前景，具有很高的投资价值，他坚信股灾和天灾一样，只是一时的，最终股灾会过去，股市会恢复正常，他持股的公司股价最终会反映其内在价值。

二是灾前要谨慎：

一次大意可能让你一生后悔

但对于每个人来说，天灾是相同的，但天灾引发的损失是不同的。那些事先有了妥善防范的人，受的损失相对而言小得多，而且恢复正常也快得多。

那么巴菲特在股灾之前是如何应对的呢？巴菲特碰到的另一次股灾是 1999 年。结果股灾来了。2000、2001、2003 三年美国股市大跌 9.1%、11.9%、22.1%，累计跌幅超过一半。这三年股灾期间巴菲特的业绩上涨 10% 以上，以 60% 的优势大幅度战胜市场。

为什么？因为巴菲特早已经做好了应对股灾的准备。从 1995 年到 1999 年美国股市累计上涨超过 2.5 倍，是一个前所未有的大牛市。最重要的推动力是网络和高科技股票的猛涨。而巴菲特却拒绝投资高科技股票，继续坚决持有可口可乐、美国运通、吉列等传统行业公司股票，结果 1999 年，标准普尔 500 指数上涨 21%，而巴菲特的业绩却只有 0.5%，不但输给了市场，而且输得非常惨，相差 20% 以上，这是巴菲特输给市场业绩最差的一年。

在 1999 年度大会上，股东们纷纷指责巴菲特，几乎所有的报刊传媒都说股神巴菲特的投资策略过时了，但巴菲特仍然根本不为所动。

正是这种坚定的长期价值投资策略，让巴菲特安然度过股灾。巴菲特是一个非常谨慎的人，他轻易不买股票，只在他非常有把握的情况下，才会重仓出手。巴菲特说：“我把确定性看得非常重。不能承受重大风险的根本原因在于你事先没有考虑好确定性。”

巴菲特追求的确定性并不是来自于股市的波动和股价的涨跌：“我从不试图通过股市赚钱。我们购买股票是在假设它们次日关闭股市，或者在 5 年内不重开股市的基础上”。

巴菲特追求的确定性一是来自于公司内在价值的持续增长。巴菲特坚信价值最终会决定价格：“市场可能会在一段时期内忽视公司的成功，但最终一定会用股价加以肯定。正如格雷厄姆所说：短期内市场是一台投票机；但在长期内它是一台称重机。”

巴菲特追求的盈利确定性二是来自于安全边际，也就是买入价格和内在价值之间的差距。巴菲特坚信，安全边际是投资成功的基石，只有足够的安全边际才能提供足够的投资安全保障：“铺设桥梁时，你坚持可承受载重量为 3 万磅，但你只准许载重 1 万磅的卡车通过。相同的原则也适用于投资领域”。

为什么很多人经历 1999 年这次网络股泡沫股灾就亏得很惨甚至亏个净光？因为他们买股票时，根本不谨慎，他们根本不知道这家公司股票的内在价值是多少，根本不知道安全边际有多大，根本没有什么投资盈利的确定性，他们买入的理由，往往简单的只有一个：这只股票在涨，看起来以后还会涨。

他们涨了就买，买了就涨，陶醉在快速赚钱的喜悦中，却没想到，一场股灾就在等待着和他们算总账。别看现在涨的荒，小心以后算总账。

为什么经历多次重大股灾巴菲特依然毫发无损？因为他非常谨慎，因为他从不打无把握之仗。巴菲特始终牢记他老师格雷厄姆传授的两个基本原则：第一，永远不要亏损，第二，永远不要忘记第一条。

第三是灾后要耐心：

要等待真正的投资良机

天灾之时，物价上涨，会有不少人想发一笔灾难财。股灾之时，股价暴跌，很多人急于抄底，也想发一笔灾难财。

尤其是这两年，中国股市每一次大跌后，不久就会大反弹，不但收复失地，还会涨的更高，有人还总结出了一条原则：大涨大卖，大跌大买。

如果真是这么简单的话，那么世界上到处都是百万富翁了。

巴菲特有一只股票华盛顿邮报，他持有了 34 年，上涨了 128 倍，如果按照上面这个原则，大涨一倍两倍就卖了，怎么会赚到后来的一百多倍呢？

巴菲特见过不少曾经辉煌的公司股票，股价一落千丈，如果大跌大买，只会越跌，甚至跌到后来，公司退市，破产清算，让你赔个清光。要知道美国和中国不同，那些垃圾股可不会出面挽救重组的。

急于抄底，很可能抄到手的是一只正在跌落的小刀，而且你抓到手的往往是刀刃，而很少是刀把。

回顾巴菲特在股灾中的表现，你会发现，巴菲特根本不会急于抄底。相反他会非常耐心地等待等待再等待。

巴菲特在 1969 年美国股市大牛市来临之前，就退出股市，没想到 1970 年股市调整后又迅速反弹，1971 年 1972 年股市继续大幅上涨，巴菲特不为所动，继续耐心等待。1973 年，“漂亮 50 股”的股价大幅下跌，指数下跌近 15%，市场摇摇欲坠。1974 年 10 月初道·琼斯指数从 1000 点狂跌到 580 点，到年底美国股市大跌 26% 以上，大盘两年下跌 40%，很多上市公司眼睁睁地看着自己的股票市值跌了一半。美国几乎每只股票的市盈率都是个位数，这在华尔街非常少见，没有人想再继续持有股票，每个人都在抛售股票。巴菲特在股灾中一直等待了两年，等到市场极度悲观，等到股市跌到所有人都恐惧时，他才重新回到市场，开始贪婪地低价买入，大赚一笔。

在 2000 年网络科技股泡沫破裂后，巴菲特一直忍了 5 年才重新大笔进入股市，巴菲特从来不会急于抢反弹，他要的不是短线投机的小利，而是长期价值投资的大利，因此他会耐心等待股市一跌再跌：“只有资本市场极度低迷，整个企业界普遍感到悲观之时，获取非常丰厚回报的投资良机才会出现”。



看大师们如何应对股灾

“花开花落常有时”，在瞬息万变的股票市场，演绎着不朽传奇的投资大师们同样有过碰壁的遭遇，暴跌之下应该保持一种怎样的心态？梳理一下大师们面对股灾时的应对之策和宝贵建议，希望能给大家一些启发。

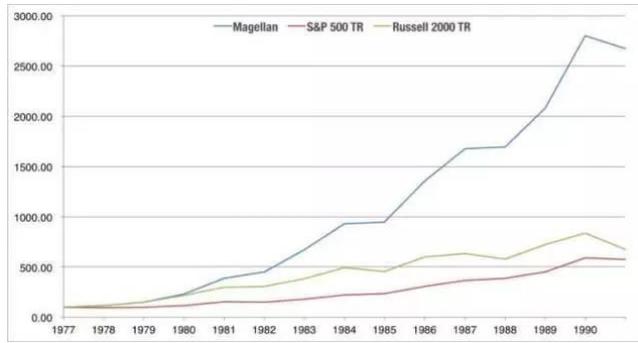
彼得·林奇是美国，乃至全球首屈一指的投资专家。他对共同基金的贡献，就像乔丹对篮球的贡献，其共同之处在于把投资变成了一种艺术，提升到一个新的境界。

彼得·林奇出生于 1944 年，15 岁开始小试投资，赚取学费，1968 年毕业于宾州大学沃顿商学院，取得 MBA 学位。

1969 年，林奇进入富达公司。1977~1990 年间，麦哲伦基金规模达到了 140 亿，翻了 700 倍，成为当时全球资产管理金额最大的基金。基金持有人超过 100 万人，几乎每 200 个美国人里，就有 1 个人持有麦哲伦基金。麦哲伦的投资绩效也名列第一，13 年的年平均复利报酬率高达 29%。几乎无人能出其右。麦哲伦基金也由此成为世界上最成功的基金，投资绩效名列第一。

这个麦哲伦基金到底有多厉害呢？

假设你在 1977 年 1 月 1 日，分别投资 100 美元于麦哲伦基金、标普 500 指数（代表大盘股）、罗素 2000 指数（代表小盘股），那么到 1990 年年底，三者的收益曲线如下：



来源: wikipedia

彼得·林奇：暴跌是赚大钱的好机会

1929年10月29日，星期二，美国道琼指数单日跌幅达11.5%。这是纽约证券交易所112年历史上“最糟糕的一天”，这是历史上第一个“黑色星期二”。

1987年10月19日，星期一，又是十月，道琼指数一天之内便重挫508.32点，跌幅达22.6%，成为第一次世界大战以来美国股市历史上最大跌幅。远远超过了1929年10月那天11.5%的跌幅。

仅这一天，美国股票市值损失5000亿美元，相当于美国当年全年国民生产总值的1/8。这是一个最黑的“黑色星期一”，一个“华尔街历史上最坏的日子”。很多人由百万富翁沦为赤贫，精神崩溃甚至自杀。

无数美国投资人在暴跌后也在问：为什么？甚至美国国会事后为此专门成立调查小组。可至今没有一个人能够回答出为什么。但是，不管为什么，所有投资人在暴跌后都得面临第二个问题：怎么办？最需要解决这个问题的，是那群管理巨额资金的基金经理们。

1987年美国股市大崩盘时，彼得·林奇管理着100多亿美元的麦哲伦基金，一天之内基金资产净值损失了18%，损失高达20亿美元。林奇是如何应对的呢？

林奇和所有开放式基金经理一样，只有一个选择：抛售股票。为了应付非比寻常的巨额基金赎回，林奇不得不把股票都卖了。

过了一年多，他回忆起来仍然感到害怕：“在那一时刻，我真的不能确定，到底是到了世界末日，还是我们即将陷入一场严重的经济大萧条，又或者是事情变得那么糟糕，仅仅只是华尔街即将完蛋？”

林奇是掌握巨额资金的基金经理，为了应对巨额赎回，只能抛售股票。那么那些用自己的钱进行投资的中小投资者应该怎么办？林奇经历过很多次股市大跌，但仍然取得了非常成功的绩效。也许以下的三个建议值得借鉴：

第一，不要恐慌而全部贱价抛出。

林奇谈到，“如果你在股市暴跌中绝望地卖出股票，那么你的卖出价格往往会非常之低。即使1987年10月19日的行情让你对股市的走势感到惊恐不安，你也没必要在这一天，甚至也不必在第二天把股票抛出。

你可以逐步减低你的股票投资组合，最后往往能够取得比那些由于恐慌全部抛出的投资人更高的投资回报。因为当年从11月份开始股市就稳步上扬。到1988年6月，市场已经从反弹了400多点，也就是说涨幅超过了23%。”

第二，对持有的好公司股票要有坚定勇气。

“投资股票要赚钱，关键是不要被吓跑。这一点怎么强调都不过分。”林奇最推崇巴菲特面对股市暴跌时的勇气。沃伦·巴菲特曾经告诫投资者，那些无法做到自己的股票大跌市值损失50%仍坚决持股不动的投资者，就不要投资股票。

第三，要敢于低档买入好公司股票。

林奇认为暴跌是赚大钱的最好机会：“股价大跌而被严重低估，才是一个真正的选股者的最佳投资机会。股市大跌时人们纷纷低价抛出，就算我们的投资组合市值可能会损失30%，这也没什么大不了的。我们不要把这种股市大跌看做一场灾难，而要把股市大跌看做是一个趁机低价

买入股票的机会。巨大的财富往往就是在这种股市大跌中才有机会赚到的。”

也许有很多投资人在暴跌后会问另一个问题：能不能预测出股市暴跌？回答这个问题，我们首先要看看历史事实，是否有人曾经准确预测到股市暴跌？

林奇发现，在1987年10月美国华尔街股市暴跌1000点之前，没有任何一位投资专家或者经济学家预测到这次股市暴跌，也没有一个人事前发出警告。有许多人声称自己早已事先预测到这次大跌，但是如果这些家伙真的预测到的话，他们早就会提前把他们的股票全部抛出了，那么由于这些人大规模抛售，市场可能早在几周甚至几个月前就暴跌1000点了。

证券分析之父格雷厄姆曾说：“如果说华尔街60多年的经验中发现过什么的话，那就是没有人能成功地预测股市变化。”

巴菲特也说：“我从来没有见过能够预测市场走势的人。”

而彼得·林奇也不得不遗憾地感叹：“不要妄想预测一年或两年后的股市走势，那是根本不可能的。”

也许投资者会伤心地问：既然股市根本无法预测，万一再发生暴跌，我们应该怎么办呢？

林奇的回答是根本没有必要担心这个问题：“很显然，投资者并不需要具备预测市场的能力照样可以在股市上赚钱，如果不是这样的话，那么我就应该一分钱也赚不到。在几次最严重的股市大跌期间，我只能坐在股票行情机前面呆呆看着我的股票也跟着大跌。”

连林奇也不能预测股市，但他照样取得年均29%的投资报酬率，13年增值29倍，成为美国有史以来最成功的基金经理。

既然我们无法预测股市，那么最好的办法是不要预测股市。正如巴菲特所说：“对于未来一年后的股市走势、利率以及经济动态，我们不做任何预测。我们过去不会、现在不会、将来也不会预测。”

投资者投资的是公司，而不是股市，因此投资者应该关注的也应该是公司，而不是股市，不管股市暴跌还是暴涨，都是如此。也许这就是最成功的基金经理林奇告诉我们应对股市暴跌的唯一办法。

巴菲特：股价终会反映公司内在价值

“股神”巴菲特的99%的财富都来自于其控股的上市公司伯克希尔公司股票的价值，因此一旦遇到股市普遍暴跌，巴菲特的伯克希尔公司股票也很可能不能幸免。那么，身处1987年美国股市大崩盘时的巴菲特又有哪些反应？

据国外媒体报道，在暴跌那一到，可能巴菲特是整个美国唯一没有时时关注正在崩溃的股市的人。巴菲特的办公室里根本没有电脑，也没有股市行情机，他根本不看股市行情。整整一天，他和往常一样安安静静呆在办公室里，打电话，看报纸，看上市公司的年报。过了两天，有记者问巴菲特：这次股灾崩盘，意味着什么？巴菲特的回答只有一句话：也许意味着股市过去涨得太高了。

巴菲特没有恐慌地四处打听消息，也没有恐慌地抛售股票，面对大跌，面对自己的财富大幅缩水，面对他持有的重仓股大幅暴跌，他非常平静。原因很简单：坚信持有的这些上市公司具有长期的持续竞争优势，具有良好的发展前景，具有很高的投资价值，坚信股灾和天灾一样，只是一时的，最终会过去，会恢复正常，所持股公司的股价最终会反映其内在价值。

2010年3月1日巴菲特接受CNBC专访时说：“我是在一片恐惧中开始寻找。如果我发现一些看起来很有吸引力的投资目标，我就会开始贪婪地买入。但我首先会关注任何投资失败的可能性。我的意思是，如果你肯定不会亏钱，你将来就会赚钱。这正是我们一直做的不错的一个原因。这一点是我在20岁时从我的导师格雷厄姆那里学到的。”

2、2011年8月9日，巴菲特在奥马哈接受财富杂志电话采访时说：“恐惧与贪婪之间没有可比性。恐惧是瞬间产生的、普遍存在的、激烈的情绪。而贪婪则更加缓慢。恐惧是致命的。”俺要特别提醒一下这个：恐惧是瞬间产生的，而贪婪则更加缓慢，恐惧才是致命的！

3、巴菲特在2011年2月28日致股东的信：“2008年初，我们拥有443亿美元的现金资产，之后还获得了170亿美元的营业利润。然而到2009年底，我们的现金资产减少到了306亿美元

（其中 80 亿美元预定用于收购伯灵顿铁路公司）。……在过去两年金融市场一片混乱之中我们却大规模投资。过去两年对真正的投资者来说是最理想的投资时期，恐惧气氛是投资者的好朋友。那些只在分析人士做出乐观评价时才买入的投资者，为了毫无意义的保证付出过高的价格。”

4、当所有人对股市暴跌感到恐惧时，巴菲特在接受财富杂志记者采访时却表示“感觉非常好”：“股票的价格越低，我就会大笔买进。目前正是我们大举买进的时机。”

救市案例·美国

美政府向银行注资力助市场重拾信心

以美国的经验作参考，进入 20 世纪以来，美股历史中 10 天跌幅超过 20% 的情况总共出现过 7 次，分别发生在 1914 年、1929 年、1931 年、1932 年、1940 年、1987 年和 2008 年。综合来看，1987 年那一次股灾最值得反思。1987 年股灾爆发前，美股也经历了巨大涨幅，道指从 1987 年初的 1900 点上涨到 9 月的 2700 多点，涨幅达 42%。然而在 1987 年 10 月 19 日当天，道琼斯指数重挫了 508.32 点，暴跌 22.6%。在这个可以自由加杠杆的成熟市场上，爆发了一次罕见的崩盘事件。

次日，美国政府紧急救市：美联储发布声明称，立即向银行系统注入资金，随后联邦基金利率下调 0.75%，同时美联储在市场上大幅购买政府债券，为股市保驾护航。翌日，道琼斯指数报复性反弹，标普 500 大涨 9.1%，市场调整底部探明，震荡筑底 1 个半月后重拾升势。经过几个季度的盘整，1989 年 8 月已超过前期高点。

此外，美国政府还向多家大公司提供资金以便回购股票，以及与各主要国家一起稳定美元汇率。寄希望于通过协调汇率政策，避免游资大量流出。这有助于市场重拾信心，使得这次股灾并未演变成卖空的恶性循环。

股灾前，不断助推指数上涨的融资资金，在 1987 年 10 月后呈断崖式下跌。数据显示，指数暴跌增加了商业银行的保证金要求。在经历了这波巨幅调整后，市场风险偏好出现下降，投资者布局愈发审慎，融资余额逐渐维持稳定，股市走势也相对稳定。

救市案例·日本

日央行购银行所持股票促指数半年反弹 40%

自 1970 年以来，日本股市 10 个交易日下跌超过 20% 的情况仅出现过一次，即 2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟控股公司宣布破产，引发全球金融海啸，此后，日经 225 指数结束了 4 个交易日的小幅上扬，迎来 11 个交易日连跌。

2008 年 9 月 26 日，日经 225 指数以下跌 1.11% 收盘。此后该指数从 9 月 26 日收盘的 11893.16 点一路俯冲。到 10 月 10 日，该指数在短短 11 个交易日内暴跌超 3800 点，跌幅达 31%。10 月 16 日，日经 225 指数更是单日暴跌 1089.02 点，跌幅达 11.41%。此后，日本股市进行了 5 个月的触底调整。直到 2009 年 2 月，日本央行宣布再度入市购买部分商业银行持有的股票，以改善这些金融机构因股价下跌、资产缩水而惜贷的状况，日经指数才出现明显反转态势。接下来的半年时间，日经 225 指数反弹 40% 左右。

统计数据显示，2009 年 2 月 23 日到 2010 年 4 月 30 日，日本央行共购入 3878 亿日元的股票。

2009 年，因各主要经济体的经济刺激政策发挥功效，全球经济回暖和国际金融体系逐步稳定，部分投资者预测今后股市将继续稳步走强。日本股市也以上涨收官。记者了解到，当年日本股市日经 225 指数虽只收涨 19%，远不及中国等新兴市场涨幅，却受益于中美两国经济向好需求，电子、汽车类科技出口股票成为主要领涨板块。

作者：Passion 启航

链接：<https://xueqiu.com/5780378715/101164035>。



崩盘启示录：1929 及 1987 年经济危机大复盘！

来自[蜜蜂投研菌的原创专栏](#)

对于全球金融市场来说，过去的两周是惊心动魄的两周。不管是美股、港股、还是 A 股，

都在短短数天之内大幅下挫，美股更是在3天之内重挫接近3000点。

无数的投资者在疯狂逃命之际，都回避不了自己内心深处的一个最大的困惑，那就是：“经济危机，难道又要来了吗？”

每隔十年，“经济危机”这个词都如同鬼影一样萦绕在投资者脑海里，而今年正好是2008年金融海啸十周年，破产、崩盘这些当年每天印在新闻上的词，会不会再一次降临？或许，回顾上世纪最著名的那场被称为“Great Depression”的1929年经济大危机以及下跌猛烈程度堪比上两周的1987年美股大崩盘，能给我们在那两场危机后的这么多年，再次提供一个不一样的视角来审视我们自己所处的时间和空间。

1929年10月24日，美国爆发了资本主义历史上最大的一次经济危机。在历经20世纪头10年的大牛市后，美国金融界崩溃了，股票一夜之间从顶巅跌入深渊。

一周之内，美国人在证券交易所内失去的财富达100亿美元，农场主为了销毁“过剩”的产品，把牛奶倒进密西西比河。当时纽约流行一首儿歌：“梅隆拉响汽笛，胡佛敲起钟。华尔街发出信号，美国往地狱里冲！”

1929年10月的那次股市暴跌，当时不论是美国的股市投资者，还是世界上其他的股市投资人绝对不会想到的是，1929年9月3日是股票平均价格最高的一天，股市大崩溃以后，要等待整整25个春秋，股价才恢复到1929年的最高水平。

疯狂年代埋下的种子

1920年，资本主义世界爆发了第一次世界大战后首次经济危机。

危机过后，美国经济在股票、债券等“经济泡沫”的影响下迅速增长，创造了资本主义经济史上的奇迹。

从1923年直到1929年秋天，每年的生产率增长幅度达4%。与此同时，整个美国社会的价值观念都在发生变化。虽然清教徒传统的价值观念仍在农村中流行，但在城市中的主导道德观念却发生了巨大的变化。

发财致富成了人们最大的梦想，投机活动备受青睐，有组织的犯罪活动以及享乐之风盛行。相当一部分人终日沉醉于物质享乐之中，而精神生活则体现出浮躁和粗鄙，以至于许多美国历史学家把这时的美国称为精神上的“饥饿时代”或“疯狂的20年代”。

上个世纪20年代的繁荣虽然造就了一个资本主义发展的黄金时期，但这一繁荣本身却潜伏着深刻的矛盾和危机。

首先是美国农业长期处于不景气状态，农村购买力不足。1919年时农场主的收入占全部国民收入的16%，而在1929年只占全部国民收入的8.8%，农场主纷纷破产。此时农民的人均收入只有全国平均收入的1/3左右。

其次，是美国工业增长和社会财富的再分配极端不均衡。工业增长主要集中在一些新兴工业部门，而采矿、造船等老工业部门都开工不足，纺织、皮革等行业还出现了减产危机，大批工人因此而失业。这一时期兼并之风盛行，社会财富越来越集中在少数人手中。

全美最大的16家财阀控制了个国家国民生产总值的53%，全国1/3的国民收入被占人口5%的最富有者占有；另一方面，约60%的美国家庭的生活水平还挣扎在仅够温饱的每年2000美元水平上下。

更为严重的是，有21%的家庭年收入不足1000美元。此外，国际收支中的潜在危机也加深了美国经济的潜在危机。美国日益增长的经济力同供应大大超过国内外有支付能力的需求。

这一切都预示着一场大危机的到来。

1929年10月24日，是美国证券史上永远难忘的日子。

纽约证交所的1100名会员几乎全都到场，比平日多出300多人。一开市，交易员们发疯了似地来回奔跑，但还是赶不上股价下跌的速度。

在短短的几分钟里，160万股被抛出，好股坏股无一幸免。由于及时传递行情在技术上办不到而使风潮进一步加剧。通过电报和电话来传递信息过度频繁，人群挤得水泄不通，以至互通消息被推迟一个多小时，因此，巴尔的摩10时30分发出的指令，要到11时30分才在华尔街电传打字机上显示出来。结果大家都惊恐万状。

当时担任记者，后来当了英国首相的温斯顿·丘吉尔根据他的现场采访写了一篇报道刊登在《每日电讯报》上：“我看见这些人……自动出售几大捆股票，这些股票已贬值一半或2/3，但没有物色到一个有足够胆量去接受这批可靠财富的人。这批财富是别人忍痛出售的。到12时，损失已高达60亿美元，并已有两位银行家和一位经纪人因破产而自杀身亡！”

下午1点30分，一个满脸傲气、神清沮丧的人匆匆进入华尔街23号(摩根银行所在地)大楼。他就是查尔斯·米歇尔，是当时世界上最强大的银行——“国家城市银行”的总裁。

面对雪崩一般的股市暴跌，查尔斯·米歇尔迅速联络一些大银行家一起，织起了一个金融“联盟”拼命地买进股票，想阻止疯狂的下跌。那天下午，尽管他们不借花费数百万美元买进交易所的股票，结果也只是略微收住了一点急剧下跌的势头。

而以往遇到这种情况，他们只需花不多的美元买下一部分股票就可以缓解跌势，然而这一次却失灵了，数百万美元在1929年是个巨大的数目，却如泥牛入海。后来指示牌上亮出结帐数目：仅仅一个下午，卖出的股票比往常增加3倍，这在历史上是空前的。

在纽约证券交易所关门后的4个小时，报纸报道了惊人的消息：当天成交了12894650股股票。这就是人们后来所称的“悲惨星期四”。大家都确信，是艰难的日子已经过去，并为25日交易所良好的运转感到欢欣鼓舞。但是，26日、28日和29日的再次下跌，使这场股市暴跌危机达到了顶点。

1929年10月29日，星期二，上午10时，华尔街交易所开门。在刚开张的头3分钟，美国钢铁公司的65万股股票准备出售，每股179美元，却找不到一个买主，而24日开价曾是205美元！

美国钢铁公司股票的下落，为行情暴跌开了个头。

威斯汀公司的股票每分钟下跌2美元，国际电话电报公司的股票一刻钟下跌17美元。到10时30分，出售了3259800股股票，亏损达20亿美元。

从9月初到11月中旬，纽约交易所的股票市价总值损失了300亿美元。然而，这仅仅是灾难的开始，股市的崩溃带来美国历史上破坏性最大的大萧条、大危机，使美国经济处于瘫痪状态。用居民的个人存款去搞股票投机的银行纷纷倒闭：1929年659家，1930年1352家、1931年2294家。国民收入总值从1929年的880亿元下降到1932年至1933年中的400亿美元。

道·琼斯30种工业股票指数从1929年9月的最高点452点跌到1932年7月8日的58点。著名的通用电器股从最高的396元跌到8美元。股票和各种债券的面值总共下跌了90%。无数“百万富翁”倾家荡产。一些失去生存希望的人终于走上了绝路。

在1929年以前的美国历史上，没有哪次事件像1929年大崩盘那样带给人们如此持久的忧虑，甚至是在1929年以后出生的人都为之忧心忡忡，就连他们的孩子也都谈之色变。

美国成功地熬过了南北战争、革命战争、两次世界大战、朝鲜战争、越南战争，还有很多致命的冲突。美国人挺过了芝加哥大火、旧金山地震和火灾、洛杉矶地震、无数稍弱的地震以及几十次大大小小的飓风。美国人挺过了伤寒肆虐、肺结核肆虐、小儿麻痹症肆虐、旱灾、水灾、暴乱、罢工和情人节大屠杀。

但是，回想起1929年的股市大崩盘，美国人仍然会惊魂不定。

这是有史以来最恶劣的一次集体恐惧，几百万人因此不再买股票，不再以过去的方式获利。

很多人的思想深处潜伏着这样的想法：股市将出现另一次崩盘，它将吞噬人们毕生的积蓄，买股票的傻瓜将在街上流浪，穿着破毡，睡在游民中心，吃着冷豆子，在街上叫卖苹果和铅笔。

在为期大约10年的大萧条期间，货币稀缺，工作更稀缺。商店破产，员工失去工作和薪水，这意味着他们无力购买任何东西，所以更多的商店破产，更多的员工失去薪水。

在下跌猛烈程度上堪比1929年的，还有历史上著名的1987年“黑色星期一”股灾。

在前两周的暴跌中，1987年那场股灾是很多人喜欢拿来比较的，因为从下跌的猛烈幅度看，确实非常相像。

1987跳水大写真

1987年10月19日，星期一，华尔街上爆发了历史上最大的一次崩盘事件。道·琼斯指数

一天之内重挫了 508.32 点，跌幅达 22.6%，创下自 1941 年以来单日跌幅最高纪录。

6.5 小时之内，纽约股指损失 5000 亿美元，其价值相当于美国全年国民生产总值的 1/8。

这次股市暴跌震惊了整个金融世界，并在全世界股票市场产生“多米诺骨牌”效应，伦敦、法兰克福、东京、悉尼、香港、新加坡等地股市均受到强烈冲击，股票跌幅多达 10% 以上。股市暴跌狂潮再西方各国股民中引起巨大恐慌，许多百万富翁一夜之间沦为贫民，数以千计的人精神崩溃，跳楼自杀。

这一天被金融界称为“黑色星期一”，《纽约时报》称其为“华尔街历史上最坏的日子”。

与 1929 年大崩盘类似，在崩盘前，同样是一段经济爆发的“黄金时期”。

20 世纪 50 年代后期和整个 60 年代，美国经济持续稳定增长，通货膨胀率和失业率降低至很低水平。到 80 年代时，美国股市已经历了 50 年的牛市，股票市值从 1980 年的 24720 亿美元上升到 1986 年的 59950 亿美元。

自 1982 年起，股价走势更是持续上扬，交易量也迅速增加，1987 年日交易量达到 18060 万股。

股市异常繁荣，其发展速度远远超过了实际经济的增长速度，金融交易的发展速度远远超过了世界贸易的发展速度。因为股市的高收益性，大量的估计游资及私人资本源源不断地流向股市，这些资金为追求短期利润而在股市上从事投机交易，造成股市的虚假繁荣。

在这段长达 50 年的股市繁荣下，也留下了许多阴影。

1973 年至 1975 年，以美元为中心的布雷顿森林体系瓦解，美国爆发了二战以来最严重的一次经济危机，致使通货膨胀率上升，失业率很高。

加之当时美苏开展军备竞赛，削弱了美国的经济力量，使国际甚至是国内的市场占有份额也不断下降，外贸赤字和预算赤字不断上升。

随着美国政府对金融市场管制的放松和对股票投资的减税刺激，巨额的国际游资涌入美国股票市场，促进了股价持续高涨。

在 1987 年头 9 个月中，仅日本购买美国股票的新增投资就达约 150 亿美元，股票价格已近沸腾。这些都意味着美国股市将经历一场大的调整。

事实确实如此。从 1987 年 8 月以来，纽约股市即开始出现较大的波动，尤其是 10 月份的头两周股票价格不断下降，在 10 月 5 日至 9 日，道·琼斯工业平均指数就下跌了 158.78 点，接着第二周又下跌了 235.48 点，其中 10 月 16 日一天就下跌 100 多点。

1987 年 10 月 19 日，星期一，华尔街笼罩在阴云之中，在急促而沉闷的“当，当，当”钟声中，纽约股票交易所开始了新的一天。

开市伊始，一种不祥的预感就袭上了喧嚣的交易大厅内每个人的心头：道·琼斯工业平均指数开盘，就跌去 67 个点。

转眼间，卖盘涌起。在蜂拥而至的滚滚抛盘的打压下，荧屏上尽数翻起绿盘（下跌），看不见半点红浪（上升）。交易所内一片恐慌，起火市场也处于一片混乱之中。

从上午 9:30 直到 11 点钟，道·琼斯工业平均指数继续下泻，没有人知道应该如何遏制继续恶化的局势。虽然也有人提议休市，但无人敢做决定。纽约股票交易所顾忌到华尔街在全球股市中的“风向标”作用，只得拼命坚持下去。

当芝加哥商业交易所的人士大量卖出指数期货时，纽约股市也大量抛盘，而买家却极为匮乏。开盘第一小时内，市场上很难找到买家，约占标准·普尔 500 指数指标股 30% 的 95 只蓝筹股竟然尚未成交，而由于卖单大量堆积而买单不多，市场价格被迫一再下降以吸引买方。

到 10 时 30 分，道·琼斯工业平均指数 30 只指标股中有 11 只还没有开盘交易，而在平时，通常开盘后不到 5 分钟的时间里，就会全部开始交易。

由于许多只股票没有交易，当时道·琼斯工业平均指数无法真实反映市场实际价格，整个市场处于无序状态。交易量不断被刷新，计算机交易系统速度减慢，道·琼斯工业平均指数和标准·普尔 500 指数的准确数字根本无法计算。

由于股市与期市相互驱动，股价和期指跌落速度越来越快，交易量猛增。从 11:00 到 11:50 股市成交 9300 万股，中午期指交易量相当于 700 万股，而股市是 900 万股。大机构在两个市

场上大量进行交易，将这场灾难推向了顶点。

而纽约股票交易所计算机系统在这一天也几乎陷入了瘫痪的状态。纽约股票交易所共有 200 台电脑，这套系统从未处理过如此巨大的交易。

当股票交易数据涌进计算机时，计算机几乎无法处理。卖单蜂拥而至时，信息系统处理速度远远滞后。开盘后不到一个钟头，由于抛盘数量太大，计算机竟比实际交易速度慢了 20 分钟；中午，计算机系统指定的指令转换系统（DOT）慢了约 75 分钟。由于 DOT 系统容量不足，传送到 DOT 系统的 3.96 亿股的交易竟有 1.2 亿股没有执行。

下午 13:09，一则可怕的消息传到华尔街股市，美国证券交易委员会主席大卫·路德在华盛顿发表讲话说：“在关键时刻，虽然我们不知道这一关键时刻会在什么时候，我将与股票交易所讨论暂时关闭交易所。”

这则消息更加引起一阵恐慌。因为交易所一旦关闭，交易商们将来不及抛掉手中的股票，他们的股票将一文不值，成千上万的美元将化为灰烬。于是，他们不得不迅速“倾销股票”。

道·琼斯工业平均指数像着了魔似地狂泻，到下午两点，已经下挫 250 点，股票换手 4 亿多股，计算机比实际交易速度落后了 100 分钟。在此期间，证券交易委员会的官员出面澄清：他们没有讨论有关关闭交易所的事情。然而为时已晚，灾难已无法遏止。

下午 14:05，道指上升 350 点，成功冲过 2000 点。但此次反弹仅延续了一瞬间功夫，期指市场的反映基本相同。14:30 左右，股价走势似乎有走好迹象，然后反弹受阻，新一轮下降趋势在此形成。此时，距收盘仅剩一个多钟头，但就在这短暂而又漫长的一个多钟头里，道·琼斯工业平均指数在这种仿佛已经凝固了的空气中再度下挫 250 点，换手 2 亿股。直至下午 16 时整收市，这次跳水才被迫停止。

当天收盘时，道·琼斯工业平均指数下降了 508.32 点，由 2246.72 点狂跌到 1738.470 点，跌幅达 22.6% 创下了一天下跌的最高纪录。而股市的其他指数如 NYSE 综合价格指数下跌 19.2%，AMEX 综合指数下跌 12.7%，NASDAQ 综合指数下跌 11.35%。相当于法国全年国内生产总值的 5030 亿美元的股票面值在一天之内化为乌有。

当天，在纽约股票交易所挂牌的 1600 种股票中，只有 52 种股票上升，其余全部下跌。其中 1192 种股票跌到 52 个星期以来的最低水平，而且许多具有代表性的蓝筹股也在劫难逃。几乎所有大公司的股票均狂跌 30% 左右，如通用电气公司下跌 33.1%，电报电话公司下跌 29.5%，可口可乐公司下跌 36.5%，西屋公司下跌 45.8%，运通公司下跌 38.8%，波音公司下跌 29.9%。

这一天纽约股票交易所内阴云密布，气氛极度紧张。价格变动极快，电话机不够用，荧光屏上的价格跟不上市场实际价格。

一个交易员说他的荧光屏上显示道·琼斯工业平均指数下降 3.78 点，而实际上这个数字是 508 点。平时一天的交易额为 1 亿股左右，而这天为 6 亿股。

由于计算机系统运行滞后，约有 28% 的指令未能执行，其中包括 9200 万限价指令。许多投资者，尤其是中小投资者，直到两三天后才知道他们的股票没有卖出。

此外受股票价格变化的影响，美国政府债券市场也是一片混乱。而新闻机构由于计算机的影响，收盘 5 个半小时后才把股市的收盘价报道出去。

“一切都失去了控制”，《纽约时报》这样报道。

这一天损失惨重的投资者不计其数，世界首富萨姆·沃尔顿一天之内股票价值损失 21 亿美元，世界上最年轻的亿万富翁比尔·盖茨损失 39.45 亿美元，电脑大王王安仅在 19 日下午就损失了 3100 万美元。许多百万富翁一夜之间沦为贫民，最苦的是那些靠自己多年积存的血汗请投资于股票的投资者。

受股价暴跌震动，股民的心理变得极为脆弱。因股市暴跌而不堪于债务中的人们，精神彻底崩溃，自杀的消息不绝于耳。银行破产，工厂关门，企业大量裁员，人心惶惶。

而受信息技术和全球金融一体化的发展，当某个股市发生暴跌时，其他股票市场也难以幸免。1987 年美国股灾不单对美国，更对全球股市都带来了极为深远的影响。

“黑色星期一”这一天，东京股票交易所的开盘锣声余音未尽，股票价格便直线下跌。日经 225 指数下跌了 620 点，跌幅为 14.9%；香港恒生指数下跌 421 点，跌幅为 11.3%，也创下了一

天下跌最高纪录；新加坡海峡时报指数下跌 169 点，跌幅为 12.4%；澳大利亚所有普通股价格指数下跌 80 点，跌幅为 3.7%；FTSE30 指数下跌 183.7 点，跌幅为 10.1%，FTSE100 指数下跌 249.6 点，跌至 2053.3 点，投资者损失达 500 亿英镑。

此外，巴黎、法兰克福、斯德哥尔摩、米兰、阿姆斯特丹等股市均有 6% 至 11% 不同程度的下跌，形成全世界范围内的股市冲击波。面对席卷全球的股市狂潮，各地政府震惊之余，迅速采取一系列救市措施。香港股市当即停市 4 天，前联邦德国宣布降低证券回购率，七国集团会商如何向金融系统提供流动资金。

不过好在政府及时救市，1987 年股灾最终并没有酿成重大的金融危机。大崩盘的当天，美国各界反应极为强烈，广播、电视和报纸发表大量评论。白宫发表声明说：“国家经济运行状态良好，就业率处于最高水平上，生产也不断增加，贸易收支也在不断改善。联邦储备委员会主席最近发表讲话说，没有迹象表明通货膨胀会进一步发生。”

10 月 19 日晚上，美国总统里根立即召回在西德访问的财政部长贝克和在外地的联储主席格林斯潘，严密关注事态的发展，一起商讨对策；纽约股票交易所主席约翰·费兰声称，但愿这种情况不要继续下去，其他有关的官员也纷纷发表讲话稳定市场情绪。

星期二早上，银行纷纷停止对专业经纪商和交易员提供信用，银行担心他们会破产而收不回贷款，而专业经纪商已没有足够的现金向交易所支付保证金以维持交易畅通的责任，因为他们在星期一为了阻止股票下跌而买进了过量的股票。专业经纪商因此而陷入了流动性困境，他们没有现金参与星期二的交易。他们面临的选择是，要么倒闭，要么求助于另外一家公司兼并他们。

一旦专业经纪商倒闭，纽约股票交易所就会处于极其危险的境地，因为他会缺乏保证金清算交割正常进行的资金来源。

在这个关键的时刻，美国联邦储备委员会主席发表了具有历史意义的讲话，“为履行作为中央银行的职责，联邦储备系统为支持经济和金融体系正常运作，今天重申将保证金融体系的流动性。”这句话实际上是支持银行为股票交易商继续发放贷款：联邦储备委员会立即向银行系统注入资金已备必须。

两家主要商业银行马上宣布降低优惠利率。化学银行迅速增加 4 亿美元的证券贷款。银行家信托公司也表示在任何情况下都会保证客户的资金需要。联邦储备委员会的承诺使那些再交易所挂牌的上市公司略微恢复了信心。

里根总统和财政部长贝克分别表示，这次股市崩盘与美国健康的经济是不相称的，美国经济非常稳定。随后，美国的各大商业银行纷纷降低利率。采取这些措施之后，10 月 20 日，股票指数上升了 102.27 点，10 月 21 日比 20 日又回升了 186.94 点，但 10 月 22 日收盘价比 21 日又下降了 77.42 点。

大崩盘发生的那一周内，约有 650 家公司公开宣布要在公开市场上回购本公司的股票。而在此之前，自 1987 年 1 月 1 日至 10 月 16 日，总共只有 350 家公司宣布回购措施。其中的大部分公司在“黑色星期一”那天继续维持回购行为。

上市公司的这种大规模回购行为对股市产生了相当积极的作用。然而，在这次股市危机中，真正能做的就是却是一些名不见经传的小公司。10 月 20 日（星期二）纽约股票市场港开门不久，G.A.F 买回 700 万美元，约合该公司 21% 的股票。

这一行动无疑给衰弱的华尔街注射了一支强心针，说明该公司的实际信用远远超过股票市场对反映出的股票牌价；到中午，又有 4 家小公司相继回购他们流通在外的股票；12 时 10 分，华尔街一家著名的经纪公司梅里·林厅公司宣布回购 500 万美元的股票。接着美国几家大公司也相继效仿，福特、霍尼威尔公司等也采取了同样的行动。

上市公司的这种大规模回购行动对股市产生了相当积极的作用。当天中午 12 点 30 分到下午 13:00，道·琼斯指数从 1717 点回升到 1825 点，到下午 3 点半，已上升到 1915 点。这一天共上升了 176 点。

虽然从后果和严重程度上来讲，“87 股灾”远没有达到 1929 年那场大崩盘对整个美国经济的影响。但这次股票下跌，消弱了美国人的购买力，使消费有所下降并直接影响到生产。

在美国，直接从事股票投资的人占全国人口的 1/4，这部分人基本上分布在购买力最强的年

龄层次。股市的暴跌使原来依靠股票红利、股息和投资股票获取利润来安排生活的人深受打击。

短短一年之内，美国的私人消费开支减少约 500 亿美元，使五年多来以股市为推动力，以消费为主导的美国经济出现了转折点。股票暴跌给美国经济带来的潜在威胁集中在投资领域。美国企业界需要依靠外国资本扩大投资，政府也需要利用外资来弥补财政亏空。

1987 年上半年美国以外的投资者在华尔街购买了约 2000 亿美元的股票，在此次风潮中元气大伤，信心严重受挫。

美国国内的投资者也心有余悸。许多企业因股价下跌不敢再发行新的股票，一些企业的扩大生产受到抑制。有人估计，到 1988 年，美国的企业投资会减少约 250 亿美元，生产增长速度放慢将成定局。股市暴跌对美国经济的投下了不信任票。

企业投资减少，加剧了工人失业，使许多人生活水平下降，引起了严重的社会问题。股市下跌使投资者把债券看作更安全的投资场所，股市下跌引起债券市场价格上升。10 月 20 日上午美国 30 年期的国债价格上升了 12 点。股市下跌对国际市场一般初级产品的价格和贵金属的价格的影响也有所表现。纽约股市价格暴跌的当天，黄金价格即涨到近 5 年来的最高水平。与此同时，在伦敦金属交易所，铜、铝、铅、锌等贱金属的价格下跌。同时，股市下跌也对房地产价格产生重要影响。

两次崩盘启示录

回顾完上世纪这两次大崩盘之后，在本人看来，虽然 1987 年的股灾与前两周的美股暴跌非常“形似”，但在暴跌背后的“内核”上，可能这次的暴跌与 1929 年更接近。

但股灾，从来都只是经济体本身在积累了大量的风险性因素和无法调和的矛盾之后的集中宣泄。

股灾只是“疾在皮肤”的表现，真正的东西，乃是“疾在腠理”。

只有真正明白了股灾背后的经济逻辑，以及美国用来解决经济危机的手段，才能明白对我们的意义和影响。

之所以周期性地出现股灾乃至周期性地因为股灾而引发经济危机，其实是资本主义出现从那一天起，就存在一个根本的问题：购买力不足。

按照一个经济学等式：利润=商品售价-工资-其他成本，即可以倒推回来商品售价=利润+工资+其他成本。这个等式对任何企业都适用。

实际上，“其他成本”一项就是其他企业制造的商品。所以把所有企业放到一起讨论的时候，有商品售价=利润+工资。这说明，如果所有的生产都放在资本主义化的企业里进行，必然存在一个问题：工资买不光所有商品，必须利润也加入购买，产销才能平衡。

这会带来第二个推论：消费倾向递减原理。

虽然说赚钱多的人花钱也多，但从比例来看，月薪 2000 块的人必然花光收入，6000 块的人最多攒一两千元，月薪十万的时候，可以每月攒几万存款。等到月入百万，虽然奢侈品消费已经不少，但占总收入的比例可能也就是两三成。

收入更高的人，往往消费就要停滞了。在物质享受上，比尔·盖茨和巴菲特未必和一个国内大房产商拉开明显差距。

这咋一看是好事，有钱人不消费，多好啊，为社会节约资源。

但是，这和第一点放在一起看，问题就出来了。利润集中在少数人手里，工资分配在大多数人手里。

工资基本都花掉了，但利润大部分没有被花出去，势必造成这样的局面：商品售价>老板的消费+工人的消费。商品不可能在这个体系内都卖出去。

卖不出去怎么办？老板的第一反应是减产避免亏损。

减产不是为了少造东西，而是为了少开工资。工人没了工资自然就不买东西。结果，从全社会来看，购买力减少的比例比商品减少的比例还高。各行业的老板只能下意识地再裁员，再限产。这样的恶性转下去，经济就崩溃了。

1929 年的经济危机就是这个原理。只要任何人立足于体系内解决问题，问题就绕不开。

当然，从资本主义的角度说，资本家的利润不加入购买就不能平衡购买力。资本家靠奢侈消费肯定是消费不了那么多的利润，但是资本家还可以投资。

所谓投资，就是资本家把积存的利润拿出来雇人、买东西，扩大生产能力，提高生产质量。如果资本家乐意不存钱一心投资，那么经济危机也是可以缓解的。

但是，投资的目标不是投资，造更多的商品也不是目标，最终的目标是要牟利赚钱，也就是把商品卖出去。所以，一旦有风吹草动，市场稍微萎缩一点，投资的倾向就会减弱。

投资减少了，工人的工资也会减少。这是一个互相促进的过程。如果让经济部门自行决策的话，脆弱的平衡很容易瞬间转为雪崩。

事实上，从长期来看，投资是给资本家创造更强大的生产力，势必要造成更严重的过剩。

所以说，光是鼓励资本家投资还不能解决问题，必须有一个“不得不投资”的条件。投资才能成为缓解经济危机的因素。

科技进步就是这么一个合适的条件。一旦社会上出现了促进生产的新技术，所有资本家都担心别人先采用，自己被淘汰。所以，不管有没有预期市场，都必须投资。

投资信心，或者说投资压力就这么被维持住了，不会轻易地落入循环下降的陷阱。直到技术进步普及到整个社会。这其实也是个奇怪的现象，技术进步不是通过促进生产来给社会带来好处，而是通过“不得不”投资的压力来保证社会不崩溃。这个绕出去的大弯子就是资本主义的问题所在。

科技进步这根鞭子总是抽着资本家投资，所以供需总是平衡。危机持续个一两年，新科技就能出来救驾。

但科技增长也不是万能的。科技促进投资，这话有个隐含前提——科技本身不是投资。否则市场稍微波动一下，投资意愿就下降，科技进步也放缓，自然就没法逼着资本持续把利润拿出来花，购买力缺口就回来了。

在上两个世纪，科技门槛低，搞科技开发不咋费钱，几个爱好者直接攒个小作坊就能开工。制造第一辆汽车的卡尔-本茨用媳妇的嫁妆和首饰就填上了开发汽车的成本；爱迪生当报务员，省吃俭用就能开发出第一项专利。

不过1900年前后，情况出现了变化。已有的科技门类越来越多，科技开发成本打着滚地往上涨。莱特兄弟虽然也是技术宅男，但人家也同时是自行车制造商，是非常有钱的工厂主，自己修了风洞来测试各种机翼，这才在1903年试飞了飞机。

马可尼虽然是自费开发无线电，但他母亲是英国贵族，老爸是超级大地主。他家有啥到什么程度？马可尼实验无线电，通讯距离好几公里，发报机和收报机还都在自家乡间别墅的地界上。这样的富豪才玩得起科研。说明科研离个人越来越远了。

爱迪生年轻的时候单打独斗，发了财之后反而必须挂靠大财团，才能建立几百工程师协作的实验室，号称学霸。他在门罗公园的实验室，一次火灾就损失4百万美元，折合现在6亿美元。

这样的科研活动本身就是企业的超级投资行为。个人的兴趣、技术不再起主导作用，企业的意愿才是科研突破的发动机。

20世纪后，科研也成了投资，企业投资之前就必须考虑能不能赚钱——要是没市场的话，高科技也一样赔钱。所以，19世纪是科研突破推动投资，20世纪初的科研本身就是投资，自然也受市场需求压制。

科研，尤其是距离产品较远的基础科研也被卡死在市场不足的怪圈里。一旦市场波动，也会和投资互相拖累着减速。最后问题还是回到了消费不足，市场不足的死结上。

一切都表明了，解决股灾，乃至经济危机的方法，只有促进那些过剩的商品，在短时间内被消耗掉。

课本上会告诉你，是罗斯福新政把美国拉出了经济危机的泥潭。你信吗？我反正是信的。

1929年经济危机真正的解药，是第二次世界大战。

战争，对于交战一方是残酷的，但是对于观战方却是幸福的。

经济危机归根到底是“供给和需求”的严重失衡，而战争是解决供需失衡的有效办法，战争产生源源不断的武器、弹药、车辆、药品等装备、人力、资金需求，更因为交战摧毁了供给能力，

进一步放大。

1937年7月7日，日本全面侵华开始，1938年，第二次世界大战全面打响，欧洲、亚洲、非洲几乎所有国家全部卷入战争，仅有孤悬南美的美国得以远离战争。

战争导致工业制成品需求快速增长，美国过剩的生产能力迅速被消化，甚至供不应求，出口不断增加，就业持续回升，经济重回快速增长渠道，美国进入历史上增长最快的时期，其中41年到43年GDP平均增速连续三年达到让人瞠目结舌的17%以上。

第二次世界大战庞大的破坏力几乎摧毁了整个欧洲和亚洲，1945年战争结束，海外需求迅速下降，美国经济应声而落重回负增长，为了避免出现新的经济危机，美国从1948年开始实施马歇尔计划，帮助欧洲国家战后重建，而马歇尔计划提供的援助中的很大一部分，正是被欧洲人用来进口来自美国的工业品和原料的。

美国是第二次世界大战的最大赢家，美国不但最后打赢了战争，而且在经济上美国发了战争财，据统计数据显示在第二次世界大战即将结束时，美国拥有的黄金占当时世界各国官方黄金储备总量的75%以上，几乎全世界的黄金都通过战争这个机制流到了美国。而美国的崛起，是站在被战争摧毁的欧洲和亚洲的肩膀上，美国走出大萧条的真正动力也源于此。

尽管我们都觉得现在全世界的央行已经从1929年的经济危机中学到了足够多的东西，但是，引发那次危机的核心变量，现在变了吗？

如果还是那种病，美国会不会在经济危机之下，用同样的药？

细思极恐。

如果仔细看新闻的话，在这两周里有两条新闻是非常重磅的：

一个是国防部在2月5日宣布，中国在境内进行了一次陆基中段反导拦截技术试验。

另外一个是在2月9号，中国空军新闻发言人申进科大校发布消息称，中国自主研发的新一代隐身战斗机歼-20，已经开始列装于中国空军的作战部队，现在歼-20战机已经向全面形成作战能力迈出了最重要的一步。

如果说真正把美国拉出经济危机泥潭的是第二次世界大战，那么，如果这一轮股灾如果对经济发展造成巨大的影响的话，恐怕，我们要担心的，就不仅仅是经济问题了。

15. 行为金融与投资心理

现代金融学始于20世纪50年代初的投资组合选择理论，之后的30年中，不断有重要的原创性理论出现，包括公司财务理论、资产定价理论、有效市场理论、期权定价理论和套利定价理论。这些理论从理性经济人假设出发，利用一般均衡分析和无套利分析演绎出一套相当完美的金融学体系，我们将这个体系称为经典金融学。

随着金融学研究的深入，越来越多的与经典金融学理论不一致的实证现象被揭示出来，成为金融市场的异象或未解之谜。对于行为人的决策，心理学有大量的研究，认为现实中人们的决策行为与经济学的理性假设有一定的差异。根据心理学的研究成果来放松理性经济人假设，并以此为基础来研究金融问题，这就产生了行为金融学。

行为金融学的理论基础是认知心理学。基于心理学原理，把金融投资过程看成一个心理过程，包括市场的认知过程、情绪过程和意志过程。标准金融学理论的理性人假设，认为人们的认知是没有系统性偏差的，没有导致决策失误的情绪产生，同时意志坚定不受场外各种因素干扰。再结合有效市场假说，推导出证券市场的均衡模型。但行为金融学不承认理性人假设和有效市场假说。行为金融学认为，每一个人在对市场的认知过程中往往会产生系统性的认知偏差；情绪过程可能会导致情绪偏差；意志过程则既可能受到认知偏差的影响，又可能受到情绪偏差的左右。这些个体偏差加上金融市场上可能出现的群体偏差，就会导致个股投资或投资组合中的决策偏差。投资决策偏差令资产价格偏离其内在价值，即产生资产定价偏差。而资产定价偏差往往会产生一种锚定效应，反过来再影响投资者对资产价值的判断。这样一种反馈循环机制如果受到某些因素的激励或强化，就会不断放大偏差，形成对资产定价的过高或过低，即我们通常所说的股市泡沫或崩

盘。下图描绘了这一循环过程。

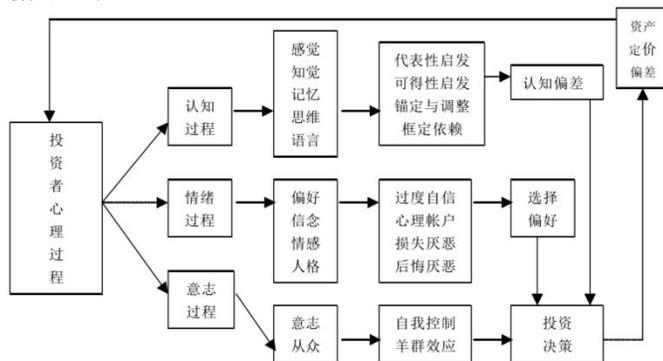


图 10 投资者心理过程及对资产定价的影响

15.1. 行为金融发展史

行为金融学就是将心理学尤其是行为科学的理论融入到金融学之中。它从微观个体行为以及产生这种行为的心理等动因来解释、研究和预测金融市场的发展。

1) 行为金融理论的起源和发展

现代金融市场理论有三个关键性的假设：理性经济人、有效市场和随机游走。其中理性经济人假设是后两个假设的基础。所谓理性经济人，即每个投资者都是完全理性的，都有很好的认识水平，能够准确预测未来。于是金融学者们只考虑理性投资者追求预期效用最大化，很少考虑受行为因素和心理因素影响的个人决策问题。实际上，大量事实证明，投资者个人的行为方式及心理因素对金融活动具有极大的影响。

现实中的金融市场往往也是非理性的，比如股票长期投资溢价、股票价格泡沫、有限套利、噪音交易、金融市场非理性走牛或牛熊等。对于许多异常现象，比如长期反转现象、期间异常现象、股权溢价之谜、公司异常现象等，现代金融理论并不能做出合理解释。

近几十年来，金融市场理论正在经历着向传统金融市场理论发起挑战的“非理性革命”。许多学者开始关注金融决策中投资者的行为分析，利用心理学、行为学等学科的研究方法，在保留某些最优化理论的基础上，以投资者个人的实际行为模式作为分析基础，希望能够重构一个与现实世界更为接近的金融分析框架。这从方法论上对金融理论进行了革新，导致了行为金融的诞生发展。

2) 行为金融理论的发展历史阶段

① 早期阶段

19 世纪古斯塔夫·勒庞 (Gustave Lebon) 的《乌合之众》“The Crowd”和查尔斯·麦基 (Charles Mackay) 的《大疯癫：非同寻常的大众幻想和全民疯狂》“Extraordinary Popular Delusion and the Madness Of Crowds”是两本研究投资市场群体行为的经典之作；凯恩斯是最早强调心理预期在投资决策中作用的经济学家，他基于心理预期最早提出股市“选美竞赛”理论和基于投资者“动物精神”而产生的股市“乐车队效应”；普莱尔 (Purrell) 是现代意义上金融理论的最早研究者，在其《以实验方法进行投资研究的可能性》(1951) 论文中，开拓了应用实验将投资模型与人的心理行为特征相结合的金融新领域。后来的保罗 (Paul)、思诺维奇 (Slovic) 等人继续进行了一些人类决策过程的心理学研究。

② 心理学行为金融阶段

这一阶段 (从 1960 年至 80 年代中期) 的行为金融研究以阿莫斯·特沃斯基 (Amos Tversky) 和丹尼尔·卡纳曼 (Daniel Kahneman) 为代表。Tversky 研究了人类行为与投资决策模型基本假设相冲突的三个方向：风险态度、心理会计和过度自信，并将观察到的现象称为“认知偏差”。Kahneman 和 Tversky (1979) 共同提出了“期望理论”，使之成为行为金融研究中的代表学说。但是当时的行为金融的研究还没有引起足够重视，一方面是因为此时 EMH 风行一时，另一方面是因为人们普遍认为研究人的心理、情绪对金融研究是不科学的。

③ 金融学行为金融阶段

这一阶段是从 20 世纪 80 年代中期至今，市场不断发现的异常现象引起金融学界的注意，大量的证据表明许多金融理论还不完善；再加上期望理论得到广泛认可和经验求证，所以这个时期的行为金融取得了突破性的进展。这个时期行为金融理论以芝加哥大学的理查德·塞勒（Richard Thaler）和耶鲁大学的罗伯特·希勒（Robert J. Shiller）。Thaler（1987, 1999）研究了股票回报率的时间序列、投资者心理会计等问题。Shiller（1981, 1990）主要研究了股票价格的异常波动、股市中的“羊群效应”（Herd Behavior）、投机价格和流行心态的关系等。此外，奥登 Orden（1998）对于趋向性效应（disposition effect）的研究，伊·R·里特（Jay·R·Ritter）（1999）对于 IPO 的异常现象的研究，Kahneman 等（1998）对反应过度 and 反应不足切换机制的研究都受到了广泛的关注。这个时期的行为金融理论研究是从投资策略上加以完善，注重把心理学研究和投资决策结合起来。

3) 行为金融学的主要理论

① 期望理论

这个理论的表述为：人们对相同情境的反应取决于他是盈利状态还是亏损状态。一般而言，当盈利额与亏损额相同的情况下，人们在亏损状态时会变得更为沮丧，而当盈利时却没有那么快乐。当个体在看到等量损失时的沮丧程度会比同等获利情况下的高兴程度强烈得多。研究还发现：投资者在亏损 1 美元时的痛苦的强烈程度是在获利 1 美元时高兴程度的两倍。他们也发现个体对相同情境的不同反应取决于他目前是赢利还是亏损状况。

具体来说，某只股票现在是 20 元，一位投资者是 22 元买入的，而另一位投资者是 18 元买入的，当股价产生变化时，这两位投资者的反应是极为不同的。当股价上涨时，18 元买入的投资者会坚定地持有，因为对于他来说，只是利润的扩大化；而对于 22 元的投资者来说，只是意味着亏损的减少，其坚定持有的信心不强。由于厌恶亏损，他极有可能在解套之时卖出股票；而当股价下跌之时，两者的反应恰好相反。18 元买入的投资者会急于兑现利润，因为他害怕利润会化为乌有，同时，由于厌恶亏损可能发生，会极早获利了结。但对于 22 元买入的投资者来说，持股不卖或是继续买入可能是最好的策略，因为割肉出局意味着实现亏损，这是投资者最不愿看到的结果。所以，其反而会寻找各种有利的信息，以增强自己持股的信心。Tversky 和 Kahneman 在 1979 年的文章中认为：投资者更愿意冒险去避免亏损，而不愿冒险去实现利润的最大化。在有利润的情况下，多数投资者是风险的厌恶者；而在有亏损的情况下，多数投资者变成了风险的承担者。换句话说：在面临确信有赚钱的机会时，多数投资者是风险的厌恶者；而在面临确信要赔钱时，多数投资者成为了风险的承受者。在这里，风险是指股价未来走势的一种不确定性。

② 后悔理论

投资者在投资过程中常出现后悔的心理状态。在大牛市背景下，没有及时介入自己看好的股票会后悔，过早卖出获利的股票也会后悔；在熊市（bear market）背景下，没能及时止损出局会后悔，获点小利没能兑现，然后又被套牢也会后悔；在平衡市场中，自己持有的股票不涨不跌，别人推荐的股票上涨，自己会因为没有听从别人的劝告而及时换股后悔；当下定决心，卖出手中不涨的股票，而买入专家推荐的股票，又发现自己原来持有的股票不断上涨，而专家推荐的股票不涨反跌时，更加后悔。Santa Clara 大学的 Meir Statman 教授是研究“害怕后悔”行为的专家。由于人们在投资判断和决策上经常容易出现错误，而当出现这种失误操作时，通常感到非常难过和悲哀。所以，投资者在投资过程中，为了避免后悔心态的出现，经常会表现出一种优柔寡断的性格特点。投资者在决定是否卖出一只股票时，往往受到买入时的成本比现价高或是低的情绪影响，由于害怕后悔而想方设法尽量避免后悔的发生。有研究者认为：投资者不愿卖出已下跌的股票，是为了避免作了一次失败投资的痛苦和后悔心情，向其他人报告投资亏损的难堪也使其不愿去卖出已亏损的股票。另一些研究者认为：投资者的从众行为和追随常识，是为了避免由于做出了一个错误的投资决定而后悔。许多投资者认为：买一只大家都看好的股票比较容易，因为大家都看好它并且买了它，即使股价下跌也没什么。大家都错了，所以我错了也没什么！而如果自作主张买了一只市场形象不佳的股票，如果买入之后它就下跌，自己就很难合理地解释当时买它的理由。此外，基金经理人和股评家喜欢名气大的上市公司股票，主要原因也是因为如果这些股票

下跌，他们因为操作得不好而被解雇的可能性较小。害怕后悔也反映了投资者对自我的一种期望。Hersh Shefrin 和 Meir Statman 在一个研究中发现：投资者在投资过程中除了避免后悔以外，还有一种追求自豪的动机在起作用。害怕后悔与追求自豪造成了投资者持有获利股票的时间太短，而持有亏损股票的时间太长。他们称这种现象为卖出效应。他们发现：当投资者持有两只股票，股票 A 获利 20%，而股票 B 亏损 20%，此时又有一个新的投资机会，而投资者由于没有别的钱，必需先卖掉一只股票时，多数投资者往往卖掉股票 A 而不是股票 B。因为卖出股票 B 会对从前的买人决策后悔，而卖出股票 A 会让投资者有一种做出正确投资的自豪感。

4) 身边的行为金融学

例一：

买一台打印机，原价是 80 美元。商家给消费者两个选择，可以当场打折，折扣率是 5%，也就是说 80 美元的打印机可以用 76 美元购得；消费者也可以选择邮购返券的方式 (mail in rebate)，现在以 80 美元购买打印机，只要在购买后 3 个月内将相关凭证寄回给公司，就可以得到 25% 的折扣，也就是可以得到 20 美元的现金返还，这 20 美元会以支票的形式寄回给消费者，这样相当于花 60 美元买了这个打印机。想一想，如果你有这样两个选择，你会选哪种折扣方式呢？

大多数人都会选择第二种，这种方式可以得到更大的折扣，自然吸引力更大。但是，对于商家而言，哪种方式可以让他们赚更多的钱呢？其实也是第二种。

有数据显示，面对这类 20 元上下的优惠，真的会在购买以后把凭证寄回给商家的顾客大概只有 7% 左右。这里还有一个有趣的现象，如果给出的期限是 3 天而不是 3 个月，寄的人反而会更多。因为给出的期限短，大家都会一回去就把这件事情做好；给出的期限长，反而让人们觉得有的是时间做这事，不妨先放一下，然后就再也想不起来了。

过于自信。由于人们只看到了对自己有利的信息，他们就非常乐观地相信自己的判断，越来越觉得自己的判断是对的，而不知道真理到底是什么。

例二：

爱喝茶的人都知道，用开水泡茶之后，不能马上品出茶味，只有等待片刻之后方能闻到悠悠茶香。在金融市场进行投资和泡茶类似。研究发现，在美国股票市场上，交易越是频繁，损失就越大。投资者们频繁地在金融市场上交易，甚至更多的时候他们交易的收益，或者他们预计中的交易收益都无法用以弥补他们的交易成本。美国的研究显示，1987 年，投资者对标准普尔指数 500 家公司的年投资交易成本占到这些公司年收益的 17.8%，同时，对金融市场的长期调查研究表明，只有少数投资经理人能够实现投资回报在标准普尔 500 指数之上。无论是机构投资者还是个人投资者之所以没有足够的耐心等待茶叶泡出的醇香，从而导致金融市场的过于频繁交易现象的原因之一正是人们的过于自信。投资者们过于相信自己的金融知识和判断，他们自信自己了解市场的走向；他们相信自己能够看准哪支股票会涨，哪支会跌。



行为金融历史似乎是个不断实践累计和试错的过程

行为金融简单说就是人不是完全理性的，行为金融的历史其实是一部金融学家撕逼史与心理学家跨界史的结合。行为金融最早能追溯到法国著名社会心理学家 Gustave le Bon 在 1896 年出版的《乌合之众：大众心理的研究》一书，该书很好的刻画了群体行为的特征。

著名心理学家 Tversky 和 Kahneman 在 1973 年第一次提出可获得性启发。在 1974 年，Tversky 和 Kahneman 又提出了代表性启发和锚定效应。这两位多产的心理学家又在 1979 年提出了前景理论。简单来说就是赚一块钱带来的快乐不及损失一块钱的痛苦。

1980 年，行为金融学教授理查德·泰勒也认为前景理论能很好的解释消费者的决策行为并首次提出了心理账户一词。心理账户指出由于消费者心理帐户的存在，个体在做决策时往往会违背一些简单的经济运算法则，从而做出许多非理性的消费行为。人们在脑海中，把电话卡和音乐会门票归到了不同的帐户中，所以丢失了电话卡不会影响音乐会所在的帐户的预算和支出，大部分人仍旧选择去听音乐会。

多产心理学家 Tversky 和 Kahneman 在 1981 年又提出了一个新名词：框架效应。1985 年，

Werner F. M. De Bondt 和 Richard Thaler 在 *Journal of Finance* 发表的“Does the stock market overreact?”使行为金融第一次得到了主流经济学界的承认。该文指出人们经常会高估或低估新信息，从而证明了股票市场是不完全有效的。基于此，Yaari 在 1987 年提出了二元分割理论来解释人们的有风险决策。Samuelson 和 Zeckhauser (1988) 提出了现状偏见。

1990 年, Tversky 和 Kahneman 通过实验证明了损失厌恶和禀赋效应的存在。1992 年, Banerjee 提出了一个简化的羊群行为（从重行为）模型。同年, Tversky 和 Kahneman 进一步发展了前景理论, 并起名为累积前景理论。人们会高估小概率发生的事件, 低估大概率发生的事件。Grinblatt, Titman 和 Wermers (1995) 分析了共同基金的交易行为, 发现也存在羊群行为和追涨杀跌行为。有趣的是, Chan, Jegadeesh 和 Lakonishok (1996) 证明了追涨杀跌策略是有效的。

1998 年, Odean 提出处置效应, 投资者倾向卖出盈利的股票而继续持有亏损的股票。Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam (1998) 提出过度自信理论, 研究表明市场上 90% 的投资者都认为自己能打败市场。Veronesi (1999) 发现在牛市里, 投资者会高估坏消息对公司的负面影响; 在熊市里, 投资者会低估好消息对公司股价的影响。

行为金融学之父的 56 亿美元公募基金 18 年来大幅跑赢市场。这能证明: 理查德·塞勒的行为金融理论可以做出正确的投资? 18 年来, 56 亿美元基金, 投资小盘价值股, 策略就是利用两种事件: (1) 市场对坏消息过度反应和对好消息的延迟反应; (2) 公司管理层增持或公司回购股票。

下面我们讨论行为金融学主要研究成果, 其中包括四大理论, 即前景理论 (Prospect Theory)、后悔理论 (Regret Theory)、过度反应理论 (Overreaction Theory) 及过度自信理论 (Overconfidence Theory)。

15.2. 前景理论 (Prospect Theory)

风险决策理论从最早的期望值理论, 到后来的期望效用理论, 但自从 20 世纪 70 年代以来, 大量的实证研究充分展示了人的决策行为的复杂性, 迫切需要新的理论分析、指导人的行为决策。卡尼曼和特威尔斯基在期望值理论和期望效用理论的基础上结合自己的大量心理学实证研究于 1979 年正式提出了新的关于风险决策的前景理论。前景理论 (Prospect Theory) 认为人们通常不是从财富的角度考虑问题, 而是从输赢的角度考虑, 关心收益和损失的多少。

前景理论是行为金融理论重要基础, 认为由于价值函数是 S 型, 股票的盈利和亏损可以用参考点 (reference point) 来判断: 当股票价格高于参考点价格时 (主观判断为盈利), 价值函数是凹函数, 因此投资者是风险回避者; 当股票价格低于参考点价格时 (主观判断为亏损), 价值函数是凸函数, 因此投资者又成为风险偏好者。如果投资者用以前所买股票的买入价格作为参考点, 当股票市场价格上升高于买入价时投资者面临两个选择, 即出售股票获取少量盈利和冒亏损风险继续持有以期望价格进一步上升, 这时大多数投资者都是风险回避者, 趋于较早卖出盈利股票。相反, 如果市场价格低于买入价格, 投资者将回避实现损失从而继续持有亏损股票。由于投资者的处置效应取决于参考点, 因此很自然的问题是不同的投资者会有不同的参考点, 且同一个投资者也有多次买入同一只股的情况, 这时第一次买入价、最近买入价、最高买入价、最低买入价以及平均买入价综合起来形成一个“参考水平”。当参考点距当前市场价格越近, 处置效应的程度就越小。

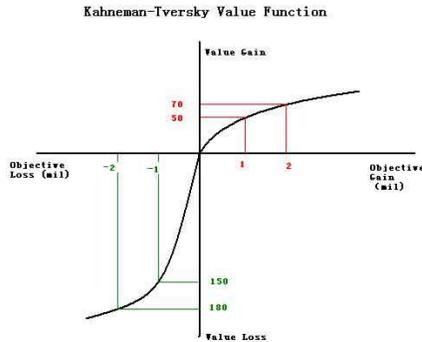


图 11 价值函数

前景理论 (PT) 首先由国外学者 Kahneman 和阿莫斯·特沃斯基 (Amos Tversky) (1979) (用 KT 代表两个作者) 明确的提出, 他们认为个人在风险情形下的选择所展示出的特性和 VonNeumann—Morgenstem 的效用理论的基本原理是不相符的。

一是他们发现和确定性的结果相比个人会低估概率性结果, 他们称之为确定性效应 (Certainty Effect)。KT 还指出确定性效应导致了当选择中包含确定性收益时的风险厌恶以及当选择中包含确定性损失的风险寻求。

二是他们还发现了孤立效应 (Isolation Effect), 即当个人面对在不同前景的选项中进行选择的问题时, 他们会忽视所有前景所共有的部分。孤立效应会导致当一个前景的描述方法会改变个人决策者决策的变化。

三是 KT 发现了反射效应 (Reflection Effect), 当正负前景的前景绝对值相等时, 在负前景之间的选择和正前景之间的选择呈现镜像关系。为了补偿这些 VMUT 所不能解释的关于个人行为特征, KT 提出了新模型 PT。

前景理论是描述性范式的一个决策模型, 它假设风险决策过程分为编辑和评价两个过程。在编辑阶段, 个体凭借“框架” (frame)、参照点 (reference point) 等采集和处理信息, 在评价阶段依赖价值函数 (value function) 和主观概率的权重函数 (weighting function) 对信息予以判断。为了评估决策需要, 人们通常在第一阶段对事件进行预处理, 包括数据的整合、简化, 但是不同的整合、简化方法会得到不同的事件及其组合, 并导致人的非理性行为和框架依赖效应, 即人对同一问题的最后决策的不一致。价值函数是经验型的, 它有三个特征, 一是大多数人在面临获得时是风险规避的; 二是大多数人在面临损失时是风险偏爱的; 三是人们对损失比对获得更敏感。因此, 人们在面临获得时往往是小心翼翼, 不愿冒险; 而在面对失去时会很不甘心, 容易冒险。人们对损失和获得的敏感程度是不同的, 损失时的痛苦感要大大超过获得时的快乐感。比如, 前些年肆虐中国的电话诈骗, 骗子就利用了受骗人不甘心、冒险的心理, 一步一步诈骗钱财。

有学者将“前景理论”翻译为“期望理论”, 在不同的风险预期条件下, 人们的行为倾向是可以预测的。前景理论的四个基本定律: 1、大多数人在面临获利的时候是风险规避的 (确定效应)。2、大多数人在面临损失的时候是风险喜好的 (反射效应)。3、大多数人对得失的判断往往根据参考点决定 (参照依赖)。4、大多数人对损失比对收益更敏感 (损失规避)。简言之, 人在面临获利时, 不愿冒险; 而在面临损失时, 人人都成了冒险家。损失的痛苦比获得所带来的喜悦更敏感, 而损失和获利是相对于参照点而言的, 改变评价事物时的参照点, 就会改变对风险的态度。

1) 确定效应

“二鸟在林, 不如一鸟在手”, 在确定的收益和“赌一把”之间, 多数人会选择确定的好处。所谓“见好就收, 落袋为安。称之为“确定效应”。让我们来做一个实验。A.你一定能赚 30000 元。B.你有 80%可能赚 40000 元, 20%可能性什么也得不到。你会选择哪一个呢? 实验结果是, 大部分人都选择 A。

传统经济学中的“理性人”这时会跳出来批判: 选择 A 是错的, 因为 $40000 \times 80\% = 32000$, 期

望值要大于 30000。这个实验结果是对“原理 1”的印证：大多数人处于收益状态时，往往小心翼翼、厌恶风险、喜欢见好就收，害怕失去已有的利润。卡尼曼和特韦斯基称为“确定效应”（certainty effect），即处于收益状态时，大部分人都是风险厌恶者。

“确定效应”表现在投资上就是投资者有强烈的获利了结倾向，喜欢将正在赚钱的股票卖出。投资时，多数人的表现是“赔则拖，赢必走”。在股市中，普遍有一种“卖出效应”，也就是投资者卖出获利的股票的意向，要远远大于卖出亏损股票的意向。这与“对则持，错即改”的投资核心理念背道而驰。

2) 反射效应

在确定的损失和“赌一把”之间，做一个抉择，多数人会选择“赌一把”。称之为“反射效应”。面对两种损害，你是会选择躲避呢，还是勇往直前？

当一个人在面对两种都损失的抉择时，会激起他的冒险精神。在确定的坏处（损失）和“赌一把”之间，做一个抉择，多数人会选择“赌一把”，这叫“反射效应”。用一句话概括就是“两害相权取其轻”。

让我们来做这样一个实验。A.你一定会赔 30000 元。B.你有 80%可能赔 40000 元，20%可能不赔钱。你会选择哪一个呢？投票结果是，只有少数人情愿“花钱消灾”选择 A，大部分人愿意和命运抗一抗，选择 B。

传统经济学中的“理性人”会跳出来说，两害相权取其轻，所以选 B 是错的，因为 $(-40000) \times 80\% = -32000$ ，风险要大于 -30000 元。现实是，多数人处于亏损状态时，会极不甘心，宁愿承受更大的风险来赌一把。也就是说，处于损失预期时，大多数人变得甘冒风险。卡尼曼和特韦斯基称为“反射效应”（reflection effect）。

“反射效应”是非理性的，表现在股市上就是喜欢将赔钱的股票继续持有下去。统计数据证实，投资者持有亏损股票的时间远长于持有获利股票。投资者长期持有的股票多数是不愿意“割肉”而留下的“套牢”股票。

3) 损失规避

如何理解“损失规避”？用一句话打比方，就是“白捡的 100 元所带来的快乐，难以抵消丢失 100 元所带来的痛苦”。

前景理论最重要也是最有用的发现之一是：当我们做有关收益和有关损失的决策时表现出的不对称性。对此，就连传统经济学的坚定捍卫者保罗·萨缪尔森，也不得不承认：“增加 100 元收入所带来的效用，小于失去 100 元所带来的效用。”

这其实是前景理论的第 3 个原理，即“损失规避”（loss aversion）：大多数人对损失和获得的敏感程度不对称，面对损失的痛苦感要大大超过面对获得的快乐感。行为经济学家通过一个赌局验证了这一论断。

假设有这样一个赌博游戏，投一枚均匀的硬币，正面为赢，反面为输。如果赢了可以获得 50000 元，输了失去 50000 元。请问你是否愿意赌一把？请做出你的选择。A.愿意 B.不愿意从整体上来说，这个赌局输赢的可能性相同，就是说这个游戏的结果期望值为零，是绝对公平的赌局。你会选择参与这个赌局吗？

但大量类似实验的结果证明，多数人不愿意玩这个游戏。为什么人们会做出这样的选择呢？这个现象同样可以用损失规避效应解释，虽然出现正反面的概率是相同的，但是人们对“失”比对“得”敏感。想到可能会输掉 50000 元，这种不舒服的程度超过了想到有同样可能赢来 50000 元的快乐。

由于人们对损失要比对相同数量的收益敏感得多，因此即使股票账户有涨有跌，人们也会更加频繁地为每日的损失而痛苦，最终将股票抛掉。一般人因为这种“损失规避”（loss aversion），会放弃本可以获利的投资。

4) 参照依赖

多数人对得失的判断往往根据参照点决定，举例来说，在“其他人一年挣 6 万元你年收入 7 万元”和“其他人年收入为 9 万元你一年收入 8 万”的选择题中，大部分人会选择前者。称之为“参照依赖”。事实上，我们拼命赚钱的动力，多是来自同侪间的嫉妒和攀比。

我们对得与失的判断，是来自比较。也可以总结为人们在面对差异化的选择的总是表现出：“宁愿作鸡头，也不作凤尾”的现象。嫉妒总是来自自我与别人的比较，培根曾言：皇帝通常不会被人嫉妒，除非对方也是皇帝。对此，美国作家门肯早有妙论：“只要比你小姨子的丈夫（连襟）一年多赚 1000 块，你就算是有钱人了。”

传统经济学认为金钱的效用是绝对的，行为经济学则告诉我们，金钱的效用是相对的。这就是财富与幸福之间的悖论。到底什么是“得”，什么是“失”呢？也可以总结为人们在面对有对照差异化的选择中总有一种倾向：“宁愿作鸡头，也不作凤尾”。

你今年收入 20 万元，该高兴还是失落呢？假如你的奋斗目标是 10 万元，你也许会感到愉快；假如目标是 100 万元，你会不会有点失落呢？所谓的损失和获得，一定是相对于参照点而言的。卡尼曼称为“参照依赖”（Reference Dependence）。

老张最幸福的时候是他在 20 世纪 80 年代做“万元户”的时候，虽然现在自己的村镇已经改造成了城市，拆迁补偿也让自己成为了“百万元户”，但他感觉没有当年兴奋，因为邻里都是“百万元户”了。讲这个故事的用意不难明白，我们就不再进行烦琐的论证了，得与失都是比较出来的结果。传统经济学的偏好理论（Preference theory）假设，人的选择与参照点无关。行为经济学则证实，人们的偏好会受到单独评判、联合评判、交替对比及语意效应等因素的影响。参照依赖理论：多数人对得失的判断往往根据参照点决定。

一般人对一个决策结果的评价，是通过计算该结果相对于某一参照点的变化而完成的。人们看的不是最终的结果，而是看最终结果与参照点之间的差额。一样东西可以说成是“得”，也可以说成是“失”，这取决于参照点的不同。非理性的得失感受会对我们的决策产生影响。

5) 小概率

很多人都买过彩票，虽然赢钱可能微乎其微，你的钱 99.99% 的可能支持福利事业和体育事业了，可还是有人心存侥幸搏小概率事件。称之为“迷恋小概率事件”。买彩票是赌自己会走运，买保险是赌自己会倒霉。这是两种很少发生的事件，但人们却十分热衷。前景理论还揭示了一个奇特现象，即人类具有强调小概率事件的倾向。何谓小概率事件？就是几乎不可能发生的事件。比如天上掉馅饼，这就是个小概率事件。

掉的是馅饼固然好，但如果掉下来的不是馅饼而是陷阱呢？当然也属于小概率事件。面对小概率的赢利，多数人是风险喜好者。面对小概率的损失，多数人是风险厌恶者。事实上，很多人都买过彩票，虽然赢钱可能微乎其微，你的钱 99.99% 的可能支持福利事业和体育事业了，可还是有人心存侥幸搏小概率事件。

同时，很多人都买过保险，虽然倒霉的概率非常小，可还是想规避这个风险。人们的这种倾向，是保险公司经营下去的心理学基础。在小概率事件面前人类对风险的态度是矛盾的，一个人可以是风险喜好者，同时又是风险厌恶者。传统经济学无法解释这个现象。

小概率事件的另一个名字叫运气。侥幸，就是企求好运，邀天之幸。孔子很反感这种事，他说：“小人行险以侥幸。”庄子认为孔子是个“灯下黑”，他借盗跖之口评价孔子：“妄作孝弟，而侥幸于封侯富贵者也。”对小概率事件的迷恋，连圣人也不能免俗。

前景理论指出，在风险和收益面前，人的“心是偏的”。在涉及收益时，我们是风险的厌恶者，但涉及损失时，我们却是风险喜好者。但涉及小概率事件时，风险偏好又会发生离奇的转变。所以，人们并不是风险厌恶者，他们在他们认为合适的情况下非常乐意赌一把。归根结底，人们真正憎恨的是损失，而不是风险。

这种损失厌恶而不是风险厌恶的情形，在股市中常常见到。比如，我们持有一只股票，在高点没有抛出，然后一路下跌，进入了彻彻底底的下降通道，这时的明智之举应是抛出该股票，而交易费用与预期的损失相比，是微不足道的。扪心自问，如果现在持有现金，还会不会买这只股票？你很可能不会再买吧，那为什么不能卖掉它买别的更好的股票呢？也许，卖了它后损失就成了“事实”吧。

卡尼曼在做诺贝尔演讲时，特地谈到了一位华人学者的研究成果，芝加哥大学商学院奚恺元教授。奚教授用心理学来研究经济学、市场学、决策学等学科的问题，是这个领域的主要学者之

一。如果有两个匹萨，他们的配料和口味等其它方面完全相同，只不过一个比另外一个更大一点，你是不是愿意为大的匹萨支付更多的钱？答案似乎毫无疑问是肯定的。人应该都是理性的，对于好的东西和坏的东西，人们总是愿意为好的东西支付更多的钱。可是，在现实生活中，人的决策却并不总是如此英明。

奚教授于 1998 年的冰淇淋实验。两杯哈根达斯冰淇淋，一杯冰淇淋 A 有 7 盎司，装在 5 盎司的杯子里面，看上去快要溢出来了；另一杯冰淇淋 B 是 8 盎司，但是装在了 10 盎司的杯子里，所以看上去还没装满。你愿意为哪一份冰淇淋付更多的钱呢？

如果人们喜欢冰淇淋，那么 8 盎司的冰淇淋比 7 盎司多，如果人们喜欢杯子，那么 10 盎司的杯子也要比 5 盎司的大。可是实验结果表明，在分别判断的情况下（评点：也就是不能把这两杯冰淇淋放在一起比较，人们日常生活中的种种决策所依据的参考信息往往是不充分的），人们反而愿意为分量少的冰淇淋付更多的钱。实验表明：平均来讲，人们愿意花 2.26 美元买 7 盎司的冰淇淋，却只愿意用 1.66 美元买 8 盎司的冰淇淋。

这契合了卡尼曼等心理学家所描述的：人的理性是有限的。人们在做决策时，并不是去计算一个物品的真正价值，而是用某种比较容易评价的线索来判断。比如在冰淇淋实验中，人们其实是根据冰淇淋到底满不满来决定给不同的冰淇淋支付多少钱的。

再来看一个奚教授做的餐具的实验。有一家家具店正在清仓大甩卖，你看到一套餐具，有 8 个菜碟、8 个汤碗和 8 个点心碟，共 24 件，每件都是完好无损的，那么你愿意支付多少钱买这套餐具呢？如果你看到另外一套餐具具有 40 件，其中 24 件和刚刚提到的完全相同，而且完好无损，另外这套餐具中还有 8 个杯子和 8 个茶托，其中 2 个杯子和 7 个茶托都已经破损了。你又愿意为这套餐具付多少钱呢？结果表明，在只知道其中一套餐具的情况下，人们愿意为第一套餐具支付 33 美元，却只愿意为第二套餐具支付 24 美元。

虽然第二套餐具比第一套多出了 6 个好的杯子和 1 个好的茶托，人们愿意支付的钱反而少了。因为到底 24 件和 31 件算是多，还是少，如果不互相比拟是很难引起注意的，但是整套餐具到底完好无缺还是已经破损，却是很容易判断的。

瞧，人们还是依据比较容易判断的线索做出判断的，尽管这并不划算。其实，大到联合国的公共决策都可能发生这种偏差。来看这样一个实验。比如说太平洋上有小岛遭受台风袭击，联合国决定到底给这个小岛支援多少钱。假设这个小岛上有 1000 户居民，90% 居民的房屋都被台风摧毁了。如果你是联合国的官员，你以为联合国应该支援多少钱呢？但假如这个岛上有 18000 户居民，其中有 10% 居民的房子被摧毁了（你不知道前面一种情况），你又认为联合国应该支援多少钱呢？从客观的角度来讲，后面一种情况下的损失显然更大。可实验的结果显示，人们觉得在前面一种情况下，联合国需要支援 1500 万美元，但在后面一种情况下，人们觉得联合国只需要支援 1000 万美元。据说，这个实验从一般的市民到政府官员，屡试不爽。

解决这些问题还是需要中国智慧：不怕不识货，就怕货比货。前景理论还可以用来解释一些决策现象。比如群体在奖惩决策时，奖励往往是就低不就高，惩罚往往是就宽不就严。为什么会有这种向中间回归的趋向呢？可以这么解释：获奖励者并非大多数人，多少有奖金就可以了，重要的是名誉，多几块钱少几块钱人们不会太在意；受到惩罚者也非大多数人，名誉上已经惩罚了，物质上象征性地惩罚一下，给人改过的机会。这就像中国古代的中庸之道，得饶人处且饶人。

赌徒永远口袋空空——钱和钱是不一样的。钱就是钱。同样是 100 元，是工资挣来的，还是彩票赢来的，或者路上拣来的，对于消费者来说，应该是一样的。可是事实却不然。一般来说，你会把辛辛苦苦挣来的钱存起来舍不得花，而如果是一笔意外之财，可能很快就花掉了。

这证明了人是有限理性的另一个方面：钱并不具备完全的替代性，虽说同样是 100 元，但在消费者的脑袋里，分别为不同来路的钱建立了两个不同的账户，挣来的钱和意外之财是不一样的。这就是芝加哥大学萨勒（Thaler）教授所提出的“心理账户”的概念。

比如说今天晚上你打算去听一场音乐会。票价是 200 元，在你马上要出发的时候，你发现你把最近买的价值 200 元的电话卡弄丢了。你是否还会去听这场音乐会？实验表明，大部分的回答者仍旧会去听。可是如果情况变一下，假设你昨天花了 200 元钱买了一张今天晚上的音乐会票子。

在你马上要出发的时候，突然发现你把票子弄丢了。如果你想要听音乐会，就必须再花 200 元钱买张票，你是否还会去听？结果却是，大部分人回答说不能去了。

可仔细想一想，上面这两个回答其实是自相矛盾的。不管丢掉的是电话卡还是音乐会票，总之是丢失了价值 200 元的东西，从损失的金钱上看，并没有区别，没有道理丢了电话卡后仍旧去听音乐会，而丢失了票子之后就不去听了。原因就在于，在人们的脑海中，把电话卡和音乐会票归到了不同的账户中，所以丢失了电话卡不会影响音乐会所在账户的预算和支出，大部分人仍旧选择去听音乐会。但是丢了的音乐会票和后来需要再买的票子都被归入同一个账户，所以看上去就好像要花 400 元听一场音乐会了。人们当然觉得这样不划算了。（评点：把不同的钱归入不同的账户，这就是为什么赌徒的口袋里永远没钱的道理，输了当然没什么好说的，赢了，反正是勤劳而获来得容易，谁愿意存银行啊？从积极的方面讲，不同账户这一概念可以帮助制订理财计划。比如一家单位的员工，主要收入由工资——用银行卡发放、奖金——现金发放构成，节假日和每季度还有奖金，偶尔炒个股票、邮币卡赚点外快，那么可以把银行卡中的工资转入零存整取账户作为固定储蓄，奖金用于日常开销，季度奖购买保险，剩余部分用于支付人情往来，外快则用来旅游休闲。由于在心理上事先把这些钱一一归入了不同的账户，一般就不会产生挪用的念头）。

类似的概念还可以帮助政府制定政策。比方说，一个政府现在想通过减少税收的方法刺激消费。它可以有两种做法，一个是减税，直接降低税收水平，另外一种就是退税，就是在一段时间后返还纳税人一部分税金。从金钱数额来看，减收 5% 的税和返还 5% 的税是一样的，但是在刺激消费上的作用却大不一样。人们觉得减收的那部分税金是自己本来该得的，是自己挣来的，所以增加消费的动力并不大；但是退还的税金对人们来说就可能如同一笔意外之财，刺激人们增加更多的消费。显然，对政府来说，退税政策比减税政策，达到的效果要好得多。

人人怕风险，人人都是冒险家。痛苦让人记忆犹新——人人怕风险，人人都是冒险家。面对风险决策，人们是会选择躲避呢，还是勇往直前？人在面临获得时，往往小心翼翼，不愿冒风险；而在面对损失时，人人都成了冒险家了。这就是卡尼曼“前景理论”的两大“定律”。

“前景理论”的另一重要“定律”是：人们对损失和获得的敏感程度是不同的，损失的痛苦要远远大于获得的快乐。让我们来看一个萨勒曾提出的问题：假设你得了一种病，有万分之一的可能性（低于美国年均车祸的死亡率）会突然死亡，现在有一种药吃了以后可以把死亡的可能性降到零，那么你愿意花多少钱来买这种药呢？那么现在请你再想一下，假定你身体很健康，如果说现在医药公司想找一些人测试他们新研制的一种药品，这种药服用后会让你有万分之一的可能性突然死亡，那么你要求医药公司花多少钱来补偿你呢？在实验中，很多人会说愿意出几百块钱来买药，但是即使医药公司花几万块钱，他们也不愿参加试药实验。这其实就是损失规避心理在作怪。得病后治好病是一种相对不敏感的获得，而本身健康的情况下增加死亡的概率对人们来说却是难以接受的损失，显然，人们对损失要求的补偿，要远远高于他们愿意为治病所支付的钱。

不过，损失和获得并不是绝对的。人们在面临获得的时候规避风险，而在面临损失的时候偏爱风险，而损失和获得又是相对于参照点而言的，改变人们在评价事物时所使用的观点，可以改变人们对风险的态度。

比如有一家公司面临两个投资决策，投资方案 A 肯定盈利 200 万，投资方案 B 有 50% 的可能性盈利 300 万，50% 的可能盈利 100 万。这时候，如果公司的盈利目标定得比较低，比方说是 100 万，那么方案 A 看起来好像多赚了 100 万，而 B 则是要么刚好达到目标，要么多盈利 200 万。A 和 B 看起来都是获得，这时候员工大多不愿冒风险，倾向于选择方案 A；而反之，如果公司的目标定得比较高，比如说 300 万，那么方案 A 就像是少赚了 100 万，而 B 要么刚好达到目标，要么少赚 200 万，这时候两个方案都是损失，所以员工反而会抱着冒冒风险说不定可以达到目标的心理，选择有风险的投资方案 B。可见，老板完全可以通过改变盈利目标来改变员工对待风险的态度。

再来看一个卡尼曼与特沃斯基的著名实验：假定美国正在为预防一种罕见疾病的爆发做准备，预计这种疾病会使 600 人死亡。现在有两种方案，采用 X 方案，可以救 200 人；采用 Y 方案，有三分之一的可能救 600 人，三分之二的可能一个也救不了。显然，救人是一种获得，所以人们

不愿冒风险，更愿意选择 X 方案。

现在来看另外一种描述，有两种方案，X 方案会使 400 人死亡，而 Y 方案有 1/3 的可能性无人死亡，有 2/3 的可能性 600 人全部死亡。死亡是一种失去，因此人们更倾向于冒险，选择方案 B。

而事实上，两种情况的结果是完全一样的。救活 200 人等于死亡 400 人；1/3 可能救活 600 人等于 1/3 可能一个也没有死亡。可见，不同的表述方式改变的仅仅参照点——是拿死亡，还是救活作参照点，结果就完全不一样了。

奚教授介绍，这是新经济学对微观经济学很重要的一个内容——风险决策理论的修正。传统的经济学是一个规范性的经济学，也就是教育人们应该怎样做。而受心理学影响，经济学更应该是描述性的，它主要描述人们事实上是怎样做的。风险理论演变经过了三个阶段：从最早的期望值理论（expected value theory），到后来的期望效用理论（expected utility theory），到最新的前景理论（prospect theory）。其中前景理论是一个最有力的描述性理论。

前景理论的缺陷

一是作为一个描述性的模型，前景理论具有描述性模型共有的缺点，和规范性模型（具有严格数学推导的模型）相比，它缺乏严格的理论和数学推导，只能对人们的行为进行描述，因此前景理论的研究也只能使其描述性越来越好，换句话说它只是说明了人们会怎样做，而没有告诉人们应该怎样做。

二是前景理论的应用研究，尤其在我国的 application 研究还不足，前景理论作为风险下决策的描述性模型，其应用价值非常大，应用范围也非常广，而目前的应用研究主要集中在金融市场上，因此应用范围方面还有待拓展。

15.3. 后悔理论（Regret Theory）

贝尔（Bell, 1982）将后悔描述为将一件给定事件的结果或状态与将要选择的状态进行比较所产生的情绪。例如，当在熟悉和不熟悉品牌之间进行选择时，消费者可能考虑选择不熟悉品牌造成效果不佳时的后悔要比选择熟悉品牌的后悔要大，因而，消费者很少选择不熟悉品牌。

后悔理论可以被应用在股票市场中投资者心理学领域。无论投资者是否打算购买下降或上升的股票或基金，实际上购买自己属意的证券就将产生情绪上的反应。投资者可能回避卖掉价格已下跌的股票，这是为了回避曾经做出的错误决策的后悔和报告损失带来的尴尬。当所作选择未能达到预期结果或结果劣于其他选择时，做出错误决策的后悔心理伴随而生。因此即使决策结果相同，如果某种决策方式可以减少后悔，对于投资者来说，这种决策方式依然优于其他决策方式。

实质上，投资者正是有了从众心理。为避免做出错误决策带来的后悔，投资者可能拒绝卖掉价格已经下降的股票。当投资者考虑到大量投资者也在同一投资上遭受损失时，投资者可能降低其情绪反应或感觉。所以投资者发现遵从从众心理，购买本周热门或受大家追涨的股票很容易，导致股市中“羊群效应”的产生。

后悔是没有做出正确决策时的情绪体验，是认识到一个人本该做得更好而感到的痛苦。后悔比受到损失更加痛苦，因为这种痛苦让人觉得要为损失承担责任。后悔厌恶（regret aversion）是指当人们做出错误的决策时，对自己的行为感到痛苦。

为了避免后悔，投资者常常做出一些非理性行为，如：趋向于等待一定的信息到来后才做出决策，即便这些信息对决策并不重要；投资者有强烈的从众心理，倾向于购买大家追涨的股票，因为当考虑到大量投资者也在同一投资上遭受损失时，投资者后悔的情绪会有所降低。

假设有一人，他一直以来上下班都走同一条路。有一天他决定换条新的路线，结果不幸遇到了交通事故，尽管事实上两条路线遇到交通事故的概率是一样的，但是他仍然会后悔：“早知如此，我就走原来的路线了。”很显然后悔厌恶会影响人们的决策。后悔厌恶会使人们墨守成规，以使后悔达到最小化。

后悔厌恶理论的核心是以下三个定理：定理 1：胁迫情形下采取行动所引起的后悔比非胁迫情形下的后悔要轻微。定理 2：没有采取行动所引起的后悔比做了错误的行动所引起的后悔要轻

微。定理 3：个体需对行动的最终结果承担责任情形下引起的后悔比无需承担责任情形下的后悔要强烈。有利的结果会使责任者感到骄傲，不利的结果会使责任者感到后悔。如果后悔比骄傲大，责任者会尽量避免采取这一行动。

想象采取合适行动后的舒适是引发后悔的因素。后悔还与选择集中包括太多的选择有关。如果一个人的选择余地很小，就可能不存在后悔问题。

投资中后悔厌恶的表现：

一、在投资决策时，后悔厌恶的投资者会比较保守，比如过去遭受损失的投资者，不敢去尝试新的大胆的投资，会比较墨守成规。

二、后悔厌恶的投资者会远离表现不佳的市场。如果此时他们选择投资，而市场又持续低迷，他们会对自己的选择感到非常的后悔。

三、后悔厌恶也会导致投资时的羊群行为。与其他投资者保持一致，并做出相同的投资决策，会减少人们在遭受损失时所感受的痛苦，因为在这种情况下，投资者对错误决定的责任感会相对减轻。

四、投资者会长期坚持持有表现不佳的股票，而不愿意卖出，因为一旦卖出，就等于承认自己的失败，从而寄希望于将来价格会上涨来扳平。另一方面投资者又会短期卖出业绩表现好的股票。因为投资者担心，不卖出股票会在价格下跌失去已经带来的收益。这种投资策略是不理性的，除非有充分的、合理的依据证明赔钱的股票下跌趋势已经改变，可以翻本，而赚钱的股票已经丧失上升的动能。当遇到大级别的熊市或牛市的时候，容易造成大熊市亏大钱，大牛市赚小钱的不良后果。

人们会避免那些事后会懊悔的行为，去寻求能让自己感到自豪的行为。懊悔是一种痛苦的情绪体验，产生于认识到自己之前所作决定是糟糕的；而自豪是一种快乐的情绪体验，来自于认识到自己之前的决定是正确的。正是这种避免懊悔、寻求自豪的心理导致了投资者往往过早套现盈利股票，而过久持有亏损股票。他们将之称为处置效应。处置效应能够预测到，你将会出售已经盈利的股票，因为这会引发你的自豪感，让你避免遭受懊悔的痛苦折磨。

关于处置效应的大多数证据在全球各股票市场都有发现。避免懊悔、寻求自豪的心理在其他市场上有多大影响呢？一些研究发现，期货交易者（交易农产品、债券、货币以及股票指数期货合约）持有亏损仓位的时间明显比持有盈利头寸的时间要长，而这些持有仓位较久的交易者赚的利润也更少。

在房地产市场，房主不愿意以比买入价更低的价格出售房屋。兑现收益过快，持有亏损股过久。处置效应不仅预言了卖出盈利股票的现象，也指出了投资者过早卖出盈利股票及过长持有亏损股票的问题。

投资者卖出的盈利股票在下一年一般会平均跑赢市场 2.35%，而投资者持有的亏损股票一般平均跑输市场 1.06%。避免懊悔、寻求自豪的做法会从两方面损害投资者的财富。

获得收益的愉悦和遭受损失的痛苦是人类行为的强大推动力，然而，要想判断某些投资的盈亏可能并不容易。参考价格指的是我们用股票现价与之作比较的那个股价。选择参考价格具有重要意义，因为它决定了我们感受到的是获得收益的愉快情绪，还是遭受损失的痛苦情绪。

投资者会随着时间改变而调整他们的参考价格吗？答案是肯定的，投资者确实会随着时间改变而调整参考价格，这种过程类似于处置效应！

处置效应影响下的投资者也通常不愿意卖出亏损股票，这样就导致了对相关公司的负面消息反应不足。老练的投资者在回避损失和处置效应方面做得比经验少的投资者更好。

以投资为业的人比非专业投资者表现出的处置效应更弱。专业的期货交易员、股票投资基金经理以及其他基金经理倾向于比止损更快地兑现收益。这是因为亏损头寸在未来会有比盈利头寸有更好的表现吗？还是因为这些头寸会给基金经理带来情感沉没成本？似乎答案是后者。

人们会采取行动（行动可能失败）去避免懊悔、寻求自豪，这就使得投资者过早卖出盈利股票而过久持有亏损股票——这就是处置效应。这种行为从两方面损害了投资者的财富。一项避免处置效应发生而影响到你的经验法则是“砍掉亏损，让盈利奔跑”。

厌恶亏损 (Loss Aversion) 是人之常情, A 股为甚: 卖亏损股票, 老外叫 Stop Loss (止损), 咱们叫割肉断腕~~厌恶之情溢于言表; 不少人股票涨回成本时就抛, 亏损就扛着, 还自欺欺人说不卖就不算真的亏。其实, 股票的投资价值, 与买入成本无关; 该不该卖, 也与你是否亏损无关。1 万元亏损带来的痛苦是 1 万元盈利带来的喜悦的 2 倍。求稳怕亏体现在机构身上是周期股再便宜也不买, 稳定类的股票再贵也拿着, 尽管牛市中周期股常领涨; 体现在散户身上是 28 万亿现金存银行, 尽管股市长期跑赢现金是不争的事实。

所谓处置效应 (Disposition Effect), 是指投资人在处置股票时, 倾向卖出赚钱的股票、继续持有赔钱的股票, 也就是所谓的‘出赢保亏’效应。这意味着当投资者处于盈利状态时是风险回避者, 而处于亏损状态时是风险偏好者。

处置效应, 即投资者趋于过长时间地持有正在损失的股票, 而过快地卖掉正在盈利的股票, 处置效应是资本市场中一种普遍存在的投资者非理性行为。

普通投资者比专业投资者更容易受到处置效应的影响。但是, 投资者可以通过学习避免处置效应的影响。

均值回归理念

Odean, Weber 和 Camerer 认为处置效应的产生在于投资者持有强烈的均值回归 (mean reversion) 理念。投资者卖出盈利股票持有亏损股票不是因为他们不愿意实现亏损, 而是因为今天的亏损股票 (盈利股票) 不久将成为明天的盈利股票 (亏损股票), 他们认为价格将会反弹, 收益将会回归均值。价格的均值回归意味着收益是负自相关的: 当收益高于一定时期的平均收益时, 随后的预期收益会低于平均水平, 反之会高于平均水平。因此, 当股票收益较高时, 投资者认为未来预期收益会降低, 于是卖出盈利股票; 当收益较低时, 投资者认为预期的收益会上升, 促使他们继续持有亏损股票, 这样形成了处置效应。因此, 均值回归中非合理或非理性的观念导致了处置效应。Shiller 进行的一个问卷调查中显示, 很多遭受严重亏损的投资者都认为市场有可能会反弹而不是进一步下跌。Jegadeesh 和 Titman 则认为, 股票收益在 3 至 12 个月的中期水平中会出现连续性变化, 即平均来讲, “过去表现好的股票” (past winner) 的未来收益将会持续超出“过去表现差的股票” (past loser)。DeBondt 和 Thaler 研究认为, 股票收益在 3 至 5 年的长期水平中也会出现逆转现象, 即过去长期“表现差的股票”的未来收益一定会优于过去长期“表现好的股票”。

自我辩解

Zuchel 认为处置效应描绘了过去的业绩和投资决策共同影响着目前的投资决策, 因此评价上述理论能否解释处置效应应有两个标准: 一是这些理论能否真正抓住处置效应的核心问题, 比如是否能将目前的投资决策同过去的收益 (即是盈利的还是亏损的) 联系起来, 以及同过去的投资决策 (即是否持有) 联系起来; 二是实证分析能否支持这种解释。Zuchel 认为上述理论关于处置效应的解释并不能满足这两条标准, 他们指出处置效应实际上可以用心理学文献中自我辩解假设来说明。自我辩解是基于认知不和谐 (cognitive dissonance) 理论的一个假设。认知不和谐理论认为, 投资者在投资亏损后会产生“我的投资失败了”这样一个认识, 相比“我获利了, 我是一个成功的投资者”认识有一定的差异。而人们总是试图证明过去的决策是正确的, 以避免决策错误产生的结果不利于其形象。在自我辩解假设下, 人们持有亏损股票的原因在于如果出售亏损股票或者说实现亏损就意味着他们过去的决策是错误的, 所以投资者会进一步产生一个认识: “损失是暂时的”, 从而继续持有亏损股票形成处置效应现象。

Goetzmann 和 Peles 发现投资者高估所持有共同基金的收益, 这与自我辩解假设是一致的, 也就是说在保持良好的自我形象前提下, 股票收益预期必然会被高估, 投资亏损信号必然会被扭曲, 实际上这是一种自欺欺人的做法。

验证推论

奥登 (Odean) 的结论与我们通常所了解的情况是吻合的, 我们周围的投资者大都如此。国内研究者对中国股市“处置效应”的研究结果表明: 中国的投资者更加倾向于卖出盈利股票, 继续

持有亏损股票，而且这种倾向比国外投资者更为严重。而且，在个人投资者和机构投资者中均存在着处置效应。

处置效应的基本结论是投资者更愿意卖出盈利股票，继续持有亏损股票。这种持有亏损股票而过早卖出赢利股票的“售盈持亏”的心态在国内和国外投资者中同样存在，反映了人类的天性。处置效应的极端情况就象我们通常所说的“虱多不痒，债多不愁”，甚至“死猪不怕开水烫”。而针对处置效应的一项有力措施就是：止住亏损，让赢利充分增长。

两个推论

处置效应的基本结论是投资者更愿意卖出盈利股票，和继续持有亏损股票。与此相关的两个推论是：

- (1) 卖出盈利股票的比率超过卖出亏损股票的比率；
- (2) 持有亏损股票的时间长于持有盈利股票的时间。

处置效应还有一个不太适当的推论是卖出盈利股票的数量超过卖出亏损股票的数量，这一推论不适当的原因是当市场处于牛市时，投资者的投资组合中的大部分股票会处于盈利状态，盈利股票的数量远超过亏损股票，买出更多的盈利股票是合理的；而当市场处于熊市时，投资者的投资组合中的大部分股票会处于亏损状态，亏损股票的数量远超过盈利股票，买出更多的亏损股票是合理的，采取推论（1）的比率方式有利于克服上述问题。此外，从处置效应我们亦可以推论股市在跌市的成交量应少于升市的成交量。

分析

投资者的处置效应倾向并不一定意味着投资者是非理性的，它可能与投资者采取反向投资策略有关。当股价上涨后，投资者可能降低股价进一步上涨的预期，售出股票也在情理之中；当股价格下跌，投资者可能预期股价反转的可能性加大，也有理由继续持有亏损股票。

我们可以通过研究投资者卖出股票后股价的涨跌来考察投资者决策的正确与否。如果卖出股票的价格进一步上涨，则投资者的决策是错误的，继续持有股票会增加收益；如果卖出股票的价格下跌，则投资者的决策是正确的，继续持有股票会减少收益。事实上，在一段时间内，股价大多同涨同跌，如果卖出股票的股价涨幅小于（或跌幅大于）持有股票的股价涨幅，则投资者的决策是正确的；反之，投资者的决策是错误。本研究是从事后结果考察投资者决策有理性因素。

从事前来看，如果投资者相信股价将继续原有的趋势，则会“售亏持盈”；如果投资者相信股价会反转，则会“售盈持亏”，即会表现处置效应倾向。因此，“售盈持亏”现象与股价反转是一致的。

15.4. 过度反应理论（Overreaction Theory）

过度反应理论（Overreaction Theory）是西方投资心理学的重要理论之一，该理论说明了市场总是会出现过度反应的现象。人们由于一系列的情绪与认知等心理因素，会在投资过程中表现出加强的投资心理，从而导致市场的过度反应。

经典的经济学和金融理论认为，个体在投资活动中是理性的。他们在进行投资决策时会进行理智的分析，当股票价格低于上市公司的内在价值时，投资者开始买入股票；而当股票价格高于上市公司的内在价值时，开始卖出股票。证券市场也由此形成了一种价值投资的氛围，但事实并非如此。投资领域中存在着价格长期严重偏离其内在价值的情况，主要原因是上市公司未来的价值本身具有许多不确定性，正是由于这种不确定性引发了投资者的心理上的非理性因素，投资者共同的非理性投机形成了市场的暴涨和崩盘现象。

耶鲁大学的 Robert Shiller 教授是这一领域的专家。他在 2000 年 3 月出版了《非理性繁荣》（Irrational Exuberance）一书，将当时一路涨升的股票市场称作“一场非理性的、自我驱动的、自我膨胀的泡沫”。一个月后，代表所谓美国新经济的纳斯达克股票指数由最高峰的 5000 多点跌至 3000 点，又经过近两年的下跌，最低跌至 1100 多点。互联网泡沫类似于荷兰郁金香、南海公司泡沫，在投资领域中屡见不鲜。为什么人们总会重犯同样的错误呢？Robert Shiller 认为：人类的非理性因素在其中起着主要作用，而历史教训并不足以让人们变得理性起来，非理性是人类根深蒂固的局限性。Shiller 教授曾在一个研究中发现：当日本股市见顶时，只有 14% 的人认为

股市会暴跌，但当股市暴跌以后，有 32% 的投资者认为股市还会暴跌。投资者通常是对于最近的经验考虑过多，并从中推导出最近的趋势，而很少考虑其与长期平均数的偏离程度。换句话说：市场总是会出现过度反应。

Richard Thaler 和 Werner De Bondt 在 1985 年的一个研究中发现，投资者对于受损失的股票会变得越来越悲观，而对于获利的股票会变得越来越乐观，他们对于利好消息和利空消息都会表现出过度反应。当牛市（bull market）来临时，股价会不断上涨，涨到让人不敢相信，远远超出上市公司的投资价值；而当熊市（bear market）来临时，股价会不断下跌，也会跌到大家无法接受的程度。除了从众心理（herd mentality）在其中起作用外，还有人类非理性的情绪状态，以及由此产生的认知偏差。当市场持续上涨时，投资者倾向于越来越乐观。因为实际操作产生了盈利，这种成功的投资行为会增强其乐观的情绪状态，在信息加工上将造成选择性认知偏差，即投资者会对利好消息过于敏感，而对利空消息麻木。这种情绪和认知状态又会加强其行为上的买入操作，形成一种相互加强效应：当市场持续下跌时，情况刚好相反，投资者会越来越悲观。因为实际操作产生了亏损，这种失败的投资操作会加强其悲观情绪，同样也造成了选择性认知偏差，即投资者会对利空消息过于敏感，而对利好消息麻木。因而，市场也就形成了所谓的过度反应现象。

过度反应是由投资决策者在不确定条件下系统性心理认知偏差造成的，投资者面对突然的或未预期到的事件时，倾向于过度重视眼前的信息并轻视以往的信息，从而引起股价的超涨或者超跌，等到投资者理解了事件的实际意义，股价的超涨超跌就会反转，最终恢复到理性的内在价值区间。

15.5. 过度自信理论（Overconfidence Theory）

大量的认知心理学的文献认为，人是过度自信的，尤其对其自身知识的准确性过度自信。人们系统性地低估某类信息并高估其他信息。Gervaris、Heaton 和 Odean（2002）将过度自信定义为，认为自己知识的准确性比事实中的程度更高的一种信念，即对自己的信息赋予的权重大于事实上的权重。关于主观概率测度的研究也发现确实存在过度估计自身知识准确性的情况。

心理学家们的研究还发现一些职业领域往往与过度自信相联系，如外科医生和护士、心理学家、投资银行家、工程师、律师、投资者和经理在判断和决策中会存在过度自信特征。Griffin 和 Amos Tversky（1992）发现人们在回答中等到极度困难的问题时，倾向于过度自信。在回答容易问题时，倾向于不自信；当从事的是可预测性较强，有快速、清晰反馈的重复性的任务时，倾向于仔细推算。如专业桥牌运动员、赌马者和气象学者在决策时都倾向于仔细推算。

Frank（1935）发现人们过度估计了其完成任务的能力，并且这种过度估计随着个人在任务中的重要性而增强，人们对未来事件有不切实际的乐观主义。Kunda（1987）发现人们期望好事情发生在自己身上的概率高于发生在别人身上的概率，甚至对于纯粹的随机事件有不切实际的乐观主义。人们会有不切实际的积极的自我评价，往往认为自己的能力、前途等会比其他人更好。过度自信的人往往有事后聪明的特点，夸大自己预测的准确性，尤其在期望一种结果，而这种结果确实发生时，往往会过度估计自己在产生这种合意结果中的作用。Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam（1998）认为成功者会将成功归因于自己知识的准确性和个人能力，这种自我归因偏差会使成功者过度自信。

过度自信的人在做决策时，会过度估计突出而能引人注意的信息，尤其会过度估计与其已经存在的信念一致的信息，并倾向于搜集那些支持其信念的信息，而忽略那些不支持其信念的信息。当某些观点得到活灵活现的信息、重要的案例和明显的场景支持的时候，人们会更自信，并对这些信息反应过度。而当某些观点得到相关性强的、简洁的、统计性的和基本概率信息支持的时候，人们通常会低估这些信息，并对这些信息反应不足。

人类倾向于从无序中看出规律，尤其是从一大堆随机的经济数据中，推出所谓的规律。Amos Tversky 提供了大量的统计数据，来说明许多事件的发生完全是由于运气和偶然因素的结果，而人类有一种表征直觉推理（representative heuristic）特点，即从一些数据的表面特征，直觉推断出其内在的规律性，从而产生认知和判断上的偏差（biases of cognition and judgment）。投资者的归因偏好也加重了这种认知偏差，即将偶然的成功归因于自己操作的技巧，将失败的投资操作

归于外界无法控制因素，从而产生了所谓过度自信（overconfidence）的心理现象。过度自信是指人们对自己的判断能力过于自信。投资者趋向于认为别人的投资决策都是非理性的，而自己的决定是理性的，是在根据优势的信息基础上进行操作的，但事实并非如此。Daniel Kadmeman 认为：过度自信来源于投资者对概率事件的错误估计，人们对于小概率事件发生的可能性产生过高的估计，认为其总是可能发生的，这也是各种博彩行为的心理依据；而对于中等偏高程度的概率性事件，易产生过低的估计；但对于 90% 以上的概率性事件，则认为肯定会发生。这是过度自信产生的一个主要原因。此外，参加投资活动会让投资者产生一种控制错觉（illusion of control），控制错觉也是产生过度自信的一个重要原因。

投资者和证券分析师们在他们有一定知识的领域中特别过于自信。然而，提高自信水平与成功投资并无相关。基金经理人、股评家以及投资者总认为自己有能力跑赢大盘，然而事实并非如此。Brad Barber 和 Terrance Odean 在此领域做了大量研究。男性在许多领域（体育技能、领导能力、与别人相处能力）中总是过高估计自己。他们在 1991 年至 1997 年中，研究了 38000 名投资者的投资行为，将年交易量作为过度自信的指标，发现男性投资者的年交易量比女性投资者的年交易量总体高出 20% 以上，而投资收益却略低于女性投资者。数据显示：过度自信的投资者在市场中会频繁交易，总体表现为年交易量的放大。但由于过度自信而频繁地进行交易并不能让投资者获得更高的收益。在另一个研究中，他们取样 1991 年至 1996 年中的 78000 名投资者，发现年交易量越高的投资者的实际投资收益越低。在一系列的研究中，他们还发现过度自信的投资者更喜欢冒险，同时也容易忽略交易成本。这也是其投资收益低于正常水平的两大原因。

在传统的金融理论中都假设行为人是风险规避的，但现实中人往往是风险中性甚至是风险寻求的。Friedman 和 Savage（1948）就发现，尽管赢得彩票的几率只有数百万分之一，但还是有很多人去买彩票，这种购买彩票的行为就表现为风险寻求。风险寻求的原因很可能是过度自信。

投资者的过度自信对金融市场也会造成影响。Odean（1998b）将市场参与者分为价格接受者、内部人和做市商，分析过度自信对金融市场的影响。在我国，价格接受者相当于中小散户投资者；机构投资者由于其较强的获得信息的能力，相当于内部人；我国不存在做市商，但是庄家的某些行为类似于做市商，可以作为做市商来分析其对金融市场的影响。这三类投资者在获取信息和价格决定上具有不同的机制。

1. 过度自信对交易量的影响

当投资者过度自信时，市场中的交易量会增大。在无噪音的完全理性预期的市场中，如果不考虑流动性需求，交易量应该是零。如果理性是共识，当一个投资者买进股票时，另外的投资者卖出股票，买进者会考虑是否存在卖出者知道而买进者不知道的信息，这时就不会有交易产生。而现实中金融市场的交易量是非常大的。Dow 和 Gorton（1997）发现，全球外汇的日交易量大约是年度世界贸易总额和投资流动总额之和的四分之一。1998 年纽约证券交易所的周转率超过 75%。我国的情况更是惊人，1996 年上海证券交易所的换手率是 591%，深圳证券交易所的换手率是 902%。由于没有模型来说明在理性市场中交易量应该是多少，所以很难证明什么样的交易量是过多的。Odean（1998a）分析了投资者的买卖行为，发现在考虑了流动性需求、风险管理和税收影响后，投资者买进的股票表现差于卖出的股票，这些投资者交易过多，由于交易成本的原因，过多的交易损害了其收益，其解释是投资者是过度自信的，过度评价了其私人信息的准确性并错误地解释了这些信号，才导致了差的决策。Odean 观察了 166 个投资俱乐部 6 年的交易，发现平均每年的周转量是 65%，年净收益是 14.1%，而作为基准的标准普尔 500 指数收益是 18%。

2. 过度自信对市场效率的影响

在理性市场中，只有当新的信息出来时，价格才会有变动。但是当投资者过度自信时，会对市场波动性产生影响。过度自信度对市场效率的影响取决于信息在市场中是如何散布的。如果少量信息被大量投资者获得，或者公开披露的信息被许多投资者做了不同的解释，过度自信会使这些信息被过度估计，导致价格偏离资产真实价值，这时过度自信损害了市场效率。如果信息仅为内部人所拥有，过度自信的内部人会过度估计其获得的私人信号，通过其过多的交易显示其私人信息，那么做市商、其他的投资者会迅速使得资产价格向其真实价值靠拢。如果内部人的信息对

时间敏感，在其交易后会迅速成为公共信息，那么这种效率收益是短暂的，这时过度自信提高了市场效率。

3. 过度自信对波动性的影响

过度自信的价格接受者会过度估计他们的个人信息，这会导致总的信号被过度估计，使得价格偏离其真实价格。由于过度自信使投资者扭曲了价格的影响，使市场波动增加。过度自信的做市商会促使内部人揭示更多的私人信息，从而将价格设定的更接近其真实价格，这时过度自信使市场波动增加，同时当做市商过度自信时，其风险规避程度会小于其不具有过度自信特征的程度，会认为持有存货的风险不大，这增加了其存货量，存货量的增加降低了市场波动。过度自信对价格的影响取决于不同特征交易者的数量、财富、风险承受能力和信息。如果市场中价格接受者和内部人的数量和财富都较大，而做市商的数量较少、力量较小，则价格的波动性会更大。

4. 过度自信对投资者期望效用的影响

当投资者过度自信时，其资产组合并没有完全分散化，集中的资产组合会降低其期望效用。如果信息是有成本的，过度自信的投资者会花费更大的成本去成为知情者，同时进行更频繁的交易，由于交易费用的原因，过多的交易会降低其净收益（Odean, 1998a）。Lakonishok 等（1992）发现在 1983~1989 年间，积极的基金经理的业绩差于标准普尔 500 指数的表现，扣除管理费，积极的管理减少了基金价值。这可能是由于过度自信使得基金经理在获取信息上花费太大，或者是对其选股能力过度自信所导致。但是 De long, Shleifer, Summers 和 Waldmann（1990）证明了过度自信的交易者能够在市场中存活下来。Wang（1997）用双寡头模型证明了过度自信的基金经理不仅能够获得比他的理性竞争对手更高的期望收益和效用，而且也比他理性时的收益和效用更高，所以过度自信严格占优于理性。

大量的认知心理学的文献认为，人是过度自信的，尤其对其自身知识的准确性过度自信。人们系统性地低估某类信息并高估其他信息。Gervaris、Heaton 和 Odean（2002）将过度自信定义为，认为自己知识的准确性比事实中的程度更高的一种信念，即对自己的信息赋予的权重大于事实上的权重。关于主观概率测度的研究也发现确实存在过度估计自身知识准确性的情况。

一般说来，过于自信有三大优点。

第一，它往往使人乐观开心。现实中，绝大多数的人都过于自信，认为很多人喜欢自己，从而有一种优越感。但事实上并没有他们想象的那么多人对他们有钦慕艳羡之情。

第二，过于自信往往会产生所谓的“自我实现预言”。如果你觉得自己能力不错，善于学习，能够成功完成某项任务，那么确实，这种心理暗示将会有助于你顺利地实现目标，并形成一种良性循环，指引你在日后的学习工作中同样有出色的表现。但是，如果自信不足的话，那就是一种恶性循环了，心理暗示自己不行，实际上也做不好，更加强了原先的不自信。同样，如果你对别人抱有某种信念，结果就会发现别人真的向你原本以为的方向靠拢。关于这一点，有一个非常有趣的实验。

第三，过于自信的人看问题会比较全面，他们比较善于抓住问题大的方向，而不太拘泥于小的细节。又由于过于自信的人一直拥有积极的态度，他们会比较有创造性，容易想出创意的点子。

过度自信的坏处

过于频繁交易。现代的经济学家假定人们的经济行为是完全理性的，但是，事实上我们的行为常常背离经济学中假定的那种完全理性，而且这种对理性的背离并不是人们出于心血来潮而随意做出的决定，而是表现出一种规律性的行为——过于自信就是其中的一种。

爱喝茶的人都知道，用开水泡茶之后，不能马上品出茶味，只有等待片刻之后方能闻到悠悠茶香。在金融市场进行投资和泡茶类似。研究发现，在美国股票市场上，交易越是频繁，损失就越大。投资者们频繁地在金融市场上交易，甚至更多的时候他们交易的收益，或者他们预计中的交易收益都无法用以弥补他们的交易成本。美国的研究显示，1987 年，投资者对标准普尔指数 500 家公司的年投资交易成本占到这些公司年收益的 17.8%，同时，对金融市场的长期调查研究表明，只有少数投资经理能够实现投资回报在标准普尔 500 指数之上。无论是机构投资者还是

个人投资者之所以没有足够的耐心等待茶叶泡出的醇香，从而导致金融市场的过于频繁交易现象的原因之一正是人们的过于自信。投资者们过于相信自己的金融知识和判断，他们自信自己了解市场的走向；他们相信自己能够看准哪支股票会涨，哪支会跌。

打无准备之仗。为什么过于自信的人有时事业会不尽如意呢？这是由于过于自信的人因为其预计的成功程度高于了其本身客观上的成功可能性而轻敌，所以这些人在应该精心准备材料，好好咨询别人意见的时候轻视松懈了。比如一个实际上有 50% 的成功率的计划，如果经过精心的准备可以将成功概率提高到 60%，但却因为过于自信认为这个计划有 85% 的可能性成功而不去准备，在不知不觉中就打了无准备之仗。这样一来，本来可以达到的 60% 的成功概率也没有达到。

99 年参加哈佛行为金融学短训班，教授通过无记名调查提问：1、你退休时能有多少钱；2、在座的人退休时平均能有多少钱。当场统计，第一个问题的答案平均是 3000 万美元（在座多为美国基金经理），第二个问题的答案平均是 300 万美元。也就是说，平均每个人认为自己比平均数强 10 倍。

大脑并不像计算机那样运转，相反，为了缩短分析时间，它往往借助走“捷径”和“情绪过滤器”处理信息。通过这种信息处理方式作出的决策，和不这样做的决策结果往往大相径庭。这些过滤器和捷径就是所谓的心理偏差。了解这些心理偏差，是避免陷人误区的第一步。一个普遍存在的问题是投资者通常过高估计其所获信息的准确性和重要性。下面将对这一问题进行阐述。

投资非易事，这是现实。即便是在信息可能不充分或不准确的情况下，投资者也必须作出决策。不仅如此，还必须能理解并高效地对这样的信息作出分析。然而不幸的是，人们往往在作预测的时候总是犯一些屡见不鲜的错误。

先看看表 1~1 中的 10 个问题。“你可能现在还不知道这些问题的答案，你要做的就是按照自己最有把握的估计给出这些问题的答案区间。具体地说，就是分别给出你认为的那个问题的答案的最小值和最大值，以使正确答案有九成的可能落入这个范围。当然，不要为了确保囊括正确答案而给出一个很大的范围。但也不应过小，因为这样很容易造成正确答案超出你给出的估计范围。如果你坚持按要求给出估计的答案范围，那么这 10 个问题中，你应该能答对 9 个。如果你完全不知道某个问题的答案，给出的估计范围就应该大到让你有九成把握可以容纳那个正确答案。反之则可基于你的了解程度给出一个较小的范围。现在开始吧，尽力做到最好。

表 1~1 给出你认为最有可能的答案的范围（最大值和最小值）⁴

		最大值	最小值
1	请问一只成年蓝鲸一般有多重？		
2	请问《蒙娜丽莎》这幅画是达·芬奇在哪一年创作的？		
3	请问截止到 2012 年，联合国有多少独立的成员国？		
4	请问法国巴黎到澳大利亚悉尼的空中距离是多少英里？		
5	请问人的身体共有多少块骨头？		
6	请问第一次世界大战共死了多少名士兵？		
7	请问 2010 年年底美国国会图书馆共有多少藏品（包括书、手稿、缩微记录、乐谱等）？		
8	请问亚马逊河有多少英里长？		
9	请问地球在赤道处的自转速度是多少（英里/小时）？		
10	全球每年有多少次地震会被美国国家地震信息中心观测到并公布出来？		

现在让我们看看正确的答案：（1）25 万磅；（2）1505 年；（3）193 个国家；（4）10543

⁴ 投资心理学（原书第 5 版）（美）约翰 R. 诺夫辛格|译者：郑磊 机械工业出版社 2013 年 08 月

英里；（5）206 块骨头；（6）830 万名；（7）1.47 亿件；（8）4 000 英里；（9）1044 英里/小时；（10）2 万次。如果答案在你估计的最小值和最大值之间就算正确。那么你答对了几个呢？

大多数人答错的题目不少于五个，但是，如果你按照九成把握来划定答案范围，应该只会答错一道题。事实是即便对问题所涉及的领域没有任何信息或不了解，你也会对自己的答案表现得过度自信。在这方面，哪怕那些学过概率理论的人，跟其他人也没有很大分别。大多数金融学教授也至少答错了五道题。

这个测试表明，人们在正确评估自己掌握的知识和信息的准确度方面存在困难。现在我们知道疑难在哪里了，你还有机会作出改善。因为这本书是将心理学与投资活动联系起来，请考虑以下这个问题：1928 年，道琼斯工业指数迈进了新时代，涵盖的股票也增加到了 30 只。1929 年，该指数从 300 点开始起步，到 2011 年年底上涨到了 12218 点。道琼斯工业指数是用价格加权计算出的平均数，不包含股息。如果将每年的股息再投资，那么 2011 年年底的道琼斯工业指数会是多少点呢？准备好了吗，现在公布正确答案。如果将每年的股息再投资，那么 2011 年年底的道琼斯指数将达到 332130 点。

心理学家认为过度自信会导致人们高估自己的知识水平，低估风险并夸大自己掌控事件的能力。过度自信表现在两个方面：错误估计和自负。前一个指的是人们对某事的概率分布范围估计得太窄小。后者是指人们对自己抱有不现实的良好判断。有趣的是，人们在觉得自己掌控了局面的时候往往更过度自信，哪怕实际情况完全不是那么回事。

过度自信会影响投资决策。投资是一个复杂困难的过程，它包含信息收集、分析以及据此作出决策等几个步骤。然而，过度自信导致我们对信息的准确性产生误解，以及高估自己分析信息的能力。“自我归因”的心理偏差让人们认为成功源于自己能力超群，而将失败归咎于运气不佳。过度自信造成投资者作出诸如过度交易、冒险交易的错误决策，并最终导致投资组合受损。

男性比女性更相信自己的投资决策能力，因此男性投资者要比女性投资者交易更频繁。过度交易导致的不仅仅是高交易佣金。过于频繁的交易，还会让投资者买错股票。另一方面也会导致投资者卖出表现好的股票，买入表现差的股票。

过度自信的心理与市场

由于股票市场上涨，投资者会将盈利归功于自己的能力，因此变得过度自信。这种心理会导致大批投资者增加交易，对证券交易所的交易总量产生一定的影响。

相反，在股市下滑之后，股票的交易量也较平时更少。投资者似乎会将一个表现好的月份归功于自己的能力，并开始增加交易。糟糕的交易表现会使投资者不那么过度自信，随后的交易活动就会下降。这可能就是华尔街资深人士警告投资者不要被牛市忽悠的原因。

过度自信还会导致投资者的冒险行为。理性投资者试图在风险最小化的情况下让收益最大化，然而，过度自信的投资者通常会对风险作出误判。第一，他们倾向于买入高风险股票。第二，倾向于分散程度较低的投资组合。

知识错觉。过度自信的心理是从何而来的呢？它部分是来自投资者关于知识的幻觉——人们倾向于认为自己对未来的预测会随着信息的丰富而更准确，也就是说，信息的积累会加深一个人对某件事的了解，进而提高其决策的水平。

尽管有价值的信息可以改善预测的准确度，但是自信程度可能提高得更快。换言之，接收更多更好的信息导致人们在作预测时自信爆棚，而实际上，信息最多只能有限地改善预测准确度。

人们接受的信息越多就变得越自信，即便他们的预测准确度并没有提高。因为缺乏准确解读信息方面的培训，这些信息所能给予他们的知识也并没有预期那么多。这就是智慧和知识之间的分别。许多个人投资者意识到自己解读投资信息的能力有限，因此求助于互联网。投资者可以从网络上获得分析师的推荐建议、定制专家服务、加入炒股群，或者从聊天室了解别人的观点。然而，这些投资者必须慎重判断聊天室里所说的话，并非所有的推荐都真的出自专家之口。

事实上，网上聊天室里的股票推荐很少出自专家。论坛上的股票推荐不包含有价值的信息。如果投资者认为这些消息增加了他们的知识，他们就有可能对自己的决策过度自信。

个人投资者在赚钱之后表现出既频繁交易又敢冒风险的情况，说明他们更倾向于过度自信。另一重要的心理因素就是关于控制的错觉——人们常常相信自己对一些不可控事件的后果具有影响力。产生这种错觉的主要因素包括：选择、结果序列、任务熟悉程度、信息以及积极参与。

选择：作出一项积极的选择可能会引发控制错觉。结果序列：结果发生的方式会与控制错觉有很大关联。与早期出现消极的结果相比，早期积极的结果会给人更大的控制错觉。任务熟悉程度：人们对任务的熟悉程度越高就越觉得自己能够控制它。信息：投资者得到的信息数量越多，控制的错觉也越大。关于互联网的海量信息已经有人作出不少解释。积极参与：当一个人参与任务的程度越高，那么他觉得自己掌控着事态的感觉也会同比例增强。互联网通过提供交流媒介，如投资聊天室、消息论坛和炒股交流群等促进了投资者积极参与程度

过度自信的心理来自于过去的成功经历。如果某个决策是正确的，人们将其归功于自己的技能超群。如果某个决策后来被证明是错误的，人们将其归因于时运不济。

在网上交易之后，这些投资者交易的周转率立即升到 120%。部分升幅转瞬即逝。网上交易之后，这些投资者的收益有所下降，他们的平均年收益率仅为 12%，跑输市场 3.5 个百分点。

个人投资者对于自己的能力、知识和对未来的预测会存在过度自信的问题。过度自信会导致过量交易，进而降低投资组合的收益。这种低收益源于大量频繁交易要支付更多佣金，以及投资者大多买入走势不如已售出的股票的新股票。过度自信还会导致投资者承担更大的风险，这是因为投资组合不够分散。最后，利用网上交易账户的趋势正在促使投资者变得比以往更加过度自信。



自信与自卑

谁自信，谁自卑，还是很容易看出来的，而且，你自己也能感觉得出来，所以既骗不了别人，也骗不了自己。

那么，自信的人是什么样的呢？我觉得，自信的人就像装满水的杯子。哪怕我倒出去一点水，我也不会在意，因为我还是挺满的。

而所谓“倒出去一点水”，就比如主动去赞扬别人（往别人的杯子里倒一点水）。自信的人，是不会害怕赞扬别人、欣赏别人的。就比如，我哪怕匀一点水给你，我还是比你满，所以我会不在意匀一点水给你。

而自卑的人又是怎么样的呢？就相当于只有一点水的杯子。如果被倒掉一点水，就会比别人的更少，所以只要被人倒了一点水（比如被人批评），就像要了他命似的，

反应很强烈，破口大骂，拼命维护，更不要说会主动倒水给别人了（比如赞扬、欣赏别人），哪怕一丁点，他都心痛得要命。

所以，自卑的人绝少会去赞扬、欣赏别人，甚至，他还会去攻击别人、嘲笑别人，就如同故意去碰撞别人的杯子，使水泼出来一点，以使对方的水跟自己一样少甚至更少。或者，会想方设法摇晃自己的杯子，以使水位看起来似乎上升了一些（比如吹嘘、自夸），所以，自卑的人还喜欢干另一件事，就是吹嘘、夸大自己，有时候甚至无中生有。

所以，归纳下来就是，自信的人就像装满水的杯子，不害怕被人批评、指正，也不吝惜去赞美别人、欣赏别人。自卑的人就像只有一点水的杯子，害怕被人批评、被人指责，反应很强烈。而且经常去攻击、嘲笑别人，以使自己获得平衡，同时经常吹嘘、自夸，使自己看起来好像很厉害。

所以，你是自信的人还是自卑的人呢？对照一下自己的言行就知道了。还是那句话，你骗不了别人，也骗不了自己。看清楚：你骗不了别人，也骗不了自己——尤其，骗不了自己。自信就是自信，自卑就是自卑，就如同两个水位不同的杯子放在那里，清清楚楚。



自卑和自信

1

我信任自卑者远远超过信任自信者。

据我所见，自卑者多是两个极端。其一的确是弱者，并且知道自己的弱，于是自卑。这种人至少有自知之明，因而值得我们尊重。其二是具有某种异常天赋的人，他隐约感觉到却不敢相信自己有这样的天赋，于是自卑。这种人往往极其敏感，容易受挫乃至夭折，其幸运者则会成为成功的天才。

相反，我所见到的过于自信者多半是一些浅薄的家伙，他们虽不低能但也决非大材，大抵属于中等水平，但由于目标过低，便使他们自视过高，露出了一副踌躇满志的嘴脸。我说他们目标过低，是在精神层次的意义上说的。凡狂妄自大者，其所追逐和所夸耀的成功必是功利性的。在有着崇高的精神追求的人中间，我不曾发现过哪怕一个自鸣得意之辈。

2

自卑、谦虚、谦恭之间有着重要的区别。在谦虚的风度和谦恭的姿态背后，我们很难找到自卑。毋宁说，谦虚是自信以本来面目坦然出场，谦恭则是自信戴着自卑的面具出场。

3

我丝毫不否认自信在生活中有着积极的用处。一个人在处世和做事时必须具备基本的自信，否则绝无奋斗的勇气和成功的希望。但是，倘若一个人从来不曾有过自卑的时候，则我敢断定他的奋斗是比较平庸的，他的成功是比较渺小的。

4

两种人最自信：无所不知者和一无所知者。后者的那份狂热自信有时真会动摇我们自己的原本就不坚定的自信，使我们胆怯地以为又遇到了一个无所不知者。

5

事实上，许多伟大的天才并非天性自信的人，相反倒有几分自卑，他们知道自己的弱点，为这弱点而苦恼，不肯毁于这弱点，于是奋起自强，反而有了令一般人吃惊的业绩。

6

极其自信者多半浅薄。对于那些在言行中表现出大使命感的人，我怀有本能的反感，一律敬而远之。据我分析，他们基本上属于两类人，一是尚未得逞的精神暴君，另一是有强烈角色感的社会戏子。和他们打交道，只会使我感到疲劳和无聊。

在我看来，真正的使命感无非是对自己选定并且正在从事的工作的一种热爱罢了。遇见这样的人，我的血缘本能就会把他们认作我的亲兄弟。

7

我在两种人面前最克制不住傲气，一是功名利禄之徒，二是自以为是之辈。

8

你们围着他，向他喝彩，他惶恐不安了。你们哪里知道他心中的自卑，他的成就只是做出来给自己看的，绝没有料到会惊动你们。

9

人应该有一种基本的自信，就是做人的自信，作为人类平等一员的自信。在日常生活中，当一个人在某方面——例如权力、财产、知识、相貌等——处于弱势状态时，常常会产生自卑心理。但是，只要你拥有做人的基本自信，你就比较容易克服这类局部的自卑，依然坦荡地站立在世界上。



知识的错觉：为什么人们经常高估自己

人类建立了复杂的社会，掌握了艰深的技术，从动物中脱颖而出改造着世界，看起来人类个体应该是极其聪明的。但《知识的错觉》这本书告诉我们，其实我们远没有自己以为的那么聪明。

这本书的作者史蒂文·斯洛曼和菲利普·费恩巴赫，是美国很有名的认知科学家。他们通过多年的研究和各种事实告诉我们，人类个体对世界的了解简直少得可怜，没人拥有超级大脑。让人类称霸世界的，不是什么个人理性，而是集体思考能力。这既带来了好处，也带来了弊端。了解个体的无知和错觉，认清集体的理性与非理性，可以让你做出更聪明的决策。

下面就和你分享书里提到的三个问题：为什么说我们所知道的远比自己以为的要少？人为什么倾向于高估自己的理解力？知识到底存在于哪里？

首先，我们来看一下，为什么说我们知道的远比自己以为的要少。

人们是怎么发现并承认自己无知的呢？书里介绍了一个叫做解释性深度错觉的测试工具，专门用来测试人们实际所知和他们自认为所知之间的差距。具体的做法是，要求被试者对某件事物进行解释，并说明这种解释是怎么影响他们对自身理解力的评价的。

测试过程并不难，参加测试的人会被问到三个问题。我们用拉链举个例子。第一个问题就是，请你评价一下自己对拉链的工作原理了解多少，然后给自己打一个分。第二个问题是，拉链到底是怎么发挥作用的，描述一下，越详细越好。很多人这时候才会发现，自己其实对拉链的工作原理一无所知。紧接着，就会被问到第三个问题，现在重新给自己对拉链工作原理了解的程度打个分。结果发现，很多人这时打的分都比最开始打的分要低。

如果你觉得拉链原理本身就太难了，还有另一个实验。研究人员向参加测试的人展示了一幅车架不完整、没有链条和踏板的自行车图，然后让大家在上面画上车骨架、车链子、踏板。看起来不难，结果有将近一半的人都画错了。可以说，这些测试都说明，人们经常处于一种错觉里，那就是觉得自己拥有知识。

为什么会出现这种错觉呢？可能有两个原因。

第一个原因，跟我们的思维有关。作者说，人类思维最主要的任务就是指导行为，知道什么事会带来什么后果，进行因果推论，选取最佳方案。因果推理系统又被分为两种，一个是直觉，一个叫做慎思。直觉是几乎不需要思考就得出结论，慎思则是要辨明这个过程。

但是，直觉系统往往高估了它能缜密思考的程度，经常是给我们一个简化的、粗略的而且通常都还不错的分析，让我们产生错觉，自以为知道很多。但是当我们慎思时，才意识到事实的复杂，自己知道的只是皮毛。所以，研究也发现，倾向于抑制自己的直觉反应，在回答前深思熟虑的人，比那些直觉型的人，更少表现出解释性深度错觉。

第二个原因是，虽然我们平时会接触大量的知识和信息，但思维不会将这些信息全部储存起来，因为这样我们可能就被知识淹没了，相反，思维只挑其中的关键来使用。

换句话说，大量知识和信息并不是体系化的储存在我们的大脑中，大多数真正的知识存在于我们的外界，比如别人的大脑里，书本上或是互联网上。我们生活在一个分享知识的共同体中，对知识随用随取。但是当我们对自己的理解力进行评估时，外界的知识也会在不知不觉中被纳入进来，这就造成了错觉，这也是为什么人们对自己的理解力的评价，会比实际更好。

得克萨斯大学的心理学者阿德里安·沃德就发现，当进行互联网搜索时，人们对自己记忆和处理信息的能力的感觉也随之改善。如果人们在互联网上搜到了之前不知道的事，然后再问他们是在哪里找到这些信息时，许多人甚至会忘了他们曾在网上搜过，直接将功劳归于自己。

那么，既然人类远比想象中的“无知”，我们又是怎样发展到今天的呢？答案就是，群体智慧。就像上面所说，知识大多存储在于外界、存在于别人的大脑中。但同时，每个人都有自己擅长的地方，大家通力合作，把自己的知识“共享”出来，形成“知识共同体”，就能以群体智慧完成极其复杂的任务。

作者提出一个概念，叫做共享意向性，就是人们和他人分享注意力和目标的能力。作者认为，这是人类特有的，正是共享意向性使人类从众多地球生物中脱颖而出。共享意向性是人类最重要的才能之一，人类凭借它来储存知识，并将知识一代代传递下去。

以上就是《知识的错觉》这本书对什么是知识的无知和错觉，以及知识到底存在于哪里的阐释，希望对你有启发。

15.6. 噪音交易理论 (Noise Deal)

噪声交易理论 (Noise Deal)，在有效市场假说中，证券价格与价值之间存在着一个偏差，这个偏差就是噪声，由于证券市场中的交易者依靠信息对交易品种的价值作出判断，尽管价值是先于价格的产生而客观存在的，但在实际交易过程中对价值的判断表现为一种“共识”，“价值发现”就是对价值的“共识”达成一致的行为，共识的达成受到众多的投资者行为的影响，所以这种一致的认识即价值判断的标准无法实现静态的均衡，同时无法先验地判断哪些信息与价值有关，哪些信息与价值无关。于是价格与价值之间就会出现偏差，噪声由此产生。

理论

20 世纪 60 年代开始，有效市场假说成为金融市场主流理论的基础。所谓有效市场是指“在一个市场当中，如果无法通过利用某一信息集合来形成买卖决策以赚取超过正常水平的利润，那么该市场对这组特定的信息集合是有效的”。即，信息完全反映在价格之中，证券的价格和其内在价值相一致。有效市场是一种现实无法达到的理想状态。为了把理论研究和现实情况相联系，经济学家在此基础上，根据信息披露的程度，把有效市场分为强有效市场、半强有效市场和弱有效市场三类，价格中包含的信息越多，市场就越有效。这样就弥补了完全有效的市场过于理论化的弱点，增强了其现实解释能力。

噪声交易在有效市场理论中是不存在的，噪声只是一个均值为零的随机扰动项，随着时间的推移，价格会逐渐趋近内在价值，噪声会逐渐消失，那么非理性交易者会由于“市场选择”而消失，最终由理性交易者主导市场。市场参与者的理性和追求效用最大化的行为是有效市场假说的假设前提。

噪声交易理论可以看作是正在兴起的行为金融学的重要组成部分，包括费希尔、布莱克、萨默斯、斯蒂格利茨和曼昆都对金融噪声交易理论进行了有益的探讨和支持。

冲击

20 世纪 80 年代以来，随着信息经济学的广泛应用和行为金融学的兴起，噪声交易开始得到广泛关注，经济学家开始分析噪声的形成机理，由此分析噪声交易对市场的影响、噪声交易者的行为以及对市场价格的影响。经济学家发现噪声和噪声交易不仅大量存在，而且对市场作用和影响很大，由此对一直居于主流地位的有效市场假说形成了巨大的冲击。

其一，在噪声的形成机制上，有效市场假说认为，噪声是一个均值为零的随机项，并会随着信息的传播很快消失。而噪声交易理论则认为由于信息不对称和金融市场不确定性的长期存在，噪声会长期存在，使价格可能长期偏离基础价值。噪声是众多因素共同作用的结果，其中最主要的因素是金融市场众多交易者存在着严重的信息不对称以及交易者对风险偏好不同。

其二，在噪声交易能否存在方面，有效市场假说坚持噪声交易不会存在于金融市场中，即使存在必然会蒙受损失，这些损失将成为拥有内幕信息的理*易者的收益。而对于噪声交易理论来说，噪声的存在使非理*易者能够在市场中生存，噪声交易将大量存在于市场交易之中，并获得一定收益。

其三，在噪声交易对金融市场的作用方面，有效市场假说认为噪声交易对证券价格没有影响，其惟一作用就是为市场提供流动性；而噪声交易理论虽然也是从噪声交易者对市场提供流动性入手，但是通过模型论述了噪声交易者对市场均衡价格形成和证券收益的影响。

市场流动性

流动性对一个市场的存在是至关重要的，Teweleshe 和 Bradley 认为，判断市场持续性的四个标准是：（1）市场交易频繁；（2）买入卖出报价价差甚微；（3）执行委托迅速；（4）交易价格波动不大。

市场流动性具有多重性，其定义取决于人们所强调的方面而发生改变，很难做出一个准确的

定义。Hicks 对流动性定义为“立即执行一笔交易的可能性”。Grossman 和 Miler 认为可以通过“当前报价和时间下执行交易的能力”评价一个市场的流动性。Massimb 与 Phelps 把流动性概括为“为进入市场的订单提供立即执行交易的一种市场能力和执行小额市价订单时不会导致市场价格较大幅度变化的能力”。因此，我们将市场流动性定义为：如果交易商在其需要的时候能够以较低的交易成本很快地买或卖大量的股票，并对价格产生较小的影响，则称市场是流动的。根据这一定义，流动性集中体现在两个方面——即时性和不变价格。前者主要表现在交易的速度上，由交易的数量（包括交易人数和交易次数）与交易机制决定；后者则体现了价格的稳定性。

流动性的衡量指标主要是市场深度（depth）、宽度（width）和弹性（elasticity）。

（1）深度是指在一个给定的买卖报价下可以交易的股票数量，在实际应用中，市场深度由高于目前证券成交价格的订单和低于目前证券成交价格的订单数量之和表示。这些订单数量越多，市场越有深度，流动性越强；反之，市场缺乏深度，市场流动性较差。

（2）宽度是指对某一给定数量的股票的买卖价差，即它衡量流动性的每股成本。买卖价差越大，交易的成本越高，市场的流动性越差。

（3）弹性是指由交易引起的价格波动消失的速度，或委托单不平衡的调整速度，具体而言，当临时性的订单不平衡导致价格发生变化后，新的订单立即大量进入，并使价格很快调整到原先价格时，则称市场是具有弹性的；当订单流量对价格变化的调整缓慢，则市场缺乏弹性。据此定义，市场弹性：交易前后价格变化比率/交易发生后价差恢复到交易前状态的时间。

不管是有效市场假说还是噪声交易理论，噪声交易的基本作用被假设为活跃市场，为市场提供流动性。由于噪声交易者通常都是一些非知情交易者，他们交易的首要目的是通过迅速变现实现手持证券的流动性，而非收益或利润最大化，在一定程度上提高了市场交易的活跃程度。

衡量噪声交易的一个指标就是换手率，换手率是指在一定时间内市场中股票转手买卖的频率，指当天成交量与公司流通量的比率，其计算公式为： $\text{换手率} = (\text{某一段时间内的成交量} / \text{流通股数}) \times 100\%$ 。由于噪声交易对市场流动性有直接的促进作用，换手率的高低又直接体现噪声交易的程度，人们常常把换手率当作市场流动性的衡量指标。如前所述，市场流动性，作为反映市场有效性的指标之一，有自身的衡量指标。不包含价格稳定性的换手率的高低在一定程度上反映了市场的活跃程度，但不能完全反映出市场是否具有高流动性，所以，并不能得出结论：换手率越高，噪声交易越频繁，市场的流动性就越高。

总的来说，由于噪声交易的基本目的是获得变现能力，对单只股票和单次交易而言，是流动能力，但对于整个市场而言，是众多股票的交易，是众多知情、非知情（噪声）交易者之间反复讨价还价的交易过程，其间价格的波动程度不是单纯由噪声交易者完全左右的，因此，噪声交易对市场流动性的作用有限，换手率对市场流动性的反映程度也有限。

市场有效性

金融市场微观结构理论告诉我们，衡量一个市场是否有效的指标通常有：流动性、风险（波动性）、交易成本和市场透明度。其中，流动性起了决定性和基础性的作用。流动性对效率的影响是通过其影响市场价格的不确定性来传递的。因为这种不确定性会使价格不能反映所获得的信息，或使市场价格暂时偏离市场的均衡价格，从而影响到市场效率。在证券市场上，在现金和证券两者之间进行资产选择的投资者，总是会估价流动性的价值并且愿意为流动性付费。而流动性的缺乏或丧失都将直接导致市场的动荡。一个有效、健康的金融市场必须建立在流动性的基础上。从更广泛的意义上，市场流动性不仅保证了证券市场的正常运转，而且促进了资源的有效配置和经济增长。

噪声交易对市场流动性有一定的推动作用。但噪声交易对市场有效性的作用也十分有限。噪声交易过多时，资产价格中的信息含量会减少，这样的噪声交易又会使资产价格变得不太有效。过多的噪声交易，对市场有效性的负面影响更为突出。

Froot、Scharfstein 和 Stein 认为，在短期交易普遍存在的前提下，交易者可能聚集在某些信息甚至是与基础价值毫不相关的信息或谣言上进行交易。它会在一定程度上引起信息资源的不合理配置和价格与价值的明显偏离。当大量的交易者聚集于某一信息并发生极端反应的时候，就

会导致“羊群效应”。这一效应可能使努力获取新信息的交易者无法得到相应的回报，因为他无法保证其他投资者会相信并聚集在这一信息上，这就不利于提高交易者搜集信息的积极性。如果大量的投机*易者在某一信息上聚集，而忽视了对其他相关的基础信息的搜寻，甚至聚集于与基础价值毫无关系的噪声上，往往造成与资产基础价值有关的信息不能完全从价格中反映出来，从而使资产价格的信息质量降低。另外，噪声交易者还通过积极反馈信息，对知情交易者的行为进行了掩盖。知情交易者之所以能够获利，是因为其掌握的私人信息还未完全融入价格之中。由于知情交易者和噪声交易者同时进行交易，掩盖了知情交易者的行为，使价格反映信息的速度放慢，知情交易者从而获得超前收益。噪声交易的这种“羊群效应”损害了市场的有效性。

对策

噪声和噪声交易对市场流动性来说是非常重要的，它是提高市场流动性的必要手段。但过度噪声的存在又阻碍了信息的披露，降低市场效率。因此，噪声交易是一把双刃剑，需要谨慎的对待，发挥其积极作用，减少其不利影响。我国证券市场存在知情交易者为数众多、噪声交易者过盲从等现象，因此我们建议可以采取以下措施：

（一）提高信息透明度。提高信息透明度，必须借鉴国际经验，走规范化道路。信息披露规范化是规范上市公司行为、提高市场透明度、保护和吸引投资者的重要手段，也是减少过度的噪声交易、提高市场有效性的首要工作。信息披露的规范化需要法律法规的支持和明确规定。应借鉴国外成熟的证券市场信息披露的内容与形式，加大信息披露的范围与频率，尽量减少内幕信息和内幕交易对中小投资者的伤害。

（二）培育理性的投资者。理性的投资者对于发现信息、减少噪声交易的消极影响和提高市场的有效性均有正面作用。对于理性投资者的培育，一方面要通过宣传和教育，增强投资者的风险意识；另一方面要把注意力放在大力发展、规范机构投资者上，这是关系到证券市场健康运行的重要举措。要用市场化的手段培育理性、成熟的机构投资者，营造机构投资者成长的良好外部环境。主要是尽快出台《投资基金法》等与之配套的相关法规，为改革投资者结构提供制度保障，使机构投资者的功能得以充分发挥，使市场投资理念得到根本性转变。此外，还要提高从业人员素质，加强对就业人员的培训，真正发挥机构投资者搜寻信息和专家理财的优势。

（三）强化监管，打击违规、违法、操纵市场的行为。严格监管是保护在资金和信息上处于劣势的中小噪声投资者的必要手段，也是维护市场规范、有序和有效发挥证券市场资源配置功能的基本前提。我国证券市场出现的问题，如内幕交易、造假、行政权力介入等，严重扰乱市场秩序，因此，必须强化监管，制订严格的反操纵和欺诈措施，确保信息的准确、完整和及时发布，防止内幕交易，保障市场交易的公开性、公平性和公正性，控制市场交易风险。只有形成严加监管的氛围，才能使人人自警，对违规问题慎重对待，才能在正确发挥噪声交易有利作用的基础上维护公平、公正的市场环境，保证市场健康、高效运行，实现市场运行目标。

噪声交易理论的启示

金融噪声交易理论比较好的解释了金融市场交易中的非理性行为。噪声交易普遍存在所造成的市场价格的剧烈波动及其严重后果对金融市场监管当局维护市场稳定的决心提出了挑战对普通投资者而言，制定投资策略时需要把噪声交易作为一个变量来考虑。金融市场噪声交易理论从市场监管和投资策略两方面具有启示作用。

1、噪声交易对金融市场监管的启示。

既然信息的高成本与不对称是产生“噪声”的根源，监管的方向就是尽可能的减少信息成本与信息的不对称性。鉴于我国的证券市场是典型的新兴市场，信息披露不充分，会计标准不清晰，产生信息的不合理配置的可能更大也更严重。因此，可以对信息披露制度进行完善，并制定措施保证其得到严格执行：对投资大户、机构投资者以及接近内幕消息的人士获取内幕消息进行监管和惩罚，提高其获得信息的成本和事后受惩罚的概率，从而降低人为因素造成的信息不对称程度；加强对证券投资机构，市场评论者，市场中介机构以及市场调查等机构对信息加工处理与公布质量的要求及其责任的承担。

2、金融噪声交易理论对投资者的启示。

我国的证券市场正处于由散户博弈时代向机构博弈时代过渡。在这个过程中没有完成以前，市场上短期交易仍然十分普遍，投资者仍热衷于获得市场的各种小道消息。这种环境下，噪声交易的大量存在是不可避免的，而且在持续时间，涉及范围及价格波动幅度上都要比西方发达国家金融市场有过之而无不及。这可以从我国 A 股市场上极高的换手率和狂炒 ST、PT 股票得到证明。持续的噪声交易使金融资产价格不断偏离其基本价值。理性投资者不能通过其对基本价值的认识利用这种偏离套利，因为价格的偏离可能在理性投资者买入或卖出后继续沿同一个方向运动，而不是相反。噪声交易理论告诉每一个想在这样的市场环境下生存的理性交易者，获利的最好办法是预期噪声交易者对噪声的反应程度，于噪声交易开始不久后介入赚取价差。

噪音交易者

最早提出“噪音交易者”（noise trader）概念的是 Kyle（1985），Black（1986）。进一步将噪音交易者明确定义为无法获得内部信息（inside information），非理性地把噪音当作信息进行交易的投资者。

市场选择理论的代表人物 Fama 和 Friedman 认为噪音交易者在市场的预期收益为负，总是处于亏损的状态，因此无法长期存在。而行为金融理论的最新研究成果则提出了相反的观点，De Long, Shleifer, Summers 和 Waldman（1990）提出的 DSSW 模型证明了噪音交易者可以获得正的预期收益。但是，某次或某几次交易中能够获得正的预期收益并不意味着他们能够获得更多的长期财富，具有长期生存的能力。迄今为止，De Long 等人（1991）建立的资产组合配置模型和 Kogan 模型（2003）较好地说明了噪音交易者的长期生存能力问题。

预期收益

早在 70 年代，弗里德曼 Friedman 和法马 Fama 就讨论了噪音交易者长期存在的可能性及其对市场的影响问题：他们认为，当噪音交易者抬高了股票的瞬时价格使其高于基本面价值时，理性套利者就会卖空股票、打压市场价格，直到价格回复价值为止，此时，套利者低价买回股票，赚取高卖低买的差价收益，这使噪音交易者所获投资收益水平比与之进行交易的套利者要低，所以经济利益的选择机制会把他们逐渐淘汰。而这种套利行为的另一个结果就是任何价格偏差都将被市场迅速纠正，价格始终贴近基础价值，这就是通常所说的“市场选择理论”根据这一理论，噪音交易者在资产价格形成过程中的作用是无足轻重的，可以忽略不计。就连噪音交易理论的代表布莱克（Black，1986）也认为，由于噪音交易者总是高买低卖，所以噪音交易者作为一个整体将是亏损的，相反，套利者则在财务上处于强势。而且，噪音交易越多，套利者就有越多的获利机会

1990 年，De Long, Shleifer, Summers 和 Waldman 建立了 DSSW 模型，证明了噪音交易者可以获得正的预期收益，并且他们的收益可能比套利者更高。

影响的效应。在 DSSW 模型中，De Long 等人总结了影响噪音交易者预期收益的四种效应：

①多多益善效应（hold more effect）。即指当噪音交易者平均持有更多的风险资产时，也就意味着他们承受的风险份额越大，自然他们所获得的风险回报也越多，相对于套利者来说，噪音交易者预期的收益就会增加。

②价格压力效应（price pressure effect）。即指当噪音交易者情绪越来越乐观时，他们对风险资产的平均需求会增加，这必然会导致股价上升，这样他们就降低了风险回报以及他们与套利者之间的收益差别。

③买高卖低效应（buy high sell low effect）或弗里德曼效应（Friedman effect）。即指由于噪音交易者的非理性，致使他们选择了错误的入市时间，在高价时买进、低价时卖出，从而形成亏损。噪音交易者的投资心态越易变，他们错误的入市时间对他们收益的损害就越大。

④空间创造效应（Create space effect）。即指当噪音交易者的想法改变得越来越频繁，价格风险也就越来越大。套利者如果想利用噪音交易者的错误来牟取利润就必须承受越来越大的风险。因为套利者是风险规避者，所以随着风险的增加，他们从噪音交易者手中购买的风险资产就会减

少，从而噪音交易者“创造了自己的生存空间”。

以上四种效应，多多益善效应和空间创造效应有助于提高噪音交易者的相对预期收益，而价格压力效应和买高卖低效应则将减少噪音交易者的预期收益。因此，噪音交易者的预期收益是高还是低，就要看一定条件下，上述两组效应中哪一组占有明显的优势。如果噪音交易者普遍看淡后市，此时不存在多多益善效应，他们的平均收益不会太高；当噪音交易者对市场过于看好时，价格压力效应会增大并发挥主导影响，他们平均来说也不会获得高的收益只有在对市场看多的程度处于中等时，多多益善效应和空间创造效应发挥主要作用，噪音交易者才能获得相对较高的预期收益，并且风险回避型的投资者越多，噪音交易者的平均收益也相对越高。De Long 等人的这一发现表明，噪音交易者在市场中并不总是亏损的，当然他们也并不总是盈利，在条件具备的情况下，他们的预期收益可以为正，甚至高于套利者。

噪音交易者在金融市场中长期生存既得到了理论上的证明，也是现实中各国证券市场都普遍实际存在的现象，这一现象将对证券市场的稳定产生极为不利的影晌。而我国的股票市场兼有新兴和转轨两大特征，噪音交易者的影响就更为严重。

在标准金融学看来，绝大多数投资者是理性的，市场是有效的。尽管市场有时可能会出现非理性投资行为引发的股票收益率异常波动现象，但大量的理性投资者的套利行为将迅速消除异常现象。可是，在“宁波解放南路现象”中，“涨停板敢死队”虽然是非理性行为的始作俑者，但他们实际上心里非常清楚自己在做什么。“宁波解放南路现象”就是“涨停板敢死队”为其他投资者布置的一个“局”，利用股票收益率短期内大幅上升引诱其他投资者跟风买进从而“入局”，“涨停板敢死队”则趁机高抛获利“出局”。

“宁波解放南路现象”成名也不是一天两天了，“涨停板敢死队”狙击的股票往往很快便跌回原来的价格甚至更低，加上一些媒体对“涨停板敢死队”的操作手法的广泛报道，事实上多数投资者已经大致了解“宁波解放南路现象”的本质，清楚其中的巨大风险。奇怪的是，即便如此，仍有相当多数中小投资者前赴后继地坠入“局”中，成为“宁波解放南路现象”中的最终受害者。而制造“宁波解放南路现象”的“涨停板敢死队”在投资过程中实际表现出超凡的理性。他们清楚地知道目标股票的合理定价，了解股价泡沫维持时间不可能太长，所以一旦股价大幅上升且其他投资者争相买进后，自己则及时卖出了结。

制造股价混乱的是“涨停板敢死队”，首先采取行动结束混乱的也是“涨停板敢死队”；众多投资者被价格混乱所迷惑而盲目参与投资，始终无法摆脱受骗上当的命运。这在标准金融学理论中是不成立的。但是在行为金融学中，我们认为证券被错误定价的一个主要原因是噪音交易者（noise traders）的存在。

行为金融学将投资者分为两类：信息交易者（information traders）和噪音交易者（noise traders）。信息交易者是严格按照资本资产定价模型（CAPM）行事的理性投资者，他们不会犯认知错误，只关注组合的均值和方差；噪音交易者则是处于资本资产定价模型（CAPM）理论框架之外的理性或非理性投资者，他们会有意或无意地犯各种认知偏差错误，没有严格的对均值和方差的偏好。在两类交易者的相互作用下，资产价格得以形成

信息交易者为主流时，市场是有效的，而噪音交易者为主流时，市场则是无效率的。正是由于噪音交易者的存在，资产价格才会经常性地偏离其真实价值。“涨停板敢死队”正是这样的噪音交易者，不过他们属于理性的噪音交易者。因为他们知道自己在制造噪音，并且希望由此影响更多的人成为噪音交易者，而他们则利用其他噪音交易者的失误而获利。

噪音在证券市场中特指我们对真实信息的不完美的观察结果。比如某上市公司公布年度报告称全年每股盈利1元钱，那么按照当前市场平均市盈率20倍的估值，投资者可能愿意花20元/股去买这家公司的股票。但经过仔细研究分析年报，发现公司盈利的一半来自于非经常性营业收入，公司股票实际价格应该只有10元/股。理性投资者由于不会犯认知错误，于是能够掌握信息的真实内在的东西，不象非理性投资者往往被表面现象蒙蔽。所以，理性投资者可以从观察结果中提取完美的结果，真实的信息；而非理性投资者只能从观察结果中提取不完美的结果，即噪音。

噪音交易者的另一个定义是：根据噪音制定交易决策的投资者。相对应的是根据真实信息制

定交易决策的投资者即为信息交易者。这里需要提醒的有两点：一、噪音交易者并非都是非理性投资者，其中也有理性投资者，而信息交易者必为理性投资者；二、噪音交易者在证券市场中的处境不一定比信息交易者，而非理性投资者的亏损面一般会大于理性投资者。

显然，“涨停板敢死队”属于理性的噪音交易者。他们通常掌握正确的信息，知道股票的正确定价，但却刻意使自己成为噪音交易者。这似乎不太好理解，其实很简单。我们还是回过头来看天山纺织的案例：

2004年8月20日前后有关天山纺织的基本面消息中没有任何实质性利好，只有一些重组传闻。“涨停板敢死队”知道重组传闻属于噪音，不会对公司基本价值产生实质影响。按道理他们完全不必理会这只股票。但同期上证指数连续三天涨幅只有0.31%，如果他们投资其他跟随大盘同步涨跌的股票，或者按照正常价格和数量买进天山纺织，那么只能获取等于或略高于市场平均水平的收益。这时候“涨停板敢死队”选择了利用噪音进行交易，大量买进天山纺织，推高股价，制造活跃现象。此刻对于其他投资者尤其是非理性投资者来说，眼里看见股价飞涨，耳中听到重组利好，在缺乏过滤噪音提取信息的本事下，难免不做出追高买入的决定。“涨停板敢死队”由于利用噪音交易，三天获利可以超过20%，远远超过规规矩矩地当信息交易者的回报，此刻还有什么比成为一个理性的噪音交易者更美妙的事情吗？

心理学研究表明噪音交易是一种合理存在

从心理学上说，金融投资作为一个心理过程，包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程。认知过程往往会产生系统性的认知偏差；情绪过程又可能导致情绪偏差；意志过程则受到认知偏差和情绪偏差的影响最终形成决策偏差。上述心理过程是人们普遍存在的情况，并非个别素质低的投资者的专利。

美国股神巴菲特经常爱讲一个故事：一个石油商死后上了天堂，结果圣彼得说：实在抱歉，我知道您在世时行为正派，做了很多善事，但是天堂里已经饱和，实在住不下人了。这个石油商说，不要紧，我有办法，他对天堂的大门大喊一声：地狱里发现石油啦！马上从大门里跑出一大堆人，要赶到地狱去。圣彼得吃惊地看着这一切，说：现在你可以进天堂了。不料石油商说：“不，我想去地狱，说不定这个消息是真的呢”。由此可见人们心理状态演变是一个多么奇怪的过程，连自己说的骗人的话，经过他人反馈后自己也不由自主地相信了。巴菲特特意将自己的投资总部建立在远离华尔街的一个偏僻小城里，就是为了不受华尔街喧闹的影响，能够静下心来尽可能不受噪音左右，成为一个信息交易者。但全世界毕竟只有一个巴菲特，能够做到象巴菲特那样清心寡欲，全心全意钻研证券投资，并且掌握流畅的信息渠道，具备准确分析信息的水平的人也不多。

现实中的投资者在实际交易时不一定进行分散投资以降低风险，在套牢时捂住不卖，稍有盈利边着急抛售，许多投资者互相之间的交易表现出较高的相关性，极易受一些环境改变的影响而产生群体偏差或羊群效应。他们的行为与标准金融学理论模型描述的有很大不同。这一切都与一个信息交易者的行为相去甚远。所以，证券市场上随时都充斥着大量的噪音交易者就不难理解了。

“宁波解放南路现象”中噪音交易者的盈利秘诀

前面的分析结果主要是根据观察到的表面现象，并结合金融理论进行推导得出的。但实际情况到底如何呢？类似“涨停板敢死队”这样的噪音交易者是否真的可以利用制造价格混乱而获利；普通中小投资者难道都是“宁波解放南路现象”中的牺牲品吗？笔者有幸结识了两位成都市证券投资界的“涨停板敢死队”成员，一位是XX证券成都营业部的王X，一位是YY证券成都营业部的刘Y。非常感谢他们二位毫无保留地告诉我有关实战操作的细节以及他们在投资过程中的思路，王X甚至将他在2004年全年的买卖成交明细打印出来供笔者参考。另外，笔者利用工作之便（本人现为证券有限公司证券分析师）采访了10位普通投资者，了解他们对“宁波解放南路现象”的看法以及自己的实际操作。

15.7. 羊群效应 (Herd Behavior)

一则黑色幽默：一位石油大亨死后到天堂去参加会议，一进会议室发现已经座无虚席，没有地方落座，于是他灵机一动，大喊一声：“地狱里发现石油了！”这一喊不要紧，天堂里的石油大亨们纷纷向地狱跑去，很快天堂里就只剩下那位大亨了。这时，大亨心想，大家都跑了过去，莫非地狱里真的发现石油了？于是，他也急匆匆地奔向地狱。地狱里或许一滴石油也没有，但跑去那里受苦却是不争的事实。想必很多人都会觉得这位石油大亨实属“雷人”，但当我们的思维被恐惧和多疑所阻碍的时候，又有多少人能够清晰分辨天堂和地狱。想想那些在股市基海里追涨杀跌、在恐惧与贪婪中备受煎熬、在消息与政策间博弈的投资者们，诙谐的故事显得有些苦涩。

羊群效应 (Herd Behavior)，又称羊群行为、从众心理、群体行为、社会感染等，它是指投资者在群体压力之下放弃自己的意见，转变原有的态度，采取与大多数人一致的行为。在行为金融学看来，羊群行为是影响资产市场价格水平内在波动的一个重要因素。

在一群羊前面横放一根木棍，第一只羊跳了过去，第二只、第三只也会跟着跳过去这时，把那根棍子撤走，后面的羊，走到这里，仍然像前面的羊一样，向上跳一下，尽管拦路的棍子已经不在，这就是所谓的“羊群效应”也称“从众心理”。也是指管理学上一些企业市场行为的一种常见现象。它是指由于对信息不充分的和缺乏了解，投资者很难对市场未来的不确定性作出合理的预期，往往是通过观察周围人群的行为而提取信息，在这种信息的不断传递中，许多人的信息将大致相同且彼此强化，从而产生的从众行为“羊群效应”是由个人理性行为导致的集体的非理性行为的一种非线性机制。

羊群效应”是行为金融学领域中比典型的一种现象，主流金融理论无法对之解释。经济学里经常用“羊群效应”来描述经济个体的从众跟风心理。羊群是一种很散乱的组织，自由散漫惯了，一般羊群在一起时，经常性的发生没有目的性的盲目的乱冲乱撞的现象，只要其中有一头羊行动起来，其他的羊也会没有目的性的随之而来，完全不顾及前方有可能存在着狼群，又或许更远处或者是别的地方有更好的草。因此，羊群行为被用来比喻人人都有的从众行为，从众心理很容易导致人们的盲目跟从，从而放弃理性的判断，而这种盲目的跟从行为往往又会使投资者面临风险甚至失败。

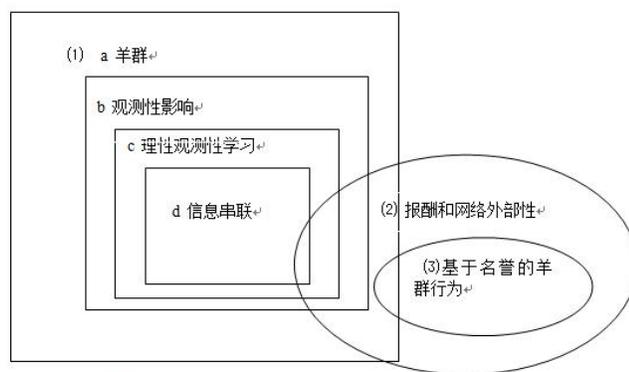
在经济学的范畴里，个体在经济行为决策过程中的这种盲目非理性的投资行为就是羊群行为。早期在资本市场中，众多学者把羊群行为表达为：更多的投资者倾向于同时买入或者卖出股票的一方。随着金融市场的不断发展，现在更为常见的是把羊群行为定义为：不同的投资主体受到相同行为影响进而产生的直接作用或者间接作用。也有人将羊群行为重新定义为在同一时间内个体投资者没有经过自己的思考分析，而选择盲目地跟从他人的选择行为。股票市场中投资者的羊群行为是指投资者在交易过程中存在学习与模仿现象，从而导致他们在某段时期内，同时买入或者卖出相同的股票。羊群效应是从心理学角度分析投资者在金融交易过程中的从众、模仿行为，是行为金融学的一个重要研究分支，也是 20 世纪 90 年代金融学的研究重点。在股票市场中，羊群效应的产生往往伴随着股价波动异常和金融危机的发生，但经典金融理论并不能非常全面的解释该效应产生的原因，因此金融学界对投资者的行为，特别是羊群效应对股价的影响投入了广泛关注和深入研究。

羊群效应在经济学领域的应用最早可以追溯到 1936 年，由 J. M. Keynes 提出的著名的，“选美理论 (Beauty Contest)”。Keynes 认为，当要求参赛者从 100 张照片中选出自己认为最漂亮的 6 张照片时，比赛的获奖者通常是能够猜出最能吸引其他参赛者喜欢的那 6 张照片的，这就促使参赛者之间尽可能的去猜测其他竞争者可能会做出的选择，并模仿这种选择，而忽略自己的想法和观点，从而产生了羊群效应。

Wermers (1999) 在研究基金投资者中存在具体总结出了四种情形的羊群理论模型：一是经理人为了维护自身的声誉，忽视自有私人信息，进而选择跟随他人的投资行为；二是受同样或相关的私人信息的影响，不同经理人作出一致决策的投资行为；三是受相同或相关分析指标的分析结果的影响，不同经理人作出一致决策的投资行为；四是受同类的风险偏好的影响，作出一致

决策的投资行为。

Hirshleifer 和 Teoh (2003) 从社会学的角度对羊群效应的产生做了较为全面的分析, 其研究表明个人的思想、感情、行为均会受到来自他人的各种形式的影响, 如语言交流、对他人行为的观察以及对他人行为结果的观察。这种影响可能是一种完全理性的学习过程, 也可能是一种准理性或理性程度不足的学习过程, 而在准理性的学习中, 个人观察得到的经验甚至可能是对其决策毫无帮助的。此外, 他们从“观察层次”和“支付相互影响层次”维度描述了“理性的”羊群效应的形成机理, 根据实际决策活动中个体间相互作用形式的不同, 对投资者的羊群行为进行了分类, 具体分层形式详见下图。



资料来源: Hirshleifer (2001)

羊群效应(从众行为)的层次划分

图 25 羊群效应分层形式

其中, 顶层是最包含性的羊群, 矩形为观测性分层, 包括: A.羊群、B.观测性影响、C.理性观测性学习、D.信息层叠, 从信息来源的角度分析羊群行为的产生机理; 椭圆形为报酬相互影响的分层, 包括: I.羊群、II.收益与网络外部性、III.声誉型羊群。基于这两个分析层次的交互影响, 具体到股票投资中的羊群效应的形成原因又可划分为:

(1) 相同的偏好。个人投资者在选股时, 或因为相同的选股偏好, 如题材、概念、分析指标等, 或对同类信息的关注偏好, 如证监会消息、财经新闻、股评消息等, 而做出了类似的交易决策。

(2) 情绪的传染。个人投资者在做出交易决策时, 往往并不能达到理性人假设中那般的独立分析, 因此在实际交易过程中, 投资决策或多或少的都会受他人的影响。那些投资知识相对缺乏的投资者, 往往对“权威”存在崇拜, 如股评消息, 身边更有经验者的消息、投资顾问推荐等等, 个人投资者的这种崇拜也导致了跟随他人投资策略的行为, 从而产生羊群效应。甚至, 在股市行情好的时候, 许多投资者看到身边的人交易获利了, 便开始炒股, 但其自身可能并不具备应有的投资素质, 在选股投资上具有明显的盲目性、随意性。正如英国谚语说的, “连一头驴都知道一个东西能赚钱的时候, 那亏损肯定就不远了。”而当股指开始下挫时, 也正是这些缺乏基本价值判断的投资者最先引发市场恐慌, 盲目“杀跌”下的羊群效应也进一步造成股价的异常波动。

(3) 能力有限。个人投资者的财力比较薄弱, 没有成熟的价值投资理念, 在信息获取和甄别的能力上受其认知水平、个人经历与精力等因素的影响, 并不能对有效信息较为全面的掌握, 此外, 人们的认知是有限的, 在一件事上分布的认知资源越多, 对其他事物的认知资源分布则相对减少, 因此投资者往往存在关注显著信息、疏忽隐晦信息的效应, 投资者间相同的信息关注点与趋利避害的本质, 进一步促使人们的从众、跟风交易。

(4) 信息不对称。与个人投资者相比, 机构投资者在信息获取以及分析能力上的优势, 使得他们对国家的经济发展形势以及市场的发展动态的把握更为全面, 同时, 对各上市公司所披露的甚至未披露的信息也有着更为全面、专业、深刻地分析, 且拥有时效性优势。而个人投资者, 由于缺乏有效信息, 难以自行判断和决策, 往往过分依赖“内幕消息”、“小道消息”, 而忽略

了自身价值的判断，从而采取与他人趋同的投资行为。

(5) 市场发展不成熟，市场机制的不完善。我的股票市场发展还不是很成熟，相比成熟市场中以机构投资者之间的博弈占大多数，我国的股票市场仍是个人投资者与机构投资者之间的的博弈为主，而个人投资虽然在数量上占多数，但在资金量、信息获取、专业知识掌握程度等方面都处于劣势。另外一方面，股票市场的机制仍不健全。在信息披露方面，许多上市公司披露的信息存在漏报、虚报的问题，如虚报公司的利润，夸大公司的盈利能力，瞒报可能造成公司股价下跌的消息等，个人投资者在信息获取时效上相对滞后，缺乏价值判断能力，容易受到虚假信息的误导，从而产生羊群效应。而在交易机制上，没有有效的做空机制帮助个人投资者规避市场风险，目前虽然有期权、期货、融资融券这样的衍生金融工具做空，但对投资者的投资规模和投资能力要求相对较高，大部分个人投资者主要还是赚取低买高卖的差价，或在下跌时通过短期交易摊平成本，缺乏有效做空机制保护的投资者在交易中多处于被动状态，一旦形成羊群效应会加剧股价的异常波动。

金融市场中的羊群行为是一种特殊的非理性行为，它是指投资者在信息环境不确定的情况下，行为受到其他投资者的影响，模仿他人决策，或者过度依赖舆论，而不考虑自己的信息的行为，由于羊群行为是涉及多个投资主体的相关性行为，对于市场的稳定与效率有很大的影响。羊群行为是一个很复杂的现象，它的产生原因主要有以下几个方面：

(一) 信息公开披露不完全，我国的证券市场起步较晚，相关的规章制度相比于国外都不够健全，特别是对于上市公司信息披露方面仍存在很大的完善空间，投资者并不能在第一时间掌握到上市公司的经营情况从而进行理性的投资判断。在信息不确定的情况下，每个投资者都拥有自己的私人信息，但是又对自己的信息不完全相信，在做投资决策时就不完全依据自己的私人信息分析判断，还会观察其他的投资者的投资行为，考虑其他投资者的投资决策提供的信息，再结合自己的私人信息做出投资决策。这样，一旦先做出决策的投资者的某一决策占据主导地位，后面的决策者也会更多的依赖前面投资者的投资决策，而忽略了私有信息，选择跟从前面占优势的投资决策，从而就产生羊群行为。

(二) 委托代理关系下，道德风险的存在和风险厌恶是导致羊群效应的深层原因。对投资者来说，他无法准确了解代理人的能力和素质，无法区分代理人盈利是否是努力工作所致力程度。而对代理人来说，他比投资人拥有更多信息，更了解自己的素质、和努力能他会想方设法利用自身的优势减少努力程度，从而有可能损害投资人的利益产生道德风险。以此同时，对于一个风险厌恶的代理人而言，如果代理人对于自己的投资决策没有把握，他在减少自己的努力程度的同时，认为与其他代理人保持一致是最优选择，当其他代理人也是这么考虑时，就产生了出于利益与声誉考虑的羊群行为。

(三) 代理人对声誉的关注超过对利益的关注是羊群行为的主要驱动力。代理人可分为“能力强”和“能力弱”两种类型。“能力强”的代理人可以通过各种渠道收集、观察信息进行分析，得出关于投资对象的有用信息，而“能力弱”的代理人，通过观察后得到的信息有可能只是噪音信息。在做投资决策之前，代理人和投资者都不知道他们是属于哪一类型，只有通过决策后的结果得知。由于代理人对自己的能力并不清楚，也就不知道自己观察到的信息是有用的信息还是噪音信息。因此，在这种情况下，代理人最优的选择就是模仿其他代理人的行为。如果自己采取与其他代理人不同的投资行为而事后证明错了，那就证明自己“能力弱”，而如果其他代理人错了，自己和他们一样，并不能说明自己“能力弱”，可以把错误归结为不确定性因素。

(四) 代理人关注同样的市场信息，采用相似的经济模型、信息处理技术、组合及对冲策略，在投资行为上具有较高程度的一致性。在这种情况下，机构投资者可能对盈利预警或证券分析师的建议等相同外部信息做出相似的反应，在交易活动中就表现为羊群行为。

羊群行为发生有以下几个方面的原因：1) 投资者信息不对称、不完全。模仿他人的行为可以节约自己搜寻信息的成本。研究发现，人们越是缺少信息，越是容易听从他人意见；2) 推卸责任的需要。这特别集中表现在一些投资经理和股评人士身上；3) 减少恐惧的需要。人类属于群体动物，偏离大多数人往往会产生一种孤独、恐惧感；4) 缺乏知识经验以及其他一些个性方

面的特征。比如，智力低下者，接受信息能力较差，思维灵活性不够，自信心较低，容易产生从众行为；有较高社会赞誉需要的人，比较重视社会对他的评价，希望得到他人的赞许，因此也容易表现出从众倾向；高焦虑者从众性较强；女性比男性更容易发生羊群行为。克服羊群行为的有效方法是逆向思维。

从众（Conformity）是由于真实的或想象的群体压力而导致行为或态度的变化。这就是说，从众是个人在社会群体压力下，放弃自己的意见，转变原有的态度，采取与大多数人一致的行为。这种现象被称为从众现象，或羊群效应。通常情况下，多数人的意见往往是对的，也就是说，从众服从多数，一般是不错的。但缺乏分析，不作独立思考，不顾是非曲直地一概服从多数，随大流走，则是消极的，这是不可取的“盲目从众行为”。

从众行为的具体分类。社会心理学通过实验证实，当“客观现实”很模糊时，大众的行为就成了信息源，或者说大众的行为提供了一个人应如何行动的信息。通常有效信息的确定是比较了各种可获信息在决策中的价值和获取成本后得到的。例如，在某一种环境下，大众行为所传递的如何行动的信息成为可获得信息中的有效信息时，人们的决策就会以此为依据。因此就出现了我们所看到的从众行为。

（1）按照参与从众行为是否可以获得收益，可以把它分成理性从众行为和非理性从众行为。

（2）按照内生发生机制来看，可以把它划分为虚假从众行为（Spurious Herding）和故意从众行为（Intentional Herding）。

（3）根据投资者的决策次序，从众行为可以分为序列性、非序列性和随机性等三类从众行为。

（4）根据观察从众行为的出发点以及实证的方法、羊群效应的形成动机，可以把从众行为划分为先验型从众行为和后验型从众行为。

从众行为的成因分析

1、支付外部性模型

支付外部性模型是最早被关注的一类羊群效应现象。这一模型的主要思想就是，当市场情况突然发生了不利的变化，使得总的财富不足以支付所有人的权益，而先到者采取的行动会危及后到者的利益（即存在外部性）的时候，所有参与者的理性选择就是争先。这一模型的经典案例就是银行的挤兑行为。

2、声誉模型

它的基本思想是：由于雇主和其他人都是通过与其他投资经理的业绩进行比较来判断经理人的业绩的，因而投资经理会倾向于模仿其他经理的投资决策。当一个投资经理对于自己的投资决策没有把握时，那么对他而言，最可取的做法是与其他投资专家保持一致，而当其他投资专家也这样考虑时，羊群效应就产生了。

3、报酬模型

基金经理采取模仿行为不仅关系到声誉问题，而且还关系到报酬问题。如果投资经理的报酬依赖于他们相对其他的投资经理人的业绩表现，这将扭曲投资经理的激励机制，并导致投资经理选择一个无效率的投资组合，这样也可能导致羊群效应的发生。

4、模仿传染模型

模仿是指仿照一定榜样做出相同或类似动作和行为的过程。相对创新而言，模仿可以节约所有的创新成本，由此可以获得模仿优势。模仿可分为理性模仿与非理性模仿。理性模仿是投资者经过博弈后得到的有利的结果。当模仿的预期边际收益大于模仿的预期边际成本时，模仿行为就会产生。比如，一项技术发明需要大量的开发成本、试制成本，而且可能面临失败带来的风险成本等，而技术模仿就可以节约这些成本，从而获得模仿收益。非理性模仿则是指人们所表现出的“羊群效应”。

5、信息模型

事实上，即使在信息传播高度发达的现代社会，信息也是不充分的。在信息不充分和不确定

的金融市场环境下，每个投资者都拥有对某种政权的私有信息，这些信息可能是投资者自己研究的结果，或是通过私下渠道所获得；另一方面，与该股票有关的公开信息已经完全披露，但投资者不能确定这些信息的质量。投资者如果能掌握市场中的所有信息，那么他就不需要通过观察他人的决策来决定自己的决策。但是由于金融市场是完全开放的，而且不断有信息流入市场中，信息变化速度很快，信息变得十分不确定。在这种市场环境下，投资者无法直接获得别人的私有信息，但可以通过观察别人的交易情况来推测其私有信息，这样就容易产生从众行为。一般而言，机构投资者相互之间更多地了解同行的交易情况，并且具有较高的信息推断能力，因此，他们相比个体投资者更容易产生羊群效应。

羊群效应可以做如下分类：

① 从行为发生的动机来看，羊群效应可以区分为真实羊群与偶然羊群。在真实羊群中，决策的趋同性是由于投资者在决策时，通过观察、学习其他投资者的投资行为，有意识地模仿所造成的，投资者对从他人获取的私人信息是经过一个理性判断的过程。在偶然羊群中，行为结果的趋同是同一时点投资者对相同或类似的投资决策恰巧采取了相似的判断结果。造成这一结果可能是由于个体投资者在同一时段内对同一类信息或公开信息做出了相同的判断，或是投资者利用同类分析指标或方法分析而得出了近似的决策，或是不同投资者类似的投资偏好导致了相同的投资结果。在这一决策过程中，个体投资者保持了自身决策的相对独立性。

② 从交易行为是否理性来看，羊群效应又可分为理性羊群与非理性羊群。在理性羊群中，个体投资者放弃自有信息得出的判断结果，转而采取其他投资者的决策行为，是经过了一个比较的过程。回归到经济人假设与投资的概念，任何经济活动都是以追求个人利益或效用最大化为目的而产生的，是一个理性选择的过程。人们进行股票交易是都期望能获得尽可能多的增量收益，选择跟随他人的投资行为，是将个人投资决策与他人决策的未来可能获得收益预期进行比较后得到的结果。介于个人投资者选取的参照对象、判断标准、预期收益等不尽相同，各因素共同作用下也决定了投资者的“理性”是存在差异的。理性程度的不同又可分为完全理性与有限理性，这些概念将在下一小节中详细阐述。非理性的投资行为，容易引发大量的投机和市场泡沫，造成资金使用效益降低，严重妨碍市场资源配置。

③ 从行为的效用来看，羊群效应还可分为良性羊群与恶性羊群。相对于获利投资而言，投资者本着价值投资的理念而形成的羊群效应，长期效用下的股票均衡价格应是趋向于其公司市场价值靠拢的，为上市公司的长期发展提供健康的资本环境的同时，也有利于金融市场的稳定发展。在公司业效益稳定的情况下，如果股票的价格严重偏离其价值预期，众多看重公司发展效益的投资者相同的交易行为会促使股价回归正常水平，形成良性的羊群效应。反之，恶性羊群效应中，在股市震荡期间，如果大量偏好短期投资策略的投资者在股价下跌时盲目的抛售（或在股票大涨时盲目追高），会加剧市场的波动，破坏市场发展稳定性，对整个市场信心产生严重打击，甚至引起资本市场的崩溃。

中小投资者的羊群效应

1. 中小投资者模仿机构投资者的羊群效应

中小投资者放弃自己原本的信息跟随机构投资者的羊群效应，是中小投资者根据智猪博弈中大猪——小猪博弈均衡原理，对双方力量和利益进行对比之后采取的合理措施。对于中小投资者而言，机构投资者是资金充裕、信息灵敏和操作专业的代名词，实力雄厚，相当于智猪博弈中的大猪；而中小投资者由于资金较少、信息不充分、投资经验不足，力量薄弱，相当于智猪博弈中的小猪。中小投资者正是基于这样的考虑以及对风险的厌恶、受操作失败的后悔和利益受损的恐惧心理影响，所以当出现信息不一致的时候，他们不愿意也没有能力去辨别真伪，宁愿选择“安全”的投资策略：跟随机构投资者的投资行为，与他们保持一致，以此获取部分“安全”的收益。

2. 中小投资者模仿其他中小投资者的羊群效应

在现实中，出于各种原因，中小投资者在投资中，除了经常跟随机构的投资策略外，还倾向于跟随其他中小投资者的投资行为。中小投资者出于对损失和后悔的厌恶，但是又担负不起获取

确切信息的费用，而且缺乏正确分析信息的经验和能力，所以经常采用观察的方式来间接揣摩别的投资者的投资思路，近而模仿成功的中小投资者的投资策略。

中小投资者非理性羊群效应的成因分析

- 1、信息不对称因素。
- 2、缺乏自信心因素。
- 3、博弈格局因素。
- 4、投机因素。

研究结果表明，我国投资者从众行为的特征体系是由八个因素构成，分别是：F1 信息权威性、F2 关系亲密性、F3 环境一致性、F4 团组压力性、F5 知识充分性、F6 情绪稳定性、F7 专注耐心性、F8 信息敏感性。其中既包含了源于外界环境的诸如信息权威性、关系亲密性、环境一致性、团组压力性、知识充分性等心理因素，又包含了源于人格特质的诸如情绪稳定性、专注耐心性、信息敏感性等心理因素。这说明投资者从众行为的发生既受到外界环境因素的影响，同时还受到其内在人格特质的制约。我国投资者从众行为的分类研究结果将调查样本分为三类，分别命名为“从众追风型”、“环境适应型”以及“独立稳定型”，由投资者从众行为影响因素的特征差异可见，“从众追风型”投资者倾向于将外界环境信息作为行为决策判断的依据，而“独立稳定型”投资者倾向于依据其内在人格特质作出行为决策判断，“环境适应型”投资者则介于两者之间，而处于中间状态。在调查样本中，处于中间状态的“环境适应型”投资者人数最多，而处于极端状态的“独立稳定型”以及“从众追风型”投资者则人数较少。可见，在我国证券市场中，从众行为变量对于投资者人群呈现正态分布性影响。

阿希从众实验 (Asch's conformity research)

阿希从众实验 (Asch's conformity research) 是 1956 年心理学家阿希进行的从众现象的经典性研究——三垂线实验。

他以大学生为被试，每组 7 人，坐成一排，其中 6 人为事先安排好的实验合作者，只有一人为真被试。实验者每次向大家出示两张卡片，其中一张画有标准线 X，另一张画有三条直线 A、B、C。X 的长度明显地与 A、B、C 三条直线中的一条等长。实验者要求被试判断 X 线与 A、B、C 三条线中哪一条线等长。

实验者指明的顺序总是把真被试安排在最后。第一二次测试大家没有区别，第三至第十二次前六名被试按事先要求故意说错。这就形成一种与事实不符的群体压力，借此观察被试的反应是否发生从众行为。阿希多次实验，所得结果非常相似。

实验表明：

- (1) 大约四分之一到三分之一的被试保持了独立性，没有发生过从众行为。
- (2) 所有被试平均从众行为百分比为 35%。
- (3) 大约有 15% 的被试，从众行为的次数占实验判断次数的 75%。

实验后，阿希对从众的被试作了访谈，归纳从众的情况有三种：

- (1) 被试确实把他人的反应作为参考框架，观察上就错了，发生了知觉歪曲。
- (2) 被试意识到自己看到的与他人不同，但认为多数人总比自己正确些，发生了判断歪曲。
- (3) 被试明知其他人都错了，却跟着作出了错误反应，发生了行为歪曲。

一般认为，发生从众行为是因为个体在群体中受到信息上和规范上的压力。

(1) 信息压力：经验使人们认为，多数人的正确几率比较高，在模棱两可的情况下，由于缺少参照构架（见“谢里夫的从众实验，’），就越发相信多数人，越从众。

(2) 规范压力：群体中的个人往往不愿意违背群体标准而被其他成员视为越轨者，害怕与众不同而成为“一匹离群之马”，遭受孤立，因此采取多数人的意见。 …………… X ABC

从众（conformity）是指个人的观念和和行为由于群体直接或隐含的引导或压力而与多数人保持一致的倾向。从众在我们的日常生活中十分常见。例如，当你去参加一个朋友的生日宴会，席间有人即兴高歌一曲，尽管他的唱功并不十分出色，大家给他热烈的掌声，在这种情况下你也随大溜给予鼓掌欢迎。这就是从众行为。

社会心理学家阿希（Asch, 1952, 1955, 1958）在一系列经典的研究中探讨过从众行为。在实验中，让一位真被试与另外 7~9 人（实际上是实验者的助手）一起坐在桌旁，实验者向他们呈现 3 条长短不一的线段，并要求他们判断哪一条和另一幅画中的标准线段一样长（见图 3-4）。每个人轮流大声说出自己的判断，而被试在倒数第二个位置上。在大多数试验里，每人都说出同样的正确回答。但在几次预先确定的关键试验中，实验者预先告诉助手说出错误的答案。结果发现，即使正确答案十分明显，但在关键试验中，被试迎合团体的意见平均达 32%，有 74% 的被试至少有 1 次从众。

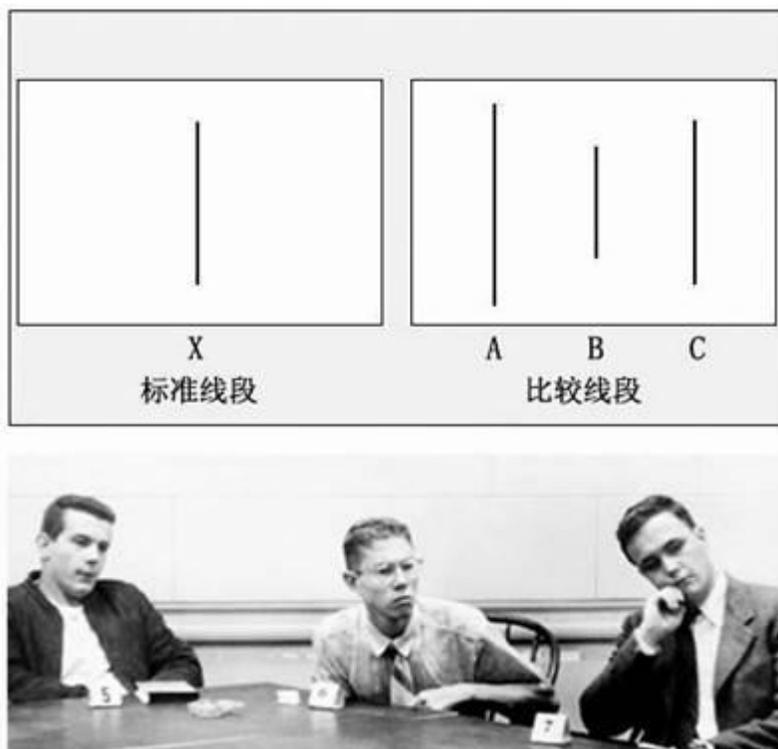


图 26 阿希的从众实验

在阿希之后，研究者参照阿希的实验程序，做了大量的实验，进行重复验证。虽然在实验中并非有那么多从众现象，但是实验确实表明在下列情况下从众现象会增加：（1）个体感到力不从心或有不安全感；（2）团体中至少要有 3 个人；（3）团体的意见是一致的（只要有一个人持不同意见，就会大大增加其他人做出不从众行为的勇气）；（4）个体崇尚团体的地位和吸引力；（5）个体对任何回答都没有作出预先的承诺；（6）个体的举动可以被团体中的其他人看到；（7）个体所处的文化非常鼓励人们对社会标准的尊崇。

那么，人们为什么会从众？主要有两个原因。第一个原因是我们对规范的社会影响（normative social influence）所作出的反应。人们对社会规范是敏感的，懂得哪些是被社会接受的规则和符合社会期望的行为。如果我们遵守纪律、遵循社会规范，就会被评为好学生、好企业员工和先进工作者，而如果我们表现得与众不同，那可能会付出相当惨重的代价。第二个原因是我们对信息的社会影响（informational social influence）所作出的反应。尊重规范并不是人们从众的唯一原因，人们从众还因为团体可以提供有价值的信息。例如，我们在纽约旅游时想乘地铁，我们可能会仔细观察当地纽约人乘地铁的行为：去哪里购地铁票，如何通过检票口，从哪里进站

台等。人们越相信团体的信息，越重视团体的观点，就越容易与团体保持一致，从众现象就越多。只有一个异常愚蠢的人才不去思考团体所提供的信息，不听从他人的劝告。

任务难度会使从众现象增加。巴伦等（Baron et al., 1996）改进了阿希的实验，向被试呈现仅有 1 个人的幻灯片和有 4 个人的幻灯片。实验任务分为比较简单的（被试用 5 秒钟时间来观察幻灯片上的 4 个人）和比较困难的（只让被试有半秒钟来观察）。向被试交代任务的重要性也不同，不重要的（仅仅是初步测试目击者的识别程序）或重要的（为一种真实的侦破程序建立常模，并给判断最准确者 20 美元奖励）。在任务不重要、有 2 名实验助手给出错误答案的条件下，有 13 人倾向于从众；任务重要但比较简单时，人们会很少从众；任务重要又难以确定时，有一半的可能会从众。

我们的价值观念影响着从众行为。我们对社会影响的区分取决于我们的价值观。从众是社会影响所致。如果我们赞赏这种社会影响，那么我们会称赞那些随机应变的人是“头脑开放的”和“机敏的”。如果我们不赞同甚至反对这种社会影响，我们会指责那些为了寻求与他人一致而“权宜从众”的行为。人们的价值观不同，其从众的发生率也不同。17 个讲英语国家的社会影响实验表明：在提倡个人主义的文化氛围下，从众的发生率更低（Bond & Smith, 1996）。



真正优秀的人，大都喜欢独处

成就事业者，往往是那些拒绝盲从，跳脱羊群效应的人。究其共性，这些人通常喜欢留给自己一些时间独处，让自己不从众不媚俗。这是一种提升思维质量，在混沌之时理清思路、甄别是非的能力。

要学会独立思考，首先需要弄清楚是哪些因素，妨碍了我们的思考。今天的文章将其总结为以下七点：无所不在的人际控制；社会环境的自然控制；日常习惯的控制；自然情绪控制；固有观念控制；个性控制；大脑固有的缺陷控制。

所以想要掌握独立思考的能力，也需从这七个障碍出发去检索。比如淡化你的焦虑感、恐惧感和负罪感；接受成年人的商业法则，学会接受与拒绝；表达你的情绪，而不是情绪的表达；保持怀疑，自我否定……

所谓独立思考，并非是一个固化的状态，而是一个持续行进的过程。智者千虑，必有一失，哪怕拥有独立思考能力之人，也会有陷入泥坑之时。这就需要时不时地停下来思考与整顿，以确保最佳状态。以下，Enjoy：

1.

最成功的人，是最善于独立思考的人。

独立思考这个词儿，已经用烂了。但考虑到人类群居社会属性，我们的思考，无时无刻的受着各种因素的干扰。哪怕是再有智慧的人，也不敢说自己的思考，到底有多少独立性的价值。

但我们知道，如果做不到独立思考，就会降低思维质量，让我们生活在极度的郁闷与巨大的压力之下。

不要郁闷，要快乐；不要压力，要轻松自如的应对生活。

必须要掌握独立思考的基本技能。

2.

要学会独立思考，第一步，得弄清楚是哪些因素，妨碍了我们的思考。

第一个，无所不在的人际控制。总有些人，希图以控制你的方式，扩大他的生存空间。

第二个，社会环境的自然控制。人是社会的人，受着周边环境的自然影响。觉今是而昨非，就是随着环境的变化，发现自己此前的愚蠢。

第三个，日常习惯的控制。固有的习惯，构成我们的生活方式，但恰恰是这种日久成习，让我们智商萎缩。

第四个，自然情绪控制。人是真性情的人，有着自然而然的喜怒哀乐，好恶观感。但过于情

绪化，就会降低理性，让我们沦为情绪的奴隶。

第五个，固有观念控制。随着人的成长，经验构成日常观念，固化我们的大脑，这种固化度越高，越是让我们思维僵化。

第六个，个性控制。人的社会化程度越高，越容易适应环境。但这种适应，又对我们个性化造成冲击，所以人类天然有着对抗社会化的本能。

第七个，大脑固有的缺陷控制。许多道理，我们都明白，但大脑不是如你所期望的那样工作，它始终遵循固有的模式。

意识到妨碍我们独立思考的这几个障碍，经常性的扫描检索，久而久之，就会推进自己的思维递进，形成独立思考能力。

3.

人际控制

冯仑曾举过一个例子。比如说，你开车不小心违章了，按理说该罚款 50 元。但现场的交警，是你的好友，当即大手一挥：自家兄弟，有我在，走你。

哗，你心花怒放，到底是自家兄弟，一下省出 50 元钱，有面子！但这面子，是需要埋单付账的。

过不多久，交警哥们儿找你：哎，大哥，你弟妹在家闲着呢，没工作，能不能安排在你们公司？

那就安排吧，不过每月多支付一千来块。

交警兄弟的妻子，安排进了公司。但没过两个月，交警电话打过来了：哎，我说哥们儿，你公司是咋回事？咋管理那么混乱呢？你弟妹在你公司，天天被人欺负啊，她不就是学历低点吗？学历低也是人，也有人权！

你看这个……你没办法了，只好电话里好言好语商量：你看兄弟，咱们这么着行不？弟妹她就不用来公司了，但工资我给她照开，一年我给她发两万四！

冯仑说：你看看，不过 50 块钱的事儿，让你给弄的，每年开出两万四的大窟窿，人家还不愿意。

为什么会这样呢？就是因为人际控制！

4.

有些人，就是通过人际交往，控制别人。无非不过是我帮了你，你在情面上也得帮我。但他帮你是举手之劳，甚至是慷公家之慨，可你帮他，却会陷入到事务黑洞中，往往还满足不了对方的预期。

人际控制，无处不在。如果你太爱面子，太想讨取别人的欢心，太渴望别人的认可，太担心被别人鄙视，太犹柔寡断，逢事不敢拒绝，总之就是自我太脆弱，总难免沦为人际控制的猎物。

如何应对呢？

首先要淡化你的焦虑感、恐惧感和负罪感。其次要接受成年人的商业法则，不轻易麻烦别人，也拒绝任何人的随意要求。你在这世上的一切行为和能能力，都是有价值的，别人也如此。永远要尊重别人的价值，同时也尊重自己的。当这种商业法则构成你的处世原则，就不再会遭遇人际控制。

5.

环境控制

人际控制易于打破，但环境控制就比较难。

网上有个视频，一群人在诊所门外，等候就诊。这时候来了位女士，她很惊奇的发现，诊室门外有盏铃，规律性的发出嘟嘟之声。每次铃声响起，所有候诊的人，全都起立，微微躬腰——实际上这些候诊人群，全都是托，是实验者安排来，迷惑唯一的实验女士的。

起初，女士还不肯从众，独自坐着。但铃声越来越急促，周边的人规律性起立，越来越紧张，越来越严肃。终于，女士顶不住了，也随之起立，躬腰。

就这样，诱导实验者的人员一个个退场，而新的患者不断来到。

很快，诊室门外，全都是真正的患者。所有的患者，都随着女士的动作，听到铃声就起立，躬身。

这个就叫从众效应，又称羊群效应。

从小，我们生活在群体环境中，师长要求我们必须从众，一起进教室上课，一起到操场上做操。特立独行者，必遭严惩。久而久之，我们已经习惯于跟随别人——但正如我们所知，成就事业者，恰是那些拒绝盲从，跳出羊群效应的人。

如何跳出羊群效应？无非不过是厘清真正的社会规则，与臆想之区别。真正的规则，无非不过是个人权利的边界——有意思的是，从众效应最强的人，恰是最不尊重他人权利的人。他们会以为权力无远弗届，而个人的权利不算什么。但事实上，只要你意识到权力只在固有范围内行使，脑子就会明晰起来。

6.

习惯控制

第三个是突破固有习惯的控制。比如说我们习惯于省钱，宁不惜住距离公司极远的地方，每日无休止的奔波，累成狗一样，精疲力尽。看似省钱，却因为让自己过度疲劳，再也没余力学习进步，反而失去了更多更好的机会。

每个月向自己最顽固的习惯，发起挑战。去没去过的地方，看没看过的风景。读本从未想象过自己会读的书，结识意想不到的人。习惯不过是固有的生活方式。生活方式变了，习惯自然而然改变。

7.

情绪控制

第四个，一定要知道自己要什么，力图摆脱情绪控制。

蔡康永曾为那些失陷于强烈情绪的人，写过一段话：

学校烂，上课闷，你就从此拒绝学习和阅读，以示抗议吗？杀错方向啦。他们教学失败，那是他们搞砸他们的工作。你拒绝学习和阅读，你是在搞砸你的人生啊。这不是抗议，是自残，你抗议的对象无感，而你自己尝苦果。就像你连续吃到三家烂餐厅，难道你就从此绝食，以示抗议吗？

道理我都懂，臣妾做不到，这该咋个办涅？

好办，牢记一条准则：表达你的情绪，而不是情绪的表达——比如说，你可以告诉对方：你的做法让我很不爽，知道不？而不是大吼大叫：你想干啥？再敢这样信不信我抽你……一定要记住，让对方知道你的情绪，而不是以极度的情绪化，激起对方的对抗。

8.

固有观念控制

第五个，突破固有观念控制。

比如说，你坚信为富者不仁，突然听人说：知道不，大富豪扎克伯格，有够无耻，他买了片地，竟然到法院起诉，要驱逐土地上的原住民。

你一听这个，顿时就炸了。你看看，早知道扎克伯格不是好东西，他口口声声欢迎难民入境，却要把穷人从家里赶出去，真是虚伪透顶！

听了与自己观念相符的消息，就立即接受。

但这个消息是假的。

也不能说假，实际情况是，扎克伯格真的起诉了，这事儿不假。但实际上，那座地盘上只有一个居民，而且扎克伯格是和这唯一的邻居，联名起诉。

那他们起诉哪个？

扎克伯格和邻居的联名起诉，只是个手段。目的是把他购买的土地上有可能存在产权争议的事主儿，给找出来。因为土地产权极为复杂，有些人把地卖给你，声称自己拥有所有产权，但实

际上，他远在天涯海角的七大姑八大姨，或许都有部分产权。如果不找到这些人，说不定以后会有麻烦。

可你如果想找到这些人，根本又不可能，你怎么知道哪些人，他们在哪个国家？拥有你购买的土地几成产权？

找又不找不到，不找又不行，所以美国通行以起诉的方式，让法院帮自己找。如果找到了人，那大家赶紧坐下来商量，看看这事儿到底该咋办。

你相信什么，或是不相信什么，只是固有的观念而已。

而你的观念，不过是昔年成长时的积习，与现实世界，是有很大距离的。

9.

要突破旧观念控制，就要保持怀疑精神。

一旦坚信不疑之时，多半可能错了。

10.

个性控制

第六个，要突破自我的个性控制。

人的成长，是一边接受社会观念，一边与之对抗的过程。最完美的人生，莫过于历经沧桑，却仍然保持着心灵的童真。但有时候，人生成长不是这么理想，往往是吃尽千般苦头，仍不改昔年的蠢萌。

要走过这个关口，就必须认知人性。也就是通常所说的换位思考，不要再假定每个人都和我们一样，他们各有各的经历，各有各的难处。当你的思考能够容纳不同的思维模式，这一关就算过了。

11.

大脑固有缺陷控制

最后一步，是对抗大脑的缺陷。

大脑有它固化的神经运行模式，我们见贤思齐，但大脑难改初衷。我们发誓要让自己获得智慧，获得自由，但大脑的运行，仍然是在几个固有的沟回中，兜来绕去。所以许多人，发了半天的誓，大脑根本不配合。

听起来，这一关好好难。

但实际上，这一关是最容易的。只要记住大脑运行时的三个死循环，差不多就可以了：

第一个死循环：大脑对我们固有的一切，迷恋到不能自拔的程度；

第二个死循环：大脑不太留意我们得到了什么，但却绕着我们失去的循环不休；

第三个死循环：大脑以自己为衡量万物的尺度，一切以自己为中心。

纵然是再有智慧的人，每天也是在这三个陷阱里兜来绕去。但有智慧的人，知道自己在沟里，会微笑面对自己的错误。而疏离于智慧的人，却难以意识到自己错了。

12.

重复前面的内容，获得独立思考能力，大致要通过七道关卡：

第一是突破人际控制，第二是突破环境控制；第三是突破习惯控制，第四是突破情绪控制；第五是突破观念控制，第六是突破个性控制，最后是与大脑天然的不足做长久性的对抗。

到此我们可以明白了，所谓独立思考，并非是一个固化的状态，而是一个持续行进的过程。智者千虑，必有一失，哪怕拥有独立思考能力的人，哪天一个不留神，也会陷入到人际控制或是情绪控制的泥坑里，做出不是那么独立的思考。

要达到何种状态，才能够得窥独立思考的境界？

这个答案是不确定的。

能够确定的是，你在这方面考虑得时间越久，浸淫得越深，大脑就会越来越明晰，思维就会越来越敏捷。你的人生事业，就会越来越容易。相反，则相反。



能够自得其乐，感觉到万物皆备于我，并可以说出这样的话：我的拥有就在我身——这是构成幸福的最重要的内容。因此，亚里士多德说过的一句话值得反复回味：幸福属于那些容易感到满足的人（这也是尚福的妙语所表达的同一样思想，我把这句妙语作为警句放置这本书的开首）。这其中的一个原因是人除了依靠自身以外，无法有确切把握地依靠别人；另一个原因则是社会给人所带来的困难和不便、烦恼和危险难以胜数、无法避免。

获取幸福的错误方法莫过于追求花天酒地的生活，原因就在于我们企图把悲惨的人生变成接连不断的快感、欢乐和享受。这样，幻灭感就会接踵而至；与这种生活必然伴随而至的还有人与人的相互撒谎和哄骗。

首先，生活在社交人群当中必然要求人们相互迁就和忍让；因此，人们聚会的场面越大，就越容易变得枯燥乏味。只有当一个人独处的时候，他才可以完全成为自己。谁要是不热爱独处，那他也就是不热爱自由，因为只有当一个人独处的时候，他才是自由的。拘谨、掣肘不可避免地伴随着社交聚会。

社交聚会要求人们做出牺牲，而一个人越具备独特的个性，那他就越难做出这样的牺牲。因此，一个人逃避、忍受抑或喜爱独处是和这一个人自身具备的价值恰成比例。因为在独处的时候，一个可怜虫就会感受到自己的全部可怜之处，而一个具有丰富思想的人只会感觉到自己丰富的思想。一言以蔽之：一个人只会感觉到自己的自身。进一步而言，一个人在大自然的级别中所处的位置越高，那他就越孤独，这是根本的，同时也是必然的。如果一个人身体的孤独和精神的孤独互相对应，那反倒对他大有好处。否则，跟与己不同的人进行频繁的交往会扰乱心神，并被夺走自我，而对此损失他并不会得到任何补偿。大自然在人与人之间的道德和智力方面定下了巨大差别，但社会对这些差别视而不见，对每个人都一视同仁。更有甚者，社会地位和等级所造成的人为的差别取代了大自然定下的差别，前者通常和后者背道而驰。受到大自然薄待的人受益于社会生活的这种安排而获得了良好的位置，而为数不多得到了大自然青睐的人，位置却被贬低了。因此，后一种人总是逃避社交聚会。而每个社交聚会一旦变得人多势众，平庸就会把持统治的地位。社交聚会之所以会对才智卓越之士造成伤害，就是因为每一个人都获得了平等的权利，而这又导致人们对任何事情都提出了同等的权利和要求，尽管他们的才具参差不齐。接下来的结果就是：人们都要求别人承认他们对社会作出了同等的成绩和贡献。所谓的上流社会承认一个人在其他方面的优势，却唯独不肯承认一个人在精神思想方面的优势；他们甚至抵制这方面的优势。社会约束我们对愚蠢、呆笨和反常表现出没完没了的耐性，但具有优越个性的人却必须请求别人对自己的原谅；或者，他必须把自己的优越之处掩藏起来，因为优越突出的精神思想的存在，本身就构成了对他人的损害，尽管它完全无意这样做。因此，所谓“上流”的社交聚会，其劣处不仅在于它把那些我们不可能称道和喜爱的人提供给我们，同时，还不允许我们以自己的天性方式呈现本色；相反，它强迫我们为了迎合别人而扭曲、萎缩自己。具有深度的交谈和充满思想的话语只能属于由思想丰富的人所组成的聚会。在泛泛和平庸的社交聚会中，人们对充满思想见识的谈话绝对深恶痛绝。所以，在这种社交场合要取悦他人，就绝对有必要把自己变得平庸和狭窄。因此，我们为达到与他人相像、投契的目的就只能拒绝大部分的自我。当然，为此代价，我们获得了他人的好感。但一个人越有价值，那他越会发现这样做实在是得不偿失，这根本就是一桩赔本的买卖。人们通常都是无力还债的；他们把无聊、烦恼、不快和否定自我强加给我们，但对此却无法作出补偿。绝大部分的社交聚会都是这样的实质。放弃这种社交聚会以换回独处，那我们就是做成了一桩精明的生意。另外，由于真正的、精神思想的优势不会见容于社交聚会，并且也着实难得一见，为了代替它，人们就采用了一种虚假的、世俗常规的、建立在相当随意的原则之上的东西作为某种优越的表现——它在高级的社交圈子里传统般地传递着，就像暗语一样地可以随时更改。这也就是人们名之为时尚或时髦的东西。但是，当这种优势一旦和人的真正优势互相碰撞，它就马上显示其弱点。并且，“当时髦进入时，常识也就引退了。”

大致说来，一个人只能与自己达致最完美的和谐，而不是与朋友或者配偶，因为人与人之间

在个性和脾气方面的差异肯定会带来某些不相协调，哪怕这些不协调只是相当轻微。因此，完全、真正的内心平和和感觉宁静——这是在这尘世间仅次于健康的至高无上的恩物——也只有在一个孤身独处的时候才可觅到；而要长期保持这一心境，则只有深居简出才行。

这样，如果一个人自身既伟大又丰富，那么，这个人就能享受到在这一贫乏的世上所能寻觅得到的最快活的情况。确实，我们可以这样说：友谊、爱情和荣誉紧紧地把人们联结在一起，但归根到底人只能老实地寄望于自己，顶多寄望于他们的孩子。由于客观或者主观的条件，一个人越不需要跟人们打交道，那么，他的处境也就越好。孤独的坏处就算不是一下子就被我们感觉得到，也可以让人一目了然；相比之下，社交生活的坏处却深藏不露：消遣、闲聊和其他与人交往的乐趣掩藏着巨大的，通常是难以弥补的祸害。青年人首要学习的一课，就是承受孤独，因为孤独是幸福、安乐的源泉。据此可知，只有那些依靠自己，能从一切事物当中体会到自身的人才是处境最妙的人。所以，西塞罗说过，“一个完全依靠自己，一切称得上属于他的东西都存在于他的自身的人是不可能不幸福的。”

除此之外，一个人的自身拥有越多，那么，别人能够给予他的也就越少。正是这一自身充足的感觉使具有内在丰富价值的人不愿为了与他人的交往而作出必需的、显而易见的牺牲；他们更不可能主动寻求这些交往而否定自我。相比之下，由于欠缺自身内在，平庸的人喜好与人交往，喜欢迁就别人。这是因为他们忍受别人要比忍受他们自己来得更加容易。此外，在这世上，真正具备价值的东西并不会受到人们的注意，受人注意的东西却往往缺乏价值。每一个有价值的、出类拔萃的人都宁愿引退归隐——这就是上述事实的证明和结果。据此，对于一个具备自身价值的人来说，如果他懂得尽量减少自己的需求以保存或者扩大自己的自由，尽量少与他的同类接触——因为这世上人是无法避免与其同类打交道[139]的，那么，这个人也就具备了真正的人生智慧。

促使人们投身于社会交往的，是人们欠缺忍受孤独的能力——在孤独中人们无法忍受自己。他们内心的厌烦和空虚驱使他们热衷于与人交往和到外地旅行、观光。他们的精神思想欠缺一种弹力，无法自己活动起来；因此，他们就试图通过喝酒提升精神，不少人就是由此途径变成了酒鬼。出于同样的原因，这些人需要得到来自外在的、持续不断的刺激——或者，更准确地说，通过与其同一类的人的接触，他们才能获取最强烈的刺激。一旦缺少了这种刺激，他们的精神思想就会在重负之下沉沦，最终陷进一种悲惨的浑噩之中。我们也可以说：这类人都只各自拥有人性的理念之中的一小部分内容。因此，他们需要得到他人的许多补充。只有这样，他们才能在某种程度上获得人的完整意识。相比之下，一个完整、典型的人就是一个独立的统一体，而不是人的统一体其中的一小部分。因此，这个人的自身也就是充足完备的。在这种意义上，我们可以把平庸之辈比之于那些俄罗斯兽角乐器。每只兽角只能发出一个单音，把所需的兽角恰当地凑在一起才能吹奏音乐。大众的精神和气质单调、乏味，恰似那些只能发出单音的兽角乐器。确实，不少人似乎毕生只有某种一成不变的见解，除此之外，就再也没有能力产生其他的念头和思想了。由此不但解释清楚为什么这些人是那样的无聊，同时也说明了他们何以如此热衷于与人交往，尤其喜欢成群结队地活动。这就是人类的群居特性。人们单调的个性使他们无法忍受自己，“愚蠢的人饱受其愚蠢所带来的疲累之苦”。人们只有在凑到一块、联合起来的时候，才能有所作为。这种情形与把俄罗斯兽角乐器集合起来才能演奏出音乐是一样的道理。但是，一个有丰富思想头脑的人，却可以跟一个能单独演奏音乐的乐手相比；或者，我们可以把他比喻为一架钢琴。钢琴本身就是一个小型乐队。同样，这样一个人就是一个微型世界。其他人需要得到相互补充，但这种人的单个的头脑意识本身就已经是一个统一体。就像钢琴一样，他并不是一个交响乐队中的一分子，他更适合独自一人演奏。如果他真的需要跟别人合作演奏，那他就只能作为得到别的乐器伴奏的主音，就像乐队中的钢琴一样。或者，他就像钢琴那样定下声乐的调子。那些喜爱社会交往的人尽可以从我的这一比喻里面得出一条规律：交往人群所欠缺的质量只能在某种程度上通过人群的数量得到弥补。有一个有思想头脑的同伴就足够了。但如果除了平庸之辈就再难寻觅他人，那么，把这些人凑足一定的数量倒不失为一个好的办法，因为通过这些人的各自差异和相互补充——沿用兽角乐器的比喻——我们还是会有所收获的。但愿上天赐予我们耐心吧！同样，由于人们内心的贫乏和空虚，当那些更加优秀的人们为了某些高贵的理想目标而组成一个团体时，最后

几乎无一例外都遭遇这样的结果：在那庞大的人群当中——他们就像覆盖一切、无孔不钻的细菌，随时准备着抓住任何能够驱赶无聊的机会——总有那么一些人混进或者强行闯进这一团体。用不了多长时间，这个团体要么遭到了破坏，要么就被篡改了本来面目，与组成这一团体的初衷背道而驰。

除此之外，人的群居生活可被视为人与人相互之间的精神取暖，这类似于人们在寒冷的天气拥挤在一起以身体取暖。不过，自身具有非凡的思想热力的人是不需要与别人拥挤在一块的。在《附录和补遗》的第二卷最后一章里，读者会读到我一则表达这层意思的寓言。一个人对社会交往的热衷程度大致上与他的精神思想的价值成反比。这一句话，“他不喜好与人交往”，就几乎等于说“他是一个具有伟大素质的人”了。

孤独为一个精神禀赋优异的人带来双重的好处：第一，他可以与自己为伴；第二，他用不着和别人在一起。第二点弥足珍贵，尤其我们还记得社会交往所意味着的束缚、烦扰甚至危险，拉布叶说过：“我们承受所有不幸皆因我们无法独处”。热衷于与人交往其实是一种相当危险的倾向，因为我们与之打交道的大部分人道德欠缺、智力呆滞或者反常。不喜交际其实就是不稀罕这些人。一个人如果自身具备足够的内涵，以致根本没有与别人交往的需要，那确实是一大幸事；因为几乎所有的痛苦都来自于与人交往，我们平静的心境——它对我们的幸福的重要性仅次于健康——会随时因为与人交往而受到破坏。没有足够的独处生活，我们也就不可能获得平静的心境。犬儒学派哲学家放弃所拥有的财产、物品，其目的就是为了能够享受心境平和所带来的喜悦。谁要是为了同样的目的而放弃与人交往，那他也就做出了一个最明智的选择。柏那登·德·圣比埃的话一语中的，并且说得很美妙：“节制与人交往会使我们心灵平静。”因此，谁要是在早年就能适应独处，并且喜欢独处，那他就不啻获得了一个金矿。当然，不是每一个人都能够这样做。正如人们从一开始就受到匮乏的驱赶而聚集在一起，一旦解决了匮乏，无聊同样会把人们驱赶到一块。如果没有受到匮乏和无聊的驱赶，人们或许就会孤身独处，虽然其中的原因只是每个人都自认为很重要，甚至认为自己是独一无二的，而独自生活恰好适合如此评价自己的人；因为生活在拥挤、繁杂的世人当中，就会变得步履艰难，左右掣肘，心目中自己的重要性和独特性就会被大打折扣。在这种意义上说，独处甚至是一种自然的、适合每一个人的生活状态：它使每一个人都像亚当那样重新享受原初的、与自己本性相符的幸福快乐。

但当然，亚当并没有父亲和母亲！所以，从另一种意义上说，独处对于人又是不自然的，起码，当人来到这一世界时，他发现自己并不是孑然一身。他有父母、兄弟、姐妹，因此，他是群体当中的一员。据此，对独处的热爱并不是一种原初的倾向，而是在经历经验和考虑以后的产物；并且，对独处的喜爱随着我们精神能力的进展和与此同时岁数的增加而形成。所以，一般而言，一个人对社会交往的渴望程度与他的年龄大小成反比。年幼的小孩独自呆上一会儿的时间就会惊恐和痛苦地哭喊。要一个男孩独自一人则是对他的严厉惩罚。青年人很容易就会凑在一块，只有那些气质高贵的青年人才会有时候试图孤独一人，但如果单独呆上一天的时间，则仍然是困难的。但成年人却可以轻而易举做到这一点，他们已经可以独处比较长的时间了；并且，年纪越大，他就越能够独处。最后，到达古稀之年的老者，对生活中的快感娱乐要么不再需要，要么已经完全淡漠，同辈的人都已一一逝去，对于这种老者来说，独处正好适合他们的需要。但就个人而言，孤独、离群的倾向总是与一个人的精神价值直接相关。这种倾向正如我已经说过的，并不纯粹自然和直接地出自我们的需要，它只是我们的生活经验和对此经验进行思考以后的结果，它是我们对绝大多数人在道德和思想方面的悲惨、可怜的本质有所认识以后的产物。我们所能碰到的最糟糕的情形莫过于发现在人们的身上，道德上的缺陷和智力方面的不足共同联手作祟，那样，各种令人极度不快的情形都会发生。我们与大部分人进行交往时都感到不愉快，甚至无法容忍，原因就在这里。因此，虽然在这世界上不乏许许多多的糟糕东西，但最糟糕的莫过于聚会人群。甚至那个交际广泛的法国人伏尔泰也不得不承认：“在这世上，不值得我们与之交谈的人比比皆是。”个性温和的彼特拉克对孤独有着强烈的、永恒不变的爱。他也为自己的这种偏好说出了同样的理由：

我一直在寻求孤独的生活河流、田野和森林可以告诉你们，我在逃避那些渺小、浑噩的灵魂我不可以透过他们找到那条光明之路。

彼特拉克在他优美的《论孤独的生活》里面，详细论述了独处的问题。他的书似乎就是辛玛曼的那本着名的《论孤独》的摹本。尚福以一贯嘲讽的口吻谈论了导致不喜与人交往的这一间接和次要的原因。他说：有时候，人们在谈论一个独处的人时，会说这个人不喜欢与人交往，这样的说法就犹如当一个人不愿意深夜在邦地森林行走，我们就说这个人不喜欢散步一样。甚至温柔的基督教徒安吉奴斯也以他独特、神秘的语言表达了一模一样的意思：

希律王是敌人，上帝在约瑟夫的睡梦中让他知晓危险的存在。

伯利恒是俗界，埃及则是孤独之处。

我的灵魂逃离吧！否则痛苦和死亡就等待着你。

同样，布鲁诺也表示了这一意见：“在这世上，那些想过神圣生活的人，都异口同声地说过：噢，那我就要到远方去，到野外居住。”波斯诗人萨迪说：“从此以后，我们告别了人群，选择了独处之路，因为安全属于独处的人。”他描述自己说：“我厌恶我的那些大马士革的朋友，我在耶路撒冷附近的沙漠隐居，寻求与动物为伴。”一句话，所有普罗米修斯用更好的泥土塑造出来的人都表达了相同的见解。这类优异、突出的人与其他人之间的共通之处只存在于人性中的最丑陋、最低级，亦即最庸俗、最渺小的成分；后一类人拉帮结伙组成了群体，他们由于自己没有能力登攀到前者的高度，所以也就别无选择，只能把优秀的人们拉到自己的水平。这是他们最渴望做的事情。试问，与这些人的交往又能得到什么喜悦和乐趣呢？因此，尊贵的气质情感才能孕育出对孤独的喜爱。无赖都是喜欢交际的；他们的确可怜。相比之下，一个人的高贵本性正好反映在这个人无法从与他人的交往中得到乐趣，他宁愿孤独一人，而无意与他人为伴。然后，随着岁月的增加，他会得出这样的见解：在这世上，除了极稀少的例外，我们其实只有两种选择：

要么是孤独，要么就是庸俗。这话说出来虽然让人不舒服，但安吉奴斯——尽管他有着基督徒的爱意和温柔——还是不得不这样说：孤独是困苦的；但可不要变得庸俗；因为这样，你就会发现到处都是——一片沙漠。

对于具有伟大心灵的人来说——他们都是人类的真正导师——不喜欢与他人频繁交往是一件很自然的事情，这和校长、教育家不会愿意与吵闹、喊叫的孩子们一齐游戏、玩耍是同一道理。这些人来到这个世上的任务就是引导人类跨越谬误的海洋，从而进入真理的福地。他们把人类从粗野和庸俗的黑暗深渊中拉上来，把他们提升至文明和教化的光明之中。

当然，他们必须生活在世俗男女当中，但却又不曾真正地属于这些俗人。从早年起他们就已经感觉到自己明显与他人有别，但只是随着时间的流逝才逐渐清晰地认识到自己的处境。他们与大众本来就有精神上的分离，现在，他们刻意再辅之以身体上的分离；任何人都不可以靠近他们，除非这些人并不属于泛泛的平庸之辈。

由此可知，对孤独的喜爱并不是一个原初的欲望，它不是直接形成的，而是以间接的方式、主要是在具有高贵精神思想的人们那里逐渐形成。在这个过程中我们免不了要降服那天然的、希望与人发生接触的愿望，还要不时地抗拒魔鬼靡菲斯特的悄声的建议：

停止抚慰你那苦痛吧，它像一只恶鹰吞噬着你的胸口！

最糟糕的人群都会让你感觉到你只是人类中的一员而已。——《浮士德》

孤独是精神卓越之士的注定命运：对这一命运他们有时会唏嘘不已，但是他们总是两害相权取其轻地选择了孤独。随着年岁的增长，在这方面做到“让自己遵循理性”变得越来越容易和自然。当一个人到了 60 岁的年龄，他对孤独的渴望就已经真正地合乎自然，甚至成为某种本能了，因为到了这个年纪，一切因素都结合在一起，帮助形成了对孤独的渴望。对社交的强烈喜好，亦即对女人的喜爱和性的欲望，已经冷淡下来了。

事实上，老年期无性欲的状态为一个人达致某种的自足无求打下了基础；而自足无求会逐渐吸掉人对于社会交往的渴望。我们放弃了花样繁多的幻象和愚蠢行为；活跃、忙碌的生活到了此时也大都结束了。这时，再没有什么可期待的了，也不再有什么计划和打算。我们所隶属的一代人也所剩无几了。周围的人群属于新的、陌生的一代，我们成了一种客观的、真正孤零零的存在。时间的流逝越来越迅速，我们更愿意把此刻的时间投放在精神思想方面。因为如果我们的头脑仍然保持精力，那么，我们所积累的丰富知识和经验，逐步经过完善了的思想见解，以及我们所掌握的运用自身能力的高超技巧都使我们对事物的研究比起以往更加容易和有趣。无数以前还是云

山雾罩的东西，现在都被我们看得清晰明白；事情有了个水落石出的结果，我们感觉拥有了某种彻底的优势。丰富的阅历使我们停止对他人抱有太高的期待，因为，总的说来，他人并不都是些经我们加深了解以后就会取得我们的好感和赞许的人。相反，我们知道，除了一些很稀有和幸运的例子以外，我们碰到的除了是人性缺陷的标本以外，不会是别的东西。对于这些人我们最好敬而远之。因此，我们不再受到生活中惯常幻象的迷惑。我们从一个人的外在就可以判断其为人；我们不会渴望跟这种人做更深入的接触。最后，与人分离、与自己为伴的习惯成为了我们的第二天性，尤其当孤独从青年时代起就已经是我们的朋友。因此，对于独处的热爱变成了最简单和自然不过的事情。但在此之前，它却必须先和社交的冲动作一番角力。在孤独的生活中，我们如鱼得水。所以，任何出色的个人——正因为他是出色的人，他就只能是鹤立鸡群、形单影只——在年轻时都受到这必然的孤独所带来的压抑，但到了老年，他可以放松地长舒一口气了。

当然，每一个人享受老年好处的程度，由这个人的思想智力所决定。因此，虽然每个人都在某种程度上享受到老年期的好处，但只有精神卓越的人才最大程度地享受老年的时光。只有那些智力低劣和素质太过平庸的人才到了老年仍然像在青年时期那样对世俗人群乐此不疲。对于那个不再适合他们的群体来说，他们既啰嗦又烦闷；他们顶多只能做到使别人容忍他们。但这以前，他们可是受到人们欢迎的人。

我们的年龄和我们对社交的热衷程度成反比——在这里，我们还可以发现哲学上的目的论发挥了作用。一个人越年轻，他就越需要在各个方面学习。这样，大自然就为年轻人提供了互相学习的机会。人们在与自己相仿的人交往时，也就是互相学习了。在这方面，人类社会可被称为一个庞大的贝尔·兰卡斯特模式的教育机构。一般的学校和书本教育是人为的，因为这些东西远离大自然的计划。所以，一个人越年轻，他就越感兴趣进入大自然的学校——这合乎大自然的目的。

正如贺拉斯所说的，“在这世上根本就没有什么完美无瑕”。印度的一句谚语说：“没有不带茎柄的莲花”。所以，独处虽然有着诸多好处，但也有小小的不便和麻烦。不过，这些不便和麻烦与跟众人在一起时的坏处相比却是微不足道的。因此，一个真正有内在价值的人肯定会发现孤身的生活比起与他人在一起更加轻松容易。但是，在孤独生活的诸多不便当中，一个不好之处却并不容易引起我们的注意：正如持续呆在室内会使我们的身体对外界的影响变得相当敏感，一小阵冷风就会引致身体生病；同样，长期离群索居的生活会使我们的情绪变得异常敏感，一些不值一提的小事、话语，甚至别人的表情、眼神，都会使我们内心不安、受伤和痛苦。相比之下，一个在熙攘、繁忙当中生活的人却完全不会注意到这些鸡毛蒜皮的事情。

如果一个人出于对别人的有理由的厌恶，迫于畏惧而选择了孤独的生活，那么，对于孤独生活的晦暗一面他是无法长时间忍受的，尤其正当年轻的时候。我给予这种人的建议就是养成这样的习惯：把部分的孤独带进社会人群中去，学会在人群中保持一定程度上的孤独。这样，他就要学会不要把自己随时随地的想法马上告诉别人；另外，对别人所说的话千万不要太过当真。他不能对别人有太多的期待，无论在道德上抑或在思想上。对于别人的看法，他应锻炼出一副淡漠、无动于衷的态度，因为这是培养值得称道的宽容的一个最切实可行的手段。

虽然生活在众人之中，但他不可以完全成为众人的一分子；他与众人应该保持一种尽量客观的联系。这样会使他避免与社会人群有太过紧密的联系，这也就保护自己免遭别人的中伤和侮辱。关于这种与人交往的节制方式，我们在莫拉丹所写的喜剧《咖啡厅，或新喜剧》中找到那值得一读的戏剧描写，尤其在剧中第一幕的第二景中对 D. 佩德罗的性格的描绘。从这种意义上说，我们可以把社会人群比喻为一堆火，明智的人在取暖的时候懂得与火保持一段距离，而不会像傻瓜那样太过靠近火堆；后者在灼伤自己以后，就一头扎进寒冷的孤独之中，大声地抱怨那灼人的火苗。



羊群与投资

作者：董宝珍

每有时间，我常到京郊的沿河树林里思考问题。那片树林属于我——当然也属于所有人，还属于一群羊。一位年过七旬的大爷，常在河边放他的一大群羊。

“危险”的羊群

2018年元旦，我照常来到那片树林，再次遇到大爷和他的羊。让我好奇的是，羊群始终挤在一起觅食，始终是羊多草少。如果分散觅食，一只羊可以占有更多的草地面积，食物就会大幅增加。为什么羊不愿离开群体去更容易得到食物的地方？通常来说，羊的古老基因里必然有用群体的方式躲避或防御豺狼虎豹等危险的信息。在安全（活下去）和食物之间，羊的第一选择自然是安全。

如果离开群体，每一只羊所占据的草地面积是增加的，能吃到的草也是增加的，但是离开群体的孤羊安全就大幅降低了。为了活下去羊不得不挤到一起构成一个严密的整体，提高抵御大型食肉动物的攻击，所谓“独羊死，群羊生”。这个道理同样适用于人。因为人也是群居动物，人如果不和群体保持高度一致，而是离开群体特立独行就会被猛兽吃掉了，一般来说没有被猛兽吃掉能留下后代的人都有保持和群体一致的基因本能，在基因控制下人必须留在群体内，如果离开群体那就会感到紧张、恐慌甚至岌岌可危。

就解释了为什么投资人在资本市场上会习惯性追随大众，不会在高位逆大众卖出，更不会在低位逆大众买入，而是乐于追热门股，追大众情人。

投资的本质

投资的本质是与大多数的情绪和行为博弈。

巴菲特说：“我所以挣钱只是因为做到了别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪！”大师的话揭示了投资就是有独立思想的人和大多数人的情绪和行为的博弈。因此，要想在股市“活得好”，不仅不能跟随群体，还必须逆群体、反着干。因此，投资本质上是人性博弈。

股市上总是少数人挣钱，绝大多数人挣钱在股市是不可能持久的。因为投资是与大众的博弈，从这个角度说，成为羊群一份子很“危险”。在资本市场上，没有人可以让自己成为群体的一员获得安全和财富，而是一代又一代地热衷于成为群体的一部分的投资人遭到市场淘汰，只有少数坚持远离“羊群”和大众、较真认死理不从众的投资人活了下来并取得成功。

逆群体行为很难

在股市中，跟随群体行动这种本能已经成为投资者成功和获利的最大障碍。资本市场最难能可贵的是独立思考，形成与社会大众主流认知不一样的正确认知。

有人说，发现机会才是最难的。因为机会都躲藏起来了。事实不是这样，寻找食物的羊群旁边几米远处就有草，可本能告诉它不得离开群体半步，那么它只能把近在眼前的草放弃或视而不见。

投资者需要自己反思，你是不是也放弃过？也视而不见过？如果是，那么你远没有到能主动克服自己人性的地步。2013年，在市场看淡茅台的时候——其实有常识的人都知道，茅台不可能被中国人抛弃，那时候，投资茅台的机会非常容易获得，但是大部分人没有获得，为什么？依然是随波逐流的人多，独立判断的人少。

拥抱求真求实的心

可以这样说，基因控制的人性本能是成功投资的最大敌人，投资最大课题和最大困难是克服人性本能。

投资人需要通过后天努力培养独立人格和求真的心才能克服人性本能，要在实践中强化自信，有了自信才能独立思考，还要有专业知识和刨根问底的钻研求真精神。

发现大众没有发现的真相本质是求真。有时候你发现真相的时候，大多数人还是贬低你，嘲笑否定你，就像那些买茅台的投资人所遭受的一样，但是在你独立的人格之下，有强烈的以是非为本的求真之心和独立人格，你只相信真假，不在乎别人的肯定或者否定，也不在乎别人的贬低。就像2013年在大众和媒体认为那些买入贵州茅台的投资者是愚蠢时，有独立人格的投资人“我行我素”绝对自信投资茅台并获得超额收益一样。

求真需要知识，需要做功课和调查研究，不能想象一个人没有知识，没有思考能力，也不会分析问题，他可以挣脱大众束缚。越有知识的人越容易走向独立思考，越独立思考越有求真求实

的心，最终获得真相所依赖的知识与独立的人格——这两者是辩证的，互相促进和缺一不可的。

15.8. 锚定效应（Anchoring Effect）

“锚”~~~~首先获得的信息或者资料。对某一特定对象做出评估或预测就倾向于选定一个起始点或者参考点，并由此开始去考虑进一步的信息，并且通过可能获得的反馈来调整自己初始时刻的决策，最终获得事件的最终解决办法。锚定效应作为一种心理状态，其通常是潜意识的。研究其产生的轨迹，主要是为了更好的了解，并希望因此而有助于找到相应的方法来减弱这种效应，从而最终减小偏差。

常有人说，这股票涨这么多了，还不抛？或，已经跌一半了，还不买？这就是锚固偏见（Anchoring Bias）的表现，其潜意识是把原有股价当成合理、当成参照的锚点了。其实，一个股票便宜与否，看估值比看近期涨跌更可靠：基本面大幅超预期时可越涨越便宜，反之可越跌越贵。营销篇 Anchoring Bias 是奢侈品的常用营销手段。先设计一批 2 万美元的包包让模特们背着走来走去，让你感觉这个品牌的包就值 2 万美元一个。这样一来，当你在店里看到 1000 美元的同品牌包时，就不觉得贵了。其实 2 万美元的包也卖不了几个，利润主要来自于卖 1000 美元的包。

锚定效应（Anchoring Effect），心理学名词，指的是人们对某人某事做出判断时，易受第一印象或第一信息支配，就像沉入海底的锚一样把人们的思想固定在某处。作为一种心理现象，沉锚效应普遍存在于生活的方方面面。第一印象和先入为主是其在社会生活中的表现形式。

通常来讲，人们在作决策时，思维往往会被得到的第一信息所左右，就像沉入海底的锚一样，把你的思维固定在某处。而用一个限定性的词语或规定作行为导向，达成行为效果的心理效应，被称为“沉锚效应”。

所谓锚定效应（Anchoring effect）是指当人们需要对某个事件做定量估测时，会将某些特定数值作为起始值，起始值像锚一样制约着估测值。在做决策的时候，会不自觉地给予最初获得的信息过多的重视。

锚定（anchoring）是指人们倾向于把对将来的估计和已采用过的估计联系起来，同时易受他人建议的影响。当人们对某件事的好坏做估测的时候，其实并不存在绝对意义上的好与坏，一切都是相对的，关键看你如何定位基点。基点定位就像一只锚一样，它定了，评价体系也就定了，好坏也就评定出来了。

有人为此举的例证是：两家卖粥的小店，每天顾客的数量和粥店的服务质量都差不多，但结算的时候，总是一家粥店的销售额高于另一家。探其究竟，原来效益好的那家粥店的服务员为客人盛好粥后，总问：“加一个鸡蛋还是两个？”而另一家粥店的服务员总问：“加不加鸡蛋？”接收到第一个问题的客人考虑的是加几个鸡蛋的问题，而接收到第二个问题的客人考虑的是加不加鸡蛋的问题。考虑的问题不同，答案自然也不同。通过不同的提问方式，第一家粥店不知不觉地多卖了鸡蛋，增加了销售。

第一印象

作为一种心理现象，沉锚效应普遍存在于生活的方方面面。第一印象和先入为主是其在社会生活中的表现形式。

关于第一印象，有一个著名的实验。一位心理学家让两位都做对 30 道题中的一半，他要求甲生尽可能地做对前 15 道题，而要求乙生尽可能地做对后 15 道题，然后让一组被试者对甲乙两生作出评价，结果被试者大多认为甲生比乙生聪明。这就是著名的第一印象效应。由此可见，第一印象对人们心理产生的重要影响。

第一印象在求职面试及谈朋友时作用最为突出。上海一家金融企业的人事主管正在主持面试，一位相貌不错、西装革履的小伙子走了进来。整体一看，主管对此人印象不错。在接下来的面谈中，小伙子侃侃而谈，不卑不亢，主管比较满意。面试结束时，主管站起来与小伙子握手告别，忽然发现小伙子领带头上黑乎乎一片，满是污迹，心中的好感顿时荡然无存。当然，这个小伙子

也失去了进入该企业的机会。

求职如此，谈朋友更是如此。许多女孩在与男孩初次见面后便不愿再交下去，问其原因，像只“沉锚”一样，左右着人们的选择与决策。有人做过分析，第一信息 75%左右了人们对一个人、一个事物、一个企业、一个地方乃至一个国家的感受，而且很少会改变其最初的判断。

先入为主

第一印象是只“沉锚”，先入为主也是一只“沉锚”，先入为主是区别于第一印象的一个词，其词义为：先接受一种说法或思想，以为是正确的而有了成见，后来就再也不容易接受别的说法和思想。我们从小就接受无神论思想，对欧洲人、印度人的宗教热情难以理解；听惯了“上有天堂下有苏杭”的说法，当别人问起哪里最美时，便会不假思索地举出苏州和杭州，虽然连两座城市的模样都未曾见过；听别人常说某学者学识渊博，未曾相见就肃然起敬……先入为主同样会作为第一信息左右我们的判断，决定我们的行为。罗贯中在《三国演义》中给我们讲述了一个先入为主的经典案例：

关羽战败后，“降汉不降曹”，进入曹操麾下。对关羽青睐有加的曹操偶与关羽论及天下英雄，关羽说自己的三弟张飞：于百万军中取上将首级，如探囊取物。及至曹操在荆州击败刘备欲追而歼之，在当阳遭遇张飞时，我们看罗贯中的精彩描述：

张飞睁圆环眼，隐隐见后军青罗伞盖、旄钺旌旗来到，料得是曹操心疑，亲自来看。飞乃厉声大喝曰：“我乃燕人张翼德也！谁敢与我决一死战？”声如巨雷。曹军闻之，尽皆股栗。曹操急令去其伞盖，回顾左右曰：“我向曾闻云长言：翼德于百万军中，取上将之首，如探囊取物。今日相逢，不可轻敌。”言未已，张飞睁目又喝曰：“燕人张翼德在此！谁敢来决死战？”曹操见张飞如此气概，颇有退心。飞望见曹操后军阵脚移动，乃挺矛又喝曰：“战又不战，退又不退，却是何故！”喊声未绝，曹操身边夏侯杰惊得肝胆碎裂，倒撞于马下。曹便回马而走。于是诸军众将一起望西奔走。

这里，曹操便犯了先入为主的毛病，落入了“沉锚效应”的怪圈。首先，对关羽的钟爱导致他对关羽的话不加分析地接受，其次，关羽勇武绝伦都激赞张飞，这两个先入的条件直接左右了曹操的判断，决定了他的行动。多智、多诈、多疑如曹丞相，尚且如此，足见“沉锚效应”之威力。

解决方法

破解

既然沉锚效应对人们心理的影响如此巨大，那么就有必要深入分析沉锚效应形成的原因，弄清其所以然，把握它，运用它，让它为我们服务。

沉锚效应的形成，有深刻的心理机制：当关于同一事物的信息进入人们的大脑时，第一信息或第一表象给大脑刺激最强，也最深刻。而大脑的思维活动多数情况下正是依据这些鲜明深刻的信息或表象进行的。虽然这一信息或表象远未反映出一个人或一个事物的全部。

作为沉锚效应的第一印象、第一信息有如下特征：

1、表面性、片面性。因为第一印象接受的是事物的外在形态或单方面的信息，因此具有表面性、片面性。

2、先验概念引入。商人进入城市街道，考虑的是在哪儿开店最合适，而城市规划师则考虑布局是否合理，司机想的却是道路的畅通与如何走到目的地。

3、类别特征。提到农民想到质朴，提到教授则认为文质彬彬，提到军人，印象则是威武坚强。

第一信息一旦被人接受，第一印象一旦形成，便会导致人在认知上的惰性，从而产生优先效应。

一位领导向四个组的人介绍同一位新员工，他对第一组的人说：新员工工作很积极；对第二组的人说：新员工工作不积极，你们要注意；对第三组的人说：新员工总的来说工作积极，但有时不积极；对第四组的人说：新员工工作不太积极，但有时也积极。一个月后，抽问四组员工，他们给出的答案几乎与当初介绍的一模一样。

除了优先效应，还会产生晕轮效应，定型效应以及泛化效应，晕轮效应、定型效应我们在前

面光环效应和定型化效应中分别作过介绍，这里不在赘述。而泛化效应，则是指第一印象的定型特征会被泛化到其他特征中，比如，认为某人好，就一切都好、完美无缺等。

绕开

如果你是一家公司的负责人，你经常会遇到一些要你决策的事情，比如说采购计划，那么请你考虑一下，在决定是否采购新设备之前，你会遇到哪些情况？

一般情况下，你会考虑公司的业务现状是否应该采购新设备，另外你还会考虑客户方对你的产品的实际需求量等，与此同时，你的一位老朋友，凭借他的体会力劝你取消采购计划。

你有三个“信息”可参考，这时你会怎么办？最好的办法就是先别忙着做出决定，因为上面的“信息”有可能会成为沉锚，诱使我们寻找那些支持自己意见的证据，躲避同自己意见相矛盾的信息，进而让你掉进沉锚陷阱。

先举个例子：美国新泽西州和宾夕法尼亚州市是两个相邻的州，为了减少车辆保险费用和诉讼费，两个州以“如果驾车者放弃对某些交通事件的起诉权，他们可以少缴一些车辆保险费”为依据，对法律条文进行了修改。新泽西州的新条文规定：你自动放弃某些交通事件的起诉权，除非你另外声明：宾夕法尼亚州新条文规定：你拥有所有交通事件的起诉权，除非你另外声明：内容相同，出发点相同，只是表述方式不同，结果在新泽西州 80%的人选择了有限起诉权，而宾夕法尼亚州却有 75%的人做了相反的选择。

新泽西州只在措辞上下了这么点小功夫，就省下了 2 亿美元的车辆保险费和诉讼费。可见，沉锚陷阱对人的行为影响有多深。所以，在决策前，我们千万不要机械地接受问题，不管这个问题是谁提出的，我们要尽量由自己提出一个辩证的、有利有弊的问题，因为问题的形式在很大程度上会影响你的决定。所以，我们要不断地怀疑问题，特别在最后，更要尝试改变问法。

在决策过程中，根据过去预测将来也是不可取的，因为过去发生的重大事件或在头脑中留有深刻记忆的事件同样会成为沉锚，使我们的思维离开正道而偏向陷阱方向，从而导致决策失误。另外，当别人给你提出建设性意见时，不但要把这些问题当作参考，还要分析他们看问题的角度，并与自己的想法作比较。

除了这些客观因素，主观因素，比如错觉、偏见等，也都会对决策产生影响。所以，我们要时刻意识到这些主观因素的存在和危害性，要时刻检查和约束自己，以避免这些影响决策的沉锚。不管怎么样，防患于未然是最佳途径，亡羊补牢总显得有点晚了。

方法

- 从不同的角度来看问题。看看有没有其他的选择，不要一味依赖你的第一个想法。
- 在向别人请教前，先自己考虑一下问题，有一个基本打算，不要被别人的意见左右。
- 集思广益。寻求不同的意见、方法，以开拓你的思维，打破原有的条框束缚。
- 不要限制顾问、咨询员的思维。在向他们介绍情况时，不要掺杂个人的观点和倾向。
- 谈判时不要受对方所设“沉锚”的影响。
- 审查自己对各种信息是否给予了相同的重视，避免只接受符合自己观点的“有利信息”的倾向。
- 仔细审查你的构想，确信它们没有被影响。
- 对于那些不那么重要的数据，也要注意整理。
- 决策时刻要走出记忆，尽量减少特定或重大事件给思维带来的影响。
- 尽量朝与自己意见相反的方向去想，或者找一个你所信赖的意见分歧者，进行一次彻底的辩论。
- 审视自己的动机。判断自己是在为合理的决策收集信息，还是其他。
- 征求别人意见时，不要找那种“惟命是从”的顾问或咨询师。

设定沉锚

沉锚效应告诉我们不要受对方所设“沉锚”的影响的同时，也告诉我们：寻找恰当的时机，为对方设定“沉锚”，会使自己处于一个更有利的位置。

一天，邻居盗走了华盛顿的马，华盛顿也知道马是被谁偷走的，于是，华盛顿就带着警察来到那个偷他马的邻居的农场，并且找到了自己的马。可是，邻居死也不肯承认这匹马是华盛顿的。

华盛顿灵机一动，就用双手将马的眼睛捂住说：“如果这马是你的，你一定知道它的哪只眼睛是瞎的。”“右眼。”邻居回答。华盛顿把手从右眼移开，马的右眼一点问题没有。“啊，我弄错了，是左眼。”邻居纠正道。华盛顿又把左手也移开，马的左眼也没什么毛病。

邻居还想为自己申辩，警察却说：“什么也不要说了，这还不能证明这马不是你的吗？”

邻居为什么被识破？是因为华盛顿利用了沉锚效应，它先使邻居受一句“它的哪只眼睛是瞎的”的暗示，让其认定“马有一只眼睛是瞎的”，致使邻居猜完了右眼猜左眼，就是想不到马的眼睛根本没瞎。

华盛顿真是聪明，它利用沉锚效应给别人设计了一个陷阱，要回了自己的马。在现实生活中，华盛顿的经验多被聪明的谈判者借鉴。谈判时，聪明的谈判者们都特别注意在不为对方提议所限的同时，寻找恰当时机，为对方设定“沉锚”，使谈判向有利于自己的方向发展，以达到自己的目的。

在谈判中，他们经常会选择有利的数据和事实说服对方，让他们屈服。举例来说，一家公司要再租一栋办公楼。经过考察，他们发现了一个位置和设施都比较理想的商务楼，于是，公司老总安排市场部经理与这家房产商见面。双方一落座，房产商就开出了合同条件：

租期 8 年，每平方英尺每天租金 3 美元，每年价格随物价的上涨幅度而定；所有室内的改装费用由租户自理；8 年以后由租户决定是否延长租期。

多么苛刻的条件。可是寻租方的谈判代表，也就是那位市场部经理。竟然把它变成了沉锚，做出了让人吃惊的反应：大部分条件可以接受，但是价格须降到 2.5 美元，房产商还要承担一部分装修费用。

谈判的目的就是要为自己赢得更多的利益，但是这位市场部经理却忘了这一使命，结果掉进了房产商所设的“沉锚”陷阱，让公司为此损失了很多利益。

其实，这位市场部经理本可以向房产商提出一些有利于己方的条件，比如：价格应降到市场较低价，两年一次调整价格，规定价格的上限，规定延长租期的各种条件等。但遗憾的是，他的思维被房产商的合同文本限制死了。

为对方设限，已经让不少商家尝到了甜头，所以，好多营销公司在对新员工进行培训时，都会有这么一项——善用营销语言，让他按照你的想法走下去。这无疑就是在教营销人员如何给客户设定沉锚陷阱，以达到目的。此举虽显不厚道，但却有效。比如，我们在电话局申请安装电话时，经常会听到如下对话：

工作人员：“要不要长途授权？”

客户：“要。”

工作人员：“要国内长途还是国际长途？”

客户：“国内或国际。”

对话结束，业务也就告完成。试想，如果客户在第一次询问后，回答说不要长途授权，显然就不会有下文了，也就是说以后不会有长途话费了。

假设我们把工作人员的问话重新设计一下：“要国内长途还是要国际长途？”

客户会有什么反应？很显然，客户的思维会被得到的第一信息，也就是沉锚，固定的新装电话应该有长途授权，只是在国内长途和国际长途之间进行选择而已。受其引导，客户会继续考虑：“国外没有朋友，也没有业务，那就要国内长途吧！”或：“我海外有亲戚，要国际长途。”

可想而知，受这种诱导式的询问影响，受理的电话中长途授权的数目总比前一种询问方式多很多。

在经济社会，服务不仅要有微笑，语言也要多点用心，规范不是目的，有效才是关键。

核心理念：做决策时，人的思维往往会被得到的第一信息所左右。

应用要诀：决策时注重全面分析，深入研究；看人时不只凭第一印象。

应用领域：企业经营、组织管理、社会生活。

学习后可以深刻认识和有效解决如下问题：

- 1、思维方式问题
- 2、信息使用问题

- 3、第一印象问题
- 4、计划制订问题
- 5、先入为主问题

历史

1973年，卡纳曼和特沃斯基指出，人们在进行判断时常常过分看重那些显著的、难忘的证据，甚至从中产生歪曲的认识。例如，医生在估计病人因极度失望而导致自杀可能性时，常常容易想起病人自杀的偶然性事件。这时，如果进行代表性的经济判断，则可能夸大极度失望病人将自杀的概率，这就是人们在判断中存在的锚定效应。

1974年，卡纳曼和特沃斯基通过实验来进一步证明锚定效应。实验要求实验者对非洲国家在联合国所占席位的百分比进行估计。因为分母为100，所以实际上要求实验者对分子数值进行估计。首先，实验者被要求旋转摆放在其前面的罗盘随机地选择一个在0到100之间的数字；接着，实验者被暗示他所选择的数字比实际值是大还是小；然后，要求实验者对随机选择的数字向下或向上调整来估计分子值。通过这个实验，卡纳曼和特沃斯基发现，当不同的小组随机确定的数字不同时，这些随机确定的数字对后面的估计有显著的影响。例如，两个分别随机选定10和65作为开始点的小组，他们对分子值的平均估计分别为25和45。由此可见，尽管实验者对随机确定的数字有所调整，但他们还是将分子值的估计锚定在这一数字的一定范围内。

许多金融和经济现象都受锚定效应的影响。比如，股票当前价格的确定就会受到过去价格影响，呈现锚定效应。证券市场股票的价值是不明确的，人们很难知道它们的真实价值。在没有更多的信息时价格（或其他可比价格）就可能是现在价格的重要决定因素，通过锚定过去的价格来确定当前的价格。锚定效应同时发生在商品定价的其他经济现象中，它类似于宏观经济学中的“粘性价格”，只要把过去的价格作为新价格的一种参考（建议），那么新价格就会趋于接近过去的价格。如果商品的价值越模糊，参考就可能越重要，锚定就可能是更重要的价格决定因素。

验证

锚定效应在众多领域判断与决策问题的研究中得到验证，从日常生活中的现象，如促销广告用语对购买数量决策的影响，到风险预测性问题，如估计股市指数的变化；从一般知识性问题、博彩估计问题、法律判断问题、协商谈判问题、价格估计问题，到自我效能评估、软件评估问题等，许多研究沿用并发展了Tversky和Kahneman的研究框架，将研究扩展到现场实验和真实情境中，从不同角度证明锚定效应是一种普遍存在的、十分活跃又难以消除的判断偏差。

例如，一项以艾滋病毒携带者及内科医生为被试的研究，考察无关锚值对于患者及医生进行选择任务的影响，结果显示，双向无关锚值对于艾滋病毒携带者判断由于避孕失败感染艾滋病的概率，对于内科医生判断病人患肺部栓塞的概率均具有显著影响（Brewer, Chapman, Schwartz, & Bergus, 2007）。一项关于法庭惩罚性标准评估的研究发现，随着提供的惩罚金和补偿金额度上限锚值的增长，被试评估的金额数量及变化幅度均在增长，显著高于未提供任何数量参照的控制组（Robbennolt & Studebaker, 1999）。另有一项关于购买者估计销售价格的锚定效应与参照点效应的研究显示，主观锚定点低于建议销售价格的被试给出了更低的销售价，主观锚定点高于建议销售价格的被试给出了更高的销售价；在参照点实验中发现，被试是以建议销售价为锚定点，建议销售价与市场评估价共同影响被试所预期的获益或受损的定价（Kristensen & Garling, 2000）。一项关于态度转变中锚定效应的研究显示，极端锚值对于判断的影响要大于适中锚值的影响（Wegener, Petty, Detweiler~Bedell, & Jarvis, 2001）。又如，一项关于美日商务谈判者出价时间选择与功能的跨文化对比研究中发现，在美国谈判者中，出价时间较早会导致行为锚的形成，并影响进一步的探讨及达成共赢（Adair & Weingart, 2007）。

随着锚定偏差在许多领域中的验证，人们越来越关注减少锚定效应负面影响的途径和方法。Koehler在一项关于假设产生与判断自信关系的研究中发现，仅仅对假设进行评价的被试比自发产生假设的被试出现更高水平的过度自信，Chapman等人在此基础上提出，自发产生的锚比实验者给予的锚带来的偏差要小（Chapman&Johnson, 2002）。Epley等人认为，如果采取适当

的方法, 锚定效应可能不会彻底消除, 但能够明显减少。应根据锚的种类及偏差产生的原因, 采取不同的方法减少偏差, 如可以采取“反向思维”策略矫正外部锚效应 (Epley & Gilovich, 2005)。Mussweiler 在一项以汽车技师和经销商为被试的实验中验证了这一策略的有效性。其中, 要求一组被试判断二手车是否以某一价格出售更合适, 要求另一组被试判断某一销售价格是否不合适, 结果轿车的实际估价在后一种条件下比前一种条件下受建议销售价的影响要小 (Mussweiler, Strack, & Pfeiffer, 2000)。Paritosh 等人提出了“类比的锚” (analogical anchors) 与因果调整 (causal adjustment) 的思想, 通过建立类比估计的计算机模型, 验证了类比锚对于减少人们判断中锚定偏差的有效性 (Paritosh & Klenk, 2006)。

研究

经典锚定

Tversky 和 Kahneman 的锚定效应研究被后来的研究者称为传统锚定效应或经典锚定效应, 这主要是针对其研究范式而言。经典锚定效应的研究采用两步范式 (two-step paradigm) (Epley & Gilovich, 2005), 即先要求被试对于问题情境下需要作出估计的未知目标值是高于或低于某一个锚值进行判断和回答, 第二步要求被试估计出目标值的绝对数量。例如, 在 Jacowitz 和 Kahneman (1995) 的研究中, 首先要求被试考虑密西西比河是长于还是短于 5000 米, 作出是或否的回答, 接着, 再让被试判断密西西比河的具体长度。由于两步范式是从问题的背景内容为起点呈现给被试的, 有关研究证明了两步范式的语义启动 (semantic priming) 效应, 因此又被称为语义启动范式 (Wong & Kwong, 2000)。截至目前, 有相当数量关于锚定效应的研究均采用了这一研究范式, 这一范式也被作为标准的锚定范式 (standard anchoring paradigm)。

基础锚定

基础锚定效应 (basic anchoring effect) 的研究视角, 是在对经典锚定效应研究的审视中产生的。Wilson 等人提出, 在传统锚定效应的研究框架下, 由于让被试进行锚值与未知目标值之间进行外显的比较, 接着给出估计值, 而证明了锚定效应的存在, 但其中有可能是因为简单的数字呈现导致了人们的判断偏差。为此, 他们采用数字启动 (numerical priming) 范式设计了一系列实验, 考察了单纯的数字呈现下的锚定效应, 如以随机分配给被试的 ID 号以及“笔迹学实验”中让被试抄写数字等材料启动, 不要求被试将上述有关数字与判断任务中的未知目标值作比较, 结果发现被试对问题 (如, 估计电话号码簿中内科医生的数量) 目标值的判断依然受到了启动数字的影响, 从而证明了单纯数字呈现下的锚定效应, 并称其为基础锚定效应 (Wilson, Houston, Eitling, & Brekke, 1996)。Wilson 等人的研究还进一步提出, 相对于经典锚定效应的实验而言, 锚定效应是一种在自然情境下更有可能产生的普遍的心理加工过程。Brewer 等人的研究进一步验证和扩展了 Wilson 等人的研究结论 (Brewer & Chapman, 2002), 但也有实验结果表明数字启动的锚定效应是较弱且不稳定的 (Strack & Mussweiler, 1997)。

潜意识锚

许多研究显示, 即使是在没有可供外显比较的锚的情况下, 锚定效应依然发生。针对这一现象, Mussweiler 等人提出了新的设想, 即一个潜在的锚如果快速呈现给判断者, 是否会产生锚定效应, 数字估计是否受到无意识觉察下的锚 (subliminal anchoring) 的影响。他们采用阈下启动 (subliminal priming) 的方式, 向被试呈现一个潜在的锚值, 考察被试数量估计中的锚定效应 (Mussweiler & Englich, 2005)。在系列实验中, 采用无意义字母串和字符串作为掩蔽刺激, 控制启动锚值与掩蔽刺激呈现的时间间隔, 分别以 15ms、33ms 两种时间间隔呈现, 要求被试对埃菲尔铁塔的高度、中型轿车的均价等知识性问题及价格估计问题进行判断。结果表明, 实验中所操纵的阈下锚值确实影响了被试作判断, 被试估计的目标值向锚值方向偏离。在 Mussweiler 等人验证了潜意识锚效应的同时, 也有研究表明, 对于数字标准即锚的感知与通达必须达到某一个确定的阈限以上, 才会产生锚定偏差 (Brewer & Chapman, 2002)。

自生锚与实验者锚

基于控制论思想的研究范式

自生锚 (self-generated anchoring) 指被试在不确定情境下进行判断时自发产生的内在的锚值。实验者锚 (experimenter-provided anchoring) 指由实验者提供的外在的锚值, 亦即经典锚

定效应中的锚。自生锚与实验者锚的概念与实验范式是在研究锚定效应发生机制的过程中提出的。早期的观点认为，锚定效应是人们在作判断时从锚值向未知目标值调整不充分而产生的，但是这一观点在标准的锚定范式下没有得到相关研究证据的支持。Epley 等人提出了自生锚与实验者锚的分类，将个体自发产生的锚值引入到锚定效应的研究中，通过操纵自生锚与实验者锚的实验情境，验证“不充分调整”启发式（Epley & Gilovich, 2001）。他们借鉴了控制论的思想，认为调整过程遵循由 Miller 等人提出的“检验~操作~检验~停止”（test~operate~test~exit）范式，针对这一范式，设计了相应的实验程序，要求被试回答一组知识性问题（如，华盛顿当选美国总统的时间，等），进而把被试对目标值估计时认为合理的数值范围也作为实验分析的重要变量，揭示了被试判断时调整的过程和范围，从而取得了“不充分调整”启发式心理机制的证据（Epley & Gilovich, 2006）。

在上述各种锚定效应的研究基础上，特别是基础锚、阈下锚效应在重复验证中的不稳定倾向及其在生态性上的欠缺，一些研究者开始关注更贴近现实的锚的形态研究。如 Jasper 等人采用经典锚定范式呈现锚值的同时，进一步针对锚值向被试提供了一条可靠的信息资源，结果显示，附加了信息资源的锚定效应产生了变化（Jasper & Christman, 2005）；Janiszewski 等人在新近的研究中通过实验对比了锚值的不同精确度对锚定效应的影响（Janiszewski & Uy, 2008），结果显示，相对于粗略的锚值（round anchor），精确的锚值（precise anchor）被表征在具有更精细分辨率的主观尺度上，调整在这个主观尺度上反复进行，则导致了精确锚值的较小的调整，出现了更大程度的锚定偏差。

心理机制

选择通达模型

Strack 和 Mussweiler 从信息的情境效应等社会认知研究成果的基础上，提出了选择通达模型（selective accessibility model, SA），并通过标准锚定范式下的实验验证了该模型对锚定效应心理机制解释的合理性（Mussweiler & Strack, 1999, 2001, 2002; Mussweiler, 2001, 2002）。他们提出，当人们面临标准范式下的判断问题，一种情况是确切地知道目标值，如，一个人知道密西西比河的长度是 2350 米，那么可以直接从记忆中提取信息准确予以回答；第二种情况是虽然不知道确切的目标值，但是可以通过对目标值类别知识的提取和加工进行估计，而这时只有当锚值在类别知识的边界之外，类别知识才能在判断中 useful；第三种情况是既不知道确切的目标值，也不能简单地运用类别知识进行判断，那么判断者必须要进行更为复杂的认知操作并形成一种 SA 心理模型。认为与锚相一致（anchor~consistent）知识的选择性通达的增长对锚定效应起到调节作用，当回答锚的比较问题时，判断者进行正性的假设检验加工（hypothesis testing），即假设锚可能就是目标值，判断者试图通过确认假设而检验假设。例如，当判断者思考“非洲国家在联合国所占的比例是高于还是低于 65%”时，从实际比例有可能就是 65% 的假设检验入手，积极搜索支持这一假设的证据，于是与锚一致的关于目标值的知识很容易地从记忆中提取出来，随后产生的数值的估计就建立在这种知识的基础上。选择通达模型认为锚定效应产生于与锚相一致信息的选择性通达的增长，即在有选择地补充与锚相一致信息的过程中，锚的暂时表征（temporary representation）在短时记忆中得到建构，由于寻找了与锚相一致的信息，因此锚的表征中随即包含了偏差信息，进而影响了后续的判断。这种选择性通达的信息需具备两个至关重要的特征，即信息的可利用性和代表性。Mussweiler 等人还通过实验分析了类别知识和样例知识在解决锚定任务中的作用，进一步对 SA 模型进行了验证（Mussweiler & Strack, 2000）。

不充分调整

锚定效应产生自不充分调整，Jacowitz 和 Kahneman（1995）对于这一观点进行了进一步解释，调整过程往往有一个可接受的范围，由于调整过程在可接受的边界上下终止了，即从追求准确的立足点出发不充分地矫正了锚值的影响，而产生了判断偏差。为了证明这一观点，Epley 等人进行了自生锚效应和实验者锚（或外部锚）效应的区分。外部锚是由实验者或其他外部资源提供的，对于处于不确定问题情境下的判断者而言，即使外部锚再离谱，也不得不认真对待；而自生锚则相反，判断者从一开始就知道自生锚是错误的，即自生锚与目标值之间有差距，因此，判断者不必去考虑锚是否就是目标值，不具备搜索与锚相一致信息即选择通达的动力。这种自发产

生的内在锚值简化了原本更为复杂的评估过程，启动了一个序列调整的加工过程，这一过程是跳跃式的而不是滑动式的调整，当判断者感到“满意”，调整即停止（Epley&Gilovich, 2001）。

例如，人们可能不知道丰田凯美瑞汽车下个年度的价格，但是可能从当年的通货膨胀模型进行调整；可能不知道世界上第二高峰的高度，但是可能从为人所熟知的珠穆朗玛峰的高度进行调整。Epley 等人在初期的实验中，对产生和使用自生锚的被试进行有效鉴别，将自生锚与实验者锚的被试对知识性问题的判断结果进行对比，验证了“不充分调整”的观点。实验中，Epley 等人通过被试的自生锚值、目标估计值、可接受的估计范围等多个变量，考查不充分调整的过程，实验结果显示，被试估计值的平均数小于估计范围中位数。实验结果还发现，警告、时间压力、奖励、认知负荷、认知需求等因素对内生锚效应影响显著，对实验者锚效应影响不显著（Epley & Gilovich, 2004, 2006）。

双重心理

Mills 认为不是所有判断中的错误和偏差都产生于不充分的努力思考（effortful thinking）。Epley 等人从这一观点出发进一步提出，在许多判断问题的研究中，试图增强努力思考程度的设计，如对判断准确性的奖励或对避免出错的外在警告，对于减少锚定效应是不起作用的，这说明在一定条件下判断的主导加工过程是自动的、无意识的、不需要努力的，是不可控的。为此，在锚定效应中，存在两个心理加工过程，一个加工过程受到努力思考的系统影响，另一个加工过程不受努力思考的系统影响（Epley & Gilovich, 2005）。对于语意启动的标准锚定范式下的 SA 模型，其驱动力往往来自自动化的心理加工过程，努力思考的量的操纵对于这种心理过程没有什么影响，这种额外的努力思考所能做的，是引导被试产生了一些证据，用于对“锚值可能即为目标值”的假设的确认，否则这些证据有可能考虑不到。与之相反，自生锚启动了努力思考的心理加工过程，基于自生锚的调整是有意识的和深思熟虑的，因此，被试在回答自生锚的问题时，能够有意识地报告调整中所进行的加工过程，而在标准锚定范式下对于实验者锚的问题回答没有报告出这样的调整过程。相关研究表明，实验者通过减少人们努力思考过程中的能力或动机投入，导致了自生锚调整程度的削减，使锚定效应产生变化，但是在回答实验者锚的问题时，锚定效应没有受到影响。如，当让被试回答自生锚的问题时，加入了一个记忆由 8 个字母构成的字母串的任务，结果被试给出的回答比没有加干扰任务的对照组被试更接近自生锚。

神经心理

Jasper 和 Christman（2005）率先对利手强度与锚定效应的关系进行实验研究，以探讨锚定效应的神经心理机制。结果发现，在无信息意义的双向锚值条件下，强利手（strong~hander）被试比混合利手（mixed~hander）被试显示出更大的锚定偏差，但在有信息资源支持的锚值条件下，两者之间没有差异；在锚定启发式的经典乘法任务中，锚值的高低与利手强度之间存在交互作用，混合利手被试在高锚值下给出了更高的估计，在低锚值下给出了更低的估计。该研究进一步借用了有关利手强度与左右脑功能以及元认知的脑机制等研究成果，对实验结果进行分析认为，由于混合利手的人大脑胼胝体比强利手的人更大，因而左右半球的互动更强，当左脑负责保持现状信念的时候，右脑扮演了唱反调的角色，搜寻、鉴别与现状信念不同的信息，并在必要时强制进行左半球的表征升级，最终促使现有信念的改变；而刺激信息的可信度对于大脑与新信息之间互动的调节作用主要与元认知能力有关，前额叶皮层是元认知能力的神经基础，由于混合利手的人胼胝体较大，特别是在前扣带回区域更为突出，因此混合利手的人大脑左右半球在前额区的互动更强，具有更强的“反观思考”（counterfactualizing）的能力，而“反观思考”即为元认知活动。Jasper 和 Christman 的实验研究结果与他们关于利手强度与框架效应之间关系的研究结论是相反的，他们借用有关研究分析了利手强度不同的人锚定效应差异产生的脑机制，但是还没有来自大脑生理指标的直接证据。

现象解释

在研究和揭示锚定效应内涵和发生机制的同时，研究者们将研究视角扩展到锚定效应与其他一些有关心理现象的关系，将锚定效应作为有关心理现象的一种潜在发生机制进行分析和验证，其中代表性的有自我中心偏差、后见之明、偏好反转等心理现象的锚定机制研究。

（1）Quattrone（1982）认为人们从自己的观点为起点进行不充分的调整而导致了自我中心

偏差。Gilovich、Epley 和 Keysar 等人进一步深化了这一观点，认为当采用他人观点时，人们不会放弃自己的观点，而是将自己的观点作为起点或判断锚，一方面人们认为他人和自己所见所经验到的世界是相似的，另一方面他们也认识到不同的动机、信念和背景会导致对相同的刺激产生不同的知觉和解释，因而这个自我锚有时是需要调整去调和与自己与他人认识间差异的（Keysar, Barr, Balin, & Brauner, 2000; Epley & Keysar, 2004）。Epley 等人采用情景判断材料进行观点采择实验，以检验自我中心偏差产生的心理过程，实验证明，当采用他人观点时，将自己的观点作为起始锚，随后连续而努力地考虑自己与他人观点的差异，跳跃式地调整一定的量并评价所调整的新观点是否与他人的观点相吻合，如果吻合，调整停止；如果不吻合，开始新的与自己观点有更大差异的跳跃式调整，直至达到一个能够调和与自己与他人观点的可接受的结果。

(2) 关于后见之明的心理机制存在两种代表性的理论解释，Ofir 等人采用锚定和调整理论对后见之明偏差的解释认为（Ofir & Mazursky, 1990），人们从给出的结果为起点产生对判断的回顾，并基于元认知的线索从结果锚进行调整。在努力回忆过程中，人们对结果的惊奇程度以及基于元认知信息对原有判断的调整程度不同，从而产生两种调整过程，当人们产生“我应该知道！”的感觉时，基于元认知信息进行较小的调整，而高估他们预言的准确性，从而导致后见之明偏差；当人们感到结果很惊奇，产生“我从来就不知道！”的感觉，元认知信息使人们进行较大的回顾性调整，从而减少后见之明偏差出现的可能性。Ash 和 Jennifer（2008）以顿悟和多步骤数学题为实验材料，采用琐事任务范式及案例研究范式验证了上述原理，并进一步提出，这一原理与“升级和再判断”（Updating & Re-judging）理论在对后见之明的解释上不是竞争关系，而是分别适用于元认知的判断（metacognitive judgment）及情境的判断（situational judgment）等两种任务类型。

(3) 以锚定机制解释偏好反转现象，出现了不充分调整及选择通达两个研究路径。Lichtenstein 等人最早从不充分调整模型研究偏好反转（Lichtenstein & Slovic, 1971），认为偏好反转是决策中的反应模式效应，当要求被试提出最低估价时，被试是以两种益损情形中赢的价格为锚进行调整，而要求被试在两种益损情形中进行选择时，被试是以获胜的概率为锚进行调整，因而导致了偏好反转的不对称性。Schkade 等人从选择通达模型的概念激活原理出发，采用反应模式的一致性效应解释偏好反转（Schkade & Johnson, 1989），认为目标项特征的权重依赖于反应模式，人们对于那些与反应标准相一致的特征给予更高的权重，因此在给彩票估价时，彩票的货币形式被赋予更高的权重，相反地，在评价彩票的中奖可能性时，概率形式被赋予更高的权重，即货币锚影响货币形式方面的判断，锚的形式引发了对相似的目标特征的关注，从而影响了目标判断。

研究展望

在回顾和总结锚定效应研究成果基础上，我们认为未来关于锚定效应的研究将围绕以下几方面进一步深入：

种类结构

锚定效应研究是在对锚的种类和结构的探索过程中推进的，对于锚的每一种新的认识，均为研究的发展提供了新的视角和动力。截至目前，对于锚的种类与结构的认识相对于锚定效应的复杂程度而言，还是初步的。例如已有的锚定研究，如基础锚、阙下锚效应的研究结论还存在差异和分歧；锚的种类研究设计的生态学特征还较为欠缺；对于锚的研究更多地限于数字锚，信息锚的研究还较为欠缺。因此，锚的种类和结构的认识和挖掘依然是锚定效应研究的重点工作。

研究范式

多数锚定效应的研究对于锚值的操纵主要限于经典两步范式的实验室情境，材料也多以一般知识性问题为主，研究范式中涉及的情境因素、判断过程较为单一，与判断、决策的实际情境之间存在差异，这在一定程度上影响了锚定效应研究的实际应用价值。此外，以往研究很少触及不同类型的锚的内在关系，如关于内生锚与实验者锚的研究主要集中在二者分别产生的锚定效应，而在实际判断与决策中，两种锚往往是同时出现并相互作用的，两种锚之间是竞争还是协同的关系，没有研究和回答。因此，需要通过创新研究范式对上述不足予以完善和改进。

心理机制

关于锚定效应心理机制有选择通达模型、不充分调整模型及双重心理过程等三种理论观点，对于这三种观点特别是锚定效应双重心理过程的理论观点，还需要更加系统的实验验证及来自神经机制方面的证明。关于锚定效应的神经心理机制的研究还很少，有关锚定效应脑机制的解释还是建立在间接分析基础上的，缺乏对大脑生理指标的直接研究。因此，应进一步采用 EEG、ERP、fMRI 及 PET 等技术手段，研究人们在执行锚定任务过程中大脑两个半球的功能、激活水平及互动联系等特征。

影响因素

以往关于锚定效应影响因素的研究散见于有关心理机制的研究中，如在经典锚定效应及自生锚效应的研究中，已不同程度地涉及知识经验、认知负荷、动机等影响因素，新近的研究扩展到了人格因素，如 McElroy 等人考察了“大五”人格中开放性水平与锚定效应的关系（McElroy & Dowd, 2007），证明了开放性程度高的被试更容易受到锚线索的影响。从总体上看，锚定效应影响因素的研究缺乏系统性，而锚定效应作为一种特殊的心理现象，究竟有哪些更为关键和本质的因素对其产生影响，是如何发生作用的，对这个问题的深入研究，才能有效地推进对锚定效应规律的认识。

锚定现象对

正如 Harvey (2007) 在回顾预测判断研究时提出，“尽管以生态理性为基础的适应性启发式越来越受到重视，但是在描述性范式基础上提出的决策启发式，对于预测判断知识的构建依然是有价值的”。在研究锚定效应负面影响的同时，研究者也在关注锚定现象的有效性及其发挥效力的条件。如 Harvey 认为，当一个变量效用的预测是基于先前同类变量效用的外显信息，人们会采用锚定启发式，对于那些以典型的生态方式呈减速趋势的系列，采用锚定启发式进行的预测是准确的，而对于现代技术社会中一些需要通过进化去适应的非典型的环境系列，如金融市场变化等，锚定启发式的预测往往是有偏差的。这一概括是否准确，锚定现象在什么条件下出现正面的影响，还有待更多的研究和验证。同时，在探究锚定效应的产生原因与机制基础上，尽可能地减少锚定偏差，是锚定效应研究的目标之一，但回顾以往研究，关于如何有效地减少锚定偏差的研究结论还较为贫乏，对这一问题需开展更深层次的研究。

锚定效应

以往研究显示，以锚定效应为潜在心理机制对有关心理现象的解释是部分的、有条件的，如对于后见之明、自我中心偏差等现象的解释，有的限于任务类型，有的仅限于从锚定效应某一种心理机制模型视角的解释，并且实证研究还不够充分。究竟锚定效应作为有关心理现象内在机制的作用机理是什么，其发挥作用的条件因素是什么，还需要更进一步深入的探究，并在此基础上建立系统全面的解释模型。

应用

锚营销在不自觉中常常会被人们应用。比如，我们有时会特别在意和谁在一起做事，我们在公众场合亮相时，谁和我们在一起。因为所有这一切都会影响到别人对我们的评价，我们身边的“锚定”成为评定我们个人价值的基准。

商业上一个很现实的例子就是当新产品推出时，产品推广计划里如何对其进行定位：商品摆放在哪一个货架，放在哪一种商品的旁边。比如，一种新饮料面世，如果它被放在货架上与我们目光平视的高度上，它的左边是可口可乐，右边是百事可乐，那么，十有八九它的高价政策可能会被消费者接受。相反，如果它被放在一个不起眼的位置，与价格低廉的商品摆在一起，则即使质量超群，功能强大，也很难被判定为是一个好的产品。

行业经济学的研究表明，任何商品都可以归类为指导型产品或是经验型产品。这两类产品的差异在于前者在购买之前就可以被判断出质量，而后者则只有在消费之后才会真正被感知。事实上，即使是前一种产品，有不少也是在消费之后才能感知到其部分功能的真实性。这都为企业家利用锚定效应提供了空间。最近几年，有一家皮具制造商就成功地进行了这样的尝试，它不断地在机场和高端百货商店扩展自己的专卖店体系，并且常常与名牌店比邻而居。这使其产品的价格相当不菲。一方面，它在不知情消费者心目中至少建立了一个高端品牌的形象；另一方面，它与邻居相比又具有一定的价格优势。从它这几年的增长势头上看，应该是一个有效利用“锚定效应”

的好例子。

案例分析

两家卖粥的小店的例子乍看起来，蛮有道理的。但是，细想起来，似觉不妥。不知道它是杜撰的，还是确有其事。如果是杜撰的，只为了说明“沉锚”效应，则有为马配鞍之嫌。假如确有其事，也应该发生在过去。因为现代人最不希望的就是被人牵着鼻子走，都愿意为自己留出更多的自由空间，展示个性魅力，所谓大同而小异，为求异而出新。如果也说“沉锚”效应的话，那么，上面的第一个问题给人的第一印象是商家为增加销售而置客人于必须消费的位置：无论是加一个鸡蛋还是两个。这样，无形中易增加客人的反感，虽然他也可以说“不加鸡蛋”。而第二个问题则为客人提供了一自由选择的机会：加不加鸡蛋甚至根据个人喜好加几个鸡蛋，都由其自主选择。假如照这个逻辑推下去的话，第二家粥店的销售应好一些。当然，人有千面，志趣各异。都是第一印象，给人产生的感觉也不一定完全相同。如果说我，更愿意去光顾第二家粥店。

15.9. 心理账户 (Mental Accounting)

广播电视节目中常有股民这样提问：“我买了某某股票，成本是 xxx，请问应如何操作。”提问者潜意识中已把买入成本当做买卖决策的依据之一。其实，是否应该卖出取决于很多因素（估值、品质、时机），但与买入成本无关，因为你的买入成本根本不影响股价的未来走势。心理账户 (Mental Accounting) 指的是人们喜欢在脑袋中把钱分成不同部分（例如买房的钱和买菜的钱）。投资者最常见的心理账户是把钱分为本钱和赚来的钱，并且对这两部分的钱体现出非常不同的风险偏好。这样做无形中就把手买入成本作为决策依据之一了。

心理账户 (Mental Accounting) 是芝加哥大学行为科学教授理查德·塞勒 (Richard Thaler) 提出的概念。心理账户是行为经济学中的一个重要概念。由于消费者心理账户的存在，个体在做决策时往往会违背一些简单的经济运算法则，从而做出许多非理性的消费行为。

如果今天晚上你打算去听一场音乐会，票价是 200 元，在你马上就要出发的时候，你发现你最近买的价值 200 元的电话卡弄丢了。你是否还会去听这场音乐会？实验表明，大部分的回答者仍旧去听。可是如果情况变一下，假设你昨天花了 200 元钱买了一张今天晚上音乐会门票。在你马上就要出发的时候，突然发现你把门票弄丢了。如果你想要听音乐会，就必须再花 200 元钱买张门票，你是否还会去听？结果却是，大部分人回答说不能去了。

可仔细想一想，上面这两个回答其实是自相矛盾的。不管丢的是电话卡还是音乐会门票，总之是丢失了价值 200 元的东西，从损失的金钱上看，并没有区别。之所以出现上面两种不同的结果，其原因就是大多数人的心理账户的问题。

人们在脑海中，把电话卡和音乐会门票归到了不同的账户中，所以丢失了电话卡不会影响音乐会所在的账户的预算和支出，大部分人仍旧选择去听音乐会。但是丢了的音乐会门票和后来需要再买的门票都被归入了同一个账户，所以看上去就好像要花 400 元听一场音乐会了。人们当然觉得这样不划算了。

概念发展

1980 年，芝加哥大学著名行为金融和行为经济学家理查德·萨勒 (Richard Thaler) 首次提出“Psychic Accounting (心理账户)”概念，用于解释个体在消费决策时为什么会受到“沉没成本效应 (Sunk Cost Effect)”的影响。萨勒认为：人们在消费行为中之所以受到“沉没成本”的影响，一个可能的解释是卡尼曼教授等提出的“前景理论”，另一个可能的解释就是推测个体潜意识中存在的“心理账户系 (Psychic Accounting System)”。人们在消费决策时把过去的投入和现在的付出加在一起作为总成本，来衡量决策的后果。这种对金钱分门别类的分账管理和预算的心理过程就是“心理账户”的估价过程。

1981 年，丹尼尔·卡尼曼和特韦尔斯基 (Amos Tversky) 在对“演出实验”的分析中使用“Psychological Account (心理账户)”概念，表明消费者在决策时根据不同的决策任务形成相应的心理账户。卡尼曼认为，心理账户是人们在心理上对结果（尤其是经济结果）的分类记账、编

码、估价和预算等过程。

1984年，卡尼曼教授和特韦尔斯基教授认为“心理账户”概念用“mental account”表达更贴切。卡尼曼认为：人们在做出选择时，实际上就是对多种选择结果进行估价的过程。究竟如何估价，最简单也最基本的估价方式就是把选择结果进行获益与损失（得失）的评价。因此，他提出了“值函数”假设和“决策权重”函数来解释人们内在的得失评价机制。

1985年，萨勒教授发表《心理账户与消费者行为选择》一文，正式提出“心理账户”理论，系统地分析了心理账户现象，以及心理账户如何导致个体违背最简单的经济规律。萨勒认为：小到个体、家庭，大到企业集团，都有或明确或潜在的心理账户系统。在作经济决策时，这种心理账户系统常常遵循一种与经济学的运算规律相矛盾的潜在心理运算规则，其心理记账方式与经济学和数学的运算方式都不相同。因此经常以非预期的方式影响着决策，使个体的决策违背最简单的理性经济法则。萨勒列举了4个典型现象阐明心理账户对传统经济规律的违背，并提出了心理账户的“非替代性”特征。

1996年Tversky提出，心理账户是一种认知幻觉，这种认知幻觉影响金融市场的投资者，使投资者们失去对价格的理性关注，从而产生非理性投资行为[5]。Kivetz（1999）认为，心理账户是人们根据财富的来源不同进行编码和归类的心理过程，在这一编码和分类过程中“重要性—非重要性”是人们考虑的一个维度。有学者从行为的角度对“心理账户”进行定义，认为心理账户是个人或家庭用来管理、评估和记录经济活动的一套认知操作系统，这套认知操作系统导致一系列非理性的“心理账户”决策误区。

1999年，萨勒发表《mental accounting matters》一文，这是对近20年“心理账户”研究的一个总结。在文章中，萨勒认为：心理账户的三个部分最受关注：

首先是对于决策结果的感知以及决策结果的制定及评价，心理账户系统提供了决策前后的损失——获益分析；

第二个部分涉及特定账户的分类活动，资金根据来源和支出划分成不同的类别（住房、食物等），消费有时要受制于明确或不明确的特定账户的预算；

第三个部分涉及账户评估频率和选择框架，账户可以是以每天、每周或每年的频率进行权衡，时间限定可宽可窄。

因此，“心理账户”是人们在心理上对结果（尤其是经济结果）的编码、分类和估价的过程，它揭示了人们在进行（资金）财富决策时的心理认知过程。

应用

经济学中应用

由于消费者心理账户的存在，人们在决策时往往会违背一些简单的经济运算法则，从而做出许多非理性的消费行为。这些行为集中表现为以下几个心理效应：非替代性效应、沉没成本效应、交易效用效应。这些效应在一定程度上揭示了心理账户对个体决策行为的影响机制。

最早提出心理账户现象的经济学家萨勒曾讲过他的一个故事。有一次他去瑞士讲课，瑞士给他的报酬还不错，他很高兴，讲课之余就在瑞士作了一次旅行，整个旅行非常愉快，而实际上瑞士是全世界物价最贵的国家。第二次在英国讲课，也有不错的报酬，就又去瑞士旅行了一次，但这一次到哪里都觉得贵，弄得特别不舒服。

为什么同是去瑞士旅行，花同样的钱，前后两次的感受完全不一样呢？原因就在于第一次他把在瑞士挣的钱跟花的钱放在了一个账户上；第二次不是，他把在别的地方赚的钱花在了瑞士的账户上。跟团旅游同样如此。先付掉旅行所有的费用和先付一部分钱，然后每次门票费再另付可能路线、费用都一样，但舒服度是完全不同的。前一种是怎么玩乐怎么高兴，因为钱已付了；后一种情绪变化会比较大，因为总在掏钱。

因此，我们千万不要让痛苦分阶段，既然痛苦不可避免，就应让痛苦一次到位，剩下的全都是好的。售房也是这样，售楼合同书一定要清晰，将所有的成交流程、费用列清，我们千万不要采取“先钓鱼再上钩”的策略，让客户一步一步地感受痛苦。

决策无处不在，大到公司的业务决策，项目决策，小到每个人日常生活当中，购买怎样的房

子，购买哪支股票，甚至晚上该吃什么等。既然是决策就有理性的与非理性的。这本书用生动的测试和故事告诉我们理性决策和决策的误区。

我们都有两个帐户，一个是经济学账户，一个是心理账户，心理账户的存在影响着我们的消费决策。经济学账户里，每一块钱是可以替代的，只要绝对量相同。在心理账户里，对每一块钱并不是一视同仁，而是视不同来源，去向何处采取不同的态度。

心理账户有三种情形：

一是将各期的收入或者各种不同方式的收入分在不同的帐户中，不能相互填补；

二是将不同来源的收入做不同的消费倾向；

第三种情形是用不同的态度来对待不同数量的收入。

例如，在人们心里，会把辛苦赚来的钱，和意外获得的钱放入不同的账户内。正常人不会拿自己辛苦赚取的 10 万元去赌场，不过如果是赌马来的 10 万，去赌场的可能性就高多了。一个人会将辛苦赚来的项目报酬有严谨的储蓄和投资计划，但是对意外获得的钱却有不同的态度。其实只要在名下的钱，并不依据它的来源有了性质上的区别。

例如，正常人如果月末得了 500 元的奖金，可能拿出 400 元去买心仪已久的领带，把剩下的 100 元做为零用钱。但是如果获得了 5000 元，反而没有动力去买 400 元的领带，也许会将 5000 元钱存入银行。

一个 10 元等于两个 5 元吗？由于心理账户的存在，使得我们的认识和行为决策有不同。认识到如此，那么做为子女，每年一次性给一大笔钱孝敬父母，不如分若干次以小额的形式，这样促使他们真正使用这笔费用。

认识到心理账户的存在，了解非理性的效应。应该明白，钱是等价的，对不同来源，不同时间，和不同数额的收入一视同仁，做出一致决策。

教育学中应用

“心理账户”是一种有趣的心理现象，绝大部分都有，学生当然也有。我们是否可以应用这一心理现象为布置作业服务。学生在心中为所学的各门功课都建有一个心理账户，当天的功课均匀而适当的布置一些作业，学生可能并不感觉多，但一门功课留的作业较多，学生就感觉今天的作业很多，其实前面各科的作业总量要比这一科的作业多很多。这就是学生的心理账户在起作用。

消费领域的应用

经典的生命周期假说和持久收入假说是凯恩斯以后消费函数理论最重要的发展，但他们的理论是建立在完全理性人的假设之上的。例如，生命周期假说就认为：人总是能够深谋远虑，在任何时候都会考虑几十年以后的长远利益，并站在这种高度，根据一生的总财富来合理安排一生中每个阶段的消费，使一生的总效用达到最大。这显然和人们实际的消费行为不符，这种过于理性化的理论也无法解释现实中的许多经济现象。

1988 年 Shefrin 和 Thaler 提出行为生命周期理论（behavior lifecycle hypothesis）修正了传统的生命周期假说，使之能更好地描述现实中人们的消费行为。行为生命周期理论的两个最重要的概念是自我控制和心理账户。

行为生命周期理论引入“心理账户”理论解释消费行为。消费者根据生命周期不同财富的来源和形式，将它们划分为三个心理账户：现期可花费的现金收入账户（I），现期资产账户（A）和未来收入账户（F）。

行为生命周期理论认为：不同账户的财富对消费者的决策行为是不同的。现金收入账户消费的诱惑力最大，因此，将这个账户的收入不消费而储蓄起来的心理成本也最大；现期资产账户的诱惑力和储蓄的心理成本居中；未来收入账户的诱惑力和储蓄的心理成本最小。

由于不同的心理账户对消费者的诱惑不同，所以，消费者倾向于较多地通过现金收入账户消费，而较少通过现期资产账户消费，几乎不通过未来收入账户消费。不仅不同的心理账户对消费者的诱惑是不同的，而且同一个心理账户，其中的财富余额不同，对消费者的诱惑也不同。财富余额越多，诱惑越大。

行为生命周期理论的消费函数可表示为 $C=f(I, A, F)$ ，且有： $1 \approx C/I > C/A > C/F \approx 0$ 。这就是说，现金收入账户的边际消费倾向最大，接近于 1；现期资产账户次之；未来收入账户最小，

接近 0。和生命周期持久收入假说的消费函数相比，行为生命周期理论在分析消费者行为时强调的是心理方面的因素，这些心理因素主要是通过心理账户加以描述。所以，心理账户的划分及其性质是理解行为生命周期理论的关键。

影响

心理账户的存在影响着人们以不同的态度对待不同的支出和收益，从而做出不同的决策和行为。在上面的问题中，抛售掉的股票亏损和没有被抛掉的股票亏损就是被放在不同的心理账户中，抛售之前是账面上的亏损，而抛售之后是一个实际的亏损，客观上讲，这两者实质上并没有差异，但是在心理上人们却把它们划上了严格的界限。

从账面亏损到实际亏损，后者在心理账户中感觉更加“真实”，也就更加让人痛苦，所以这两个账户给人的感觉是不同的，人们并不能从心理上把二者完全等同起来。当原来的账面亏损不小心成了实际亏损之后，那个股票的账面亏损账户在心里就以最终亏损的状态关闭了。人们一般不能把账户再往回拨，也就是从实际亏损账户再回拨到账面亏损账户。

心理账户的存在不仅影响着我们的投资决策，也会对日常生活中的种种消费决策产生意想不到的影响。

理查德·塞勒（Richard Thaler）：在进行消费与投资决策时，人们往往在心理上无意识地把一项决策分成几个部分，即是几个心理账户来看待。同时，对于每个不同的心理账户，投资者往往会有不同的看法，做出不同的、有时甚至是自相矛盾的决策。

特维斯基和卡尼曼：财产与货币并不具有完全的可替代性，人们习惯于将不同来源、不同种类、不同用途的货币视为相互之间独立性很强的不同财富，并在心目中按照不同的账户将其分门别类地进行安置策。

德布朗特与华纳（De Bondt and Werner F.M.）：投资者通常会按照资金的用途而将其分别归类：一些属于流动资产，如现金、支票账户；一些资金归类于流通财富，如股票、债券、证券投资基金；另一些则属于家庭产权以及未来收益，比如个人退休金账户、养老保险等

心理账户影响了人们的决策选择，是人们在心理上对结果（主要是经济结果）编码、分类和评估的过程。它揭示了人们在进行投资（消费）决策时的心理认知过程，每一个组成成分都改变了传统经济学里的货币完全可替代原则，并在此基础上前进了一大步。

商业、政府甚至教会都采用会计体系来追踪、划分和归类资金流，而人们则使用一种心理会计体系。金钱本身不带标签，标签都是人们贴上去的。我们会将钱分为肮脏的钱、容易赚的钱以及意外之财等。

人们用财务预算来追踪和控制自己的支出。大脑也用心理预算将每笔心理账户的消费收益与成本联系起来。

成本与收益匹配

与债务相匹配

人们偏向于将支付期限的长短与商品或服务的使用时间相匹配。

先贷款后支付的做法，可以使消费与付款完美匹配。另一方面，人们却不愿意以负债的方式为那些已经消费过的商品付款。

沉没成本效应 传统的经济理论预测人们在决策过程中会考虑到现在和将来的成本与收益，而过去的成本则不会成为考量因素。与此正相反，当人们在决策将来时，总是习惯性地考虑过去的已无法挽回的成本，这种行为被称为沉没成本效应。

定义为“一旦为某项投资付出了金钱、时间和努力，人们就会倾向于继续做下去的现象。”⁴

没成本的大小是决策过程中的重要因素

经济影响 前面的例子说明了人们愿意承受金钱上的损失来促进他们的心理预算过程

资产配置 心理会计的狭隘也可以解释为何在股市平均收益高的时候，还是有那么多人不愿意投资股票市场。

心理会计还会影响投资者对投资组合风险的感知。忽视各项投资之间互动的倾向，导致投资者对在现有投资组合中增加一只证券的风险产生误判

对市场的影响 心理会计奠

心理会计过程导致了人们孤立地考虑自己的各项投资。所以，人们不会留意诸如分散化和税收掉期这类因投资间互动而产生的收益或成本。这种片面狭隘的思维框架造成了糟糕的资产配置，以及将太多的资金投入到了雇主公司的股票。心理会计放大了处置效应。当这种情况很突出的时候，过去的盈利股就会被低估而亏损股会被高估，导致市场收益动量模式的出现。

沉没成本

沉没成本是指由于过去的决策已经发生了的，而不能由现在或将来的任何决策改变的成本。人们在决定是否去做一件事情的时候，不仅是看这件事对自己有没有好处，而且也看过去是不是已经在这件事情上有过投入。我们把这些已经发生不可收回的支出，如时间、金钱、精力等称为“沉没成本”（Sunk Cost）。在经济学和商业决策制定过程中会用到“沉没成本”的概念，代指已经付出且不可收回的成本。沉没成本常用来和可变成本作比较，可变成本可以被改变，而沉没成本则不能被改变。如果一项开支已经付出并且不管做出何种选择都不能收回，一个理性的人就会忽略它。这类支出称为沉没成本（Sunk Cost）。人们在进行价值判断时，应该考虑现时的成本和效益，而不应考虑沉没成本，但事实往往相反。

传统经济理论认为人们在实施某项行动之前，会考虑现有的和将来的成本和收益，而不会考虑其过去的成本。但是与这些经济理论不一致的是，人们在对未来的事情做决策的时候，通常会考虑过去的历史成本和无法收回的成本，这一行为被称为沉没成本效应，该效应反映的是，人们一旦已经对某件事情付出了时间、金钱和精力，他们会倾向于继续对这种事情进行投入。

1、正视认知不协调。个人在做决策时会因为为先前失误的选择而痛苦，产生认知不协调，故人们往往会倾向于选择那些给自己带来较少心理冲突的方案。为了避免认知不协调，个人会没有强烈的动机去改变现状，他们可能会依循过去的原则，目的就是为了使未来心理冲突的可能性降到最低，因此在决策中要注意不要被认知不协调蒙蔽了心智。

2、防范沉没成本的干扰。沉没成本是指业已发生或承诺的，无法回收的成本支出。沉没成本是一种历史成本，对现有决策而言是不可控成本。从这个意义上说，在投资决策时应排除沉没成本的干扰。事实上，沉没成本很容易使决策者在面临再次选择时固守原有的决策。

3、设置合理的参照点。避免决策者与决策结果有着直接与高度相关的联系，在大型投资上采用民主决策制度，运用专业咨询公司的专业知识以及建立现代企业制度，加强制度的制约，从而将决策参照点设置在一个科学的水平之内，为决策的成功实现奠定基础。

4、培养良好的心理素质。无论是参照点的选择，认知过程的形成以及对于沉没成本的心理预期，都与企业经营者的心理素质水平密不可分。一定程度上经营决策的成败就是对于企业经营者心理素质的考验。因此重视企业经营者心理素质的培养对于提高企业经营决策水平尤为重要。

15.10. 其它投资心理

投资行为会不可避免地融入主观信念、行为偏差以及投资情绪，系统而持续地影响决策与判断。行为金融学早已证明，心理效应对投资行为的影响非常显著，并远远大于根据所谓基于理性投资者的金融理论进行的预测。正如耶鲁大学行为金融学家罗伯特·希勒（Robert Shiller）对2007年次贷危机的评价：类似于历次泡沫，次贷危机本质上是心理因素所致，危机源于对相当明显的风险进行了错误的预测。可以看到，数百年来，即便人类一代又一代地经历了股市涨跌与经济起伏，但直到今天，我们依然难以在投资中把握和掌控那些在内心支配着我们的情绪与偏见。

标准的金融理论虽然完美，但是大多数金融决策模型都难以反映我们在真实市场中所观测到的人类行为。在资本市场上，无论是金融从业人员还是投资者，都需要了解并领会行为金融（心

理学在金融行为中的应用)以避免因人类错误而导致的许多投资陷阱。

由于投资行为本质上是人类的一种心理活动,因而投资者了解和掌握投资活动的心理规律与特点,尤其是有效消除心中的种种疑惑,跨越心中的重重误区,进而战胜人性的弱点,真正达到超越自我的投资新境界,便具有了重要的理论与现实意义。无论多么精明或者富有经验,所有金融从业人员最终都会让偏差、过度自信和情绪影响他们的判断并扰乱他们的行为。行为金融学帮助从业人员在他们的决策中认知和避免偏差和错误,并修正和改善他们的总体投资策略。

投资心理学(Investment Psychology)是研究与投资行为有关的心理现象的一门科学。它是运用经济学、心理学、生理学、文化学等学科的原理,研究投资过程中有关心理现象的一门综合性的科学。**投资心理学和行为金融学研究角度有所不同,但讨论的事情大部分是一致的,本书不严格区分这2个概念。**

投资心理学既研究投资过程中投资者的共同心理和行为,又研究不同投资群体的心理与行为的区别。普通中、小投资者与中大型投资机构的决策者在决定买卖操作时,会有共同的心理活动。因为他们都是普通人,都在进行投资活动,都会经历成功投资的喜悦和失败投资的痛苦,当然也就会有共同的心理活动规律。股评家或证券分析师与一个小股民在给别人指导股票的买卖操作时,也会表现出同样的心理状态。当推荐的股票的确上涨时,自信心和自豪感会增强;而当他们的判断发生错误时,也都会感受到受挫和沮丧。

我国的证券市场是一个新兴的市场,在许多方面尚未成熟。目前的一个突出问题是过度投机性,而其产生的最主要原因就是众多中小投资者的非理性行为。证券市场的投资者可分为机构投资者与普通投资者,前者在资金实力、分析手段与信息获得与把握上具有优势;而后者由于势单力薄,经常揣摩、打听前者的消息或行动,作为自己决策的参考依据。

在我国,中小投资者占投资者的绝大部分,他们的决策行为在很大程度上决定了市场的发展状况,而他们又以弱势人群的姿态出现,其决策行为的非理性严重导致了市场的不稳定。因此,仅借助现代金融学的方法无法正确分析我国证券市场,我们应充分重视行为金融学这一新兴理论方法,利用它来发展、完善现代金融学,并将其应用到我国的证券市场。

以下介绍几种常见的股票投资心理现象:

1) 框定偏差

人们似乎被决策框架愚弄了。也就是说,人们作出的选择受到问题框架的影响。一个例子就是正面/负面的语境。是否正如预期理论所指,框架或者上下文就是幸存者与死者,或者利润与亏损,人们在正面框架下偏好低风险的选择,而在负面框架下偏好高风险的选项。思维模式可能也是一个因素。感性决策者的行为举止与预期理论是相符的。然而那些使用分析过程的人往往不是这样。所以,框架可能对人们的影响是不同的。框架也会影响到投资者。当前许多401(k)计划的设计采用了类似自由选择进入的决策框架,很多投资菜单上的选择无法提高养老金计划的参与率。更好的设计能够帮助人们作出更好的选择。然而要注意,我们在媒体中最常看到的框架是一种非常短期的关注。对电视、报纸和互联网的关心总是与当今市场如何发展有关。我们很少受限于资产种类在近十年里如何变迁的框架影响。

思维框架与选择。72%表现出正面框架效应的人选择了具有肯定结果的方案,剩余28%的人选择了更有风险的方案。当考虑到拯救生命的时候,大多数人不想承担风险。

风险框架效应与思维风格。第一,人们没有设定风险规避水平,相反的是,他们可能在一种思维框架影响下是爱好冒险的,而在另一种思维框架影响下则是厌恶风险的。第二,直觉思考者的行为符合期望理论,而分析型思考者则不是这样。

背景或者说呈现和描述事物的方式是会影响我们的判断的,这就是背景依赖(Context Dependence),即决策者并不是孤立地知觉和记忆,他们会根据过去的经验以及素材发生的背景解释信息。

具体来讲背景包括：

- (1) 事情发生前人们的想法；
- (2) 信息呈现的顺序和方式；
- (3) 问题的表述方式；
- (4) 不同方案的比较。

事物的形式 (Form) 当被用来描述决策问题时，常被称之为“框定” (Frame)。“框定独立” (Framing Independence) 指问题的形式与人们的判断和行为无关。如果框定是透明的，那么人们可以通过不同的方法看到现金流是如何被描述的，然而许多框定是不透明的而是隐晦难懂的。由于人的认知能力有限，人们在决策过程中可能受到来自于各个方面的影响。当人们用特定的框定来看问题时，他们的判断与决定将在很大程度上取决于问题所表现出来的特殊的框定，这就是所谓的“框定依赖” (Framing Dependence)。由框定依赖导致的认知与判断的偏差称为“框定偏差” (Framing Bias)，它是指人们的判断与决策依赖于所面临的决策问题的形式，即尽管问题的本质相同但因形式不同也会导致人们作出不同的决策。

2) 代表性偏差

代表性是最常见最广泛的直觉之一，由心理学家 Kahneman 和 Tversky (1982) 提出，指的是人们倾向于根据观察到的某种事物的模式与其经验中该种事物的典型模式的相似程度而进行判断。它反映的是个体与类别之间的关系。如果某一事物与其类别高度相似，其代表性就高；反之，代表性就低。

代表性启发法包含这样一种观点，即人们在判断样品的时候，依据标准量与某些特征描述之间的相似性进行判断。这些描述通常是与某个群体的传统特征相对应的。

在金融市场投资者也会犯代表性思维的错误。例如，有的投资者误认为好公司就是好股票。好公司的特点是盈利能力强、销售收入增长快、管理水平高，而好股票是指价格上涨幅度比其他股票大的股票。好公司一定是好股票吗？答案可能是否定的。

认为好股票就是过去业绩一直高速增长的公司忽略了以下事实，即很少有公司能够保持过去的高速增长。公众对这类业绩高速增长的公司追捧抬高了其股票价格，但是随着时间的推移，事实证明投资者对这些股票未来业绩增长的预期过于乐观之后，其股票价格就开始下跌，这种现象叫做过度反应。

好公司不一定是好股票，投资者经常错误的认为公司过去的业绩能够代表未来的业绩，他们忽略了不支持这种观点的信息，好公司未来的市场表现不会一直好下去，坏公司未来的市场表现也不会一直差。

在根据股票过去的市场表现推断未来的市场表现时投资者也经常犯类似的错误。例如，过去3年到5年市场表现差的股票被认为是“输家”，而表现好的股票被认为是“赢家”。投资者认为过去的市场表现在未来能够重演，他们喜欢追逐价格走势处于上升通道的“赢家”，但是，买入“输家”的市场回报比买入“赢家”高30%。

共同基金的投资者也犯同样的错误，投资者喜欢涌入报纸杂志上列出的近期业绩表现最好的共同基金，这些投资者也是在追逐“赢家”。

简而言之，投资者认为，公司过去的经营情况和股票的市场表现将持续到未来，然而不幸的是，就长期而言，公司的经营状况和股价表现将向均值回归，也就是说，高速成长的公司面临的竞争不断加剧，增长速度逐渐放缓，投资者将失望地发现，他们买入的股票的市场表现与他们的预期不同。

代表性与熟悉程度。心理学家的研究表明，大脑选择走捷径的方式来降低信息分析过程的复杂度，心理学上称其为启发式简化

大脑利用这两个捷径可以组织并迅速处理大量的信息。然而，这些捷径也让投资者难以正确分析新的信息，可能因此得出错误结论。

代表性大脑一般会假定，拥有相似特征的事物是高度相似的。代表性思维就是基于固定思维

模式的判断。

代表性与投资 人们在金融市场上也会犯代表性错误。

好公司是指那些能产生大量收入，有高的销售增长率和良好的管理的企业。好的投资是指那些股价升得更快的股票。好公司的股票也是好投资吗？答案可能是否定的。

外推法偏差 投资者还倾向于将股票过去的收益外推到将来。由于投资者相信过去的收益代表了股票未来的表现，因此外推法偏差被看作代表性偏差的一个子类型。

熟悉程度 人们偏爱自己熟悉了解的事物。

当人们面对两个风险选择而人们对其中之一更为熟悉时，他们将选那个较熟悉的

本地偏差 美国人选择自己熟悉的外国公司，并且更偏好投资本国的公司，投资者也会向当地的公司倾斜。

市场影响 如果一个心理偏差影响到了很多人，那么偏差行为汇总起来，就可能影响到整个资本市场

熟悉带来的投资问题 你最熟悉的是哪家公司呢？人们通常对自己所工作的公司最熟悉，这种熟悉会导致公司雇员将自己的养老金投资在公司的股票上

当你熟悉了某种东西的时候，你对它就可能出现扭曲的认知

投资组合过度集中在一只股票上的做法是非常危险的，然而，员工们却不愿意相信这种说法。

大脑常常会运用熟悉性思维捷径来评估投资，这会导致人们将过多的资产投入他们所熟悉的公司，最终，就导致了整个投资的分散化程度不够大

心理捷径也被称为启发式简化，可以帮我们分析形势并在日常生活中协助我们快速作出决策。然而这个过程也经常引导我们在分析有风险和不确定性的决策时走上歧途。既然投资决策包含了大量风险和不确定性，我们的决策就会受到各种可预测的偏差的影响。代表性偏差导致我们将过往的情况外推，并假设好的公司也是好的投资。由熟悉程度引发的偏差让我们相信自己熟悉的公司相对那些不熟悉的企业来说是更好的投资。所以，我们拥有更多的本地企业和本公司的股票，但只有很少的国际性的股票，这些心理偏差导致了低分散化投资和高风险。

3) 禀赋效应

禀赋效应是指人们一旦拥有了某个物品，就会高估该物品的价值。换句话说，一旦人们对某个物品的财产权确立了，人们就会赋予该物品更高的价值。这一现象最早是在 20 世纪 70 年代由环境经济学家们所发现的。Hammack 和 Brown 曾在 1974 年发现野鸭涉猎者要以每只野鸭 247 美元的价格支付费用用以维持适合野鸭生存的湿地，但是要他们放弃在这块湿地涉猎野鸭，他们的要价却高达每只 1044 美元。

对大量经济现象的观察和实验研究表明，人们为了买入一件商品所愿意支付的最高价格（Willingness to pay, WTP）和放弃该商品而愿意接受的最低价格（Willingness to accept, WTA）之间存在很大的差距，即 WTA 明显高于 WTP，这被称为 WTP—WTA 缺口，有时也用 WTA/WTP 来描述该缺口。

自从 20 世纪 70 年代 WTP—WTA 缺口被发现以来，在三十多年的时间中，从理论探讨到实践检验，该现象得到了广泛的研究。但是对于影响 WTA/WTP 比率的因素到底有哪些，为何不同商品的 WTA/WTP 比率会不同等问题的探讨尚未得出公认的解释。John K.Horowitz 和 Kenneth E.McConnell 对涉及巧克力、自来水笔、杯子、电影票、狩猎许可、可见度、核废料、三明治等物品的 45 项研究的结果进行了统计分析，试图通过对这些实验结果的综合分析回答上述问题。

他们的第一个发现是实际检验和假设检验之间的结果差异并不明显，因此，通过假设式的询问得到的结论不会影响 WTA/WTP 比率。第二个发现是越是市场上的普通商品，其 WTA/WTP 比率越低。

经济学的供求均衡理论认为，人们为获得某商品愿意支付的最大价格 WTP 和失去同样的禀赋所要求的补偿 WTA 应该没有多大差异的，以至于可以忽略两者之间的差别。从而由不同的

WTP 形成需求曲线，由不同的 WTA 形成供给曲线。供给和需求互相调整，从而自发地实现市场的均衡。然而，禀赋效应表明 WTA/WTP 比率可能非常大，从而实际的均衡数量明显低于市场均衡，塞勒称这种现象为交易不足。

本章，深研行为经济学和行为金融，用行为经济学和投资心理学分析股市走势和投资策略，洞悉投资群体情绪与心态，抢得跑赢对手的先机。

2013 年行为金融学大师级学者罗伯特·希勒教授因其使用行为经济学发展的资产定价方法而获得诺贝尔奖。那一年的诺贝尔经济学奖也意外地同时颁发给另一位采用完全相反理论为资产定价的金融学家尤金·法玛。这一看似矛盾的做法，被解释为诺贝尔奖评委会仍不能确定行为金融能够成为一个主流理论学派。而 2017 年，诺奖仅颁发给里查德·塞勒一人，明确认可了他在行为经济学和行为研究上的贡献。这不仅仅是研究经济和金融的行为学派获得了主流认可，而且这种承认本身也是建立在经过考验的实践基础上的。

我们现在大学里讲授的传统金融理论是无法应用在金融市场上的，这是这个精美漂亮的理论体系最为人诟病之处。而与其持相反假设的行为金融却在市场上攻城拔寨，一路势不可当。

行为金融未出现之前，采取类似观点和方法的著名经济学家凯恩斯就曾经卓有建树。作为一名建立了现代宏观经济学理论的大师，开始时他采用传统经济学理论做投资，在屡次撞壁之后，他发现了炒股的“选美法则”。之后采用这种带有强烈行为经济学色彩的短线炒作方法管理学校基金，取得了优异业绩。

大卫·德雷曼是逆向投资策略的发现者，这个体系的理论基础就是行为经济学的主要模型和结论。德雷曼认为，逆向投资之所以能取得成功，离不开三块基石。他们分别是：情感理论（Affect Theory），启发式思考（Heuristics），和神经心理学（Neuro~psychology）。他用逆向投资方法管理的小市值股票组合，年均回报率稳定保持在 10% 左右。希勒教授不炒股，但他成功预警了 2007 年金融危机。

行为金融应用于投资的最骄人业绩还得归在今年诺贝尔经济学奖得主塞勒身上。基于行为金融学理论，他和另一位行为金融学教授富勒联合创立的基金公司 Fuller & Thaler Asset Management 管理的基金“发掘基金经理行为误差价值基金”（Undiscovered Managers Behavioral Value Fund，简称 UBVLX）表现卓异。在过去五年中，UBVLX 大多数时间都跑赢了标普 500 指数，长期回报甚至超过了“股神”巴菲特领导的伯克希尔~哈撒韦公司。

我们仔细看一下塞勒和德雷曼用行为金融原理和方法管理的基金，就会发现一个共同点——它们都是中小市值组合。

这与行为金融理论的出发点是一致的。中小市值组合波动比较大，受到投资者的情绪影响较大，而且出现定价错误的机会也比较高。在市场波动行情中，行为金融投资策略的发挥空间最大，而较难体现出优势的是牛市中期。因为在大牛市的行情里，所有股票都在飞涨，出现整体被高估的情况，出现“鸡犬升天”的情况，此时选股和选时已经不重要。

而在这种市道，中小股票往往不能跑赢市场，道理很简单，市场是以权重股构成的大盘指数为基准的。所以，我们看到德雷曼采用逆向投资方法的中小盘对冲基金，这是一种中长线投资策略，收益非常稳定，达到年回报 10%，也是比较理想的。但并不特别突出。而塞勒采用的策略是及时发掘市场错误定价，及时调仓，这种较短期的投资策略在金融危机之后的这些年取得了出色业绩。

中小市值投资策略显然在较长的牛市很难跑赢大盘。但以中小盘指数作为比较基准，塞勒的基金仍跑赢了。

根据该基金管理公司网站披露，截至 2017 年 9 月 30 日，UBVLX 的年化回报率是 7.35%，跑赢了中小盘基准指数 Russell 2000 的回报率 5.68%（道琼斯指数同期升幅 12.6%）。

根据中国基金报报道，从成立日 1998 年 12 月 28 日开始计算，若当时投入 UBVLX 1 万美元，到今年 9 月底就会有 9.3244 万美元，回报率达到了惊人的 832.44%；而同期伯克希尔~哈撒韦的投资回报率仅有 307%，比巴菲特多了 500%。据该基金管理公司网站数据，UBVLX 将近十年

的累计收益率有 159.93%，而同期巴菲特执掌的伯克希尔的涨幅只有 131.93%。

美股大盘在特朗普当选之后，确实走势非常强劲。

从行为金融角度很容易理解这种动力主要来自对美国政策重振经济的巨大预期。在这种情况下，大中小股票都在普遍上涨，确实会有很多股价已经超过了基本面，但由于投资者的积极性仍很高，出现“一窝蜂”而上的羊群效应，股市的动量很难让股价回归到均值水平。从行为经济学上讲，市场对新的、正面消息在短期内常常反应不足。但投资者一旦认可正面消息之后，往往又会出现反应过度。

今年行为经济学和行为金融诺奖得主塞勒在 10 月 10 日接受媒体采访时说，他对美国股市的表现和低波动率感到意外。他说：“我不知道你们怎么想，我紧张。可能投资者往往在受到惊吓的时候紧张。”

而另一位诺奖得主希勒也非常担忧当前股市。这种担心已经在基金界蔓延，很多投资大师级人物都认为美股早已到达不理性的高位，只是没有人确切知道这个泡沫何时会被戳破。随着特朗普减税方案逐渐接近表决，这个疑问会越来越大。

一个短期利好消息是特朗普的预算案以两票之差冒险过关。投资者可能受到鼓舞，预测预算案的过关机会变大，从而放松对股价过高的警惕。而那些遵循行为金融投资原则的人，已经随时准备好收拾突然崩溃的市场的烂摊子了。

盛宴总有结束时，股市盛宴情况略有不同，如果在杯子被收走之前没及时抽身，到时候恐怕会身家难保。这是行为金融给投资者的一个最关键提示。

4) 处置效应

Shefrin 和 Statman (1985) 将投资者倾向于推迟出售处于亏损状态的股票，同时过早卖掉处于盈利状态的股票的现象称为“处置效应”。Odean (1998) 对“处置效应”进行了检验，发现在其研究样本中个人投资者更愿意卖掉高于购买价格的股票，而不愿卖掉亏损的股票。而这种现象很难用组合调整需求、亏损股票后市看好、避免低价股票的高交易成本以及税收等理性动机所解释。Odean (1998) 提出了两个行为金融学解释。第一是投资者可能有均值回归的非理性信念；第二个是前景理论和框架依赖 (Framing)。

15.11. 自我控制与投资心理

华尔街有句尽人皆知的名言：市场由两种情绪驱动——恐惧与贪婪。

自我控制问题描述为一个人的两个“自我”间的相互斗争，这两个自我分别是为未来打算者和及时享乐者。后者希望立刻消费，不想拖延，也不想无趣的工作上浪费时间；前者希望现在存款以后消费，并且愿意把无趣的工作立刻完成。

幸运的是，人们认识到他们总是被薄弱的意志力所影响，从而作出一时冲动的决策。社会上有很多人能够意识到自己需要提高自我控制力

短线与长线 人们都愿意尽早得到报酬，尽量把无趣的工作推后，但是这种态度要视环境而定

控制自我 多数人希望能做到自我控制，执行能够提供长期受益的决策。但他们也常能认识到他们的欲望比意志力更强烈，因此人们用很多方法去提高意志力

人们通过经验法则控制自身行为。他们在意志力强、心平气和的时候理智地制定了这些原则。在感情和欲望高涨的时候，靠这些法则提醒自己如何发挥意志力的作用

·通过抑制挥霍的欲望控制开销。·改正酗酒毛病一滴酒不沾。·退休人士按照不动用本金的原则控制开销。·员工按照多存不花的原则缴纳养老金。·投资者要按照低买高卖的原则控制交易行为。·投资者在熊市期间要以长远眼光看市场，坚持到底。

人们也可控制环境，增强意志力。

·节食人士的家里不要有饼干。·赌徒不要去拉斯维加斯。·常迟到的人把手表调快几分钟。·赖床的人把闹钟放在房间里离床远的地方，强迫自己起床。

人们愿意为能做到自我控制付出代价

储蓄与自我控制 为退休存款颇为不易，因为这需要自我控制力

人们发现，从心理上来说，一次性存款比从日常收入中拿钱存款要更容易

人们能够很容易地调整自己的所得税率而保留更多收入，但许多人宁愿超额纳税

401(k) 计划和个人退休金账户计划 个人退休金账户和 401(k) 养老金计划是两项储蓄创新，能帮助人们现在存钱和为将来投资

自我控制与股利 传统金融学长期以来一直有一个难题：为什么个人对现金分红情有独钟？考虑到现金分红收入比资本收益的边际税率高，这个问题就更让人迷惑了。

战胜心理偏差 本书已经讨论了很多心理偏差。本节要提出战胜心理偏差的策略。策略 1：理解心理偏差

策略 2：明白自己为何要投资

设定具体目标和实现目标的方法是很重要的。

具体目标有很多好处

策略 3：制定量化投资标准 量化投资标准能使你作决策时避免受情感、小道消息和其他心理偏见的影响

策略 4：分散投资

·通过购买多种类型的股票实施分散投资策略

·持有尽量少的自己所在公司的股票

·投资债券。一个分散的投资组合应该包含债券或债

·投资债券

策略 5：控制投资环境

·每月只查看一次股票，而不是每小时都看

这样可以避免以下几种心理偏差：蛇咬效应、追求自豪避免懊悔的效应、赌资效应。·每月的同一天交易一次

·每年检查一次你的投资组合，看其与你的具体目标是否一致。

其他经验法则

·不要买价格低于每股 5 美元的股票。多数投资骗局都发生在这些低价股票上。·聊天室和留言板只可用来娱乐，不可当真，它们会使你信心过度膨胀，熟悉性思维偏差被放大，形成人为的社交共识。·在买入一只不符合你标准的股票前请记住：你不可能比市场知道得更多

·努力获得市场平均收益率。

·每年反思自己投资中的心理偏差，这会增强本章提及的第一个策略：了解心理偏差。

需要投资顾问吗

首先，顾问也是人，也可能受到同样的心理偏差的影响。其次，人们倾向于避开顾问，因为他们要收费才会提供无偏见的建议。

很明显，很多人对听取或采纳专业顾问的建议毫无兴趣。

善用心理偏差

为未来多存钱

人们面对的是让生活更舒适还是改善未来的生活之间的艰难抉择。储蓄和教育就是两个很好的例子。自我控制帮助我们关注长远，以便能在当下和将来之间取得平衡。自我控制也有助于减弱我们易受心理偏差影响的脆弱性。第一步是理解心理偏差，然后是去控制投资过程，知道自己为何要投资，设定特定的投资标准，以及确保分散投资。最后是控制自己周边的环境。立场中立的投资顾问能够提供帮助，但是似乎很少有投资者看重他们的咨询建议。机构、金融企业和政府正在开始了解如何将决策纳入一种框架，使得人们的心理偏差能帮助而不是损害投资者。我们能够创设投资流程，促进储蓄（如“先存钱再抽奖”）和养老金投资计划（如“为明天多存钱”）。



“在资本主义时期，人类已经翻越了智力的屏障继续前进，但还没有推倒心理学和情感的高墙，巴菲特却因做到了这一点而出人头地。”股市是人生“加速器”，一个人在市场里的输赢结果，实际上是对他人人性优劣立竿见影的奖惩。股市是人性修炼的场所，只有系统解剖并有效防范埋藏在灵魂的深处的人性弱点，才能投资成功。

神经经济学揭示出了投资者的大脑被神经细胞控制，股票市场对投资者的刺激不仅产生情绪也产生生理反应，人的生物学特性往往促使我们做出了错误的投资决定。虽然我们深刻认识到这一缺陷，但是我们无法停止这一切，这些弱点也将会伴随终生，就像心脏要跳动而肺部要张合一样，只要我们活着就无法彻底改变生理上的事实。只有接受自己的弱点并加以理性控制，才会让你更加灵活机变，有效降低犯错误的成本。根据投资者对自身弱点的认识和控制，可以分为三个层次。

第一层次，新手受制直觉。直觉是人类在长期进化中基因优化的结果，是人类反应及处理问题时的心理捷径。比如，投资结果对大脑的扁桃体区有很强影响，使得你还没搞清楚究竟发生了什么，就已经汗流浹背，呼吸急促，心跳加剧，作为早期预警系统，扁桃体区促使思维产生“无论如何跑了再说”的机制，亏钱越多时扁桃体区就越活跃，我们的大脑在刺激下要逃跑，或者说是它迫使我们逃跑。但是这种机制可能因为错误预警而激发错误对策。股市中恐惧、贪婪、乐观、悲观等情绪均是无意识的自动的直觉反映，是人类的本性。直觉存在敏感性、即时性、既定模式反应等特征，直觉判断一方面节省了人类的心智资源，另一方面投资人被“巴甫洛夫联想”的“条件反射”式直觉影响，反复被特定人士或市场气氛给操控、制约，在进行判断与决策时有着明显的局限性。60%-70%的人在此阶段被淘汰出局，炒股多年而没有什么长进，还是四处打听消息追涨杀跌，没有自己的主见。过于依赖别人，往往形成权威人物的过度影响所造成的偏见。芒格在阐述偏见时举了个例子，有两个飞机驾驶员，副驾驶在模拟状态下被训练了很长一段时间，他知道他的职责就是防止坠机。实验过程中，那个正驾驶员做了一些连傻瓜都能看出来足以导致坠机的操作。但副驾驶只是安静地坐在那儿，因为正驾驶是权威角色。25%的情况下，飞机都会坠毁。人类天生具有服从权威的倾向，即使这服从是错误的。进入第二层次之前必须经过岁月和股市的磨砺，所以查理芒格曾经说“40岁以下没有真正的价值投资”。

男人要临近不惑，才会发现，绝大多数远远看着以为是女神的女人，只要你能接近，并把她当女人对待，那么她就只是女人，不是女神。女神，多数只是男人在年轻时，对女人的一种幻觉。而且男人越年轻就越容易有那种幻觉。实际上，在股票的世界，也充满了相似的幻觉。越是缺乏长期历练，越容易把心仪的股票、权威人士或当交易模式作女神追捧，这样反而失去了客观之心，容易反受其害。男人的成熟，说到底是需要历练，只有当你经历多了，疼痛多了，你才能拿得起、放得下，而股民的成熟，其实也同样如此。摘自雷立刚《万物枯荣：一个普通股民的艰难挣扎》

第二层次，老手建立模式。通过进化的力量，人类寻找模式来解释现象理解抽象或者复杂问题，这些模式构成我们信念系统的基础。只要连续出现两次同样刺激，伏隔核就开始相信还会出现第三次，大脑形成预测和惯性思维的模式。人类通过模式认识世界，同时又通过认识世界对模式不断修正。简单重复的模式经常意外中断，大脑的岛叶、尾状核、壳核的神经细胞就会受到刺激，而这些区域和扁桃体区一样，可以激发恐惧和焦虑情绪。一个模式持续时间越长，其一旦中断时的大脑反应就越激烈。通过直觉、预测、惯性思维模式的一次次中断和反思，又形成了反向思维、周期性思维、概率思维等系统性思维，努力摆脱直觉和偏见的制约，做最正确的事而不是做感觉最舒服的事，学会了基本面分析、趋势分析、技术分析等的模式。但是对市场仍然没有本质认识，成为会使用工具的高级小狗需要经常聆听市场和权威人士的铃声。经过长期的进化，我们还是对不确定的事情感到不舒服和焦虑，这促使我们愿意听那些保证能减轻焦虑的人的话。尽管我们头脑中的理性思想告诉我们：市场预测者不能预测明天或者下周将发生什么，我们还是愿意相信他们可以预测，因为如果不这样就会很不舒服。这一阶段又淘汰一部分通过反思走入误区的人，不信任混乱和无序，可以科学解释的现象就加以解释，不能科学解释的就留给奇幻思维去解答。资本市场是宏观有序微观无序的，一旦追求精确操作就会走火入魔，学习与投资形

成恶性回报的过程，结果有时甚至比不懂输得更惨。

第三层次，高手清心寡欲。虽然资本天生具有逐利性，但极少数人通过长期磨练学习从内心深处彻底升华自己，可以达到清心寡欲的佛家境界。投资的最高境界是心如止水，坦普顿是个虔诚的基督教徒，巴菲特晚年被妻子抛弃后，娶了个招待做老婆；费雪一生只有几个朋友，当发现一个晚年沉迷于美色就与其绝交；惠理基金谢海清是佛教徒等等对我们都有所启示。理解佛家的境界，我最喜欢的就是南普陀寺院内两条廊道的牌匾“无我”“随缘”。无，简单的理解可以说是指不执着、不在意、不上心、不为其所困，而并不是“没有”的意思。随缘，做投资要顺应机缘；顺其自然。“随缘”和“随便”是不同的，不要以为说“随缘”就是不用努力了，前者是指因缘和合，做一件事情经过多方努力后创造出结果，不管是好还是不好都坦然面对。对待金钱只是作为投资游戏的副产品，我们看到巴菲特富可敌国但是生活简朴、绝大部分财务捐做慈善，投资不受欲望的干，摆脱了“看到大盘急涨就心动”的条件反射控制，保持独立的思考，成为“巴普洛夫”，理性投资。

成为高手要有强大的自制力，但更需思想境界的修行。股票市场上这一修行的起点是正视与承认人性局限性和市场不可预测性的客观存在。一是建立大局观和长期观来应对市场的不可预测性。萧普谢尔博士说，由于市场过于混乱无序，无法找到一般规律，过度分析和勉强预测无异于缘木求鱼，因此，接受市场是无法预测这一事实是建立心理优势的第一步。近处看大海波涛汹涌，山顶上看平静温和。我们要建立战略思维站得高看的远，才能有足够的时间空间来应对市场波动，坦然面对在投资中出现的一切挑战，建立起对未来的强烈信心，对其他非核心因素的干扰应视而不见。二是通过反思来应对人性的局限性。芒格总是反着思考，我们也要经常询问自己：反过来看是否有道理？我现在的行为理性吗？是否受到心理效应的误导？社会心理学家戴维·迈尔斯认为，“科学同样包括直觉和严格检验的相互影响。”在投资活动中要保持“批判而不愤世嫉俗，好奇而不受蒙蔽，开放而不被操纵。”只有保持好奇与开放的心态，对事情发生的背后原因有很高的兴趣，才能最大限度获取信息，发现规律和变化、抓住机会；只有以批判的态度对待信息，不要先入为主与过分自信，尤其重视反对者的意见，注重反思与多重思考，才能不被蒙蔽与操纵，提高投资决策的质量。三是远离市场。“不识庐山真面目，只缘身在此山中。”只有远离市场，才能战胜市场。对市场噪音和波动的不听不看，也是一种物理隔离，进一步强化了信心。远离市场让投资者避免市场波动对情绪影响的行为，而真正的按照市场本质规律去管理自己的投资。许多投资者每天紧盯行情表，不放过每一个可以看到的市场分析、评论文章，那里仿佛有着永恒魔力一般深深地牵扯着你的整个思想以及生命，无形中会增加投资者的思想压力，作出非理性认识的判断。四是降低预期和决策敏感度。人们在事情刚刚发生之时，会造成思维偏见与决策失误。决策时间上，尽可能延迟投资决策的时间，避免一切冲动情形下的决策行动，随着时间的推移，感性往往由强变弱，理性往往由弱变强。决策过程中，尽量保守多往坏处想获得安全边际。人们面临困难时采取防御性的态度，为自己设下比较低的期望，有助于全面系统客观地看待问题掌握主动，准确定位提高抵御困难的承受力和处理问题的应变力。决策结果上，要保持概率化思维，考虑到多种可能性，避免单一决策。

作者：正奇

链接：<https://xueqiu.com/1332019576/65285092>

15.12. 人性与投资

男人两大爱好：拉良家妇女下水，劝风尘女子从良；女人两大爱好：和穷人谈钱，和富人谈感情；买家两大爱好：和高端产品谈价格，和低端产品谈质量；研究员两大爱好：好公司总谈估值，烂公司总谈基本面。

二十世纪三个人很好的定义了人性。弗洛伊德从生物方面定义了人性；梅兰尼·克莱因从人际关系的角度定义了人性；卡尔·马克思从社会经济的角度定义了人性。

二十世纪的美国著名投资专家丹尼尔·朱尔（Daniel Drew）有句名言：“股票市场是有经验的人获得很多金钱，有金钱的人获得很多经验的地方。”炒股的技术来自于经验的累积，这一累积过程是艰难且痛苦的，那些懒惰的人，不愿动脑的人和只想快速发财的人在这行没有生存空间。

和其他行业不同的是，这行的技术不是死的，它靠的是一种“心态”，看不见摸不着的“心态”。你只能用心来感悟它。你学习修车，轮胎坏了换轮胎，煞车坏了换煞车，只要熬的时间够长，你就会成为修车专家。换轮胎、换煞车都是看得见摸得着的东西，上次是这么换，下次还一样。股票可不同了，上次出这个新闻时股票升，下次出同样的新闻股票可能跌。你如何知道股票会升会跌？靠的就是感觉。你必须要有“何时股票运动正常，何时股票运动不正常”的感觉。

可是现实生活中无人可能精确地推断股票的下一步动向。无论你研究股票多少年，你唯一可能做到的就是提高预测准确性的机率，但这一点是绝对做不到的；股票虽然只有两个方向，但它什么时候？往哪个方向运动？完全无法确定，一般人对任何不确定都充满恐惧，坦然接受不确定的未来是一种对人性的挑战。

让我举个例子解释“心态”是什么东西。广东有句俗语叫“傻瓜次次不同”，意思是说上当受骗的情形每次都不同。我听过、看过、读过很多骗人或被骗的故事。骗人的花招往往并不高明，被骗的人也并不蠢，但大同小异的故事总是不断发生。

我曾细细探讨过其原因，结果发现上当受骗者往往有一共同的特点：“贪”！想不劳而获。这个“贪”就是心态。你可以教他很多招式，例如下次碰到什么情形不要相信等等。但只要他不改“贪”的心态，他一定还会上当受骗，骗子的花招总比他的防招来得多。你要教他“不贪”，你几时看到过“不贪”的人被骗的？其实“不贪”也是一种心态。

“贪”是人性，“不贪”是经验。你不可能叫一个人不贪，他就不贪了。他要吃很多亏、上过很多当才会明白，不贪是不再吃亏上当的灵丹妙药。

炒股也一样。你很快就会读到炒股的最重要原则之一便是“停损”。但人性是好贪小便宜，不肯吃小亏，只有不断地因为贪了小便宜却失去大便宜，不肯吃小亏最终却吃了大亏，你才能最终学会不贪小便宜，不怕吃小亏。

可以这么说，学股的过程就是克服“贪”等与生俱来的人性，养成“不贪”等后天经验的一连串过程。

这个学习的过程不像一般人想象得那么简单。好贪小便宜，不肯吃小亏是心态。不贪小便宜，不怕吃小亏也是心态。要实现这种心态的转变，你要战胜自己。战胜自己可不是件容易的事，这也是聪明人常常学不会炒股的原因。他们能够战胜自然，但他们往往无法战胜自己。

股票充满诱惑性。什么是股票？它代表着上市公司的一份子。

股票的诞生依赖其所代表的企业资产。但股票一旦出生，脱离了母体，它就有了自己的生命，不再完全依赖母体了。

一头母猪现价一百元，把它分成一百份股票出卖，每股应是一元。这是一般小学生都不会算错的题目，但出现在股市上就会开始走样了。

假设将这头母猪注册成凤凰大集团，发行一百股凤凰大集团的股票，你认为凤凰大集团的股票每股值多少？如果将这些股票上市，你认为凤凰大集团的股票会以什么价钱交易？答案是它既可能以每股一毛钱的价格交易，因为股民会认为母猪会老、会死！但也可能以每股上百元的价位交易，因为他们也会想象到母猪每半年能生十只小猪，而小猪长大后又会上小猪，真是财源滚滚，永无止境！

只要养这头母猪的张嫂，也就是凤凰大集团的张董事长，将凤凰大集团的公司介绍写上集团从事的是“饲料购销、良种培育”之类挑战性的业务，不要只将集团资产说成一头母猪，另外还要说服股民们相信这头母猪的生育能力奇强，而张董事长的经营管理能力又非常优秀！如此一来，凤凰大集团的股票被炒到上千元也不奇怪！

到底股价和股票所代表的价值有什么关系？

沙丁鱼罐头的故事。华尔街流传这样的故事：两位炒手交易一罐沙丁鱼罐头，每次交易，一方都以更高的价钱从对方手中买进这罐沙丁鱼，不断交易下来，双方都赚了不少钱。有一天，其中一位决定打开罐头看看，了解一下为什么一罐沙丁鱼要卖这么高的价钱？结果他发现这罐沙丁鱼是臭的。他以此指责对方卖假货。

对方回答说：“谁要你打开的？这罐沙丁鱼是用来交易的，不是用来吃的！”股票的迷惑性不在于股票的价值，而在于它为炒股者带来的幻想。

股市就像恒久的赌局，它没有开始，也没有结束。

股票永远在动，只要有人以比上个交易价更高的价钱买股票，股票价格就会升一点。相反地，有人愿意以更低的价格卖股票，股价就跌一些。上上下下就如同波浪，看不到始，也看不到终。

到赌场去赌钱，你可以知道何时赌局开始，因为庄家会告诉你该下注了。你也知道赌局何时结束，当全部的牌一翻开，这个赌局就结束了。你很清楚输多少、赢多少。在股市下注，你直接面对何时进场、何时等待、何时出场的决定。没有人告诉你进场的时间，也没有人告诉你离场的时候，所有的决定都要自己做，每个决定都如此艰难，每个决定都没有规则可循。你不知这一注下去的输赢，赌注的数额也必须由你决定。

所有的决定都令人生畏。

你决定进场了，幸运地你有了利润，股价升了。你马上面对一个问题：够了吗？你如何知道股价的波动不会一波高过一波？不幸地，股价跌破你的买价，你也面对一个问题：亏多少钱？更要命的是你不知道它是不是暂时下跌，即将反弹吗？如果最终有可能得到胜利，为什么现在要承认失败？

在股市这恒久的赌局中，你每时每刻都面对着这些决定。

更重要的是，在股市上的这些选择，并不仅仅是脑子一转，而是必须采取一定的行动才能控制资金的命运。不采取行动，你的赌注永远都在台面上。而“行动”二字对懒惰的人来说是多么令人厌憎的字眼！问问你自己喜欢做决定吗？喜欢独自为决定负全部责任吗？对99%的人来说，答案是否定的。股市这一恒久的赌局却要求你每时每刻做理性决定，并且为决定的结果负全责！这些就淘汰了一大部分股民，因为他们没有办法长期承担这样的心理压力。



人类是非常不耐心的生物，拥有忍耐力是赢家的品质

在股市中立即获利对于很多人来说其实是一个假象，因为你可能会觉得这是自己的技术好而不是运气在起作用，你的脑袋会开始膨胀。

在第一次股市获利后，我对自己说：“巴菲特是谁？有必要像马拉松一样投资吗？如果这是一场比赛的话，让人们准备好在福布斯财富榜上给我也安排个位置吧。”自己会变得飘飘然。

我们所有人都想出名和获得财富，但是在投资中立即成功并不意味着你有力量来保住你已经赚取到的。

如果你对如何和为什么获利没有一个坚实的基础和透彻的理解，实际上是很难保守住自己所赚取的，更不用说让它翻倍了。

成熟的投资者清楚地明白产生长期回报并不是漫无目的未加计划的投资，这是我们需要长期坚持的结果。要教育自己从胡乱操作中获利转向持续的技巧学习。

今天所要讲的不是能在商学院课堂上听到的商学院学习的投资教训不是能在书本中讲明白的，也不是在课堂中就能学到的。这些教训需要经历。

请不要误解我，你能从一本书中或者从其它人的经历中学习到很多，但是这些并不能替代你自己的经历。

95%的成功投资都是需要控制自己的情绪来获得的。这也是为什么从书本中学习到的投资为

什么显得无力甚至无用的原因。你需要真正的把自己的金钱置于投资当中，去亲身感受。

在很多情况中，如果你想摆脱目前的命运，你就必须从自己的安全舒适小窝中迈出第一步。要想获得成功就必须在能承受的范围之内体验风险。

市场喜欢摧毁投资者的自我意识，投资者必须通过真正的谦虚来预备自己的思维和心态来接受现实。就像是接受军事训练，市场需要将你撕裂并摧毁你的自信，然后又使你强大。

投资者在市场中很多的教训都是发生在自己最为充满信心时。我个人最大的损失也是发生在大获利之后不久。

在信心过分膨胀的时候，我们需要放松地坐下来检查一下我们的投资考虑清单，重新分析，保持警醒，特别是在我们向那些本身不具备征战能力的领域挺进之前。

成功的投资者不是自大和性急，而是具备自我控制和谦卑的态度。

一个真正成功的投资者在爆发之前必先要经历成功的高潮和失败的低谷

在自己经历高峰和低谷后，你开始学会分辨事实和趋势，并塑造自己的投资哲学。

在 2008 年金融危机时候，我当时以相等份额投资了两个公司的股票。第一个公司是一个小规模矿业公司，在危机爆发后，这家公司的股票比之前下跌了 70%。

我仍然在坚持着，我了解这家公司的管理团队，也对他们的业务非常熟悉。这是一家质量相当高的矿业公司。这只股票在 2009 年初市场探底之前就出现了反弹，在一年半后还上涨了 3 倍。

第二只股票投资的是一家消费品公司。我曾经亲自去这家公司做过调研，这家公司的产品在网络上和大零售商中都有销售。

即使在经济危机爆发后，消费者还是有需求并买入这家公司的产品。在 2008 年的四个季度中，与 2007 年的同期四个季度相比利润还分别上升 200%，200%，450%，320%，而在金融危机期间市场跌幅普遍达到 50%。

我没有天真地认为我成功躲过 2008~2009 年金融危机是个人技术好，当你接受运气在决定自己是投资中的输家还是赢家中起作用时，你就会逐渐成长为一个较好的投资者。

那家矿业公司实际上在后来的五年内的表现比北美其它的矿业公司都要好。那家消费品公司只是在金融危机期间少有的几个出现收入增长的公司之一。这两个公司的收益可能在当时所有公司中都排在前 0.1%之列。

我只是偶然发现了它们（一家公司是通过一次会议上了解的，另外一家则是从别人口中听说的），接下来就是做应当做的了解和分析工作，并尽早下手买入，并告诉自己要持有住。在下次熊市的时候，要复制这样的成功是非常非常困难的了。

经历是最好的老师

无论如何，我都从这个经历中学习到很多，也提高了我的信心，并促使我成为一个专职的个人投资者。

在金融危机中持有这两家公司的股票，我从中学到两个方面，非常有价值。

第一，做有质量的投资，即投资于公司及行业状况良好的公司，认识到是这些高质量在为你的投资作出回报。

在熊市见底的时候，资本也是首先从流入那些高质量的公司开始的，这是我今天都一直牢记于心的。

第二，投资于那些你能找到的最好的公司，而同时其他人还没有进行投资配置。

因为这些公司在任何市场环境中都会有不错的表现。“其他人还没有进行投资配置”的意思是还没有或者非常有限的机构投资者介入。

人类是非常没有耐心的生物，所以作为投资者，允许时间来做主是非常难做到的，这也是是否成熟的标志。

就像是一种美酒的酝酿过程，你要有耐心允许自己在成熟的道路上花上些时间。著名的 T.D. Jakes 牧师说过：“很多人之所以不能成功，是因为他们在真正成为自己想要的样子的过程中缺少耐心。”

你无法强迫自己成熟，但是以下五种方法可以缩短你在成熟路上的距离。

1. 要去经历：不要害怕去做事情，要通过经历去学习。

2. 要去阅读：去阅读很多的年报和行业报告。这样做的关键是要养成自己能快速行动的能力。

多阅读那些商业领袖，投资领袖，思考伟人的事迹，来学习他们，也可以读小说。为什么要阅读小说呢？因为这会使你保持创造性的思维，而这种思维最终能使你更加专注。

3. 要找到指引者：你可以在脑海中想象一下十年后你想成为的样子，然后去找到这样的人并从中学习。

4. 要自我清醒：这里的自我清醒指的是能辨别并评估自己长处和缺陷及结果的能力。

例如，你需要有这种自我清醒来认知是技巧还是运气在起作用。有时候你做出正确决定但仍会出现亏损的情况，这并不意味着你做出了错误决定。

有时候，你做出了错误决定，但是你仍能有所获利。别和自己玩游戏，要保持自我清醒，要有能判断自己即使在有所获利的情况下做出的决定也可能是错误的的能力。

5. 勇敢承担错误：当你因为投资错误而责备别人的时候，这证明你还没有将自己应当做的工作做好，要勇敢承担错误，这样你才能从中认真学习。

只有在经历失败后，才能真正欣赏自己的成功。你的过去并不能给你下定义，你的过去只是在为将来做准备。这个准备的过程会使你强大。

在投资中获得几倍收益的过程伴随着很多高智商投资者的失败。每一个投资者的策略都是不同的，所以不要浪费时间来防守自己的仓位，去做应当做的工作——研究，并相信自己的研究，让时间证明你是错的还是对的。

你来到地球的并不是要碌碌无为平庸而活，所以请停止像其它人那样思考。那些了不起的投资者，都是有不同于他人的投资策略。

这些了不起的投资者的一个共性是都注重市场的下行时段，并在这时候开始做准备。找到与你能沟通的人在同一领域投资，并互相挑出风险和问题。

在成长为成熟的投资者的道路上，你会有一些痛苦的经历，但这都是这个历程中的一部分。

几乎所有的成功投资者都经历了难以想象的困难、挫折和挑战。拥有忍耐的能力是赢家的品质。



股市是人性弱点的检阅场

人性最大的弱点是什么？

在回答这个问题之前，我建议有心的粉丝阅读一本书：毛姆的小说《月亮和六个便士》。它讲的是 100 年前股市里人性的故事。虽然时间已经过去了快一个世纪了，但正如胡雪岩所说的：“人性是进化得最慢的东西，今天的人性和 100 年前的人性没太多的变化。”或许，它对您深刻了解股市里人性的弱点多少有些帮助。

我以为人性的弱点，首先是绝大多数的人，付出之后，想马上就有回报；或者是想付出很少，

收获更多；还有就是，梦想着不必付出就有回报；

人性的弱点还在于，每个人都想活得舒舒服服。所以，他们就不想违背自己感觉到已经很舒适的状态去思考、去生活。他们不想否定自己，因为否定自己的后果是，必须对既定的抉择，进行重新的思考并另作抉择；

人性的弱点还在于，他们很少意识到，只有自己，才是自己的所有选择的第一和最终的责任人。为了避免为自己的选择承担责任，要么他迟迟不做出选择，要么依赖别人的意见做出选择，缺乏独立思考的自觉性和主动性；

人性的弱点还有，他即使错了，也不愿意承认，而是去寻找各种可能的借口，来为自己的错误辩解。他们骨子里不愿意承认世界的基本规律是“易”，也就是变化，并与时俱进。因为停留在固有的状态里，他会感觉活的非常舒服，且心安理得；……

股市，就是和平时人性弱点最好的检阅场。它是一个公正无私的审判官，会很快检阅出你的对错、能力、决断力、智慧等等一切的高下。在平日的生活和工作中，人们一直过着事实上没有“对错”、自己总是正确的日子。可惜的是，生活和工作中的聪明，到了股市里，立马就变得没有了用武之地。股市是一个需要智慧，而非聪明的地方。生活和工作中的大多数“经验”、“知识”、“技能”……到了股市中，立马不再管用。如果说世俗生活的经验都是放之四海皆准的真理的话，那么 50 岁的人，肯定比 40 岁的人更能在股市里赚得到更多的钱。很可惜的是，股市不认世俗的那一套。这也间接证明了，世俗生活中的不少经验和知识，其实是错误的。

也正是因此，习惯了按照世俗生活中的经验和知识去生活的大多数人，其实都是不会取得成就的，也难以因此而获得平静、安宁、快乐和富足。那些获得了平静、安宁、快乐和富足的极少部分的人，都是克服了人性弱点，“逆着人性”去选择去判断的独立思考的人。而股市，正是一个需要“反人性”思维的战场：越是人多的地方，成功的投资人越是不去凑热闹，因为人多的地方，价值已经被挖掘得差不多了（对此，马克吐温说过一句十分深刻的话：“当你发现自己站在多数人一边时，你就该停下来思考了。”）；他们更愿意去寻找适合于股市的规律，而非个案，因为规律是可以复制的，而个案是不可重复的；他们知道，种下一粒种子，是需要耐心来等待它长大的，而不是去拔苗助长；他们知道认错，关键是他们知道什么是对与错的标准，他们知道什么是该坚持的，什么是不该坚持的；他们知道“君子不立危墙之下”，他们善于识别风险，知道什么是真风险、什么是假风险……

那些在过去几年熊市里能赚到钱的投资人，之所以到了今年下半年开启的大牛市里赚不到钱，甚至是亏了钱，最大的原因是他们不知进退、不善取舍，他们不懂得“易”~~所谓的“易”，就是改变，就是因势利导、与时俱进。即使是规律、公理、真理，时间、地点和人物改变了，它们也是需要改变的~~这是常识。其实，在股市里面搏杀，需要的更多的是常识，而非真理，比如，涨得多了，势必要跌；跌得过头了，势必会涨。比如，12月22日创业板的暴跌，和它带来的对其他中小市值高估值股票的大幅下挫，原因仅仅只是因为它们长得过了头、涨的时间过长而导致的，其中并非有什么阴谋或者阳谋。

股市还很可能是一个过滤器。它将人性进行了极为有效的过滤，那些性格有明显缺陷，心理阴暗，凡事用阴谋论来看待世界的人，注定是不会在股市里获得奖励的。股市里没有阴谋，一切事情迟早都将暴露在阳光之下，并反映在股价和指数里。因此，在股市里，理性从来不会缺席，只会迟到。那些积极的人、进取的人、阳光的人、善良的人、正直的人、学而习之的人，才可能在股市里得到奖赏的人。

人类所有的智慧可以归结为两个词：等待和希望。All human wisdom is summed up in two words: wait and hope.



也谈投资最重要的事：敬畏人性

最近我开始明白一个道理，我们常常说的“敬畏市场”其实并不是简单指向市场本身，本质上还是对于人性的敬畏。市场先生本来就是反复无常的，但在市场背后困扰我们最多的还是人性中的弱点。有一位大师曾经说过，不要轻易去逆人性。人性是我们与生俱来的弱点，让人类变得不

完美，但更完整。最终，能够克服人性的只有哲学和信仰的思维。这也是为什么在投资中，数学之上是哲学，哲学之上是神学。

投资中最不需要的是聪明

资本市场是一个由几百万，上千万最聪明人组成的。要打败市场，聪明是最不需要的要素，做一个好的投资人，聪明也是最不重要的因素。市场是所有人组成的智慧，而聪明只是依靠个体。在任何时间，个体都无法战胜一个整体的组织。那些自认聪明的投资者，最终在历史的长河中逐渐被市场消灭。

第一种聪明的投资者，把别人当做韭菜来收割，想赚市场博弈的钱。市场博弈中最核心的部分来自于你把股票看做简单的筹码，然后你觉得有人会把你的筹码在高位接走，在这个“击鼓传花”的游戏中，你永远接的不是最后一棒。然而作为一个群体，这是永远不可能实现的。永远有人接最后一棒，而如果你不断是在做博弈，必然会成为接那个最后一棒的人。

第二种聪明的投资者，认为自己能预测未来。然而，如果真的有人能够预测未来，古罗马帝国，大明王朝，奥斯曼土耳其帝国，蒙古帝国等就都不会灭亡了。看了大量的历史书后，给我最深刻的感悟是，未来是无法预测的。人们总是认为自己能够预测股价的未来，产业的未来，公司的未来。而事实上，几次正确的判断可能有天时地利人和的因素。一个人要持续对未来做出正确预测的概率是零。

第三种聪明的投资者，认为自己是正确的，市场是错的。这就是我们经常看到的逆向投资者。历史上看，其实大部分逆向都被市场消灭了。在大部分时候，其实市场是很有效的，能够比较客观正确的反应一个公司的价值。而前面我也提到过，全世界看到这个公司的维度，一定比单一个人看的维度更多。大部分逆势做空，逆势抄底的人最后都死了。也有老虎基金罗伯逊这种，虽然看对了纳斯达克泡沫的方向，却在市场见顶前扛不住被迫清盘。

如何长期保持谦逊和进取？

无论投资，还是人生，我们最害怕的是自满。在一点点小小成就前，感到骄傲，自大，过度自信都将给未来带来毁灭性打击。看《对冲基金风云录 2》中，当投资者开始想着如何享受生活的时候，往往就离开崩盘越来越远。但这又是极度反人性的。我们人性中本身，对于成功的追求就不仅仅是需要满足物质上的丰富，更是希望通过成功获得他人的认可。所以，获得外界的赞美，本身也是许多人进取的驱动力。而这种自满，往往会快速毁灭一个人。历史上看，那么多优秀的投资大师，都最终消亡在星空，仅仅成为了一刻曾经闪耀过的恒星。无论是在投资界，还是实业，或者是历史上曾经伟大的人物，许多最终被自己的自满和骄傲带入了万丈深渊。

长期保持谦逊很难很难。很多时候我们可以做到表面上的谦逊，但内心却无法将自己放下。毕竟成功的线性思维和路径依赖会让我们过多关注自己的能力，忽视了时代给予的机遇。我个人觉得只有多看书，多学习历史，明白每一个人的渺小，才能真正做到谦逊。在市场中保持内心的谦卑。

而又如何保持进取呢？许多人在获得初步成功后，也不再会像当初那样进取，不会有当初那样的饥饿感。然而投资本身，短期依靠运气和技能，长期只有技能产生影响。如果一个人不再进取，那么之后的投资业绩必然会均值回归。保持进取的最好方式，是勿忘初心。时刻记住在一开始是为什么做投资，将这个看做真正热爱的事业，而不是赚钱工具。那些伟大的投资人，在其职业生涯时刻保持着初心的铭记。

敬畏人性，就是敬畏市场

以前汇添富总经理林利军写过一篇文章，其实真正适合做投资的是郭靖。

我在不同的时间点，不同的生活阶段，读过这篇文章至少十次，每次都是收获满满。其实巴菲特，郭靖，阿甘是同一批人，他们天生在人性上就有天赋。他们单纯，正直，没有私心和坚韧不拔。巴菲特在成为美国首富后，根本没有改变生活状态。每天还是开车去麦当劳买汉堡，喝可乐，阅读公司的财报。郭靖在成为大侠后，和之前的为人，想法没有变化，一直保持着勿忘初心。而阿甘，表面上看是傻人有傻福，背后却是隐患了极高的品德。

关键是，这些人的品德从来不以财富，社会地位，能力而改变。他们在 40 岁之前就制定了强大的使命感，人生的后半辈子一直追逐当年的理想。这批人，才是真正适合做投资的。

还有一批是对于哲学，历史，甚至神学信仰有着深刻理解的。他们从更高的维度去看待人性的轮回，理解我们自身的弱点。这些人要么自己经历了几轮周期，要么对于人性有深刻的认知和敬畏。还是开头那句话，投资是本质上是一场数学的游戏。但真正能够驾驭数学的是哲学家，而在哲学之上是神学。

所以最终，你所做的一切都是内心世界的投射。你的投资方法，知行合一也来自更加强大的内心。长期在这个市场取得超额收益的，一定有正直的价值观，也一定能够克服人性的弱点，对于我们自己保持一颗敬畏之心。无论投资，还是人生，长期的快乐和成功，都来自于对于人性的敬畏。



人的本性与慢慢富有

成功的投资人必定会遭遇曲折。没有任何投资是一帆风顺、轻松愉快的。这是由投资的本质所决定的，“价值发现”就是找到、发现大众和市场还没有发现的真相，就发现了价值“洼地”。投资过程是与大众为对手的认知博弈和人性博弈。这里有两个关键点，第一、价值是真相，第二、价值是没有被大众发现的真相，尽人皆知的真相不能带来回报不是价值！

由于所发现的真相，只有在大众没有发现时才有价值，所以发现价值时你的想法必定和大众是不一样的，而一段时间内的价格是由大众决定或者说短期价格是由多数人决定的，但这个价格并不反映真相。就像格雷厄姆所说：“市场短期是一台投票机，但市场长期是一台称重机。”那么，和大众想法不一样必然被大众所否定，而大众又决定一段时间内的价格，所以真正的价值投资者在相当长的一段时间内必定是得不到回报的，投资者必定要经历曲折，被市场否定、被大众贬低，都是不能避免的。如果你的想法一开始就得到大众的认同和欢呼，而不是大众的否定和贬低，十有八九你挣不到钱！曲折越严峻，你的压力越大，最后的回报越大。

因为遭遇了过程的曲折，就试图以后回避这种曲折，靠分散投资来避免这种压力。实际上，试图回避这个曲折，避免压力，其实是丢弃价值，是远离价值。无论是不搞逆大众的投资，还是搞了分散投资，其实都是远离价值的过程。

价值投资是种树，而投机是摘果子，价值投资等待种子出了小嫩芽，再长成大树，最后得到果实，它是一个漫长的过程，由于价值投资是种树所以不可能播下种子就收获。而投机炒作者就没有种树理念，哪里有果子去哪里摘果子。想摘果子不想种树回避漫长的等待，是绝大部分人的想法，这也是人类的本能。

人类有几百万年的进化史，在 99%的时间里，人类从事的是直接采摘现成的果子，养殖业、种植业这类先投入必需等待很久之后才会有收获的生存模式，是在 1 万年前才出现，到处追逐成熟的可以马上摘的果子，久而久之在几百万年的时间里，人类摘果子的生存模式导致人的基因层面有了一种不进行前期的耕耘和投入，喜好追逐现成果实的本性。到了 1 万年前随着生产力发展，种植业、养殖业出现了！人类发明了先投入劳动和资源，在等待一段时间后获得更多回报的生产模式。进入市场经济后办工厂、投资都属于先投入无产出等一段时间后回报很大的生产模式。养殖业、种植业、办工厂是比采摘现成的果子高级的生产模式，这种模式用一段时间不获得回报换取未来获得更大的回报，事实证明这样的生产模式回报更大更先进。但在人性层面，人有高度重视眼前现成回报的本性，这就是为什么创业者少，喜欢拿固定工资的人多的原因，也是投机炒作者多价值投资者少的原因。摘果子心理是一种人性本能，投下劳动和资金需要等待一段较长时间获得较大回报的生产模式得不到人性的支持。

巴菲特说过：“慢慢地变得富裕是非常容易的，但迅速变富则并不容易。问题是没人愿意慢慢变得富有。”这是价值投资者非常少的原因。在人性本能的作用下，绝大部分人是不能承受短期的没有收获、甚至短期的亏损的。我本人在自己近 20 年的投资求索历程中认识到一个原理：

“承受短期的挫折能力，承受短期的无利润能力，承受短期的不如人能力其实是一个重要的能力，远远比选股更重要。”选股其实在教科书上就能学会学懂，但是投资实践最关键的是投资过程中要有一种对暂时没有收入，暂时不如人的承受能力和忍受能力，这个能力其实最重要，没有这个

能力，百分之百是不能有好的投资结果的。

遭受短期的曲折，一方面是价值投资所不能避免的必然，另一方面在曲折过程中，客观上需要投资人要有一种承受落后的能力，承受不如人的能力，承受真实阶段性亏损的能力。研究发现，所有能带来高回报的基金经理都有个特点，都不是稳定盈利的，都是脉冲式盈利。能带来高回报的基金经理的特点都是3到5年不挣钱，但是在不挣钱的时候，他们死不动摇完全不接受改弦更张的建议，忍受着亏损，忍受着落后，随着时间的推移市场风格突然发生变化，被错误地低估的有价值的公司开始估值修复，潮水退去之后，这些忍受低迷和落后的基金经理的回报一年就把3到5年的回报挣了回来。

说了这么多，结论是忍受低迷，忍受曲折，是价值投资基本规定动作。投资人需要有忍受低迷，忍受曲折的能力，这个能力比选股重要得多得多。当遭受这个曲折之后，认为这个曲折是一种不合理不正常的、试图回避更是不正确的。**价值投资最难之处是判断成败的周期长，一般要10年。一方面，人没有耐心；另外一方面，10年后无可挽回。**

亚马逊的创始人杰夫·贝佐斯问巴菲特：“你那套投资理论没人抄袭吗？”巴菲特回答道：“没人愿意慢慢变得富有。”

巴菲特还说过这样一句话：“如果你不愿意持有一只股票十年，请不要考虑拥有它十分钟。”这便是有钱人的“长期思维”。有钱人所拥有的这一能力其实是反人性的，即克服人性中的急功近利，懂得慢慢等待。而穷人似乎总是缺乏耐心，尤其是面对挣钱这件事，每个人都希望自己一夜暴富。但是，你会发现那些一夜暴富的彩票得奖人，由于没有长期思维，大多数人都会在几年之内将奖金全部挥霍掉，重新沦为底层。如果他们能够克服短视，懂得延迟满足，用一部分奖金做个长期投资，产生的收益也足以维持他们长期高质量的生活。

哈佛大学曾经有过一项关于经济流动性的研究，这项研究表明：最底层的赤贫基层，他们讲究当下，时间观通常只有几小时甚至几分钟，比如一个酗酒的人只考虑下一杯喝多少。高层次的富裕阶层，他们的时间观是未来几年、几十年，甚至几代人，他们瞄准的是未来。也就是说，穷人更关注自己在现有的蛋糕中能分到多大一块。

相比之下，富人更关注把现有的蛋糕做大，哪怕让利一些给其他人，自己分到的比例更少，但总体而言，他们在未来都能得到更多的收获。那些深陷传销和成功学的人，基本都是抱着短期之内能赚大钱的念头。只有克服自己的急功近利，关注长期的收益，才能让你离穷困越来越远。



股票投资中的心理误判举例

有的朋友没有认识到心理学在股票投资中的重要作用，我试举几个误判的案例，供君参考。

1. 不经思考，盲目作出决定

人类的大脑是几百万年原始狩猎采集进化而来的。为了保持足够能量，维持大脑运转，在原始环境，面对凶猛的野兽，只有作出最快的反应，趋利避害，才能生存！

所以，人类始终喜欢凭本能，直觉进行反应，也就是所谓的“快思考”。但如今，面对纷繁复杂的社会环境，人类仍然是倾向较快作出决定，就很容易犯错。

先做个调查统计：

你认为中国股民，符合以下哪项特征的人较多？

A：喜欢追涨杀跌，长年亏损，27岁及以上。

B：喜欢追涨杀跌，长年亏损，27岁及以上，资金量在20万以下的。

如果选B的话，你就是没有经过认真思考，因为人的大脑天生对描述越仔细的事物，越认为真实。但稍微想一想，学过集合的人都知道，B类人群是从属于A类人群的，很明显A类人较多。

再举个例子。

2014年仁川亚运会在运动员村共配备了10万个避孕套。在仁川南洞区九月洞的选手村中，一天用掉了5000个避孕套。按照运动员人数来推测，平均每名运动员一晚要做爱3到4次。

于是得出结论：选手们如果之间身边多了一大群相貌不凡、身材更棒的同行，大家又都心知肚明这十几天不过短聚而已，难免就如同干柴点着烈火般一发不可收拾。

此外在进运动员村之后，许多运动员都降低了训练强度，但营养摄入还和平时一样，于是多出来的精力就化作了人类原始的冲动。

比赛之前由于兴奋而导致的睾丸素则进一步催化了这种欲望，按照美国泳将埃里克·尚蒂的说法，“整个奥运村都变得很狂放，像一口大锅一样将所有人吞没。”

亚运村的避孕套显出了运动员的体力。

但事实是什么呢？韩国媒体指出，之所以出现井喷式的消费，其实与避孕套自身的作用完全没有关系，只是上面有亚运会的标志，大部分人会拿去作为纪念品。

我们在股市中，有没有这样轻而易举就作出决定的呢？太多了，数不胜数，我以前就经常犯这种错：

看到股价跌了很多，就认为很便宜，根本没想为何这么便宜。

看到很贵的股票，就认为没有上涨空间，根本没思考股本的结构。

看到大家都说某个股票好，就认为肯定不会坏。

创业板刚上市，众多媒体评论，上市的企业都是来骗钱的，于是认为创业板碰不得！

.....

2.经验主义

巴菲特称之为后视镜效应，芒格叫做保持一致性的倾向。

这种思维因子，是因为在原始部落里生存，保持与以前一致，对于群体配合，一起同猛兽作战是很有必要的，否则变化太多，就不容易合作。

但这样的思维也会导致眼睛始终向后看，不愿改变，任何行动都用以前的观念来进行判断，忽视了当前的形势变化。

比如，经历了轰轰烈烈牛市后，人们的印象就是任何回撤都是为了更好的上涨，永远不会下跌，于是一有回撤就蜂拥而入。

经历了漫无止境熊市后，人们会认为任何上涨都是为了更好的下跌，永远不会上涨，于是稍微一涨就立马抛出。

在经历了一次卖出后，又眼睁睁看着涨一倍的经历后，你对以后的投资就会舍不得卖掉。

在经历了没有及时卖出，又眼睁睁看着股价跌回原地，你对以后的投资就可能无法耐心持股。所以巴菲特老先生经常提醒我们，千万别一直盯着后视镜！

3.自视甚高

买彩票的时候，始终认为自己选的彩票号码肯定比机选的中奖概率大。

打麻将的时候，站在身后的朋友说，让我帮你摸一张牌，好像他摸牌比你摸的牌要好些，但那张牌早已注定，不会因为谁去摸而改变。

我们总认为，经过自己选择，就一定会更好一些。

你有没有对所谓你自己选择的股票信心满满呢？

5.联想

人的大脑天生就喜欢联想，没有联想这一机制，肯定早就成为各种猛兽的口中美餐了！

看到奢侈品，肯定联想到价格贵，身份的象征，有钱。

听到某人说粗口，就联想到素质低，没有家教。

看到醋，联想起酸，看到糖，联想起甜。

总有许多许多开关，启动你的联想，

你无时无刻不在联想，在股票市场中，你当然避不开的会产生无数联想，有的客观，有的却十分荒诞。

上涨时，你在联想一个连续涨停的奇迹，

下跌时，你在联想一个持续暴跌的噩梦，

赚钱后，你在联想一个一夜暴富的喜剧，
亏钱后，你在联想一个失魂落魄的悲剧，
停盘后，你在联想明天的故事。

6. 极其厌恶被剥夺已有的东西

损失 100 元，比你收入 100 元对你造成的影响要大得多。

我们纳税，是直接从工资里就扣除，而不是先把你应有的工资发给你，再让你交税，正是为了避免让你产生被剥夺后的不爽！

家里养的狗，历来非常听话，脾气温顺，唯独在你拿走他嘴里的骨头的时候，它会六亲不认。在股市中，这种心理因素对你有影响吗？当然有，而且非常大！

当你股票已经翻倍了，突然一个暴跌，让你少赚了几个点，你会非常不爽，想着那是我本来该赚的，必须等它涨回来再卖。

当你卖出盈利的股票后，股票又暴涨，你会认为那是你应该赚到的，你会再次高位买入。

当你看好的股票暴涨，你会因为自己没有买入而非常懊悔，认为那本是自己应该有的，于是又在高位买入。

……

7. 权威效应、群体效应

这个就太多了！

人们总是会在不知不觉中倾向听从权威，得到其他人的认可，跟着大众的方向前进！于是股市就会暴涨暴跌，产生很多非理性的不可理喻的行为……

这里仅仅举了几个心理误判的例子，我们头脑中还有很多很多容易引起误判的思维因子，比如锚定效应，比如以德报德的回馈倾向，比如压力造成你的误判，比如嫉妒、愤怒、失望等情绪会让你作出错误的判断……

这些根深蒂固存在于我们头脑中的思维因子，彼此交缠，互相影响，常常是好几种因素一起来影响你的行为，让你防不胜防。

总之，投资股票，是靠我们的大脑思维决策，所以心理学是根本。

你所有对企业的分析，对买卖时机的决策，都要建立在正确客观理性的思考这一基础之上。否则，你再努力，也是于正确的方向背道而驰，渐行渐远！



投资必知的心理学常识

首发于公众号：鹿西西的仙人

趁着塞勒得诺奖，整理了一篇未完的旧文发出来。

一、近因效应

近因效应，用形象的说法，就是“三根阳线改三观”。人类非常短视，常常因为近期发生的印象深刻的事情，而忽视了更长时期更为全面和客观的规律。

比如有时候有些投资者看出某只股票明显估值过高，很有可能要回落，他们的判断本身是正确的，但是因为股票还处于自我强化自我激励的阶段，所以仍然继续上涨，甚至连拉涨停，导致这些投资者对自身的判断产生怀疑，继而追高买入，最终的结果可想而知。

又比如，过去一二十年，因为中国股市的特殊性和不完善，导致坐庄、壳股、并购重组等模式的爆炒，使得很多投资者以为这种与基本面弱相关的模式还将继续持续下去，却没有意识到任何一个国家的股市都是随着监管和引导不断完善和发展的，之前行之有效的投机策略未必能够一直有效，于是随着注册制之后新股的不断供应以及国家对价值投资的引导和对市场监管的规范，原来一直热衷壳股、小市值股的投资者们损失惨重，价值投资成为收割市场的一把利刃。

但是实际上如果这些投资者了解过美国和香港股市的历史，就能清楚地意识到，A 市这样小

票高估大票低洼的局面不会一直持续下去，市场由聒噪混乱而规范正常是必然的，无论现在的市场大小票失衡、投资和投机倒置到怎样的一种程度，最终，还是会正本清源，还股市一个清明的局面，而投资，最终还是要回归企业的基本面。

所以，近因效应提醒我们，要心怀谦虚，谨慎小心，学会从历史和长周期的角度来审视这个市场，多读读成熟国家和市场的历史，从历史中汲取教训和经验。

二、锚定效应

锚定效应，指的是人们会以最初的数值和标准为参照物，在其后的判断中有意无意地以最初的数值和标准为锚作出决策，从而制约认知，造成偏见和误判。

比如有些银行股长期破净，部分投资者会觉得，银行股的合理估值就该这么低，于是上涨50%，很多人就会觉得高估了，但是实际上股票贵不贵与它上涨多少无关，只与其内在估值本身有关；而有些估值很高的股票，比如本身只价值10元左右，从100多元回落到60元，很多人就会冲进去，像这种以最初的价格为判断标准的现象，就是锚定效应。

锚定效应告诉我们，人的思维是有缺陷的，存在各种偏见，所以我们一定要小心，一切的投资决策都以估值为基础，而不是想当然，被思维缺陷带偏了。

三、损失厌恶

损失厌恶，指的是面对损失和盈利时，损失更加令人难以忍受，据研究，亏损1万元导致的负效用是赚1万元带来的正效用的2倍。

股票投资是一种长周期行为，股价短期是随机漫步的，亏损和盈利的不确定性都非常大，很多投资者一遭遇短期的亏损，就会觉得难以忍受，继而频频割肉退出，导致最终的投资结果很不理想。而实际上，据统计，如果我们以五年、十年为周期滚动回测组合投资，盈利的概率是非常高的，而且时间越长，盈利的概率越高，以30年为周期，基本上没有不盈利的。

损失厌恶提醒我们，股票投资是一种长期行为，股价的短期走势难以预测，但是长期而言股票的价格取决于其后公司的基本面，因此，我们应当抱着投资实业的心态，忽略短期的市场波动，选择那些盈利良好的企业，长期投资。

四、禀赋效应

禀赋效应，古语叫“敝帚自珍”，指的是人们一旦拥有某一物品，对于该物品的评价程度会比没有该物品时更高。

股市有一种说法，叫做“屁股决定脑袋”，就是说投资者容易就自己的持股对他人的意见产生偏见，对于自己喜欢的则大加赞赏，对于自己不喜欢或者无法理解的则非常排斥，如果有人说自己持股好，就非常高兴，如果有人说他持股哪里存在问题和不确定性，就视而不见听而不闻，甚至对评论人置以疯狂的攻击。所以我们经常看到，某只公众看好的股票被批评和怀疑，发出质疑的人就会遭遇一众持有者的疯狂攻击和威胁，这就是禀赋效应的表现之一。

禀赋效应提醒我们，小心认知偏差，多和股票做朋友，少和股票谈恋爱，多听听反对的意见和风险提示，而不该沉浸在美好的幻想中不可自拔。

五、心理账户

心理账户指的是，我们每个人都有经济账户和心理账户，同样的100元钱，它们在经济学上的价值是一样的，可以等量交换，但在心理账户，等量的钱不是被一视同仁的，人们会根据钱的来源划分为不同的账户并产生不同的消费倾向。

比如我们会把辛苦所得的钱和意外所得的钱划分为不同的心理账户，意外中奖5000元，人们很容易随意消费掉，但如果这5000元是辛苦加班所得，同样花费起来就会痛苦得多。

股市也存在这种把不同的来源、不同的时间、不同的金额的资产划分为不同的心理账户的现象，比如对待10万块钱的投资态度很随意，但是账户里放进去100万就审慎得多，对于核心持股非常重视，对于卫星持股则不太关注；对于自己买入的100万股票资产很谨慎，对于公司送股的部分则很随意，而实际上送股的部分就是自己买入的100万分拆而来，是原来自己买入的资产的一部分。

经常有人说，因为我只有10万，所以我要投机，如果我有1000万，那么我也选择投资，这种认知实际上是错误的，投资与否与本金的大小无关。心理账户告诉我们，所有的钱都是等价的，

不要因为不同时间、不同的来源、不同的金额的影响了我们的认知和决策，在任何时候，不论金额大小，不论持股核心与否，都要抱着一视同仁的态度，谨慎投资。

六、羊群效应

羊群效应是自然界的群体性动物为了应对突发的危险而进化出的一种应激反应，比如当鹿群中有一只鹿看到欲图发起攻击的狮子，就迅速跑开，带动整个鹿群的狂奔，如果每一头鹿都等待确认危险再跑，那可能就晚了，所以在自然界这是一种很实用的生存模式。

对于人类而言，羊群效应就是从众心理，股市中常见的就是大家纷纷看好某一行业某一股票，把价格炒得非常高，可惜的是，大部分的人在股市的认知都是错误的，盲目从众的结果就是成为最终的接盘侠。股市的这种从众效应很常见，因为人是群体性动物，偏离大众需要承受相当程度的心理压力，牛市中后期，很多投资者内心深处也许嗅到了一丝危险的气息，但是看到大众都在疯狂买入，很快就屈从在从众心理之下。

如果我们把股市看做一艘大船，那么多空买卖两方就好像是站在大船两侧的两个群体，当一侧的人员过多时，船身就会倾斜，如果你跟随它们，就只能随之滑落大海，反之如果你能够坚持自己的逻辑，站在远离大海的那一端，你就能够一直安然无恙地待在船上。

群体的意志往往是平庸乃至错误的，股市尤其如此，看透真相的永远只是少数，如果和大众站在一边，是很难赚钱的，只有独立思考、坚持本心的人，才有可能长期稳定盈利，而一旦你将自己的意志交付给群体，跟着市场随大流，那么最终的结果只有失败。

16. 股票投资大师

16.1. 沃伦·巴菲特



沃伦·巴菲特（Warren Buffett），男，1930年8月30日生于美国内布拉斯加州的奥马哈市，全球著名的投资商。从事股票、电子现货、基金行业。

2016年9月22日，彭博全球50大最具影响力人物排行榜，沃伦·巴菲特排第9名。2016年10月，在《福布斯》杂志发布的年度“美国400富豪榜”中，沃伦·巴菲特排第3名。2016年12月14日，荣获“2016年最具影响力CEO”荣誉。2017年3月21日，在《福布斯2016全球富豪榜》中，沃伦·巴菲特排第2名。2017年7月17日，《福布斯富豪榜》发布，沃伦·巴菲特以净资产734亿美元排名第四。

1941年，刚刚11周岁，他便跃身股海，并购买了平生第一张股票。

1947年，沃伦·巴菲特进入宾夕法尼亚大学攻读财务和商业管理。但他觉得教授们的空头理论不过瘾，两年后转学到内布拉斯加大学林肯分校，一年内获得了经济学学士学位。

1950年巴菲特申请哈佛大学被拒之门外，考入哥伦比亚大学商学院，拜师于著名投资学理论学家本杰明·格雷厄姆。在格雷厄姆门下，巴菲特如鱼得水。格雷厄姆反对投机，主张通过分析企业的赢利情况、资产情况及未来前景等因素来评价股票，他传授给巴菲特丰富的知识和诀窍。

1951年，21周岁的巴菲特获得了哥伦比亚大学经济学硕士学位。学成毕业的时候，他获得最高A+。

1952年，巴菲特和苏珊·汤普森结婚，他们双方的父母是多年的老朋友。在西北大学读书时，苏珊和巴菲特的妹妹罗伯塔是住同一间宿舍的舍友。当巴菲特顺路拜访她并向她求婚时，苏珊离开了就读的大学和他结了婚。巴菲特夫人是在离巴菲特的家只有一个半街区的地方长大的。

1957年，巴菲特成立非约束性的巴菲特投资俱乐部，掌管资金达到30万美元，但年末则升至50万美元。

1962年，巴菲特合伙人公司的资本达到了720万美元，其中有100万是属于巴菲特个人的。当时他将几个合伙人企业合并成一个“巴菲特合伙人有限公司”。最小投资额扩大到10万美元。情况有点像中国的私募基金或私人投资公司。

1964年，巴菲特的个人财富达到400万美元，而此时他掌管资金已高达2200万美元。

1966年春，美国股市牛气冲天，但巴菲特却坐立不安，尽管他的股票都在飞涨，但却发现很难再找到符合他的标准的廉价股票了。

1967年10月，巴菲特掌管资金达到6500万美元。

1968年，巴菲特公司的股票取得了它历史上最好的成绩：增长了46%，而道·琼斯指数才增长了9%。巴菲特掌管资金上升至1亿零400万美元，其中属于巴菲特的有2500万美元。

1968年5月，当股市一路凯歌的时候，巴菲特却通知合伙人，他要隐退了。随后，他逐渐清算了巴菲特合伙人公司的几乎所有的股票。

1969年6月，股市直下，渐渐演变成了股灾，到1970年5月，每种股票都要比上年初下降50%，甚至更多。

1970年~1974年间，美国股市就像个泄了气的皮球，没有一丝生气，持续的通货膨胀和低增长使美国经济进入了“滞胀”时期。然而，一度失落的巴菲特却暗自欣喜异常，因为他看到了财源即将滚滚而来——他发现了太多的便宜股票。

1972年，巴菲特又盯上了报刊业，因为他发现拥有一家名牌报刊，就好似拥有一座收费桥梁，任何过客都必须留下买路钱。1973年开始，他偷偷地在股市上蚕食《波士顿环球》和《华盛顿邮报》，他的介入使《华盛顿邮报》利润大增，每年平均增长35%。10年之后，巴菲特投入的1000万美元升值为两个亿。

1980年，他用1.2亿美元、以每股10.96美元的单价，买进可口可乐7%的股份。到1985年，可口可乐改变了经营策略，开始抽回资金，投入饮料生产。其股票单价已涨至51.5美元，翻了5倍。至于赚了多少钱，其数目可以让全世界的投资家咋舌。

1992年中巴菲特以74美元一股购下435万股美国高技术国防工业公司——通用动力公司的股票，到年底股价上升到113美元。巴菲特在半年前拥有的32,200万美元的股票已值49,100万美元了。

1994年底已发展成拥有230亿美元的伯克希尔工业王国，它早已不再是一家纺纱厂，它已变成巴菲特的庞大的投资金融集团。从1965~1998年，巴菲特的股票平均每年增值20.2%，高出道·琼斯指数10.1个百分点。如果谁在1965年投资巴菲特的公司10000美元的话，到1998年，他就可得到433万美元的回报，也就是说，谁若在33年前选择了巴菲特，谁就坐上了发财的火箭。

2000年3月，巴菲特成为RCA注册特许分析师公会荣誉会长。自2000年开始，巴菲特透过网上拍卖的方式，为格来得基金会募款。底价5万美元起拍，以获得与巴菲特共进晚餐的机会。

2006年6月，巴菲特宣布将一千万股左右的伯克希尔·哈撒韦公司B股，捐赠给比尔与美琳达·盖茨基金会的计划，这是美国有史以来最大的慈善捐款。

2007年3月1日晚间，“股神”沃伦·巴菲特麾下的投资旗舰公司——伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）公布了其2006财政年度的业绩，数据显示，得益于飓风“爽约”，公司主营的保险业务获利颇丰，伯克希尔公司2006年利润增长了29.2%，盈利达110.2亿美元（高于2005年同期的85.3亿美元）；每股盈利7144美元（2005年为5338美元）。

1965~2006年的42年间，伯克希尔公司净资产的年均增长率达21.46%，累计增长361156%；同期标准普尔500指数成分公司的年均增长率为10.4%，累计增长幅为6479%。

2012年4月17日，美国“股神”沃伦·巴菲特向其公司伯克希尔·哈撒韦的股东致信，称自己已经诊断患有前列腺癌，不过他在信中仍乐观表示自己感觉还不错，医生表示他的病“目前还没有生命危险”。巴菲特4月17日宣布自己患一期前列腺癌后，美国总统奥巴马4月18日向巴菲特致电表示慰问。白宫新闻秘书杰伊·卡尼表示，奥巴马在得知巴菲特患前列腺癌后主动致电慰问，

“他们进行了简短地通话。总统祝愿他一切顺利。”

81岁的巴菲特4月17日在写给伯克希尔·哈撒韦公司股东的一封信中说，自己是在11日体检时发现患癌症的，他形容自己“精力旺盛”，但表示如有任何健康异常情况，会及时向股东报告。根据美国癌症协会的说法，一期前列腺癌如未扩散，患者治疗后5年内的存活率接近100%。

个人成就

2008年的《福布斯》排行榜上财富超过比尔·盖茨，成为世界首富。

2011年2月15日，获得象征美国最高平民荣誉的自由勋章。

2011年3月10日，2011福布斯全球富豪排行榜在纽约发布，巴菲特以身价500亿排名第三。

2011年3月26日，《巴伦周刊》网络版评出了2011年度全球30大最佳CEO，排名第三。

2011年12月，巴菲特宣布，他的儿子霍华德会在伯克希尔哈撒韦公司中扮演继承人的角色。

2012年4月，患前列腺病，尚未威胁生命。

2013年沃伦·巴菲特以净资产535亿美元，位于福布斯榜第四。

2013年2月28日，2013胡润全球富豪榜，巴菲特排名第二。

2015年3月2日，福布斯发布2015全球富豪榜。其中，排名前三的分别为比尔·盖茨、卡洛斯·斯利姆、沃伦·巴菲特，财富数分别为792亿美元、771亿美元与727亿美元。

2015年7月中旬至8月底，巴菲特所掌管的伯克希尔哈撒韦公司在投资股市方面已经至少账面亏损了112亿美元。相当于伯克希尔哈撒韦市值缩水了10.3%。

2015年，全球最富有十对夫妻中排名第三，第三位：沃伦·巴菲特和阿斯特丽德·蒙克斯夫妇（Warren Buffett and Astrid Menks）净资产总和：650亿美元。

2015年美国当地时间9月29日，《福布斯》发布美国富豪400强榜单显示，凭借620亿美元财富排名美国富豪第二名，这也是沃伦·巴菲特自2001年以来的一贯排名。

2015年10月，美国财经杂志《彭博市场》公布了第五届全球金融50大最具影响力人物，巴菲特排名第五。

2016年9月22日，彭博全球50大最具影响力人物排行榜，沃伦·巴菲特排第9名。

2016年10月，《福布斯》杂志发布年度“美国400富豪榜”，沃伦·巴菲特排第3名。

2017年3月，《福布斯》杂志发布2016全球富豪榜，沃伦·巴菲特排第2名。

2017年7月17日，《福布斯富豪榜》发布，沃伦·巴菲特以净资产734亿美元排名第四。

慈善活动

2006年6月25日，沃伦·巴菲特在纽约公共图书馆签署捐款意向书，正式决定向5个慈善基金会捐出其财富的85%，约合375亿美元。这是美国和世界历史上最大一笔慈善捐款。

巴菲特准备将捐款中的绝大部分、约300亿美元捐给世界首富比尔·盖茨及其妻子建立的“比尔与梅琳达·盖茨基金会”。巴菲特的慷慨捐赠一夜之间使盖茨基金会可支配的慈善基金翻了一番，达到了600多亿美元，比全球第二大基金会福特基金会（110亿美元）的资金多5倍。自2006年开始，比尔与梅琳达·盖茨基金会将在未来的每年七月，收到全部款项的5%。尽管巴菲特尚未决定是否将积极参与运作，但确定将加入盖茨基金会的董事会。

同时，巴菲特也宣布，将其余价值约67亿美元的波克夏股票，分别捐赠给苏珊·汤普森·巴菲特基金会（Susan Thompson Buffett Foundation）、以及他三名子女所成立基金会的计划。这是因为巴菲特的前妻在2004年过世时，已将绝大多数的遗产，价值约26亿美元，移转到巴菲特基金会。巴菲特的子女将继承他财产的部份，比例并不会太高。巴菲特曾表示：“我想给子女的，是足以让他们能够一展抱负，而不是多到让他们最后一事无成。”（这段话后来被《CSI犯罪现场》电视系列剧所引用。）

自2000年开始，巴菲特透过线上拍卖的方式，为格来得基金会（Glide Foundation）募款。底价2.5万美元起拍，以获得与巴菲特共进晚餐的机会。在这些线上拍卖中，最高成交价为中国人赵丹阳的211万美元。2009年06月30日巴菲特一年一度的慈善午餐拍卖在eBay结束，拍出168.03万美元。这个价格不及创纪录的210万美元，不过在数十年来最严重的衰退背景下也不算

太低。

2006年9月，巴菲特将他的福特林肯座车拍卖，以资助格罗斯公司（Girls, Inc.）的慈善活动，该车在拍卖网站 eBay 上面，以美金\$73,200 元卖出。巴菲特被美国人称为“除了父亲之外最值得尊敬的男人”。

2015年7月7日，巴菲特宣布，将向5家慈善机构捐赠28.4亿美元，这是迄今为止巴菲特第十次年度捐赠活动，去年他的慈善捐款达到28亿美元，今年的28.4亿美元是他个人目前最大的一笔慈善捐款。

捐股票

美国亿万富翁巴菲特（Warren Buffett）再捐出19.3亿美元的股票给5个慈善基金，这是巴菲特2006年开始捐出99%资产以来，金额第三高的捐款。

根据美国证券管理委员会（U.S. Securities and Exchange Commission）收到的申报书，巴菲特2011年7月3日捐出手上保险与投资公司“波克夏哈萨威公司”（Berkshire Hathaway Inc）B股2454万股股票。

这笔捐赠的金额在2009年是15.1亿美元，但波克夏哈萨威公司B股于2011年7月3日收盘价为78.81美元，上涨35%，使得捐赠总金额膨胀到19.3亿美元。

美国股神巴菲特一年一度的2011年午餐会慈善义卖竞标活动又将登场，预订6月5日美国东岸晚间10点半起，在电子湾（eBay）慈善网站正式开始，至6月10日晚10点半结束。2011年结标价是否能突破去年度的263万美元而再创新高，备受瞩目。

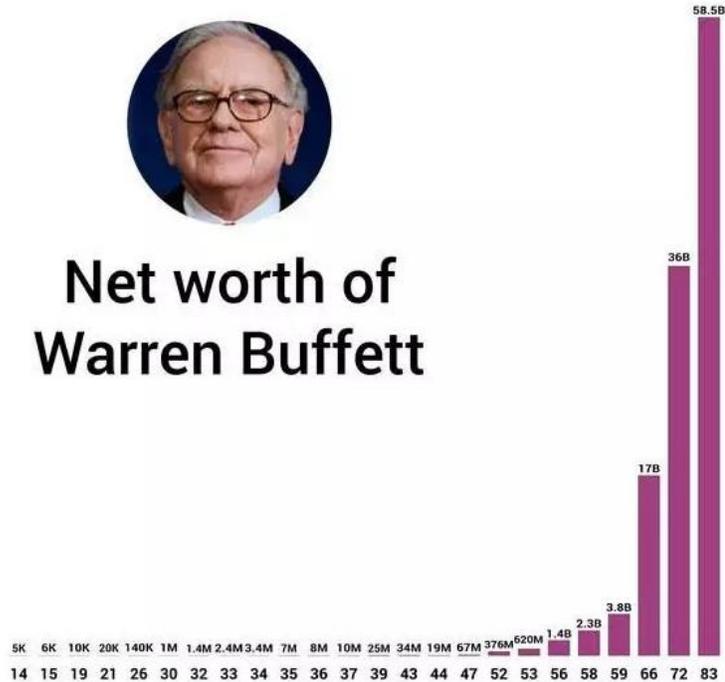
北京时间2012年6月9日上午10点30分，股神巴菲特一年一度的午餐拍卖以近346万美元的价格豪华落锤，再次大幅度突破前一年纪录。

投资名言

- 1) 风险，是来自于你不知道你在做什么。
- 2) 若你不打算持有某只股票达十年，则十分钟也不要持有。
- 3) 投资的秘诀，不是评估某一行业对社会的影响有多大，或它的发展前景有多好，而是一间公司有多强的竞争优势。这优势可以维持多久，产品和服务的优越性持久而深厚，才能给投资者带来优厚的回报。
- 4) 财务顾问就是那些比你更需要你的钱的人。
- 5) 当那些好的企业突然受困于市场逆转、股价不合理的下跌，这就是大好的投资机会来临了。
- 6) 我最喜欢的持股时间是.....永远！
- 7) 要投资成功，就要拼命阅读。不但读有兴趣购入的公司资料，也要阅读其它竞争者的资料。
- 8) 金钱并不是很重要的东西，至少它买不到健康与友情。
- 9) 如果你认为你可以经常进出股市而致富的话，我不愿意和你合伙做生意，但我希望成为你的股票经纪。
- 10) 在股票市场中，唯一能让您被三振出局的是——不断的抢高杀低、耗损资金。
- 11) 如果你没有持有某种股票10年的准备，那么连10分钟都不要持有这种股票。
- 12) 投资对于我来说，既是一种运动，也是一种娱乐。我喜欢通过寻找好的猎物来“捕获稀有的快速移动的大象。”
- 13) 只有退潮时，你才知道谁是在裸体游泳。
- 14) 当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝好的投资机会就悄然来临。
- 15) 拥有一只股票，期待它明天早晨就上涨是十分愚蠢的。



Net worth of Warren Buffett



Warren Buffett's Age

图 27 巴菲特的财富增长

巴菲特投资逻辑、原则和经营方法

巴菲特的投资逻辑

-----因为我把自己当成是企业的经营者，所以我成为优秀的投资人；因为我把自己当成投资人，所以我成为优秀的企业经营者。

-----好的企业比好的价格更为重要。

-----一生追求消费垄断企业。

-----最终决定公司股价的是公司的实际价值。

-----没有任何时间适合将优秀的企业脱手。

巴菲特投资基本原则

1.企业原则

巴菲特说："我们在投资的时候，要将我们自己看成是企业分析家，而不是市场分析师或经济分析师，更不是有价证券分析师，所以他将注意力集中在尽可能地收集他有意收购之企业的相关资料"主要分为：

- (1) 该企业是否简单以于了解
- (2) 该企业过去的经营状况是否稳定
- (3) 该企业长期发展的远景是否被看好

2.经营原则

在考虑收购企业的时候，巴菲特非常重视管理层的品质。条件当然是诚实而且干练。明确的说，他考虑的主要因素有：

- (1) 管理阶层是否理性
- (2) 整个管理阶层对股东是否坦白
- (3) 管理阶层是否能够对抗"法人机构盲从的行为"

3.财务原则

- (1) 注重权益回报而不是每股收益
 - (2) 计算"股东收益"
 - (3) 寻求高利率的公司
- (公司每保留 1 美元都要确保创汇 1 美元市值)

4.市场原则

股市决定股价，分析师依各阶段的特性，以市场价格为比较基准，重新评估公司股票的价值，并以此决定是否买卖及持有股票。，总而言之，理性的投资具有两个要素：

- (1) 企业的实质价值如何
- (2) 是否可以在企业的股价远低于其实质价值时，买进该企业的股票？

巴菲特先发现要买什么，再决定价格是否正确，并在一个能使你获利的适当价格时才买进，这也体现出内在价值之所在。

巴非特的十三条经营法宝

一、像合伙企业一样运作伯克希尔。查利。芒格和我把公司视为股东们拥有资产的渠道，而不是我们经营性资产的物主。

二、与伯克希尔长期拥有的经营策略相一致，公司的绝大多数董事把自己的大部分资产投入了公司，并自食其利。

三、长期经营目标是使伯克希尔的每股平均收益率最大化。

四、首先考虑直接拥有那些各行各业中能够创造现金并且获得平均资本回报率的企业。其次主要通过购买可上市流通的普通股，拥有部分业务类似的公司。

五、向股东提供极为重要的企业的盈利状况，帮助其对它们做出判断。

六、希望那些没有被揭示的收益可以通过资本回报反映在企业的内在价值中。

七、很少借债，否则也试图以长期固定利率的方式进行贷款。

八、不会忽略股东的长期经济效益而以一定的价格去购买整个经济领域的企业而实现多元化。

九、以留存利润是否给股东带来相等的市场价值作为衡量留存利润使用效率的标准。

十、只有在获得和我们所付出同样多的商业价值时，我们才会发行普通股。不会通过发行股票而出售公司的一部分，因为这与整个企业价值存在根本的矛盾。

十一、不管价格如何，不出售伯克希尔所拥有的好企业，宁愿让我们的总体业绩受损。

十二、我们着重将企业优点和不足之处客观公正地披露给股东。我们的方针是毫无保留地告诉你们想获知的企业经营实况。作为管理者，坦率是十分有益的。公开误导其他人的首席执行官最终将使自己走入歧途。

十三、好的投资计划就像好的产品或者商业兼并方案一样是珍贵的、有价值的，同时也受到资金规模的约束



巴菲特是如何炼成的？

1. 童年不幸：6岁时，受大萧条影响，巴菲特的父亲失业了，这个艰难给年少的巴菲特留下了深刻的印象；这种人生早期的艰难生活成为他绝对的驱动力，他要变得非常、非常、非常富有。

2. 被亲戚干扰，导致失去耐心：11岁的时候，和姐姐多丽丝一起买股票，眼睁睁看着他们的股票下跌了30%，多丽丝天天来问巴菲特股票损失情况，这导致巴菲特崩溃。最后，当这只股票回升后赚了5美元，即股价到40美元的时候，巴菲特立刻卖出了。结果，这只股票后面涨到202美元，巴菲特少赚了492美元，这让巴菲特懊恼不已。之前，他用五年时间积攒了120美元，这次投资的急躁让他损失了20年的工作所得。

3. 20岁时，在图书馆看到格雷厄姆新书《聪明的投资者》，“就像看到了一道光。”

4. 当看到《证券分析》这本书时，如逢甘露，格雷厄姆教会了他懂得公司内在价值的重要

性。他相信，那些准确计算价值，并以较低价格买入的投资者终将在市场上获利。巴菲特在格雷厄姆班上的最终成绩是 A+，这是格雷厄姆执教 22 年来给出的第一个 A+。

5. 物以类聚人以群分：格雷厄姆公司除了雇佣巴菲特以外，还雇佣沃尔特·斯洛斯、汤姆·纳普、比尔·鲁安。

6. 巴菲特投资初期，只投资于低估的股票和一些并购套利的机会。

7. 20 世纪 60 年代，巴菲特从投资家变为企业家。

8. 收益分配：每年如果投资回报率在 6% 及以下，收益全部归有限合伙人所有，超过 6% 的部分，他们获得其中的 75%，巴菲特获得 25%。

9. 1985 年，巴菲特关闭了纺织厂，这次失败经验让巴菲特明白：当企业的环境发生根本性变化时，它们很少能转型成功。

10. 1998 年，巴菲特收购了通用再保险，获得了杰出人才阿吉特。

11. 我们的所作所为没有超越任何人的能力范围，我感觉我做投资和我做管理没有什么两样，根本不必为取得超凡的结果去做什么超凡的事情。

12. “经过分析”的定义：基于已有的原则和正常的逻辑，仔细研究可以获得的事实，得出结论。他进一步将分析分为三步：1. 描述；2. 批判；3. 选择。收集多方信息并以合理的方式呈现。第二步，检验这些收集来的信息：这些信息可以代表事实吗？最后一步要求分析人员作出判断，判断这些证券是否具有吸引力。

13. 哪种证券能被认定为投资品？

(1) 首先是本金安全，其次是满意的回报率。安全不是绝对的，一个非常不可预见的事件可能导致债券也违约。人们要考虑在合理的情况下，投资应该是安全的。

(2) 其次满意的回报。“满意”具有主观性。他说回报可以是任何数字，无论多低，只要投资者行为明智且满足了投资的定义

16.2. 杰西·利弗莫尔



杰西·利弗莫尔（Jesse Lauriston Livermore, 1877~1940），生于美国麻州，20 世纪 20 年代纽约华尔街活生生的传奇人物，是那个时代最花哨的百万富翁。一生的伟大，一身的疯狂。The Wallstreet's boy plunger。

人物生平

杰西·利弗莫尔 20 年代纽约华尔街活生生的传奇人物，是那个时代最花哨的百万富翁。杰西有一头金黄头发，蓝眼睛，身材瘦削。他不修边幅，西装老是皱巴巴的，领带歪打着。这个英格兰人的后代嘴里总是叼着香烟，一天要抽掉 10 支哈瓦那雪茄。下面这张照片拍于 1929 年大崩盘后，Jesse Lauriston Livermore 做空获利 1 亿美元巨额现金。

在资本主义社会里，做股票买卖的风险最大，有的人一夜之间就成了暴发户，但也可能在一夜之间成为穷光蛋，甚至负债累累。尽管风险很大，但时至今日，纽约、伦敦等地的证券市场交易大厅里，总是挤得水泄不通。就像是进赌场一样，赢家笑输家哭，已是司空见惯的事了。

Jesse Lauriston Livermore, 1877 年 07 月 26 日出生于美国，14 岁就已尝到买卖股票证券的滋味。当时他是每周只赚 1 美元的一个小职员，在一家波士顿的经纪店里往行情板上记录行情。他特别聪明，很快就能应用百分比来表示价格的起落。每天傍晚，他把这些收盘价和百分比抄到他的笔记本里的时候，他很快就能从中看出某些股票的价格变动趋向。若不是由于他快速的心算能力，他会一直在那儿干下去的。

两年前，《福布斯》杂志公布了“美国史上 15 大富豪”排行榜，对 150 年来美国最富有者在排除通胀因素后，用其财富占 GDP（国内生产总值）的比重计算后进行排名，约翰·洛克菲勒荣登榜首，沃伦·巴菲特位列十五。在这份名单中，其中 12 位均与华尔街有不解之缘，资本作手出身的则占据一半以上，从中可以看到资本作手在美国现代财富积累中所占据的强大比重。



而谈到资本作手，在过去 100 年中，华尔街惟一无可回避的人物，只有杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）。这位被称为“百年美股第一人”的资本市场传奇人物，前无古人，至今也无来者。

这种神秘现象固然有其个人魅力原因，但他在股市上的智勇过人，确非当今很多浪得虚名之辈所堪比。从财富角度来看，利弗莫尔并不比他之前的杰·古尔德拥有更多金钱；从口碑来说，他也不见得比后来的巴菲特更能流芳百世，但从“职业交易成就”来比照，杰·古尔德（资本到铁路垄断者）、占姆士·吉恩（JP 摩根的御用操盘手，美国钢铁公司的总操盘手）和约翰·雅各布（美国房地产巨头及皮毛交易商）无人能出其右；同期的伯纳德·巴鲁克（投资大师）、老肯尼迪（肯尼迪总统的父亲，美国第一届证监会主席和美国证券法制定者）和江恩（著名技术派投资大师）亦无法与其匹敌；当今大小股神更无此殊荣。

利弗莫尔的强悍之处并非他拥有强大的集体资源。他是华尔街上最大的个人投资者，至死都是独立操作、一个人判断、一个人交易。他从来不需要小道消息、内幕或者与人联手坐庄。他的操作手法被后人延伸，繁衍出当代各类股票技术法则流派，就此说利弗莫尔的操作体系是华尔街交易技术的词根并不为过。因此无论大小投资者，尤其是独立投资者，均能从其操作理念和手法中，学习如何趋利避害，正确把握自我。

对于利弗莫尔，中国勤奋的投资者中已经有越来越多的人对其有所认识，我对这位大师的研究也已超过 20 年。我对有案在录的关于利弗莫尔的每个阶段所处时代背景、他的足迹、操作的期货品种、股票品种均逐一分类研究，包括收集 100 年前其所交易品种的价格走势数据。我确信，这位资本先哲的智慧之火，可以点亮我们后人的疑惑之烛。

100 年来，关于利弗莫尔的故事在“人造峡谷”华尔街上源远流长。但他在三次破产后再度崛起并从此叱咤华尔街 15 年的关键一战——操盘“伯利恒钢铁”，在 90 年前爱德温·勒菲佛所著的《股票作手回忆录》中，只用了半篇章节来叙述，显然远远不够。因为对当时身无分文的利弗莫尔来说，该战就是成王败寇。试想，一生中能够历经三次破产后再度崛起，并从此走向个人职业生涯顶峰的，世上能有几人？

伯利恒钢铁战役

每个投机客在其投机生涯中都有生死存亡的时刻，杰西·利弗莫尔也不例外。1914 年，利弗莫尔在第三次破产后，期间又遭遇美国长达四年的经济萧条，欠下百万美元巨债。当时，只有一家券商愿意为他提供一笔为数只有 500 股的交易信用额度。也就是说，对他的人生而言，只有一粒子弹，一次扳动扳机的机会，你怎么能够保证用 99% 的概率击倒对手，赢得自己的生存之战？如果利弗莫尔不能在这唯一的机会中：第一，看对大盘；第二，选对股票；第三，抓住时机；第四，拿出勇气，他可能都将永世不得翻身，和这市场上 99.99% 的人一样，从此淘汰出局。也就是说，他必须做一次成功几率为 99.99% 的交易，考虑到当时市场出于衰退中，毫无财富效应，其难度可想而知。当时是，他一旦失败，将永世不得翻身，更不必谈及今后之 1929 年做空华尔街股市之壮举，当然，他这次成功了。

为了理解利弗莫尔是如何把握这次“只许成功不能失败”的机会，将 1912~1916 年的《华尔街日报》收集齐全后，在坐标纸上绘出了伯利恒钢铁公司的股价走势图。

1914 年 8~12 月，华尔街闭市。进入 1915 年 2~3 月后，利弗莫尔早已看好大发战争财的伯利恒钢铁公司，那时股价约摸 50 美元，但对比大盘，道琼斯工业指数当时还没有显示强度，只有领导股牛角初露。利弗莫尔选择了蛰伏和等待，直到 1915 年 5 月下旬。

在《股票作手回忆录》里，对这段故事有如下描述：“由于众所周知的原因，在 1915 年早期那些关键的日子里我非常看好的是伯利恒钢铁公司的股票。简直可以肯定它要上涨，但是为了确保第一次操作就赚钱，所以我必须等，我决定等到这只股票突破面值（100 美元）之后。”

“我想我已经告诉过你了，我的经验显示：无论什么时候，一支股票首次越过 100、200 或 300 元时，它几乎总要继续上涨 30 到 50 元。越过 300 元后，涨得比越过 100 元时更快。这是一个古老的投资原则。”

“你可以想象我是多么渴望恢复过去那种交易规模。我太急于开始了，但是，我还是控制住自己。正如我所料，伯利恒钢铁的股票每天都在上涨，越涨越高。然而，我还是控制住自己不要

冲动地去威廉森~布朗公司买入五百股股票。我清楚必须使第一笔投资尽可能获益。”

“股票每上涨一个点就意味着我又没赚到 500 美元。……可是，我却端坐在那儿，我不是倾听心中喋喋不休的希望和闹闹嚷嚷的信念，只倾听经验发出来的冷静声音和常识给我的忠告。最后常识战胜了贪婪和希望！”

伯利恒钢铁股价于 6 月初开始冲天而起，3 周内股价到 90 美元以上。在用了超过 16 周的时间等待大盘的强度，其中包括 6 周的时间等待伯利恒钢铁个股的强度后，利弗莫尔终于在其股价达到 98 美元时出手了。

“我一下子买了伯利恒钢铁公司的 500 股股票，行情当时是 98 元。我在 98~99 元时买了 500 股。我想那天晚上收盘是 114 或 115 元，我又买了 500 股（用账面浮盈开仓，编者注）。”

“第二天伯利恒钢铁涨到 145 元时，我套现了。为了等待正确的时刻，我耗了 6 周，这是我经历过最费力耗神的 6 周，但是，我得到了回报，因为我现在已经有了足够的资本去进行有规模的投资了。”

利弗莫尔扳动扳机，用唯一的一颗子弹为自己射中了金苹果。六周潜伏，最终化为两天的一击，就为他赢得了起死回生的资本——5 万美元。

此战给后来人留下的借鉴意义在于：当你只有很小一笔钱、只有一次机会的条件下，怎样才能通过对时间的把握，把机会概率放大到最大，为自己创造成功的可能性？

利弗莫尔这一场关键交易包涵了双重含义：第一是时间要素，即要等市场的走势完全符合牛市初具规模的特征，股价形成明显的大趋势后才介入；第二就是如何真正把握股价开始大幅度波动前的关键时刻，这好比飞机起飞——当飞机开始启动、加速滑行，当气流和动力结合点上的加速度形成最终托起飞机重量的气流时，那就是飞机冲霄而起的时刻；飞机的重量相当于仓位；引擎的动力相当于买盘的资金；而气流，相当于股价上涨中的强度。

1886~1996 年间美国所有 4 年内上涨 15 倍的大牛股 K 线图，这些大牛股都是以 30 度的仰角开始启动，随后以 60 度仰角上冲。而在 4 年内涨幅高达 30 倍的大牛股，其上升仰角甚至超过 80 度，与火箭升空无异。伯利恒钢铁正是这样一只仰角超过 80 度的大牛股。而利弗莫尔精准地把握住了这艘火箭腾空而起并不断加速上升的股价临界点。

我曾经疑惑一个问题：为什么利弗莫尔看好的是伯利恒钢铁，而不是当时的业内翘楚美国钢铁公司？前者无论在规模和产能上与后者均无法相提并论。为此，我查找了两家公司从 1912 年三季度至 1914 年三季度的纯利润，并用对数坐标加以计算后发现，期间伯利恒公司的每股盈利从 6.5 美元飞升至 28 美元，也就是说两年内公司纯利润加速上升 400% 以上，但股价始终维持在 40~50 美元小幅震荡。其原因不是公司的盈利问题，而是美国在一次大战前夕的 4 年中处于经济循环的萧条中，市场低迷的人气大大地压制了该股应该展开的大牛走势。而同期美国钢铁公司虽然盈利也上升，但由于为大型企业，总利润被股本摊薄后的盈利加速度无法与属于中型成长股的伯利恒钢铁公司抗衡。

此外，利弗莫尔在进行大仓位操作前，一定会先用小资本测试市场的强度到底多头还是空头一方，这种测试的成本最终会告知你市场的大方向。任何资本市场，包括股市、期市和汇市，都是由市场重心决定大波动趋势的方向，这在李佛摩尔之前没有人去加以系统化管理。我认为李佛摩尔对金融市场最伟大的贡献，就是他是利用测试市场重心来理解大趋势变化的第一人。所谓市场重心，并非指权重股对市场波动的牵制，而是领导股（板块）对资本市场前瞻性的主导。

利弗莫尔前后横行华尔街 35 年，风光无限，但真正走向成熟，是在伯利恒钢铁股一战后。此役毕后，他再也没有与任何人在公开场合谈论过股票，对来自市场的任何质问均保持沉默。任何人想要进入他在 Heckscher 大厦办公室都难如登天，大楼管理处也从不承认有利弗莫尔这个租客在其中办公。在他最终用一颗真正的子弹，对着自己的头颅扳动扳机后 69 年的今天，这幢曾作为利弗莫尔总操盘控制室的顶楼，仍不对外开放。无奈，昔人已去，时至今日，该神秘阁楼仍大门紧锁，唯独留下时光叹息。

声誉再起

1917 年，利弗莫尔恢复了在华尔街的显赫声誉。1917 年 5 月 13 日，《纽约时报》的一

篇文章说：“华尔街浮夸不实的交易人退场：目前的投机客和以前煽风点火的市場炒手比起来，更像是学生和经济学家。”这篇文章特别提到利弗莫尔和巴鲁克，并且进一步点明他们是市場大户，也是华尔街上深具影响力和成功的股票交易人。

虽然，证券交易委员会早已对空头作出种种规定，可是在那时，杰西是个做空头的特大大户，以致于只要仅仅谣传他卖空就会使某一种股票下跌。

杰西的办事处在赫克谢尔大厦的第18层楼上。楼下的看门人领了他的钱，所以当杰西不想见的来访者来访的时候，看门人就说：“这里从来没有一个名叫杰西·利弗莫尔的人。”如果来访者是应约而来，看门人就会查看杰西预订的来访者名单。来客到达杰西的房间门口，又会有一名保镖来作安全检查。房间里头大约有60人在照看电话、电报以及股票行情自动收录器。他们还有反映最新价格的大块的股市行情栏。这里是那个时代最精致复杂的指挥部，它向杰西提供股市动向的最新内部情况分析，还提供整个华尔街的情况和最新的消息。

从1928年冬到1929年春，多头市场全力奔驰。利弗莫尔一路作多，获利可观。他接着开始留意市场的头部是否将形成。1929年夏初，他轧平所有的多头部位，改为逢涨必卖。他也认为市场已经涨过头。他看到市场大涨之后，开始出现横向移动的交易型态，一改原来的激升走势。他开始往空方派出探子，探查情势。在整个20年代里，杰西在股市大做多头赚钱。但是到了1929年，赫伯特·胡佛当上总统时，杰西感到，这个国家经济的不确定性，使得股票市场出现他从没见过的状况，简直好到难以相信的程度。3月份的某一天，他做工业股票空头，然后转向铁路，当传言说他要在这里拼一拼的时候，他已转向石油公司股票。第二天股票大跌，他买进卖出股票，在这一场3个小时的出击中，他捞进了20万美元。

在1929年的整个夏季直到秋天，美国经济持续高涨。人们都把这个时候叫好时光。注入华尔街的资金越来越多。以前，资金主要是从欧洲流入，但眼下英国投资者在工党政府治理下，拼命维护自己，英国的钱流入美国股市的速度已不那么快了。尽管如此，钱仍从美国的各个角落涌向华尔街。股票市场成为全国性的消遣娱乐场所。进入股市的入场券不过一份报纸的价钱。由小赌客们组成的大军，从银行里提出他们的100美元、200美元或300美元的存款，投入股票市场。

但是杰西并没有像众人那样盲目乐观。他竭力要从这种经济大好形势中看出真情，于是努力搜阅金融报刊，并把自己的情报来源和报刊上的分析相互比较。杰西预测出美国的工业即将走入困境，美国的银行业也即将走入困境，若不经一番风雨折腾，美国经济就不可能繁荣发达起来。

杰西相信，美国的股票市场将会出现一个前所未有的最大熊市，股市指数将会暴跌。

1929年9月来了首次信号。这时候杰西从报纸上看到一条消息：英国人正为他们的货币担心。英国出现了一个前所未有的哈特雷金融诈骗案。消息传到美国，杰西对于英格兰银行为何不采取补救措施大惑不解。或许他们不救是因为无能为力吗？困惑不明的杰西要他的英国“间谍”探明情况。“间谍”们通知杰西，英国银行准备提高利率。杰西还得知，美国联邦储备银行也打算把利率提高1个百分点。杰西判断，银行利率一提高，许多人就把钱拿去存银行了，这么一来，股市的资金就会大大减少。而且，接着就会出现抛售股票的浪潮。抛的人多买的人少，看来股价必定下跌无疑。

与此同时，杰西了解到有个名叫巴布森的经济学家，3年来连续在全国的商业会议上作演说。他知道巴布森跟自己一样，是个股市空头投机家。实际上在过去2年里，巴布森就预言经济的黑暗时期要到来。1928年巴布森在一次会议上说过，如果民主党人史密斯当上总统的话，就会把人们带进经济萧条。然而那一年史密斯和民主党人并没有上台，上台的是胡佛和共和党人，于是巴布森的警告就被人们当成耳旁风了。精明的杰西通过各种剪报分析，发现巴布森的警告对他有利用价值。

杰西命令他的下属守好电话机。全国的报社都得到小道消息，说巴布森要作一场重要演讲了。一旦报界引起警惕，而且所有的轮子都转动起来，杰西立刻走进股市，通过全国各地友好的经纪人着手卖出股票。利用巴布森在讲台上的讲演，杰西统共卖空股票30万美元。

巴布森对一大群记者说：“用不了多久，就会发生一场大崩溃，那会使得主要股票遭殃，并将道琼斯指数下降60至80点。”此后不到半小时，各报社记者都通过电话向编辑部发回消息：“经济学家预测股市将下降60至80点。”

杰西抢先一步继续不停地抛售卖空。几乎所有的美国下午报纸都报道这个消息。几乎每一家美国电台都广播了这个消息。

直到收盘之前杰西都不停地卖空。这时候就有别经济学家出来驳斥巴布森的观点。第二天上午，杰西突然把他的交易地位变换，买回了他所卖出的股票。杰西只因为判断准确，抢先了一步而处处占了主动。果然，几天之内股市又恢复原状，平安无事。杰西从中大大捞了一笔。

杰西赚了一大笔，又在策划另一场“大屠杀”了。

10月份来到了。10月24日，星期四，股市价格狂跌，头一场“爆炸”把股市炸得粉身碎骨。10月29日，股市依然狂跌不止，第二场“爆炸”把股市炸得寿终正寝。许许多多的股票持有者，眼睁睁看着手中的证券成了废纸，财富随着股市的惨跌化为乌有。

可是，杰西这个股市的投机家，和少数几个人一样，早已脱手了，他正幸灾乐祸地喝他的香槟酒呢。

杰西拥有的财富，足够他挥霍好几辈子了。但他像个赌红了眼的赌徒一样，仍然不肯歇手，继续在股市上弄潮，乐此不疲。

坦率地说，利弗莫尔始终把自己定格在市场的弱势群体位置，因为他总是一个人单独操作，这或许也是生活中他始终沦陷在狂欢与痛苦的交替中不可自拔的原因之一。欧奈尔曾告诫说：“在生活中做一个‘无聊’的人，在市场中做一个敏锐者，你就能避免利弗莫尔的精神痛苦。”

从伯利恒钢铁股票交易中迅速恢复元气的利弗莫尔在此后15年中笑傲华尔街，虽然他的投资能力越来越强，但其财富并不受到社会的尊重，他奢靡和放纵的生活一直饱受诟病。利弗莫尔所说的“我亏钱是因为我错了，而不是因为我放荡不羁或是过度享乐”是双面的。江恩指责他“贪婪地追逐金融资本的利润，一旦成功获取了巨额利润又忘乎所以大肆挥霍”，这种看法可能有失偏颇。资本市场的自由竞争和弱肉强食对于利弗莫尔是公平的交易，金融资本市场中行业博弈的结果本来就是——财富相对合法地走向高度集中的少数人手中。而每个参与者在进入市场前，都已理解其中风险和博弈的关系。利弗莫尔的财富显然比当年大多数上市公司大股东来得干净。他的失败在于，作为富人，较少地考虑了自己的社会责任（这与当今我们中国的某些社会问题也有吻合之处），这是经济超速行驶与人文脱节发展后所必然要支付的人类道德代价。

利弗莫尔虽然最终因为家庭和感情问题以开枪自杀的结局而告终，为他平添了一抹时代悲剧色彩，但无论如何从哪一个角度来看，作为拥有精湛职业技能的他，以及他对金融交易的伟大战略和战术双结合的操作思想，迄今依然闪耀着承上启下的光芒，无论是利弗莫尔的要素，还是卓法斯的方法，抑或欧奈尔的精髓，都为我们这些后生小子提供了股海旅程中的灯塔。

人生无常，世事难料。“从摇篮到坟墓，生命本身就是一场赌博，因为我没有未卜先知的能力，因此我可能承受自己碰到的事情，不觉得困扰。”利弗莫尔对生命充满了深深的敬畏，面对人生中数次大起大伏，他选择有尊严地从每一次跌倒中爬起来，包括最终面对死亡。他是资本市场上真正的勇者，选择的是时代背景下勇者的归宿。即便在今天，这种“君王死社稷”的勇气和尊严，也不是大多数华尔街上被称为“巨人”的交易者所具备的。利弗莫尔留给华尔街的是一种深邃的神秘、智慧和非凡的勇气。

凄惨晚年

到1930年的时候，情况发生变化，杰西的好运已经过去了。不论究竟是怎么一回事，也不管他的脑子里究竟发生了什么变化，杰西开始有些玩不转了。或许是因为家事的干扰？妻子因为他的不忠，正在闹离婚。或许像一些伟大的体育明星，他们的体育生涯中总有个巅峰，一旦他们走过了，下坡就非常的快了。究竟什么原因，谁知道呢。总之，杰西突然之间变成了进入冬眠状态的昏昏沉沉的大熊了。

到1931年底，他财产的半数不见了。到1933年，剩下的另一半也不见了。杰西在一些必胜无疑的生意上，输掉大约3000万美元。这些生意跟他以前曾经做过的差不多相同，可是现在，他做这些生意却不灵了。

这时候，证券交易委员会对于卖空的规则作了许多修改。在这以前，那规则是“买方得多留

神”，而这时已变成“卖方得多留神”了。杰西过去专做卖空生意，新规则对他有了诸多限制，对他来说更是困难重重。

到了1934年，杰西已成为一名醉鬼。为了苦度光阴，1940年杰西出版了《怎样做股市生意》一书。但是这本书出得太晚了。在他一帆风顺的年代，这本书肯定会卖得上百万美元。可是世界上没有一个人喜欢输家。为出版这本书，他东奔西走，欠下了一屁股的债。出这本书实在是一场惨败。

杰西像个赌输了的赌徒，有时空手去股票交易大厅转转。交易大厅里照样人头攒动，熙熙攘攘。他看到了像他以前那样的大赢家，满面春风得意扬扬，也看到了一些输家满脸沮丧。有的以前被他玩惨了的炒股者，见到他会挖苦他一句：“喂，杰西，你今天又抛了几百万？”

1940年11月，一个大雪纷飞的日子。他在大街上转悠着，望着大街上往来穿梭的豪华汽车，望着商店橱窗里琳琅满目的商品，望着街边伸手乞讨的乞丐，他长叹一口气说：“他妈的！这世界是个弱肉强食的世界，它永远只属于富人。”杰西走进一家大旅馆的卫生间，从口袋里掏出手枪，朝自己的脑袋扣动了扳机，终年63岁。

他晚年患有重度的抑郁症，而很多人相信他的交易天赋来自于其自闭症，这些都可能诱发一个富裕的人自杀。他留下的遗书写道：“我的一生是一场失败。”遗书原文：Cant help it. Things have been bad with me. I am tired of fighting. Cant carry on any longer. This is the only way out. I am unworthy of your love. I am a failure. I am truly sorry, but this is the only way out for me. 中文：我已经无法忍受这一切了，所有事情对我来说都很差。我已筋疲力竭，无力奋斗。我已不能够再继续下去。这就是唯一的出路。我不值得被爱，我很失败，真的很对不起，但这是我唯一的出路。译二：没办法，一切都糟透了。我身心俱疲，再无力支撑。这是唯一的出路。我不配让你爱，我是个失败者，真是对不起，但这是我的唯一出路。

杰西死后的财产清算，总价值超过500万美元。1940年的500万美元按占当年GDP百分比来计算，相当于2013年的8.16亿美元，按劳动力价格（即工资水平）计算，则相当于2013年的2.08亿美元。而杰西最有名的1929年的1亿美元获利，相当于161亿美元（GDP百分比），或54亿美元（劳动力价格）。他的1亿美元虽然几乎全部损失了，但他的晚年并不存在贫穷这件事。杰西自杀前一天（1940.11.27）和他第三任妻子Harriet在夜总会Stork Club的照片，照片上他们夫妻二人穿着十分考究。

杰西死后留下传世名著：《股票作手回忆录》、《股票大作手操盘术》。

杰西·利弗莫尔的投资原则

尽管杰西·利弗莫尔先生没有做到善始善终，身后落得个极其悲惨的下场，但作为华尔街20世纪最大的神话，无论是他的追随者还是劲敌都承认——杰西·利弗莫尔是最杰出的股市操盘手之一。他以独到的创见，发掘在股票市场行得通和行不通的作法，为无数交易人指出一条明路。他孑然一身，注重私密，个人的操作和纪录从不对外泄漏。他为人所不敢为，率先买进价格屡创新高和突破阻力点的股票。反观一般人则相信，买得愈低、愈便宜愈好。利弗莫尔常言：每次违背自己的守则，他一定赔钱；遵循守则，就一定赚钱。他投入无数的心力分析市场和研究投机理论；生活上，则律己甚严，要求时时都能有登峰造极的表现。他犯过大部分人在市场都会犯的所有错误，但是他不但从中学习，更埋首阅读报价行情和研究市场，持续不断学习更多的知识。

利弗莫尔相信，股市是最难取得成功的地方之一，这里牵涉到许多人和人性。这也是很难一展所长的地方，因为控制和克服人性十分困难。利弗莫尔对市场的心理层面非常感兴趣，曾经去上心理学课程，所花心血不亚于研究证券。他十分热中于了解市场的每一个层面，即使大部分人可能不认为那些领域和证券业搭得上边，而他却愿意掌握每一个机会，去改善操作技巧。从1892年到1940年，利弗莫尔积极参与股票操作长达48年，度过了无数次的兴衰起伏、破产和惊人的财富。最后，他发展出几套操作获利的策略。

第一，并非每个人都适合操作股票。愚蠢、懒惰、情绪有欠平衡、尤其是想一夕致富的人，不适合从事这一行。冷静的头脑是操作成功的关键素质，唯其如此才能维持健全的精神平衡状态——不被希望或恐惧牵着鼻子走。利弗莫尔认为以下三样特质不可或缺：

① 控制情绪（控制影响每一位交易人的心理层面）
② 拥有经济学和景气状况基本面的知识（这是了解若干事件对市场和股价可能造成什么影响的必要智慧）

③ 保持耐性（愿意放手让利润愈滚愈大，是杰出交易人不同于平庸交易人的特质）
另外，他认为以下四种关键技能和特质也是必备的。

- ① 观察——只看事实资料。
- ② 记忆——记住关键事件，以免重蹈覆辙。
- ③ 数学——了解数字和基本面。这是利弗莫尔天赋异禀的才能。
- ④ 经验——从你的经验和错误中学习。

第二，频繁交易（每天或者每个星期操作），是失败者的玩法，不会取得太大的成功。操作股票获利的时机有许多，但有些时候，应该缩手不动，绝不操作。当市场缺乏大好机会，经常休息和度假是很明智的选择。因为在纷纭的市场中，有时退居场边当个旁观者，可以比日复一日不断观察小波动，更能看清重大的变化。

第三，集中全力操作新多头市场中的领先股，即先等市场确认哪些股票是领先股——通常是涨势最强的股，再进场操作。集中火力操作领先股群，而不是分散投资到整个市场。避开疲软的行业，以及那些行业中疲软的股票，即不买便宜的股票。因为疲弱不振、价格下滑的股票总是很难回升，所以交易者要限制自己只买正往前冲刺、交易热络的股票。

某一股群中的大部分股票，后市展望相同，即“显而易见的股群倾向”。领先股群中，如果某只股票的表现异常突出，同一股群的一些股票也会有不错的表现。这是价格走势一个很重要的因素，所以交易者应该经常观察相同股群中的多只股票，密切留意动向。如果强势市场中，某一股群的股票表现不是很强，应该将该股群的头寸轧平，或者完全避开那个股群的任何股票。

第四，试探性操作策略和金字塔操作策略。进场操作之前，最明智的作法是先了解大盘的趋势，市场会将未来融入眼前，这也正是难以准确预测市场将来会朝哪个方向发展的原因。市场总是做它想做的事，不做交易人期望它做的事。所以，在多头市场中作多，在空头市场中放空。如果市场横向整理，就抱着现金退居场外，直到讯号证实趋势往某个方向走为止。发掘趋势的变化，是很难做的事情，因为它和交易人目前的想法、作法恰好背道而驰。这也是利弗莫尔开始使用试探性操作策略的原因。

该策略的执行方式是先建立一部分的股票头寸，直到买足投资者起初打算拥有的全部股数。因此，在实际着手买进前，决定好到底买多少股是很重要的一件事。这是妥善的资金管理规划下的产物，也是利弗莫尔的重要守则之一。先建立一个小头寸，测试一下那只股票。这就是试探性操作策略，目的是观察初步的研究是否正确。如果股价走势符合规划的方式，就买入更多，但陆续买进的股票，价位一定愈来愈高，这一做法就是金字塔操作策略（在股票上涨途中加码经营）。这一策略在当时听起来十分离经叛道，因为大部分人认为，要买到便宜货，应该逢低承接，而不是愈买愈高才对。但另辟蹊径的利弗莫尔认为，最近买进的股票，如果走势证明交易商是对的，放手买进更多，交易商得到的报酬便能锦上添花，投资利益更上一层楼。他总是在价格上涨途中，执行逢高摊平操作，而不是下跌时逢低摊平。

第五，尽速认赔出场。保护自己，不受错误的决定太大的影响，最多损失 10%。

第六，不要轻易听信别人的小道消息和内幕信息。做好自己的家庭功课，只看事实，了解基本面。

16.3. 彼得·林奇



彼得·林奇（Peter Lynch）出生于 1944 年 1 月 19 日，是一位卓越的股票投资家和证券投资基金经理。他曾是富达公司（Fidelity）的副主席，富达基金托管人董事会成员之一，1990 年退休从事于慈善事业。

彼得·林奇凭借着连续 13 年 29% 的复合收益在《20 世纪全球十大顶尖基金经理人》居第二位。他的风格则与巴菲特相反，是 70% 的费雪+30% 的格雷厄姆。林奇管理麦哲伦基金 13 年，资产规模由 2000 万美元成长至 140 亿美元，

悄无声息的创造了一个奇迹和神话！由于资产规模巨大，林奇 13 年间极为勤奋，调研了非常多的上市公司，并买过 15000 多只股票，也在这 13 年里，林奇一头青丝变成雪。此外，彼得林奇将 PEG 指标发扬光大，使成长股投资理念深入人心。

个人经历

1944 年 1 月 19 日，彼得·林奇出生于美国波士顿的一个富裕的家庭里。父亲曾经是波士顿学院（BOSTON COLLEGE）的一个数学教授，后来放弃教职，成为约翰·汉考克公司的高级审计师。可是不幸的是，在林奇 10 岁那年，父亲因病去世，全家的生活开始陷入困境。

为了省钱，家人开始节衣缩食，林奇也从私立学校转到了公立学校，而且开始了半工半读的生活。11 岁的他在高尔夫球场找了份球童的工作。这份工作应该说是最理想不过了，球童工作一个下午比报童工作一周挣的还多。

高尔夫球场一直是风云人物、名流巨贾的聚集之地，与其他球童不同的是，林奇不仅捡球，还注意学习。从高尔夫俱乐部的球员口中，他接受了股票市场的早期教育、知道了不同的投资观点。

林奇跟随球手打完一轮球，就相当于上一堂关于股票问题的免费教育课。

在当时，虽然是经济发达的美国，但人们的意识还是相对保守，对股票业并不很信任，视股票市场如赌场，把买股票等同于赌博行为，虽然这时股票上涨了 3 倍，原本林奇也是这样想的，但球童的经历开始让林奇逐渐改变了看法，增强了赚钱意识，虽然他那时并没有钱去投资股票。

就这样边工作边读书，林奇读完了中学，顺利考入波士顿学院。即使波士顿学院学习期间，林奇也未放弃球童的工作，他还因此获得了弗朗西斯·维梅特球童奖学金。

波士顿学院的经历对于以后林奇的成长是十分关键的。为了家庭，为了自己，林奇开始着手研究股票，他想找出其中的“秘密”，成为象高尔夫球场的客户一样成功的人物。于是，他有目的地专门研究与股票投资有关的学科。除了必修课外，他没有选修更多的有关自然科学、数学和财会等课程，而是重点的专修社会科学，如历史学、心理学、政治学。此外，他还学习了玄学、认识论、逻辑、宗教和古希腊哲学。还没有真正涉足商海之时，林奇就已经意识到，股票投资是一门艺术，而不是一门科学，历史和哲学在投资决策时显然比统计学和数学更有用。

因为球童的兼职和奖学金做经济的坚强后盾，大二的时候，林奇已经有了一笔不小的收入。他决定用这笔积蓄进行股票投资，小试牛刀。他从积蓄中拿出 1250 美元投资于飞虎航空公司的股票，当时他买入的价格是每股 8 美元。后来，这种股票因太平洋沿岸国家空中运输的发展而暴升。随着这种股票的不断上涨，林奇逐渐抛出手中的股票来收回资金，靠着这笔资金，他不仅读完了大学，而且念完了研究生。

暑假期间，林奇来到世界最大的投资基金管理公司——富达（Fidelity），在这里做暑假实习生，能在这样的公司实习，是一种非常难得的机会。这份工作不仅使林奇打破了对股票分析行业的神秘感，也让他对书本上的理论产生了怀疑，教授们的理论在真正的市场中，几乎全线崩溃，这种信念促使了林奇特别注重实际调研的作用。

林奇 1965 年从波士顿学院（BOSTON COLLEGE）本科毕业，在波士顿学院求学期间，林奇学习了历史，心理和哲学。在大二期间，林奇曾经以每股 8 美元购买航空公司的股票，之后此股票就上涨到每股 80 美元。

1968 年林奇从宾夕法尼亚大学沃顿商学院 MBA 毕业。

在人们的眼中，他就是财富的化身，他说的话是所有股民的宝典，他手上的基金是有史以来最赚钱的，如果你在 1977 年投资 100 美元该基金，在 1990 年取出，13 年时间已变为 2739 美元，增值 26.39 倍（注意，每年复合增长率为 29%，1.29 的 13 次方是 27.39，不是 2800 美元，增值 28 倍），不过 13 年的时间。

这个“股票天使”就是彼得·林奇——历史上最伟大的投资人之一，《时代杂志》评他为首席基金经理。他对共同基金的贡献，就像是乔丹之于篮球，邓肯之于现代舞蹈。他不是人们日常认识中的那种脑满肥肠的商人，他把整个比赛提升到一个新的境界，他让投资变成了一种艺术，而

且紧紧地抓住全国每一个投资人和储蓄者的注意力。当然，他也在这场比赛中获得了极大的名誉和财富。

1990年，林奇管理麦哲伦基金已经13年了，就在这短短的13年，彼得·林奇悄无声息的创造了一个奇迹和神话！麦哲伦基金管理的资产规模由2000万美元成长至140亿美元，基金持有人超过100万人，成为当时全球资产管理金额最大的基金。麦哲伦的投资绩效也名列第一，13年的年平均复利报酬率达29%，由于资产规模巨大，林奇13年间买过15000多只股票，其中很多股票还买过多次，赢得了“不管什么股票都喜欢”的名声。

对于很多人而言，彼得·林奇是一个没有“周末焦虑症”的“死多头”，股市调整对他而言只意味着廉价建仓的机会到了，他都不太像一个股市中人，因为他的心态是如此的平和，但也正是因为这样，他才取得了如此巨大的成就！

1990年，就在他最颠峰的时刻，林奇却选择退休，离开共同基金的圈子。当时，他还是市场中最抢手的人物，而他的才能也是最受倚重的。彼得·林奇非常理智地发表了自己的离去演说：“这是我希望能够避免的结局……尽管我乐于从事这份工作，但是我同时也失去了呆在家里，看着孩子们成长的机会。孩子们长的真快，一周一个样。几乎每个周末都需要她们向我自我介绍，我才能认出她们来……我为孩子们做了成长记录簿，结果积了一大堆有纪念意义的记录，却没时间剪贴。”

这就是彼得·林奇离开的理由，没有一点的做作和矫情。当然他也受够了每周工作80个小时的生活，于是，和其他伟大的投资人和交易商一样，彼得·林奇带着赚来的钱，干干净净的离场。

现在，这个曾经的“股市传奇”就像任何一个平常的父亲一样，在家教导自己的小女儿，同时他也没有闲着，正积极地投入波士顿地区的天主教学校体制，到处募集资金，让清寒子弟也能接受私立学校的教育。

虽然他是亿万富翁，他让别人也成为了亿万富翁，但他却不是金钱的奴隶，而是主人。

1999年彼得·林奇向其母校美国波士顿学院（BOSTON COLLEGE）捐赠1000万美元支持母校教育学院的发展。2000年波士顿学院决定将BC教育学院命名为林奇教育学院（Lynch School of Education），以此纪念彼得·林奇对母校BC的重大贡献及其杰出成就。

成功秘诀：心态平和，从容不迫，稳健而敢于犯险。纤毫小事中觅先机。

投资策略及理论：以价值投资为根基的实用投资策略。看重的是个股品质。

理论阐述：价值投资的精髓在于，质好价低的个股内在价值在足够长的时间内总会体现在股价上，利用这种特性，使本金稳定地复利增长。

具体做法

其投资智慧是从最简单的生活方式中体验的。从生活中发掘有潜能的股份。投资具有潜力，且未被市场留意的公司，长线持有，利用复式滚存稳定增长，他认为应该将股票分类作为投资的第一步。

遵守的规则与禁忌

林奇选股品味：1、傻名字 2、乏味 3、令人厌烦 4、有庇护的独立子公司 5、乏人关注的潜力股 6、充满谣言的公司 7、大家不想关注的行业 8、增长处于零的行业 9、具保护壁垒的企业 10、消耗性大的消费品 11、直接受惠高技术的客户 12、连其雇员也购买的股票 13、会回购自己股份的公司 14.主营业务单一的公司，认为“多样化恶化”。

令林奇退避三舍的公司：1、当炒股 2、其龙头企业二世 3、不务正业的公司 4、突然人气急升的股票 5、欠缺议价力的供应商 6、名字古怪的公司

对大势与个股关系的看法

林奇认为赢输实际和市场的关系不大，股市不过是用来验证一下是否有人在做傻事的地方。不能依赖市场来带动手里的股票上扬。

个人观点

对股市预测的看法：从不相信谁能预测市场。相信自己。

对投资工具的看法：对林奇来说，投资只是赌博的一种，没有 100%安全的投资工具。

名言及观念

“不做研究就投资，和玩扑克牌不看牌面一样盲目。”投资前三个问题：1、你有物业吗？ 2、你有余钱投资吗？ 3、你有赚钱能力吗？不少投资者选购股票的认真程度竟不如日常的消费购物，如果把购物时货比三家的认真用于选股，会节省更多的钱。

其它及成就

1944 年出生于美国，1977 年接管富达麦哲伦基金，13 年资产从 1800 万美元增至 140 亿美元，年复式增长 29%。

黄金规则

彼得·林奇是个投资奇才，作为一个著名的基金经理人，他的思维更现代、投资技巧更新颖复杂，但我们从以下投资规则中能够看出，在骨子里他依然是与格雷厄姆、巴菲特一脉相承的基本面分析派：

1. 投资是令人激动和愉快的事，但如果不作准备，投资也是一件危险的事情。
2. 投资法宝不是得自华尔街投资专家，它是你已经拥有的。你可以利用自己的经验，投资于你已经熟悉的行业或企业，你能够战胜专家。
3. 过去 30 年中，股票市场由职业炒家主宰，与公众的观点相反，这个现象使业余投资者更容易获胜，你可以不理睬职业炒家而战胜市场。
4. 每支股票背后都是一家公司，去了解这家公司在干什么。
5. 通常，在几个月甚至几年内公司业绩与股票价格无关。但长期而言，两者之间 100% 相关。这个差别是赚钱的关键，要耐心并持有好股票。
6. 你必须知道你买的是什么以及为什么要买它，“这孩子肯定能长大成人”之类的话不可靠。
7. 远射几乎总是脱靶。
8. 持有股票就像养育孩子，不要超出力所能及的范围。业余选股人大概有时间追踪 8~12 家公司。不要同时拥有 5 种以上的股票。
9. 如果你找不到一支有吸引力的股票，就把钱存进银行。
10. 永远不要投资于你不了解其财务状况的公司。买股票最大的损失来自于那些财务状况不佳的公司。仔细研究公司的财务报表，确认公司不会破产。
11. 避开热门行业的热门股票。最好的公司也会有不景气的时候，增长停滞的行业里有大赢家。
12. 对于小公司，最好等到它们有利润之后再投资。
13. 如果你想投资麻烦丛生的行业，就买有生存能力的公司，并且要等到这个行业出现复苏的信号时再买进。
14. 如果你用 1000 元钱买股票，最大的损失就是 1000 元。但是如果你有足够的耐心，你可以获得 1000 元甚至 5000 元的收益。个人投资者可以集中投资几家绩优企业，而基金经理却必须分散投资。持股太多会失去集中的优势，持有几个大赢家终生受益。
15. 在每个行业和每个地区，注意观察的业余投资者都能在职业炒家之前发现有巨大增长潜力的企业。
16. 股市的下跌如科罗拉多州 1 月份的暴风雪一样是正常现象，如果你有所准备，它就不会伤害你。每次下跌都是大好机会，你可以挑选被风暴吓走的投资者放弃的廉价股票。
17. 每个人都有足够的智力在股市赚钱，但不是每个人都有必要的耐力。如果你每遇到恐慌就想抛掉存货，你就应避开股市或股票基金。
18. 总有一些事情需要操心。不要理会周末的焦虑和媒介最新的恐慌性言论。卖掉股票是因为公司的基本情况恶化，而不是因为天要塌下来。
19. 没有人能够预测利率、经济形势及股票市场的走向，不要去搞这些预测。集中精力了解你所投资的公司情况。
20. 分析三家公司，你会发现 1 家基本情况超过预期；分析六家，就能发现 5 家。在股票市

场总能找到意外的惊喜——公司成就被华尔街低估的股票。

21. 如果不研究任何公司，你在股市成功的机会，就如同打牌赌博时，不看自己的牌而打赢的机会一样。

22. 当你持有好公司股票时，时间站在你这一边，你要有耐心——即使你在头 5 年中错过了沃尔玛特股票，但在下一个 5 年它仍是大赢家。

23. 如果你有足够的耐性，但却既没有时间也没有能力与精力去自己搞研究，那就投资共同基金吧。这时，投资分散化是个好主意，你该持有几种不同的基金：增长型、价值型、小企业型、大企业型，等等。投资 6 家同类共同基金不是分散化。

24. 在全球主要股票市场中，美国股市过去 10 年的总回报排名第八。通过海外基金，把一部分投资分散到海外，可以分享其他国家经济快速增长的好处。

25. 长期而言，一个经过挑选的股票投资组合总是胜过债券或货币市场账户，而一个很差的股票投资组合还不如把钱放在坐垫下。

他被美国《时代》周刊称为第一理财家。

不同类型的公司选择

1) 避开“多样化恶化”的公司

a. 一般来讲收购会让我感到紧张。

b. 在收购中存在这样一种趋势：一掷千金，用出高价来标榜自己的实力，对收购来的公司期望过高而后又管理不善。

c. 在本公司基本业务很糟的情况下进行收购就是一个很好的策略。

2) 关于快速成长公司

a. 我所寻找的快速成长型公司是那种资产负债表良好又有巨额利润的公司。关键要计算出它们的增长期何时会结束以及为增长所付出的资金有多少。

b. 理解过去销售增长的原因有助于你正确判断过去的增长率能否继续下去

c. 我当然乐意以市盈率 20 倍的价格购买一个每年有 25% 增长率的公司

3) 关于周期性公司

当我的初衷并不是说因为经济处于复苏的早期阶段就去买周期性股票。推荐这些股票只不过是因为它们恰好是我研究的公司中，最合算的恰好都是在周期性行业而已，而这正是盈利增长的方向。

一家周期性公司的市盈率很低时，那常常是一个繁荣期到头的信号。

4) 关于成功转型公司

投资成功转型公司的好处在于在所有类型的股票中，这类股票的涨跌情况受整个市场的影响最少

如果你想短期持有一支股票，你应该找一家利润率较低的成功转型的公司当经济情况好转，整个行业内拥有最低利润率的公司将会成为最大的赢家。

彼得·林奇股票投资的四大规则

规则 1：了解你所持有的股票

“第一条规则是你必须了解你持有的股票。这听起来很简单，但是我们知道能做到这一点的人少之又少。你应该能够在两分钟或者更短的时间之内向一个 12 岁的孩子解释你购买一只股票的原因。如果你无法做到这一点，如果你购买这只股票的唯一原因是因为你觉得它的价格将上涨，那么你不应该买入。”

“我可以给你说一只简单的常见股票——这种类型的股票大多数人都会购买。它是一家相对平凡的公司，生产的产品也很简单。该产品具有 1M 内存的 CMOS、双极 RSC 浮动点数 I/O 接口的处理器、16 位双通道内存、Unix 操作系统、Whetstone 每秒百万浮点运算的有机硅放射器、高带宽以及 15 微秒的运算能力等。”

“如果你持有这种垃圾股票，你永远都不可能赚钱——永远不会。了解你持有的股票是非常

重要的。你投资的企业应该很简单。给我带来优良回报的是我能理解的简单公司，比如唐恩甜甜圈（Dunkin' Donuts）、LaQuinta 汽车旅馆等。能够带来不错回报的就是这些公司。”

规则 2：作经济预测徒劳无益

“预测经济完全是徒劳无益的，不要试图预测利率。艾伦·格林斯潘是美联储的头儿。他无法预测利率。他可以加息或降息，但是他无法告诉你 12 个月或者两年后利率将是多少。你无法预测股市。”

“我很希望能够知晓这些信息。对我来说，当衰退将要发生的时候获悉这种信息是很有帮助的。这会非常好。

在座的大多数人应该还记得 1980 年至 1982 年的衰退，那是大萧条之后最严重的衰退。当时我们的失业率达到了 15%、通货膨胀达到 14%、基础利率高达 20%。你们有谁接到告诉你们会发生衰退的电话了吗？你是否记得在你经常阅读的那些杂志上有哪一本杂志曾经成功地预见到了那种情况？没有人告诉我将出现那么悲惨的局面。”

“你可能不相信人们在预测一年之后将发生的事情上面浪费了多少时间。能提前知道一年后的事情当然很棒。但是你永远无法知道。因此不要白费心机了。这没有任何好处。”

规则 3：不要担心指数

“你必须寻找麦当劳和沃尔玛这种类型的公司。不要担心股市。看看雅芳。在过去 15 年里，雅芳的股票从 160 美元跌到 35 美元。15 年前它是一家伟大的公司。但是现在，所有的雅芳小姐全都不得其所。她敲门，可是家庭主妇要么外出上班去，要么和她们的孩子在外面玩。她们销售的东西都可以在超市或者药店买到。雅芳的盈利基础土崩瓦解。这家公司只伟大了大约 20 年。”

“今天股市的收盘价是 2700 点。就算今天的收盘价是 9700 点，雅芳仍然是一家悲惨的公司。股价从 160 美元跌倒 35 美元。因此在过去 15 年里不管股市表现怎么样，你在雅芳公司上的投资都很惨淡。”

“同样是在这一时期，麦当劳的表现非常好。它们进入了海外市场，它们推出了早餐和外带，它们做得很好。在这一时期，它们的绩效经历了魔幻般的上升，盈利增长至原来的 12 倍，股价上涨到原来的 12 倍。如果道琼斯今天的收盘价是 700 点而不是 2700 点，你在麦当劳上面的投资仍然能取得良好的回报。它的股价可能是 20 美元，而不是 30 美元，但是你仍然能获得 8 或 9 倍的盈利。”“关注个股，忘掉全局（big picture）。”

规则 4：不要急躁，你有充分的时间。

“你有充足的时间。不要有这样想法：你一想到某个概念就必须马上把它付诸实施。其实你有足够多的时间让你对公司进行充分的研究。给我带来丰厚回报的股票都是我在关注它们第二年、第三年或者第四、第五年后才买入。在股市赔钱会赔得很快、但是赚钱却赚得很慢。赚钱和赔钱之间应该存在某种平衡，但是实际上没有。”

“我想和你们谈谈沃尔玛这家公司，该公司于 1970 年上市。当时它们有 38 家店，一个漂亮的历史经营记录和一个坚实的资产负债表。在经过分拆——当然，沃尔玛的股票受欢迎永远不是因为分拆这个原因——调整后，它的售价是 8 美分/股。你可能会告诉自己，如果我不在下个月买进沃尔玛的股票的话，我将错过一生中最好的投资机会。”

“5 年后，沃尔玛有 125 家店，利润增长至 5 年前的 7 倍。你猜怎样？股价上涨至 5 年前的 5 倍，达到 41 美分/股。”“截至 1980 年 12 月，沃尔玛有 275 家店，利润再次上升至 5 年前的 5 倍。你猜怎样？股价上涨至 5 年前的 5 倍，现在是 1.89 美元/股。”“1985 年 12 月，它有 859 家店，这并没有把山姆会员店计算在内。在这个 5 年期间内，利润上涨至原来的 6 倍，股价现在是 15.94 美元。因此你可以告诉你自己，天啊，这只股票从 80 美分上涨到 15.94 美元。我买入得太迟了。太疯狂了。我不应该再买入这些笨重的巨型公司。不，你此时买入还不晚，一点也不晚。因为今天沃尔玛的收盘价是 50 美元。你有充足的时间买入。”

“1980 年，沃尔玛已经上市 10 年了。它的销售收入超过了 10 亿美元，资产负债表好得不得了，经营记录良好。真正让人惊讶的就是这些——投资于沃尔玛可能并不会给你带来巨额的盈利，

但是如果你在 1980 年买入沃尔玛，持有至今你仍然能够赚 25 倍，在这一时期，这种回报率将把麦哲伦基金打得落花流水。顺便说一下，在此期间我并没有持有沃尔玛。当时我觉得它的股价过高。”

囊获富达的工作：“当我申请为富达工作的时候，富达共有 80 名员工。如今，我们的员工总数是 7200 人。当时富达求职者中有 25 名来自哈佛，总共有 50 名求职者争夺 3 个职位。我是沃顿的，我们过去经常开玩笑说，哈佛是二流学校，我们沃顿才是一流学校。不管怎么说，有很多求职者来自哈佛。但是我是唯一一个给总统当过 11 年球童的求职者，因此我得到了三个职位中的一个。”

“我在富达工作的早些时候，我们有一个笑话：能工作到下一个圣诞节的机会就是很好的圣诞节奖金了。这是一个可怕的开始。”

股票市场常见的十个最危险的说法

危险的说法 1：既然股价已经下跌了这么多，它还能跌多少呢？

“差不多在我刚开始为富达工作的时候，我很喜欢凯泽工业这只股票。当时凯泽的股价从 25 美元跌至 13 美元。那时我就使用了危险的说法 1 这条规则。我们买入了美国证券交易历史上规模最大的单一宗交易。我们要么买入 1250 万股，要么就买入了 1450 万股，买入价是 11.125 美元，比市场价格低 1.5 美元。我说，‘我们在这只股票上面做的投资多好啊！它已经下跌至 13 美元。从 25 美元跌到这个水平，不可能跌得更低了。现在是 11.125 美元。’

“当凯泽的股价跌至 9 美元的时候，我告诉我母亲，‘赶紧买，既然股价已经下跌了这么多，它不可能跌至更低。’幸运的是，我母亲没有听从我的建议，因为股价在接下来 3 个月跌至 4 美元。”

“凯泽公司没有负债，持有凯泽钢铁 50% 的股份、凯泽铝业 40% 的股份、凯泽水泥、凯泽机械以及凯泽广播 30% 的股份——该公司共计持有 19 家子公司。在那个时点，由于股价跌至 4 美元，1 亿美元可以把整个公司买下来。”

“回想那时，一架波音 747 飞机的售价是 2400 万美元。如今，我想这么多钱你连波音 747 的一个厕所都买不了，或许可以买一个引擎。不过那时凯泽工业公司的市值可以买下 4 架波音 747 飞机。该公司没有负债。我不担心它会破产。但是我买入得太早了，我们不能买入更多股份，因为我们已经达到了上限。”

“最终在 4 年之后，他们清算了他们持有的所有头寸，结果这只股票成为一个极好的投资。最后每股的价值是 35 美元或 40 美元。但是，仅仅因为一只股票的价格已经下跌很多而买入不是一个好的投资思路。”

危险的说法 2：股价还能上涨多少？

“危险的说法 2 和之前那个刚好相反，这和沃尔玛的故事很像，‘既然股价已经上涨了这么多了，它怎么可能还会涨得更高？’”

“我举一个公司，你可能认为它不是成长型公司。1950 年，菲力普莫利斯公司的股价是 75 美分。11 年后的 1961 年，股价涨到 2.5 美元——上涨了 3 倍。你可能会说，对一个处于衰退行业的公司——该公司的产品很糟糕并且没有前景——而言，这么大的涨幅已经够多了。它还能涨到多高呢？它已经涨到 2.5 了。因此你可能会在 1961 年把它卖掉。”

“11 年后的 1972 年，该公司的股价上升到 28 美元。从你在 1961 年赚了 3 倍卖出之后又上涨了 11 倍。1972 年你可能会对自己说，既然股价已经上涨了这么高，它还能涨到多高呢？然后你在股价上涨了 11 倍之后卖出，在上涨了 3 倍之后又上涨了 5 倍，你错过了赚 7 倍利润的机会。”

“因此我要说的是，不要卷入对股票表现的技术分析。股票评论员会使用所有这些术语、形容词和开场白。如果一只股票的价格上涨，他们不断地添加新的称谓。他们会说股价过于膨胀，然后是太高了，与内在价值严重不符，或者股价超级膨胀。他们掌握了所有描绘股票被过高定价的术语。”

“如果你喜欢这家公司，这不应该对你造成干扰。你应该对自己说，我喜欢这只售价 30 美元的股票。不过你永远无法摆脱股票评论员的评论。但是你不能不摆脱这些评论。因为你是正确的，你应该说，‘我喜欢这只售价 30 美元的股票。这些评论员是错误的。’”

“不过，当这只股票的价格涨到 50 美元的时候，评论员的话可能会浮现在你的脑海里。你可能会说，‘等等，在股价为 30 美元的时候，这些人就很确定股价被高估了。现在股价已经涨到 50 了，他们肯定是对的。’”

“因此你真的需要将这些评论屏蔽起来免遭它们的影响。我曾经在斯巴鲁上涨至原来的 20 倍之后买入。我很幸运，因为买入之后赚了 7 倍。我也买入过股价从 20 美元跌至 12 美元的股票。我买入过很多这种类型的股票。现在，你不能以 5 美元买入一盒 Hershey Bar 巧克力了~~它们 5 分钱一块。”

“因此，股票的历史表现和未来表现无关。公司的绩效才与未来表现有关。”

危险的说法 3：我能赔多少？股价只有 3 美元。

“第三条危险的说法非常重要，我永远都能听到这个说法：‘股价 3 美元。我能赔多少？股价只有 3 美元。’”

“现在我们来做个算术，回到我们基本的数学知识。如果你买入两只股票，一只股价为 60 美元，另外一只 6 美元，你在这两只股票上面各投入 1 万美元，如果他们的股价全都跌至零，你赔的钱完全一样。这很明显。结果就是这样。人们就是不相信这一点。你们回家之后自己算一算就知道了。”

“很多人经常说，‘天啊，这群笨蛋竟然买价格为 60 美元的股票，我买的股票只有 6 美元。我这个投资多好啊。’”

但是，注意观察那些通过卖空股票赚钱的人，他们不会在股价达到 60 或者 70 美元并且仍然处于上涨通道的时候卖空这只股票。他们选择在股价下降的过程中杀进来，在股价跌至 3 美元的时候卖空。那么是谁在接盘这些人卖空的股票呢？就是那些说‘股价只有 3 美元，还能跌到哪去’的人。”

危险的说法 4：最终，跌去的全都将反弹回来。

“以 RCA 公司为例。它曾经是一家非常成功的企业。RCA 的股价反弹回 1929 年的价位用了 55 年。可以看出，当时它过高定价的程度有多高。所以抱牢一只股票并认为它终将反弹到某个价位的想法完全行不通。Johns Manville 公司、移动房屋公司、双排钮针织服装公司、软盘公司~~Winchester 光盘驱动公司，记住这些公司，它们的股价跌下去之后就永远没有反弹回去。不要等待这些公司的股价反弹。”

危险的说法 5：情况糟糕得不能再糟糕了，我应该买入。

“仅仅因为公司的情况很惨淡而买入它的股票。当情况糟糕得不能再糟糕的时候就是买入的时候（是很危险的）。”

1979 年，美国有 96000 节铁路货运车厢。截至 1981 年，该数字减少到 45000 节。这是 17 年中的低谷。你對自己说，‘铁路货运车厢已经从 96000 节下跌至 45000 节。这是 17 年中最糟糕的情形，还能变得有多糟呢？’”

如果这是你买入的唯一原因，那么 1982 年你将发现货运车厢数量从 45000 节减少到 17000 节，并且在 1983 年又进一步减少到 5700 节。

仅仅因为某个行业的景气状况正在恶化这一个唯一的原因而在这个行业投入大量资金是很危险的。”

“再举一个石油钻井的例子，1981 年美国有 4520 台在岸石油钻井。1984 年这一数量减少了一半至 2200 台。这时，许多人闯入该行业。人们说是时候买入石油服务行业了，因为钻井数量减少了一半。两年后，钻井数量减少了 70% 只有 686 台。现在，该数量仍然在 1000 台以下。因此仅仅因为某家公司的状况很糟糕而买入是不明智的。”

“我见到过处境不佳的公司，下一次你称它们的情况糟糕得让人难以相信，然后你会用可怕、

失望或者惨不忍睹等字眼来形容它们的境况。

因此我从纺织行业学到的最好的经验是柏林顿工业公司仍然是一家相对比较新的纺织公司，因为它成立于 1908 年，而纺织工业存在了很长时间。纺织行业经历过惨淡的时期，它们知道那是什么样的。它们见识过衰退时代。”

“纺织公司和成衣展览公司的人不一样。后者是一个相对乐观的群体。如果你问它们展览的效果如何，它们的答案永远是很好、精彩绝伦、太棒了、每个人都很喜欢等这类字眼。它们永远是欢快的，和软件公司的人很像。”

“但是纺织行业的人比较平静。它们经历过衰退和艰难的市场行情。纺织行业有一句绝妙的谚语：‘否极泰不来。’”

危险的说法 6：当股价反弹到 10 美元的时候，我就卖出。“一旦你说这句话，股价永远不会反弹到 10 美元~~永远不会。”

“这种情况发生了多少次？你挑选了一个价格，然后说，‘我不喜欢这只股票，当股价回到 10 美元的时候，我就卖出。’

这种态度将让你饱受折磨。股价可能会回到 9.625 美元，你等一辈子可能都等不到它回到 10 美元。如果你不喜欢一家公司，不管你当时的买入价是 40 美元还是 4 美元，如果公司成功的因素不在了，如果基本面变弱，那么你应该忘记股票以前的价格走势。”

“希望和祈祷股价上涨没有任何用处。我曾经试着这么做过，没用。股票可不知道是你在持有它。”

危险的说法 7：永远不卖长岛照明公司

“ConEd 的股价在 18 个月之内下跌了 80%，然后上涨至原来的 6 倍。印第安纳州公共服务公司、湾州市政公司以及长岛照明公司这三家公司每一家都下跌过 75%，然后又出现了大幅上涨。德州一些质地良好的银行~~我说的这些银行权益对资产的比率都在 8%到 9%~~股价下跌了 100%。公司是动态的。他们的发展是由一些力量推动的。你必须清楚这些力量是什么。”

“人生的一个悲剧是有时候人们会继承股票。他们继承了一只股票，不知道这只股票是什么，但是他们的母亲告诉他们，‘不管你做什么，永远不要出售长岛照明公司的股票。’我说的不是阅读报纸的财经版面。该公司有一个小型工厂叫 Shoreham，这座工厂的建设已经逾期七八年了，并且预算超支了 50 亿到 70 亿美元，人们不想要它。”

危险的说法 8：因为没有买入而赔的钱

“第八个危险的说法很可怕：看看我因为没有买入而赔的钱多多啊。”“这个说法一直困扰着我。记住：如果你不持有某只上涨的股票，赶快查你的银行账户，你没有损失一分钱。如果你看到家庭销售网络的股价从 6 美元涨到 60 美元，并且你不持有该公司的股票，你并没有赔 30 万美元。只有当你持有股票并且股价从 60 美元跌至 6 美元的时候，你才会赔钱。”

“为踏空感到烦恼的人多得难以置信，根据我的想象，如果股市一天之内上涨了 50 点，有人可能会说，‘我刚刚损失了 280 亿美元。’”

“所以，记住：如果你没有买入某只股票，然而股价后来涨了上去，你实际上并没有赔钱。在美国，赔钱的唯一方式就是持有了某只股票，然后股价下跌。这种情况我经历了很多次。有一个很常见也很基本的事实是，如果你在一只股票上面投入 1000 美元，除非你疯了去做保证金交易，不然你的全部损失顶多是 1000 美元。”

危险的说法 9：这是下一个伟大的公司

“危险的说法 9 很重要。不管什么时候，当你听到‘这是下一个……’的时候赶紧试着中断你的思维不要听后面的话，因为后面的话将永远是激动人心的。下一个伟大的公司永远都没有成功过。下一个玩具反斗城没有成功，下一个家德宝没有成功，下一个施乐没有成功~~施乐自己做的也不是很好，下一个麦当劳等等都失败了。”

“任何时候你听到下一个什么什么的时候，不要理它就是了。”

危险的说法 10: 股价上涨了, 我的看法肯定是对的

“危险的说法 10: 股价上涨了, 所以我的看法肯定是对的, 或者股价下跌了, 我的看法肯定是错的。”

“这些电话永远让我觉得惊奇, 有人来电说, ‘我不久前刚以 10 美元的价格买了一只股票, 现在它涨到 14 美元。你应该买这只股票。’他这话是什么意思? 他 10 美元买进的, 现在涨到了 14 美元, 我为什么应该买呢, 就因为股价从 10 美元涨到了 14 美元吗? 显然, 人们觉得股价上涨的事实意味着他们是对的。”

“这并不意味着他们可以指点别人。这什么都意味不了。我曾经在粉单市场上买入了一只股票, 股价从 10 美元涨到 14 美元, 然后跌到 3 美分。我没有开玩笑。我也买入过从 10 美元跌到 6 美元的股票, 后来涨到 60 美元。我可能在 6.125 美元卖出了。”

彼得林奇的 10 条忠告

1

远景型公司不能给你带来回报

“避免远景型公司 (longshots)。每一次你听到有人向你推荐股票, 他们推荐的股票让人如此兴奋, 以至于他们在电话上和你交谈的声音很轻柔。我不知道这是因为他们担心隔壁的邻居听见, 还是因为担心 SEC 的监听。或许如果你以轻柔的腔调打电话, 你就不用坐牢或者只需要服一半的刑。”

“不管怎样, 他们轻声细语地说, ‘我给你推荐的这家公司非常好、好得不可思议, 或者这是一家实力强大的公司’等。但是他们漏掉了一些东西。对这些股票有一个非常技术性的术语 NNTE 即短期无利润 (no near term earnings)。这些公司没有盈利。它们没有历史记录 (即这些公司只有一个远景~~译者注)。它们有的仅仅是一个很好的想法而已。实际上, 这个想法可能行得通。可是经常行不通。”

“记住: 如果股票从 2 美元涨到 300 美元, 你在 8 美元买入同样可以获得很高的回报, 甚至在 12 美元进入也可以。当别人向你推荐这类远景型公司时, 你可以在一年之后跟进, 把它们写在纸上, 然后放到抽屉里面。一年之后再拿出来看看, 三年之后再拿出来看看都行。考察这些公司三年之后的基本面如何再作投资决定。”

“我曾经买入过 25 家远景型公司。我跟踪了它们 5 年。没有任何一家公司取得突破, 我买了 25 家, 没有一家公司成功。”

2

不要把成长和赚钱混为一谈

“避免高增长、容易进入的行业。高增长行业是一个可怕的领域, 因为每个人都想进入这个行业。有多少人听说过 Crown Cork Seal 公司? 这是一家了不起的公司。它们制造罐头以及罐头的瓶塞。”

“在座的全是有影响的人。这周有多少董事会将开会决议是否进入罐头行业? 去年有多少? 过去 7 年呢? 过去 20 年呢?”

“这家公司的股价涨到起初的 50 倍。它们永远保持着技术上的领先。它们是行业的领头羊。他们没有把公司的名称改为像 Crocosco 这样的首字母组合词。”

“罐头是一个无增长的行业。山姆·沃顿所处的零售也是一个无增长的行业。这很好～～你要找的就是一个无增长行业中的成长型公司。因为没人想进入这个行业，但是 Winchester 光盘驱动公司的情况就不一样了，每个人都想进入它所在的行业。”

“20 世纪 50 年代的地毯行业好得让人吃惊。电脑行业最快的增长时代也是 20 世纪 50 年代。那时，地毯行业的增长率比电脑快。”

“我记不太清了，在 20 世纪 30 和 40 年代，地毯的售价好像是 20 或者 25 美元一码。所有有钱人家里铺的都是地毯，其他人都是地板。”

“后来有人发明了一个特殊的制作流程。地毯和地毡的价格降至 2 美元/码。地毯遍及各个地方，机场、学校、办公室、公寓、住房等。人们先铺一层胶合板，然后在上面铺上地毯。”

“现在，地毯已经过时了。最好铺木板。人们的口味就是这么反复。但是在 20 世纪 50 年代地毯行业经历了波澜壮阔的增长。不幸的是，地毯生产商从 20 世纪 50 年代开始时候的 4 家增加到后期的 195 家。结果没有一家公司赚到钱。由于行业的增长，它们全都赔了钱。因此不要把增长和赚钱混为一谈。实际上，增长通常导致亏损。”

“如今市场对生物工程类公司的热情让人惊奇。大部分这类公司都有 102 位博士和 102 台显微镜。人们像疯了一样购买它们的股票。而让我赚钱的是唐恩甜甜圈。我不用担心韩国的进口以及货币供应量数据。当你持有唐恩甜甜圈的时候，你不用担心这些事情。”

3

五年级的数学足以满足投资所需

一定要考察资产负债表。这非常重要。如果你接受了五年级的数学教育，那么这就足够投资所用了。我不错，数学是我的强项～～直到数学中出现微积分之前。我在数学方面真的很好，还记得这个数学题吗，两辆火车一辆从圣路易斯出发，另外一辆从达拉斯出发，多长时间两辆火车相遇。我很喜欢这类问题。

但是突然之间，数学中出现了二次方程式和微积分。还记得吗？微积分的意思是曲线下面的面积。历史上有没有人能理解这一点？他们不停地说微积分就是曲线下面的面积。我永远无法理解曲线下面到底是什么鬼东西。

不过股市的好处在于你不必与任何这类事情打交道。如果你学过五年级的数学，你可以在股市上做得很好。股市上用到的数学十分简单。

你不需要使用电脑。人们说电脑时代弄坏了股市。我的意思是如果电脑能算出该买哪只股票不该买哪只，那么你要做的就是花点时间在 Cray 计算机上就行了。

4

花 15 秒时间在资产负债表上

但是你必须得考察资产负债表。我持有的并且让我从中赚到钱的几乎每一家公司都有良好的财务状况。只需 15 秒就能看出一家公司的财务状况如何。你看看资产负债表的左边，你再看看右边。右边一团糟，左边很可疑。不用花太多时间你就知道这家公司不值得投资。如果你看不到任何债务，你清楚这家公司相当令人满意。

“当我刚踏足这个行业的时候，你得不到季度资产负债表。如今，你可以得到每个季度的资产负债表。过去，公司不会列示债务的到期时间。现在它们不得不列示所有债务的到期时间。你能从中知道公司欠银行的钱有多少。”

“我估计现场应该有几个银行家。30 年的钱和 30 年期的银行贷款之间差别巨大。你知道银行是什么样的。它们只会锦上添花，当你经营得很好的时候，它们请你吃饭，愿意为你提供各种各样的贷款，但是一旦你连续几个季度绩效惨淡，它们就想收回贷款，从来不会雪中送炭。”

“但是你可以阅读资产负债表。你可以考察一家公司，看它是否有债务。或者你发现公司确实有 3000 万美元的债务，不过这些债务要 30 年后才会到期。”

5

就像你研究微波炉那样研究你要购买的股票

“当我幸运地买入克莱斯勒的时候，当时该公司有 10 亿美元现金，并且没有三年之内到期的债务。他们实现了盈亏平衡，现金流为正。因此，即便对周期性公司而言，花一分钟考察资产负债表也是值得的。”

“有一种现象让我感到很惊讶，人们在最终购买冰箱之前会先对比 10 台冰箱。他们会在《消费者报道》中查看到不同冰箱的测评。他们会逛 15 家商店。但不知道是什么原因，他们对股市感到如此神秘，他们没有意识到听从一个的士司机的小道消息而在某只生物工程公司的股票上面投入 1 万美元一点赚钱的机会都没有。”

“最坏的情况是股价在他们买入之后上涨了 30%，他们又投入 2 万美元；最好的情况是股价在接下来三个月中下跌 30%。”

“这种情况太让人吃惊了。当人们投资股票亏钱的时候，他们会埋怨程序化交易(program trading)，他们会把责任归咎于机构：‘就是这些该死的机构让我亏钱的。’如果你买一台冰箱，后来发现买的是一台次品，你会说，‘我真是笨蛋。我本应该做更多研究，我买的那台冰箱质量不合格。’”

“两天后相同的这些人前往夏威夷的时候为了节省 98 美元而花了一个半小时购买往返机票。人们对待这些事情非常小心，但是一到股票上面，他们就很不小心了。”

“就像你研究微波炉那样研究你要购买的股票。这种投资方法将给你带来更好的股市投资回报。”

6

你只能在事后知道哪只股票是伟大的

“伟大的股票永远是意外。这是毫无疑问的。如果有谁在买入沃尔玛的时候就知道他可以赚 500 倍，那么我觉得他是外星人。你永远不可能在事前知道谁是伟大的公司。”

“你买入一家好公司，回顾这只股票过去 8 年、10 年甚至 12 年的表现，你说，‘天啊，看看我赚了多少钱。’但是你永远无法知道未来你将赚多少，或者赔多少。你只能在事后知道盈亏。”

“这和房子一样。许多人在 20 世纪 60 年代买房。卡洛琳和我就在那时以 4 万美元的价格买了一套房子。后来房价上涨了很多。我们买的时候，没人告诉我们将赚很多钱。回想 20 世纪 60 年代，没人说：‘买一套房子吧，买房是很好的投资，你将赚很多钱。’你瞧，15 年过去了，房价上涨了一大截。这完全是一个意外。”

“然而过去四五年来，人们大量购置房产~~他们的第二套住房，他们觉得他们将从中发大财。这种方式行不通。”

“股票也一样。我买入了麻省的一个零售公司 Stop&Shop。当我买入的时候，它的股息收益率是7%。股票的表现平平，我当时觉得我可能会赚30%。”

“4个月后，在我做了更多的研究之后，我发现该公司在收购了 Bradlees 之后的表现非常好。在现在这个时点上，沃尔玛仍然不是 Bradlees 的对手。”

Bradlees 开始进入沃尔玛的市场。不过整个东北市场都是它们的。Bradlees 是一家折扣仓储商店，现在做得很好。它们转变了 Stop&Shop 的经营方式，推出了超级 Stop&Shop。它们做得非常好。股价在11年的时间内上涨到原来的15倍。”

“对我来说这完全是一个意外。不过公司不断变得越来越好，我也一直持有。”

7

散户具有巨大的优势

“在股票投资方面，散户绝对具有难以置信的优势。有些散户在化工行业工作，有些则在造纸行业就业。他们将比我提前9个月获悉化工行业的景气状况变化。他们能最先知道氯出现了短缺。他们可以率先知道腐蚀剂缺货。他们能第一时间知道库存销售完毕。但是他们却去买生物工程类股票。”

“他们也知道修建一座氯气工厂需要5到6年。如今在美国，得到一张保龄球馆的环保批准都很困难，更不用说具有腐蚀性的氯气工厂了。人们能获得他们所处行业的很多信息。”

“我最喜欢举的一个例子是史克必成 (Smithkline Beck~man)。这是一家规模相对较小的医药公司，是它发明了治疗溃疡的药 Tegamet。直至那时，治疗溃疡没有其他方法只有手术。”

“对一家公司而言，类似 Tegamet 这种药非常好。一个不好的药是你喝了之后病就好了，然后你说声谢谢，并支付4美元的诊断费就完了。但是你不得不持续服用 Tegamet，不然的话溃疡就会复发。”

“这家公司的股价上涨至原来的15倍。在他们买入必成器具之前叫史克。”

“你不必在 Tegamet 还在做临床测试的时候买入这家公司。你甚至不必在它刚上市的时候买入。不过，当你的亲戚朋友使用了这种药发现对溃疡的治疗效果不错的时候，那时你应该买入。想象一下所有的医生都开这种药，所有的药剂师都配这种药就知道这笔投资有多好。”

“在座有多少人曾经从医生那里得到关于医药公司股票的提升？有多少人从医生那里得到石油或者电子公司的提示？”

“我曾经从假日旅馆公司的副董事长那里得到过一个非常好的提示。大约12或13年前，他告诉我德州有一家名为 LaQuinta 的汽车旅馆公司。他说，‘他们打败了我们。他们的产品很好。他们的经营范围已经超出了圣安东尼奥，他们做得很好。’结果证明这的确是一只很好的股票。”

“每隔几年你只需要投资几只你拥有丰富信息的股票就可以获得良好的回报。你只需要专注某个领域，购买你熟悉的本地公司就可以了。”

“在麻省威尔伯雷市有一名消防员，他对股市知道的不多。但是他有一个很好的理论。他发现他们镇上有两家公司不断扩大工厂，于是他每年在这两家公司的股票上面投入 1000 美元，连续投了 5 年，结果他成了一名百万富翁。”

“他不看《华尔街日报》，他也不读《巴伦周刊》，没有 Cray 计算机。他只是看到公司在不断成长，因而得出判断公司的情况一定很不错。他们是了不起的本地公司。”

“散户具有一些优势，我真的想着重强调这一点。散户一般觉得他们是业余篮球队员，却要与洛杉矶湖人队对决，因此毫无希望获胜。其实这是完全错误的。散户具有很多特定的优势。”

8

职业投资者——一个难以置信的矛盾

“我知道你们听说过经常被人引用的矛盾说法‘大虾 (jumbo shrimp)’。这一矛盾说法我一直很喜欢。由于我曾经在军队服役两年，因此另外一个我喜欢的矛盾说法是‘军事情报 (military intelligence)’。”

“不过‘职业投资者’这个说法也是矛盾说法中的精品。职业投资者具有所有那些偏见，他们只买大盘股，他们只买具有多年历史的公司，他们不会看有工会的公司。

我曾经持有过有工会的公司，它们给我带来丰厚的回报。他们也不会买无增长行业的股票。我们却在该行业获得了很好的回报。我曾经买入过破产公司的股票。我还买入过即将破产的公司。这些投资并不愉快。你可能不相信职业投资者的偏见，有些人不会买入以 Y 开头的公司等等。”

“另外，职业投资者还有一个最重要的规则。如果你是一名职业投资者，如果你在市场公认的蓝筹股上赔钱，你会没事，但是如果你在其他股票上面赔钱，你就会遇到麻烦。

比如如果你在 IBM 上面的投资亏了钱，所有人都会说，‘IBM 出了什么问题？’但是如果你在 Taco Bell 或者 LaQuinta 汽车旅馆上面亏了钱，他们会说，‘你出了什么问题？’你在后者这样的公司上面赔钱，他们会把你扫地出门。但是你却可以在 IBM、明尼苏达矿业公司或者柯达公司上面无限亏损都没事。”

9

永远有一些事让人担忧

“最后一个需要考虑的因素是永远有一些事让人担忧。你必须问你自己，‘我对痛苦的容忍程度有多大？’如果你准备进入股市，你就必须做到能够承受痛苦。永远有一些很严重的事情让人担忧。”

“我在 20 世纪 40 和 50 年代长大，股市在 40 年代的表现不太好。人们真的很害怕再次出现萧条。相对比较严肃并且很关切的人是国家的领袖，他们认为我们走出大萧条的唯一原因是二战。他们觉得这个国家如此不稳定以至于如果再发生一次大萧条，整个社会就会崩溃。”

“后来就是对核战争的恐惧。20 世纪 50 年代人们像疯了一样修建防核尘地下室、囤积罐头食品。他们修建了成千上万的防核尘地下室。”

“20 世纪 50 年代人们不愿意购买股票，因为他们担心核战争，担心萧条再次出现。20 世纪 50 年代不是那么辉煌的年代，可是道琼斯指数仍然上升至原来的 3 倍。普通的股票也涨至原来的 3 倍，虽然这个时期人们担心很多大问题。”

“十几年前，我清楚地记得石油价格从 4 美元/桶、5 美元/桶暴涨到 30 美元/桶。所有人都预言说石油将涨到 100 美元一桶，那样的话世界将遭遇萧条，全球都将崩溃。”

“3 年后，石油的价格跌至 12 美元/桶。那是人们又说石油价格将下滑至 2 美元/桶，我们将遭遇萧条。我没有开玩笑，这是相同一批人说的。人们担心石油价格下降将导致与石油相关的贷款出现大规模违约。”

“再后来人们担心的是货币供应量的增长情况。你们还记得吗？货币供应量的数据通常在周四下午公布。我们全都等着看最新的数据。没人知道这些数据是什么意思。但是他们会说 M3 增速平缓、M2 增速下降等等。每个人都对货币供应量的增长忧心忡忡。”

“但是这与 Melville 公司一点关系都没有，Melville 公司的盈利连续 42 年保持上涨，HJHeinz 的盈利连续 58 年上涨，Bristol Meyers 的盈利连续上涨了 36 年并且没有债务。你认为这些公司在乎货币供应量吗？人们是在杞人忧天。”

“现在人们开始担心臭氧层和气候变暖。如果这是阻止你购买好公司的理由，那么你就有麻烦了。实际上，如果你看星期天的报纸，里面的新闻如此消沉以至于你很可能周一都不想去上班了。”

“你得听我的~~这是一个伟大的国家。在过去 10 年中我们新增了 2500 万份工作，尽管大公司裁减了 100 万份工作。二战之后我们经历了 8 次衰退。以后我们还将碰到衰退。在过去 70 年里股市下跌幅度超过 10% 的次数共有 40 次。我们还将经历更多下跌。”

“但是如果你将一直为这些事情担心，那么你应该把你的钱存在银行或者货币市场账户。”

10

投资真的很简单

“因此你需要找到一些你掌握很多信息并且能理解的公司，然后和这些公司绑在一起就行了。就是这样。”

彼得·林奇的投资哲学

一、不要相信各种理论。多少世纪以前，人们听到公鸡叫后太阳升起，于是认为太阳之所以升起是由于公鸡打鸣。今天，鸡叫如故。但是每天为解释股市上涨的原因及华尔街产生影响的新论点，却总让人困惑不已。比如：某一会议赢得大酒杯奖啦，日本人不高兴啦，某种趋势线被阻断啦，“每当我听到此类理论。我总是想起那打鸣的公鸡”。

二、不要相信专家意见。专家们不能预测到任何东西。虽然利率和股市之间确实存在着微妙的相互联系，我却不信谁能用金融规律来提前说明利率的变化方向。

三、不要相信数学分析。“股票投资是一门艺术，而不是一门科学”。对于那些受到呆板的数量分析训练的人，处处都会遇到不利因素，如果可以通过数学分析来确定选择什么样的股票的话，还不如用电脑算命。选择股票的决策不是通过数学做出的，你在股市上需要的全部数学知识是你上小学四年级就学会了的。

四、不要相信投资天赋。在股票选择方面，没有世袭的技巧。尽管许多人认为别人生来就是股票投资人，而把自己的失利归咎为悲剧性的天生缺陷。我的成长历程说明，事实并非如此。在我的摇篮上并没有吊着股票行情收录机，我长乳牙时也没有咬过股市交易记录单，这与人们所传贝利婴儿时期就会反弹足球的早慧截然相反。

五、你的投资才能不是来源于华尔街的专家，你本身就具有这种才能。如果你运用你的才能，投资你所熟悉的公司或行业，你就能超过专家。

六、每支股票后面都有一家公司的名字，了解公司在干什么！你得了解你拥有的（股票）和你为什么拥

有它。"这只股票一定要涨"的说法并不可取。

七、拥有股票就像养孩子一样~~不要养得太多而管不过来。业余选股者大约有时间跟踪 8—12 个公司，在有条件买卖股票时，同一时间的投资组合不要超过 5 家公司。

八、当你读不懂某一公司的财务情况时，不要投资。股市的最大的亏损源于投资了在资产负债方面很糟糕的公司。先看资产负债表，搞清该公司是否有偿债能力，然后再投钱冒险。

九、避开热门行业里的热门股票。被冷落，不再增长的行业里的好公司总会是大赢家。

十、对于小公司，最好等到他们赢利后再投资。

十一、公司经营的成功往往几个月、甚至几年都和它的股票的成功不同步。从长远看，它们百分之百相关。这种不一致才是赚钱的关键，耐心和拥有成功的公司，终将得到厚报。

十二、如果你投资 1000 美元于一只股票，你最多损失 1000 美元，而且如果你有耐心的话，你还有等到赚一万美元的机会。一般人可以集资于几个好的公司，基金管理人却不得不分散投资。股票的只数太多，你就会失去集中的优势，几只大赚的股票就足以使投资生涯有价值了。

十三、在全国的每一行业和地区，仔细观察的业余投资者都可以在职业投资者之前发现有增长前景的公司。

十四、股市下跌就象科罗拉多一月的暴风雪一样平常，如果你有准备，它并不能伤害你。下跌正是好机会，去捡那些慌忙逃离风暴的投资者丢下的廉价货。

十五、每人都有炒股赚钱的脑力，但不是每人都有这样的肚量。如果你动不动就闻风出逃，你不要碰股票，也不要买股票基金。

十六、事情是担心不完的。避开周末悲观，也不要理会股评人士大胆的最新预测。卖股票得是因为该公司的基本面变坏，而不是因为天要塌下来。

十七、没有人能预测利率、经济或股市未来的走向，抛开这样的预测，注意观察你已投资的公司究竟在发生什么事。

十八、你拥有优质公司的股份时，时间站在你的一边。你可以等待~~即使你在前五年没买沃玛特，在下一个五年里，它仍然是很好的股票。当你买的是期权时，时间却站在了你的对面。

十九、如果你有买股票的肚量，但却没有时间也不想做家庭作业，你就投资证券互助基金好了。当然，这也要分散投资。你应该买几只不同的基金，它们的经理追求不同的投资风格：价值型、小型公司、大型公司等。投资六只相同风格的基金不叫分散投资。

二十、资本利得税惩罚的是那些频繁换基金的人。当你投资的一只或几只基金表现良好时，不要随意抛弃它们。要抓住它们不放

彼得·林奇的投资忠告

要投资于企业，而不要投机于股市。

彼得·林奇值得借鉴的投资经验是：选择股票要选择高成长的绩优股。通常情况下高成长绩优股的市盈率比较高，存在一定的市场风险。在这种情况下要想从中获利取决于两方面：一方面公司有进一步成长的潜力，进一步的成长是看高股价的信心所在。另一方面，要具有一定的潜在利好，潜在利好的兑现利于股价的进一步推高。市盈率高的公司不一定比市盈率低的公司机会小，关键看未来盈利的增长率。如果一家公司呈高速增长，即使是高市盈率仍能比市盈率低、增长速度较慢的公司获利大。（例：一家公司目前是 20 倍的市盈率，每股赢利 1 美元，即股价为 20 美元，每年以 20% 的速度发展；另一家公司以 10 倍的市盈率出售，每股赢利 1 美元，即共 10 美元，每年以 10% 的速度发展。一年以后，第一家公司每股将获利 1.20 美元，而第二家公司每股获利为 1.1 美元。十年以后，第一家公司每股获利达到 6.19 美元，而且如果它仍以 20 倍的市盈率计算，市场价格应该是 123.80 美元。而在此期间，那家利润增长为 10% 的公司，每股获利 2.85 美元，按以 10 的市盈率计算，意味着 28.50 美元的市场价格，仅为第一家公司的 1/4 左右。）另外的值得借鉴的投资经验是账面价值的分析。账面价值常常与公司的实际价值不对等。市场上有时会出现股价低于账面价值的情况，表面上投资者可以以便宜的价钱买到了想要的股票。但实际上账面价值常常大大超过或低于股票的实际价值。假定说一家公司的资产为 10 亿元，负债为

8 亿元，结果账面价值是 2 亿元。假如 10 亿元的资产在破产拍卖中只能卖得 5 亿元，那么实际上账面价值就是负 3 亿元。公司不仅一钱不值，还倒欠不少呢。投资者在按账面价值购买一种股票时，必须对这些资产到底值多少有一个详细的了解。

1.想赚钱的最好方法，就是将钱投入一家成长中小公司，这家公司近几年内一直都出现盈利，而且将不断地成长。

2.个别投资人的优势在于他没有时间压力，可以仔细思考，等待最好时机。如果要他每星期或每个月都要买卖股票，他肯定会发疯的。

3.一般消息来源者所讲的与他实际知道的有很大的差异，因此，在对投资方向作出选择之前，一定深入了解并考察公司，做到有的放矢。

4.为了赚钱，我们可以这样假设，他敢买进必定是对他所看到事物有信心。而一个面临内部人员大量收购压力的公司很少会倒闭。

5.投资人不必坚持投资拥有神奇管理系统、并处在激烈竞争环境中顶尖公司的股票，只要选择经营成效还不错，股价低的股票，一样可以赚钱。

6.最恐怖的陷阱就是买到令人振奋却没有盈余的公司股票，以及便宜的统计数字。

7.在股市赔钱的原因之一，就是一开始就研究经济情况，这些观点直接把投资人引入死角。

8.购买股票的最佳时段是在股市崩溃或股价出现暴跌时。

9.不相信理论、不靠市场预测、不靠技术分析，靠信息灵通，靠调查研究。

10. 试图跟随市场节奏，你会发现自己总是在市场即将反转时退出市场，而在市场升到顶部时介入市场。人们会认为碰到这样的事是因为自己不走运，实际上，这只是因为他们想入非非。没有人能够比市场精明，人们还认为，在股市大跌或回调时投资股票是很危险的。其实此时只有卖股才是危险的，他们忘记了另一种危险，踏空的危险，即在股市飞涨的时候手中没有股票。

11.这个简单的道理，股票价格与公司赢利能力直接相关，经常被忽视，甚至老练的投资人也忽视而不见。观看行情接收器的人开始认为股票价格有其自身的运动规律，他们跟随价格的涨落，研究交易模式，把价格波动绘成图形，在本应关注公司收益的时，他们却试图理解市场在做什么。如果收益高，股价注定要涨，可能不会马上就涨，但终究会涨。而如果收益下降，可以肯定股价一定会跌。

12.投资成功的关键之一：把注意力集中在公司上而不是股票上。

13.我不能说我有先见之明，知道股灾将要降临。市场过份高估，早已有潜在千点暴跌的祸根，事后来看，这是多么明显。但我当时没有发现，我当时全部满仓，手边几乎没有现金；对市场周期的这种认识相当于对股东的背叛。

14.关注一定数量的企业，并把自己的交易限制在这些股票上面，是一种很好的策略。每买进一种股票，你应当对这个行业以及该公司在其中的地位有所了解，对它在经济萧条时的应对、影响收益的因素都要有所了解。

15. 艰难时刻，恰恰能真正区分谁是普通投资者，谁是伟大投资者。

16. 无论你使用什么样的方法挑选股票或者股票共同基金，决定成败的关键在于一种能力——不受市场波动的干扰，坚持到投资获得成功的能力。决定股票挑选者命运的并不是他们的头脑，而是他们的耐力。敏感的投资人，无论他有多聪明，往往经受不住命运不经意的打击，而被赶出股市。

17. 不进行研究的投资，就象打扑克从不看牌一样，必然失败！

18.

19. 市场在大部份时间，都是愚蠢的！所以我从不敢妄想：我不是最后一个买股票的人！所以我也不敢满仓的去贪婪最后的 20%的利润！（因为当我把最后的利润给别人时，我也将最后的风险打包送给了别人！）

20. 每当我看到一只吸引我的股票的股价走势图象一块石头的心电图一样时，我都会把它当做一种强烈的暗示：下一波大涨快要来了。

21. 最终，我毫不意外地发现，自己手头的科技类股票是最持续的输家。这其中包括让我在

1988 年损失 2500 万美元的数据设备公司，紧随其后的是天腾（Tandem）、摩托罗拉、德州仪器、EMC（计算机外围设备供应商）、国家半导体、微技术和 Unisys，当然，还有长期被各种优秀投资组合持有的“废物”IBM。我对高科技从来兴趣不大，不过有时候还是难免会被诱惑。（这是因为投资者普遍预期科技类公司会达到很高的利润增长率，因此即使这些公司拥有出色的业绩，投资它们的收益也会被乐观预期造成的过高股票价格拖累。）

22. 未来 30 年有两件事情是很肯定的：生活费用会越来越高；而股市及经济情况会更好。你可能对前者无能为力，但你若学习如何正确的投资，便可从后者获得不少利益，从而获得经济上的独立。

23. 在股市赚钱的关键，是不要被吓跑。这一点怎样强调都不会过份。每年都会有大量关于如何选股的书问世，但如果你没有强烈的赚钱欲望，所有的资讯都是白费力气。

24. 其实股市的下跌如一月份的暴风雪是正常现象，如果有所准备，它就不会伤害你。每次下跌都是大好机会，你可以挑选被风暴吓走的投资者放弃的廉价股票。

25. 人类内在的本性让投资人的情绪成了股市的晴雨表。

26. 在股票上涨时卖出，是一种自我欺骗的策略，这就好像把花园里的花拔掉，而去灌溉野草一样；股市就像玩扑克牌，只要手中的牌显示有胜算的可能，就要紧握在手里。

27. 你必须知道你买的是什么以及为什么要买它，“这孩子肯定能长大成人”之类的话不可靠。

28. 我可以找到一长串已经自市场上除名的公司，当初以为股价一定会回到买进成本的投资人也有一长串。事实会证明给你看，“股价总会涨回来”这句话有多么靠不住。

29. 某只股票比以前便宜不能成为买进的理由，同样仅仅因为它比以前贵就卖掉也不是理性的方式。

30. 我有一个简单的公式，对华尔街和赛马同样适用。只将你能承受损失数量的资金投资到股票市场，并且要保证这笔损失在可以预见的将来不会影响到你的日常生活。

31. 为历史重演做准备无济于事。借喻玛雅人的神话引以为鉴：“玛雅神话传说中世界曾遭遇四次灾难：第一次灾难是洪水；人们吸取教训，将房子建在了树上，但是第二次灾难却是火灾，因此人们第一次的努力全白费了；经历了火灾之后，幸存者记住了教训，在崎岖的山间建起了石头房屋，但不曾预料第三次灾难居然是地震；至于第四次灾难，由于人们只是忙于为防止地震再次发生做着准备，最终玛雅人还是没有能够幸免于难。”

16.4. 约翰·邓普顿



约翰·邓普顿（1912—2008）全球投资之父、史上最成功的基金经理邓普顿爵士是邓普顿集团的创始人，一直被誉为全球最具智慧以及最受尊崇的投资者之一。福布斯资本家杂志称他为“全球投资之父”及“历史上最成功的基金经理之一”。2006 年，他被美国《纽约时报》评选为“20 世纪全球十大顶尖基金经理人”。

约翰·邓普顿是邓普顿集团创始人，一直被誉为全球最具智慧以及最受尊崇的投资者之一。

《Money》杂志将他誉为“20 世纪当之无愧的全球最伟大的选股人”。福布斯称他为“全球投资之父”及“历史上最成功的基金经理之一”。2006 年，他被美国《纽约时报》评选为“20 世纪全球十大顶尖基金经理人”。作为在金融界一个有传奇色彩的人物，他也是全球投资的先锋。邓普顿共同基金曾经为全球的投资者带来数十亿美元的收益。虽然邓普顿爵士已经退休，不再参与基金的投资决策，但他的投资哲学已经成为邓普顿基金集团的投资团队以及许多投资人永恒的财富。

约翰·邓普顿 1912 年出生于田纳西州，家境贫寒。但凭借优异的成绩，他依靠奖学金完成在耶鲁大学的学业，并在 1934 年毕业是取得耶鲁大学经济学一等学位。之后，他在牛津大学继续深造，获得罗德奖学金，并在 1936 年取得法学硕士学位。重返美国后，他在纽约的 Fenner & Beane 工作，也就是如今美林证券公司的前身之一。

邓普顿在 1937 年，也就是大萧条最低迷的时候成立了自己的公司 — Templeton, Dobbrow & Vance。1939 年，26 岁的邓普顿依靠 1 万美元的借款购买了 104 家公司的各 100 股股票，几年

后，其中 100 家公司的成功为邓普顿掘得了第一桶金。公司取得了相当大的成功，资产规模也迅速增长到了亿，旗下拥有 8 支共同基金。1968 年，公司更名为 Templeton Damroth 并被转售。同年，邓普顿在巴哈马的拿骚，再次建立了自己的邓普顿成长基金。

在之后的 25 年中，邓普顿创立了全球最大最成功的坦普顿共同基金集团，1992 年他将坦普顿基金卖给富兰克林集团。1999 年，美国《Money》杂志将邓普敦誉为“本世纪当之无愧的全球最伟大的选股人”。在长达 70 载的职业生涯中，邓普顿先生创立并领导了那个时代最成功的共同基金公司，每年盈利高达 7000 万美元，其运作手法令华尔街眼花缭乱，成为与乔治·索罗斯、彼得·林奇齐名的著名投资家。

然而，在成为世界上最富有的少数人之一后，邓普顿放弃美国公民身份，移居巴哈马。由于常年居住在巴哈马，邓普敦自然成为英国公民，并受到伊丽莎白二世的青睐，于 1987 授予其爵士爵位以表彰其功绩。其受勋的成就之一，即颁发世界上奖金最丰厚的邓普顿奖，自 1972 年起，每年颁发给在信仰上贡献卓著者。

退休之后，他通过自己的约翰·邓普顿基金开始活跃于各类国际性的慈善活动。自 1972 年起，该基金每年重奖在人文和科学研究上有卓越贡献之士，这既是世界上奖金最丰厚的邓普顿奖。

2008 年 7 月 8 日，邓普顿在他长期居住的巴哈马拿骚逝世，享年 95 岁。据邓普顿基金会的发言人表示，他死于肺炎。

投资风格

作为上个世纪最著名的逆向投资者，邓普顿的投资方法被总结为：“在大萧条的低点买入，在互联网的高点抛出，并在这两者间游刃有余。”

他的投资风格可以这样归总：寻找那些价值型投资品种，也就是他说的“淘便宜货”。放眼全球，而不是只关注一点。邓普顿的投资法宝是：“在全球范围寻找低价的、长期前景良好的公司作为投资目标。”

作为逆向价值投资者，邓普顿相信，完全被忽视的股票是最让人心动的便宜货~~~~~尤其是那些投资者们都尚未研究的股票。就这点而言，他相比其他投资者的优势是，他居住在巴哈马的 Lyford Cay，那里是全世界成功商务人士的俱乐部。

邓普顿发现，Lyford Cay 的氛围更加轻松惬意，人们更容易交流彼此的想法、心得。相形之下，华尔街的气氛就非常功利，也限制了人们的沟通。就象传奇投资者菲利普·费雪一样，邓普顿也发现了交际的价值，他也通过这个方法来获取全球相关投资领域的信息。

投资法则

约翰·邓普顿被喻为投资之父，这不仅在于他的 91 岁高龄，还因为他是价值投资的模范，以及让美国人知道海外地区投资的好处，开创了全球化投资的先河。邓普顿自 1987 年退休之后，全身心投入传教事业中，还著书立说发表自己的人生哲理，将其投资法则归纳为 15 条。

1、信仰有助投资：一个有信仰的人，思维会更加清晰和敏锐，犯错的机会因而减低。要冷静和意志坚定，能够做到不受市场环境所影响。谦虚好学是成功法宝：那些好像对什么问题都知道的人，其实真正要回答的问题都不知道。投资中，狂妄和傲慢所带来的是灾难，也是失望，聪明的投资者应该知道，成功是不断探索的过程。

2、要从错误中学习：避免投资错误的惟一方法是不投资，但这却是你所能犯的最大错误。不要因为犯了投资错误而耿耿于怀，更不要为了弥补上次损失而孤注一掷，而应该找出原因，避免重蹈覆辙。

3、投资不是赌博：如果你在股市不断进出，只求几个价位的利润，或是不断抛空，进行期权或期货交易，股市对你来说已成了赌场，而你就像赌徒，最终会血本无归。

4、不要听“贴士”：小道消息听起来好像能赚快钱，但要知道“世上没有免费的午餐”。

5、投资要做功课：买股票之前，至少要知道这家公司出类拔萃之处，如自己没有能力办到，便请专家帮忙。

6、跑赢专业性机构投资者：要胜过市场，不单要胜过一般投资者，还要胜过专业的基金经

理，要比大户更聪明，这才是最大的挑战。

7、价值投资法：要购买物有所值的东西，而不是市场趋向或经济前景。

8、买优质股份：优质公司是比同类好一点的公司，例如在市场中销售额领先的公司，在技术创新的行业中，科技领先的公司以及拥有优良营运记录、有效控制成本、率先进入新市场、生产高利润消费性产品而信誉卓越的公司。

9、趁低吸纳：“低买高卖”是说易行难的法则，因为当每个人都买入时，你也跟着买，造成“货不抵价”的投资。相反，当股价低、投资者退却的时候，你也跟着出货，最终变成“高买低卖”。

10、不要惊慌：即使周围的人都在抛售，你也不用跟随，因为卖出的最好时机是在股市崩溃之前，而并非之后。反之，你应该检视自己的投资组合，卖出现有股票的惟一理由，是有更具吸引力的股票，如没有，便应该继续持有手上的股票。

11、注意实际回报：计算投资回报时，别忘了将税款和通胀算进去，这对长期投资者尤为重要。

12、别将所有的鸡蛋放在同一个篮子里：要将投资分散在不同的公司、行业及国家中，还要分散在股票及债券中，因为无论你多聪明，也不能预计或控制未来。

13、对不同的投资类别抱开放态度：要接受不同类型和不同地区的投资项目，现金在组合里的比重亦不是一成不变的，没有一种投资组合永远是最好的。

14、监控自己的投资：没有什么投资是永远的，要对预期的改变作出适当的反应，不能买了只股票便永远放在那里，美其名为“长线投资”。

15、对投资抱正面态度：虽然股市会回落，甚至会出现股灾，但不要对股市失去信心，因为从长远而言，股市始终是会回升的。只有乐观的投资者才能在股市中胜出。

企业分析

本益比

营业利益率

清算价值

营盈成长稳定性：如果某公司的盈余有一年挫退，或许没关系。但如果连续两年表现不佳，就须抱以怀疑的态度。

弹性是中心守则：在每件事都进行的特别好时，你必须准备进行改变。当整个循环与你的估算相吻合的天衣无缝时，应是准备获利了结。

别信赖任何的原则和公式：任何定理都有可能在一夕之间被打破。

名言

**An attitude of gratitude creates blessings.. Help yourself by helping others. You have the most powerful weapons on earth.. love and prayer.*

（天佑感恩之心，助别人就是帮助你自己，在地球上最强的武器就是爱与祈祷。）

**The main focus in my life now is to open people's minds so no one will be so conceited that they think they have the total truth. They should be eager to learn, to listen, to research and not to confine, to hurt, to kill, those who disagree with them.*

（我生命中专注于开启他人的心灵让人们不自满的以为他们以了解地球上所有的真理。他们应该热心于倾听、研究、而不是封闭、伤害他们不认同的人。）

** If you buy all the stocks selling at or below two times earnings, you will lose money on half of them because instead of making profits they will actually lose money, but you will only lose a dollar or so a share at most. Then others will be mediocre performers. But the remaining big winners will go up and produce fabulous results and also ensure a good overall result.*

** How about no income tax at all on people over 65? People would continue working, remain healthier, not be an economic and social drain on society. Then the elderly would also have more disposable income to help charitable activities.*

（让 65 岁的退休人员免税如何？人们将继续工作，并更健康，而且更不会使得社会的资源枯竭，而老人也更愿意帮助社会。）

* Buying when others have despaired, and selling when they are full of hope, takes fortitude. 这句话最有名，也是最为欣赏的一句话。（行情总在绝望中诞生，在半信半疑中成长，在憧憬中成熟，在希望中毁灭。）

著作

《约翰·邓普顿的金砖》作者：（美）邓普顿，（美）格雷·摩尔

《邓普顿教你逆向投资》作者：（美）邓普顿，（美）菲利普斯
投资哲学

约翰·邓普顿爵士是邓普顿集团的创始人，福布斯资本家杂志称他为“全球投资之父”及“历史上最成功的基金经理之一”，《Money》杂志将他誉为“20世纪当之无愧的全球最伟大的选股人”。本期，泰达荷银将与大家分享这位顶尖基金经理人的三点投资哲学。

投资要做功课 邓普顿非常重视在投资之前做足功课。他认为买股票前，至少要知道这家公司的出类拔萃之处，如果自己没有办法办到，就应该请专家帮忙。

监控自己的投资 在邓普顿眼中，没有什么投资是永远的，他建议投资者不能买了股票和基金就永远放在那里。泰达荷银基金建议投资者，在坚持长期投资基金的前提下，应该养成定期检查的好习惯。

不要惊慌 “行情总在绝望中诞生，在半信半疑中成长，在憧憬中成熟，在希望中毁灭”，这是邓普顿最有名、最为人所欣赏的一句话。他解释为，虽然股市会回落，但不要对股市失去信心，从长远而言，股市始终是会回升的，只有乐观的投资者才能在股市中胜出

约翰·邓普顿的逆向投资 9 条法则：好的投资就是常识

“超凡的长期投资绩效主要来源于常识。”

“我不知道还有比从格雷厄姆开始更好的（入门）方法。”

“现实有很多问题，但是更多的是恩赐。”

以上都出自全球投资界的传奇人物约翰·邓普顿的 9 条逆向投资法则。他从借款 1 万美元买股票起步，到 1990 年代初，他创办的邓普顿基金集团的管理资产已高达 220 亿美元。

六里从邓普顿的采访摘录中，整理归纳了这位大师的 9 条投资法则，同时，私募投资人李雪明结合自己的投资研究感触，写下了关于《邓普顿教你逆向投资》的书评。“聪明投资者”经授权转载。

约翰·邓普顿（John Templeton）是美国乃至全球投资界的一个传奇。

“牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在兴奋中死亡”，这句频繁被引用的名言便是出自邓普顿之口。

1939 年，在萧条和战争的双重恐怖中，27 岁的邓普顿依靠 1 万美元的借款融资购买了 104 家公司的各 100 股股票，虽然有些公司在此后最终破产，分文不值，但这个组合在几年间就飙升了 5 倍多，让邓普顿掘得了第一桶金。

之后，他创办了邓普顿基金集团，完全依靠投资表现来吸引顾客，他建立的第一个共同基金“邓普顿成长基金”，几十年来的年均回报率达 13.5%，旗下管理的资产在 1990 年代初就已高达 220 亿美元。后被富兰克林集团收购，合并成了如今的富兰克林邓普顿基金集团，并成功上市，被纳入标普 500 成份股。

在售出公司后，邓普顿把更多的精力放在了慈善和宗教事业，并被授予爵士爵位。他是一名虔诚的基督徒，据称，他们公司以前开晨会，或者投资决策会前都要先进行祷告，这不是向上帝祈祷买股票要大涨，而是让人心平气和，以更好的状态来作出投资决策。邓普顿还坚持认为一个不道德的事业终将是会失败的。

这本《邓普顿教你逆向投资》，由其侄孙女所著，有邓普顿亲自所作的序，文中无处不闪烁着老人睿智的投资经验。来自一家知名私募基金的李雪明结合自己的投资研究感触，撰写了以下这篇书评。同时，六里整理归纳了《杰出投资者文摘》中对邓普顿爵士的采访摘录，清晰地闪现出这位投资大师的 9 条法则。

如果你想比大众拥有更好的投资表现，那么你的投资行为必须有别于大众。

——约翰·邓普顿

“多一盎司”的事实核查

约翰·邓普顿爵士出生于 1912 年，比巴菲特大 18 岁。他开创了全球投资的先河，先后在日本、韩国和中国香港进行投资，并且都取得了非凡的投资业绩。

很多投资者都会对股票市场的波动感到害怕，现代投资组合理论甚至用波动来衡量风险。而价值投资的鼻祖格雷厄姆却认为“波动是我们的朋友，而不是我们的敌人”。

约翰正是这样一位将股票价格波动视为朋友的投资先驱。他冷静地看待投资大众或高涨或低落的情绪，仔细地进行他称之为“多一盎司”的事实核查工作，从而发现产生巨额回报的投资机会。

约翰·邓普顿爵士

自从股票市场诞生以来，投资者极度乐观和极度悲观的情绪如影随行，反复不断地交替上演。在约翰进入股票市场前的 1929 年，极度乐观的情绪把道琼斯工业指数推高到了 380 点，之后股市的“黑色星期二”出现了，随之而来的是持续 10 年的宏观经济大萧条。

在大萧条中，极度悲观的情绪又将道琼斯工业指数压低到了 42 点，从最高点下跌了 89%。之后虽然宏观经济环境一直不尽人意，但是股票市场的极端情况终究要被修正，道琼斯工业指数又从 1932 年的最低点上涨了 372%，达到 1937 年底的 197 点。这一幕和我们经历过的 2008 年和 2009 年的中国股市何其相似。

到了 1938 年，美国经济出现了复苏迹象，但是这次复苏却遭到了质疑，因为欧洲出现了战争。当时人们普遍认为战争将使美国经济重新陷入衰退。投资者的悲观情绪导致美国的股票被抛售一空，道琼斯工业指数从 1938 年的高点下跌了 49%。

约翰没有盲目相信战争会拖垮经济的流行观点，而是对美国内战和第一次世界大战进行了研究，他发现战争极大地刺激了对商品的需求。同时，生产出来的商品需要通过全美各地的交通，包括铁路进行运输，因此铁路运输以及其他相关的上下游行业都将出现繁荣。约翰在此时做了一个大胆的决定：借钱买股票。

比决定借钱买股票更大胆的是，他所购买的股票并不是那些历史经营业绩良好的公司，而是那些已经破产或者濒临破产的边缘化公司。这样做的原因还是来自于他对美国战争历史的研究：美国历史上曾经实行的战时税收政策。

经营良好的公司因为战时经济的繁荣获得的额外收益会被政府征收税率高 85% 的所得税；而过去处于亏损的公司不需要缴纳这样的税收，因为现在的利润需要弥补以前的亏损。

书中提到的一项统计表明，1940 年以前经常亏损的公司在 1940 年以后的 5 年里平均上涨了 10 倍，而 1940 年以前从不亏损的公司在 5 年里只上涨了 11%。

由于购买的公司质地较差，为了分散风险，他购买了 104 家公司的股票，最后这 104 家公司中有 37 家破产了。虽然邓普顿认为分散投资有其的好处，但是他也从来不排除集中投资，有时候他持有的股票就不超过 10 只。所以我们做投资的时候也不能教条式地理解巴菲特的集中投资理论，还要视具体情况而定。

邓普顿也会做空

约翰不仅在大众最悲观的时候买进，他还在大众最乐观的时候做空。在 2000 年互联网的超级泡沫中，在人们在不断批评巴菲特和老虎基金的朱利安罗伯逊已经过时的时候，约翰选中了 84 只高科技股票，每只股票做空 220 万美元，赚取了巨额的利润。

那么他选定股票的标准是什么呢？还是来自于他对市场的研究。在美国，股票上市后 6 个月的锁定期。他发现高科技公司上市之后，公司的管理团队等 6 个月的锁定期满后，就迫不及待地卖出手中的股票，拿钱走人（和我们中国创业板的情形又是一样）。

约翰的选股策略是寻找那些比 IPO 价格上涨了 3 倍的科技股，在原始股东锁定期到期之

前的 2 周时间里，卖空这些科技股。

卖空一直都被认为是一种高难度的投资活动。卖空这不仅要对本面有深入的研究，还需要对交易时点有比较准确的把握。对股票价格运动的统计表明，股票价格的波动并不服从正态分布，反而经常出现肥尾现象。

也就是说很多股票的底部很清晰，当跌倒一定估值水平的时候就不再下跌；而当股票上涨的时候，涨到哪儿算是到头却很难说。

以上现象对价值投资者来说是个好事，在低点买入的股票即使不涨，也不会出现亏损，而且只要拿着，总有一天会涨起来的；但是对卖空者却是一个严重的挑战。

因为不知道股票涨到何处会停止，如果在做空处继续上涨，整个本金就会亏光，约翰是如何把握卖空点的呢？

当最后一位持股者决定卖出股票的时候，当所有卖家都消失，只剩下买家的时候就是极度悲观观点。反之，当所有买家都已经进场，只剩下卖家的时候，就是极度乐观点。

2000 年 3 月 10 日，纳斯达克指数创下历史新高，达到峰值（当然事后才知道）。当天的华尔街日报有这样一个标题：“保守的投资者们跃跃欲试，科技股并非昙花一现”。

这篇文章说明最后一批买家进场了，舞会马上就要结束了。利弗莫尔当年也有类似的对顶部的判断标准：当擦鞋童都在向他推荐股票的时候，就是你该卖出的时候。

股票市场是商业活动的产物。工业化的进程加快了商业活动的频率，也给股票市场带来了许多泡沫化的元素：美国股市就先后经历了铁路、无线电通信、汽车、电视机和互联网泡沫。2008 年又经历了房地产泡沫。泡沫终究是要破灭的，而低估的终究会涨回来。这就是如万有引力定律一般的均值回归过程。

邓普顿爵士有一句我们都知悉的名言：“牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在兴奋中死亡”。其实后面还有一句，“最悲观的时刻正是买进的最佳时机，最乐观的时刻正是卖出的最佳时机”。

最后，借用邓普顿爵士的一句名言来结束：人们总是问我，前景最好的地方在哪里？但其实这个问题问错了，你应该问：前景最悲观的地方在哪里？

《杰出投资者文摘》对邓普顿投资思想的摘录

1988.9~1993.10 间，从邓普顿访谈中归纳出的 9 条投资法则，慢慢吸收这位大师的投资智慧吧。

1、“超凡的长期投资绩效主要来源于常识。”

邓普顿：价值投资是最为持久且经得起考验的投资方法，但不是唯一的方法。长期来看没有一种投资方法注定是最好的。所有的投资方法总是在最为流行的时候失去效果。

所以为了走在其他投资者前面，我们每时每刻都要开发新的投资方法。我们从未有一刻没有尝试至少 6 种方法——现在我们有 14 种方法——因为我们希望成为那些运用新的投资理念的领导者，以获取非凡的投资业绩……

但是纵观 50 年的历史，没有比“按基本价值买入”这种方法更为持久——亦即以购买那些相对于真实价值，价格被低估的公司。

2、“我不知道还有比从格雷厄姆开始更好的（入门）方法。”

邓普顿：格雷厄姆的标准仍然有效吗？是的，这已经是共识了。如果你要学习证券分析作为自己的职业，没有比从阅读格雷厄姆的《证券分析》开始更好的方法了。

这本书写于 1934 年，当证券分析师这个职业刚刚开始的时候。他第一次对应该如何判断公司价值作了通俗易懂的描述。

我很幸运。我刚从英国的一所大学毕业就在华尔街获得了一份工作。我在夜校读书的时，偶然得到了一个师从于本杰明·格雷厄姆的机会。在他那里我学到了证券分析的基本知识。

当然我从他这里学到的并不是知识的全部。事情总是变化迅速，每个行业都在变。在我当时学习的时候，证券分析协会只有 17 个会员……今天，有 17000 个成员。

你不可能只运用在那个只有 17 个成员时代里，本杰明·格雷厄姆所写的东西。世界与那个时代相比已经有很大发展……但是我仍然认为学习证券分析最好从格雷厄姆开始。

3、投资最重要的两个因素——勤奋与常识

邓普顿：半个世纪以来我们工作都非常努力——不是一周工作 35 个小时，而是 50、60、70 个小时。不过一个人是不可能做所有的工作的，现在，我们在 8 个国家有办公室，有 500 多个不同行业的专家。即便是这么庞大的专家群，我们仍然发现投资是一件很难的事情。所以勤勉是获取超凡业绩的最重要因素之一。

获取超凡业绩的另外一个重要因素是常识。真的，好的投资就是常识。

不要被狂热所左右，不要被失望所左右，不要买那些你不懂的东西，在买之前永远做好功课，制定长期的计划，在熊市来临之前就准备好如何度过。只要掌握了一般的常识，长期来看你就能取得优良的投资业绩。

“要发现最好的买卖，你得到处寻觅。”

4、邓普顿：运用常识有四种方法

第一，我们寻求物美价廉的交易。一般而言，你以比你认可的价值折扣很多的价格购买的股票，长期来看要比溢价买入的股票回报要好得多。

第二，如果你想寻找非常不寻常的交易，不能只在加拿大找，要到处寻觅。我一直坚信全球投资的理念。这是一直是我的信条。

第三，我们是灵活的。

许多共同基金的经理专长于某些领域——成长股、科技股或者其他的某些领域的东西。

常识告诉我，如果你连续五年在一种证券、一个行业、一个国家取得了超常的业绩，那么下一个 5 年就难以同样的投资方式取得那么接触的业绩了。要想维持你的业绩，你必须寻找那些低迷、萧条的地方。

第四，如果你和别人购买相同的东西，一般来说这不可能是最好的交易，这是常识。

如果你和别人买的一样，你将得到和别人一样的业绩。超凡的业绩只有在你投资的东西与大众不同时才有可能获得。

5、“我很怀疑我们能在 2/3 的时间里是正确的。”

邓普顿：没有投资顾问能够英明到从不犯错。当我们卖出某个资产而买进另一项资产的一年或者两年后，至少有 1/3 的时候我们希望当时从来没有那样做过。我很怀疑我们决策正确的纪录是否能够超过 2/3。

我们永远不可能预测经济周期，同样我们也不能预测股市的涨跌，我们从未发现任何人预测的准确程度超过 60%。

但是我们会对客户说：不必担心，准备好吧。你知道熊市终归回来。你知道经济衰退终归回来，你只是不知道它们什么时候来。

如果你知道将会发生的事情，你就会在财务上做好准备。你不能过度使用杠杆，因为在你犯错的那段时间里你会被清场出局。

如果你在 1/3（犯错）的时间里负债投资，那么只要有一次熊市就足以将你三振出局。你不会每一次都那么倒霉，但我情愿没有借过任何东西。你做好心理准备，不要在错误的时间因为恐惧而愚蠢地卖出。如果你彻底准备好并且知道你将要度过熊市和衰退，你就会发现它们不仅是成功的威胁，还是机会。

一个明智的投资者不会做和社会大众相同的事。事实上，你得做与大众相反的事情。

6、“你可以听从 10 个医生或者工程师的话，但是不要是 10 个分析师。”

邓普顿：股票的选择过程是复杂的。不像其他专业，一个谨慎而明智的投资者不会照搬其他投资者做的事。比如，如果 10 个医生们告诉你吃什么药，那么最好还是吃这种药。同样，如果 10 个工程师一致同意用某种设计建造大桥，当然这就是正确的建造方式。

但是，如果是 10 个投资分析师告诉你买某只股票，或者是金子、德国马克面值的债券或者其他资产，也许这是错误的。

这并不表示这些证券分析师不够聪明。事实上证券分析师可能是地球上最聪明的群体之一。

不过买卖的实质是，如果每个人都试图购买某个证券，那么价格早就接近顶部了。

因为价格上升的原因就是人们越来越多地买进的过程。所以当你听到几乎所有人都在推荐某只股票的时候，最好还是远离它吧。

7、“某种方面讲，我们更像调和者而非逆势者。”

邓普顿：……（与买入那些热门的股票）正相反，我们应该买入那些低迷的股票。一个证券价格低迷的重要原因就是人们在卖出。股票价格下跌至价值被低估程度，其原因只能是卖压。

所以在证券市场，如果你要做出明智的投资决策并且从长期来看获得非比寻常的收益的话，你就必须是一个逆向投资者。

我们一直在做那些我们擅长的事情——发现这个地球上被低估的股票，然后耐心持有，直到其他人认识到其非凡的价值。某种意义上，我们是市场的调和者，有时候我们被错误的描述为逆向操作者，但我们不是真正的希望逆向投资，我们希望做市场的调和者。

所以当我们发现其他人正在不断以更低的价格卖出的时候，我们就开始调和市场需求——买入。然后在某个时刻——也许是几年以后——当人们过于兴奋，将价格越推越高还在渴望买入的时候，我们就卖出多年前买入的股票。

8、“现实有很多问题，但是更多的是恩赐。”

邓普顿：现实确实问题很多，因为问题永远是有的。在我 53 年的投资顾问生涯里，还从来没有一年是没有问题的。有全国的问题、家庭的问题、个人的问题。那就是上帝创造世界的方式。没有迹象表明将来的问题会少些。

但是相对于我们的问题，上帝的恩赐显然更多。你不会在电视上看到这些恩赐，就像电视节目不会讲“昨天多数的人是诚实的”。你只会听到那些令人震惊的事件……所以在听到耸人听闻的事件时不要沮丧，花点时间找出最基本的事实。

9、“我不明白人们什么都有，就是没有乐观。”

邓普顿：发现事实是我的工作。事实并不那么令人振奋，我不明白为什么人们什么都有就是没有乐观。

就在 150 年前，有 85% 的人以耕作为生，但食物依然短缺。而现在，在美国和加拿大只有 3% 的人以耕作为生。但是我们再也不用担心食物短缺了，事实上——我们生产的食物太多了。

再说说药品，我有三个孩子是医师。他们告诉我现在药物中至少有一半在 20 年前是没有的。在接下来的 20 年里出现的新药还会超过现有药品数量的一倍以上。

再看生活标准。现在的生活水准已经是当年亚当斯密写《国富论》的时的 100 倍以上。再看平均寿命，有人计算历史总人口的 65% 现在仍然在世。现在每个月出版的书籍的数量比当年哥伦布时代之前所有出版的书籍的总量还多。历史上 50% 的书是在最近的 50 年里出版的。

这是一个神奇的年代。历史上，生活水准提高一倍需要 1000 多年。而在我 79 年的生命中，这个世界的生活水准已经翻了 4 倍——仅仅只是一个人的一生的时间而已

16.5. 乔治·索罗斯



乔治·索罗斯（George Soros），1930 年 8 月 12 日生于匈牙利布达佩斯，本名捷尔吉·施瓦茨（Gyömrői Schwartz），慈善家，货币投机家，股票投资者。其一生率领的投机资金在金融市场上兴风作浪，翻江倒海，刮去了许多国家的财富。2015 年 1 月 22 日，乔治·索罗斯宣布终极退休。以后他不再管理投资，将全力推动慈善事业。

乔治·索罗斯在《20 世纪全球十大顶尖基金经理人》居第五位，其一生率领的投机资金在金融市场上翻云覆雨。1969 年索罗斯成立了宏观对冲基金，成立初期，与罗杰斯双剑合璧，在 10 年时间里获得年化 50% 的收益。1992 年索罗斯狙击英镑一战封神，声名大噪，随后率领一众投机资金横扫东南亚，造成了 1997 年的亚洲金融危机。从 1970 年到 2000 年量子基金关闭，这 30 年量子基金的年化收益约 30%，因为极其出色投资业绩，索罗斯的反身性哲学投资理念也逐渐为世人所知。

1930年8月12日，乔治·索罗斯生于匈牙利布达佩斯。

1944年，随着纳粹对布达佩斯的侵略，索罗斯的幸福童年就宣告结束了，随全家开始了逃亡生涯。那是一段充满危险和痛苦的岁月，靠着父亲的精明和坚强，凭借假身份证和好心人提供的庇护，他们一家终于躲过了那场劫难。后来索罗斯说，1944年是他生活中最快乐的一段时光，他从生死危难中学会了生存的技巧，这两条经验对他此后的投资生涯很有帮助，第一是不要害怕冒险，第二是冒险时不要押上全部家当。

1947年，随家人移民至英国。17岁的索罗斯离开匈牙利，准备到先进的西方国家寻求发展。他先去了瑞士的伯尔尼，然后马上又去了伦敦。原先对伦敦的美好想象被现实粉碎了，这里不是穷人的世界，是富人的天堂。他只能靠打零工来维持生计，生活没有任何乐趣和新鲜感。

1949年，为了改变自己的命运，索罗斯考入伦敦经济学院。索罗斯选修了1977年诺贝尔经济学奖获得者 James Edward Meade（詹姆斯·爱德华·米德）的课程，虽然 Mead 名气很大，但索罗斯却认为并未从中学到什么东西。他喜欢的是另一个自由哲学家卡尔·波普（Karl Popper），卡尔鼓励他严肃地思考世界运作的方式，并且尽可能地从哲学的角度解释这个问题。这对于索罗斯建立金融市场运作的新理论打下了坚实的基础。

1952年，取得伦敦经济学院哲学学士学位。

1953年，进入金融业，从事黄金等商品和股票的套利活动。

1956年，迁居到美国，到纽约从事交易员，负责买卖股票。

1963年，索罗斯开始在爱霍德·布雷彻尔德公司工作，这是一家主要经营外国证券贸易的美国公司。索罗斯被雇为分析员，一开始，他主要是从事国外证券分析。由于他在欧洲形成了联系网络，而且他能够讲多种欧洲语言，包括法语、德语，索罗斯自然而然地成了在这一领域的开拓者。

1969年，为投资管理公司 Arnhold & S. Bleichroeder 成立 Double Eagle Fund。

1973年，创立索罗斯基金管理。

1973年，索罗斯与助手罗杰斯离开 Bleichroeder 自立门户，共同创建了索罗斯基金管理公司。公司刚开始运作时只有三个人：索罗斯是交易员，罗杰斯是研究员，还有一人是秘书。

1975年，乔治·索罗斯开始在华尔街社区中引人注目。他赚钱的本领引起了人们的注意。

1979年，成立首个基金会——开放社会基金（Open Society Fund），当时其身家约2,500万美元。

1979年，索罗斯决定将公司更名为量子基金，来源于海森伯格量子力学的测不准定律。

1988年，聘请德鲁肯米勒处理日常交易，索罗斯专注打理慈善工作。

1992年，打赌英镑贬值，获利10亿美元。

1997年，狙击泰铢及港元，引发亚洲金融风暴。

1997年，进军俄罗斯进行投资。

2000年，德鲁肯米勒在科网泡沫中损手后离职，索罗斯其后把更多资金交托组合经理管理。

2007年，美国次贷危机加速恶化，索罗斯回巢坐镇，同年量子基金回报达32%，08年再录得8%回报，跑赢整体基金业平均跌19%的颓势。

2011年，在《福布斯》全球富豪榜占第46位，身家达145亿美元。

2011年7月27日，乔治·索罗斯宣布结束四十多年的对冲基金经理生涯，其掌管的总额为255亿美元的基金管理公司也将向外部投资者返还资金。退还了所有客户资金，并专心打理自己的家族基金。

2012年，做空日元，至少赚10亿美元。

2013年9月22日，索罗斯与日裔女子多美子·博尔顿结婚。这段忘年恋备受社交界瞩目，索罗斯更不惜一掷万金，举行历时3天的颜色主题婚宴，这是索罗斯人生第三段婚姻。

2015年1月22日，乔治·索罗斯在举行的达沃斯经济论坛晚宴上宣布终极退休，把家族基金交由投资总监 Scott Bessent 负责。以后他不再管理投资，将全力推动慈善事业。[3]

主要荣誉

曾获得代顿和平奖，是根据1995年签署的旨在结束波黑内战的代顿和平协议而命名的。

被杂志《经济学家》称为“打垮了英格兰银行的人”。

1992年，索罗斯的基金增长了67.5%。他个人也因净赚6.5亿美元而荣登《金融世界》杂志的华尔街收入排名表的榜首（这个纪录一直保持至今）。

主要成就

投资案例

1960年，索罗斯第一次对外国金融市场进行了成功的试验。通过调查，索罗斯发现，由于安联公司的股票和不动行业务上涨，其股票售价与资产价值相比大打折扣，于是他建议人们购买安联公司的股票。摩根担保公司和德雷福斯购买了大量的安联公司的股份。但其他人并不相信，事实上，索罗斯对了，安联股票的价值翻了三倍。索罗斯名声大振。

1973年，埃及和叙利亚大举入侵以色列，由于武器落后以色列惨败。从这场战争中，索罗斯联想到美国的武器装备也可能过时，美国国防部可能会花费巨资用新式武器重新装备军队。于是索罗斯基金开始投资那些掌握大量国防部订货合同的公司股票，这些投资为索罗斯基金带来了巨额利润。

全球最大的投资者，与“商品大王”吉姆罗杰斯（Jim Rogers）合伙成立了“量子基金”，曾获利20多亿美元，被称为“打垮英格兰银行的人”，索罗斯个人收入达6.8亿美元，在1992年的华尔街十大收入排行榜名列榜首。

信奉“弱肉强食”投资理念的索罗斯，从1968年创立“第一老鹰基金”，即量子基金的前身，到1992年狙击英镑大赚20亿美元，1993年登上华尔街百大富翁排行榜，1997年狙击泰铢掀起亚洲金融风暴，由于喜欢和各国央行对着干，是被各大市场视为翻江倒海的“坏小子”。

慈善事业

索罗斯从1970年代开始成为一位活跃的慈善家，当时他在种族隔离政策下的南非资助了黑人学生进入开普敦大学就读，又向铁幕内的离心份子提供资金援助。索罗斯的慈善基金在中欧及东欧多以社会开发研究组织（OSI）及索罗斯国家基金的名义存在，有时则以其它基金的名义，例如波兰的“Stefan Batory Foundation”。

在二战后，索罗斯从伦敦经济学院毕业时，就立志要成为一名慈善家。二十世纪70年代开始，索罗斯逐渐成为一位活跃的慈善家，当时他资助在种族隔离政策下的南非黑人学生进入开普敦大学就读。

1984年以来，他在20多个国家设立了35种基金。基金的主要用途是资助学生并提供出国留学的机会，以改变落后国家的陈旧观念，实行和平演变，使市场更加开放。

在比尔·盖茨和沃伦·巴菲特开始捐款前，索罗斯的捐款金额多年蝉联第一。索罗斯发表的一篇文章中称，在过去30年时间里，他捐赠了80多亿美元资金来促进民主、培育言论自由、改善教育和消灭全球范围内的贫穷现象。

仅在2000年，索罗斯旗下的援助波黑基金会就为波黑的教育、卫生、社会发展等领域投入了近5亿美元的资金，还把2.5亿美元奖金捐献给波黑的重建事业。

据美国公共电视网估计，他到2003年时，总共捐了40亿美元。

2004年8月，索罗斯捐款1000万美元，发起成立了一个“美国人团结起来”的组织，其主要目的就是要在下届美国总统选举时让布什落选。

狙击香港

1997年7月中旬，港币遭到大量投机性的抛售，港币汇率受到冲击，一路下滑，已跌至1美元兑7.7500港币的心理关口附近；香港金融市场一片混乱，各大银行门前挤满了挤兑的人群，港币开始多年来的首度告急。香港金融管理局立即入市，强行干预入场，大量买入港币以使港币兑美元汇率维持在7.7500港元的心理关口之上。

刚开始的一周时间里，确实起到了预期的效果。但不久，港币兑美元汇率就跌破了7.7500港元的关口。香港金融管理局再次动用外汇储备，全面干预市场，将港币汇率重又拉升至7.7500港元之上，显示了强大的金融实力。索罗斯第一次试探性的进攻在香港金融管理局的有力防守中失败了。

这时候的索罗斯刚刚打完一场漂亮的“扫荡战”，扫荡了整个东南亚金融市场，这次出手甚至

波及到了整个世界的金融市场，但是索罗斯绝不是那种肯轻易罢休的人，他开始对港币进行大量的远期买盘，准备再重现英格兰和东南亚战役的辉煌。但这次索罗斯的决策可算不上英明，因为他也许忘了考虑香港背后的中国大陆，香港和中国大陆的外汇储备达 2000 多亿美元，加上台湾和澳门，外汇储备不少于 3740 亿美元，如此强大的实力，可不是英格兰、泰国等国所可比拟的。此番袭击港币，胜算的把握并不大。

对于香港而言，维护固定汇率制是维护人们信心的保证，一旦固定汇率制在索罗斯等率领的国际游资的冲击下失守，人们将会对香港失去信心，进而毁掉香港的繁荣，所以，保卫香港货币稳定注定是一场你死我活的生死战。香港政府会不惜一切代价反击对港币的任何挑战。

1997 年 7 月 21 日，索罗斯开始发动新一轮的进攻。当日，美元兑港币 3 个月远期升水 250 点，港币 3 个月同业拆借利率从 5.575% 升至 7.06%。香港金融管理局立即于次日精心策划了一场反击战。香港政府通过发行大笔政府债券，抬高港币利率，进而推动港币兑美元汇率大幅上扬。同时，香港金融管理局对两家涉嫌投机港币的银行提出了口头警告，使一些港币投机商战战兢兢，最后选择退出港币投机队伍，这无疑将削弱索罗斯的投机力量。当港币又开始出现投机性抛售时，香港金融管理局又大幅提高短期利率，使银行间的隔夜贷款利率暴涨。接着香港恒生指数从 16673 点的高峰一直跌到 6660 点，跌去 60%，而索罗斯事前大量做空恒指，个中利害请大家理性判断。

社会评价

索罗斯曾经这样评价自己：我认为我不是一名商人，我投资别人经营的商业，因此我是一位名符其实的评论家，在某种程度上你们可称我是世界上薪水最高的评论家。

这就是索罗斯，人们永远无法预料到他的下一步又会是什么，是高扬和平旗帜，还是又一次让世界震惊、民众遭殃的大地震。

人们常常指责索罗斯的虚伪，他一直鼓吹左翼思想甚至社会主义思想，多年以来，他是指责美国政体的主要批评家之一。然而，他的实际行动却是建立在自己的经济利益上，他采取颇具争议的手段和利用内幕消息，使自己大发横财成为亿万富翁。他的作案手法是获取左翼政客的欢心，然后利用他们为自己服务。

投资生涯

投资于不稳定状态

市场不稳定状态就是指当市场参与者的预期与客观事实之间的偏差达到极端状态，在反作用力使市场自我推进到一定程度后，难以维持和自我修正，使市场的不平衡发展到相当严重程度，此时则为市场不稳定状态。

不平衡的市场状态源于市场预期所形成的主流偏向受到客观现实的强烈对比，市场中的清醒的投资者开始对这种偏差进行反省，对主流偏向进行挑战而使市场原有的主导因素变得脆弱，但市场的惯性使原有走势狂热。盛极而衰，物极必反，索罗斯投资成功的秘诀之一就是善于发现市场的不稳定状态，捕捉盛衰现象发生的时机。

例如，发生在 80 年代中期的一个案例，投标竞买公司的出价使公司的资产被重新评估，于是银行给予其他竞买者更多的贷款，使得他们的出价越来越高。终于，投标价格一路飚升，市场因价值被高估而变得摇摇欲坠。根据索罗斯的理论，崩溃将不可避免。盛衰出现的可能性大大增加，不稳定的市场状态为投资者提供机遇。

在我们的身边也不乏盛衰之例，美国大豆涨到 1000 时市场预期将达 1400、1600，牛市到了后期价格发展到出乎人们的预期，便有了牛势不言顶的市场心理，这时大豆库存被极度低估，大豆价格虚值成份被大大夸大。最终盛衰现象发生，大豆价格暴跌，国内进口商纷纷违约，因高价进口大豆使油脂企业重新洗牌。

把握盛衰发生的时机也非常关键，因为这时往往是市场主流偏向强烈之时，杀伤力也是比较强的，只有采取恰当的投资策略，有计划建仓，才能充分利用这种不稳定的市场状态所带给我们的投资机遇。

突破被扭曲的观念

索罗斯是大师级的金融理论家，他总是静若止水，心气平和，既不纵情狂笑，也不愁眉紧锁，

他拥有参与投资游戏的独特方法，拥有认识金融市场所必需的特殊风格，具有独特的洞察市场的能力。而使其成功的首要秘诀，则是他的哲学观。

早年，他一心想当一名哲学家，试图解决人类最基本的命题——存在。然而他很快得出一个戏剧性的结论，要了解人生的神秘领域的可能性几乎不能存在，因为首先人们必须能够客观地看待自身，而问题在于人们不可能做到这一点。

于是他得出结论：人们对于被考虑的对象，总是无法摆脱自己的观点的羁绊，这样，人们的思维过程不可能获得独立的观点用以提供判断依据或对存在给予理解。这个结论既对他的哲学观也对他观察金融市场的角度影响深远。

不能得出独立的观点的结果就是，人们无法穿透事理的皮毛，毫无偏颇地抵达真理。也就是说，绝对完美的可知性相当值得怀疑。如索罗斯所言，当一个人试图去探究他本人所在的环境时，他的所知不能成其为认识。

索罗斯演绎出这样一个逻辑：因为人类的认识存在缺陷，那么他能做的最实际的事就是关注人类对所有事物的那些存有缺漏和扭曲的认识——这个逻辑后来构成了他的金融战略的核心。

人非神，对于市场走势的不可理解应是正常现象，然而当市场中绝大多数投资者对基本面因素的影响达成共识，并有继续炒作之意时，这种认知也就处于危险的边缘了。市场中为什么会出出现失败的第五浪以及第五浪延长后往往出现V型反转，以索罗斯的哲学观，我们就很容易可以找出答案了。

在此，我们暂且不对索罗斯的哲学观作评论，旨在探讨一个成功的投资者首要应该解决的问题，那就是他的世界观和方法论，这将会使其站在一个更高的角度上，以更广阔的视野，辩证的思维去看待市场，时刻保持清醒的头脑，处惊不乱，从容应对，最终获得成功。

其他观点

投资策略及理论：以“反身性”和“大起大落理论”为理论基础，在市场转折处进出，利用“羊群效应”逆市主动操控市场进行市场投机。看重的是市场趋势。

羊群效应是指人们经常受到多数人影响，而跟从大众的思想或行为，也被称为“从众效应”。人们会追随大众所同意的，自己并不会思考事件的意义。羊群效应是诉诸群众谬误的基础。经济学里经常用“羊群效应”来描述经济个体的从众跟风心理。羊群是一种很散乱的组织，平时在一起也是盲目地左冲右撞，但一旦有一只头羊动起来，其他的羊也会不假思索地一哄而上，全然不顾前面可能有狼或者不远处有更好的草。因此，“羊群效应”就是比喻人都有一种从众心理，从众心理很容易导致盲从，而盲从往往会陷入骗局或遭到失败。

理论阐述：索罗斯的核心投资理论就是“反身性”，简单说是指投资者与市场之间的一个互动影响。理论依据是人正确认识世界是不可能的，投资者都是持“偏见”进入市场的，而“偏见”正是了解金融市场动力的关键所在。当“流行偏见”只属于小众时，影响力尚小，但不同投资者的偏见在互动中产生群体影响力，将会演变成具主导地位的观念。就是“羊群效应”。

具体做法：在将要“大起”的市场中投入巨额资本引诱投资者一并狂热买进，从而进一步带动市场价格上扬，直至价格走向疯狂。在市场行情将崩溃之时，率先带头抛售做空，基于市场已在顶峰，脆弱而不堪一击，故任何风吹草动都可以引起恐慌性抛售从而又进一步加剧下跌幅度，直至崩盘。在涨跌的转折处进出赚取投机差价。

遵守的规则与禁忌：没有严格的原则或规律可循，只凭直觉及进攻策略执行一举致胜的“森林法则”。

森林法则即：1、耐心等待时机出现；2、专挑弱者攻击；3、进攻时须狠，而且须全力而为；4、若事情不如意料时，保命是第一考虑。

对大势与个股关系的看法：注重市场气氛，看重大势轻个股。认为市场短期走势只是一种“羊群效应”，与个股品质无关。

对股市预测的看法：不预测。在市场机会临近时，主动出击引导市场。

对投资工具的看法：没有特定的投资风格，不按照既定的原则行事。但却留意游戏规则的改变。“对冲基金”这种循环抵押的借贷方式不断放大杠杆效应，应用这支杠杆，只要找好支点，它甚至可以撬动整个国际货币体系。

名言及观念：“炒股就像动物世界的森林法则，专门攻击弱者，这种做法往往能够百发百中。”“任何人都有弱点，同样，任何经济体系也都有弱点，那常常是最坚不可摧的一点。”“羊群效应是我们每一次投机能够成功的关键，如果这种效应不存在或相当微弱，几乎可能肯定我们难以成功。”

其它及成就：1930年出生于匈牙利，犹太人，1968年创立“第一老鹰基金”，1993年登上华尔街百大富豪榜首，1992年狙击英镑净赚20亿美元，1997年狙击泰铢，掀起亚洲金融风暴。

投资启示

过往的经验告诉人们，既不能听股评家也不能听经济家的，而是要看一看股神、投资大师和首富的钱往什么地方去。因为，只有他们是拿真金白银在运作，不是纸上谈兵。同时，N次投资实践已证明，他们还是下一波牛市的领先者。索罗斯说过：金融市场天生就不稳定，国际金融市场更是如此，国际资金流动皆是有荣有枯，有多头也有空头。市场哪里乱哪里就可以赚到钱。辨识混乱，你就可能致富；越乱的局面，越是胆大心细的投资者有所表现的时候。

索罗斯不管赚钱也好，亏钱也罢，一切的结局都是荣辱不惊，在他的人生里，钱已经不是这么重要，赚钱是他的工作，不是他的目的。这样的修为值得每一个投资人努力培养与学习。

经典名言

- 1、市场总是错的。
- 2、重要的不是你的判断是错还是对，而是在你正确的时候要最大限度地发挥出你的力量来！
- 3、“我生来一贫如洗，但决不能死时仍旧贫困潦倒。”——挂在办公室的墙壁上。
- 4、如果你经营状况欠佳，那么，第一步你要减少投入，但不要收回资金。当你重新投入的时候，一开始投入数量要小。
- 5、不知道未来会发生什么并不可怕，可怕的是不知道如果发生什么就该如何应对。
- 6、要想获得成功，必须要有充足的自由时间。
- 7、在股票市场上，寻求别人还没有意识到的突变。
- 8、股市通常是不可信赖的，因而，如果在华尔街地区你跟曾别人赶时髦，那么，你的股票经营注定是十分惨淡的。
- 9、身在市场，你就得准备忍受痛苦。
- 10、如果你的投资运行良好，那么，跟着感觉走，并且把你所有的资产投入进去。
- 11、人们认为我不会出错，这完全是一种误解。我坦率地说，对任何事情，我和其他人犯同样多的错误。不过，我的超人之处在于我能认识自己的错误。这便是成功的秘密。我的洞察力关键是在于，认识到了人类思想内在的错误。
- 12、我不愿意花很多时间和股票市场的人们在一起，我觉得他们讨厌，和知识分子在一起比和商人在一起感觉要舒服得多。
- 13、很多年我都拒绝把它（投资）作为我的职业。它是达到目的的手段。我很乐意去接受——事实上，这就是我一辈子的事业。
- 14、我已经和公司打成一片。它以我为生，我也和它生活在一起，日夜形影不离……它是我的情人。我害怕失去它也担心做失败，并尽量避免失误。这是一种悲惨的生活。
- 15、我完全投入这一工作，但这确实是非常痛苦的经历。一方面，无论什么时候我在市场中如果作出了错误决策，我得忍受非常巨大的精神折磨。另一方面，我确实不愿意为了成功而把赚钱作为必需的手段。为了找出支配我进行金融决策的规则，我否认我已经成功。
- 16、世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏。
- 17、我认为我不是一名商人，我投资别人经营的商业，因此我是一位名副其实的评论家，在某种程度上你们可称我为世界上薪水最高的评论家。
- 18、人对事物的认识并不完整，并由此影响事物本身的完整，得出与流行观点相反的看法。流行的偏见和主导的潮流互相强化，直至两者之间距离大到非引起一场大灾难不可，这才是你要特别留意的，也正是这时才极可能发生暴涨暴跌现象。
- 19、我必须改变人们对我的看法，因为我不想仅仅是一名富翁，我有东西要说，我想让政府

听到我的声音。

20、金融世界是动荡的、混乱的、无序可循。只有辨明事理，才能无往不利。如果金融市场的一举一动当作是某个数学公式中的一部分来把握，是不会奏效的。数学不能控制金融市场，而心里因素才是控制市场的关键。更确切的说，只有掌握住群众的本能才能控制市场，即必须了解群众将在何时、以何种方式聚在某一种股票、货币或商品周围，投资者才有成功的可能。

个人生活

乔治·索罗斯出生在匈牙利布达佩斯一个富裕的犹太家庭，一直到1946年都在匈牙利生活。父亲是一名律师，性格坚毅，处事精明，他对索罗斯的影响是巨大而深远的。不仅教会了索罗斯要自尊自重、坚强自信，而且从小教育索罗斯，用一种平和的态度对待财富，而索罗斯在以后的生活中，也实践了父亲的教诲，将亿万家财都投入到慈善事业中。

1949年，曾经一度，贫困几乎使索罗斯辍学，但伦敦经济学院的智慧帮助索罗斯战胜孤独。让他在书籍和思想中找到了莫大的乐趣，他还写了一本书，但没写完，就先搁置了，因为毕业将近，无论年轻的索罗斯对未来有多少幻想，都必须谋生。

1953年，索罗斯从伦敦经济学院学成毕业，但这个学位对他毫无帮助。他去做任何能找到的工作，首先是去北英格兰的海滨胜地销售手提袋，而这次经历让他感觉到了生活的艰辛和不易，尤其是钱的重要性。他开始逐渐放弃以前那种不切实际的想法，寻觅一个能够提供高工资的工作。为了进入伦敦投资银行的门槛，他给市里所有的投资银行各写了一封求职信，终于，机会降临了，辛哥尔与弗雷德兰德提供了一个培训生的工作，索罗斯终于可以摆脱长久以来的贫困，有了一个糊口的工作，而他的金融生涯也就此揭开了序幕。

索罗斯着迷于这个工作，成了一名在黄金股票套汇方面很有专长的交易员，尤其是在利用不同市场差价赚钱方面专长。他开始有了一些小钱，但是伦敦的单调已经不能满足日益成长起来的索罗斯了，他决定到世界最大的金融中心、一个冒险家的乐园——纽约闯荡一番！

和其他富豪相比，他的私人生活非常简朴，对待慈善事业一掷千金。

2013年9月22日，83岁高龄的亿万富翁、有着“金融巨鳄”之称的大亨乔治·索罗斯在纽约附近的一个豪华庄园迎娶他42岁的新娘，这是他的第三桩婚姻。

观点

欧债危机相关观点

投资大鳄索罗斯周二表示，只有欧元区债券才能将欧盟各国从欧债危机中拯救出来。他还批评德国在欧债危机中所扮演的角色，称德国需接受欧债危机，不然就应该退出欧元区。

索罗斯认为，这个让欧盟陷入绝望的危机完全是欧盟自己造成的，欧元真的可能毁掉欧盟。

他补充道：“逃离困境的方法是德国能更好地对本国和其他债务国的利率负责，拯救欧元和欧元债券计划。如果成功了，代价会很小，但如果失败了，就可能拖垮整个德国的经济。”

发行欧元债券是欧元区分担风险的一种方式。另一种解决危机的方式就是让德国退出欧元区。国际货币基金组织和一些其他国家的财政部长都给德国施压，迫使其采取措施解决欧元区危机。

以德国为最前线的欧元区北部的债权国与南部负债累累的债务国在对欧元区未来的意见上存在巨大冲突。

德国方面表示，说希腊需要更多的时间实现下调赤字的目标为时尚早。这些小国家最终仍可能狼狈地退出欧元区。

问题的关键在于西班牙会不会申请欧元区的财政援助，以及希腊能否同意新的紧缩措施。

德国、芬兰和荷兰的民众反对接受欧元区其他国家政府的财政救助。

索罗斯说，在欧元区，政府无风险论是一个错误的假设，它可以被欧元债务的引进更正。但是德国政治上不会接受这种方式。

操纵理论

在索罗斯眼中，追求哲学就是追求人类的智慧。

1、什么是反身性？

反身性是投资大师索罗斯所提出的一个哲学概念。索罗斯在大学时代，深受其导师卡尔·波

普尔的证伪主义哲学的影响，并在此基础上提出了反身性原理，同时将这一原理应用于他的金融证券实践，由此获得巨大的成功。波普尔的证伪主义哲学对他的重大启示在于：它提示了人类认知活动具有的本质的不完备性。人们只能在一个不断批判的过程中接近真理，在这个过程中的一切判断都只是暂时有效的，并且都证伪的对象。

在股票市场上相应的理解应该是：用质朴无邪的、科学定义式的、量化的方法研判股票未来走势，会使投资者陷入一个一个的误区。因为我们不能忽略展现在我们面前的K线走势的背后，有人的观念和灵性在发挥作用，如广大中小投资者的买卖动机和欲望，职业投资者投资预期和投资行为，主力做开盘价、收盘价，刻意打压、拉抬等等。股票市场现有的量化（各种技术指标）、形态化（如M头、头肩底、鸭头等）分析理论和分析工具，在投资参与者的有意识、有思想、有预谋、有特定目的的交易行为面前，是相形见绌、必输无疑的。基于这样的哲学思想，索罗斯在25年的投资商生涯中，逐步形成了自己独特的投资理念：反身性理论。

所谓反身性，它表示参与者的思想和他们所参与的事态都不具有完全的独立性，二者之间不但相互作用，而且相互决定，不存在任何对称或对应。例如，投资大众热情参与的行为自然会影响股价的涨升，而当涨升的意念形成后，又作用于股价，股价却不一定按大众意识的形成态势发展，往往令人失望地发生偏差性演变。当投资大众悲观退出，股价也许又意外的飙升、震荡。索罗斯指出，市场永远是对的，我们现有的分析工具不可能准确预测股价走势和坐标位置。因为市场参与者的预期有偏差，而这种偏差又影响交易活动的进程，不是预期与将来事实相符合，而是未来的事件由预期所塑造。

市场是不均衡的，参与者本身不独立与事件之外，参与者本身所做的决定对整个事件本身也会有影响。即参与者也会影响事件，使事件处在一个动态的波动中。索罗斯的投资哲学是建立在“反身性理论”的基础之上，它的理论含义是：

假设人的行为是y，人的认识是x，由于人的行动一定是由人的认识所左右的，因此，行为是认识的函数，表述为：

$$y=f(x)$$

它的含义是：有什么样的知识就有什么样的行为。

同样，人的认识并不是孤立出现的，人的认识是受客观世界的影响的，而客观世界又是与人们的行为紧密相关的。这也就意味着，人的行为对人的认识有反作用，认识是行为的函数，表述为：

$$x=F(y)$$

它的含义是：有某一类行为就会有某一类知识。

把上述两个式子合并之后，我们可以得到这样的公式：

$$y=f(F(y))$$

$$x=F(f(x))$$

这就是说，x和y都是它自身变化的函数——认识是认识变化的函数，行为是行为变化的函数。索罗斯将该函数模式称作“反身性”。它实际上也是一种“自回归系统”。

2、反身性理论模型

索罗斯认为：“市场中存在着为数众多的参与者，他们的观点必定是各不相同的，其中许多偏向彼此抵消了，剩下的就是所谓的‘主流偏向’。”“存在着一种反身性关系，其中股票价格取决于两个因素——基本趋势和主流偏向——这两者又过来受股票价格的影响。”

如图所示，在索罗斯给出的图表中，我们可以看出他所表述的基本趋势，是指上市公司股票每股收益的变化趋势。而股票市场众多参与者对每股收益变化的趋势产生的偏差会彼此抵消，那么，剩下的就是“主流偏向”在起决定性的影响作为。

如果股票价格的变化加强了基本趋势，我们称这个趋势为自我加强的，当它们作用于相反的方向时，则称之为自我矫正的。同样的术语也适用于主流偏向，可能自我加强，也可能自我矫正。理解这些术语的意义是很重要的，当趋势得到加强时，它就会加速，当偏向得到加强时，预期和未来股票价格的实际变化之间的差异就会扩大；反之，当它自我矫正时，差异就缩小。至于股票价格的变化，我们将它们简单地描述为上升的和下降的，当主流偏向推动价格上涨时，我们称其

为积极的；当它作用于相反的方向时，则称为消极的。上升的价格变化为积极的偏向所加强，而下降的价格变化为消极的偏向所加强，在一个繁荣/萧条的序列中，我们可以指望找到至少一个上升的价格变化为积极偏向所加强的阶段和一个下跌的价格变化为消极偏向所加强的阶段。同时一定还存在着某一点，在这一点上基本趋势和主流偏向联合起来，扭转了股票价格的变化方向。

这两条曲线的一个典型走向可能如图所示。起初，对基本趋势的认定将是在一定程度上滞后的，但该趋势已经足够强大，并且在每股收益中表现出来（A—B）。基本趋势被市场认可后，开始得到上升预期的加强（B—C），此时，市场仍然非常谨慎，趋势继续发展，时而减弱时而加强，这样的考验可能反复多次，在图中只标出了一次（C—D）。结果，信心开始膨胀，收益的短暂挫折不至于动摇市场参与者的信心（D—E）。预期过度膨胀，远离现实，市场无法继续维持这一趋势（E—F）。偏向被充分地认识到了，预期开始下降（F—G）。股票价格失去了最后的支持，暴跌开始了（G）。基本趋势反转过来，加强了下跌的力量。最后，过度的悲观得到矫正，市场得以稳定下来（H—I）。

我们认为，主流偏向就是指上市公司、机构投资者、券商等行为团体（大股东），或者行为个人（小股东），对股票市场和对上市公司的具体股票产生的思想观念和认识（有没有前景、价格定位是否偏低、有没有价值回归的机会、各方面的条件是否允许适当炒作等），以及已经在实施、或者正在实施的市场交易行为（有意识、有动机、有目的的交易行为）产生的客观的市场表现结果和事实（用 K 线所表现出现的图表形态）。

如果真的是这样，“主流偏向”就是对股价有决定影响作用的“主力机构”、“庄家”这种投资主体和投资行为的代名词。这实际上就是“有意或者无意的、偶然或者必然的情况下发生的股票价格的操纵行为主体”。索罗斯在美国这样一个比较成熟、规范的市场，为了避开严格的监控体制，避免社会公众对市场操纵行为的反感，把对主力机构、庄家对股价的操纵行为，含蓄、隐晦的描述为“反身性理论”，这不愧是一个了不起的哲学家的思维和风格。

索罗斯的“洞察力”，也就是窥探和理解交易者的动机和灵魂的能力。然后，他利用这种操纵手段，恰到好处地把握这种游戏规则，这就是他“狙击全世界”、称雄全世界金融和股票市场的技巧和手段。他的洞察力在于发现了在美国、以及全世界金融和股票市场上或明或暗的股票价格的操纵行为，并用“反身性理论”隐喻了股价操纵的整个过程。他自己则从发现中获得了一次又一次盈利的机会：恰到好处的实施“做庄”的战略，或者准确适时地把握了“跟庄”的机会。

投资原则

索罗斯是金融界的怪才鬼才奇才，他在国际金融界掀起的索罗斯旋风几乎席卷世界各地，所引起的金融危机令各国金融界闻之色变。从古老的英格兰银行，南美洲的墨西哥，到东南亚新兴的工业国，甚至连经济巨兽日本，都未能幸免在索罗斯旋风中败北。索罗斯管理的对冲基金，投资使用的金融工具，以及使用的资金数量是一般投资者难以望其项背的，但他的投资秘诀对一般投资者还是有借鉴启迪作用的。下面就是索罗斯的 24 个投资秘诀：

1. 突破扭曲的观念

索罗斯通过早期哲学研究发现人类的认识存在缺陷，对真实的看法有所扭曲，而金融投资的核心就是要对人类存有缺漏和扭曲的认识作文章。

2. 关注市场预期

索罗斯对传统经济学理论建立的完全自由竞争模式不以为然，他认为供需关系的发展会受市场操纵，从而导致价格波动，而不是趋于均衡。此外，未来价格的走势却又是由当前的买入或卖出行为所决定的。因此要依靠自己的认识对市场进行预期。

3. 市场的无效性

古典经济学的有效市场理论假定金融市场最终会走向均衡，而依据索罗斯的观点，金融市场的运作方式注定其是无效市场，即非理性。依靠有效市场理论对行情的判断依据也是靠不住的，利用和把握了无效市场所提供的投资机会，使索罗斯的基金发展壮大。

基金大鳄索罗斯：中国房地产挺不过三年

4. 寻找偏差

金融市场在不均衡中运转造成市场参与者的市场预期与客观事物出现不可避免的偏差，寻找

市场可能出现过度非均衡的倾向是发现投资机会的捷径。

5. 发现联系

市场参与者带着偏见操作，而偏见本身也能影响事件的推展。索罗斯认为市场参与者的偏见和现实事态的进程存在反作用联系，未来的事件被期望所塑造。

6. 揭示市场偏见

根据反射理论，市场天生就不稳定，偏见和认知缺陷将进一步导致市场波动，又将再次影响了投资人的期望——认知和现实间出现双向的回馈，这种不稳定将对投机者极为有利。

7. 利用市场不稳定

当市场预期与客观事物出现偏差时，金融市场会出现连续“涨跌”的不稳定状态，从而给投资者提供了了解市场想法的机遇。

8. 把握混乱

索罗斯以为，股票市场运作的基础不是逻辑层面，而是基于群体本能的心理层面，理解金融市场中混乱根源正是其挣钱的良方。

9. 善用过度反应的市场

散户投资人的认知缺陷和盲从会使市场过度扩大，而当偏差过大至超过某个临界点时，则会出现相反趋势。索罗斯在大部分的时候会一边跟着趋势走，一边寻找趋势的转折点并准备反向投资。

10. 基本面

索罗斯认为市场参与者的偏见不仅决定市场价格，而且还影响到“基本面”，从而反射理论将发挥作用。一旦觉察到基本面受影响，则能快人一步。

11. 先投资再调查

索罗斯在投资实践中，总是根据研究先假设一种发展趋势，然后建立小仓位来试探市场，若假设有效，则继续投入巨资；若假设是错误的，就毫不犹豫地撤资。

12. 预测趋势

索罗斯善于从宏观的社会、经济和政治因素来分析行业和股票，以期发现预期和实际股票价格之间的巨大差距从而获利。

13. 勇于突破

很多投资者的错误是明明准确地把握市场趋势却因为缺乏自信而错失良机。索罗斯的观点就是：如果你对某笔交易有很大的把握，就应该勇于大量注资，在高杠杆上保持平衡。

14. 兼听则明

索罗斯认为，除了凭借专业知识进行分析之外，直觉在投资方面的作用也很重要。而他的直觉常常来自于对国际贸易状况宏观考虑以及从身边诸多国际金融权威人士了解到的他们对宏观经济发展趋势看法和策略。

15. 求生自保

尽管用信用杠杆进行投资可以扩大盈利，但一旦出现错误将会损失惨重。索罗斯成功的原因之一即是他擅长于绝处求生，发现错误时趁早平仓，及时撤退，以避免更大损失。

16. 接受错误

索罗斯认为，虽然犯错误不是什么光彩的事情，但这毕竟是游戏的一部分。因此他在投资一开始常常假设自己建立的投资仓位可能有错，并提高警觉，如此一来，就能比大多数人更为及时地发现和纠正错误。

17. 切忌赌徒心态

在索罗斯看来，承担风险本身无可厚非，但那种孤注一掷的赌博式冒险应该及时制止。

18. 思考和自省

索罗斯对待金融市场有一种超然物外的耐心，他认为利率和汇率变动的效果需要时间，因而整个投资往往是一场持久战。花时间去思考，学习和自省往往是等待过程中重要的一个环节。

19. 忍受痛苦

索罗斯曾说过，如果你未准备好忍受痛苦，那就不要再玩这种游戏。投资者必须懂得如何保

持冷静、承受亏损。

20. 心理素质

稳定的心理素质和钢铁般的意志是索罗斯成功的重要秘诀，他理解市场有非理智的一面，因此，他就如同牧羊人一样，在大部分的时间随着羊群移动，一旦出现一个机会就会敏锐地觉察到并冲到羊群前面。

21. 两面避险

索罗斯是对冲基金领域里的大师级人物，他懂得在通过在多头和空头两面下注，将投资部位中风险资产的组成多样化，从而在一定程度上规避风险。

索罗斯：中国股市在 2008 年奥运会结束前会平稳运行

22. 保持低调

索罗斯在投资方面大开杀戒的同时，对自身常常保持低调，他对自己的投资策略总是讳莫如深，也很少将自己的秘密公布于众。

23. 善用杠杆

懂得利用杠杆不但可以提高投资力度，同时还能进一步提高报酬率。但是杠杆投资不仅需要好的心理素质，还需要保持杠杆平衡的技巧和能力。

24. 最佳与最差

索罗斯的宏观分析为关注大格局——国际政治、各国货币政策、通货膨胀、利率、汇率的变化等。然后他会选取一行业中最好和最差的股票并忽略其他股票，他相信这种套头策略会有很好的表现。



香港世纪金融大决战护盘手法实录

本文源自 Project Syndicate 作者乔治·索罗斯（George Soros）

乔治·索罗斯，索罗斯基金管理公司和开放社会基金会主席

早在唐纳德·特朗普当选美国总统之前，我向我的朋友致以假日问候：“这不是寻常时期。愿你在乱世中脱颖而出。”现在，我觉得有必要和世界其他人分享这一信息。但在这么做之前，我必须告诉你我是谁、我持有什么立场。

我是匈牙利裔犹太人，今年 86 岁。二战结束后，我成为美国公民。很早我就领教了哪种政治体制胜出是一件非常重要的事。1944 年，希特勒德国占领匈牙利，这是一段对我的人生产生了巨大影响的经历。若非家父深知局势的严重性，我大概早已灰飞烟灭了。他为自己的家庭和其他许多犹太人伪造了身份；在他的帮助下，大部分人活了下来。

1947 年，我逃离了共产主义匈牙利，来到英国。作为一名伦敦经济学院学生，我受到哲学家卡尔·波普尔（Karl Popper）的影响，并以可错性和反身性为基础发展出我自己的哲学。我区分两种政治体制：第一种体制是人民选择领袖，领袖应该保护选民的利益；第二种体制是统治者操纵臣民以满足统治者的利益。在波普尔的影响下，我将第一种社会称为开放社会，第二种称为封闭社会。

这一分类过于简单。纵观历史，各种不同的程度和变体随处可见，既有运转良好的模式，也有失败国家，还有各种处于不同状态的不同水平的政府。尽管如此，我仍然觉得区分这两种体制类型非常有用。我成为第一种体制的积极推动者和第二种体制的反对者。

我认为，当下是一个非常痛苦的历史时刻。开放社会处于危机之中，各种形式的封闭社会——从法西斯到流氓国家——纷纷崛起。这是如何发生的？我能找到的唯一解释是民选领袖没有满足选民的合理期望和愿望，而这一失败导致选民不再对流行的民主和资本主义抱有幻想。很简单，许多人觉得精英偷走了他们的民主。

苏联解体后，美国成为仅有的超级大国，同等地致力于民主和自由市场原则。此后的重大发展趋势是金融市场全球化，其先锋宣扬全球化增加了全球财富。毕竟，即使赢家补偿输家，他们仍然能够获得不少东西。

这一观点具有误导性，因为它忽视了一个事实：赢家很少甚至从不补偿输家。但潜在的

赢家拿出足够多的钱来宣扬这一观点并使它被普遍接受。这是自由企业——或我所谓的“市场原教旨主义”——信徒的胜利。由于金融资本是经济发展不可或缺的要素，而极少有发展中国家能够自力更生获得足够资本，因此，全球化势如野火燎原。金融资本能够自由流动，规避税收和监管。

全球化产生了深远的经济和政治后果。它给穷国和富国带来了一定程度的趋同，这是利；但它也加剧了穷国和富国内部的不平等性，这是弊。在发达世界，利主要归集于仅占不到1%的人口的大金融资本所有者。缺少再分配政策是不满的主要来源，而不满被民主的反对者所利用。但也有其他因素，特别是在欧洲。

我曾经是欧盟的铁杆支持者，自立盟以来就是。我将它视为开放社会思想的具体化：一个由愿意为了共同利益牺牲部分主权的民主国家组成的联盟。一开始，它是一项大胆的实验，用波普尔的话说，这是“渐进式社会工程”。欧盟领导人制定了一个可实现的目标和一个确定的时间点，并动员实现目标所需要的政治意愿，他们十分清楚，每一步都是后续步骤的必要条件。就这样，欧洲钢煤共同体发展成欧盟。

然后，有些东西发生了严重问题。2008年大崩盘后，平等国家的自愿联盟演变为一种债权人-债务人关系，债务国难以履行义务，而债权国给债务国制定了必须遵守的条件。这一关系既非自愿，也不平等。

德国成为欧洲霸权，但它没有履行成功的霸权必须满足的义务，即超越狭隘的自身利益，着眼于依靠霸权的人民的利益。试将二战后的美国与2008年大崩盘后的德国相比：美国启动了马歇尔计划，并最终发展成欧盟；德国施加了有利于其狭隘自身利益的紧缩计划。

重新统一前，德国是推动欧洲一体化的主要力量：它永远愿意多拿出一些东西来说服抵制力量。还记得德国为了满足撒切尔夫人关于欧盟预算的要求而做出的牺牲吗？

但在1:1的基础上统一德国代价高昂。雷曼兄弟（Lehman Brothers）倒闭时，德国认为自己没有富裕到能承担更多义务。当欧洲财政部长们宣布决不能允许其他具系统重要性的金融机构再倒闭时，德国首相默克尔正确地领会了选民的意思，宣布各成员国应该照顾好各自的机构。这就是分裂过程的开端。

2008年大崩盘后，欧盟和欧元区越来越难以保证正常运转。现实情况与马斯特里赫特条约所规定的情况渐行渐远，但条约修订的可能性越来越小，最终完全消失，因为不可能得到批准。欧元区成为过时的法律的牺牲品。急需的改革只有通过寻找条约漏洞才能实施。局面因此变得越来越复杂，选民也开始离心离德。反欧盟运动的崛起进一步影响到欧洲机构的运转。2016年，分裂取得重大利好，首先是英国脱欧，然后是特朗普当选美国总统，以及12月4日意大利选民以明显优势拒绝宪政改革。

现在，民主处于危机之中。甚至世界民主领袖美国也选择了一位行为艺术家和潜在者来当总统。尽管特朗普在当选后口风有所软化，但其行为和顾问团都没有发生变化。他的内阁成员都是些不胜任的极端分子和退休将军。

未来会如何？

我有信心美国的民主将表现出恢复力。美国宪法和制度——包括第四等级（媒体）——足以阻止行政权越界，从而防止潜在的成为现实。

但从近期看，美国将受制于内斗，成为斗争目标的少数群体将蒙受损失。美国将无法在世界其他地区保护和推行民主。相反，特朗普将更多地于者改善关系。这将让其中一些者与美国和解，而另一些将不受干扰地推行。特朗普更喜欢做交易，而不是捍卫原则。不幸的是，这在他的基本盘中将大受欢迎。

我特别担心欧盟的命运，在俄罗斯总统给普京的影响下，欧盟岌岌可危。普京的政府概念与开放社会格格不入。普京不是最新发展趋势的消极受益者；他竭尽全力推动着趋势的发展。

他认识到他的政权的弱点：它可以开采自然资源，但无法形成经济增长。他感受到格鲁吉亚、乌克兰和其他国家的“”的威胁。一开始，他试图控制社交媒体。接着，他漂亮地利用社交媒体的业务模式传播假信息和假新闻，误导选民、动摇民主。就这样，他帮助特朗普胜选。

2017年荷兰、德国和意大利的欧洲选举季也有可能发生同样的情况。在法国，两位领

先的竞争者与普京关系密切，意欲对普京采取绥靖政策。无论谁胜出，普京主导欧洲都将成为既成事实。

麻烦在于普京用来动摇民主的方法不可用于重建对现实的尊重和平衡的现实观。我希望欧洲领导人和公民认识到这将威胁到他们的生活方式和作为欧盟立盟基础的价值观。由于经济增长停止、难民危机失控，欧盟现在已经处于解体边缘。

欧盟即将经历类似于 20 世纪 90 年代初苏联的体验。认为欧盟必须拯救才能从根本上再造欧盟的人必须竭尽全力带来更好的结果。

香港世纪金融大决战护盘手法实录

1997 年索罗斯刚在东南亚得手，就把目标转向了香港，而且拿出了自己的绝招——股市、期市、汇市三栖立体战术。

索罗斯无论如何也想象不到，前进的脚步永远停止在香港。

一、三栖立体战术原理

三栖战术的原理很简单，攻击者在汇市、期市、股市同时发动进攻，让被攻击者顾此失彼。股、期、汇三栖作战，不能有任何一个环节失守，只要一个环节被突破，就会全盘皆输。这是一个“连环套”，央行的力量是有限的，救股市、期市，难救汇市，救汇市又难以顾忌股市和期市。保护股市、期市就要维持国内流动性充足，难保汇市；力保汇市又必须维持高利率，就会打压股市、期市。

东南亚金融危机为国际炒家赚足了市场名声，索罗斯更是被市场奉为神明。也许是地缘的原因，索罗斯将目标转向香港，挟东南亚击溃诸国央行之威，索罗斯欲一举拿下香港。在进攻香港的过程中，索罗斯就拿出了以上的“三栖立体战术”，同时在汇市、期市、股市三发动了进攻。

索罗斯率领国际炒家先后在 1997 年 10 月、1998 年 1 月、6 月和 8 月四次进攻港币汇率、H 股市场和恒生指数期货。

现在看来，索罗斯的做法是先在股市、汇市上大盘吃进，促使股价和汇率上升，同时大量放空股指期货和外汇远期，再靠前期吃进的股票和本币砸盘，导致股价和汇率大跌，在股指期货和外汇远期上赚取利润。

香港实行“联系汇率制”（Currency board）将港币与美元汇率固定下来，严格按照 1:7.8 的比率兑换，中银香港等发钞行有 1 元美钞准备才可以发行 7.8 元港币。联系汇率制下，等于承诺可自由兑换外汇，条件为 1:7.8，有绝对保证。一旦这个制度被打破，汇率就会失去控制、人们就会争相把港币兑换成美元，银行就会倒闭、港币就会被废弃、整个金融系统就会瘫痪、香港经济系统就会崩溃！

为保住或打破联系汇率制，双方各出奇招，在接近一年的过程中，几次变换阵型，甚至临阵改变战法。对手三路攻击、港府三路回击，精彩纷呈的故事令人目不暇接，堪称是世界上最经典的一次金融护盘战，场面恢弘绝不逊于一流好莱坞大片。（2015 年中国 A 股市场股灾背景下，有一本名叫《主交易员》的小说，以艺术形式再现了香港金融保卫战）

二、试盘

1997 年 10 月，同样属于中国的台湾地区未做任何抵抗就对索罗斯举起了白旗，17-22 日新台币贬值 3.3%，创下 10 年来新低。此后，短短数日内新台币贬值 10%，攻击香港市场的时机成熟了！

此时，索罗斯发动了第一波攻击！真正的战争有佯攻，金融战争也一样，索罗斯这次是试探性攻击，行话“试盘”。

10 月 22 日晚，伦敦离岸市场突然出现了一单价值 30 亿美元的港元卖盘，一下就让港币狂跌至 1:8.44 的位置，实际已经砸穿了联系汇率制。好在这是海外离岸市场，不是香港本土市场，虽然有本土资金前往伦敦市场套利，很快这笔巨单就撤掉了，也就是市场中所谓的“码盘”或者“虚盘”。

伦敦市场当然是虚张声势，目标在于召唤全球所有炒家狂砸港元汇率。10 月 23 日上午，大量国际炒家开始做空港币，港币根本守不住 1:7.75 警戒线，一度被砸到了 1:7.8 的生死线。

一旦本土市场 1:7.8 生死线被攻破，联系汇率制就算被打破了。所以，这是大陆和港府都不

能忍受的事儿，要不惜一切代价保卫香港！

这一次，国际炒家在香港市场动用了立体战术，在猛攻联系汇率制的同时开始打压香港股市，只要恒生指数期货和联系汇率制有一个被打破，国际炒家都将获利。

2015年6月份，中国A股指数一天跌个二三百点全中国股民就开始吵吵“股灾”。咋就这么没见过世面呢，从10月20日恒生指数出现异动开始，到10月23日整整跌去了3200点，其中，10月23日国际炒家正式动手当天跌掉了1211点，一天之内狂跌1000多点，大家可以想一想，当时是一种多么恐惧的场面？

如果单纯以点数计算，1997年10月23日香港恒生指数是全球有股市以来的最大单日跌幅，远远超过了之前的1929年大危机，也超过了后来2008年的全球金融海啸。没有最狠，只有更狠，10月28日，恒生指数单日再跌1438点，刷新了自己创造的世界纪录！短短几天内，港股从16800点的高位跌到9000点，2万亿港元的总市值凭空蒸发！

这还不算，在短短几天内香港楼市开始异动，跌去了20%。如果这种情况哪怕再继续几天，所有以港元计价的资产都会夺路而逃，结果必定是自相践踏，所有人都把手中的资产换成美元，羊群效应一旦成功，联系汇率制必然被打破。

现在看来1997年10月国际炒家的动作是试盘，那是因为港府挡住了第一波攻击。当时没有人相信这是试盘，而是一次实实在在的饱和式攻击，东方之珠危在旦夕，马上就要成为东南亚金融危机中的下一个牺牲品！

这种时候港府再不出手，那就是“港督”！

10月23日，港府在遭到攻击的第一时间出手救市。很遗憾，迄今而至还没有最权威的官方数据公布，我们只能简单描述港府的打法与战术。

国际炒家的目标是联系汇率制，所以，港府把主战场放在了汇市，外汇基金开始接盘港元同时抛售美元。最经典的，港府收紧银根，立即对银行间市场进行调节，警告各家金融机构不得超额借出港币，否则，严惩不贷！市场传闻，某家银行因为拆借资金被征收高达1000厘罚息，让你赔掉裤子！

没子弹，看你怎么打！

此令一出，所有曾经借钱给国际炒家的银行业都面临窘境，被迫拆借港元补回敞口，当时隔夜拆借利率被爆炒到300厘的水平，这在世界金融史上绝对是一个记录。

外汇市场一旦稳定，10月23日午尾盘，香港土地基金高调入市，在恒生指数上大手笔吸纳大盘股。为了达到震撼的效果，土地基金选择了最大的证券营业部，每一单都是巨量，以展示港府的救市决心。

金融市场救市不是鬼子进村，低调地不要，必须大鸣大放，让地球人都知道！

现在看来，尾盘入市虽然不一定能把当日恒生指数救回来，却一定能昭示港府决心，给市场以希望。下午，长江实业、中信泰富等大盘股开始宣布回购本公司股票，虽然这些动作未能阻止资本市场进一步下跌，但是，主战场联系汇率制却稳稳站在了1:7.5的历史高位，国际炒家试图打破联系汇率制的企图未能实现。

第一次试盘港府大胜，但是，胜利是有成本的。毕竟股市暴跌、利率高企，资金成本令相当一部分企业不堪重负、房价下挫，也为后来的世纪金融大决战埋下了伏笔。

三、血染香江

首次试盘之后，1998年1月、6月国际炒家分两次在香港金融市场试盘，均被港府击退。1998年8月，在积攒到了足够的子弹之后，国际炒家对香港金融市场发起了总攻，这场金融攻防战在国际金融史上堪称经典，但凡经历过那场大决战的人，无不记忆犹新。

当时，香港股市深跌50%，房价下跌了40-50%，进出口、转口贸易均下降2-5%，就连来港游客也减少了20%，二季度GDP增速居然为-5%！香港正在经历一次真正意义上的经济衰退，就在这个时候，索罗斯和国际炒家再次不请自来，拉开了世纪末一场金融大决战的序幕……

当然，动手之前还是要造足了声势。

关键时刻，美国是不惜动用一切力量为国际炒家站台的。1998年7月，美联储时任主席格林斯潘冒头了，这位老先生的话向来模棱两可，他曾经说过，如果你认为自己猜到了我的意思，

那么你一定错了。这一次不一样，他清晰地表达了自己的意思：金融风暴将让中国经济陷入困顿，6月份中国外汇储备已经开始下降。

格林斯潘也是选择性失明，他怎么不说中国外汇储备除了这个月绝大部分都是上升趋势啊？在此背景之下国际炒家开始兴风作浪，抛出了人民币即将贬值的论断。大陆如果受到影响，皮之不存毛将焉附，香港一准完了！

7月31日，外围市场突然出现了港币卖空盘，总值高达10亿港元，这可不是一个小数目，任何一家机构都不敢轻易接盘。

如果没有机构接盘，外围市场汇率会越来越低，砸破汇率生死线只是迟早的事情。就在这时，纽约市场这10亿港元愣被人一口吃下，据传是香港金管局直接与国际炒家在海外对盘，阻止了这次试探性攻击。

8月28日是香港恒生指数期货的结算日，这一天必须阻止恒生指数跌破某一个点位。否则，国际炒家不但会在恒生指数期货上获得巨额盈利，也会获得足够的港元继续攻击联系汇率制。

这是一场必须打赢的战争！

8月21日，俄罗斯股市狂跌，引发全球金融市场大动荡，美国、欧洲、日本都在狂跌，通常来讲，按照联动效应，港股也会跟着暴跌。

但是，港股在这个时候是不能暴跌的，否则……

在形势极为不利的情况下港府高调入市，8月24日港府开始大举支持恒生市场，大手笔推高股票和股指期货，当日竟将恒生指数逆市推高，成为全球金融市场唯一的亮点。

通常来说股市护盘首选拉动成分股，也就是长江实业、中信泰富、联合电信这样的股票，类似于国内的两桶油、四大行，这样才能最大程度的拉动大盘指数。这一次，港府没有这么做，转而把精力集中到了小盘股。而且出手同样非常凶悍，动辄拉上几倍！

为什么要这么做？

拉动大盘股实在太费力，名不见经传的小盘股则省时省力，稍微注入点资金就是几倍涨幅。对普通投资者来说，获利是最大的理性，这个时候最优选择就是跟风倒，哪儿赚钱就往哪儿跑。买成分股、买小盘股，只要能赚钱，买什么还不都是一样？就当时的情况鬼都知道港府在拉升小盘股，拉升个把中小企业还不跟玩儿一样？

剧烈的涨幅刺激了整个市场的情绪，看多的气氛一下就营造起来了！

正是采取上述策略，恒生指数连续几天稳稳地站在了7800点以上。距离决战只有几天时间了，国际炒家想要反击，却根本不可能在小盘股上囤积子弹，天知道这帮人怎么会动用小盘股？

就在国际炒家为8月28日决战准备的时候，港府已经悄悄使出了绝招——做空9月份股指期货！

对，您没有看错，是港府出手做空9月份股指期货。为什么港府要反手做空，难道嫌自己死的慢不成？

当然不是，这里面有一个移仓的问题，9月份股指期货也是国际炒家的退路。如果不能在8月28日攻破联系汇率制，也不能在当天把恒生指数压下来，国际炒家可以立即把期货合约转移到9月份，也就是所谓“移仓”。只要移仓成功，攻击就可以继续，港府就有输掉这场战争的可能。

现在，港府主动出手做低了9月份股指期货，搞得国际炒家无法向远期移仓。没工夫跟你瞎折腾，就这一把，生死立判！

1997年8月28日，农历七月二十六，宜：平治道涂；忌：掘井。也就是说，这一天适合收拾路上的不平，最好别去给人挖坑！

那一天，香港阴沉的天气给人们的心里凭添了一丝阴影，曾荫权之前在电视演讲中呼吁：炒家所拿走的，不单是金钱，更是香港金融制度的稳定和600万人的信心。

能让他们得逞吗？不能够啊！

当日，刚刚开盘双方攻防就进入了白热化，炒家全线压上，狂抛汇丰银行、香港电讯，这两只股票在权重股中占比非常高，看起来，国际炒家不惜一切代价要拿下当日恒生指数期货。早在前一天港股成交量就突破了230亿元，成为港股有史以来单日最大单日成交额！

8月28日注定是最惨烈的一天！

开市仅仅10分钟，成交额已经高达50亿港币，不仅如此，双方沽盘仍在继续扩大，上午收市的时候成交量居然突破了400亿港币，可见双方赤身肉搏的惨烈。上午收盘前港股收于7829点，仅较周四跌93点。

如果稳住，单从恒生期货一项国际炒家就会把数百亿港元丢入维多利亚港，所以，抛售几乎不计成本、遍及整个市场，所有的子弹都被拿了出来。双方根本就没有什么明确的打法，一方硬抛、一方硬接，收盘的时候当日成交高达790亿港元，单纯在汇丰一只股票上就出现了250亿元的成交，最后交易时段平均每分钟交易3亿元！

港府毫不犹豫，硬性吃下了所有卖盘，恒生指数收于7829点。无疑，对双方来说这都是一场豪赌，港府最后险胜。

当晚，香港财政司司长曾荫权立即宣布：在打击国际炒家、保卫香港股市和货币的战斗中，香港政府已经获胜。后来有人估计，港府在8月份的救市行动中投入了超过1000亿港元，除几大蓝筹股公司外，还成为众多中小公司股东，持股比例接近整个市场市值的4%。

仅仅8月28日一天，国际炒家的损失就超过了60亿港元，1998年香港金融市场大决战，港府完胜！

四、留于功罪后人评

香港金融保卫战至今已经18年了，在这18年间人们不停在争论一个问题：香港金融保卫战究竟是否值得？

香港金融保卫战结束后，一批人公开指责港府破坏规则。诺贝尔经济学奖得主弗里德曼说，港府入市是对自由经济体系的破坏；摩根士丹利亚洲公司前总裁谢国忠言辞更为激烈，政府入市干预股市、期市，很明显，这意味着香港金管局不再紧遵货币发行局制度，或多或少影响市场的信心……。毕竟香港向来以自由港著称，而港府直接介入市场与国际炒家对盘是政府介入经济运行的行为。

关于这个问题其实很简单，这么问的人，我始终觉得有一丝酸酸的味道，类似于打架输了跑到人家门口骂街：我们是小孩子打架，你怎么家长都出面打我们家孩子？

别忘了，就算在号称经济最自由的美国，金融市场也是不允许被人操纵的，有一个罪名叫操纵市场罪！莫非美国的法律只是不能操纵本国市场，却可以操纵其他国家或者地区的金融市场？

只许州官放火不许百姓点灯，这是赤裸裸强盗逻辑！

政府不应该介入微观经济运行是西方经济学金科玉律，国家最神圣的契约中保护国民不受外敌侵犯、掠夺也是应有之义。港府不出手，难道眼睁睁看着国际炒家在东方明珠肆虐，攻城略地截杀我们的财富？

香港政府不该出手救市，按照这个逻辑东南亚政府也不该出手救市，但从来没有人指责东南亚。输了就活该，你没本事，就因为我们赢了就该被指责，是不是？

天下哪有这样的道理？

把潜台词说出来吧：面对西方势力，我们就该俯首称臣，拱手把金融主权让人！同样的道理，如果有一天它们拿着枪炮冲进了我们的家园，我们也应该俯首帖耳。

是不是该这样解读？

以索罗斯为首的国际炒家攻击范畴早就超出了单纯的经济范畴，汇率和货币制度是一国主权象征，它们要碰的恰恰就是我们的主权，是可忍孰不可忍！我们怎么可能看着东方明珠跌落尘埃，怎么能看着自己的经济成果任人蹂躏？

港府财政司司长曾荫权的一席话说出了真谛：这是我一生最艰难的决定，但为了捍卫联系汇率，我们不得不如此。

16.6. 本杰明·格雷厄姆



本杰明·格雷厄姆，证券分析师，1894年5月9日出生于英国伦敦。他享有“华尔街教父”的美誉。代表作品有《证券分析》、《聪明的投资者》等。

1894年5月9日出生于英国伦敦，婴儿的时候随父母移居纽约。格雷厄姆的早期教育是在布鲁克林中学完成的。在布鲁克林中学读书时，他不仅对文学、历史有浓厚的兴趣，更对数学有着非同寻常的喜爱。他喜欢数学中所展现的严密逻辑和必然结果，而这种逻辑的理智对于以盲目和冲动为特色的金融投资市场来说，永远都是最为欠缺的。

人物经历

从布鲁克林中学毕业后，格雷厄姆考入哥伦比亚大学继续深造。虽然他在哥伦比亚大学求学期间，不得不迫于生存的压力，以打工来维持生活和交纳不菲的学费，但他坦然面对生活的种种坎坷，在一批优秀导师的指导下，更深处把头埋进书本和学问当中，从知识中不断吸取营养。1914年，格雷厄姆以荣誉毕业生和全班第二名的成绩从哥伦比亚大学毕业。但为了改善家庭的经济状况，格雷厄姆需要找一份报酬较为优厚的工作，为此，他放弃了留校任教的机会，在卡贝尔校长的力荐下开始步入华尔街。

1914年格雷厄姆从哥伦比亚大学毕业，同年夏天，格雷厄姆来到纽伯格·亨德森·劳伯公司做了一名信息员，不久被提升为证券分析师。

1914年夏天，格雷厄姆来到纽伯格·亨德森·劳伯公司做了一名信息员，主要负责把债券和股票价格贴在黑板上，周薪12美元。虽然这份工作是纽约证券交易所最低等的职业之一，但这位未来的华尔街教父却由此开始了他在华尔街传奇性的投资生活。

格雷厄姆很快就向公司证明了他的能力。在不到三个月的时间里，他就被升职为研究报告撰写人。由于他充足的文学修养和严谨的科学思维，以及渊博的知识，很快他就形成了自己简洁而富有逻辑性的文风，在华尔街证券分析舞台独步一时。

也正是纽伯格·亨德森·劳伯公司给格雷厄姆提供了一个很好的实践与训练场所，才使这位未来的股票大师开始全面熟悉证券业的一整套经营管理知识，了解了包括证券买卖程序、行情分析、进货与出货时机、股市环境与股市人心等在内的实际运作方法。尽管格雷厄姆未受过正式的高学院教育，但这种源自亲身实现的经验，远远比书本上的描述来得更为深刻有力，这给他日后在股票理论上的探索，打下了极为坚实的基础。

公司老板纽伯格经过仔细观察，发现格雷厄姆身上蕴藏着巨大的潜力与才干。不久，格雷厄姆就又被提升为证券分析师。升任证券分析师是格雷厄姆一生事业的真正开始。

当时，人们习惯以道氏理论和道·琼斯指数来分析股市行情，而对单一股票、证券的分析尚停留在较为原始、粗糙的阶段，而且普通投资者在投资时通常倾向于债券投资方式，而对于股票投资，投资者普遍认为过于投机，风险太大，令人难以把握。之所以造成投资者作出如此选择，一方面是因为债券有稳定的收益，而且一旦发行债券的公司破产清算，债券持有人较股东有优先清偿权，购买债券的安全系数明显要高于购买股票；另一方面主要是因为一般公司仅公布笼统的财务报表，使投资者难以了解其真实的财务状况。格雷厄姆透过那些上市股票、债券公司的财务报表，以及对那些公司资产的调查研究发现，上市公司为了隐瞒利润或在债权清理时逃脱责任，常常千方百计地隐瞒公司资产，公司财务报表所披露的是低估后的资产，而这一做法造成的直接后果就是反映到股市上的股票价格往往大大低于其实际价值。操纵者可以通过发布消息来控制股价的涨跌，股市完全在一种几乎无序而混乱的状态下运行。

格雷厄姆决定拿隐瞒大量资产的公司开刀。他开始从上市公司本身、政府管理单位、新闻报道、内部人士等多种渠道收集资料，通过对这些收集到的资料进行研究分析，搜寻那些拥有大量隐匿性资产的公司。

1915年9月，格雷厄姆注意到一家拥有多家铜矿股权的矿业开发公司——哥报海姆公司，该公司当时的股价为每股68.88美元。格雷厄姆在获悉该公司即将解散的消息后，通过各种渠道收集这家公司的有关资料，对这家公司的矿产和股价进行了详尽的技术分析，发现了该公司尚有大量的不为人知的隐蔽性资产，通过计算，格雷厄姆准确地判断出该公司股票的市场价值与其实际资产价值之间有一个巨大的价差空间。他认为投资该公司的股票将会带来丰厚的回报，建议纽伯格先生大量买进该股票。纽伯格先生接受了格雷厄姆的建议。当1917年1月哥报海姆公司宣布解散时，纽伯格·亨德森·劳伯公司从这笔买卖中赚取了数十万美元的利润，其投资回报率高达18.53%。

格雷厄姆作为证券分析师，因其对投资股票的准确判断而开始在华尔街有了一些小小的名声，他决定在华尔街小试牛刀。

他应一些亲戚、朋友之邀开始尝试为一些私人做投资。刚开始时，格雷厄姆所操作的私人投资确实获得了良好的收益，但一年后发生的“萨幅轮胎事件”却给格雷厄姆带来一记重创。

当时在华尔街暗中盛行一种买入即将公开上市公司股票，待其上市后再从中套利的操作手法。格雷厄姆的一位朋友向他介绍说，萨幅轮胎公司的股票即将公开上市。格雷厄姆未及仔细分析，便联合一批同事、朋友分批购入萨幅轮胎公司的股票。但这些股票认购纯粹是一种市场操纵行为，幕后操纵者在将该股股价狂炒之后，突然抛售，致使包括格雷厄姆在内的大批投资者被无情套牢，而该股票最终也无法上市。

“萨幅轮胎事件”给格雷厄姆上了生动的一课，使格雷厄姆对华尔街的本质有了更深刻的认识，同时，也使格雷厄姆从中得出了两点经验：一是不能轻信所谓“内部消息”，二是对人为操纵市场要保持高度的戒心。这些都促使格雷厄姆逐渐走向成熟。

1920年格雷厄姆成为纽伯格·亨德森·劳伯公司的合伙人。他继续通过实践积累更多的经验。随着他的一个又一个辉煌的胜利，他的投资技术和投资理念日渐成熟。

在格雷厄姆看来，投机并不是一项好的投资，因为投机是建立在消息上面的，其风险非常高。当股价已升至高档的上端时，很难说哪一只股票没有下跌的风险，即便是绩优股也不例外。所以，从严格的意义上讲，基于事实本身的投资和基于消息的投机，两者所蕴涵的风险是截然不同的。如果一家公司真的营运良好，则其股票所含的投资风险便小，其未来的获利能力一定比较高。同时，格雷厄姆还认为，风险在股市上是永远存在的，没有风险就没有股市，任何一个投资者要想成功，均需依靠行之有效的技巧来规避风险并进而获利。格雷厄姆将期权买卖交易运用到规避投资风险上，为自己的投资组合设计了一整套系统保险方案，如当一证券看涨时，仅花少许金额买下它的待买期权，待日后升值时再以约定价格低价买进；当某一证券看跌时，花少许金额买进其待卖期权，以便将来下跌后再以约定价格高价卖出。期权买卖利用其杠杆作用，可以以小搏大，使得无论市场走向如何，都具有投资获利的潜力。即使对证券价格走向判断失误，其损失最多只限于购买期权时所投入的一小笔资金，而不至于一落千丈。

格雷厄姆规避风险的技术对于那些时刻担心自己的投资会因证券市场的变幻莫测而损失殆尽的投资者而言无疑是一种万全之策。格雷厄姆也因此华尔街树立起了自己独特的信誉。

1923年年初，格雷厄姆离开了纽伯格·亨德森·劳伯公司，决定自立门户。他成立了格兰赫私人基金，资金规模为50万美元。格雷厄姆决定以此为基础，大展宏图。他选中的第一个目标就是赫赫有名的美国化工巨头：杜邦公司。

1920年，美国军火巨头杜邦公司利用通用汽车公司正陷于暂时无法偿还银行贷款的财务困境，通过一场蓄谋已久的兼并战，最终兼并了通用汽车公司。杜邦公司对通用汽车公司的兼并形成了两公司交叉持股的状况。到了1923年8月前后，由于一战结束，美国经济进入复苏，杜邦公司失去了军火暴利来源，股价急剧下滑，每股股价仅维持在297.85美元左右；而通用汽车公司因汽车市场需求的大增而利润直线上升，每股股价高达385美元。

格雷厄姆注意到杜邦公司和通用汽车公司股价之间存在巨大的差距。经过分析，他认为由于杜邦公司持有通用38%以上的股份，而且这一份额还在不断增加，所以市场现阶段两种股票之间的价格差距就是一种错误，而由股市造成的错误迟早都会由股市自身来纠正，市场不可能对明显的错误长久视而不见，一旦这种错误得到纠正之时，就是有眼光的投资者获利之时。

格雷厄姆不仅大笔买进杜邦公司股票，而且更大笔地卖出通用汽车公司的股票。这样，他就会因杜邦公司股票上涨和通用汽车公司股票下跌而双向获利。两个星期后，市场迅速对这两公司股价之间的差距作出了纠正，杜邦公司股价一路攀升，升至每股365.89美元，而通用汽车公司股票随之下跌，跌至每股370美元左右。格雷厄姆迅速获利了结，不算他卖出吃过通用公司股票之间的差价，其单项投资回报率高达23%。这使格兰赫基金的大小股东们都赚了大笔的钱。

格兰赫基金运作一年半，其投资回报率高达100%以上，远高于同期平均股价79%的上涨幅度，但由于股东与格雷厄姆在分红方案上的意见分歧，格兰赫基金最终不得不以解散而告终。但这却使格雷厄姆意外地遇到了他的最佳黄金搭档——杰罗姆·纽曼。纽曼具有非凡的管理才能，

处理起各种繁杂的事务显得游刃有余，这使格雷厄姆可以腾出更多的精力来专注于证券分析，作出投资策略。

在1929年9月5日开始的华尔街崩盘中，格雷厄姆几乎到了破产的边缘。

1934年年底出版《有价证券分析》（Security Analysis）。

1936年出版《财务报表解读》。

1949年出版《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）。

人物成就

代表著作

《有价证券分析》诞生

华尔街惨遭重创和苦苦支撑的时期，也正是格雷厄姆关于证券分析理论和投资操作技巧日渐成熟的时期。1934年年底，格雷厄姆终于完成他酝酿已久的《有价证券分析》这部划时代的著作，并由此奠定了他作为一个证券分析大师和“华尔街教父”的不朽地位。

道氏理论

在格雷厄姆的《有价证券分析》出版之前，道氏学说是股市投资中最早提出的股市技术分析理论。其核心是如何通过股票价格或股市指数的历史轨迹来分析和预测其未来的走向和趋势。道氏学说将股市的涨落分为主导潮流、次级运动和日常波动三种类型。它认为由于次级运动和日常波动的随机色彩很浓，不易预测和捕捉，而且持续时间往往不太长久，把握股市运动的主导潮流对投资者来说就显得格外重要。道氏学说详细阐述了牛市和熊市的股市运动特征以及如何判断股市的主导潮流。同时，道氏学说还指明股市趋势发生逆转时所必须经历的三个过程：首先是股市发生长时间或大幅度的修正，同时明显地反映在道·琼斯工业指数和运输指数上；其次是股市出现反弹时，其中某一个指数或者两个指数同时都未能逾越修正前的历史水准；再次是股市再度出现修正后，两个指数的修正幅度都更大于前一次的水平，同创新低。所以，道氏学说主要是一种把握股市整体运动趋势的理论。

费歇学说

在格雷厄姆写作《有价证券分析》的同时，菲利普·费歇提出了费歇学说。费歇学说认为可以增加公司内在价值的因素有两个：一是公司的发展前景，二是公司的管理能力。投资者在对该公司投资之前，必须对该公司进行充分的调查。费歇认为在判定该公司是否具有发展前景时，不必过于看重该公司一两年内的销售额年度增长率，而是应从其多年的经营状况来判别；同时，还应考察该公司是否致力于维持其低成本，使利润随销售增长而同步增长，以及该公司未来在不要求股权融资情况下的增长能力。在考察公司的管理能力时，应注意管理人员是否有一个可行的政策，使短期利益服从长远利益；管理人员是否正直和诚实，能否处理好和雇员之间的工作关系；以及公司之所以区别同业中其他公司的业务或管理特点。费歇学说主张购买有能力增加其长期内在价值的股票。

格雷厄姆的《有价证券分析》与道氏学说和费歇学说研究的着眼点是截然不同的，他所涉及的是一个到他为止尚无人涉足的领域。

《有价证券分析》精髓

投资与投机

首先，格雷厄姆统一和明确了“投资”的定义，区分了投资与投机。在此之前，投资是一个多义词。一些人认为购买安全性较高的证券如债券是投资，而购买股价低于净现值的股票的行为是投机。而格雷厄姆认为，动机比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借款去买证券并希望短期内获利的决策不管它买的是债券还是股票都是投机。在《有价证券分析》一书中，他提出了自己的定义：“投资是一种通过认真分析研究，有指望保本并能获得满意收益的行为。不满足这些条件的行为就被称为投机。”

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资的证券来说，基本金必须有某种程度的安全性和满意的报酬率。当然，所谓安全并不是指绝对安全，而是指在合理的条件下投资应不至于亏本。一旦发生极不寻常或者意想不到的突发事件也会使安全性较高的债券顷刻间变成废纸。而满意的回报不仅包括股息或利息收入而且包括价格增值。格雷厄姆特别指出，所谓“满意”是一个主观性的词，

只要投资者做得明智，并在投资定义的界限内，投资报酬可以是任何数量，即使很低，也可称为是“满意的”。判断一个人是投资者还是投机者，关键在于他的动机。

要不是当时债券市场的表现很差，格雷厄姆有关投资的定义也许会被人们所忽视。在 1929 年到 1932 年短短 4 年间，道·琼斯债券指数从 97.70 点跌至 65.78 点，许多人因购买债券而破了产。债券在人们的心目中不再被简单地视为纯粹的投资了，人们开始重新审视原来对股票和债券的投资与投机的粗浅性认识，格雷厄姆适时提出的投资与投机的定义，帮助许多人澄清了认识。

数量分析方法

格雷厄姆的《有价证券分析》一书在区分投资与投机之后，所做出的第二个贡献就是提出了普通股投资的数量分析方法，解决了投资者的迫切问题，使投资者可以正确判断一支股票的价值，以便决定对一支股票的投资取舍。在《有价证券分析》出版之前，尚无任何计量选股模式，格雷厄姆可以称得上是运用数量分析法来选股的第一人。

美国华尔街股市在 1929 年之前，其上市公司主要是铁路行业的公司，而工业和公用事业公司在全部上市股票中所占份额极小，银行和保险公司等投机者所喜欢的行业尚未挂牌上市。在格雷厄姆看来，由于铁路行业的上市公司有实际资产价值作为支撑，且大多以接近面值的价格交易，因而具有投资价值。

19 世纪 20 年代中后期，华尔街股市伴随着美国经济的繁荣进入牛市状态，无论是上市公司的种类，还是股票发行量均大幅度增加。投资者的热情空前高涨，但大多数投资投在房地产方面。尽管房地产公司曾显盛一时，但接踵而来的是一系列房地产公司的破产，而商业银行和投资银行对此却未引起足够的警觉，去关注风险，反而继续推荐房地产公司的股票。房地产投资刺激了金融和企业投资活动，进而继续煽起投资者的乐观情绪。正像格雷厄姆所指出的那样，失控的乐观会导致疯狂，而疯狂的一个最主要的特征是它不能吸取历史的教训。

股市暴跌的原因

在《有价证券分析》一书中，格雷厄姆指出造成股市暴跌的原因有三种：（一）交易经纪行和投资机构对股票的操纵。为了控制某种股票的涨跌，每天经纪人都会放出一些消息，告诉客户购买或抛售某种股票将是多么明智的选择，使客户盲目地走进其所设定的圈套。（二）借款给股票购买者的金融政策。20 年代，股市上的投机者可以从银行取得贷款购买股票，从 1921 年到 1929 年，其用于购买股票的贷款由 10 亿美元上升到 85 亿美元。由于贷款是以股票市价来支撑的，一旦股市发生暴跌，所有的一切就像多米诺骨牌一样全部倒下。直至 1932 年美国颁布了《证券法》之后，有效地保护了个人投资者免于被经纪人欺诈，靠保证金购买证券的情形才开始逐渐减少。（三）过度的乐观。这一种原因是三种原因中最根本的，也是无法通过立法所能控制的。

1929 年发生的股市大崩溃并非投机试图伪装成投资，而是投资变成了投机。格雷厄姆指出，历史性的乐观是难以抑制的，投资者往往容易受股市持续的牛市行情所鼓舞，继而开始期望一个持久繁荣的投资时代，从而逐渐失去了对股票价值的理性判断，一味追风。在这种过度乐观的市场上，股票可以值任何价格，人们根本不考虑什么数学期望，也正是由于这种极度的不理智，使投资与投机的界限变模糊了。

当人们遭受到股市暴跌带来的巨大冲击时，购买股票再一次被认为是投机，人们憎恨甚至诅咒股票投资。只是随着经济的复苏，人们的投资哲学才又因其心理状态的变化而变化，重拾对股票投资的信心。格雷厄姆在 1949 年至 1951 年撰写《有价证券分析》第三版时，认识到股票已经成为投资者投资组合中的重要组成部分。

股票投资方法

在 1929 年股市暴跌后的二十几年里，许多学者和投资分析家对股票投资方法进行研究分析。格雷厄姆根据自己的多年研究分析，提出了股票投资的三种方法：横断法、预期法和安全边际法。

横断法相当于现代的指数投资法。格雷厄姆认为，应以多元化的投资组合替代个股投资。即投资者平均买下道·琼斯工业指数所包括的 30 家公司的等额股份，则获利将和这 30 家公司保持一致。

预期法又分为短期投资法和成长股投资法两种。所谓短期投资法是指投资者在 6 个月到 1 年之内选择最有获利前景的公司进行投资，从中赚取利润。华尔街花费很多精力预测公司的经营

业绩，包括销售额、成本、利润等，但格雷厄姆认为，这种方法的缺点在于公司的销售和收入是经常变化的，而且短期经营业绩预期很容易立即反映到股票价格上，造成股票价格的波动。而一项投资的价值并不在于它这个月或下个月能挣多少，也不在于下个季度的销售额会发生怎样的增长，而是在于它长期内能给投资者带来什么样的回报。很显然，基于短期资料的决策经常是肤浅和短暂的。但由于华尔街强调业绩变动情况与交易量，所以短期投资法成为华尔街比较占优势的投资策略。所谓成长股投资法是指投资者以长期的眼光选择销售额与利润增长率均高于一般企业平均水平的公司的股票作为投资对象，以期获得长期收益。每一个公司都有所谓的利润生命周期。在早期发展阶段，公司的销售额加速增长并开始实现利润；在快速扩张阶段，销售额持续增长，利润急剧增加；在稳定增长阶段，销售额和利润的增长速度开始下降；到了最后一个阶段——衰退下降阶段，销售额大幅下滑，利润持续明显地下降。格雷厄姆认为，运用成长股投资法的投资者会面临两个难题：一是如何判别一家公司处在其生命周期的某个阶段。因为公司利润生命周期的每个阶段都是一个时间段，但这些时间段并没有一个极为明显的长短界限，这就使投资者很难准确无误地进行判别。如果投资者选择一家处于快速扩张阶段的公司，他可能会发现该公司的成功只是短暂的，因为该公司经受考验的时间不长，利润无法长久维持；如果投资者选择一家处于稳定增长阶段的公司，也许他会发现该公司已处于稳定增长阶段的后期，很快就会进入衰退下降阶段，等等。二是如何确定股价是否反映出了公司成长的潜能。投资者选定一家成长型公司的股票准备进行投资，那么他该以什么样的价格购进最为合理？如果在他投资之前，该公司的股票已在大家的推崇下上升到很高的价位，那么该公司股票是否还具有投资的价值？在格雷厄姆看来，答案是很难精确确定的。针对这种情况下格雷厄姆进一步指出，如果分析家对于某公司未来的成长持乐观态度，并考虑将该公司的股票加入投资组合中去，那么，他有两种选择：一种是在整个市场低迷时买入该公司股票；另一种是当该股票的市场价格低于其内在价值时买入。选择这两种方式购买股票主要是考虑股票的安全边际。

但格雷厄姆也同时指出，采用第一种方式进行投资，投资者将会陷于某些困境。首先，在市场低迷时购买股票容易诱导投资者仅以模型或公式去预测股票价格的高低，而忽视了影响股票价格的其他重要因素，最终难以准确预测股票价格走势。其次，当股市处于平稳价格时期，投资者只能等待市场低迷时期的来临，而很可能错过许多投资良机。因此，格雷厄姆建议投资者最好采用第二种方式进行投资。投资者应抛开整个市场的价格水平，注重对个别股票内在价值的分析，寻找那些价格被市场低估的股票进行投资。而要使这个投资策略有效，投资者就需要掌握一定的方法或技术来判别股票的价值是否被低估了。这就引入一个“安全边际”的概念，而用来评估某些股票是否值得购买的方法就是安全边际法。

所谓安全边际法是指投资者通过公司的内在价值的估算，比较其内在价值与公司股票价格之间的差价，当两者之间的差价达到某一程度时（即安全边际）就可选择该公司股票进行投资。很明显，为了应用安全边际法进行投资，投资者需要掌握一定的对公司内在价值进行估算的技术。

公司内在价值

格雷厄姆认为，公司的内在价值是由公司的资产、收入、利润以及任何未来预期收益等因素决定，其中最重要的因素是公司未来的获利能力。因为这些因素都是可以量化的，因此，一个公司的内在价值可用一个模型加以计量，即用公司的未来预期收益乘以一个适当的资本化因子来估算。这个资本化因子受公司利润的稳定性、资产、股利政策以及财务状况稳定性等因素的影响。

格雷厄姆认为，由于内在价值受投资者对公司未来经济状况的不精确计算所限制，其结果很容易被一些潜在的未来因素所否定。而销售额、定价和费用预测的困难也使内在价值的计算更趋复杂。不过这些均不能完全否定安全边际法，经实证研究发现，安全边际法可以成功地运用于以下三个区域：一是安全边际法运用于稳定的证券，如债券和优先股等，效果良好；二是安全边际法可用来作比较分析；三是安全边际法可用来选择股票，特别是公司的股票价格远远低于其内在价值时。

不过，格雷厄姆同时指出，内在价值不能被简单地看做是公司资产总额减去负债总额，即公司的净资产。因为公司的内在价值除了包括它的净资产，还包括这些资产所能产生的未来收益。实际上，投资者也无需计算公司内在价值的精确值，只需估算一个大概值，对比公司股票的市场

价值，判断该公司股票是否具有足够的安全边际，能否作为投资对象。

格雷厄姆虽然比较强调数量分析，但他并不否定质量分析的重要性。格雷厄姆认为，财务分析并非一门精确的学科。虽摊对一些数量因素，包括资产、负债、利润、股利等进行的量化分析是估算公司内在价值所必须的，但有些不易分析的质量因素，如公司的经营能力和公司的性质也是估算公司内在价值所必不可少的。缺少了对这些质量因素的分析，往往会造成估算结果的巨大偏差，以致影响投资者作出正确的投资决策。但格雷厄姆也对过分强调质量因素分析表示担忧。格雷厄姆认为，当投资者过分强调那蜻蜓推以捉摸的质量因素时，潜在的失望便会增加。对质量因素的过度乐观也使投资者在估算公司内在价值时采用一个更高的资本化因子，这会促使投资者去购买潜在风险很高的证券。

在格雷厄姆看来，公司的内在价值大部分来源于可量化的因素而非质量因素。质量因素在公司的内在价值中只占一小部分。如果公司的内在价值大部分来源于经营能力、企业性质和乐观的成长率，那么就几乎没有安全边际可言，只有公司的内在价值大部分来源于可量化的因素，投资人的风险才可被限定。

两个投资原则

格雷厄姆认为，作为一个成功的投资者应遵循两个投资原则：一是严禁损失，二是不要忘记第一原则。根据这两个投资原则，格雷厄姆提出两种安全的选股方法。第一种选股方法是以低于公司 2/3 净资产价值的价格买入公司股票，第二种方法是购买市盈率低的公司股票。当然，这两种选股方法的前提是这些公司股票必须有一定的安全边际。格雷厄姆进一步解释说，以低于公司 2/3 净资产的价格买入公司股票，是以股票投资组合而非单一股票为考虑基础，这类股票在股市低迷时比较常见，而在行情上涨时很少见。由于第一种方法受到很大的条件限制，格雷厄姆将其研究重点放在了第二种选股方法上。不过，以低于公司 2/3 净资产的价格买入股票和买入市盈率低的股票这两种方法所挑选出的股票在很多情况下是相互重叠的。

安全边际学说

格雷厄姆的安全边际学说是建立在一些特定的假设基础上的。格雷厄姆认为，股票之所以出现不合理的价格在很大程度上是由于人类的惧怕和贪婪情绪。极度乐观时，贪婪使股票价格高于其内在价值，从而形成一个高估的市场；极度悲观时，惧怕又使股票价格低于其内在价值，进而形成一个低估的市场。投资者正是在缺乏效率市场的修正中获利。投资者在面对股票市场时必须具有理性。格雷厄姆提请投资者们不要将注意力放在行情上，而要放在股票背后的企业身上，因为市场是一种理性和感性的搀杂物，它的表现时常是错误的，而投资的秘诀就在于当价格远远低于内在价值时投资，等待市场对其错误的纠正。市场纠正错误之时，便是投资者获利之时。

批驳错误认识

格雷厄姆在《有价证券分析》一书中还批驳了一些投资者在股利分配政策上的错误认识。一些投资者认为发放股利只不过是股票的现有价值进行稀释后所得到的一种幻象，但格雷厄姆认为若公司拒绝发放股利而一味保留盈余，则这些盈余一旦被乱用，投资者将毫无利益可言。公司应在保留供其未来发展的资金需求后，将其盈余以现金股利或以资本公积金转增资本的方式发放出去，以保证投资者的利益。如果投资者收到现金股利，他既可以自由运用这笔盈余，又可在他认为公司经营良好时买入该公司股票；如果投资者收到股票股利，他既可以保留股票等着赚取股利，也可选择售出股票立即兑现。无论哪一种股利政策，都将使投资者拥有更大的灵活度，也更能保证自己所得利益的安全。

《有价证券分析》的贡献

《有价证券分析》所阐述的计量分析方法和价值评估法使投资者少了许多的盲目，增加了更多的理性成分。这本著作一出版就震动了美国和华尔街的投资者，一时之间，该书成了金融界人士和投资界人士的必读书目。格雷厄姆也从此奠定了他“华尔街教父”的不朽地位。

《储备与稳定》

经历过 1930 年代大萧条的人都能记得美国所遭受的沉重财政和人员损失。那个时代给年轻的本杰明·格雷厄姆留下了不可磨灭的印象，他因此写出了《储备与稳定》。他经历了第一次世界大战之后出现的价格和汇率的巨大波动，见证了其对世界局势的影响。在接下来的 17 年里，

格雷厄姆研究了众多经济学家提出的解决办法，提出了在当时颇具革命性的建议：以“一篮子”随时可售的商品为基础发行货币将有巨大的优势。这些商品储备限定了通货膨胀和紧缩的峰值。建立储备也有助于增加就业。“一篮子商品”将更广泛地应用于经济政策之中，将在 21 世纪之初重现其刚提出时的影响力。

《世界商品与世界货币》

当本书正在出版的时候，国际货币和金融会议正在新罕布什尔州的布雷顿森林召开。大会克服了技术性难题，制定了两项协议，一项是建立国际货币基金组（IMF），一项是建立世界银行。作者提议的国际商品储备货币没有纳入大会议程，但是已经引起了大会下属委员会的注意，这些委员会将对此作进一步的研究。商品储备货币可以解决 IMF 受到质疑和批评的一些缺陷，帮助其成功运行。由于商品储备货币将能稳定世界基本商品和黄金的价格，因此本计划将能防止死板的金本位制把一国的通缩和萧条引向其他国家——正如一些国家所担心的。由于它能大幅提高原料生产国以商品支付商品的能力，因此能把 IMF 信贷运作缩小至出口盈余国所能欣然接受的规模。

主要理论

投资哲学

寻找价格低于有形资产账面价值的股票

由于下列原因，需要对账面价值进行调整。

1. 通货膨胀和使一项资产当前的市场价值并不等于其历史成本减去折旧。
2. 技术进步使某项资产在其折旧期满或报废之前就过时贬值了。
3. 由于公司的组织能力对各项资产有效的合理组合，公司总体价值会出现 $1+1$ 不等于 2 的结构，可能小或大。

投资原则：

1. 内在价值：是价值投资的前提。
2. 市场波动：要利用市场短期经常无效，长期总是有效的弱点，来实现利润。
3. 安全边际：以四毛的价格买值一元的股票，保留有相当大的折扣，从而类减低风险。

投资策略：寻找廉价股，定量分析为主。

选股标准：（如果一家公司符合以下 10 条中的 7 条，可以考虑购买）

1. 该公司每股盈利与股价之比（市盈率的倒数）是一般 AAA 公司债券收益率的 2 倍。
2. 这家公司目前的市盈率应该是过去 5 年中最高市盈率的 $2/5$ 。
3. 这家公司的股息收益率应该是 AAA 级公司债券收益率的 $2/3$ 。
4. 这家公司的股价应该低于每股有形资产账面价值的 $2/3$ 。
5. 这家公司的股价应该低于净流动资产或是净速动资产清算价值的 $2/3$ 。
6. 这家公司的总负债应该低于有形资产价值。
7. 这家公司的流动比率应该在 2 以上。
8. 这家公司的总负债不超过净速动清算价值。
9. 这家公司的获利在过去 10 年来增加了 1 倍。
10. 这家公司的获利在过去 10 年中的 2 年减少不超过 5%。

投资原则

价值投资

根据公司的内在价值进行投资，而不是根据市场的波动来进行投资。股票代表的是公司的部分所有权，而不应该是日常价格变动的证明。股市从短期来看是“投票机”，从长期来看则是“称重机”。

买进安全边际较高的股票

投资者应该在他愿意付出的价格和他估计出的股票价值之间保持一个较大的差价。这个差价被称为安全边际，安全边际越大，投资的风险越低，预期收益越大。

分散投资

投资组合应该采取多元化原则。投资者通常应该建立一个广泛的投资组合，把他的投资分布

在各个行业的多家公司中，其中包括投资国债，从而减少风险。

利用平均成本法进行有规律的投资

投资固定数额的现金，并保持有规律的投资间隔，即平均成本法。这样，当价格较低时，投资者可以买进较多的股票和基金；当价格较高时，就少买一些。暂时的价格下跌提供了获利空间，最终卖掉股票时所得会高于平均成本；也包括定期的分红再投资。

内在价值法则

格雷厄姆写作《有价证券分析》的时期，正是市场低潮，1/3的美国工业都在以低于清算价值的价格出售，许多公司的股价比它们银行账户上的现金价值还低，那些把华尔街当作一个有无数牛奶和蜂蜜的乐园的专家们又建议说“这样的股票压根不是投资”。有一位叫洛布的评论家写了本畅销书《投资生存大战》，他认为“没有人真的知道什么是真正的价值”，真正要重看的不是企业的赢利情况，而是一种公众心理，他强调要“充分考虑人们的普遍情绪、希望和观点的重点性——以及它们对于证券价格的影响”，股票投机主要就是A试图判断B、C、D会怎么想，而B、C、D反过来也做着同样的判断。这些看似有理的观点实际上并不能帮投资者解决什么问题，甚至是给投资者又设下了一个心理陷阱。

《有价证券分析》给出了逃脱这个陷阱的方法。格雷厄姆极力主张，投资者的注意力不要放在行情机上，而要放在股权证明背后的企业身上。通过注意企业的赢利情况、资产情况、未来前景等诸如此类的因素，投资者可以对公司独立于市场价格的“内在价值”形成一个概念，并依据这个概念作出自己的投资判断。

格雷厄姆认为，市场并非一个能精确衡量价值的“称重计”。相反，它是一个“投票机”，不计其数的人所作出的决定是一种理性和感情的混合物，很多时候，这些抉择和理性的价值评判相去甚远。投资的秘诀就在于当股票价格远远低于内在价值时投资，并且相信市场趋势会回升。

格雷厄姆像生物学家解剖青蛙那样分析着普通股股票、公司债券，总企图寻找那些便宜得几乎没有风险的公司，在当时的投机气氛中显得十分怪异，他提出的“内在价值”投资理论在当时也称得上完全是个创新。洛布的投机者把股票看做一张薄纸，他的目标只是对下一个接手的人的期望，然后再下一个人。而格雷厄姆和他的“同志们”则把股票看做企业的份额，它的价值始终应和企业的价值相呼应。格雷厄姆曾十分迷惑地说：“让人难以置信的是，华尔街从未问过这样的问题：‘这个企业售价多高？’”

安全边际法则

在解决了投资的价值标准后，那么剩下没有解决的一个麻烦问题是，如果按照“内在价值”标准买进一种便宜的股票后，它变得更便宜了，该怎么办？格雷厄姆承认，如果有时市场价格定错了，它们得经过“很长一段困扰人心的时间”才能调整过来。那么，在购买股票时，还需要保持一个“安全边际”。只要有足够的“安全边际”，投资者就应该是安全的。

什么是“安全边际”呢？他解释说，投资者应该在他愿意付出的价格和他估计出的股票价值之间保持一个差价：一个较大的差价。这同留些余地给驾驶汽车中可能出现的偏差是一个道理。如果余度留得足够大，即有足够的“安全边际”，那么他就拥有基础的优势，不论形势有多么的严峻，只要有信心和耐心，必然会有可观的投资收获。

如何正确认识证券市场

在格雷厄姆赢得巨大声誉的同时，他所负责运作的格雷厄姆一纽曼公司也开始进入一个新时代。

1936年，实施了数年的罗斯福新政渐显疲乏之态，华尔街也随之再度陷于低迷。对于大多数投资者而言，即将面对又一轮的严峻考验，而此时格雷厄姆的投资策略和投资技巧已相当成熟，操作起来更加得心应手。

格雷厄姆并未像其他投资者一样陷入一片悲观之中，而是充分运用股票投资分析方法去搜寻值得投资的股票。他不重视以个股过去的表现来预测证券市场的未来走势或个股未来的展望，而主要以股票市值是否低于其内在价值作为判断标准，特别是那些低于其清算价值的股票更是他关注的重点。格雷厄姆在股市低迷期为格雷厄姆一纽曼公司购入大量的低价股，而且格雷厄姆像1929年股市大崩溃之前一样对各项投资均采取了各种避险措施，所不同的是这次他将资产保护

得更周全。

一般的投资者认为，为了规避投资风险，最好是从股市上撤离，斩仓出局，但格雷厄姆认为这并不是惟一可行的最好方法。格雷厄姆一方面采取分散投资的方法规避风险，另一方面是投资于优先股，利用优先股再获得低利率的融资，同时又可获得约半成的股利，而普通股并不保证有股利，从而达到规避风险的目的。

格雷厄姆的这些投资策略和投资技巧既表现出了对持续低潮的抗跌能力，又表现出了在弱市中的获利能力。在股市开始反转时，格雷厄姆在股市低迷期所购入的大量低价股由此获得了巨大的回报。

1936年，承接他的《有价证券分析》，格雷厄姆又出版了他的第二本著作《财务报表解读》。财务报表是揭示公司财务信息的主要手段，有关公司的财务状况、经营业绩和现金流量都是通过财务报表来提供的。如何通过财务报表的分析来评价公司财务状况、未来收益等对投资者进行证券买卖决策及规避投资风险具有极为重要的意义。格雷厄姆试图通过该书引导投资者如何准确地阅读公司的财务报表。

正确地解读公司的财务报表将使投资者更好地理解格雷厄姆的价值投资法。格雷厄姆认为股票价格低于其内在价值时买入，高于其内在价值时卖出。而要想准确地判断公司的内在价值就必须从公司的财务报表入手，对公司的资产、负债、周转金、收入、利润以及投资回报率、净利润销售比、销售增加率等进行分析。《财务报表解读》有助于普通投资者更好地把握投资对象的财务状况和经营成果。

对世纪三四十年代是格雷厄姆著作的高产年代。继《财务报表解读》之后，格雷厄姆又于1942年推出了他的又一部引起很大反响的力作《聪明的投资人》。这本书虽是为普通投资者而写，但金融界人士也深为书中的智慧光芒所倾倒。它再一次巩固了格雷厄姆作为一代宗师的地位。

格雷厄姆在《聪明的投资人》一书中再一次清楚地指出投资与投机的本质区别：投资是建立在敏锐与数量分析的基础上，而投机则是建立在突发的念头或是臆测之上。二者的关键在于对股价的看法不同，投资者寻求合理的价格购买股票，而投机者试图在股价的涨跌中获利。作为聪明的投资者应该充分了解这一点。其实，投资者最大的敌人不是股票市场而是他自己。如果投资者在投资时无法掌握自己的情绪，受市场情绪所左右，即使他具有高超的分析能力，也很难获得较大的投资收益。

对此，格雷厄姆曾讲述了两则关于股市的寓言进行形象的说明。一则是“市场先生”，借此来说明时时预测股市波动的愚蠢。

假设你和“市场先生”是一家私营企业的合伙人。每天，“市场先生”都会报出一个价格，提出他愿以此价格从你手中买入一些股票或将他手中的股票卖给你一些。尽管你所持有股票的合伙企业具有稳定的经济特性，但“市场先生”的情绪和报价却并不稳定。有些日子，“市场先生”情绪高涨，只看到眼前光明一片，这时他会给合伙企业的股票报出很高的价格；另外一些日子，“市场先生”情绪低落，只看到眼前困难重重，这时他会给合伙企业的股票报出很低的价格。此外，“市场先生”还有一个可爱的特点，就是他不介意被冷落。如果“市场先生”今天所提的报价无人理睬，那么他明天还会来，带来他的新报价。格雷厄姆告诫投资者，处于这种特定的环境中，必须保持良好的判断力和控制力，与“市场先生”保持一定的距离。当“市场先生”的报价有道理时，投资者可以利用他；如果他的表现不正常，投资者可以忽视他或利用他，绝不能被他控制，否则后果不堪设想。

为了说明投资者的盲目投资行为，格雷厄姆讲了另一则寓言“旅鼠投资”。当一位石油勘探者准备进入天堂的时候，圣·彼得拦住了他，并告诉了他一个非常糟糕的消息：“你虽然确实有资格进入天堂，但分配给石油业者居住的地方已经爆满了，我无法把你安插进去。”这位石油勘探者听完，想了一会儿后，就对圣·彼得提出一个请求：“我能否进去跟那些住在天堂里的人们讲一句话？”圣·彼得同意了他的请求。于是，这位石油勘探者就对着天堂里的人们大喊：“在地狱里发现石油了！”话音刚落，天堂里所有的人都蜂拥着跑向地狱。圣·彼得看到这种情况非常吃惊，于是他请这位石油勘探者进入天堂居住。但这位石油勘探者迟疑了一会说：“不，我想我还是跟那些人一起到地狱中去吧。”格雷厄姆通过这则寓言告诫投资者切忌盲目跟风。证券市场上经常发

生的一些剧烈变动很多情况下是由于投资者的盲目跟风行为，而非公司本身收益变动的影响。一旦股市上有传言出现，许多投资者在传言未经证实之前就已快速而盲目地依据这些传言买入或卖出股票，跟风盖过了理性思考，这一方面造成股价的剧烈波动，另一方面常常造成这些投资者的业绩表现平平。令格雷厄姆感到非常费解的是华尔街上的投资专业人士尽管大多都受过良好的教育并拥有丰富的投资经验，但他们却无法在市场上凝聚成一股更加理性的力量，而是像旅鼠一样，更多地受到市场情绪的左右，拼命在不停地追逐市场的形势。格雷厄姆认为这对于一个合格的投资者而言是极为不足取的。

由于一个公司的股价一般都是由其业绩和财务状况来支撑的，因此投资者在投资前要判断一家公司股票的未來走势，其中很重要的一点就是需要准确衡量公司的绩效。格雷厄姆以 Emecq 航空公司等以 E 开头的公司为例，介绍了衡量公司绩效的六种基本因素：收益性、稳定性、成长性、财务状况、股利以及历史价格等。

衡量一家公司收益性好坏的指标有很多种，如每股净收益可以直接体现公司获利程度的高低，投资报酬率可以考察公司全部资产的获利能力等，但格雷厄姆比较偏爱用销售利润率作为衡量公司收益性的指标，因为该指标不仅可以衡量公司产品销售收入的获利能力，而且可以衡量公司对销售过程成本和费用的控制能力。公司产品销售过程的成本和费用越低，公司销售收入的获利能力就越大。由于公司的大部分收入一般来源于主营业务收入，即产品销售收入，因此，通过销售利润率可以判断出一家公司的盛展。

衡量一家公司的赢利是否稳定，格雷厄姆认为，可以 10 年为一期间，描绘出每股盈利的变动趋势，然后拿该公司 3 年内的每股盈利与其变动趋势作一比较，若每股盈利的水平是稳定上升的，则表示该公司的赢利水平保持了 100% 的稳定，否则，在大起大落的背后一定有某些隐含的市场原因、产品问题或者偶然因素，它们有可能对今后的赢利构成某种程度的威胁。这一指标对于发展中的小型企业尤其重要。

衡量每股盈利的成长性一般采用盈余增长率这一指标。盈余增长率是一家公司在 3 年内每股盈利的年平均增长率，它既能反映出公司的生存能力、管理水平、竞争实力、发展速度，又可以刻画出公司从小变大、由弱变强的历史足迹。格雷厄姆认为，这一指标对于衡量小型公司的成长性至关重要。

公司的财务状况决定其偿债能力，它可以衡量出公司财务的灵活性和风险性。如果公司适度负债且投资报酬率高于利息率时，无疑对公司股东是有利的，但如果举债过度，公司就可能发生财务困难，甚至破产，这将给投资者带来极大的风险。衡量公司是否具有足够的偿债能力，可以通过流动比率、速动比率、资产负债率等指标来考察，如流动比率为 2，速动比率为 1 时通常被认为是合理的。

至于股利，格雷厄姆认为，公司的股利发放不要中止，当然发放的年限愈长愈好。假如股利发放是采用固定的盈余比率，就更好不过了，因为这显示了该公司生机勃勃，在不断地平稳成长。同时，股利的发放也更增添了股票的吸引力和凝聚力。投资者应尽量避免那些以往三年中曾有两年停发或降低股息的股票。

股票的历史价格虽不是衡量企业绩效的关键因素，但它可以从一个侧面反映公司的经营状况和业绩好坏。股票价格就好比公司业绩的一个晴雨表，公司业绩表现比较好时，公司股票价格会在投资者的推崇下而走高；公司业绩表现不理想时，公司股票价格会在投资者的抛弃下而走低。当某一种股票定期地因为某些理由下降或因一头热而下跌时，这无疑是告诉投资人，该公司的价格的长期走势可以靠着明察而予以判断。

给投资者的忠告

格雷厄姆经常扮演着先知的角色，为了避免投资者陷入投资误区，格雷厄姆在他的著作及演说中不断地向投资者提出下列志止日：

1. 做真正的投资者

格雷厄姆认为，虽然投机行为在证券市场上有它一定的定位，但由于投机者仅仅为了寻求利润而不注重对股票内在价值的分析，往往容易受到“市场先生”的左右，陷入盲目投资的误区，股市一旦发生大的波动常常使他们陷于血本无归的境地。而谨慎的投资者只在充分研究的基础上才

作出投资决策，所冒风险要少得多，而且可以获得稳定的收益。

2. 规避风险

一般人认为在股市中利润与风险始终是成正比的，而在格雷厄姆看来，这是一种误解。

格雷厄姆认为，通过最大限度的降低风险而获得利润，甚至是无风险而获利，这在实质上是高利润；在低风险的策略下获取高利润也并非没有可能；高风险与高利润并没有直接的联系，往往是投资者冒了很大的风险，而收获的却只是风险本身，即惨遭亏损，甚至血本无归。投资者不能靠莽撞投资，而应学会理智投资，时刻注意对投资风险的规避。

3. 以怀疑的态度去了解企业

一家公司的股价在其未来业绩的带动下不断向上攀升，投资者切忌盲目追涨，而应以怀疑的态度去了解这家公司的真实状况。因为即使是采取最严格的会计准则，短期内盈余也可能是会计师所伪造的。而且公司采用不同的会计政策对公司核算出来的业绩也会造成很大差异。投资者应注意仔细分析这些新产生的业绩增长是真正意义上的增长，还是由于所采用的会计政策带来的，特别是对会计报告的附注内容更要多加留意。任何不正确的预期都会歪曲企业的面貌，投资者必须尽可能准确地作出评估，并且密切注意其后续发展。

4. 想想品质方面的问题

如果一家公司营运不错，负债率低，资本收益率高，而且股利已连续发放了一些年，那么，这家公司应该是投资者理想的投资对象。只要投资者以合理的价格购买该类公司股票，投资者就不会犯错。格雷厄姆同时提请投资者，不要因所持有的股票暂时表现不佳就急于抛弃它，而应对其保持足够的耐心，最终将会获得丰厚的回报。

5. 规划良好的投资组合

格雷厄姆认为，投资者应合理规划手中的投资组合？话中应保？5%的债券或与债券等值的投资和25%的股票投资，另外50%的资金可视股票和债券的价格变化而灵活分配其比重。当股票的赢利率高于债券时，投资者可多购买一些股票；当股票的赢利率低于债券时，投资者则应多购买债券。当然，格雷厄姆也特别提醒投资者，使用上述规则只有在股市牛市时才有效。一旦股市陷入熊市时，投资者必须当机立断卖掉手中所持有的大部分股票和债券，而仅保持25%的股票或债券。这25%的股票和债券是为了以后股市发生转向时所预留的准备。

6. 关注公司股利政策

投资者在关注公司业绩的同时，还必须关注该公司的股利政策。一家公司的股利政策既体现了它的风险，又是支撑股票价格的一个重要因素。如果一家公司坚持了长期的股利支付政策，这表示该公司具有良好的“体质”及有限的风险。而且相比较来说，实行高股利政策的公司通常会以较高的价格出售，而实行低股利政策的公司通常只会以较低的价格出售。投资者应将公司的股利政策作为衡量投资的一个重要标准。

格雷厄姆是一个比较谦虚的人，当他的追随者对他的著作奉为经典时，他却一再提醒其追随者，在股票市场中，赚钱的方法不计其数。而他的方法不过是其中之一。

随着格雷厄姆操作策略和技巧的日益精熟，格雷厄姆再也不会犯与1929年同样的错误了。当格雷厄姆发现道·琼斯工业指数从1942年越过历史性的高位之后，即一路攀升，到1946年已高达212点时，他认为股市已存在较大的风险，于是将大部份的股票获利了结，同时因为找不到合适的低价股，也没有再补进股票。此时的格雷厄姆几乎已退出市场。这也使得格雷厄姆因此而躲过了1946年的股市大灾难，使格雷厄姆一纽曼公司免遭损失。

一个伟大的投资者之所以伟大，并不在于他能永远保持常胜不衰的记录，而是在于他能从失败中吸取教训，不再去犯同样的过错。格雷厄姆正是这样一个伟大的投资者。

格雷厄姆认为，一个真正成功的投资者，不仅要有面对不断变化的市场的适应能力，而且需要有灵活的方法和策略，在不同时期采取不同的操作技巧，以规避风险，获取高额回报。格雷厄姆在股市投资中坚持不懈地奉行自己创立的理论和技巧，并以自己的实践证明了其理论的实用性和可操作性。其对政府员工保险公司股票的操作，成绩斐然，令投资者欣喜若狂，成为格雷厄姆投资理论成功的经典案例。

政府员工保险公司是由里奥·格德温于1936年创立的。当时，格德温发现政府员工的汽车发

生事故的次数要比一般人少，而且若直接销售保单给投保人可使保费支出降低 10%—25%，于是，他邀请沃斯堡的银行家克利夫·瑞亚做合伙人，共同创立了这家公司。在公司中，格德温投资 2.5 万美元，拥有 25% 的股份；瑞亚投资 7.5 万美元，拥有 55% 的股份；瑞亚的亲戚拥有其余 20% 的股份。

由于政府员工保险公司靠仅提供给政府员工而减少了经营风险，加之，其保险成本比同行低 30%—40%，因此，这家公司运作比较良好。但该公司最大的股东瑞亚家族因某种原因于 1948 年决定出售他们所持有的股份。

格雷厄姆得知政府员工保险公司股份出售的消息后，非常感兴趣。在他看来，该公司的情况极为符合他的投资理念。首先，该公司财务状况优异，赢利增长迅猛，1946 年每股盈余为 1.29 美元，1947 年每股盈余高达 5.89 美元，增长幅度为 400% 多；其次，该公司潜力巨大，由于其独特的服务对象和市场宽度、广度，前景非常看好；再次，该公司最大的股东瑞亚家族同意以低于账面价值 10% 的比例出售所持有的股份。这一切促使格雷厄姆毫不犹豫地购买了政府员工保险公司的股份。

格雷厄姆最终以每股 475 美元的价格，购入瑞亚家族所持有的一半股份，即 1500 股，总计约 72 万美元。

对政府员工保险公司股份的购买，对格雷厄姆来说，仅仅是一个开始。格雷厄姆认为，像这样业绩优异，价格偏低，而且盘子较小的公司，其价值被市场严重低估；一旦为市场所认识，其股价肯定会大幅上扬。另外，作为一个新兴行业，保险市场的潜力将会使投资者获得较高的投资回报。格雷厄姆决定将政府员工保险公司推为上市公司。

政府员工保险公司的股票经细分后于 1948 年 7 月在纽约证券交易所正式挂牌交易，其当天的收盘价为每股 27 美元，到 1948 年年底，该股票就上涨到每股 30 美元。

上市后的政府员工保险公司，正如格雷厄姆所料，不断地飞速成长，其服务对象也由过去单纯的政府员工扩展到所有的汽车挺有者，市场占有率也由 15% 猛增到 50%，占据了美国汽车保险业的半壁江山。几年之后，政府员工保险公司就变成了资本额为 1 亿美元的庞大公司。

格雷厄姆在政府员工保险公司担任董事长之职时，一直实行他长久以来所倡导的发放股利政策。以 1948 年政府员工保险公司上市市值计，到 1966 年，投资者的回报率在 10 倍以上，其中格雷厄姆个人所持有的股票价值已接近 1000 万美元。

政府员工保险公司的投资完整体现了格雷厄姆投资思想的精髓，再一次向投资者验证了这样一种观点：股市总是会犯错误的，“市场先生”的失误，正是投资者获取利润的最佳良机。

1956 年，虽然华尔街仍处于上升趋势之中，但格雷厄姆却感到厌倦了。对他而言，金钱并不重要，重要的是他在华尔街找到了一条正确的道路，并将这条道路毫无保留地指给了广大的投资者。在华尔街奋斗 42 年的格雷厄姆决定从华尔街隐退。

由于找不到合适的人接管格雷厄姆一纽曼公司，格雷厄姆一纽曼公司不得不宣布解散。格雷厄姆在解散了格雷厄姆一纽曼公司之后，选择加州大学开始了他的执教生涯，他想把他的思想传播给更多的人。

而格雷厄姆的离去丝毫没有削弱他在华尔街的影响力。他依靠自己的努力和智慧所创立的证券分析理论影响了一代又一代的投资者。他所培养的一大批弟子，如沃伦·巴菲特等人在华尔街异军突起，成为一个又一个的新投资大师，他们将继续把格雷厄姆的证券分析学说发扬光大下去。

价值投资的开山鼻祖

现在已然腐朽者，将来可能充放异彩。

现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。

——《证券分析》卷首语

本杰明·格雷厄姆（1894~1976）是 1934 年出版的投资界“圣经”《证券分析》的作者，是价值投资的开山鼻祖。

时至今日，价值投资依旧是小众，不被重视而却有效的投资逻辑，其原理就像用 50 美分买入价值 1 美元的东西一样简单，但是又知易行难。如何去判断一个东西的价值，如果去评估风险，

如何去衡量时间的作用，又如何避免“人云亦云”皆是实现价值投资的“拦路虎”。

令人欣慰的是，投资史上最长时间保持者沃尔特·施洛斯，《安全边际》作者赛思·卡拉曼，“股神”沃伦·巴菲特等等大家都追随了格雷厄姆的脚步，把价值投资的理论和实践统一，用40年以上的时间实现了足以证明市场有效理论无效的大幅稳定盈利。

一. 投资者的定义和分类

交易者要想获利，首先应该搞清楚自己在做什么，即区分投资与投机。

格雷厄姆认为：投资就是在全面分析的基础上，在保证本金的安全的前提下，去获得适当的回报，不满足这些要求的业务就是投机。

根据该定义，对于一个被视为投资的业务操作来说，基本就必须有某种程度的安全性和满意的回报率。当然我们认为这里指的安全不是绝对的安全，而是指在合理的条件下建立在全面分析的基础上的投资相对来说不至于亏太多钱。就算是安全性很高的债券在不寻常或意想不到的突发情况下也有可能顷刻间变成一文不值的废纸。

而满意的回报来源于股息或利息收入以及价格增值，格雷厄姆在此提出，所谓“满意”是一个主观的词，只要投资者在投资定义下做的明智，投资回报率就算很低，也称得上是“满意”的。

二. 价值投资者是什么

价值投资者认为，证券并非投机工具，而是代表了对标的公司的部分所有权或者债权，这是价值投资的核心所在。

价值投资者的基本特征可以概括为，耐心、自律、规避风险，其要等待的就是金融市场无效时所缔造的以50美分买入1美元东西的机会。

成功的价值投资者，必定具有强烈的企业调研与评估意识、充足的耐心、严格的自律精神、完善的敏感度分析能力、实事求是的思考态度，以及长期积累的投资经验。

在格雷厄姆看来，价值投资者关注财务报表的数据是理所应当的，其中最重要的一项值就是净营运资本，因为此值可以认为是将企业完全清算后可获得的价值（当然这类股票已经销声匿迹了很久）。

时至今日，大量的伪价值投资者涌入了市场，他们宣称盈利的增长代表了一切，又从事着荒谬的短期交易，这些交易者催生出互联网泡沫、次贷危机，而忽略了价值投资者的应有的投资流程：应该以来自下而上的方法，筛选整个金融市场，寻找廉价证券然后买入，不必在乎最近的市场走势和经济状况如何。

同时价值投资者的原理也同样适用于其它的领域，稳定的现金流、充足的回报、细致的下行风险分析，允许我们在任何市场环境下识别具有安全边际的项目，如房地产等等。

现代价值投资者认为：追踪现金流是评估一家公司最可靠，最能揭露真相的方法。自由现金流是每年考虑营运资本变动及扣除资本支出后，企业经营活动产生的现金流。而所谓的风险系数、波动率或者高收益来自于高风险都只不过是一些学术理论。

对于买入时点，就是在内在价值基础上30%~40%时折扣即可，或者当实际无风险利率为2%~3%，而某只证券能够实现8%~10%甚至更高的自由现金流收益率时。

对于卖出时点，就是在低于内在价值大概10%~20%时开始出售股票。

对于风险，代表一种可能性即可能的永久性损失。

只要人们仍然屈服于人性的弱点：从众、渴望暴富、奢望不劳而获，那么价值投资就会继续。

三. 股票的本质与股市波动

1. 股票的本质

格雷厄姆提出，持有上市公司股份的人实际上拥有双重身份，并且他可以在两者中有选择的加以利用。一方面，他的地位类似少数股东，或非上市企业的隐形合伙人。这样，他所得到的结果完全取决于企业利润，或企业基础资产的变化。通常情况下，他会通过最新的资产负债表计算自己享有的净值，以决定自己在这种非上市企业的权益价值。另一方面，普通股权投资者持有一纸证书一份印刷好的股票凭证。他可以在不同的时间按不同的价格随时将其卖掉（在市场开业时）。因此，他经常可以将其从资产负债表中完全消除掉。

这一观点第一，指出了股票的本质。股票的本质就是上市公司的股权。股权的本质就是你出

一定的资金做股东，不管你是持有巨额股份的大股东还是只持有恨不得 100 股的小股东，你都是公司的合伙人，赚的是企业利润增长的钱、每年的分红和企业净资产的增加值。明白了这个道理，我们在投资股票的时候，就不会把股票仅仅当做是一纸凭证，一个博弈的筹码，而是应该更多的分析上市公司的财产状况，盈利能力，分红情况，估算公司的估值水平，最终得出是否投资的决定。

这使我想起来巴菲特先生的一位得意门生李录的投资“大道”：投资股票实际上是在投资一家公司，公司随着 GDP 的增长，在市场经济持续增长的时候，价值本身会被不断创造。那么在价值创造的过程中，作为部分所有者，我们持有部分的价值也会随着公司价值的增长而增长。那么我们以股东的形式投资，支持了这个公司，那么我们在公司价值增长的过程中分得了我们应得的利益，这条道是可持续的。当这么多年后，格雷厄姆的理论被巴菲特发扬光大，又被巴菲特的弟子所使用且又那么成功，我们真的可以说这条道是可持续的。

这一观点的第二个方面指出了普通股投资者所拥有的一大优势：可以合理利用市场波动，而不是成为它的奴隶。在市场亢奋时，股价已明显高于其内在价值时，普通投资者完全有理由卖掉手中的公司股份，而不是一味持有；同样，在所持股份仍在合理价值区间，投资者如果有更好的物美价廉的品种选择（市场波动使某些优质股票被明显低估），完全可以交易换股；否则，他将白白浪费普通股持有者所具有的这一优势。

2. 股市波动——市场先生

面对市场波动，格雷厄姆还形象的提出了“市场先生”的概念。当今成功的投资者普遍接受了这个寓言故事，使自己情绪保持稳定，与股市情绪隔离开来。市场先生是怎样的一个人呢？他有个优点：任何时候，只要你想买卖股票，他都会和你做买卖。他每天都会报出买价和卖价，但是否交易、何时交易，完全都是你说了算。市场先生这个家伙还有个永远改不掉的缺点，那就是情绪非常敏感多变，比任何一个女人的感情都要不稳定。

尽管一家上市公司各方面情况都非常稳定，但市场先生的股票买卖报价却非常不稳定。有些时候市场先生心情愉快，因此，他只能看到影响企业的有利因素，有这种愉快的心情中，他会报出非常高的买卖价格，因为他害怕你会盯上他的股权，抢劫他即将获得的利润。有时候他情绪又很低落，因此只能看到企业和世界的前途乌云密布，在这种时候，他会报出非常低的价格，因为他急需贱卖手中看起来不值一文的股权给你。那么长期而言，股价是不是也这样非常不稳定呢？不是的。

格雷厄姆说：“市场短期是一台投票机，但长期是一台称重机。”经过较长一段时间后，市场各方就会逐步认识股票的真正价值，使股价最终回归于价值。长期而言，公司的价值下跌得有多重，股票的价格下跌得就有多重。公司的价值上涨得有多高，最终股票的价格上涨得就会有多高。因此，股票市场和商品市场一样，同样遵循价值规律，股价短期波动很剧烈，经常偏离价值，但是价格围绕价值波动，长期内股价终将回归于价值。

弄清楚了市场波动的规律，我们就知道如何利用这个规律来打败市场先生了。要在股市上赚钱，一定要学会的就是利用市场先生的愚蠢，千万不要被市场先生牵着鼻子走，当愚蠢的市场先生心情愉悦时，市场大涨，你也跟着买进股票；而当愚蠢的市场先生情绪低迷时，市场过分被低估，你又盲目的卖出持有的股票，这样的操作无疑会让你陷入无底深渊。而我们要做的是，当市场先生过于高估一只股票的时候，你可以把你手里的股票高价卖给他。当市场先生过于低估一只股票的时候，你可以从他的手里低价买入，然后等待价格向价值回归，获得不错的盈利。

正如巴菲特所说：“关键是利用市场，而不是被市场利用。”否则的话，你就不要和市场先生玩股票投资游戏了。

四. 安全边际：投资的重要保障

安全边际定义为证券市场价格高于证券评估价格的差额，安全边际总是依赖于所支付的价格。按照巴菲特的话说就是“用 4 毛买 1 块钱的东西”，安全边际来源于根据统计数据所进行的简单和确定的数学推理，真正的投资者必须有真正的安全边际作为保障。如果某种价格下的安全性较大，较高的价格下的安全边际就较小，价格更高时就没有了安全边际。只有当企业价格被低估的时候才会存在安全边际，所以安全边际的存在更贴合于格雷厄姆认为投资中一定要保护本金的思想。

安全边界的考虑应该贯穿于整体的投资策略中，格雷厄姆建议当股价等于或低于其评估价值的三分之二时，可以购买它们。当估算出企业价值后，价值高于价格可以买入股票，当公司未来净收益下降时，安全收益可以防止投资者遭受损失或失败，而当存在某些股市低迷的情况下，一些普通股的售价就可能低于公司本身的价值，此类情况下，投资者既能获得合适的安全边际，又能够获得普通股固有的本金升值和更大的盈利机会，安全边界的存在更像是具备一定承受损失能力的盾牌，保护着本金。

当估算出企业的价值低于价格时，安全边际将并不存在，此时投资者就应该卖出或者不买入股票，以减小自己的亏损概率。

一、本杰明的成长

格雷厄姆，1894年5月9日出生于英国伦敦阿伯丁路14号。

格雷厄姆是家里的老幺。在一个男孩流产，又生了两个男孩之后，格雷厄姆的母亲一心向往一个女儿。她直言不讳地告诉格雷厄姆，知道他是男孩后，第一个强烈的冲动就是——把他扔到窗外去。听到这句话，华尔街或许会吓出一身冷汗，幸亏他的母亲没有这样做。

格雷厄姆一出生，就跟随经商的父亲开始了一系列的迁移。从英格兰的伯明翰到伦敦，后来干脆迁往了美国，踏上新国家的土地，那时的格雷厄姆尚不满一周岁，在这之后的几十年时间里，美国成为了孕育这位经济奇才的土壤，他年轻的心脏和这个年轻的国家一起强劲地跳动起来。

自卑常常会产生出乎意料的巨大能量，世界上的许多天才都经历过“自卑期”，而对于格雷厄姆来说，这样的“自卑期”从他5岁时开始。格雷厄姆开始接受正规教育，他被送到一所公立幼儿园，他常常一个人出神地坐在一个装沙的盒子和一个大贝壳面前玩耍，自得其乐。但是不久格雷厄姆就被幼儿园开除了。原因很简单，因为他没能掌握解开和系上短裤纽扣的本领，而其他所有小朋友已通过了这个教育中的难关。于是，格雷厄姆上厕所总需要老师的帮助。一连几天之后，格雷厄姆被送回了家。这样，格雷厄姆无奈地一直等到快要6岁半时，才恢复上一年级。他的哥哥都在上学，而他仍旧是个小毛孩，哥哥们总是摆出一副盛气凌人的架势，更使格雷厄姆急不可耐地希望重新开始上学。

如果没有家庭的不幸，格雷厄姆的人生或许会走上另一个方向。这个在纽约中央公园旁生活的孩子，看着火车拖曳着浓浓的黑烟，一声长鸣，“咔嚓咔嚓”从自己头顶上驶过，口中念着朗萨德的十四行诗：光阴流啊流，不断地流逝，我的夫人。啊，不对，流逝的是我们，而不是时间。年轻的他还不甚明白，人生固然短暂，然而在某种意义上说，不管朗萨德歌颂什么，既消耗时间又使时间永存的还是人类本身。

格雷厄姆9岁那年，父亲去世，那是一个冰冷刺骨的冬天，留下一块尚未完工的墓碑，年仅35岁的父亲走完了人生的全程。对于格雷厄姆的心灵来说，那是无法弥补，难以想象的巨大创伤。他失去了获得安全保障和正常发展的基本条件。然而童年时代的格雷厄姆便具有重大的灾难也无法压垮的性格，他表现得那样坚强，像理查德·休斯的经典作品《天真无邪的航程》中那帮孩子一样，当他们的一个领袖由于意外事故去世时，他的名字一夜之间在别人的谈话和意识中消失了。

在父亲死后3年中，格雷厄姆进入公立小学读书。入学时，他是一个天真无邪、十分灵敏的儿童；而毕业时，刚过12岁，他已知道如何使自己坚强地对付命运的捉弄，如何用各种方法赚一点钱，如何集中精力完成该做的工作，尤其是如何主要依靠自己去理解、奋斗和做好其他一切事情。

但是童年时代的困难处境深深影响了格雷厄姆的性格。他对金钱越来越敏感和崇拜了。在他眼里，生活成功的主要标志基本上就是能大把大把地赚钱，大把大把地花钱，他认为这是天经地义的事。经过数十年人生的浮沉之后，他才掌握最满意、最重要的物质利益的真谛：最了不起的理财策略是在一个人的收入范围内过上美好的生活。

证券市场里跑腿的年轻人

大学毕业典礼前夕，格雷厄姆经校长推荐，来到位于百老汇街100号的纽伯格—亨德森和罗

勃公司（NH&L 公司），应聘债券推销商。证券业的大门从此向他敞开。

面试那天，格雷厄姆早早地赶到那里，在三一教堂的大钟前面徘徊着，等待着指针指向 3 点 10 分。然后他穿过马路，走进美国证券大厦底楼狭窄的过道，公司老板阿尔弗雷德·纽伯格先生此时正坐在办公室里等着他。

格雷厄姆早就从人们的传说和小说中了解到华尔街是个充满奇迹，激动人心的地方。急着撩开它的神秘面纱，急着领略它的惊涛骇浪。于是他一口接受了公司开出的各种条件，并同意从下星期起开始上班。

当格雷厄姆起身准备离开时，阿尔弗雷德·纽伯格用他那长长的手指指着，像个部长似的严肃地说：“年轻人，给你一个最后的忠告：如果你投机的话，你会赔钱的。永远记住这一点。”随着这句类似禁令的话，面试结束，“交易”完成，格雷厄姆的终生职业就此一锤定音。

格雷厄姆先在内勤办公室待了几个星期，跑跑腿、帮帮忙，从最基本的东西开始学习业务。随后他被调到债券部学习如何销售债券。

那时的华尔街不像今天这般运转流畅，大量买单和卖单需要交换（配对），大量的证券需要交割，大量的支票需要检验，以及大量类似的邮差活需要完成。格雷厄姆首先在交割部工作，然后转到委托部，后来又转到了簿记部，在这些地方他学到了许多东西。

在公司里，格雷厄姆要同时完成两项任务：第一，尽可能多地学习债券知识；第二，在债券部中尽量发挥自己的作用。格雷厄姆给自己准备了一本活页笔记本，在每一页纸上他都以便于记忆的形式记下某种债券的一些重要数据。多年之后，笔记本第一页的内容仍然深深印在格雷厄姆的脑中。格雷厄姆将上百种债券的发行规模、利息率、到期日期，以及留置权条款一一默记在心。这让他几乎成了“铁路债券的活动说明书”。

命运注定，格雷厄姆在华尔街这条道上一走便是 42 个春秋，这是他一生的全部从商生涯，也是他一生的光荣与梦想。

格雷厄姆具有一般理论家所不具备的两个优点：第一，判断问题轻重缓急的良好直觉以及避免在非本质问题上浪费时间的能力；第二，寻求实用方法，完成任务，解决问题的干劲。

华尔街对于格雷厄姆来说是幸运之地。

1941 年之后，一些工业公司的财政实力因为一战而大为增强，因此在普通股股票分析中，内在价值与投资价值变得越来越重要。作为一个新人，格雷厄姆没有受到旧体制下那种扭曲的传统影响，他迅速地对金融领域中的新生力量作出响应。格雷厄姆比前辈具有更清醒的头脑和更良好的判断力，能辨别什么是重要的，什么是不重要的；什么是可靠的，什么是不可靠的；甚至能辨别哪些是诚实的，哪些是不诚实的。

因此在很大程度上可以说，是格雷厄姆发现了华尔街这一片处女地，对证券价值作真正的、透彻的研究。凭着自身的内在天赋和当时的有利时机，格雷厄姆的成功几乎万无一失。

然而，所有的成功都伴随着挫折，有时这样的挫折可以让人一蹶不振。

格雷厄姆曾替一个名叫阿尔杰农·塔辛的好朋友打理账户。塔辛是哥伦比亚大学的英语教授，单身的他异常节俭，积攒了一笔金额不小的财产。塔辛出资购买了 25 股美国电灯与动力公司的股票交给格雷厄姆操作，利润和损失由两人平摊。

1916 年秋天的华尔街进入了“和平恐慌”时期。美国被卷入战争后的整整一年，股票价格一路下跌。塔辛账户里股票也难逃一劫。格雷厄姆用尽全力，账户还是被冻结了。他因此欠下一笔无力承担的债务。

一个午餐时间，格雷厄姆绝望地在金融区里徘徊。他想到了自杀，失败让他的生命不堪重负。但当他从餐厅出来后，却已下定决心一定要尽力摆脱这种困境。塔辛的信任与支持一直持续了两年，直到股票再次回升，格雷厄姆又重新从谷底爬了起来。

真正成功的开始

1923 年年初，格雷厄姆决定自立门户。他成立了格兰赫私人基金，资金规模为 50 万美元。格雷厄姆决定以此为基础，大展宏图。

他选中的第一个目标就是赫赫有名的美国化工巨头：杜邦公司。

格兰赫基金运作一年半，其投资回报率高达 100% 以上，远高于同期平均股价 79% 的上涨幅

度，但由于股东与格雷厄姆在分红方案上的意见分歧，格兰赫基金最终不得不以解散而告终。但这却使格雷厄姆意外地遇到了他的最佳黄金搭档——杰诺姆·纽曼。纽曼具有非凡的管理才能，处理起各种繁杂的事务显得游刃有余，这使格雷厄姆可以腾出更多的精力来专注于证券分析，作出投资决策。

格雷厄姆和纽曼组建了新的投资合伙公司——格雷厄姆—纽曼公司，格雷厄姆负责最核心的分析和投资策略，纽曼负责处理与投资有关的各种具体事务。新基金从一开始就表现得极为强劲，因为格雷厄姆既有基本理性分析的沉稳性，又有股市猎手超常的洞察力和嗅觉，他的操作使新基金成绩斐然，其中较著名的是他与洛克菲勒的美孚石油公司之战。

洛克菲勒是美国无可争议的石油大王，他所创立的美孚石油公司曾以托拉斯的方式企图垄断整个美国石油市场，但最终被华盛顿联邦最高法院判定违反了《垄断禁止法》遭到解散。按照法律，美孚托拉斯被分割成 39 个在理论上相互竞争的公司。

20 世纪 20 年代，美国公司的真实状况一般比较隐秘，使人难识其真容。格雷厄姆经过调查发现，查阅公共服务委员会所存的各公司记录有助于揭示那些公司真实的财务状况。于是，他直奔公共服务委员会，将一些公司的重要数据记录后，再回到华尔街，对那些资料进行详尽的研究分析，终于他捕获到他所要瞄准的目标——从洛克菲勒集团中分离出来的 8 家石油管道公司。格雷厄姆决定首先拿北方石油管道公司开刀。

根据格雷厄姆所搜集到的财务数据显示，北方石油管道公司当时在股市上的市价只有 280 万美元，而它所持有的铁路债券就有 360 万美元，显然，它的投资价值被严重低估了。造成这一市场错误的根本原因是投资者没有发现该公司那笔庞大的隐形资产——铁路债券。而在格雷厄姆看来，当一家公司坐拥一大堆资产而不能创造任何利润时，它便理所当然地应成为投资者的目标。徒然拥有价值而不能为企业所用，那么发现它总比让它沉睡要好得多。

格雷厄姆在买入北方管道公司 5% 的股份后，和另一位在北方石油管道公司占有相当比例股份的律师结成同盟，并联合了占总股份 38% 的中小股东，在董事会会议中提出议案，要求将公司持有的铁路债券兑现，并发给股东相应的红利。因格雷厄姆提出的议案完全符合《公司法》的规定，无奈北方石油管道公司只得同意该议案，发放红利。结果，格雷厄姆不仅分得股利，而且还在众多投资者的追风下，从股价的上涨中获利颇丰。

随后，格雷厄姆又从洛克菲勒集团分离出的其他石油管道公司中挤出其所隐藏的资产，获得了数额可观的利润。格雷厄姆也因此获得了“股市猎手”的称号。

格雷厄姆—纽曼公司在格雷厄姆正确的投资策略下，其投资报酬率每年都维持在 30% 以上，远远高于同期道·琼斯工业指数的上涨速度。但格雷厄姆的骄人业绩既非来自恶意的炒作，又非来自幕后的操纵，而完全是靠他的知识和智慧。他已将证券投资从原始交易的混沌中，提升到一个依靠理性和技术分析确定投资方向并进而获利的新层面上。

华尔街的教父

格雷厄姆在处理投资项目的同时，不断地在投资刊物上发表关于财经问题的文章，文章内容几乎涵盖了整个投资领域。文章文字精炼，且有独到的见解，深受读者好评。格雷厄姆试图通过在实践中对投资市场的观察、研究、分析，得出投资市场的规律性结论。为了便于将自己的观点形成理论，格雷厄姆决定开山立说，在其有关投资理论的讲授中整理、完善自己的理论。

格雷厄姆选择在自己的母校哥伦比亚大学开设“高级证券分析”讲座。在讲座中，他不仅讲授如何区分债券与股票的不同方面，更重要的是讲授如何运用价值指标、赢利指标、财务指标、债务指标、背景指标来对一个公司的资产、价值、财务状况等方面进行评估，证明其股票的投资潜力和投资风险。这些内容已涉及了格雷厄姆学说的基本方面，实际上他的证券分析理论框架已粗具雏形。

格雷厄姆的证券分析讲座使许多人受益良多，他在投资理论方面的真知灼见获得热烈的反响，他的影响也开始走出华尔街，向社会上扩散。

格雷厄姆在开设讲座期间，其证券业务更加红火，格雷厄姆—纽曼基金以及由他掌控的私人投资更是财源滚滚。这些都使格雷厄姆踌躇满志，准备大干一场。

到 1929 年年初，美国华尔街股市的年平均股价已比 1921 年上涨了 5 倍。屡创新高的股市吸

引了大量投资者的目光，人们不顾一切地拥入股票市场，股票市场成了一种狂热的投资场所。股票价格直线上升，成交金额不断创出新高。但考虑到当时股票的平均利润只有 2%，而道·琼斯工业指数的平均报酬率却高达 5%，股价的不断攀升是极不正常的。

格雷厄姆对此虽有担忧，但在潜意识里却不相信危机会真的来临。他仅仅是按照他的避险策略进行避险，并未从股市中撤出，这使格雷厄姆在接下来的股市大崩盘中遭到致命的打击。

1929 年 9 月 5 日，华尔街股市一落千丈，开始动摇了投资者的信心。虽然华盛顿等地不断发出叫人们放心的消息，但 9 月、10 月两个月，股市仍呈下跌趋势。

10 月 24 日，华尔街股市突然崩溃，短短几小时之内许多股票狂跌 50 点左右，后虽有所回升，但弱势已成。

10 月 28 日、29 日，华尔街股市在抛售浪潮的冲击下，彻底崩溃。

格雷厄姆虽然在他的投资组合中已采取了相应的避险策略，使他的投资在股灾初期时比别人损失少得多，但由于他未意识到问题的严重性并及时从股市中撤离，反而逆市操作，连续使用卖空、买空等多种手法进行避险，从而越陷越深，难以自拔，最终遭到毁灭性的打击，格雷厄姆几乎到了破产的边缘。幸亏纽曼的岳父艾理斯·雷斯及时向格雷厄姆——纽曼基金投入 7 5000 美元，才使格雷厄姆暂时避免了破产。

格雷厄姆凭着对客户的忠诚、坚忍的勇气和对操作方法的不断修正，到 1932 年年底终于开始起死回生。格雷厄姆——纽曼基金的亏损也渐渐得到了弥补。

股市大崩溃还是给格雷厄姆留下一个深刻的教训和经验：时刻注意规避高风险。在以后的每笔投资中，他总是尽可能追求最高的投资回报率，同时保持最大的安全边际。正如他日后对此所作的比喻：“桥牌专家在意的是打一局好牌，而不是大满贯。因为只要你打对了，终究会赢钱，但若你弄砸了，便会准输无疑。”

格雷厄姆在华尔街惨遭重创和苦苦支撑的时期，也正是他关于证券分析理论和投资操作技巧日渐成熟的时期。1934 年年底，格雷厄姆终于完成他酝酿已久的《证券分析》这部划时代的著作，并由此奠定了他作为一个证券分析大师和“华尔街教父”的不朽地位。

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资的证券来说，基本金必须有某种程度的安全性和满意的回报率。当然，所谓安全并不是指绝对安全，而是指在合理的条件下投资应不至于亏本。一旦发生极不寻常或者意想不到的突发事件也会使安全性较高的债券顷刻间变成废纸。而满意的回报不仅包括股息或利息收入而且包括价格增值。格雷厄姆特别指出，所谓“满意”是一个主观性的词，只要投资者做得明智，并在投资定义的界限内，投资报酬可以是任何数量，即使很低，也可称为是“满意的”。判断一个人是投资者还是投机者，关键在于他的动机。

格雷厄姆成为世界上运用数量分析法来选股的第一人。他提出了普通股投资的数量分析方法，解决了投资者的迫切问题，使投资者可以正确判断一支股票的价值，以便决定对一支股票的投资取舍。

1956 年，虽然华尔街仍处于上升趋势之中，但格雷厄姆却感到厌倦了。对他而言，金钱并不重要，重要的是他在华尔街找到了一条正确的道路，并将这条道路毫无保留地指给了广大的投资者。在华尔街奋斗 42 年的格雷厄姆决定从华尔街隐退。

由于找不到合适的人接管格雷厄姆——纽曼公司，公司不得不宣布解散。格雷厄姆选择加州大学开始了他的执教生涯，他想把他的思想传播给更多的人。

格雷厄姆的离去丝毫没有削弱他在华尔街的影响力。他依靠自己的努力和智慧所创立的证券分析理论影响了一代又一代的投资者。他所培养的一大批弟子，如沃伦·巴菲特等人在华尔街异军突起，成为一个又一个的新投资大师，他们将继续把格雷厄姆的证券分析学说发扬光大下去。

“我的理想支撑着我，乘一叶小舟，迎着落日的余晖，沐浴着西方的星辰，前进，直至我生命终结。”这是格雷厄姆常常朗诵的《尤利西斯》中的一句话，而他一生的经历恰如商海中沉浮的扁舟，跌宕起伏，却永不低头。

以下是他的书籍出版时间：

1934 年年底出版《有价证券分析》（Security Analysis），被誉为投资者的圣经。

1936 年出版《财务报表解读》。

1949 年出版《聪明的投资者》（The Intelligent Investor），至今依旧畅销。

与巴菲特的渊源

巴菲特大学毕业后，就申请到哥伦比亚大学读研究生，主要目的是为了听格雷厄姆教的投资课程，亲身聆听大师的教诲。

研究生毕业后，巴菲特回老家做股票经纪人。工作三年后，巴菲特又得到机会，到格雷厄姆创办的投资公司工作了两年，学到了很多实际操作经验。

后来格雷厄姆年纪大了，1956 年决定退出股市。

在格雷厄姆生前，每年巴菲特等学生（各个都是华尔街大鳄）都会和老师格雷厄姆先生定期交流。

而巴菲特运用格雷厄姆传授的价值投资策略，股票投资做得非常成功，远远超越大盘。巴菲特的投资业绩越来越好，管理的资金也越来越多，三十来岁就成了当地小有名气的百万富翁，后来又成了世界排名第二的亿万富翁，让妻子也过上最幸福的生活。

巴菲特也在反思：为什么自己的投资业绩会有如此巨大的提高呢？巴菲特最终想明白了：我的投资成就，是格雷厄姆智慧之树所结出的果实。巴菲特感叹：“在大师门下学习几个小时，远远胜过自己苦苦摸索 10 年”。

格雷厄姆从 1928 年起每周在哥伦比亚大学授课 2 个小时，一直坚持到 1956 年退休为止。1929 年 1 月份有超过 150 名学生注册上课，即使在大崩盘之后，格雷厄姆的课也是堂堂爆满，这对于商学院声誉的建立可说是功不可没。巴菲特也就是在哥伦比亚大学接受教育而成为格雷厄姆的得意门生。巴菲特后来说服格雷厄姆让他加入了格雷厄姆·纽曼公司，并和格雷厄姆成为莫逆之交。在 1956 年格雷厄姆退休后，他原来的许多客户由巴菲特接手。这些客户的子孙中，许多人至今仍是伯克希尔·哈撒韦公司的股东。

16.7. 菲利普·费雪



菲利普·费雪（Philip A. Fisher, 1907~2004），1907 年生于三藩市，父母均是各自家中众多儿女排行最小的，父亲是个医生。1920 年代是美股狂热的年代，费雪亦赚到一点钱。

然而他父亲对于其买卖股票的事情很不高兴，认为这只是赌博。他与祖母特别亲近。现代投资理论的开路先锋之一，成长股投资策略之父，教父级的投资大师，华尔街极受尊重和推崇的投资家之一。

生平经历

费雪小时候费雪就知道股票市场的存在以及股价变动带来的机会。事缘于费雪上小学时，有一天下课后去看望祖母，恰好一位伯父正与祖母谈论未来工商业的景气，以及股票可能受到的影响。费雪说：“一个全新的世界展开在我眼前。”两人虽然只讨论了 10 分钟，但是费雪却听得津津有味。不久，费雪就开始买卖股票。1920 年代是美股狂热的年代，费雪亦赚到一点钱。然而他父亲对于其买卖股票的事情很不高兴，认为这只是赌博。

教育经历

1928 年费雪毕业于斯坦福大学商学院。1928 年 5 月三藩市国安盎格国民银行到商学研究所招聘一名主修投资的研究生，费雪争取到这个机会，受聘于该银行当一名证券统计员（即是后来的证券分析师）。开始了他的投资生涯。

投资生涯

1929 年美股仍然涨个不停，但费雪评估美国基本行业的前景时，见到许多行业出现供需问题，前景相当不稳。1929 年 8 月，他向银行高级主管提交一份“25 年来最严重的大空头市场将展开。”这可以说是一个小伙子一生中最令人赞叹的股市预测，可惜费雪“看空做多”。他说：“我

免不了被股市的魅力所惑。于是我到处寻找一些还算便宜的股票，以及值得投资的对象，因为它们还没涨到位。”他投入几千美元到3只股票中。这3只股票均是低P/E股，一家是火车头公司，一家是广告看板公司，另一家是出租汽车公司。美股终于崩溃！尽管费雪预测无线电股将暴跌，但是他持有的3只股票亦好不了多少，到1932年，他损失惨重。

1930年1月，费雪当上部门主管。不久，一家经纪公司高薪挖角费雪。这家经纪公司给予他相当大的自由，他可以自由选取股票进行分析，然后将报告分发给公司的营业员参考，以帮助他们推广业务。费雪过档，干了8个月公司就倒闭了，股市崩溃给金融行业带来的冲击是巨大的。费雪又干了文书作业员一段时间——其唯一能找到的工作——他觉得“很没意思”，之后再按捺不住，要开创自己的事业了。费雪所向往的事业是管理客户的投资事务，向客户收取费用——投资顾问。

1931年3月1日，费雪终于开始了投资顾问的生涯，他创立费雪投资管理咨询公司。最初他的办公室很小，没有窗户，只能容下一张桌子和两张椅子。

到1935年，费雪已经拥有一批非常忠诚的客户，其事业亦获利可观。其后费雪的事业进展顺利。

珍珠港事件之后太平洋战争爆发，美国被迫卷入第二次世界大战。费雪于1942—1946年服役3年半。他在陆军航空兵团当地勤官，处理各种商业相关工作。服役期间，费雪思考着如何壮大自己的事业。战前，费雪投资管理咨询公司服务大众，不管资金大小；战后，他打算只服务于一小群大户，这样一来可以集中精力选取高成长的股票向客户推荐。

不久费雪的投资顾问事业重新开张。1947年春，他向客户推荐道氏化工，这是他花了三个月调研的结果。

1954—1969年是费雪辉煌腾达的15年。他所投资的股票升幅远远超越指数。1955年买进的德州仪器到1962年升了14倍，随后德州仪器暴跌80%，但随后几年又再度创出新高，比1962年的高点高出一倍以上，换言之比1955年的价格高出30倍。

1960年代中后期，费雪开始投资摩托罗拉，持有21年，股价上升了19倍——即21年内股价由1美元上升至20美元。不计算股利，折合每年平均增长15.5%。

1961和1963年费雪受聘于斯坦福大学商学研究所教授高级投资课程。

1999年，费雪接近92岁才退休。

2004年3月，一代投资大师与世长辞，享年96岁。

基本论点

费雪的基本论点有：

超额利润的创造

投资那些潜在在平均水平之上的公司（幸运且有能力或幸运来自其能力者）。

向那些最有能力的经营阶层看齐（重研发与营销）。

利润必须相对成长

没有公司能永远维持其利润，除非公司能同时分析成本结构，了解制程中每个步骤所耗费的成本。

落实会计制度与成本分析。

以盈余维持成长，非以不断增资，扩充资本。

有卓越的管理阶层：经营者能制定公司长期生存的策略，将短期利润列为次要目标，兼顾长期发展与日常运作。

要了解经营者的意图，唯一的方法是观察他们如何与股东沟通，特别是对困境的反应。

与员工是否发展出良好的关系，升迁是否基于能力而非偏爱。

买进优良普通股的十五个要点

一、这家公司的产品或服务有没有充分的市場潜力——至少几年内营业额能大幅成长。

二、管理阶层是否决心开发新产品或制程，在目前有吸引力的产品线成长潜力利用殆尽之际，进一步提升总销售潜力。

三、和公司的规模相比，这家公司的研发努力，有多大的效果？

四、公司有没有高人一等的销售组织？

五、公司的利润率高不高？

六、公司做了什么事，以维持或改善利润率？

七、公司的劳资和人事关系好不好？

八、公司的高阶主管关系很好吗？

九、公司管理阶层深度够吗？

十、公司的成本分析和会计纪录做得好吗？

十一、是不是有其它的经营层面，尤其是本行业较为独特的地方，投资人能得到重要的线索，晓得一家公司相对于竞争同业，可能多突出？

十二、公司有没有短期或长期的盈余展望？

十三、在可预见的将来，这家公司是否会因为成长而必须发行股票，以取得足够资金，使得发行在外的股票增加，现有持有人的利益将预期的成长而大幅受损？

十四、管理阶层是否报喜不报忧？

十五、管理阶层的诚信正直态度是否毋庸置疑？

投资人十不原则

一、不买处于创业阶段的公司。

二、不要因为一支好股票在未上市交易，就弃之不顾。

三、不要因为你喜欢某公司年报的格调，就去买该公司的股票。

四、不要因为一家公司的本益比高，便表示未来的盈余成长已大致反映在价格上。

五、不要锱铢计较。

六、不要过度强调分散投资。

七、不要担心在战争阴影笼罩下买进股票。

八、不要忘了你的吉尔伯特和沙利文。

九、买进真正优秀的成长股时，除了考虑价格，不要忘了时机因素。

十、不要随群众起舞。

投资心得

费雪经历半个世纪的投资，得出 8 点投资心得：

(1) 投资目标应该是一家成长公司，公司应当有按部就班的计划使盈利长期大幅成长，且内在特质很难让新加入者分享其高成长。这是费雪投资哲学的重点。盈利的高速增长使得股价价格相对而言愈来愈便宜，假如股价不上升的话。由于股价最终反映业绩变化，因此买进成长股一般而言，总是会获丰厚利润。

(2) 集中全力购买那些失宠的公司。这是指因为市场走势或当时市场误判一家公司的真正价值，使得股票的价格远低于真正的价值，此时则应该断然买进。寻找到投资目标之后，买进时机亦很重要；或者说有若干个可选的投资目标，则应该挑选那个股价相对于价值愈低的公司，这样投资风险降到最低。费雪有过教训，在股市高涨的年代，买到一家成长股，但是由于买进的价格高昂，业绩即使成长，但亦赚不了钱。

(3) 抱牢股票直到公司的性质从根本发生改变，或者公司成长到某个地步后，成长率不再能够高于整体经济。除非有非常例外的情形，否则不因经济或股市走向的预测而卖出持股，因为这方面的变动太难预测。绝对不要因为短期原因，就卖出最具魅力的持股。但是随着公司的成长，不要忘了许多公司规模还小时，经营得相当有效率，却无法改变管理风格，以大公司所需的不同技能来经营公司。长期投资一家低成本买进、业绩高成长的公司，不应因为外部因素而卖出持股，应该以业绩预期为卖出依据。因为外部因素对公司的影响很难精确分析和预测，同时这些因素对股价的影响亦不及业绩变动对股价的影响大。我们投资的是公司不是 GDP，亦不是 CPI 或者定期存款利率。许多人信奉波段操作，但是至今没有一个靠波段操作成为投资大师的。波段操作企图提高赢利效率，所谓超底逃顶，这些乌托帮式的思维，实际可望而不可及。

(4) 追求资本大幅成长的投资人，应淡化股利的重要性。获利高但股利低或根本不发股利的公司中，最有可能找到十分理想的投资对象。分红比例占盈余百分率很高的公司，找到理想投

资对象的机率小得多。成长型的公司，总是将大部分盈利投入到新的业务扩张中去。若大比例分红，则多数是因为公司的业务扩张有难度，所以才将盈利的大部分分红。不过，这是指现金分红，而以红股形式的分红则应该鼓励。

(5) 为了赚到厚利而投资，犯下若干错误是无法避免的成本，重要的是尽快承认错误。一如经营管理最好和最赚钱的金融贷款机构，也无法避免一些呆帐损失，了解它们的成因，并学会避免重蹈覆辙。良好的投资管理态度，是愿意承受若干股票的小额损失，并让前途较为看好的股票，利润愈增愈多。好的投资一有蝇头小利便获利了结，却听任坏的投资带来的损失愈滚愈大，是不良的投资习惯。绝对不要只为了实现获利就获利了结。无论是公司经营还是股票投资，重要的是止损和不止盈。此处的止损是指当你发现持有的股票出现与当初判断公司基本面的情况有相当大的变化则卖出持股的做法。不止盈是即使持有的股票大幅上升但公司盈利仍将高速增长且目前股价相对偏低或者合理的情况下继续持股的做法。许多投资者往往是做反了，买进一只股票一旦获利，总是考虑卖出；相反，买进的股票套牢了便一直持有，让亏损持续扩大。

(6) 真正出色的公司数量相当少，当其股价偏低时，应充分把握机会，让资金集中在最有利可图的股票上。那些介入创业资金和小型公司（如年营业额不到 2500 万美元）的人，可能需要较高分散投资。至于规模较大的公司，如要适当分散投资，则必须投资经济特性各异的各种行业，对投资散户（可能和机构投资人以及若干基金类别不同）来说，持有 20 种以上的不同股票，是投资理财能力薄弱的迹象。通常 10 或 12 种是比较理想的数目。有些时候，基于资本利得税成本的考虑，可能值得花数年的时间，慢慢集中投资到少数几家公司。投资散户的持股在 20 种时，淘汰一些最没吸引力的公司，转而持有较具吸引力的公司，是理想的做法。务请记住：ERISA 的意思是“徒劳无功：行动时思虑欠周”（Emasculated Results: Insufficient Sophisticated Action）。出色的公司在任何市场都只有 5% 左右，而找到其中股价偏低的则更是千载难逢的好机会，应该重仓买进，甚至是全部资金买进。

(7) 卓越的普通股管理，一个基本要素是能够不盲从当时的金融圈主流意见，也不会只为了反其道而行便排斥当时盛行的看法。相反的，投资人应该拥有更多的知识，应用更好的判断力，彻底评估特定的情境，并有勇气，在你的判断结果告诉你，你是对的时候，要学会坚持。

(8) 投资普通股和人类其他大部分活动领域一样，想要成功，必须努力工作，勤奋不懈，诚信正直。

费雪说，股票投资，有时难免有些地方需要靠运气，但长期而言，好运、倒霉会相抵，想要持续成功，必须靠技能和运用良好的原则。根据费 8 点指导原则架构，相信未来主要属于那些能够自律且肯付出心血的人。

社会评价

本杰明·格雷厄姆是“低风险”的数量分析家，他侧重：固定资产、当前利润以及红利分析。他的兴趣在于形成容易被普通投资者所接受的安全投资获利的方法。为了减少风险，他建议投资者彻底多元化组合，并购买低价的股票。

菲利普·费雪是“高风险”的质量分析家，他和本杰明·格雷厄姆恰恰相反。他侧重：可以增加公司内在价值的分析，发展前景、管理能力。他建议投资者购买有成长价值期望的股票。他建议投资者在投资前，做深入的研究、访问。他建议投资者投资组合集中化，仅买入一种或极少的品种的股票。

费雪的投资管理顾问公司每年平均报酬率都在 20% 以上，1958 出版的《非常潜力股》一书，至今仍是所有美国投资管理研究所的指定教科书。

终其一生，费雪投入了他的热情在成长型股票，他时时关心并寻找一档能在几年内增值数倍的股票，或是一档能在更长期间内涨更高的股票。

费雪执着于成长性投资，重视公司经营层面质化的特征，此乃现代投资管理理论的重要基础。他强调到处闲聊以挖掘可投资标的的葡萄藤理论，后来也深受金融投资人及许多基金经理人所推崇，并付诸实践。费雪被称为最伟大的成长型投资大师，他与价值型投资之父格雷厄姆同为投资大师巴菲特的启蒙老师。巴菲特曾经推崇地说：我的血管里 85% 流着格雷厄姆的血，15% 流着费雪的血。巴菲特融合了两者的理念与逻辑，为他自己及伯克希尔公司投资人创造了可观的财富，

也造就了现代投资市场的投资典范。

费雪个人最主要的持股是摩托罗拉和德州仪器，前者是他持股最多的股票，他抱了二十一年，股价总计上涨了二十倍。从费雪的实例中，我们可以体会一个成功的投资者如何以最有用的方式，找到他知之甚详的出色公司，抱持套牢三年的原则，买进并套牢，只要原来的买进原则未变，就不理会市场的风风雨雨，最后胜率一定大增。

著作

1957 年出版《怎样选择成长股》（Common Stocks and Uncommon Profits）

1960 年出版《股市投资致富之道：投资大师费雪教你怎样炒股》（Paths to Wealth through Common Stocks）。

1975 年出版《保守型投资者夜夜安寝》（Conservative Investors Sleep Well）

1980 年出版《财务分析研究基础》（The Financial Analysts Research Foundation）

社会贡献

作为一名一流的投资大师，费雪显得异常低调，几乎从不接受各种访问，以至于在一般投资者中并不知名，但是 1959 年他的名著《怎样选择成长股》一经出版，立时成为广大投资者必备的教科书，该书随即成为《纽约时报》有史以来登上畅销书排行榜的第一部投资方面的著作。“成长股”这一概念也随着该书的畅销而成为投资者耳熟能详的名词，追寻“成长股”的“成长型投资”更是自此成为了美国股市多年以来的主流投资理念之一。菲利普 A. 费雪的投资哲学虽然提出已经有数十年了，但就是到了今天，《怎样选择成长股》一书也不仅只有金融专业人士仍详加研读并付诸实践，还有许多人也将其奉为投资理财方面的经典之作。

在费雪的传世名著《怎样选择成长股》里，他对有关成长股的标准、如何寻找成长股、怎样把握时机获利等一系列重要问题进行了全面而详尽的阐述。

英文里面有句谚语叫做：能者做，不能者教。我想菲利普·费雪（Philip Fisher）肯定不会认同这句话。

作为现代投资理论的两大教父之一，费雪不但能做，而且能教。他是斯坦福大学商学院的投资学教授，而能站在那个讲台的人一共就只有 3 个。费雪不仅桃李天下，而且还给股神巴菲特上过重要的一课，而彼得·林奇的操作方法也只不过是将其策略发扬光大了。

他的名字其实可以和“成长投资”划上等号，以至于费雪讲述投资的超级之作《Common stocks and Uncommon Profits》被翻译到中国之后就有一个非常俗气的书名：《怎样选择成长股》。

你或许知道，这本书是历史上第一本打入《纽约时报》畅销书排行榜的投资类书籍，但是你肯定不知道费雪写这本书的初衷实际上只是为了封住客户的嘴，因为他们总是找到费雪问这问那，惹得费雪很烦，他索性就用一本书来一起回答了，但事情总是这样，在一不小心中成为经典。

这本书如果用两个词来总结，那肯定是“15 要点”和闲聊法（scuttlebutt）。但是，你要真正理解这两个方法绝非易事。费雪的儿子 Ken 曾经说，他父亲的投资理论简单到只需要用两三页就能说完，可要掌握它们就像演奏与编曲之间的差异一样，前者是窍门，而后者是艺术。

补充一句，虽然费雪很想让 Ken 子承父业，但最终 Ken 选择皈依了价值投资（也开了家投资顾问公司），当然你要说成长投资是价值投资的变种也未尝不可。

巴菲特也是一个费雪著作的热心读者，他说他想知道他过去说过的一切东西，股神见到费雪的时候认为其人非常谦虚，而且在精神上非常慷慨。

作为一流的投资家，费雪从 1931 年就开始自己的投资顾问生涯，他有一批很忠诚的客户，但是数量并不多。费雪的投资哲学是这样的，集中买入少量的、那些你能懂的、优秀的、有很大成长空间的公司，并持有相当长的一段时间。简单易懂，但又很难做到。他的辉煌是投资了德州仪器和摩托罗拉，而且费雪对后者的持有一直延续到他辞世。

实际上，在费雪的心中投资应该是一种艺术，因为永恒也是他投资的关键词之一，这点我们可以从他 70 年的投资生涯，喜欢定性分析与长期投资等特质中看出来。

作为一流的投资人，费雪也喜欢一流的诗人，他最喜欢的一首《If（如果）》就出自英国的“帝国诗人”吉卜林（Rudyard Kipling）之手，这首诗开头的两句话是这样的：

如果所有人都失去理智，咒骂你，你仍能保持头脑清醒；

如果所有人都怀疑你，你仍能坚信自己，让所有的怀疑动摇。

为了寻找这些成长股，费雪提出了 15 个要点。他认为，一家公司如果能够符合其中相当多的要点，就可以称之为成长股。这 15 个要点如下：

- 1.公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能否大幅成长？
- 2.为了进一步提高总体销售水平、发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新产品或新工艺？
- 3.和公司规模相比，公司的研究发展努力有多大效果？
- 4.公司有没有高人一等的销售组织？
- 5.公司利润率高不高？
- 6.公司做了什么事来维持或改善利润率？
- 7.公司的劳资和人事关系是不是很好？
- 8.公司的高级主管关系很好吗？
- 9.公司管理阶层的深度够吗？
- 10.公司的成本分析和会计记录做得如何？
- 11.公司是不是在所处领域有独到之处？
- 12.公司有没有短期或长期的盈余展望？
- 13.在可预见的将来，公司是否会大量发行股票，获取足够资金，以利公司发展？现有持有人的利益是否因预期中的成长而大幅受损？
- 14.管理阶层是不是只向投资人报喜不报忧？诸事顺畅时口沫横飞，有问题或叫人失望的事情发生时则“三缄其口”？
- 15.公司管理阶层的诚信及正直态度是否毋庸置疑？

1.这家公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能否大幅成长？

判断一家公司未来营收能否长期增长，是决定是否投资的先决条件，通过分析过去有显著成长率的公司，把公司划分为“幸运且能干”和“能干所以幸运”的两类，它们都可以带来营收增长率，不过首先都需要管理层能干。

先看下这两类公司有什么差别。“幸运且能干”的公司可能预见到公司的产品会有重要作用，但没有预见到最后市场会如此之大，这类公司更像是作为技术发展和经济情势的受益者，而不是开创者，不过因为管理层的能干抓住了这些趋势，并在趋势中走在了前列。

“能干所以幸运”的公司运用原来组织内部的技能和知识，自身不断推陈出新，甚至踏进其他不相关的领域，不论自身所处最初行业发展是繁荣还是衰退，都能通过自身开创性带来公司成长潜力。

如果从行业、产品出发，每家公司总是面临着不同的情况，如何判断公司是否能有稳定的销售成长能力就各有各的分析逻辑，很难一语话之，但费雪找到并提出存在一个共通的判断基础，也是公司成长性的基石，即管理层是否能干，过去、目前以及未来是不是一直很能干，如果不是这样，营业额无法继续成长。

2.为了进一步提高总体销售水平，发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新产品或新工艺？

这点和第一点的不同，在于强调管理层的态度，而不是分析过去的事实。正所谓“居安而思危”，管理层是否始终保有警惕，每个市场总是有潜力极限，哪怕现在公司发展如日中天，再高的增长，总有一天是到达潜力极限，如果公司要继续增长，继续保有竞争力，未来某个时候可能必须另行开发新市场？管理层是否拥有这样的态度、理念和决心？

3.和公司的规模相比，这家公司的研究开发努力，有多大效果？

研究开发是公司所有运营活动中成本和效益差距最大的，风险和收益也都很大的事情。怎样去看企业的研究开发支出和项目，大多数人想必都存在很多困惑，费雪在此提供了一些有价值的观点。

分析研发项目，通常是简单粗暴地拿行业内的同类公司研发与营收占比的数据做类比，分析投入占比大小，或计算平均值等，可能有些效果，但要小心落入数字陷阱，因为不同公司对同类型项目也可能会有不同认知和归类，哪些纳入研发项目也会有不同的标准，所以通过会计报告附注去寻找数字差异的背后，有什么分析线索，否则容易被误导。

研发过程中的协调能力也是非常重要，研发的目标是有经济价值也形成壁垒，难以被模仿的产品，如果不是研发、生产、市场等各方相互配合，很难保障研发的产品易生产，并拥有市场竞争力。管理层和研发的协调能力也十分重要，因为关系到研发能否保持一定的连贯性，而不是随着经济环境扩张紧缩的高低起伏，或者经常需要插入“紧急”计划而中断正常项目的干扰。

如果用时间管理的四象限来说明，研发应该归属于重要而不紧急那一类，长远的目标和规划，持续坚持以获得时间的回报，如果总是被紧急的事情而干扰，不论是否重要，都难以达成最佳的目标。

最后，提供了一个判断公司的研发能力是否优秀的方法，分析过去一段时间，比如5年、10年，研究单位成果对公司的营业额或者净利的贡献额。觉得这一点还是很有借鉴意义，研发的不确定性即使作为行业内的专业人士也很难准确把握，作为没有他们专业的投资者不妨把这个指标作为公司研发能力定性判断的一个标准，把对研发产品难以判断的未来交回给行业内专业人士。

4.这家公司有没有高人一等的销售组织？

这点很好理解，生产、销售、研究是企业成功的三大支柱。企业营收最终都要来自客户，“酒香也怕巷子深”的时代，哪怕产品或服务再出色，优异的业绩都需要有营销的支撑，强大的销售组织是业绩稳定成长的重要支撑。

5.这家公司的利润率高不高？

营业额如果不能转化成利润，那也只是打肿脸充胖子。只有营收导致利润增加才有价值，表现为数据体现在营业利润率。通常表现比较好的，能让股东赚到钱的，都是利润率比较高的公司，对利润率的关注有两点需要注意的。

成长型公司如果是因为投入研发或促销等来帮助公司加速成长，导致利润率增长没有营收增长高，或者缩水，是可以被接受的理由，而且这种情况下导致的利润率欠佳，因而不被市场重视，可能反而是好的投资对象。

对待另一类型，薄利多销或低利润率企业，最好是远离，只有当公司有强烈迹象表明显示从根本上发生变化，利润率正在改善，且和销售量的增长无关，如果出现这种情况，并且其他方面也值得投资，那么也可能是理想的投资对象。

用杜邦分析体系评价净资产回报率 ROE 会更加全面，包含净利率、资产周转率和杠杆系数，这三者在手把手教你读财报里形象的解释为茅台模式、沃尔玛模式和银行模式，费雪这一点比较倾向于茅台模式，相对最省心的选择，但是两种模式现在也有很多成功的案例，关于这一点，大家可以不局限于单纯的利润率，结合 ROE 指标来分析。

6.这家公司做了什么事，以维持或改善利润率？

投资人买入更看重公司的未来，不论原来企业利润率有多高，对投资人来说，未来的利润率更重要一些。

提升利润率有两个方法，提高价格和降低成本，有些行业内企业提高价格可能相对容易，但投资人并不能一直为此而高兴，因为这种方式提升的利润率不可能一直持续，超额利润率会吸引更多逐利的竞争者加入，加剧行业竞争格局，利润率的增长总有一天会回归或下降；

另一种方式是降低成本，如果企业是通过内部不断优化来提升经济效应，甚至富有创新改变某些运营活动的本质，例如 JIT (just-in-time) 生产制造方式等；因为这些创新的事情不是立刻就能完成的，一旦如此形成优势，拉开和竞争对手的差距，竞争对手想要追赶也是一件需要花长时间的事情。分析前几家公司年报时，对美的集团在“探索以客户为导向的，快速满足市场需求”的 T+3 客户订单制新型产销模式印象深刻，这个模式最早用在小天鹅取得显著成效，美的才开始在集团推广，查了一下小天鹅这个模式的数据如下，“哀鸿遍野的 2015 年洗衣机市场，小天鹅延续着高速增长的惯性，内销国内零售量市场份额 25.93%，同比提升 4.57 个百分点；产销量均超过 1400 万台，国内市场占有率行业第二。”类似这种应该归属于此类以创新方式来降低成本，

提升利润率。

7.这家公司的劳资和人事关系是不是很好？

美国的工会组织非常强大，这一点在中国不能直接适用，但其背后的逻辑却也是相通的，即员工满意度、流动性和员工主观能动性的发挥，这两点对企业成长非常重要，企业文化或管理层如何对基层员工的态度很大程度上会影响这两个因素，如果企业文化或管理层不能让一般员工感到有尊严，管理层抱有这种态度，那么公司也不会是理想的投资对象。

8.这家公司高级主管关系很好吗？

这一点也非常重要，如果高级主管之间不能达成共识，高管之间或高管与董事之间不信任，高管间的气氛不融洽，总之内部高管之间整日勾心斗角，这样的公司哪还有力气去保障企业的成长。

9.公司管理阶层的深度够吗？

费雪在此想强调公司内部管理力量的培养，小公司或创业公司只要有一个真正能干的领导人可能就可以带领公司跨出一大步，但是一旦公司进入一定规模，再想依靠领导个人的能力，或者领导还是事无巨细不愿放手、插手日常事务，如此来企求公司良好的管理和成长就不可能了。

只要公司想要寻求继续发展，都离不开对人才的需求，虽然有内外两条途径，但最主要来源还是内部，从最高层到基层，能不能让每个人能充分发挥以及被培养，都涉及到深入培养合适的管理阶层机制以及领导的放权，这些机制和态度也对上一点高管之间的关系是否融洽有很大的影响。

10.这家公司的成本分析和会计纪录做得如何？

分析年报不仅仅看提供的公司营收和利润这些财务数据和变化，也可以看到公司管理层是如何理解和解决企业的营运活动和问题，是不是准确和详尽地细分总成本，显示每一小步营运活动的成本，这样管理层才能知道到底什么是最需要注意的，以及有没有合适的去解决每一个问题。虽然不能确保我们看到的财报就完全显示了管理层看到的展开分析，但至少部分反映了管理层可能认知到的部分，或者在不断跟进的过程中还可以判断下方向是不是和你设想的一样，有什么异同，就如在手把手读财报中提到，如何通过同行业不同公司在生产资本占总资本的变化上的异同，不妨设想你认同的方向，和你是否愿意下赌注的哪方。

11.是不是在所处领域有独到之处？它可以为投资者提供重要线索，以了解此公司相对竞争者，是不是很突出？

这一点不能一概而论之，必须要结合不同的行业情况来分析。还记得在《投资中最简单的事》中说，做投资首先要做一个填空题，该行业得_____者得天下，即要看清楚一个行业最重要的是什么，最核心的是什么；和费雪这里讲“看企业是不是在所处领域有独到之处”应该有异曲同工之妙，行业不同，在看每个行业时，首先要做一件事，就是判断这个行业的核心竞争力是什么，拥有什么样的独到之处可以使企业在行业能够脱颖而出，这是抽丝剥茧的核心之一。

12.这家公司有没有短期或长期的盈余展望？

这一点判断企业的经营方式，比较多涉及到对待客户和供应商的态度，通过评判企业的经营价值观来判断是否值得投资。企业之间合作最好是能够达成共赢，但是在两者必须权衡取舍的时候，企业是会为了追求眼前利润而伤害远期合作，还是会放弃部分短期利润，建立良好信誉，而获得较高的长期整体利润。投资人把眼光放在企业的未来成长，也自然要选择着眼于以相同长远盈利眼光来发展，拥有如此大格局的企业。

13.在可预见的未来，这家公司是否会大量发行股票，获取足够的资金，以利公司发展，现有持有人的利益是否因预期中的成长而大幅受损？

这一点费雪大概是想用反证来评判企业管理层的财务判断能力是不是太差而不值得投资，因为公司如果财务判断能力是ok的话，每次是通过借债或发股来筹措到自己所需要资金能力，是对当时情势做过适当的评估的，应该是足以支持企业未来几年的需求而抓住美好的前景，因此几年后下一次再需要借债或发股筹资时，盈余增加会推升股价至比目前高出很多的水准，而不会仅使普通持有人的每股盈余小幅增加。不过费雪也特别提到，这一点是附注于整个十五项要点，如果这一点的现象并不是非常严重时，而同时公司在其他十四点上评价很高，仍有可能的杰出表现，

不必为了这一点而却步；但也不能在其他十四点上有评价不佳的公司中，仅因财务面很强或现金很多时，而选择。

14.管理阶层是不是只向投资人报喜不报忧？诸事顺畅时口沫横飞，有问题或叫人失望的事情发生时，则“三缄其口”？

15.这家公司的管理阶层的诚信正直是否无庸置疑？

最后这两点很好理解，都是对管理层的品性的判断。纵观整个 15 要点，直接或间接提到管理层评价的占比非常多，这也很好理解，对企业未来成长性的不定性评价，不论在数据上预测的如何精确，最后的结果还是要看人的行为这个变量，体现在企业里，就是管理层的行为，所以关注管理层非常重要。



成长股价值投资策略之父：菲利普·费雪

来源|价值投资邦

“我的血管里 85%流着格雷厄姆的血，15%流着费雪的血。”

——沃伦·巴菲特

大师生平

费雪小时候费雪就知道股票市场的存在以及股价变动带来的机会。事缘于费雪上小学时，有一天下课后去看望祖母，恰好一位伯父正与祖母谈论未来工商业的景气，以及股票可能受到的影响。

费雪说：“一个全新的世界展开在我眼前。”两人虽然只讨论了 10 分钟，但是费雪却听得津津有味。不久，费雪就开始买卖股票。

1920 年代是美股狂热的年代，费雪亦赚到一点钱。然而他父亲对于其买卖股票的事情很不高兴，认为这只是赌博。

1928 年费雪毕业于斯坦福大学商学院。1928 年 5 月三藩市国安盎格国民银行到商学研究所招聘一名主修投资的研究生，费雪争取到这个机会，受聘于该银行当一名证券统计员，开始了他的投资生涯。

投资生涯

1929 年美股仍然涨个不停，但费雪评估美国基本产业的前景时，见到许多产业出现供需问题，前景相当不稳。

1929 年 8 月，他向银行高级主管提交一份 “25 年来最严重的大空头市场将展开。

”这可以说是一个小伙子一生中令人赞叹的股市预测，可惜费雪“看空做多”。他说：“我免不了被股市的魅力所惑。于是我到处寻找一些还算便宜的股票，以及值得投资的对象，因为它们还没涨到位。

”他投入几千美元到 3 只股票中。这 3 只股票均是低 P/E 股，一家是火车头公司，一家是广告看板公司，另一家是出租汽车公司。美股终于崩溃！尽管费雪预测无线电股将暴跌，但是他持有的 3 只股票亦好不了多少，到 1932 年，他损失惨重。

1930 年 1 月，费雪当上部门主管。不久，一家经纪公司高薪挖角费雪。这家经纪公司给予他相当大的自由，他可以自由选取股票进行分析，然后将报告分发给公司的营业员参考，以帮助他们推广业务。费雪过档，干了 8 个月公司就倒闭了，股市崩溃给金融行业带来的冲击是巨大的。

费雪又干了文书作业员一段时间——其唯一能找到的工作——他觉得“很没意思”，之后再按捺不住，要开创自己的事业了。费雪所向往的事业是管理客户的投资事务，向客户收取费用一投

资顾问。

1931年3月1日，费雪终于开始了投资顾问的生涯，他创立费雪投资管理咨询公司。最初办公室很小，没有窗户，只能容下一张桌子和两张椅子。到1935年，费雪已经拥有一批非常忠诚的客户，其事业亦获利可观。其后费雪的事业进展顺利。

珍珠港事件之后太平洋战争爆发，美国被迫卷入第二次世界大战。费雪于1942—1946年服役3年半。他在陆军航空兵团当地勤官，处理各种商业相关工作。服役期间，费雪思考着如何壮大自己的事业。战前，费雪投资管理咨询公司服务大众，不管资金大小；战后，他打算只服务于一小群大户，这样一来可以集中精力选取高成长的股票向客户推荐。

不久费雪的投资顾问事业重新开张。1947年春，他向客户推荐道氏化工，这是他花了三个月调研的结果。

1954—1969年是费雪辉煌腾达的15年。他所投资的股票升幅远远超越指数。

1955年买进的德州仪器到1962年升了14倍，随后德州仪器暴跌80%，但随后几年又再度创出新高，比1962年的高点高出一倍以上，换言之比1955年的价格高出30倍。

1960年代中后期，费雪开始投资摩托罗拉，持有21年，股价上升了19倍——即21年内股价由1美元上升至20美元。不计算股利，折合每年平均增长15.5%。

1961和1963年费雪受聘于斯坦福大学商学院教授高级投资课程。

1999年，费雪接近92岁才退休。

2004年3月，一代投资大师与世长辞，享年96岁。

投资心得

1、投资目标应该是一家成长公司

公司应当有按部就班的计划使盈利长期大幅成长，且内在特质很难让新加入者分享其高成长。这是费雪投资哲学的重点。

盈利的高速增长使得股价格相对而言愈来愈便宜，假如股价不上升的话。由于股价最终反映业绩变化，因此买进成长股一般而言，总是会获丰厚利润。

2、集中全力购买那些失宠的公司

市场走势或当时市场误判一家公司的真正价值，使得股票的价格远低于真正的价值，此时则应该断然买进。寻找到投资目标之后，买进时机亦很重要；或者说有若干个可选的投资目标，则应该挑选那个股价相对于价值愈低的公司，这样投资风险降到最低。

费雪有过教训，在股市高涨的年代，买到一家成长股，但是由于买进的价格高昂，业绩即使成长，但亦赚不了钱。

3、抱牢股票直到公司的性质发生根本改变

除非有非常例外的情形，否则不因经济或股市走向的预测而卖出持股，因为这方面的变动太难以预测。绝对不要因为短期原因，就卖出最具魅力的持股。但是随着公司的成长，不要忘了许多公司规模还小时，经营得相当有效率，却无法改变管理风格，以大公司所需的不同技能来经营公司。

长期投资一家低成本买进、业绩高成长的公司，不应因为外部因素而卖出持股，应该以业绩预期为卖出依据。因为外部因素对公司的影响很难精确分析和预测，同时这些因素对股价的影响亦不及业绩变动对股价的影响大。我们投资的是公司不是GDP，亦不是CPI或者定期存款利率。

许多人信奉波段操作，但是至今没有一个靠波段操作成为投资大师的。波段操作企图提高赢利效率，所谓超底逃顶，这些乌托帮式的思维，实际可望而不可及。

4、追求资本大幅成长，淡化股利的重要性

获利高但股利低或根本不发股利的公司中，最有可能找到十分理想的投资对象。分红比例占盈余百分率很高的公司，找到理想投资对象的机率小得多。成长型的公司，总是将大部分盈利投入到新的业务扩张中去。若大比例分红，则多数是因为公司的业务扩张有难度，所以才将盈利的大部分分红。不过，这是指现金分红，而以红股形式的分红则应该鼓励。

5、犯下若干错误，尽快承认错误

经营管理最好和最赚钱的金融贷款机构，也无法避免一些呆帐损失，了解它们的成因，并学会避免重蹈覆辙。良好的投资管理态度，是愿意承受若干股票的小额损失，并让前途较为看好的股票，利润愈增愈多。

好的投资一有蝇头小利便获利了结，却听任坏的投资带来的损失愈滚愈大，是不良的投资习惯。绝对不要只为了实现获利就获利了结。无论是 6 公司经营还是股票投资，重要的是止损和不止盈。

此处的止损是指当你发现持有的股票出现与当初判断公司基本面的情况有相当大的变化则卖出持股的做法。不止盈是即使持有的股票大幅上升但公司盈利仍将高速增长且目前股价相对偏低或者合理的情况下继续持股的做法。

许多投资者往往是做反了，买进一只股票一旦获利，总是考虑卖出；相反，买进的股票套牢了便一直持有，让亏损持续扩大。

6、资金集中在最有利可图的股票

那些介入创业资金和小型公司（如年营业额不到 2500 万美元）的人，可能需要较高分散投资。至于规模较大的公司，如要适当分散投资，则必须投资经济特性各异的各种行业，对投资散户来说，持有 20 种以上的不同股票，是投资理财能力薄弱的迹象。通常 10 或 12 种是比较理想的数目。

有些时候，基于资本利得税成本的考虑，可能值得花数年的时间，慢慢集中投资到少数几家公司。投资散户的持股在 20 种时，淘汰一些最没吸引力的公司，转而持有较具吸引力的公司，是理想的做法。

出色的公司在任何市场都只有 5% 左右，而找到其中股价格偏低的则更是千载难逢的好机会，应该重仓买进，甚至是全部资金买进。

7、卓越的普通股管理

一个基本要素是能够不盲从当时的金融圈主流意见，也不会只为了反其道而行便排斥当时盛行的看法。相反的，投资人应该拥有更多的知识，应用更好的判断力，彻底评估特定的情境，并有勇气，在你的判断结果告诉你，你是对的时候，要学会坚持。

8、投资普通股成功，必须努力工作，勤奋不懈，诚信正直

股票投资，有时难免有些地方需要靠运气，但长期而言，好运、倒霉会相抵，想要持续成功，必须靠技能和运用良好的原则。根据费 8 点指导原则架构，相信未来主要属于那些能够自律且肯付出心血的人。

经典投资案例

食品机械：1933 年买入，持有 24 年赚了 13 倍

摩托罗拉：1955 年买入，持有 25 年赚了 30 倍

德州仪器：1955 年买入，持有 10 年赚了 30 倍

如何发现成长股

对于某只股票存在的疑问，很多人都有电话咨询上市公司的经历，这就是“闲聊”的内容之一。但是，费雪的“闲聊”远不止于此。譬如，“闲聊”对象的范围，包括要关注的公司的竞争对手、供应商、客户，以及大学和政府的科学家、被解雇或辞职的员工等。

费雪表示认识一家公司的管理有点儿像婚姻，你要真正了解一个女孩，就必须和她生活到一起。在某种程度上，你要真正了解一家公司的管理，也需要和它生活在一起。寻找那些你喜欢的公司，那些能够给你带来帮助，能解决你和你客户之间问题的公司。

他的兴趣主要是在制造业的公司，因为他们总能通过对运用自然科学的发现来拓展市场。其他领域，比如零售和金融，他觉得都是极好的机会，但是他并不擅长。他觉得，很多人投资的缺陷就在于希望什么交易都涉及，但是一个都不精通。

何时买进

最佳买入点应该是在“盈余即将大幅度改善，但盈余增加的展望还没有推升该公司的股票价格时”，而抓住最佳买入点的基础就在于能够正确判断目标公司相对于整体经济会有什么样的表现。另外，由于市场的原因导致的股价大幅下跌也是买进优质股的好时机。

何时卖出

费雪认为卖出股票只能基于三个理由：

首先是原始买进时就犯下了错误；

其次是公司出现了重大问题，管理出现退步，或者是增长潜力消耗殆尽，难于继续拥有突出的表现。

第三个理由是投资者又发现了比手中持有的股票更优秀的品种。

费雪认为最后一种情况非常罕见，而且随时准备更换持股组合的风险其实很大。

持股数量和周期

费雪一般有 4 只核心的股票，它们代表了他的投资组合。另外，他还会用少量的钱去买一些有潜力进入核心股票池的股票，通常是 5 只。持有它们的周期都很长，最短的都有 8~9 年，最长的有 30 年，像摩托罗拉他持有了 25 年。费雪表示他不喜欢把时间浪费到赚许多小钱上面，需要的是巨大的回报，为此他愿意等待。

普通股研究十五个要点

一、这家公司的产品或服务有没有充分的市場潜力——至少几年内营业额能大幅成长。

二、管理阶层是否决心开发新产品或制程，在目前有吸引力的产品线成长潜力利用殆尽之际，进一步提升总销售潜力。

三、和公司的规模相比，这家公司的研发努力，有多大的效果？

四、公司有没有高人一等的销售组织？

五、公司的利润率高不高？

六、公司做了什么事，以维持或改善利润率？

七、公司的劳资和人事关系好不好？

八、公司的高阶主管关系很好吗？

九、公司管理阶层深度够吗？

十、公司的成本分析和会计纪录做得好吗？

十一、是不是有其它的经营层面，尤其是本行业较为独特的地方，投资人能得到重要的线索，晓得一家公司相对于竞争同业，可能多突出？

十二、公司有没有短期或长期的盈余展望？

十三、在可预见的将来，这家公司是否会因为成长而必须发行股票，以取得足够资金，使得发行在外的股票增加，现有持股人的利益将预期的成长而大幅受损？

十四、管理阶层是否报喜不报忧？

十五、管理阶层的诚信正直态度是否无庸置疑？

投资十不原则

一、不买处于创业阶段的公司。

二、不要因为一支好股票在未上市交易，就弃之不顾。

三、不要因为你喜欢某公司年报的格调，就去买该公司的股票。

四、不要因为一家公司的本益比高，便表示未来的盈余成长已大致反映在价格上。

五、不要锱铢计较。

六、不要过度强调分散投资。

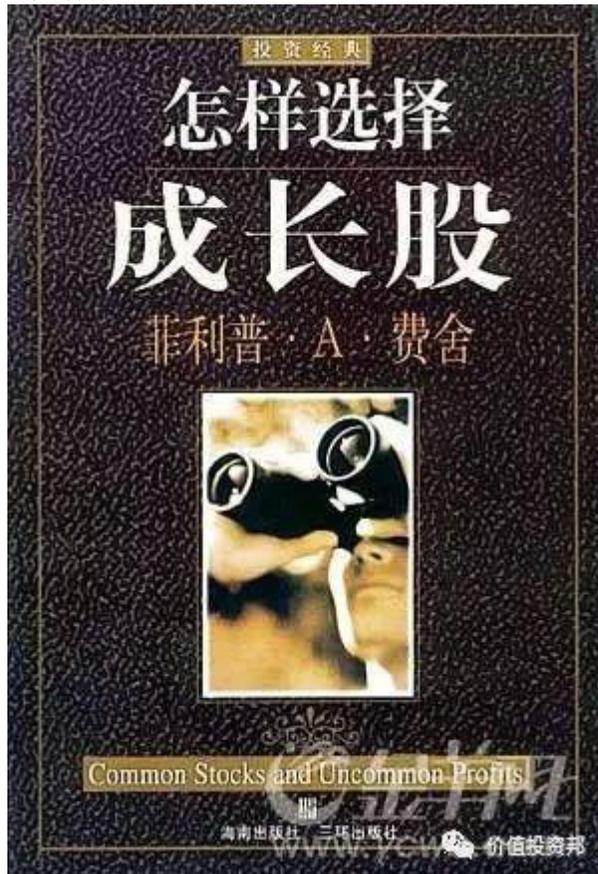
七、不要担心在战争阴影笼罩下买进股票。

八、不要忘了你的吉尔伯特和沙利文。

九、买进真正优秀的成长股时，除了考虑价格，不要忘了时机因素。

十、不要随群众起舞。

经典著作



《怎样选择成长股》一经出版，立时成为广大投资者必备的教科书，该书随即成为《纽约时报》有史以来登上畅销书排行榜的第一部投资方面的著作。“成长股”这一概念也随着该书的畅销而成为投资者耳熟能详的名词，追寻“成长股”的“成长型投资”更是自此成为了美国股市多年以来的主流投资理念之一。

到了今天，《怎样选择成长股》一书也不仅只有金融专业人士仍详加研读并付诸实践，还有许多人也将其奉为投资理财方面的经典之作。

他对有关成长股的标准、如何寻找成长股、怎样把握时机获利等一系列重要问题进行了全面而详尽的阐述。

在读完《怎样选择成长股》之后，我开始寻找菲利普·A·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·麦克尔斯

在我拥有的《怎样选择成长股》一书中，到处是下划线，页边都写满了我看书时激起的想法。

——约翰·特兰《投资技巧》



本书是费雪经典名著《怎样选择成长股》的姊妹篇，对于《怎样选择成长股》所提出的很多重要投资理念，本书在深度和广度上均有所突破，可以说是其投资的实践篇或投资的实践指南。

该书试图解决两个问题。首先，投资者应如何确定一家公司是否具有卓尔不凡的管理层，它能否通过有效的管理为投资者创造一种能实现市值长期高速增长的投资工具；其次，对于这家非同寻常的公司，投资者应怎样掌握股票的最佳购进和抛售时机。

费雪在书中不仅总结了如何通过股票投资获取丰厚利润的方法，而且为我们揭示了一种以最小风险创造最大收益的投资策略。费雪还为投资分析提供了一种标准化工具，向更多依赖专业投资建议的投资者展示了如何着手选择适合自身需要的投资顾问。

书中生动且经典的案例比比皆是，作者的分析精辟透彻，既不乏专业性又不失趣味性，使人读起来心旷神怡，拍案叫绝。费雪对通货膨胀的分析极具前瞻性和预见性，就连弗里德曼也为书中令人难以置信的精辟分析所动容。即使在今天，这些观点和建议也依然不乏生命力，必定会让你叹服。

社会评价

本杰明·格雷厄姆是“低风险”的数量分析家，他侧重：固定资产、当前利润以及红利分析。他的兴趣在于形成容易被普通投资者所接受的安全投资获利的方法。为了减少风险，他建议投资者彻底多元化组合，并购买低价的股票。

菲利普·费雪是“高风险”的质量分析家，他和本杰明·格雷厄姆恰恰相反。他侧重：可以增加公司内在价值的分析，发展前景、管理能力。他建议投资者购买有成长价值期望的股票。他建议投资者在投资前，做深入的研究、访问。他建议投资者投资组合集中化，仅买入一种或极少的品种的股票。

费雪的投资管理顾问公司每年平均报酬率都在20%以上，1958出版的《非常潜力股》一书，至今仍是所有美国投资管理研究所的指定教科书。终其一生，费雪投入了他的热情在成长型股票，他时时关心并寻找一档能在几年内增值数倍的股票，或是一档能在更长期间内涨更高的股票。

费雪执着于成长性投资，重视公司经营层面质化的特征，此乃现代投资管理理论的重要基础。他强调到处闲聊以挖掘可投资标的的葡萄藤理论，后来也深受金融投资人及许多基金经理人所推崇，并付诸实践。

费雪被称为最伟大的成长型投资大师，他与价值型投资之父格雷厄姆同为投资大师巴菲特的

启蒙老师。巴菲特曾经推崇地说：我的血管里 85% 流着格雷厄姆的血，15% 流着费雪的血。巴菲特融合了两者的理念与逻辑，为他自己及伯克希尔公司投资人创造了可观的财富，也造就了现代投资市场的投资典范。

16.8. 查理·芒格



查理·芒格 (Charles Thomas Munger, 1924 年 1 月 1 日—) 美国投资家，沃伦·巴菲特的黄金搭档，有“幕后智囊”和“最后的秘密武器”之称，在外界的知名度、透明度一直很低，其智慧、价值和贡献也被世人严重低估。

1924 年 1 月 1 日出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市，1948 年以优异的成绩毕业于哈佛大学法学院，直接进入加州法院当了一名律师，并开始投资于证券以及联合朋友和客户进行商业活动，其中一些案例已被编入商学院的研究生课程。经历一次成功买断后，芒格渐渐意识到收购高品质企业的巨大获利空间，“一家资质良好的企业与一家苟延残喘的企业的区别在于，前者一个接一个地轻松作出决定，后者则每每遭遇痛苦抉择。”

芒格此后开始涉足房地产投资，并在一个名为“自治社区工程”的项目中赚到人生的第一个百万美元。但有趣的是，伯克夏却不做房地产投资。从 1978 年起，担任伯克夏·哈撒韦公司的副主席至今。

与巴菲特双剑合璧

巴菲特与芒格这对黄金搭档创造了有史以来最优秀的投资纪录。在过去 40 年里，伯克夏股票以年均 24% 的增速突飞猛进，目前市值已接近 1300 亿美元，拥有并运营着超过 65 家企业。

在破天荒地接受一家美国媒体专访时，芒格仍然把这一切首先归功于巴菲特：“在过去近 50 年的投资长跑中，他始终表现出超人的聪颖和年轻人般且与日俱增的活力。”

巴菲特评价查理：“当他在商业上越来越有经验的时候，他发现运用小却实用的方法来规避风险。”

芒格借助他在其他领域取得的经验和技巧，在房地产开发与建筑事业上屡有斩获。而这时的巴菲特正在筹措自己的巴菲特合伙基金。与芒格早已与一些合作伙伴建立密切关系不同，巴菲特此前一直是独家经营。遇到芒格时，巴菲特才 29 岁，芒格是 34 岁。

两人一见如故并惺惺相惜。“查理把我推向了另一个方向，而不是像格雷厄姆（注：当代证券投资学鼻祖，巴菲特的老师）那样只建议购买便宜货，这是他思想的力量，他拓展了我的视野。我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类，否则我会比现在贫穷得多。”巴菲特坦言。

芒格也承认他们共同的价值取向。“我们都讨厌那种不假思索的承诺，我们需要时间坐下来认真思考，阅读相关资料，这一点与这个行当中的大多数人不同。我们喜欢这种‘怪僻’，事实上它带来了可观的回报。”

他们经常互通电话彻夜分析商讨投资机会，“芒格把商业法律的视角带到了投资这一金融领域，他懂得内在规律，能比常人更迅速准确地分析和评价任何一桩买卖，是一个完美的合作者。”一位合伙人感叹道，“查理与沃伦比你想象的还要相像，沃伦的长处是说‘不’，但查理比他做得更好，沃伦把他当做最后的秘密武器。”

两人双剑合璧导演了一连串经典的投资案例，先后购买了联合棉花商店、伊利诺伊国民银行、茜氏糖果公司、[维科斯金融公司]、《布法罗新闻晚报》，投资于《华盛顿邮报》，并创立新美国基金。芒格此后成为蓝带印花公司的主席，并在 1978 年正式担任伯克希尔·哈撒韦公司的董事会副主席至今。

优秀的品性比大脑更重要

芒格常常站在投资理论系统之外想问题，他的思维与众不同，使他经常可以得出一些有趣的结论。

“要记住那些竭力鼓吹你去做什么的经纪人，都是被别人支付佣金和酬金的，那些初涉这

一行、什么都不懂的投资者不如先从指数基金入手，因为它们毕竟由公共机构管理，个人化的因素少一些。一个投资者应当掌握格雷厄姆的基本投资方法，并且对商业经营有深入的了解，你要树立一个观念：对任何价值进行量化，并比较不同价值载体之间的优劣，这需要非常复杂的知识架构。”

芒格大体上同意“市场是有效率的”这种说法，“正因如此，成为一个聪颖的投资者就尤其艰难。但我认为市场不是完全有效的，因此这个部分的有效性（some what efficient）就能够带来巨大的盈利空间，令人咋舌的投资纪录很难实现，但绝非不可能，也不是金字塔顶尖的人才能做到，我认为投资管理界高端 30%~40%的人都有这个潜力。学院派赞美多样化的投资理念，这对优秀的投资者是一个伤害。伯克夏风格的投资者极少尝试多样化。学院派的观点只会使你对自己的投资纪录与平均水平相差不远、感受好一点而已。”

芒格认为很多时候当别人逐渐丧失理智时，成为一个理性的投资者的重要性不言而喻，“我们不会把 450 亿美元随便撂在那儿，但你必须能判断出那个高科技股票直蹿云霄的癫狂时刻并控制自己远离。你挣不到任何钱，但却可能幸免于灭顶之灾。”

“对于被动式投资者而言，不同国家的文化对他们有不同的亲和特质。有些是可信赖的，比如美国市场，有些则充满不确定风险。我们很难量化这种亲和特质和可信的原因，所以很多人就自欺欺人。这很危险，对于新兴市场而言这是最重要的研究课题。”芒格认为，从一大堆官方的经济数据中根本无法清晰判断美元与欧元之间

汇率走向这样的复杂问题，“经济学家斯坦恩（HerbStein）曾说过，如果某些事物不能永远长存，那么它终究会停下来。”

芒格认为，深刻理解怎样变成一个卓越的投资者，有助于成为一个更好的经营者，“反之亦如是。沃伦经营行业的方式不需要花费多少时间，我敢打赌我们一半的生意巴菲特都不曾涉足，但这种轻松的管理方式带来的绩效却有目共睹。巴菲特是一个从不介入微观管理的优秀经营者。”他也分享了自己的投资体验：“许多 IQ 很高的人却是糟糕的投资者，原因是他们的品性缺陷。我认为优秀的品性比大脑更重要，你必须严格控制那些非理性的情绪，你需要镇定、自律，对损失与不幸淡然处之，同样地也不能被狂喜冲昏头脑。”

财富真义

芒格和巴菲特的老师格雷厄姆一样，都以本杰明·富兰克林为偶像。富兰克林是美国 19 世纪最优秀的作家、投资者、科学家、外交家和商人，还对教育及公益事业做出了杰出贡献。

芒格从富兰克林那里学到了一种思想，那就是一定要变得富有以便为人类做出贡献。“富兰克林之所以能有所贡献，是因为他有（资金）自由。”他说，“我常想做一个对人类有用的人，而不愿死得像一个守财奴一样。但有时，我离这样一种思想境界还差得很远。”要为人类做出贡献，就一定要变得富有，而要真正地富有，一个人必须建立自己的企业。

他和巴菲特共同缔造了伯克希尔这个如今企业界、投资界的楷模。还在一项鲜为人知的成就中起了重要的推动作用——正是他，在多年前发动了那场使堕胎在美国合法化的运动并最终取得胜利。1989 年他给美国储蓄机构团体写了一封信，抗议该组织不支持储蓄和信贷业的各项改革并于当年退出该团体，此举引起强烈反响。果然，储蓄和信贷业稍后爆发了危机，成为美国历史上最大的金融丑闻之一。

英雄品质

芒格的个人生活曾经很艰难，有些时候甚至可以说是凄惨。他几乎经历了一个人所能经历的所有苦难和不幸。

年轻时草率的婚姻，使他成为两个孩子的父亲；刚刚离婚不久，儿子泰迪身患白血病不幸夭折，巨额的医疗费用、失去亲人的巨大痛苦折磨着他；芒格管理的合伙投资公司遭遇了 1973 年至 1974 年的股市大跌，损失过半；1978 年，芒格因为白内障手术并发症导致左眼完全失明……

但是芒格并没有被这接踵而来的苦难和不幸所击倒。芒格和前妻的一个儿子小查尔斯说：“他就是能够义无反顾地摆脱了这些悲剧的困扰。”查理和格雷厄姆、富兰克林一样，正是那种能够

经由地狱抵达天堂的圣者。

查理·芒格的经典语录

我认识一位制造钓钩的人，他制作了一些闪闪发光的绿色和紫色鱼饵。我问：“鱼会喜欢这些鱼饵吗？”“查理”，他说，“我可并不是把鱼饵卖给鱼的呀”。

我想自己不是受到良好教育的典范，我是自己学会通过阅读而获取自己想要的信息的。我一生中常常如此。我经常是更喜欢已经作古的杰出导师而不喜欢仍在人世的老师。

在遭遇一件令你难以接受的悲剧时，你永远也不能因为摆脱不掉它的困扰、在生活中再屡遭失败而让这一件悲剧变成两件、三件。

生活就是一连串的“机会成本”，你要与你能较易找到的最好的人结婚，投资与此何其相似啊。

我喜欢资本家的独立。我素来有一种赌博倾向。我喜欢构思计划然后下赌注，所以无论发生什么事我都能泰然处之。

一个素质良好的企业和一个苟延残喘的企业之间的区别就在于，好企业一个接一个轻松地作出决定，而糟糕的企业则不断地需要作出痛苦的抉择。

如果你的思维完全依赖于他人，只要一超出你的领域，就求助专家建议，那么你将遭受很多灾难。

本·格雷厄姆有一些盲点，他过低估计事实，而那些事实值得花大本钱投入。

我不为股票而支付内在价值，除非像沃伦·巴菲特那种人所掌管股票，只有很少人值得为了长期利益投资一点，投资游戏总是蕴含考虑质量与价格，技巧就是从你付出的价格中获得更好的质量，很简单。

不要同一头猪摔跤，因为这样你会把全身弄脏，而对方却乐此不疲。

人们低估了那些简单大道理的重要性。我认为，在某种意义上说，伯克夏·哈萨维是一个教导性的企业，它教会一种正确的思维体系。最关键的课程是，一些大的道理真的在起作用。我想我们的这种渗透已经起到了非常好的作用——因为它们是如此简单。

所谓投资这种游戏就是比别人更好地对未来作出预测。你怎样才能够比别人做出更好的预测呢？一种方法是把你的种种尝试限制在自己能力许可的那些个领域当中。如果你花费力气想要预测未来的每一件事情，那你尝试去做的事情太多了。你将会因为缺乏限制而走向失败。

我与巴菲特工作这么多年，他这个人的优点之一是他总是自觉地从决策树的角度思考问题，并从数学的排列与组合的角度思考问题。

分散投资只会令自己分身不暇，宜重锤出击，集中火力专攻少数优质企业，创富路上便能一本万利。

人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋。但是人类如果努力去了解、去感知——通过筛选众多的机会——就一定能找到一个错位的赌注。而且，聪明的人会在世界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时他们下了大赌注，而其余的时间他们按兵不动，事情就是这么简单。

李录：我所了解的查理·芒格

查理·芒格是一个完全凭借智慧取得成功的人，这对于中国的读书人来讲无疑是一个令人振奋的例子。与我们在社会上所看到的权钱交易、潜规则、商业欺诈、造假等手段不同，他用最干净的方法，取得了商业的巨大成功。

—

巴菲特说他一生遇人无数，从来没有遇到过像查理这样的人。在我同查理交往的这些年里，我有幸能近距离了解查理，也对这一点深信不疑。甚至我在所阅读过的古今中外人物传记中也没有发现类似的人。

查理就是如此独特的人，他的独特性既表现在他的思想上，也表现在他的人格上。比如说，

查理思考问题总是从逆向开始。

如果要明白人生如何得到幸福，查理首先是研究人生如何才能变得痛苦；要研究企业如何做强做大，查理首先研究企业是如何衰败的；大部分人更关心如何在股市投资上成功，查理最关心的是为什么在股市投资上大部分人都失败了。

他的这种思考方法来源于下面这句农夫谚语中所蕴含的哲理：我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就不去那儿了。

查理在他的一生中，持续不断地研究收集关于各种各样的人物、各行各业的企业以及政府管治、学术研究等各领域中的著名失败案例，并把那些失败的原因排列成正确决策的检查清单，使他在人生、事业的决策上几乎从不犯重大错误。这点对巴菲特及巴郡（即伯克希尔·哈撒韦公司）50年业绩的重要性是再强调也不为过的。

查理对于由于人类心理倾向引起的灾难性错误尤其情有独钟。最具贡献的是他预测：金融衍生产品的泛滥和会计审计制度的漏洞即将给人类带来的灾难。2008年和2009年的金融海啸及全球经济大萧条不幸验证了查理的远见。

二

查理的头脑是原创性的。

他有儿童一样的好奇心，又有第一流的科学家所具备的研究素质和科学研究方法，一生都有强烈的求知欲和好奇心，几乎对所有的问题都感兴趣。任何一个问题在他看来，都可以使用正确的方法通过自学完全掌握，并可以在前人的基础上创新。

这点上他和自己的偶像富兰克林非常相似，类似于一位十八九世纪百科全书式的人物。

近代很多第一流的专家学者能够在自己狭小的研究领域内做到相对客观，一旦离开自己的领域不远，就开始变得主观、教条、僵化，或者干脆就失去了自我学习的能力，所以大都免不了瞎子摸象的局限。

查理的脑子就从来没有任何学科的条条框框。他的思想辐射到事业、人生、知识的每一个角落。

在他看来，世间宇宙万物都是一个相互作用的整体，人类所有的知识都是对这一整体研究的部分尝试，只有把这些知识结合起来，并贯穿在一个思想框架中，才能对正确的认知和决策起到帮助作用。所以他提倡要学习在所有学科中真正重要的理论，并在此基础上形成所谓的“普世智慧”，以此为利器去研究商业投资领域的重要问题。

查理这种思维方式的基础是基于对知识的诚实。他认为，这个世界复杂多变，人类的认知永远存在着限制，所以你必须使用所有的工具，收集各种新的可以证否的证据，并随时修正。

三

事实上，所有的人都存在思想盲点。我们对自己的专业、旁人或是某一件事情或许能够做到客观，但是对于天下万事万物都秉持客观的态度却是很难的，甚至可以说是有人之本性的。

但是查理却可以做到凡事客观。查理也讲到了通过后天的训练是可以培养客观的精神的。而这种思维方式的养成将使你看到别人看不到的东西，预测到别人预测不到的未来，从而过上更幸福、自由和成功的生活。

即使这样，一个人在一生中可以真正得到的真见卓识仍然非常有限，所以正确的决策必须局限在自己的“能力圈”以内。一种不能够界定其边界的能力，当然不能称为真正的能力。

怎么才能界定自己的能力圈呢？

查理说，如果我要拥有一种观点，如果我不能够比全世界最聪明、最有能力、最有资格反驳这个观点的人更能够证否自己，我就不配拥有这个观点。所以当查理真正地持有某个观点时，他的想法既原创、独特又几乎从不犯错。

四

一次，邻座一位漂亮的女士坚持让查理用一个字来总结他的成功，查理说是“理性”。

然而查理讲的“理性”却不是我们一般人理解的“理性”。查理对“理性”有更苛刻的定义。正是这样的“理性”，让查理具有敏锐独到的眼光和洞察力，即使对于完全陌生的领域，他也能一眼看到事物的本质。

巴菲特就把查理的这个特点称作“两分钟效应”——他说，查理比世界上任何人更能在最短时间之内把一个复杂商业的本质说清楚。

巴郡投资比亚迪的经过就是一个例证。记得 2003 年，我第一次同查理谈到比亚迪时，他虽然从来没有见过王传福本人，也从未参观过比亚迪的工厂，甚至对中国的市场和文化也相对陌生，可是他当时对比亚迪提出的问题和评论，今天看来仍然是投资比亚迪最实质的问题。

巴菲特说：“本杰明·格拉汉姆曾经教我只买便宜的股票，查理让我改变了这种想法。这是查理对我真正的影响。要让我从格拉汉姆的局限理论中走出来，需要一股强大的力量。查理的思想就是那股力量，他扩大了我的视野。”

五

查理的兴趣不仅限于思考，凡事也喜欢亲历亲为，并注重细节。

他有一艘世界上最大的私人双体游艇，而这艘游艇就是他自己设计的。

他还是个出色的建筑师。他按自己的喜好建造房子，从最初的图纸设计到之后的每一个细节，他都全程参与。比如，他捐助的所有建筑物都是他自己亲自设计的，这包括了斯坦福大学研究生院宿舍楼、哈佛高中科学馆以及亨廷顿图书馆与园林的稀有图书研究馆。

六

查理天生精力充沛。

我认识查理是在 1996 年，那时他 72 岁。到今年查理 86 岁，已经过了十几年了。在这十几年里，查理的精力完全没有变化。他永远是很早起身，7:30 开始早餐会议。同时由于某些晚宴应酬的缘故，他的睡眠时间可能要比常人少，但这些都不妨碍他旺盛的精力。

而且他记忆力惊人。我很多年前跟他讲的比亚迪的营运数字，我都已经记忆模糊了，他还记得。86 岁的他记忆比我这个年轻人还好。这些都是他天生的优势，但使他异常成功的特质却都是他后天努力获得的。

查理对我而言，不仅是合伙人，是长辈，是老师，是朋友，是事业成功的典范，也是人生的楷模。他让我明白，一个人的成功并不是偶然的，时机固然重要，但人的内在品质更重要。

七

查理喜欢与人早餐约会。

记得第一次与查理吃早餐时，我准时赶到，发现查理已经坐在那里把当天的报纸都看完了。虽然离 7:30 还差几分钟，让一位德高望重的老人等我令我心里很不好受。

第二次约会，我大约提前了一刻钟到达，发现查理还是已经坐在那里看报纸了。

到第三次约会，我提前半小时到达，结果查理还是在那里看报纸，仿佛他从未离开过那个座位，终年守候。

直到第四次，我狠下心提前一个钟头到达，6:30 坐那里等候，到 6:45 的时候，查理悠悠地走进来了，手里拿着一摞报纸，头也不抬地坐下，完全没有注意到我的存在。

以后我逐渐了解，查理与人约会一定早到。到了以后也不浪费时间，会拿出准备好的报纸翻阅。自从知道查理的这个习惯后，以后我俩再约会，我都会提前到场，也拿一份报纸看，互不打扰，等 7:30 之后再一起吃早饭聊天。

八

偶尔查理也会迟到。

有一次我带一位来自中国的青年创业者去见查理。查理因为从一个午餐会上赶来而迟到了半个小时。一到之后，查理先向我们两个年轻人郑重道歉，并详细解释他迟到的原因，甚至提出午餐会的代客泊车应如何改进才不会耽误客人 45 分钟的等候时间。

那位中国青年既惊讶又感动，因为在全世界恐怕也找不到一位地位如查理一般的长者会因迟到向小辈反复道歉。

九

有一年查理和我共同参加了一个外地的聚会。活动结束后，我要赶回纽约，没想到却在机场的候机厅遇见查理。

他庞大的身体在过安检检测器的时候，不知什么原因不断鸣叫示警。而查理就一次又一次地

折返接受安检，如此折腾半天，好不容易过了安检，他的飞机已经起飞了。

可查理也不着急，他抽出随身携带的书籍坐下来阅读，静等下一班飞机。那天正好我的飞机也误点了，我就陪他一起等。

我问查理：“你有自己的私人飞机，巴郡也有专机，你为什么要到商用客机机场去经受这么多的麻烦呢？”

查理答：“第一，我一个人坐专机太浪费油了。第二，我觉得坐商用飞机更安全。”但查理想说的真正理由是第三条：“我一辈子想要的就是融入生活，而不希望自己被孤立。”

查理最受不了的就是因为拥有了钱财而失去与世界的联系，把自己隔绝在一个单间，占地一层的巨型办公室里，见面要层层通报，过五关斩六将，谁都不能轻易接触到。这样就与现实生活脱节了。

“我手里只要有一本书，就不会觉得浪费时间。”查理任何时候都随身携带一本书，即使坐在经济舱的中间座位上，他只要拿着书，就安之若素。

有一次他去西雅图参加一个董事会，依旧按惯例坐经济舱，他身边坐着一位中国小女孩，飞行途中一直在做微积分的功课。

他对这个中国小女孩印象深刻，因为他很难想象同龄的美国女孩能有这样的定力，在飞机的嘈杂声中专心学习。如果他乘坐私人飞机，他就永远不会有机会近距离接触这些普通人的故事。

十

查理虽然严于律己，却非常宽厚地对待他真正关心和爱的人，不吝金钱，总希望他人多受益。

他一个人的旅行，无论公务私务都搭乘经济舱，但与太太和家人一起旅行时，查理便会搭乘自己的私人飞机。他解释说：“太太一辈子为我抚育这么多孩子，付出甚多，身体又不好，我一定要照顾好她。”

十一

查理一旦确定了做一件事情，他可以去做一辈子。

比如说，他在哈佛高中及洛杉矶一间慈善医院的董事会任职长达 40 年之久。对于他所参与的慈善机构而言，查理是非常慷慨的赞助人。但查理投入的不只是钱，他还投入了大量的时间和精力，以确保这些机构的成功运行。

查理一生研究人类失败的原因，所以对人性的弱点有着深刻的理解。基于此，他认为人对自己要严格要求，一生不断提高修养，以克服人性本身的弱点。这种生活方式对查理而言是一种道德要求。在外人看来，查理可能像个苦行僧，但在查理看来，这个过程却是既理性又愉快，能够让人过上成功、幸福的人生。

查理就是这么独特。但是想想看，如果芒格和巴菲特不是如此独特的话，他们也不可能一起在 50 年间为巴郡创造了这样了不起的业绩。

查理·芒格与“股神”巴菲特相伴 50 年

十二

有人问查理，如何才能找到一个优秀的配偶？

查理说，最好的方式就是让自己配得上她/他，因为优秀配偶都不是傻瓜。

晚年的查理时常引用一句话来结束他的演讲：“我的剑留给能够挥舞它的人。”

十三

与查理交往的这些年，我常常忘记他是一个美国人。他更接近于我理解的中国传统士大夫。旅美 20 年期间，作为一个华人，我常常自问：中国文化的灵魂和精华到底是什么？

客观地讲，作为五四之后成长的中国人，我们对于中国的传统基本上是持否定的态度的。

到了美国之后，我有幸在哥伦比亚大学求学期间系统地学习了对西方文明史起到塑造性作用的 100 多部原典著作，以希腊文明为起点，延伸到欧州，直至现代文明。

在整个阅读与思考的过程中，我愈发觉得，中国文明的灵魂其实就是士大夫文明，是一个如何提高自我修养、自我超越的过程。

孔子《大学》曰：“正心，修身，齐家，治国，平天下。”

在古代中国，士大夫文明的载体是科举制度。科举制度不仅帮助儒家的追随者塑造自身的人

格，而且还提供了他们发挥才能的平台，使得他们能够通过科举考试进入到政府为官，乃至社会的最上层，从而学有所用，实现自我价值。

科举制度结束后，在过去的上百年里，士大夫精神失去了具体的现实依托，变得无所适从，尤其到了今天商业高度发展的社会，具有士大夫情怀的中国读书人，对于自身的存在及其价值理想往往更加困惑。在一个传统尽失的商业社会，士大夫的精神是否仍然适用呢？

晚明时期，资本主义开始在中国萌芽，当时的商人曾经提出过“商才士魂”以彰显其理想。

从工业革命开始，市场和科技逐渐成为影响人类生活最重要的两股力量。近几十年来，借由全球化的浪潮，市场与科技已经突破国家和地域的限制，在全世界范围同步塑造人类共同的命运。对于当代的儒家，“国”与“天下”的概念必然有了全新的含义，“治国”与“平天下”的当代解读早已远远超出政府的范畴。

在当代，市场与科技代替古老的科举考试制度，为怀有士大夫情怀的读书人提供了前所未有的舞台。可以说查理就是一个“商才士魂”的最好典范。

十四

首先，查理在商业领域极为成功。然而在与查理的深度接触中，我却发现查理的灵魂本质却是一个道德哲学家，一个学者。

正如前面所提到的，查理对自身要求很严。他虽然十分富有，但过的却是苦行僧般的生活。他现在居住的房子还是几十年前买的一套普通房子，外出旅行时永远只坐经济舱，而约会总是早到 45 分钟，还会为了偶尔的迟到而专门致歉。在取得事业与财富的巨大成功之后，查理又致力于慈善事业，造福天下人。

查理是一个完全凭借智慧取得成功的人，这对于中国的读书人来讲无疑是一个令人振奋的例子。

他的成功完全靠投资，而投资的成功又完全靠自我修养和学习，这与我们在当今社会上所看到的权钱交易、潜规则、商业欺诈、造假等毫无关系。作为一个正直善良的人，他用最干净的方法，充分运用自己的智慧，取得了这个商业社会中的巨大成功。

在市场经济下的今天，满怀士大夫情怀的中国读书人，是否也可以通过学习与自身修养的锻炼，同样取得世俗社会的成功，并实现自身的价值及帮助他人的理想呢？

十五

2010 年初，与查理相濡以沫 50 年的太太南茜不幸病逝。几个月之后，一次意外事故又导致查理仅存的右眼丧失了 90% 的视力，致使他一度几乎双目失明。对于一位 86 岁视读书思考胜于生命的老人而言，两件事情的连番打击可想而知。

然而我所看到的查理却依然是那样理性、客观、积极与睿智。他既不怨天尤人，也不消极放弃，在平静中积极地寻求应对方法。

他尝试过几种阅读机器，甚至一度考虑过学习盲文。后来奇迹般的，他的右眼又恢复了 70% 的视力。我们大家都为之雀跃！然而我同时也坚信：即使查理丧失了全部的视力，他依然会找到方法让自己的生活既有意义又充满效率。

无论顺境、逆境，都保持客观积极的心态——这就是查理。



芒格的投资评估过程

“首先将一只股票看成是对这家企业的所有权，根据竞争优势来判断这家企业的持久度，寻找那些比你所支付的价格更高的贴现未来现金流价值。只有当你拥有优势时，才能采取行动，这是最基本的方法。你必须了解赔率，只有当赔率有利于你的时候才下游。之后我们只需保持低调并尽可能地不受顺境或者逆境的影响，几年之后就会有收获”。

正如我们已经看到的，查理投资的项目并不多。也许 IBM 的创始人老托马斯·沃森的话最好地概括了查理的方法。托马斯·沃森说：“我不是天才。我有几点聪明，我只不过就留在这几点

里面。”查理最清楚的“点”：他小心翼翼地划出他的能力圈。为了停留在这些圈子之内，他首先进行了基本的、全面的筛选，把他的投资领域局限在“简单而且好理解的备选项目”之内。正如他所说的：“关于投资，我们三个选项：可以投资，不能投资，太难理解。”

为了确定“可以投资”的潜在项目，查理先选定一个容易理解的、有发展空间的、能够在任何市场环境下生存的主流行业。不难理解，能通过这第一道关卡的公司很少。例如，许多投资者偏爱的制药业和高科技行业就直接被查理归为“太难理解”的项目，那些大张旗鼓宣传的“交易”和公开招股则立即被划入“不能投资”的项目。那些能够通过第一道关卡的公司还必须接受查理思维模型方法的筛选。这个优胜劣汰的过程很费劲，但也很有效果。查理讨厌“披沙拣金”，也就是从一大堆沙子里淘洗出几粒小小的金子。他要用“重要学科的重要理论”的方法，去寻找别人尚未发现的、有时候躺在一眼就能看见的平地上的大金块。

在整个详尽的评估过程中，查理并非数据资料的奴隶：他将各种相关因素都考虑在内，包括企业的内部因素和外部因素，以及它所处的行业情况，即使这些因素很难被识别、测量或者化约为数字。不过呢，查理的缜密并没有让他忘记他的整体的“生态系统观”：有时候最大化或者最小化某个因素（他最喜欢举好市多仓储超市为例子）能够使那单个因素变得具有与其自身不相称的重要性。

对待那些财务报告和它们的会计工作，查理总是持中西部特有的怀疑态度。它们至多是正确地计算企业真实价值的起点，而不是终点。他要额外检查的因素似乎有无穷多，包括当今及未来的制度大气候，劳动力、供应商和客户关系的状况，技术变化的潜在影响，竞争优势和劣势，定价威力，环境问题，还有很重要的潜在风险变为现实的可能性（查理知道没有无风险的投资项目这种东西，他寻找的是那些风险很小、而且容易理解的项目）。他会根据他自己对现实的认识，重新调整财务报表上所有的数字，包括实际的自由现金或“所有者”现金、产品库存和其他经营性资本资产、固定资产，以及诸如品牌声誉等通常被高估的无形资产。

他也会评估股票期权、养老金计划、退休医疗福利对现今和将来的真实影响。他会同样严格地审查资产负债表中负债的部分。例如，在适当的情况下，他也许会认为像保险浮存金——可能许多年也无需赔付出去的保费收入——这样的负债更应该被视为资产。他会对公司管理层进行特别的评估，那可不是传统的数字运算所能囊括的——具体来说，他会评估他们的“能干、可靠和为股东考虑”的程度。例如，他们如何分配现金？他们是站在股东的角度上聪明地分配它吗？还是付给他们自己太多的酬劳？或是为了增长而盲目地追求增长？

除此之外，他还试图从方方面面——包括产品、市场、商标、雇员、分销渠道、社会潮流等等——评估和理解企业的竞争优势以及这种优势的持久性。查理认为，一个企业的竞争优势是该企业的“护城河”，是保护企业免遭入侵的无形沟壕。优秀的公司拥有很深的护城河，这些护城河不断加宽，为公司提供长久的保护。持有这种独特观点的查理谨慎地权衡那些长期围困大多数公司的“竞争性毁灭”力量。芒格和巴菲特别其关注这个问题：在漫长的经商生涯中，他们了解到，有时是很痛苦地了解到，能够历经数代而不衰的企业非常少。

因此，他们努力识别而且只购买那些有很大机会击败这些围攻力量的企业。

最后，查理会计算整个企业的真正价值，并在考虑到未来股权稀释的情况下，去确定和市场的价格相比，每股的价值大约是多少。后面这种比较是整个过程的目标——对比价值（你得到的）和价格（你付出的）。关于这方面，他有个著名的观点：“（购买）股价公道的伟大企业比（购买）股价超低的普通企业好。”巴菲特经常说，是查理让他更加坚信这种方法的智慧：“查理很早就懂得这个道理，我是后来才明白的。”查理的睿见帮助巴菲特摆脱纯粹的本杰明·格雷厄姆式投资，转而关注一些伟大的企业，比如《华盛顿邮报》、政府职员保险公司（GEICO）、可口可乐、吉列等等。

查理虽然极其仔细，但不会像其他人那样，有时候深受无关紧要的细节和旁鹜之害。查理在分析的过程中会逐步排除一些投资变量，就像他排除其他变量那样。等到分析结束时，他已经将候选投资项目简化为一些最显著的要素，也完全有信心决定到底要不要对其进行投资。价值评估到最后变成了一种哲学的评估，而不是数学的衡量。在分析本身和查理毕生积累的经验及其在认知模型方面的技巧的共同作用之下，他最终能够得到一种投资“感觉”。

到了这个时候，剩下的必定是一家极其优秀的候选投资公司。但查理并不会立刻冲出去购买它的股票。他知道在正确地评估股票的价值之后，还必须在正确的时间买入，所以他会进行更精细的筛选，也就是“扣动扳机之前”的检查。当需要短时间内完成评估（他称之为“急诊”）的时候，这种方法特别有用。检查清单上的项目如下：目前的价格和成交量是多少？交易行情如何？经营年报何时披露？是否存在其他敏感因素？是否存在随时退出投资的策略？用来买股票的钱现在或将来有更好的用途吗？手头上有足够的流动资金吗？或者必须借贷？这笔资金的机会成本是多少？诸如此类。

在稀有的“黄金时机”，如果所有条件都刚刚好，查理决定要投资，那么他很可能会决心下很大的赌注。他绝不会小打小闹，或者进行“小额的投机性的投资”。这类行为包含着不确定性，然而查理为数极少的投资行为却绝不是不确定的。正如他说过的，他的投资行为“结合了极度的耐心和极度的决心”。查理自信的来源并非谁或者多少人同意或反对他的观点，而是客观地看待和衡量自己的能力。这种自知之明使他在衡量他的实际知识、经验和思维的正确性时，能够拥有一种罕见的客观态度。在这里，我们再次看到，良好的个性素质——自律、耐心、冷静、独立——扮演了重要角色。如果缺乏这些品质，查理恐怕不可能取得如此杰出的投资业绩。

查理这种伟大的商业模式是怎么来的呢？我们可以从他推荐的阅读书目中看出一些端倪。《枪炮、病菌与钢铁》《自私的基因》《冰河世纪》和《达尔文的盲点》都有一个共同的主题：关注前面提到的“竞争性毁灭”问题，研究为什么有些事物能够适应环境，存活下来，甚至在经过很长的时间之后占据统治地位。当这个主题被应用于投资选择时，芒格偏爱的企业就出现了：有些是通过消灭竞争对手而达到繁荣的企业（就像《自私的基因》里面描绘的），有些是通过合作而兴旺的企业（《达尔文的盲点》）。我们再次看到，查理能够熟练地应用许多学科的知识：有多少投资者能够像查理经常做的那样，考虑到如此之多、如此之复杂的因素呢？简要举几个例子，他经常思考的因素包括“转换”——比如热力学的定律跟经济学的定律有何相似之处（例如纸张和石油如何变成一份投递到门口的报纸），心理倾向和激励因素（尤其是它们创造的极端行为压力，无论是好的压力还是坏的压力），以及基本的长期可持续发展性（诸如“护城河”之类的正面因素和竞争性毁灭的破坏之间持续不断而且往往非常致命的相互影响）。查理极其熟练地掌握了各种不同的学科，所以能够在投资时考虑到许多普通人不会考虑的因素，就这方面而言，也许没有人可以和他相提并论。

芒格先生论投资

如果说投资圈有神话，那无疑是沃伦·巴菲特和查理·芒格。前者是大名鼎鼎的“股神”，后者则是“股神”幕后的“超级智囊”。如何才能成为像查理·芒格这样的“超级智囊”呢？查理·芒格曾说过：“如果你们真的想要在某个领域做得很出色，那么你们必须对它有强烈的兴趣。还有就是，你们一定要非常勤奋才行。”，今天，我们来看一下查理·芒格数十年人生智慧的总结：

- 1，大部分人都太浮躁、担心得太多。成功需要非常平静耐心，但是机会来临的时候也要足够进取。
- 2，根据股票的波动性来判断风险是很傻的。我们认为只有两种风险：一，血本无归；二，回报不足。有些很好的生意也是波动性很大的，比如 See's 糖果通常一年有两个季度都是亏钱的。反倒是有些烂透了的公司生意业绩很稳定。
- 3，所谓的“息税折摊前利润”就是狗屎。
- 4，巴菲特有时会提到“折现现金流”，但是我从来没见过他算这个。（巴菲特答曰“没错，如果还要算才能得出的价值那就太不足恃了”）

5, 如果你买了一个价值低估的股票, 你就要等到价格达到你算出来的内在价值时卖掉, 这是很难算的。但是如果你买了一个伟大的公司, 你就坐那儿待着就行了。

6, 我们买过一个纺织厂(伯克希尔哈撒韦)和一个加州的存贷行(Wesco), 这俩后来都带来了灾难。但是我们买的时候, 价格都比清算价值打折还低。

7, 互联网对于社会是极为美好的, 但是对于资本家来说纯属祸害。互联网能提高效率, 但是有很多东西都是提高效率却降低利润的。互联网会让美国的企业少赚钱而不是多赚钱。

8, 市面上对每个投资专家的评价都是高于平均的, 不管有多少证据证明其实根本不是那回事儿。

9, 同第 5 条。如果你买了一个伟大的公司, 你就坐那儿待着就行了。

10, 巴菲特每个礼拜有 70 个小时花在思考投资上。

11, 人们算得太多、想得太少。

12, 无论何时, 如果你觉得有东西在摧毁你的生活, 那个东西就是你自己。老觉得自己是受害者的想法是最削弱自己的利器。

13, 税法决定了, 还是买个伟大公司傻等它飞起来最划算。

14, 如果你买的股票每年复利回报 15%, 持续 30 年, 而你最后一次性卖掉的时候交 35% 的税, 那你的年回报还有 13.3%。反之, 对于同一支股票, 如果你每年都卖一次交一次税, 那你的年回报就只有 9.75%。这个 3.5% 的差距放大到 30 年是让人大开眼界的(博主注: 30 年后前者回报 42.35 倍, 后者只有 16.3 倍, 相差 26.05 倍)。

15, 最重要的, 是要把股票看作对于企业的一小片所有权, 以企业的竞争优势来判断内在的价值。要寻找未来折现的现金利润比你支付的股价高的机会。这是很基础的, 你得明白概率, 只有当你赢的概率更大的时候才去下赌注。

16, 人们破产的常见原因是不能控制心理上的纠结。你花了这么多心血、这么多金钱, 花的越多, 就越容易这么想: “估计快成了, 再多花一点儿, 就能成了……”人们就是这么破产的----因为他们不肯停下来想想: “之前投入的就算没了呗, 我承受得起, 我还可以重新振作。我不需要为这件事情沉迷不误, 这可能会毁了我的。”

17, 说到我这辈子在生意中见过的错误, 过度追求避税是一个常见的让人做傻事儿的原因。我看到有人为了避税干很大的错事。巴菲特和我虽然不是挖石油的, 但是我们该交的税都交, 我们现在也过得挺好的。要是有人向你兜售避税套餐, 别买。

18, 我认为我们(美国)正处于或者接近我们文明的顶点……如果 50 或者 100 年后, 我们(美国)只比得上亚洲某国家的三分之一, 我一点儿也不会觉得奇怪。如果要赌, 这世界上将来干得最棒的应该是亚洲。

19, 某些程度上, 股票就像是伦勃朗的画。它们的价格基于过去成交的价格。债券要理性得多。没有人会认为债券的价格会高到天上去。想象一下如果美国的所有退休基金都去买伦勃朗的油画, 它们都会升值并且引来一帮追随者。

20, 有人认为阿根廷和日本发生的事情在咱们这里(美国)绝对不会发生, 这种想法是很疯狂的。

- 21, 比起机构投资者, 房产投资信托 (REIT) 更适合个人投资者。巴菲特还留着一些烟头性格 (意指其早期偏重格雷厄姆式的投资价值低估企业的风格), 这让他愿意在人们不喜欢房产投资信托并且市价跌出八折以内的时候, 用自己的私房钱买点儿 REIT。这种行为能让他回忆起当年捡烟头的快乐, 所以他自己有点儿闲钱鼓捣这事儿也挺好的。
- 22, 聪明人也不免遭受过度自信带来的灾难。他们认为自己有更强的能力和更好的方法, 所以往往他们就在更艰难的道路上疲于奔命。
- 23, “庄家优势”是个在现代理财学里很有意思的概念。那些机构的基金经理看上去很像是赌场里的总管, 只是规模更大。
- 24, 三人行必有我师, 要成为领导者之前必须先做跟随者。
- 25, 我们总是在学习、修正、甚至颠覆各种主意。在恰当时机下快速颠覆你的想法是一项很重要的品质。你要强迫自己去考虑对立的观点。如果你不能比你的对手更好地说服对方, 那说明你的理解还不够。
- 26, 我以前那个年代, 汉堡包 5 美分一个、最低时薪是 40 美分, 所以我算是见证了巨大的通胀了。但它摧毁了投资环境吗? 我不这么认为。
- 27, 大部分生活和事业上的成功来自于有意避免了一些东西: 早死、错误的婚姻、等等。
- 28, 有两种错误: 一, 什么都不做 (看到了机会却束之高阁), 巴菲特说这个叫做“吮指之错”; 二, 本来该一堆一堆地买的东西, 我们却只买了一眼药水瓶的量。
- 29, 经常对照一下清单可以避免错误。你们应该掌握这些基础的智慧。对照清单之前还要过一遍心理清单 (意指平常心), 这个方法是无可替代的。
- 30, 打官司是出了名的费时、费力、低效、以及难料结果。
- 31, 连续 40 年每年回报 20% 的投资只存在于梦想之国。现实世界中, 你得寻找机会, 然后和其他机会对比, 最后只找最吸引人的机会投资进去。这就是你的机会成本, 这是你大一经济课上就学到的。游戏并没有发生什么变化, 所以所谓的“现代投资组合”理论非常愚蠢。
- 32, 最好是从别人的悲惨经历中学到深刻教训, 而不是自己的。我们有些成功是早就预言的, 有些是意外获得的。
- 33, 一般认为, 最好的情形就是你坐在办公室里, 然后美好的投资机会一个接一个地被送到你的面前 ---- 直到几年之前, 风投界的人们就是这样享受的。但是我们完全不是这样 ---- 我们就跟要饭的似的到处寻找好公司来买。20 年来, 我们每年最多投资一到两个公司.....说我们已经挖地三尺了都不夸张。(好机会) 是没有专业推销员的。如果你坐在那里等待好机会来临, 那你的座儿很危险。
- 34, 我们最大的错误是该做的没做、该买的没买。
- 35, 你只有学会怎么学习你才会进步。
- 36, 我们长期努力保持不做傻事, 所以我们的收获比那些努力做聪明事的人要多得多。

37, BRK 的过去业绩简直辉煌得离谱。如果我们也用杠杆, 哪怕比默多克用的少一半, 也会比现在的规模大五倍。

38, 买可口可乐股票的时候我们花了几个月才攒了 10 亿美元的股票 --- 是可口可乐总市值的 7%。要攒成主要股东是很难的。

39, 所有的大资本最终都会发现很难扩大, 于是去寻找一些回报率更低的途径。

40, 如果今天你的资本较少并且年轻, 你的机会比我们那时候要少。我们年轻的时候刚走出大萧条, 资本主义那时候是一个贬义词, 在 20 年代对资本主义的批判更是肆虐。那时候流行一个笑话: 有个人说“我买股票是为老了的时候考虑, 没想到六个月就用上了! 我现在已经觉得自己是老人了。”你们的环境更加艰难, 但并不意味着你们做不好 --- 只是要多花些时间。但是去他娘的, 你们还可能活的更长呢。

41, 关于所谓“婴儿潮(美国 5、60 年代出生)”的人口学现象, 其影响相对经济增长的影响来说小很多。过去的一个世纪, 美国的 GNP (国民生产总值) 增长了 7 倍。这不是婴儿潮导致的, 而是由美国资本主义的成功和技术的发展带来的。这两样东西的影响太利好, 婴儿潮问题相比之下就是一个小波动。只要美国的 GNP 每年增长 3%, 就能保持社会和平--- 足以覆盖政客们的花销。如果美国的发展停滞了, 我敢保证, 你们将会见证真切的代沟, 不同代的人之间关系会很紧张。婴儿潮是这种紧张的催化剂, 但是根本原因还是经济不增长。

42, 实际上, 每个人都会把可以量化的东西看得过重, 因为他们想“发扬”自己在学校里面学的统计技巧, 于是忽略了那些虽然无法量化但是更加重要的东西。我一生都致力于避免这种错误, 我觉得我这么干挺不错的。

43, 你应该对各种学科的各种思维都有所理解, 并且经常使用它们 --- 它们的全部, 而不是某几个。大部分人都熟练于使用某一个单一的模型, 比如经济学模型, 去解决所有的问题。应了一句老话: “拿锤子的木匠, 看书上的字儿就觉着像钉子。”这是一种很白痴的做事方法。

44, 对于我而言, 把股票分成“价值股”和“成长股”就是瞎搞。这种分法可以让基金经理们借以夸其谈、也可以让分析师们给自己贴个标签, 但是在我眼中, 所有靠谱的投资都是价值投资。

45, 我这一辈子认识的所有智者, 没有不爱看书的。我和巴菲特看书之多都能吓着你。我的孩子取笑我说我就是一本伸出两条腿的书。

46, 我们都爱大量阅读, 聪明人都这样, 但这还不够, 你还应该有一种批判接受、合理应用的态度。大部分人看书都没有抓到正确的重点, 看完了又不会学以致用。

47, 我们经常从那些上进的孩子们那儿听到这些问题。这是个很“聪明”的问题, 你对着一个有钱老头问: “我怎么才能成为你呢? 怎么才能迅速地成为你呢?”

48, 我们如果要再开一家 See's 糖果几乎不用花费任何资本。我们的资本太多了都快淹死我们了, 所以几乎是零成本。对于有些极度缺钱的煎饼店, 增设特许经营店简直是疯狂的事情。我们喜欢搞直营店以便更好地控制服务品质。

49, 做空行为是很危险的。

50, 坐在空头位置, 又看到股价遇到利好大涨, 这是一件特别让人气愤的事情。人生苦短, 遭受

这种气愤太不值当了。

51, 世界上最郁闷的事情之一, 就是你费尽力气发现了一个骗局 (并且做空这个公司), 但是眼睁睁地看着股价继续疯涨三倍, 而且这些骗子们拿着你的钱弹冠相庆, 而且你还要收到证券行的保证金追加通知。像这种郁闷的事情你哪能去碰呢?

52, 上市的代价已经变得非常高了。一个小公司谋求上市是没有什么道理的。很多小公司正在走私有化的路子以此摆脱上市公司的繁冗负担。

53, 公开叫价的竞价方式就是设计来让人的脑子变成一锅粥的: 由于别人也在叫价, 你觉得 (你的竞价) 得到了社会认同, 你会有一种回馈倾向, 会陷入一种“被剥夺超级反应综合症”, 觉得 (必须想方设法阻止) 你的“心头好”离你而去……总之我的意思就是这种方式就是设计来操纵人的心理的, 让人们去做白痴的事情。

54, 暗标竞价的问题在于标的物常常被那些犯了技术错误的一方赢得, 比如壳牌石油支付给贝利奇石油的价格是 (另一方的) 两倍。在公开叫价的竞标中, 你就不可能比输掉的那一方多付一倍的价钱。

55, 我们偏爱把大量的金钱投放到那些不需要我们再做什么其他决策的地方。

56, 能理解投资的真髓也能让你成为一个好的企业管理者, 反之亦然。

57, 有件事情很有意思: 你可能拥有一家价值 100 亿美元的公司, 而这家公司可能连 1 亿美元都借不到。但是, 由于公司是上市公司, 公司的大股东凭着手里的小纸片 (股票) 做担保却能借到好几十亿美元。但是如果公司不是上市的, 它可能连那些大股东能借到的 20 分之一的钱都借不到。

58, 我经常见到一些并不聪明的人成功, 他们甚至也并不十分勤奋。但是他们都是一些热爱学习的“学习机器”; 他们每天晚上睡觉的时候都比那天早上起床的时候稍微多了那么一点点智慧。伙计, 如果你前面有很长的路要走的话, 这可是大有裨益的啊。

59, 不管是对于私有企业的企业主还是上市公司的股东, 进行买卖时参考的标准应该是企业内在价值而不是过往成交的纪录, 这是最基本的价值概念, 而且我认为永远也不会过时。

60, 巴菲特和我不是因为成功预测了宏观经济并且依此下注才获得今天的成功的。

61, 提问者来自新加坡, 新加坡可能是世界历史上成绩最辉煌的发展中经济, 所以这位提问者才会把 15% 的增长率称作“保守”。但其实这不是“保守”, 这是很狂妄的。只有新加坡来的人才敢把 15% 称作“保守”。

62, 我不会花太多时间追悔过去, 一旦吸取了教训, 我就不会再陷在里面了。

63, 如果你从我们的投资决策里剔除掉最好的那 15 个, 我们的表现就显得非常平庸了。(游戏的重点) 不是非常多的动作而是非常大的耐心。你要坚守你的原则, 当机会出现的时候, 就大力出击。

64, 我们会把一些决策议题扔进名字叫做“太难了”的档案柜, 然后去看其他的议题。

65, 如果想提高你的认知能力, 忘记过去犯过的错误是坚决不行的。

66, 30 年代的时候, 靠房产抵押得到的贷款可以比房子的售价更多。这大概就是现在私募股权领域的情形。

67, 模仿一大堆人意味着接近他们的平均水平。

68, 生命中的很多机遇都只会持续一小段时间, 它们持续是因为(别人)暂时不便(攫取它)..... 对于我们每个人, 机不可失时不再来, 所以你最好随时预备好行动并且有足够的思想准备。

69, 有巨额佣金的地方常常就有骗局。

70, 承认自己不懂某样东西意味着智慧的曙光即将来临。

71, 即使你不喜欢现实, 也要承认现实 --- 其实越是你不喜欢, 你越应该承认现实。

72, 我们努力做到通过牢记常识而不是通过知晓尖端知识赚钱。

73, 长期而言, 一个公司股票的盈利很难比这个公司的盈利多。如果公司每年赚 6%持续 40 年, 你最后的年化回报也就是 6%左右, 即使你买的时候股票有很大的折扣。但反过来如果公司每年资产收益率达 18%并且持续二三十年, 即使你买的时候看起来很贵, 他还是会给你带来惊喜。

74, 就像工人必须了解自己工具的局限性, 用脑子吃饭的人也要知道自己脑子的局限性。

75, 许多市场最终会形成两到三个大竞争者 ---- 或者五到六个。其中有些市场里压根儿没有人能赚到什么钱。有些市场里每个竞争者都做得不错。

多年以来, 我们一直在研究, 为什么有些市场里竞争比较理性, 股东们获得的回报都不错, 而有些市场里的竞争则让股东血本无归。我们举航空公司的例子来说吧, 咱们现在坐在这里, 可以想到航空公司们为世界作出的各种贡献 --- 安全的旅行、更好的体验、能够随时飞向你的爱人, 等等。但是, 这个行业自从莱特兄弟的时代以来, 给股东们回报的利润是负的, 而且是一个巨大的负数。

这个市场里的竞争是如此激烈, 以至于一旦放开监管, 航空公司们就开始(大降价)来损害股东们的权益。然而, 在另外一些行业里, 比如麦片行业, 几乎所有的竞争者都混得挺舒服。如果你是一家中型的麦片生产商, 你大概能有 15%的资产回报率。

如果你的本事特别好, 甚至能达到 40%。但是为什么麦片这么挣钱呢? 在我看来他们整天搞各种疯狂的营销、推广、优惠券来激烈竞争, 竟然还这么挣钱。我不是很明白。显然, 品牌效应的因素是麦片行业有而航空行业没有的。

这可能是个主要因素。或者麦片生产商们有共识, 认为谁都不可以那么疯狂地竞争 ---- 因为如果有一个二楞子视市场占有率如命根, 比如说如果我是家乐氏的老板然后我决定要抢占 60%的市场占有率, 我想我可以把这个市场的大部分利润都给弄没了。

这个过程中我可能会把家乐氏给毁掉。但是我想我还是可以做到(占据市场以及消灭行业利润)。你应该有信心去颠覆那些比你资深的人, 条件是他们的认知被动机导致的偏见蒙蔽了、或者被类似的心理因素明显影响了。但是在另外一些情况下, 你应该认识到你也许没有什么新意可想 --- 你最好的选择就是相信这些领域中的专家。

76, 我们发现那些在生意中优胜的“系统”往往有些变量被近乎荒谬地最大化或者最小化 ---- 比如 Costco 的打折仓储店。

77, 有些情况比坐拥大量现金无处可投更糟糕。我还记得当年缺钱的情景 --- 我可不想回到那个时候。

78, 如果你（在发出指令和诉求的时候）总是告诉他们你的原因，他们就会更好地理解你的意图，并且觉得你的想法更重要，他们也就更愿意听你的。

79, 量入而出、时刻攒钱、把钱放到可以延期交税的账户里。时间长了，你就会攒出一笔财富了。这完全不需要动什么脑子。

80, 我尽量远离那些不懂装懂的人。

81, 我觉得先好好掌握别人已经整理好的知识才是靠谱的学习方法。我不认可那种闭门造车自己鼓捣出结果的方法。没人能那么聪明。

82, 我有个熟人，他们家旁边那个房子看起来很不起眼的，但是竟然卖了 1700 万美元。房市价格有很极端的泡沫。

83, 经验告诉我们，当机会来临的时候，如果你有足够的准备并且适时、果断、有魄力地做一些简单而合理的事情，就能奇迹般地让你致富。偶尔出现的这种机会往往赐予那些时刻准备着、一直搜寻着、并且愿意分析复杂事物的人。当机会出现的时候，你所要做的全部事情就是使用你平时谨慎耐心攒下来的弹药、大手注在那些胜算极大的赌局上。

84, 现在这个时代是以往的资本主义中没见过的。与以往相比，我们有史上最多的知识分子投身在炒卖股票和投机倒把上。许多我所见到的事情让我联想起索多玛和蛾摩拉（堕落罪恶之城）。自私、妒忌、还有各种山寨货。以前也有过这些事情，它们导致了可怕的后果。

85, 我们的投资风格被称作焦点投资，意在持有十只股票、而不是一百个或者四百个。好投资不好找，所以应该集中在那些少数几个好的上，这对于我是很显而易见的事情。但是投资界 98% 的人都不这么想。这对我们倒是挺好的。

86, 你要当心过于强烈的意识形态观念。如果你脑子里只有一个念头的話那是非常危险的。

87, 和巴菲特一样，我有很强的致富欲望。不是因为我喜欢法拉利什么的，而是我喜欢独立。我极度渴望独立。

88, 每一个有工程师思维的人看到会计准则都会想吐。

89, 多谈谈你的失败历程、少吹嘘你的成功经历，这样对你好。转！

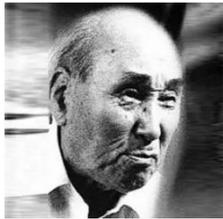
作者：无为之勇

链接：<https://xueqiu.com/1519387329/99574168>

来源：雪球

著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

16.9. 是川银藏



是川银藏，日本杰出的股票大师、农学家。1897年出生于兵库县，小学4年级结束后供职于神户贸易商馆。后历经数职，在大阪北滨进入股市，在历经几次投机竞争后出名，被称为“最后的投机家”。1992年95岁高龄去世。

是川银藏敏锐的判断力，预测经济形势和股市行情的准确性令人吃惊，因此被日本金融界称为股市之神。世界上著名的股市投资家巴菲特、索罗斯、邱永汉等都对是川银藏的投资手法推崇备至。

是川银藏曾经说过：曾经有好几个出版社要我写自传，我一直不肯答应。因为我怕自传公诸于世后，会让很多人以为股市钱好赚，竞相仿效，而成为股市的牺牲者。可是，有一位作家不顾我的劝阻，出版了我的传记。如果写得真实，那也就罢了，偏偏有些内容与事实差距太大。扭曲我的人生经历固然令人不快，如果因此还误导读者，害他们倾家荡产，岂不更糟糕？因此，我决定用自己的手，写下自己的人生，藉此告诉世人，靠股票致富是件几近不可能的事。这是我的使命。

一般人或许以为我推翻了这个“不可能”，靠买卖股票而获得巨富。可是，事实决非如此。事实上，我现在是一无所有，没有累积任何财产。

人物生平

1897年7月28日，影响日本股市将近一个世纪的“相場师”（交易高手）是川银藏，诞生于赤穗一家贫穷的渔户。他的上头有六个哥哥，由于家境窘迫，小学四年级结束就出外挣钱，帮补家计，是川银藏也不例外，14岁就到神户的贸易商行——“好本商会”当学徒。在其十六岁时，那家贸易商破产，他就决定到伦敦念书，而于当年（一九一四）前往大连。不巧，碰到第一次世界大战爆发，而无法取得前往伦敦的护照。于是，他改变主意，跟在日本军后头到青岛，成为青岛守备军司令部的御用商人。周遭的人夸赞他是青年实业家，他也洋洋自得。不料，他后来捐助孙文的革命军三万圆，革命军惨败，他也随之破产，沦落为每日向债主磕头赔罪的田地。是川银藏深深尝到了破产的痛苦滋味。他由于受不了精神上的折磨，还会身怀手枪四处寻觅自杀场所。

一九三一年，他拿妻子帮他筹措的七十圆投入股市，获得百倍利润。这是他第一次投资股票，以三十四岁而言，稍为迟了点，可是往后的股票投资却一帆风顺。是川银藏之名因而响彻股市。的确，靠股票赚得一定的利润并非绝对不可能。但那必须以极认真的态度、很稳健的方法才行。如果一开头就心存藉股票获巨富，梦想成了大富翁后过着豪华的生活，以此心态做股票，必败无疑。

在日本一百多年的股市历史中，出现过多少个超级主力、重量级做手？可是这些人毫无例外地，顶多风光四年或五年，便从股票的世界中消失，只是给股市平添昙花一现的热闹罢了。这就是股市做手的命运。

是川银藏投资股票的契机是在一九二七年。当年，他受到金融恐慌的波及，尝到了人生第三度破产的苦汁。之后，就花了三年时间，在图书馆苦读，彻底研究日本经济、世界经济，及其它相关问题。然后以此自修的成果，分析经济、研判行情变化。

一九七七年，是川银藏投资日本水泥，获利三十亿圆。可是一九七九年做铜和矿业，因误卖出时机，而一败涂地。一九八二年以住友金矿山大赚二百亿圆，第二年因而成为全国最高所得者。但是不久就发觉，赚来的钱，全给扣税扣光了。在日本的税制下，是川银藏虽靠股票赚了大钱，却留不住。

一九三三年，是川银藏以三十六岁之龄，在大阪设立是川经济研究所时，周遭的人曾劝我拿学位。他们或许只是奉承，但也由此可见我用功之勤。就这点而言，小学毕业的是川银藏，是绝不会输给那些有大学文凭便以为很了得的人。

经历

14岁步入商海

1897年是川银藏生于日本兵库县。1912年，小学毕业，是川银藏就开始闯荡江湖，二十七

岁就成了富有的企业家。但 1927 年日本金融危机，又让他从巨富沦为赤贫。

为此，是川银藏开始了 3 年的寒窗苦读，在图书馆遍读与经济有关的各种书籍、资料，掌握了经济变动的的基本规律。

70 元入市险成亿万富翁

1931 年，忍受了 3 年贫困生活的是川银藏决定东山再起，靠借来的 70 日元股本，很快就赚了 7000 日元，成为了日本股市的传奇人物。

1933 年初，是川银藏通过对纽约联邦储备银行纸币发行量、存款余额与金的保有量分析，准确预测到了美国将停止金本位制，于是大量做空。1933 年 4 月 19 日，美国宣布废止金本位制。

日本股市立刻暴跌并休市。但休市一星期后，日本政府却宣布：“已经买卖的股票，一律以美国停止金本位制之前的收盘价结算。”一举粉碎了是川银藏的亿万富翁之梦，但他准确的预测却震动了整个日本股市。

料事如神获利 30 亿日元

1976 年，日本由于水泥需求急剧下降，中小水泥厂纷纷停业、倒闭。但是川银藏在分析后认为日本水泥公司的下跌走势已经进入谷底，政府为了解决日益严重的失业问题，肯定要大兴土木，水泥必定会暴涨。于是，是川银藏开始默默低价吃入日本水泥公司股票。

1977 年，日本水泥业界的景气果然逐渐复苏，日本水泥公司的股价开始一路飙升。而此时是川银藏已经吃入了日本水泥公司 3000 万股。一笔投资就让他最终获利 30 多亿日元。

被胜利冲昏头脑

在卖出了日本水泥之后，是川银藏在对过去金属行情与供给情况分析后，发现铜价从上次暴跌到现在已经到谷底，很快就会再度上涨。

于是是川银藏大量吸入同和矿业。1979 年，全球铜价果然暴涨，而是川银藏已经持有了同和矿业公司 2200 万股，股票市值一度高达 300 亿日元。但因贪心坐失出货良机，仅仅纸上富贵了一回，30 亿日元的本金都险些不保。

预测神话

1981 年 9 月 18 日早上，“菱刈矿山发现高品质金脉”的新闻，再度让是川银藏热血沸腾。他通过报道的数据推断出，菱刈矿山是一个价值惊人的金矿，而矿主住友金属矿山公司根本没意识到这一点。

是川银藏立刻悄悄买进住友金属矿山公司股票，事后勘测数据证实了是川银藏的推断：该矿区至少存在 100 吨的金，价值在 2500 亿日元以上。股价因此迅速暴涨，而此时他手中的持股已经达到 5000 万股，占住友金属矿山公司已发行股数的 16%。

为了避免重蹈“同和矿业”的覆辙，他迅速获利了结，稳赚了 200 多亿日元。再创了一个日本股市神话。

研究方法

是川的成功得益于他坚持不懈的分析方法。

首先，是川的基本研究方法就是尽可能的收集各种重要的统计资料，每天详细分析，从而推断出国际经济的可能变化。他从年轻时候起，便很善于掌握国际关系的重大变化。在经济问题上，他从不满足于听取别人的意见，一定要自己动手动脑分析、研究，直到找出答案。在当时的股市，能象是川那样用功研究的，恐怕找不出第二人。每天早上 8 点，各证券公司就会打电话告诉他各种外电消息，纽约、伦敦、法兰克福等股市的股价指数，金、银、钢等非铁金属的行情和库存状况，还有利率、汇率等，这些是他每天最起码要记录的统计数字。这样的记录工作，他坚持了数十年，直到去世之前。

其次，收集的资料不仅要多、要全，更要保证资料的真实性和质量。日本证券公司大多拥有自己的调查机构，而营业员拿到情报后都深信不疑，以此作为劝说客户买进卖出的依据。至于川，他一拿到证券公司提供的情报，便仔细考核内容的真伪：情报的最初发源地是哪里？是谁，以什么样的目的发出的？经过一番寻根探源后，往往发现是各通讯社的海外特派员发来的，若是如此，就得留神了。如果特派员将国外经济机构发表的数字原原本本地传回来，倒也罢了；偏偏

很多特派员喜欢针对那些数字加上一些自己的解释，以自己的想法分析数字的含义，甚至预测未来的变化，一块儿传回来，而证券公司也不加辨别，毫不怀疑地接受了。是川长期研究经济结果，当然有能力过滤情报，去芜存菁，将正确的部分记录下来。

很多投资人由于不懂得推敲情报的真伪，人云亦云，自然会在股市遭受重创。是川认为，投资股市绝对不是赌博，而是一种以实际的经济演变作为判断依据的经济行为。因此，只要肯亲自动手动研究，便可提高判断的准确性，而得以在股市获胜。

投资忠告

对于股市投资人，是川有两个忠告。第一个忠告是：投资股票必须在自有资金的范围内。无论证券公司以甜言蜜语诱惑你，也千万不可去做融资、融券。股价有涨亦有跌，下跌的幅度稍大，就会被追缴保金，若不缴，便会被证券公司中止合作。当然，下跌时赶紧出脱就没事了，可是连股市专家都很难判断何时该卖，何况是一般投资大众？有时候，投资人也会运气好而赚一笔，可是人们往往在尝到胜利的滋味后，忘记了失败的悲惨，而乘胜追击，大胆深入。结果，通常的结局是，不但赔掉本钱，还得向亲戚、朋友，甚至高利贷业者借一屁股债。

第二个忠告是：不要一看到报章杂志刊出什么利多题材，就一头栽进去。老实说，单听别人的意见，或只凭报纸、杂志的报导就想赚钱，这样的心态本身就已经是失败的根源。自己不下工夫研究，只想在上班之余，看看报章杂志有什么利多题材，以供买进股票之依据。这样是不可能成功的。天下岂有如此的美事？真的想在股市赚钱的话，就得注意经济的动向，本地经济、世界经济，要每天不间断地注意。只要拥有一般程度的经济常识，谁都办得到，何况判断的材料大多出现在每天的报纸上，极为方便。是川银藏把买股票比喻为登山，理想的买点自然是在高度离山谷不很远的地方，可是当报纸、杂志出现利多消息时，通常股价已涨到离山顶很近的地方。自己收集情报、在低价区买进、耐心等待，这是投资股票的秘诀。

三原则

是川积多年的经验认为，投资股票就像兔子与乌龟的竞赛一样，兔子因为太过自信，被胜利冲昏了头，以至于失败。另一方面，乌龟走得虽慢，却是稳扎稳打，谨慎小心，反而赢得最后胜利，因此，投资人的心境必须和乌龟一样，慢慢观察，审慎买卖。所谓乌龟三原则就是：

- 一、选择未来大有前途，却尚未被世人察觉的潜力股，长期持有。
- 二、每日盯牢经济与股市行情的变动，而且自己下功夫研究。
- 三、不可太过于乐观，不要以为股市会永远涨个不停，而且要以自有资金操作股票。

五原则

- 一、选股票不要靠人推荐，要自己研究后选择；
- 二、自己要能预测一两年后的经济变化；
- 三、每只股票都有其适当价位，股价超越其应有水准，切忌追高；
- 四、股价最后还是得由其业绩决定，硬做的股票碰不得；
- 五、任何时候都可能发生难以预料的事件，因此必须记住，投资股票永远有风险。

投资准则

是川认为，投资股票卖出比买进要难得多，买进的时机抓得再准，如果在卖出时失败了，还是赚不了钱。

而卖出之所以难是因为一般不知道股票会涨到什么价位，因此便很容易受周围人所左右，别人乐观，自己也跟着乐观，最后总是因为贪心过度，而错失卖出的良机。

日本股市有句俗话：“买进要悠然，卖出要迅速。”如果一口气倒出，一定会造成股价的暴跌，因此，必须格外谨慎，不能让外界知道自己在出货，而且，他有时为了让股票在高价位出脱，还得买进，以拉抬股价，如此买进与卖出交互进行，逐渐减少手中的持股。市场人气正旺时，是川不忘“饭吃八分饱，没病没烦恼”的道理，收敛贪欲，获利了结。遵守了“低价买进，高价卖出”的股市投资法则。

是川银藏人生中的八次危机与三次转折

(1) 远赴大中华，只身犯万险

是川银藏，生于1897年。1913年，是川年方16岁，随侵华日军到山东半岛，找日军做生意被拒。不久，日军开拔青岛，是川盘桓数日，囊中如洗，无奈开始追赶日军，意图让其收留，不至饿死。但从出发地到青岛有250公里，沿路多为山川，且几乎没有村落，还有十几只野犬日夜跟随，意图噬之。是川为免遇难，以绳绑石头，拖于身后，吸引野犬注意力，同时沿路偷吃中国人的瓜果蔬菜，夜晚则睡于树上或洞穴内。因吃的不干净，连日痢疾，渐渐虚脱，勉强支撑到日军驻扎的一个村庄，遂昏倒在地。此为其人生的第一次绝境，艰难脱险。

(2) 行贿赚大钱，被告入大牢

被日军救活后，是川靠16岁之前当学徒所学的珠算和会计技能，谋得日军信赖，慢慢开始于日军做生意，成立【小山洋行】，从饮食用品到物流搬运无不涉及，生意日隆。但因为是与军队做生意，中间经常要行贿，且生意太好遭到同行妒忌，遂被告发到军部，被宪兵队关入狱中。不过因为行贿级别较高，且是川才17岁，未成年无法判刑，最终被释放。此为其人生的第二次绝境，靠运气和年龄脱险，同时是其人生的第一次转折，从此不再靠邪门歪道挣钱。

(3) 资助革命党，血本全无归

被释放后，是川将【小山洋行】及所有存款赠与掌柜，身无分文，重新开始，意图洗心革面，重新做人。当时适逢第一次世界大战，非铁金属价格居高不下，是川在青岛靠融化一厘钱，提炼为铜、锌和铅块，卖之而大赚，获得第一桶金。随后拿出三万银元赞助孙中山的革命党进攻山东经济和交通枢纽青州，条件为打赢后独占青州的一厘钱生意。不料孙中山的革命党失败，三万银元付之东流。此为其人生的第三次绝境，虽无生命之忧，但再次身无分文。

(4) 重铸一厘钱，暴跌欲自杀

是川多处借贷，意欲再靠融化一厘钱获得重生，孰料第一次世界大战接近尾声，非铁金属价格暴跌，铜、锌和铅块没有买主了。此时的是川每日向债主磕头求饶，痛不欲生，意欲自杀了之，但是考虑到双亲无人赡养，最后还是决定活下来，时年19岁。此为其人生的第四次绝境，差点自杀，身无片银。

(5) 大发地震财，灭于倒闭潮

翌日，是川在债主联席会议上，交出所有财产，仍远不够偿还贷款。但债主此时发现是川才19岁，大为惊讶，遂不再追逼，并勉励他东山再起。是川回到日本大阪市，为了做生意，想办法免除了自己的兵役，同时开办铁工厂，积累本金。

1923年，横滨大地震。是川在大阪看到报纸发的新闻，当即判断与横滨紧邻的东京市肯定被全毁，横滨是小地方且人口不多，但东京一旦地震，安置安民需要盖大量简易房，而简易房的主要材料是马口铁板。于是，倾尽家财并到银行融资以0.6日元的低价抢购大阪的马口铁板。次日，东京全毁的消息传到大阪，马口铁板暴涨至5元，是川大赚，但因为发的是地震财，于心不安，遂捐出一半利润给大阪市。

1927年，日本发生了严重的金融危机，36家银行停业或破产。是川银藏存款的2家银行破产，但是他贷款的那家银行没有破产，所以他无法用自己在前两家银行的存款来偿还第3家银行的贷款，最后他卖掉工厂加上借钱还了第3家银行的贷款。到这个时候，就算前2个家银行象征性的赔一点保证金，也无济于事，因为是川银藏的存款和贷款数额远大于保证金数额。此为其人生的第五次绝境，虽无生命之忧，但再次身无分文，并欠巨款。

(6) 潜心经济学，顿悟回股市

1927年的金融危机使是川开始思考资本主义制度和经济规律，于是花三年博览群书，这三年他贫困潦倒，靠朋友救济，妻儿与之同甘共苦，备尝艰辛。但是川不为所动，三年如一日，无论风雨冰雪，步行到大阪市图书馆看书，一看就是一天，中午没钱吃饭就喝水撑饱胃，终于在三年后顿悟，【资本主义不会崩溃，日本也不会变成共产主义社会】，同时发现经济变动的规律会

反应在股市上，遂决心运用所学，投资股市。这是是川人生中的第二次转折，其知识体系建立，开始投入股市。

(7) 一年翻百倍，仁心有回报

1931年，是川借来70日元本金进入股市，到年底翻到7000日元，名气传到东京。东京有人慕名而来，替是川设立【是川事务所】，是川开始培养事务员。后更名为【是川经济研究所】，这代表是川开始以团队之力来研究经济和股市投资策略。

1932年，是川通过对纽约联邦储备银行纸币发行量、存款余额与金的保有量分析，准确预测【美国将停止金本位制】，于是卖出所有持仓股票，并开始大量做空。在美国宣布停止金本位制当日，日本股市立刻暴跌并休市。在休市7日后，日本政府宣布，【为防止股市暴跌，以美国停止金本位前的收盘价结算】。是川意欲通过做空而成为亿万富翁的美梦破灭，不过因提前预测到美国停止金本位制，声名传遍日本。

1938年，是川通过分析美国和苏联的年度预算的隐秘之处，料定第二次世界大战将爆发，美苏将会围堵日本。在屡次提醒日本军部无效后，于是是川赴朝鲜，开发铁矿，以资助日军军工。在朝鲜期间，先后设立3家公司，同时雇佣大量朝鲜员工，并给予与日籍员工同等的待遇。期间，为了解地质学，天天呆在军部的地质研究所钻研。

1945年，日本战败，宣布无条件投降。是川在朝鲜的三家大企业全被没收，本人被关押在监狱，严刑拷打，受尽屈辱，是川料自己必死无疑。但被公司的几百名朝鲜员工联名作保，救其出狱。是川身无分文，返回日本。此为其人生的第六次绝境，陷入必死之境地，却靠其平日的平等待人救回一命。

(8) 开发两熟稻，为国不为己

1946年，是川被释放，返回日本，时年49岁，人生从头开始。同年，麦克阿瑟发布【告日本国民书】：今后日本的重建，必须放弃武力，发展成像欧洲瑞士一样的国家。而已粮食生产能力及资源分布状况，四千万人口为日本的最适合人口。因此，为了复兴日本，必须先限制人口。

是川看到新闻后大怒，但日本的主粮为水稻，且当时的水稻基本都是一年一种一熟，如果不能开发出一年两种的水稻，则无法破解麦克阿瑟的人口限制论。

原公司下属因生活困顿，纷纷来找是川。是川为众人计，决意做马口铁板的生意。当时，日本刚被美国轰炸完毕，满目疮痍，很多工厂的厂房被炸毁。是川低价收购厂房房顶的马口铁板，运到大阪近郊的临时工厂进行修补，然后卖出。每张马口铁板进价5日元，修理费加人工费30日元，成本合计35日元，但当时日本战后亟需重建，马口铁板的黑市价格为300日元/张，是川此役大获全胜，解决了家人和下属的生计问题。

1950年，朝鲜战争爆发，日本接到大量军工订单，经济开始起飞。1951年，是川用马口铁板生意所盈利的资金，实验水稻一年两种。1953年，开发成功对育苗保温的油纸（现在育苗都要用塑料大棚，油纸保温育苗就是塑料大棚的前身）。同年，水稻一年两种实验成功，声名大震。

1954年，日本三井化学公司帮助是川开发出塑料薄膜，进行水稻秧苗的育种，于是水稻一年两种的普及障碍被完全突破。1955年，日本普及水稻一年两种，水稻产量倍增，可供一亿人的口粮之用，麦克阿瑟的人口论不攻自灭。

1955年，是川设立【是川农业研究所】，同年日本防治协会赞助是川，开发棉花一年两种。在开发棉花一年两种的过程中，是川开始怀疑人生，不想浪费后半生在农业上。

1960年，是川因开发水稻和棉花一年两种实验，耗尽本钱，同时，全世界化纤工业崛起，棉价大跌。于是是川借日本经济大好、股市走牛之机，决意重回股市，遂关闭【是川农业研究所】，时年63岁。是川在农业研究上花费了11年时间，但不是为自己，是为国家，为国民。

(9) 投资房地产，斩获大本金

1960年，是川到处向亲友借钱，筹得300万日元，作为投资本金。是川利用股市所得，养活一家老小。同年底，日本池田内阁上台，发布【国民收入倍增计划】。

【计划以显著提高国民生活水平和实现充分就业为目标，最大限度地实现增长；在10年内

使国民生产总值增加 1 倍以上，达到 26 兆日元，国民生产年增长率为 7.2%；计划规定以充实社会资本、行业结构现代化、促进贸易与国际经济合作、提高人的自主能力与发展科学技术、实现社会稳定等为中心课题。至 1967 年提前完成翻一番的目标，实际国民生产年增长率为 10.5%，1968 年国民生产总值总额为西方世界第 2 位，1970 年国民生产总值超过日数字的 41%。】

1960 年的日本与中国国民生产总值相当，从这一年开始，慢慢拉开差距。日本经济开始腾飞，高速发展引起世界的注目。日本企业受到计划刺激，纷纷进行设备投资，买地建厂，扩大生产。日本全国成为一个大工地，是川判断地价要开始上涨。

1961 年，是川寻找各工业区附近适合建住宅区的土地，在找到目标后，是川从一位有钱朋友那里借来 1.2 亿日元，用超低价每坪 300 日元买到 40 万坪潜力地皮，在 1965 年底以每坪 1500 日元卖出，还掉本金和利息，获利 3 亿多日元，赚到投资股市的巨额本金。

（10）满仓水泥股，获利三百亿

1966~1976 年，是川的 3 亿本金在股市翻到 6 亿。1973 年，第四次中东战争爆发，引发第一次石油危机。日本经济受到冲击，发生惊人的通货膨胀。1974 年，经济危机引起日本政坛动荡，田中角荣内阁和三木武夫内阁接连下台，福田赳夫上台组阁。此时，日本的失业率居高不下，而高失业率会严重影响社会稳定，政府不敢轻视。是川判断日本政府为解决失业问题，将会大兴土木，在全国大搞公共事业、公共交通的大基建工程，以吸纳劳动力（就是中国这 10 几年干的事情）。基于此，是川判断处于历史低价的水泥股将会暴涨。

1976 年底，是川开始慢慢吸纳日本水泥股，半年时间以 6 亿本金满仓 5000 万股，成本 120~130 日元/股。随后。日本经济好转，日本水泥公司接到大量订单，股价飙升到 300 日元，股市行情大好，一片看多之声。此时，是川手中还有 3000 万股。为了稳定出货，是川一边买入拉升股价，一边悄悄出货，绝大部分股票在 300 元以上的价位卖出。

1978 年底，是川清仓日本水泥，获利 300 亿日元。半年后，股价掉头向下，跌入深渊。

（11）重仓矿业股，贪心几自灭

1978 年，是川开始购置不动产，同时为逃税，不敢将资金全部投入股市。同年，是川将兴趣转向非铁金属。是川研究了过去的 20 多年的铜价波动规律，发现目前的日本铜价已处于底部三年之久。是川认为，只要后面几年世界爆发局部战争，那么铜价必定暴涨。

1978 年底，是川筛选出同和矿业和三井金属矿业。分析后认为，同和矿业拥有铜、铅、银等矿山，且其炼铜业务占全日本的 20%，炼锌、炼铅业务几乎占 100%。他，同时该公司背后是内阁的矿山部，资产雄厚。于是，是川开始以 30 亿本金在 120 日元的价位悄悄买进同和矿业股票 6000 万股，原本设定卖出价为 500 日元，后随着股价飙涨，是川贪欲渐起，三次上调卖出价，最后调整卖出价到 1500 日元。

到了 1980 年，同和矿业遭遇两个重大利空，同和矿业股价连续暴跌，是川丧失在高位卖出的机会。此时，同和矿业的股价处于下跌趋势，是川赶紧卖出股票，但为避免股价下跌太快，只能利用对倒的方式缓慢卖出了 3000 万股。后为保住本金，是川强硬要求 10 余家证券公司买入他剩余的 3000 万股，终于收回 30 亿元本金。

此为其人生的第七次绝境，靠绑架与其生死一条线的证券公司而挽回本金，期间是川几欲崩溃。这同时也是是川人生的第三次转折，决意离开股市，时年 83 岁。

（12）满仓加融资，豪取二百亿

1980 年，是川心力憔悴，卖完同和矿业后，向妻子表示：金盆洗手，远离股市，安享晚年。同时，开始拿出资金，设立【是川福祉基金】和【是川奖学金】，赞助孤儿院的孤儿，从生活到上高中、大学，一直赞助到大学毕业，累计超过 20 亿日元。

1981 年，是川在新闻上看到【金属矿业集团在鹿儿岛县的菱刈金山发现高品质金脉】。是川用在朝鲜时学到的地质学知识判断，两个钻井都探出了金矿脉，虽然两者相隔 700 公尺，但两个矿脉一定是相连的，因此当地的岩石是水成岩，水成岩因为矿液自然沉降的原因，在其内形成的金脉一般都是相连的。是川发现了巨大的投资机会，兴奋不已，坐立不安，想投资菱刈金山的

上市公司【住友矿山】，却不知如何向妻子开口。

在终于说服妻子后，是川亲赴东京，准备以 30 亿元本金赚取几百亿元的巨额利润。是川对 10 余家证券公司下达指令，从 230 元的股价悄悄吸纳【住友矿山】股，同时以买入的住友矿山股作抵押，进行融资，继续买入股票，随后住友矿山股开始上涨。是川又以上涨的盈利继续融资，继续买入。

经过 1 个月的悄悄买入，到 1981 年 10 月，是川持有住友金属矿业公司发行股的 16%（5000 万股），已成为第一大股东。住友公司的社长焦躁不安，认为是川意欲夺取公司经营权，于是邀请是川到东京会晤。是川在董事会上解释自己只是想赚钱，无意谋取经营权，同时建议住友公司买下金矿矿区西部的另外一个矿区。该矿区的所属公司连年经营惨淡，意欲低价出售。但住友公司的社长只相信是川的赚钱意图，不相信相邻的西部矿区下面有金矿脉，断然拒绝是川的买矿建议。

是川无奈离去，亲自与邻近矿区的所属公司交涉，以 5 亿日元买下矿区。随后的三个月，住友矿业的价格突破 700 日元大关。

1981 年 10~12 月，是川作为第一大股东，3 次亲赴住友金属矿业公司的菱刈矿区，发现 14 个的钻井全部探出金矿，而当时全世界的探矿水平是：2000 个钻孔才能有 1~2 个探出金矿脉。同时是川发现，这个菱刈矿区和自己买下的西部相邻矿区的下部金矿脉应该是连为一体，且自己的西部矿区金脉更厚。于是，是川安心回到温泉别墅，耐心等待住友公司发布重大利多消息。

1982 年 1 月到 3 月，住友公司迟迟不公布任何利多消息。市场先是观望，随后住友公司股价从 700 一路下跌到 408 元。是川因为是融资加了杠杆，在大跌时必须追缴保证金，期限两日，否则会被强制平仓。是川看到追缴保证金的数额是 40 亿日元，突感危机重重，两日内根本无法弄到 40 亿日元。唯一的办法就是先卖出 1000 万股，收回 41~42 亿元资金，然后缴纳保证金。

1982 年 3 月 16 日，是川亲临住友公司进行谈判，但住友董事会拒绝发布利多信息。是川遂提出以原价 5 亿元转让西部相邻矿区，最终住友集团董事会决定，以住友银行承接 250 万股，住友信托、住友保险各承接 150 万股，合计 550 万股，交易价格定位 420 日元；同时以 5 亿日元买下是川手中的西部相邻矿区，合计 28.1 亿日元；交易日为 3 月 19 日。

3 月 17 日早，是川一拿到报纸，就看到头条新闻：住友公司确认菱刈矿区下面的金矿脉为亚洲最大矿山，藏金量预计在 100 吨以上，且平均每吨含金量为 100 公克，远远高于目前全世界所有的金矿；采矿工作将于 1984 年春开始。是川根据新闻信息判断，菱刈矿区的金矿价值 2500 亿日元以上，而自己的矿区是以 5 亿日元的白菜价卖出。

3 月 17 日早盘，住友矿业股出现天量，下午因买单过多停止交易。下午住友公司召开记者会，继续发布重大利多新闻。同日，是川缴纳保证金。3 月 18~19 日股价继续暴涨。

3 月 19 日是是川和住友公司的交易约定日。因为双方是口头约定，住友担心是川毁约，一连几个电话催促赴约。是川虽然心疼卖出的 550 万股，但依然如约而至，将 550 万股和西部矿区转给住友公司。

在签约之前，是川反省：一直认为自己是住友矿业股的最大庄家，想不到住友公司和住友集团才是最大的庄家，自己被耍的团团转。随后，股评家和分析师对住友矿业一片看多之声，将 1000 元的目标价位上调为 3000 日元。

3 月 31 日，住友矿业突破 1000 日元。是川深记同和矿业的教训，在 10 天之内，卖出 1500 万股，后 10 天，卖出剩余的 3000 万股，稳赚 220 亿元。

5 月 1 日，日本大藏省（财政部）发布国民收入排行榜，是川超过松下电器等所有大企业的社长，排行全国第一。1982 年 5 月 2 日，各报纸头条均为：是川银藏，所得日本第一。

（13）树大易招风，卖房交重税

按照日本的税制，最高可以课以 85% 的税率，所以当时日本的很多富人想尽各种办法逃税漏税。但是如果漏税被查出来，除了补缴漏掉的税款外，还需要交纳漏掉税款的滞纳金，这样算下来，最高税率可以达到 90%。

是川在卖出住友矿业后，只申报了 28.9 亿元的收入。在交完税后，是川将盈利投资到福祉

基金、房地产等资产中。1989年12月，日本国税局查出是川银藏在1977~1981年，漏报28亿元。

1990年1月，是川将位于大阪的一块3000坪土地，以29亿元卖出。然后缴纳漏掉的税款，交完税后，剩余6000万元。1991年2月，日本大藏省要对是川卖掉的土地款收税6.8亿日元。此时，是川银藏已经没有这么多钱交税。于是，是川银藏开始写出，靠版权使用费赚钱交税。不料，因为是川没交卖土地的税，日本国税局扣押了是川出版书籍的版权使用费。是川银藏在94岁的高龄第八次陷入绝境，这是所有人都万万想不到的事情。

这就是是川银藏跌宕起伏的一生，赚取了几百亿元的利润，最后一分钱都留不住。

16.10. 段永平



段永平，男，汉族，江西泰和人，1961年3月生于南昌，1982年浙江大学无线电系毕业后分配到北京电子管厂。后攻读中国人民大学经济系计量经济学专业，取得硕士学位。段永平曾以创立“小霸王”和“步步高”两个知名品牌而闻名全国。现任步步高集团董事长，美国籍。

个人生平

1977年，考入浙江大学无线电系。1982年，大学毕业后分配到北京电子管厂。后攻读中国人民大学经济系计量经济学专业，取得硕士学位。

1989年3月，到中山市怡华集团下属的一间亏损200万元的小厂当厂长，段永平决定做电子游戏机。

1991年，小霸王电子工业公司成立。三年之后，这间小厂产值已达10亿元，并正式命名为中山霸王电子工业公司。1994年，段永平向集团公司提出对小霸王进行股份制改造，但没被通[2]过。

1995年9月18日，他到东莞成立了步步高电子有限公司。对他的选择当时很多人并不看好，但命运之神似乎对他特别眷顾，他跳槽到公司很快使“步步高”步步登高，如今更成为中国无绳电话、VCD、教育电子产品等行业中数一数二的名牌。

1999年、2000年，步步高两夺央视广告标王。

1999年，段永平以其“明晰的远见和创新能力”，被《亚洲周刊》评为亚洲20位商业与金融界“千禧年”行业领袖之一。

2001年之后，段永平在步步高已退居幕后，用他自己的话就是“只是每年回国两次参加步步高的董事会。”段永平实际是以投资人的身份对“步步高”进行控制。同时，段永平移民美国，在投资与慈善领域里颇有斩获。

2001年底，段永平开始以1美元左右“吃”进网易股。2003年10月14日，网易股飙升到70美元，段永平持有的股票在一年多里涨了五十倍以上。2003年，“福布斯富豪榜”对段永平的财富估价是10亿元，排第71位。

2006年9月，段永平向浙江大学捐资3000万美元，支持教育事业。

2006年，段永平以62.01万美元在网上拍得与巴菲特共进午餐的机会。

2008年5月14日，段永平为四川汶川地震灾区捐款300万元美金。

2009年12月，段永平校友再次向母校浙江大学捐赠人民币7600791元。

2010年2月，段永平夫妇向中国人民大学捐赠3000万美元。

2010年4月，段永平校友再次向母校捐款350万元人民币。

2011年1月，“2011大学校友捐赠排行榜”发布，浙江大学、中国人民大学“双料校友”以4.47亿捐赠额问鼎榜首。

社会活动

捐资母校

2006年9月21日，浙江大学旅美校友段永平、网易公司总裁丁磊一行来到浙江大学，联手向浙江大学捐资4000万美元支持教育事业。其中包括丁磊个人的1000万美元和段永平个人及

募集资金 3000 万美元，这是浙江大学历史上也是国内高校接受到的最大一笔捐资。浙江大学党委书记张曦、校长杨卫代表浙江大学接受捐赠。浙大常务副校长倪明江主持了在浙江大学紫金港校区的捐赠仪式。2009 年 12 月，段永平校友再次捐赠人民币 7600791 元，继续支持浙江大学等额配比基金。

2010 年 2 月 28 日，段永平夫妇向中国人民大学捐赠 3000 万美元，据了解，在此次 3000 万美元捐款中，1550 万美元用于设立等额配比基金，1000 万美元设立心平自立贷学金、心平留学贷学金，400 万美元捐助新图书馆建设，50 万美元捐助人大新闻学院设立“摄影和视觉传播研究发展基金”。

“2011 中国大学校友捐赠排行榜”刚刚对外发布，根据榜单，浙江大学接受校友捐赠金额最多，高达 5.24 亿，创中国大学校友捐赠之最，居“2011 中国大学校友捐赠排行榜”首位；双料校友”段永平捐赠“最给力”，累计向浙江大学和中国人民大学捐赠 4.47 亿，创校友捐赠榜记录[3]。

段永平创中国大学校友单笔捐赠最高纪录，5 年无人超越。榜单显示，在“中国校友会网 2011 中国大学校友捐赠排行榜”调查到的单笔校友捐赠中，步步高董事长段永平 2006 年向母校浙江大学捐赠 2.35 亿，创中国大学校友最大单笔捐赠纪录，连续 5 年成为中国大学校友捐赠纪录的保持者，雄居“中国校友会网 2011 中国大学校友单笔捐赠排行榜”榜位。

设立基金

2011 年 9 月教师节前夕，浙江大学获得消息，浙大将设立“浙江大学心平奖教金基金”，以此激发一线教师的工作热情，树立业务精湛、关爱学生成长的优秀教师典范。奖教金由浙大校友段永平和夫人刘昕捐资设立，连续 20 年每年嘉奖 8 位教师，奖金最高达每人 100 万元。

从 2012 年起，段永平夫妇将连续 20 年资助奖教金的评选，每年嘉奖 8 位教师，在教师节举行颁奖典礼。其中“杰出教学贡献奖”1~2 位，奖金每人人民币 100 万元，“教学贡献奖”每人奖励 10 万元，“教学贡献提名奖”每人奖励 1 万元。获得“杰出教学贡献奖”的教师不重复参评。

浙江大学教育基金会秘书长张美凤介绍说：“6 月底，段永平校友回到母校出席 2011 届毕业典礼期间，确定了设立奖教金的意愿，他本人对于这一奖项的设立特别用心。”在段永平看来，大学教师应该用更多的精力去关心学生的成长，但在这方面，目前已有的奖励和鼓励措施还太少。段永平说，设立奖教金是值得做，并且是他非常愿意做的一件事，大学要尽一切力量褒扬优秀的师德师风，提高人才培养质量。

根据“心平奖教金”评选办法，浙大将专门建设奖教金评议网页，每年 4 月，浙大 7 个学部和学生工作部将以集中推荐的方式，各推荐出一位候选人。评议网将公布提名人的材料，包括教学基本信息及教案、教学视频等，接受全校教职工、应届毕业生的评议，投票将按照实名方式进行。得票最高的前 4 位教师将进入浙大奖教金评审委员会会议的评比。评选办法中明确规定，评选对象是从事教学工作 10 年以上，并且在浙大工作 5 年以上的教师。除了任课教师外，班主任、辅导员及德育课教师都在评选之列，而校领导则不在其中。

“心平奖教金评审委员会”主任由浙大校长杨卫担任，其余 10 位委员中除了 4 位分管人事、教学、基金会和学生工作的校领导外，将在院士、优秀教师、基础课教师和青年教师以及本科生、硕士生与博士生中产生 6 位师生代表参评。

2011 年 11 月 25 日，北京师范大学心平自立贷学金捐赠仪式在主楼第四会议室成功举行。心平公益基金会秘书长伍松、监事娄天春，我校常务副校长董奇出席仪式。学生处、研工部、教育基金会相关负责同志以及各院系师生代表参加了仪式。捐赠仪式由教育基金会秘书长范立双主持。

董奇常务副校长代表学校对捐赠人段永平先生、刘昕女士以及心平公益基金会表示由衷的赞赏和诚挚的感谢。他指出，心平自立贷学金是一项培养具有现代社会素质大学生的创新举措，其以“自立、自强、诚信、发展”为理念，与北师大人才培养的目标相契合。

仪式上，心平公益基金会伍松秘书长代表段永平先生、刘昕女士介绍了心平自立贷学金的设立背景和宗旨，并向学校赠送捐赠牌。董奇常务副校长向伍松秘书长颁发了捐赠荣誉证书。学生处负责人宣读了心平自立贷学金实施细则。首批贷学金申请学生代表表示，一定不辜负段永平先生和刘昕女士的期望，坚定信念，积极进取，努力成长为国家需要的优秀人才。

“北京师范大学心平自立贷学金”由知名企业家段永平先生和刘昕女士夫妇发起并筹集善款1000万元人民币，委托心平公益基金会自2011年至2015年定向捐赠至我校专项设立，主要面向全日制在校本科生和硕士研究生一年级学生申请。贷学金的运作以激发学生的责任感、诚信度和发展观为目标，倡导新型学生培养模式。“心平自立贷学金”具有两方面特点。一是在青年学子中弘扬和鼓励自强自立的精神，倡导诚信和勇于担当的价值观；二是激发形成“自立、自强”的成才氛围，推动培养更多具有社会责任感和奉献精神的优秀人才。[4]

人物轶事

跳槽内幕

1988年，段永平在“孔雀东南飞”的热潮中，南下来到广东，被中山市怡华集团聘任为属下的日华电子厂厂长。段永平将小霸王从昔日负债累累，做到产值逾十亿，但他还是一个高级打工仔，被称为当时的“打工皇帝”。段永平不甘心。他认为，必须有更先进的激励机制，否则会失去发展的原动力。

“这不仅仅是钱的问题”。段永平经过思考，提出“改制”。但怡华集团高层拒绝了这个要求。1995年7月，段永平提出辞职。舆论一片哗然。关于经营者持股的问题，一时间引起了广泛争论，和小霸王有一个口头契约，段永平说我离开小霸王的时候，肯定是有很大不满才离开的，但是我离开的时候，我跟老板谈得很好。老板说你将来肯定还得做实业。我说对，我还想做。我离开的时候，大概只有34岁，我觉得退休还太早。老板说你想不想带人走。我说，你允许的话当然最好。老板说，你带6个人行不行？我说，好，生产3个，开发3个，我离开后大概一两个月，原来的公司换了新领导，看谁都是阿段的人，这些人原来的位子统统都没有了。大家打电话给我说，阿段我们现在干起来非常不愉快，能不能上你那儿去。包括对方的人事部长也说，他们出来你能不能收？我说如果他们非要来，我不收不行。我觉得我有责任。

1995年9月，广东步步高电子工业有限公司在东莞市宣告成立，企业实行股份制，台湾一著名电脑厂商入股19%。我离开的时候，我们有一个口头契约。我离开一年之内，不跟小霸王在同行业、在国内市场竞争。段永平谨守这个君子协定。步步高开始做学生电脑和电话机。步步高无绳电话只用两年的时间，就占得全国无绳电话市场第一份额。到1998年底，步步高VCD已成功杀入行业前三名。段永平当年是因为经营者持股的问题从小霸王出走的。我最早成立这个公司的时候，我是占最大股的，因为很多员工手头没有现金。很多专家讲你应该用期权，期权其实是没有用的。如果不是上市企业，

有期权没有用，就算是上市企业，如果不是一个成长性非常高的企业，期权也没有用。我想的办法是把自己的股份稀释了，当时我占最大股，有70%多，现在我的股份连原来的1/4都不到了。股份我全都送给员工了，怎么送的呢？白送也不行。我借你一块钱的现金，你买我一块钱的股份。然后你欠我一块钱，你也不用还我，将来用股份的利润，或者股份增长的股息还我。每年的利润有多少是给员工的，有多少股份是要稀释给现有的员工的，规定得都很清楚。在这个问题上，我们企业碰到的问题比较小。

2001年，段永平拿到了美国绿卡。对他的生活与事业是一个强烈的转折暗示。在投资领域，尤其是2001年底，在美国证券市场的低谷阶段，段永平开始以1美元左右“吃”进网易股200万余股。2003年10月14日，网易股飙升到70美元，段永平持有的股票在一年多里涨了五十倍以上。2003年，“福布斯富豪榜”对段永平的财富估价是10亿元，排第71位。如果说每个人的社会角色无形中确实存在一个预设的轨道的话，段永平常常会是那个突然脱离轨道、自行另铺一条的人。应该说，段永平认定“自我感受”、“快乐”是一个人人生中最重要的事，并不是美国给他启的蒙，尽管美国的环境也许强化了他这个观念。在移居美国之前，在很多场合，段都说过类似的话，“有些外在的东西是外人对你的评价，但你自己是不是感到很开心？我觉得这个特别重要。快乐人生才是最大的财富。我见过太多的例子，很多人是因为有了钱以后变得不快乐了，而我个人认为如果一个有钱人因为钱而不快乐是很愚蠢的。

”2006年9月21日，浙江大学旅美校友段永平、网易公司总裁丁磊一行来到浙江大学，联手向浙大捐资4000万美元支持教育事业。其中包括丁磊个人的1000万美元和段永平个人及募集资金3000万美元。这不仅是浙江大学历史上也是国内高校接受到的最大一笔捐资。浙江大学党

委书记张曦、校长杨卫代表浙江大学接受捐赠。浙大常务副校长倪明江主持了在浙江大学紫金港校区的捐赠仪式，2008年5月14日，段永平为四川汶川地震灾区捐款300万元美金。当然对于国内捐赠，段永平还在私下进行，他依然用他的“价值论”予以解释：“在认识到了受赠者的正确价值后，我会理性的考虑捐赠行为。当然，钱对于我个人，或许已经属于累赘，理性的捐赠行为某种意义上已经成为‘享受生活’的方式之一。”

段巴午餐

在“股神”巴菲特午餐拍卖中获胜的神秘买家露出真面目，

中国创业家段永平以62.01万美元标价，获得与巴菲特共进午餐的机会，商务网站eBay拍卖与巴菲特共进午餐的机会。段永平表示曾从巴菲特身上学到很多东西，因此希望有一个向他道谢的机会。国务院发展研究中心市场所副主任陆刃波认为，62.01万美元与巴菲特共进午餐，巴菲特受之无愧。而段永平不但能直接与巴菲特交流积累财富的技巧和智慧，更能受其财富观、价值观和人生观感染，这对国内企业家而言是无价之宝。巴菲特是从2000年开始选择把与自己共进午餐作为平台募集慈善捐款的，其实段永平在几年前就已有过要参加竞拍的念头。但那时候自己的英语水平有限，恐怕无法与巴菲特交流，所以也就放弃了！现在毕竟已经在美国生活了四五年，一般的应酬交流已没问题，至少听听巴菲特的教诲是可以的！

段永平把巴菲特的投资哲学概括得非常简单，“你要买一只股票，其实是买这家公司，因此前提是你必须了解它，这与投机截然不同！”凭借着这种心得，段永平也成为网易股价从1美元涨到70美元的受益者，甚至在华尔街的华人投资圈中有人暗中送他“段菲特”的美誉。2001年底，段永平开始以1美元左右的价格买进网易股票，2003年10月14日网易股价飙升到70美元，段永平的股票市值在一年多时间里翻了50倍。当年的《福布斯》把他列入了富豪榜，排名71位，资产10亿人民币。

网友评论

段永平巨额捐款在引发赞叹的同时，许多网友不由得将其与向耶鲁大学捐款888888美元的张磊比较。同为人民大学毕业生，一者向国内大学捐款，一者向美国名校捐款，两个人互为参照，引发网友热评。在凤凰网发起的调查中，66%的人认为段永平更为高尚。但也有网友认为，企业家将自己的钱捐赠给哪所大学，属个人自由，不应由公共舆论横加干涉。

段永平的投资思想：56个要点

1: 知道自己能力圈有多大或者说知道自己能力圈的边界在哪里要远远重要过能力圈有多大，这也是人们能看到很多很“聪明”的人投资表现长期不好的原因。当然，这些“聪明”人会把别人的成功或自己的不成功归结于运气或“accidents”，而且他们总是能够很“聪明”地找到办法让自己认为确实如此。功夫熊猫1里说“there are no accidents”其实是蛮有道理的。

2: 别人同不同意你的观点不会让你的观点变得更正确或更不正确。观点的正确取决于事实，最后的事实。

3: 投资和别人怎么看是没有任何关系的，只要你能看的稍微长远一点就行了。

4: 接飞刀容易中招的原因是：人们在接飞刀的时候往往想的是这个股票过去到过什么价，而不是想的这个公司值多少钱。个人认为在买股票的任何时候，总是应该假设自己刚刚从外星来到地球，然后平常心地看这个股票该不该在这个价钱买，包括接飞刀的时候。

5: 说了好多遍了哦：right kind of business, right people, right price. 只要有了这三点，长期而言投资结果必然不错。至于怎么看这三点就没人可以简单教了，大概必须自己学的。尤其是前两点重要。我们可以看到大部分人在说股票的时候，说了好多和这三点无关的东西。

6: 在真的理解的生意里一个人会选多少回报的？很多人错在选了自己不了解的别人说回报高的，结果是85%的人亏钱。如果问这85%的“投资者”选8%每年收益还是选择10%还是20%的，那就有点像某记者问人“你幸福吗？”在真的自己理解的生意里，没道理选回报低的，但前提是真正理解！每个人都能理解的生意其实就是把钱存银行了。投资是只有很少人能理解的，所以大多数人还是别碰为好。

7: 已经“理解”的生意就没有“估”值的问题了吧？应该是个机会成本的问题，所以

对每个人不一样。比如一个人有 100 万，同时的选择是放银行、买国库券、或投入到自己了解的生意中，你觉得这个人该怎么估值他了解的生意呢，如果他真的了解的话？

8：其实小额投资者有机会应该去找些看得懂的中小型公司，比较有机会回报高些。跟着大盘股很难有大收获的。

9：如果苹果开始为了生意而不是用户体验时，就该考虑离开了。

10：我只是对索罗斯没兴趣而已，谈不上评论。我对我不擅长的东西都没兴趣，就像很多人对我没兴趣一样。要做到对自己不擅长的东西没兴趣不是一件容易的事情，因为人们总是以为自己比实际上要聪明一些。

11：如果买股票买的不是公司的话，那买的是什么？只要抽象到只有一个股东的时候就明白了。

12：问：好的价值观是好公司的必要条件对不？段答：可以这么说。但是，偶尔会看到有些价值观有些问题的公司会因为某些对路的产品厉害一段时间，同时也会看到有很好的价值观的公司出现战略错误而招致灭顶之灾。投资难就难在没有任何公式可循，没有充分的条件可以确定可买的公司。

13：其实有很多公司是几乎可以看到 10 年以后的日子会不好过的，这就叫生意模式。投资中如果能总是避开 10 年后肯定不好的公司，基本上很难表现太差。能够 2-4 年找到一个可以买的公司你就发达了，难道你不满意？

14：毛估估不是这个意思！你这个毛估估的说法有点像在赌场里说下把该出大了。毛估估的意思是当你认为至少值 20 块的时候我可以用 12 块买（当然 13、14 其实也可以）。最重要的是：假设这家公司是非上市公司，市值这个价钱你买不？关于会被人收购的想法和 "buy high, sell higher" 的想法无异，早晚要吃苦头的。也许很多人已经吃过苦头了，只是不思悔改而已。

15：不能为 " 有没有可能 " 这种事去投资，但投机是可以的。投机在我看来有点像在赌场玩，不能下重注，所以也不可能赢大钱。投资的概念就是可以下重手，没有很高的把握（比如 90% 左右）就不应该出手。

16：由于生意模式还没看懂，就没办法定价，所以还没打算买。个人认为买股票和这个股票曾经到过什么价是没关系的，所谓 IPO 价格的一半就是便宜的说法没什么道理。

17：人们很喜欢用一年的回报率来衡量，但大资金的年回报率是没机会特别高的，比如巴菲特的 BRK，但小资金却往往有机会高比例的回报，比如周围的朋友中总会经常总会有某个人当年回报据说有 40%、50% 甚至更高的（就像一起去赌场的的朋友中，第一天出来时总有个别人是兴高采烈的一样）千万别以为这些人已经比巴菲特厉害了。偶尔会听到有人说某只股票至少会涨 10 倍，所以计划放 10% 进去等等。如果他真相信这只股票会涨 10 倍，什么理由他让只放 10% 呢？

18：窄义的做空指的是裸做空，就是借股票先卖，希望掉下来后买回来还。" 不做空、不用 margin、不做不懂的东西 " 里的 " 不做空 " 指的是窄意的做空。我说做空的时候指的都是窄意的做空，就是裸做空。巴菲特说过欢迎有人来做空 BRK。一般来讲，真正的好公司都是欢迎别人来做空的（至少是不怕）。怕人来做空的公司到底在怕什么呢？当然，借钱的生意有点怕，比如银行，在某些情况下会因此造成恐慌从而导致挤兑，最后甚至导致破产的。

对我想买的股票而言，最希望的就是有人在大把做空了，不然很难有好价钱；同时，当我想卖股票时，一般大概也都是卖给空头了，因为空头是扛不住的，只有空头在买股票时是不计较价值的，当他们需要逃的时候，他们没有机会考虑什么价钱逃比较好。

要知道空头在 cover 时为什么不计较价值（价钱），可以参考一下 " 保时捷增持逼死空头，大众汽车成做空者坟墓 "。

记得早年有个非常著名的股市恐慌也是因为空头回补一家铁路公司的股票而去卖其他股票造成的（忘了叫啥了）。

19：企业文化一般是由创始人建立的，一般非常难改变（雅虎以前企业文化和杨致远有很大关系。）当然，时间长有可能改变，比如惠普；还有就是 CEO 强的也有可能改变企业文化，比如现在雅虎的 CEO 就在试图做这件事。以前看到的 CEO 上任（不光是雅虎），一般都是在

经营策略上拿出个方案，这种办法往往行不通，因为这种方案往往是少数人憋出来的，不是大家的愿景。靓女 Mayer 上来想改的是企业文化，我觉得这是最慢但唯一有机会救雅虎的办法。

20: 企业文化就是要做正确的事情，但把正确的事情做正确了才会有绩效。（做对的事情和把事情做对）

21: 虽然道理上来讲买公司就是买其未来现金流的折现，但我自己从来还没认真想过什么折现率是 " 合理 " 的。在能看得清未来的公司范围内（实在是少的可怜哈），我总是希望选未来相对（投入）回报好的。我认为无论如何不该选跑不过国债利率的（随便设个数字 5%），但能跑过黄金的（大约 10% 上下）就非常理想了。

22: 具体不知道这笔投资未来会赚多少钱。只是在买入的时候，估值的有个要求的回报率或者叫做折现率去比较其他的机会成本。特别说明一下，我这里所说的预期回报指的是一般常见的年回报率相关的说法。

23: 讲点自己对回报预期的看法；首先说明，本人从来不预设回报预期，因为对本人而言投资回报本来就和自己的预期无关。我对投资的认识是过程比结果重要，或者说是谋事在人成事在天，只要过程对了，结果自然会好；第二，长期而言，跑过银行存款应该是最基本的要求，不然就是啥忙了；第三，从保值的角度看，长期而言投资回报至少要做到能保住购买力不变才叫不亏，也许用黄金来衡量会有点意思。

24: 这段是老巴的：一只数到十的马是只了不起的马，却不是了不起的数学家，同样的一家能够合理运用资金的纺织公司是一家了不起的纺织公司，但却不是什么了不起的企业。-- 巴菲特

25: 说苹果：其实，最简单的办法是看懂这个生意，然后决定一个可以接受的价钱，然后 buy to keep。比如苹果，我个人观点，这个生意是可以到每股 80-100 的每股年盈利，然后还可以至少维持或继续增长相当长的时间（比如 5 到 10 或更长），然后的结论就是 300 块很便宜，400 块很便宜，其实 500 块也很便宜。现在 600 块便宜不？好像依然便宜。但是，如果没办法得出苹果未来的盈利能力，什么价买起来都晕。

26: 如果一个人要买一家公司却又不知道一家公司的未来现金流（折现）至少会是多少，那这个人买的是什么呢（假如是家非上市公司会更容易明白）。这里不考虑其他因素并购，比如技术并购等。" 至少 " 很重要，表示这是个思维方式。用公式的都是蒙人的，没有例外。

27: 所谓价值投资者的买卖都是和价值有关，比如卖的时候和成本是无关系的。会卖是师傅的骨子里实际上考虑的是市场价和成本之间的关系，想这么做的人自然是非常关注市场对这个股票的态度而不是专注在企业的生意上。猜测而已。总而言之，真正理解的公司，买和卖的决定其实是差不多难度的。

28: 股票或公司是有时间价值的，这就是 " 折现 " 的魅力。比如我觉得苹果早晚是 1000 块的股票，但可能需要 3 年，如果今天有人愿意 800 块买我就愿意卖了。但如果当年我觉得网易是个 50 块以上甚至 100 块的股票（在有限时间比如 10 年内），如果有人出 10 块钱买（假设当时市值是 5 块）我也是不肯卖的。

29: 未来现金流的 " 折现 "，你把 " 折现 " 两字忽略掉那意思就完全不一样了。比如我告诉你苹果有一天会到每股 10 万块，但要一万年，你买不？再次强调：未来现金流折现指的是一种思维方式，想用公式的请到学校去用哈。

30: 简单讲，一个人是不是价值投资者和其说自己是不是没啥关系，区别在其关心公司本身的程度。有些不碰股票的人其实也可以是最好的价值投资者，因为他们懂价值投资最精髓的东西 - 不懂不碰，而且长期而言，他们的投资回报比股市上 85% 的人都好，因为他们没在股票上赔钱。

31: 如果说宗教情怀指的是信仰，信仰指的是要 " 做对的事情 "，" 做对的事情 " 就是明知错的事情就不做的话，我同意这个说法。巴菲特之所以能够如此厉害，最重要的一点就是他能坚持不做他认为不对的事情。要坚持这点其实非常不容易，因为往往 " 不对的事情 " 往往是有短期诱惑的。

32: 其实每个人都有一颗投机的心，所以才需要信仰。我对信仰的理解就是 " 做对的事情 "，

或者说知道是 " 不对的事情 " 就别做了。人们热爱做 " 不对的事情 " 是因为这类事情往往有短期诱惑。

33: 经常看到人们对平均每年 15% 的回报灰常不屑, 不是很理解, 似乎他们一出手就应该是 5 倍 10 倍啥的。平常年景的说法很有趣, 因为对我而言每年都是平常年景。

34: " 买自己一眼就看得懂生意的公司往往都不错 " 这句话很有悟性哦。老巴也讲过, 伟大的生意一般只要一个 paragraph 就可以说得很清楚。

35: 诺基亚是典型的成功是失败之母的典范, 失误绝对一箩筐。补充一下: 有时候必须决策时不决策也是重大决策失误。

36: 某段时期经营和股价回报不错未必就一定是价值投资。不过我相信他们投的时候的思路绝对是价值投资思路。再说价值投资也不一定就赚钱 (价值投资也会犯错), 只是长期而言赚钱的概率高而已。

37: 学习巴菲特最好的办法其实就是远离股市。

38: a. 喜欢钱不是什么过错。最重要得是 " 取之有道 "。我是那个年代过来的人, 非常羞于谈 " 钱 " 字, 连经营企业时都尽量避免 " 钱 ", 当然总是可以找到别的词代替, 比如资金、收入等等。

b. 说明学校里是很难学到投资的, 哪怕是金融专业的研究生也可以是七窍只通了六窍。

c. 说明在吃了很多亏后, 不断悟的人最后会悟到 " 道 " 的。

d. 上道了不等于到了目的地, 知道对的事情离能把事情做对可能还有相当长的时间。好消息是, 只要上道了, 快点慢点其实没啥关系, 早晚你都会到罗马的, if you really believe that.

39: 段总粗估 amzn: 假设一切都按照 amzn 的设想发展, 10 年后真的做到了 5000 亿美金营业额, 按 3% 纯利计算, 那就是 150 亿。如果给他 12 倍 pe, 那就是 1800 亿市值, 按 6% 折现到今天就是 1005 亿, 刚好是今天的市值。呵呵, 所有假设都是毛估估的哈, 但没找到 amzn 这个价是个好投资的感觉, 所以暂时不看了。不过, 如果 amzn 市值是 100 亿或 200 亿的话, 或许很值得研究。

40: 所谓价值投资者追求的是价值, 与其是否热门无关。所有真正好公司都有热门的那一天。最关键的是平常心去看一家公司到底价值何在, 不要理市场的冷热。

41: 长期投资并不自动等于价值投资, 但价值投资一般都是长期投资。

42: 价值投资者容易抄底抄在半山腰, 花旗银行的股价从 60 美元跌至 1 美元的过程中就套牢了一大批试图抄底的价值投资者。

抄底就是投机, 为什么被套牢后就成了价值投资了? 老巴被套 citi 了吗? 为什么没有? 所谓的价值投资者不是口里喊几句价值投资就会成为价值投资的。真正的价值投资者是骨子里相信价值的。

43: 又是对苹果的毛估估思维: 苹果现在市值 4200 亿, 现金 1000 亿, 今年估计赚 400 亿, 明年应该能赚 500 亿, 产品如日中天, 生意模式相当强大, 现在就卖有点早吧? 这么高的成长和这么低的 pe, 找个好股票不容易啊。苹果怎么看都应该是 6000 亿以上的公司, 也许会更多的。卖股票和持股成本无关, 要理性思考。

44: 公司的价值取决于其未来的净现金流 (的折现)。账上的现金在 " 未来 " 不一定还在, 所以不能简单用现金来衡量, 除非马上清算。

45: 学巴菲特最重要和人们能够学的东西其实是他不做什么! 绝大多数人学的是相反的东西, 就是他在做什么, 那是没办法学的, 因为每个人的能力圈不同。巴菲特说知道自己能力圈有多大比能力圈有多大要重要的多。当然, 能力圈的大小也是可以学的, 但那是每个人自己的经历包括学历等, 巴菲特不教这个。

46: 苹果: " 我从不希望你问我会怎么做。只需要做正确的事情。" 做对的事情和把事情做对!

在把事情做对的过程当中没有人可以避免犯错误, 这是好的投资者必须明白的道理。

去年一月我决定买苹果的时候, 最重要的一点就是想明白了没有乔布斯的苹果依然强大。强大的生意模式加上强大的企业文化, 加上过得去的价格, 持有者可以睡得好哈。

突然觉得自己这么多年投资表现不错确实是有道理的，当然自己能想明白投资的道理确实可能是运气，顺便感谢一下老巴的点醒。--- 当年问老巴：“什么东西您会首先考虑？”“生意模式”！对呀，就这么简单。

不过，明白什么叫生意模式是非常难的，简单的东西都很难哈。

47：没有焦点的公司早晚会有麻烦。

48：买股票就是买公司指的就是这个意思。做过企业家的人本来可以有一个优势，那就是更容易看懂公司，更容易知道自己的能力圈在哪里。但我发现我认识的很多企业家对股市并没有任何认识，和普通人无异，同时大多数人是不碰股市的（因为他们认为自己不懂）。不懂不碰的就是好的投资者，哪怕一点都不碰也是对的。

49：看看老巴怎么做的就会明白这种风险实际很小，关键在不懂就是不碰的原则。多数人错在一知半解时由于害怕失去机会而急急忙忙出手了。

50：再看一遍哈，学巴菲特最重要和人们能够学的东西其实是他不做什么！绝大多数人学的是相反的东西，就是他在做什么，那是没办法学的，因为每个人的能力圈不同。巴菲特说知道自己能力圈有多大比能力圈有多大要重要的多。当然，能力圈的大小也是可以学的，但那是每个人自己的经历包括学历等，巴菲特不教这个。

51：做对的事情和把事情做对。做对的事情的意思就是错的事情不做，发现是错的事情就马上改。老巴也说过类似的（大意），如果你发现自己已经在坑里了，至少不要再往下挖了。这里特别强调一下，在把事情做对的过程当中是会犯很多错误的，因为把事情做对是个学习的过程。很多人会在这个地方搞混。举几个例子：不诚信是错的事情，所以不要做；借 margin 做股票是错的事情，所以不做。也许有人会问，难道明知错的东西还会有人去做吗？这个世界很有意思，往往不对的事情是有很多短期诱惑的，连食品都这样，好吃的东西往往对身体不好。

52：我理解的所谓投资其实和“市场”（短期）没关系，所以没有谁比谁聪明的问题，但有每个人了解的东西不一样的概念。我认为是的投机就是认为自己可以比市场快一步。我认为是的投资和市场没关系（意思就是别人短期怎么看没关系）。如果一个投机分子认为市场比自己聪明的话，从一开始他就不会介入（来小玩玩的不算哈），当然最后大部分人确实证明了市场确实更聪明。从长期的角度看，市场是绝顶聪明的！其实很多“购买并持有”的人们实际上就是投机分子，因为他们自己其实不知道自己买的是什么，所以买了以后需要整天问别人怎么看，在被套时就拿出“长期投资”来安慰自己。要知道，没什么比买错股票并长期持有伤害更大的了。

53：任何时候，只要你还想着要空一把谁，那就表示你还是个投机分子（以为自己比市场聪明）。早点收起做空头的念头吧，老老实实去找那些可以让你睡得好觉的 deal！不过，投机是件非常好玩的事情，就像偶尔去下赌场一样，如果你做好输钱的准备的话（赌点小钱？）

54：顺便说下我对“估值”的一点。

我发现大部分人说到估值时其实指的都是市场应该给股票一个什么价。

个人没对这个术语研究过，但自己现在“估值”时总是在试图搞明白自己付出什么“价”才能5年10年都不操心，或者说拥有的股权在5年10年以及未来带来的实际回报率不值我付出的价钱。这里最大的不同是，我不考虑市场因素，或者说，不管市场目前愿意给什么价。

55：“持有是否等于买入”，这是个非常普遍但又非常有意义的问题，我相信几乎所有投资的人都被这个问题或长或短地困扰过，而且绝大多数人在投资生涯里大概都解决不了这个问题。

个人认为其实这个问题最终不会困扰真正的“价值投资者”，也就是说想不通这个问题的都不算“价值投资者”，不管他们看过多少投资的书或做过多少年的投资。

“持有是否等于买入”其实在每个时点都是对的，时间越短对的概率越大。这也正是困扰很多人的地方。

老巴在讲 when to sell a business 的时候其实讲得蛮清楚了，大家不要希望看一遍就能真的看明白的哈，老巴自己也说他花了好多年才大致明白的，我自己现在大概也是在大致明白的阶段。

56：问：资产价格围绕价值波动。我一直在想是什么原因，造成资产价格围绕价值波动呢？大道可以谈谈理解吗？答：其实供求决定价格在每个时点都是对的，但用这个结论去投资却经常是错的。价格围绕价值上下波动，所以价格是由价值决定的。所谓的资产的价值取决于其能够

产生的未来（净）现金流。这一点就是所谓价值投资里的 "you must believe" 的唯一的一点，关键时刻往往很管用。不是骨子里信这点的人其实都还不是真的价值投资者。



我从段永平身上学到的 7 件事

作者：刘十九 来源：求智集

段永平是一位我很喜欢的企业家和投资人。

他是步步高集团的董事长，曾以创立「小霸王」和「步步高」两个知名品牌而闻名全国。此外，步步高集团还孵化了当今中国手机市场最赚钱的两个品牌：OPPO 和 VIVO。

2001 年以后，段永平退居幕后，移民美国，并成为华人世界最顶尖的价值投资者之一。

市面上没有关于段永平的传记和相关书籍，但让人开心的是段永平从 2006 年开始写作博客至今，累积有几十万字的关于投资和企业经营的文章。加上一些零散的访谈和演讲，给了我们很多机会向他学习。

下面这 7 件事是我阅读了他所有文章、演讲和访谈后的收获，涉及投资和企业经营等多个方面。希望你能和我一样从他身上获益。

坚持做对的事情，并努力把事情做对

段永平认为我们要搞清楚「做对的事情」和「把事情做对」的区别。

做对的事情，指做事的原则。原则性错误的事不要做。

之前文章里提到过美国最大的对冲基金创始人 Ray Dalio 的「Principles」一书，大概是同一个意思。书里提到的是 Ray 人生和管理中的重要原则，也就是 Ray 认为什么是「做对的事情」。而「把事情做对」是指在正确的原则下，找到正确的做事方法。他提到：

无论是谁，在把事情做对的过程当中都是有可能犯错的，好像也没听说哪个所谓成功人士没犯过错。把事情做对的过程往往是一个学习的过程，犯错往往是不可避免的。

举个例子。

段永平和巴菲特接触很多，他总结到：

巴菲特之所以是“巴菲特”，最重要的就是他能坚持做正确的事，也就是原则性错误的事不做。比如：他认为他“不懂的事就坚决不做”。我从巴菲特那里学到的“最重要的东西”也就是这个。

但这并不意味着巴菲特在「把事情做对」的过程中不会犯错。所以巴菲特也会亏钱，但最重要的就是他很少犯“原则性错误”，也就是说，他认为他能力以外的事他坚决不碰。

「做对的事情」是道，而「把事情做对」是术，“道”应该先于“术”，因为只要方向正确，即使采用的方法笨一点也只是走的慢一点，并不会走错路。段永平认为，许多企业做不好往往是犯了一些比较大的错误，没有做正确的事情。

段永平曾在 2010 年左右买入苹果公司的股票（现在已经翻了 6 倍多），他在 2013 年的文章中这样评价苹果：

说一点我特别喜欢苹果的地方：苹果是非常难见到的能够长期 focus 在“做对的事情”的企业。

多数人在投资时很习惯去看有没有“把事情做对”这点，从而会很容易掉进短期表现当中。即使是伟大的企业在“做对的事情”的过程当中也是可能会犯错的，因为“把事情做对”往往需要一个过程。所谓“长期投资”从某种角度上说，就是要能够相信坚持“做对的事情”的有能力的公司最后会“把事情做对”。

那么对于一个企业来说什么是「做对的事情」呢？

作为消费电子行业的大咖，段永平认为苹果以消费者为中心，把用户体验做到极致是在「做

对的事情」。

不久前上过一次课，高瓴资本的创始人张磊提到，企业的护城河只有一个，那就是「疯狂地创造价值」。

我觉得两个人讲的是一个意思。

投资的基本原则：不懂不投

作为华人最顶尖的投资者之一，段永平对投资的理解无疑值得列在这里。虽然段永平也说，他对于投资的理解和巴菲特是一样的，没有什么新的东西。但我觉得他讲得通俗易懂，值得分享。

投资是什么？

一句话版本：

段永平提到巴菲特在和他吃饭时，和他说价值投资的根本准则就是 don't do what you don't understand。

所以总结起来价值投资只有四个字：不懂不投。

理解和搞懂一个企业确实是很难的。我做企业这么多年，开始投资以来觉得自己大致搞得蛮懂的企业不超过 10 家（排除的不算），下重手的不超过 5 家，大概平均两年一家而已。

基本版：

投资就是买未来现金流。

所谓能看懂公司就是能看懂其未来现金流。（做对的事情）

所有所谓有关投资的说法实际上都是在讨论如何看懂现金流的问题。（如何把事情做对）

说明版：

买股票就是买公司，买公司就是买其未来现金流。这里现金流指的是净现金流，未来指的是公司的整个生命周期。

折现率实际上是相对于投资人的机会成本而言的。最低的机会成本就是无风险回报率，比如美国国债的利率。

所谓能看懂公司就是能看懂其未来现金流。（做对的事情）

所有所谓有关投资的说法实际上都是在讨论如何看懂现金流的问题。（如何把事情做对），比如商业模式、护城河、能力圈、等等。

看懂公司现金流最重要的是「商业模式」

论商业模式的重要性：

在巴菲特那里我学到的最重要的东西就是商业模式。以前虽然也知道商业模式重要，但往往是和其他很多重要的东西混在一起看的。当年老巴特别提醒我，应该首先看商业模式，这几年下来慢慢觉得确实应该如此。

护城河实际上我觉得是商业模式中的一部分，好的商业模式往往具有很宽的护城河。

好的商业模式往往是好的未来现金流的保障。

商业模式是什么？

商业模式就是生意的模式，就是产生净现金流的模式。好的商业模式就是能长期产生很多净现金流的模式。

商业模式就是赚钱的模式，最后赚得越多的模式就应该越好。

所谓好的商业模式就是能持续赚钱的模式，懂生意的人应该容易懂的，不懂生意的人怎么讲都很难理解。

举个例子，段永平为什么会投资苹果，以下摘录自段永平 2011 年左右的博客文章）。

苹果有很好的商业模式，为什么是很好的商业模式这行里的人都知道。

苹果最厉害的是现在这个平台以及商业模式，以我的水平我看不出谁能打破他。

巴菲特说的 the right kind of business, with right people, at right price 这三点在苹果上体现的非常充分，拿着能睡好觉。

the right kind of business 指的就是好的商业模式，好的商业模式建立在强大的企业文化上。

本人喜欢苹果生意模式的很重要的一点来自于自己在消费电子 20 多年的体验，苹果是我一直梦寐以求但似乎难以达到的生意模式，现在居然可以就这么实现了，why not?

1) 苹果的产品确实把用户体验或消费者导向做到极致了，对手在相当长的时间里难以超越甚至接近（对喜欢苹果的用户而言）。

2) 苹果的平台建立起来了，或者说生意模式或者说护城河已经形成了（光软件一年都几十亿的收入了）。

3) 苹果单一产品的模式实际上是我们这个行业里的最高境界，以前我大概只见到任天堂做到过（sony 的游戏产品类似）。单一产品的模式有非常多的好处：

a. 可以集中人力物力将产品做得更好。比较一下 iphone 系列和诺基亚系列（今年要推出 40 个品种）。苹果产品的单位开发成本是非常低的，但单个产品的开发费却是最高。

b. 材料成本低且质量好，大规模带来的效益。苹果的成本控制也是做到极致的，同样功能的硬件恐怕没人能达到苹果的成本。

c. 渠道成本低。呵呵，不是同行的不一定能明白这话到底有什么分量（同行也未必明白），我是 20 年前从任天堂那里学会的。那时很多做游戏机的都喜欢做很多品种，最后下场都不太好。

4) 苹果的营销也是做到极致了，连广告费都比同行低很多，卖的价钱却往往很好。

5) 苹果的产品处在一个巨大并还有巨大成长的市场里。

a. 智能手机市场有多大？你懂的！

b. pad 市场有多大？你也会懂的。

总而言之，我认为苹果现在其实还处在其成长的早期，应该还有很大的空间。

At right price: 扣掉现金的话，苹果的今年的未来 PE 只有 12-13 倍啊，明年可能要到 10 以下了。

企业文化是企业利润之上的追求

段永平认为，产品可以模仿但企业文化是不可以模仿的。一个企业，若想要基业长青，长期保持竞争力，就一定要有自己的企业文化。

用一句话描述一下企业文化：能够管到制度管不到的东西的东西。

所谓好的企业文化大概指的就是“利润之上的追求”，但“利润至上”绝不可能成为好的企业文化。

好的企业文化未必能形成好的生意模式。但是好的生意模式是一定要有好的企业文化做支撑的，所以是“必要条件”。但好的企业文化不是拥有好的“生意模式”的充分条件。

好的企业文化不是万能的，但能让公司少犯原则性错误，而且可以让公司及早发现错误。

没有品牌溢价，更高效地打广告

我觉得段永平对于品牌的阐述挺中肯的，值得好好思考。

所谓的品牌其实就是人们对品牌产品留下的印象（好的坏的）。

我个人观点认为品牌是没有溢价的，一般人看到的溢价其实是假象。贵的品牌往往有贵的道理，不然他就不会（或叫不能）持续。“溢价”感觉像是同样的东西在卖不同的价钱，呵呵，他们确实是不同的东西，但可能是同一类别。

大多数人买有品牌的東西时肯定不是冲着“溢价”去的。所谓品牌其实就是某种（些）差异化的浓缩。

早年我开的车就是属于特别便宜的车，觉得都是代步，没必要多花钱。后来偶尔有一次试了一下“好车”，第二天就去买了一部，因为发现确实差别好大。

呵呵，看看你自己拥有的品牌产品时，你会发现其实没那么难。（不是品牌有溢价，而是产品差异化有溢价）

论打广告。

怎么打广告我认为主要取决于你的目标消费群在哪里。其实瞄得最准的广告大概就是搜索类的广告了。

广告是效率导向的，就是把产品本身用尽可能高的效率传达给你的目标消费群。最不好的广告就是夸大其词的广告，靠这种广告的公司最后都不会有好下场，因为消费者长期来讲是个极聪明的群体。

广告能影响的消费者大概只有 20%左右，其余全靠产品本身。

差异化

很多人(也可能是水军)诟病 OPPO 和 VIVO 的性价比问题，很难理解为什么 OPPO 和 VIVO 可以成为中国手机市场上最赚钱的两个品牌。

我觉得下面段永平关于差异化的论述让人颇受启发：

差异化指的就是用户需求满意度上的差异，绝对不仅仅指的是外观。产品的差异化不是指的所谓的“与众不同”，而是指“与众不同”的东西正好是用户需要而其他人没能够满足的东西。

当一个产品找到的“差异化”正好是很多很多用户需要的东西时，那这个产品大概就很成功了。

“差异化”的东西是在不断地变化的，当大家（很多公司）都有了“差异化”就会变成基本需求。有时候好的产品“差异化”东西不一定需要很多，有时候哪怕有一个也会让公司（或产品）很成功。

我个人不是很喜欢小米的「性价比」策略。我认为 OPPO 和 VIVO 的成功不仅要归功于他们的广告营销和线下渠道，也要归功于他们做到了非常好的「差异化」。

正如段永平所说，差异化指的是用户需求满意度上的差异。广告营销和线下渠道再强大，都无法阻止消费者去购买一部让他们更满意的手机。OPPO 和 VIVO 能有很多利润，有可能是因为他们让一部分用户更满意。

从一个比较长的时间维度来看，一个企业的超额利润只可能来源于两个方面：产品差异化和垄断。

敢为天下后

老子说：“我有三宝，持而保之，一曰慈，二曰俭，三曰不敢为天下先。”所以构建企业文化的很重要是“敢为天下后，后中争先”，按照我们的实力和能力，这个原则可能我们还要用很多年。

举个例子，当年微软在开发 Windows 和 Word 等产品时，没有哪个产品是敢为天下先的，它都是发现哪个产品有市场然后再调以重兵进去，然后将它做成行业第一。

我发现，很多成功的企业都是后面跟进的，开路先锋并不好做。因为自己开发全新的产品非常不容易，需要培育市场、教育消费者，整个过程极其缓慢且代价十分昂贵，多数企业的实力都很难担负起这个使命。所以，我们要做的就是开发产品前一定要先看看市场，再看看竞争对手，当我们觉得自己有实力、有能力，并且可以打败竞争对手以后再进入，然后将它做到最好，树立起自己的品牌知名度和美誉度，争取到相应的市场份额。

17. 股票投资经典名著

投资者都非常渴望能在自己拥有相关基础理论的前提下进行投资，掌控投资节奏。因此，如何全面及时掌握最成功的投资理念和方法，从而在股票市场中规避风险和获取稳定的收益，就成了每一位投资者都非常关心的问题。本章以最快捷的方式去获取投资名著中的精髓，让读者在有限的时间内，了解股票投资领域中最具代表性的思想成果，在探索投资之道的过程中感受启迪。读者既不必纠缠于原著晦涩的文字又能够把握名著的理论精髓。

著名哲学家勒庞说过，人们很容易受到群体的影响而做出不明智的判断，在投资中当然也不例外。我们知道投资的结果是由经济环境、投资方式、社会心理等多方面因素相互作用形成的，但真相往往会被假象所掩盖，因此投资者应该丰富自己的投资学知识，从不同的角度对事物的本

源进行探索，用“第三只眼睛”来看待投资

投资是经济生活的重要组成部分，股票投资已成为很多人的重要理财选择。聪明的投资人总是能够从投资大师所撰写的著作中汲取宝贵的投资智慧。在投资领域，许多名家的著作已经被证明在**理论上具有权威性、在实践中具有可操作性**，这些名著对于广大的投资者来说是一笔宝贵的财富。

可是对于大多数人来说，一一读完这些名著并不现实，现实条件也不允许；我们也不希望所有的投资者皓首穷经，终日迷失在书堆里。我们希望读者通过阅读本书，能对重要的名著有一个大概的了解，帮助读者摆脱阅读上遭遇的用境，改善阅读生活，更重要的是能够从本书中汲取投资大师们的思想和艺术精华，从而达到启智怡情的阅读效果。

本书从实际应用角度入手，选取了投资大师或当代证券市场传奇人物所撰写的投资名著，从中提取精华，汲取其中宝贵的投资智慧。这些经典著作不仅是学习投资的必读之书，也是提升投资理论水平和实践操作能力的重要著作。

我们没有对名著中的各种倾向、论点和材料进行批判，而是将每本名著的要点提取出来给读者，让读者自己鉴别。本书适合不同层次的投资者阅读，使读者能通过对优秀投资名著的学习迅速提升投资能力，尽快掌握投资的诀窍，同时也为那些感到迷惑的投资者提供理论方法的借鉴。

17.1. 漫步华尔街

《漫步华尔街》 [美国] 伯顿·麦基尔（1933~）

《漫步华尔街》（A Random Walk Down Wall Street）作者是伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel），华尔街专业投资人、经济学者、成功的个人投资者。本书目的在于帮助投资人了解投资理论与实务，以培养健康的投资观念。自1973年出版以来，已经过10次修订，热销40余年仍经久不衰。是1970年代至今，世界股票投资界最畅销的好书之一。

《漫步华尔街》将理论与实践融会贯通为一个无懈可击的整体，以生动诙谐、浅显易懂的语言娓娓道出投资的真谛和成功的秘诀。阅读本书你不仅将学会分析股票、债券的潜在收益，而且将学会分析其他投资机会的潜在收益，包括货币市场、房地产、保险、黄金、收藏品等。作为一本实用性极强的投资指南，它向广大投资者讲述了琳琅满目的投资策略和五花八门的金融工具，并透过历史事件提出了所有的存在问题和现象，对包括技术分析和基本分析的诸多方法提出了根本性的质疑，详细介绍了现代投资组合方法。

《漫步华尔街》是一本为成千上万投资者所青睐的传世之作，他打破只有专家才能走进华尔街的迷信，在书中铺陈出一幅地图，告诉个人投资者如何在各种令人目眩神迷的投资工具中，运用规划，打败华尔街专家。有效市场理论告诫我们，无论投资者的策略有多么明智，从长期来看，也不可能获得超过一般水准的回报。因此，对指数基金的推崇备至则构成了全书清晰的主线，作者提出：只要普通投资者采取“购买并持有”的战略，投资于指数基金，就可以获得安全、稳定的长期回报，并轻而易举地击败大多数机构投资者。除了观点的独树一帜和内容的苦心孤诣之外，作者在一些细微之处亦做到了尽善尽美。

书目结构

第一部分 股票及其价值

第1章 坚实基础与空中楼阁

1.1 何为随机漫步

1.2 如今投资已成为一种生活方式

1.3 投资理论

1.4 坚实基础理论

1.5 空中楼阁理论

- 1.6 我将如何引领你进行随机漫步
- 第2章 大众疯狂
 - 2.1 郁金香球茎热
 - 2.2 南海泡沫
 - 2.3 华尔街溃败
 - 2.4 后记
- 第3章 20世纪60~90年代的股票估值
 - 3.1 机构投资者“心智健全”
 - 3.2 60年代狂飙突进
 - 3.3 70年代酸楚凄凉
 - 3.4 80年代喧嚷嚷嚷
 - 3.5 汲取教训
 - 3.6 90年代胆大妄为
- 第4章 史上最大泡沫：网上冲浪
 - 4.1 泡沫成因
 - 4.2 高科技泡沫规模盛大
 - 4.3 新股发行热潮史无前例
 - 4.4 环球网络公司
 - 4.5 证券分析师大放厥词
 - 4.6 创设新的估值标准
 - 4.7 媒体推波助澜
 - 4.8 欺诈蛇行潜入、扼杀股市
 - 4.9 我们本应对危险有所提防
 - 4.10 最后一言
- 第二部分 专业人士如何参与城里这场最大的游戏
- 第5章 技术与基本面分析
 - 5.1 技术与基本面分析的本质区别
 - 5.2 图表能告诉你什么
 - 5.3 图表法的基本依据
 - 5.4 为何图表法可能不管用
 - 5.5 从图表师到技术分析师
 - 5.6 基本面分析技法
 - 5.7 三条重要警示
 - 5.8 为何基本面分析可能不管用
 - 5.9 综合使用基本面分析和技术分析
- 第6章 技术与随机漫步理论
 - 6.1 鞋上有破洞、股市预测朦胧难解
 - 6.2 股市存在趋势吗
 - 6.3 究竟何为随机漫步
 - 6.4 一些更为精细复杂的技术分析方法
 - 6.5 其他几个帮你赔钱的技术理论
 - 6.6 技术分析大师
 - 6.7 为何技术分析师仍能安居乐业
 - 6.8 评价技术分析师的反击
 - 6.9 对投资者的启示
- 第7章 基本面分析究竟有多出色
 - 7.1 来自华尔街和学术界的观点

- 7.2 证券分析师果真是天眼通吗
- 7.3 水晶球为何浑浊不清
- 7.4 证券分析师选出好股票了吗：共同基金运营业绩
- 7.5 基本面交易策略能选出好股票吗
- 7.6 对选择市场时机的裁定
- 7.7 有效市场理论的半强式有效和强式有效形式
- 7.8 中间道路：我的个人观点
- 第三部分 新投资技术
- 第8章 新款漫步鞋：现代投资组合理论
- 8.1 风险扮演的角色
- 8.2 风险的定义：收益率的离散度
- 8.3 风险纪实：一项长期研究
- 8.4 降低风险：现代投资组合理论（MPT）
- 8.5 投资实践中的多样化
- 第9章 不冒风险 焉得财富
- 9.1 β 与系统性风险
- 9.2 资本资产定价模型（CAPM）
- 9.3 让我们看一下记录
- 9.4 对证据的评价
- 9.5 数量分析家寻求更优风险测量方法：套利定价理论（APT）
- 9.6 小结
- 第10章 行为金融学
- 10.1 个人投资者的非理性行为
- 10.2 过度自信
- 10.3 判断偏差
- 10.4 羊群效应
- 10.5 损失厌恶
- 10.6 套利限制
- 10.7 行为金融学给投资者的教训
- 10.8 行为金融学能教给我们战胜市场的方法吗
- 第11章 对有效市场理论的漫射及漫射为何偏离目标
- 11.1 我们说“市场是有效的”时，究竟指什么
- 11.2 完全偏离目标的漫射
- 11.3 接近但仍然偏离目标的漫射
- 11.4 为何险些命中目标的漫射仍未射中
- 11.5 最后的赢家是……
- 11.6 小结
- 第四部分 随机漫步者及其他投资者实务指南
- 第12章 随机漫步者健身手册
- 12.1 练习1：收集漫步必需品
- 12.2 练习2：不要在急需用钱时发现囊中空空：用现金储备和保险来保护自己
- 12.3 练习3：保持竞争力：让现金储备的收益率跟上通货膨胀的步伐
- 12.4 练习4：学会闪避收税员
- 12.5 练习5：确保漫步鞋合脚——认清自己的投资目标
- 12.6 练习6：从自己家里开始漫步——租房会引起投资肌肉松弛
- 12.7 练习7：考查在债券领域的漫步
- 12.8 练习8：如履薄冰般穿过黄金、收藏品及其他投资品的原野

- 12.9 练习 9: 记住, 佣金成本并不是随机漫步的, 有些更为低廉
- 12.10 练习 10: 避开塌陷区和绊脚石——让你的投资步伐多样化
- 12.11 最后: 体格检查
- 第 13 章 金融竞赛的障碍: 理解、预测股票和债券的收益
- 13.1 股票和债券收益的决定因素是什么
- 13.2 金融市场收益率的三个时代
- 13.3 时代 1: 舒适安逸的时代
- 13.4 时代 2: 焦虑不安的时代
- 13.5 时代 3: 精神焕发的时代
- 13.6 新千年时代
- 第 14 章 生命周期投资指南
- 14.1 资产配置五项原则
- 14.2 根据生命周期制定投资计划的三条一般准则
- 14.3 生命周期投资指南
- 14.4 生命周期基金
- 14.5 退休之后的投资管理
- 14.6 如何投资退休储蓄金
- 14.7 继续持有退休前的投资组合, 如何过好退休生活
- 第 15 章 三种步伐漫步华尔街
- 15.1 省心省力漫步法: 投资指数基金
- 15.2 亲历亲为漫步法: 可资运用的选股规则
- 15.3 使用替身漫步法: 雇请华尔街专业漫步者
- 15.4 晨星公司提供的共同基金信息服务
- 15.5 有关投资共同基金成本的基本知识
- 15.6 马尔基尔漫步法
- 15.7 悖论
- 15.8 最后对我们这次漫步做一些总结陈词

漫步在这本巨著中, 你将掌握股票投资市场的基本术语, 你将通晓如何在股市的幕幕动荡中安然穿行, 利用书中真正有效且易于掌握的长远战略, 你更能够在职业投资者的游戏中击败他们。《漫步华尔街》为小心翼翼且野心勃勃的投资者提供了全面合理的建议, 并用事实再次证明, 睿智与财富兼具一身其实并不遥远。

如果你是一个个人投资者, 企望在股市规避风险, 赢取利润, 那么马尔基尔的著作《漫步华尔街》很值得一读。它可以说是一本个人投资者的指导书。马尔基尔在这本书里审视了个人和家庭的金融投资策略, 他的一个很新颖的观点是: 一个人的风险承担能力很大程度上取决于他的年龄和收能力。股市的经历表明, 隐藏含在股市投资中的风险峰度随时投资期的增长而递减速。因此, 合适的投资策略是与人的年龄相关的。该书专门开辟出一章“生命周期指导你投资”, 它对各个年龄层次的个人投资者提出了相应的投资策略, 阅读这些相当于你咨询了一位高明的私人投资顾问。

17.2. 彼得·林奇的成功投资

《彼得·林奇的成功投资》 [美国] 彼得·林奇 (1944~)

《彼得·林奇的成功投资》(One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market) 是 2009 年机械工业出版社出版的图书, 作者是彼得·林奇。《彼得·林奇的成功投资》是最受普通投资者欢迎与推崇的投资经典之一。这本书的内容对普通散户极具吸引力, 例如书中指出, 普通投资者只要动用 3% 的智力, 即使没有富裕的金钱、良好的专业教育, 也一样可以获得良好的投资回报, 甚至超过华尔街的专家, 而普通投资者更有机会在生活中早于

专业投资者发现上涨 10 倍的大牛股。

本书由三部分构成。

第一部分，投资前的准备工作（1~5 章），主要讲述个人投资者如何评价自己作为选股者的能力，怎样估计竞争对手情况（包括资产组合管理人员，机构投资者以及华尔街的一些专家），如何比较股票与债券的风险大小，怎样估计自己的资金需求以及如何形成一个普遍适用的成功选股策略。

第二部分，选择发展前景良好的公司的股票（6~15 章），主要讲述如何找到最佳的赚钱机会，在去公司参观时应该查看什么、避开什么，如何才能更加有效地发挥经纪人的作用，如何使用年报进行分析，如何利用那些能带来最好收益的其他资源，以及如何对待那些经常在股票的技术分析中用到的各种数据（如市盈率，帐面价值，现金流等等）。

第三部分，长期投资观点（16~20 章），主要讲述如何设计资产组合，如何跟踪分析你已经感兴趣公司的情况，何时是减仓和补仓的最佳时机，期权和期货的不利之处，以及对华尔街健康发展所提的几点建议，美国的企业以及股票市场，20 年的投资生涯中我所经历过的一些事情。

图书目录

千禧版序言

前言爱尔兰之行的启示

导论业余投资者的优势

第一部分 投资准备

第 1 章 我是如何成长为一个选股者的

第 2 章 专业投资者的劣势

第 3 章 股票投资是赌博吗

第 4 章 进入股市前的自我测试

第 5 章 不要预测股市

第二部分 挑选大牛股

第 6 章 寻找 10 倍股

第 7 章 6 种类型公司股票

第 8 章 13 条选股准则

第 9 章 我避而不买的股票

第 10 章 收益，收益，还是收益

第 11 章 下单之前沉思两分钟

第 12 章 如何获得真实的公司信息

第 13 章 一些重要的财务分析指标

第 14 章 定期重新核查公司分析

第 15 章 股票分析要点一览表

第三部分 长期投资

第 16 章 构建投资组合

第 17 章 买入和卖出的最佳时机选择

第 18 章 12 种关于股价的最愚蠢且最危险的说法

第 19 章 期权、期货与卖空交易

第 20 章 5 万个专业投资者也许都是错的

17.3. 战胜华尔街

《战胜华尔街》 [美国] 彼得·林奇（1944~）

《战胜华尔街》是 2010 年 4 月由机械工业出版社出版的图书，作者是彼得·林奇。是专门为业余投资者写的一本股票投资策略实践指南，林奇用自己一生的选股经历，教投资者如何正确

选股，如何避免选股陷阱，如何选出涨幅最大又最安全的大牛股等等。

作品目录

引言 想多赚钱就买股票吧

- 第 1 章 业余投资者比专业投资者业绩更好
- 第 2 章 周末焦虑症
- 第 3 章 基金选择之道
- 第 4 章 麦哲伦基金选股回忆录：初期
- 第 5 章 麦哲伦基金选股回忆录：中期
- 第 6 章 麦哲伦基金选股回忆录：晚期
- 第 7 章 艺术、科学与调研
- 第 8 章 零售业选股之道：边逛街边选股
- 第 9 章 房地产行业选股之道：从利空消息中寻宝
- 第 10 章 超级剪理发记
- 第 11 章 沙漠之花：低迷行业中的卓越公司
- 第 12 章 储蓄贷款协会选股之道
- 第 13 章 近观储蓄贷款协会
- 第 14 章 业主有限合伙公司：做有收益的交易
- 第 15 章 周期性公司：冬天到了，春天还会远吗
- 第 16 章 困境中的核电站：CMS 能源公司
- 第 17 章 山姆大叔的旧货出售：联合资本 II 公司
- 第 18 章 我的房利美公司纪事
- 第 19 章 后院宝藏：共同基金之康联集团
- 第 20 章 餐饮股：把你的资金投入到你的嘴巴所到之处
- 第 21 章 6 个月的定期检查
- 25 条股票投资黄金法则

17.4. 怎样选择成长股

《怎样选择成长股》 [美国] 菲利普·A·费雪（1908~2004）

《怎样选择成长股》（Common Stocks and Uncommon Profits and other Writings）是 2013 年地震出版社出版的图书。作者菲利普·A·费雪希望能以非正式的写法，把他想讲的事情以第一人称的方式，告诉身为读者的大家。书内用到的大部分语言、事例和比喻，如同作者把这些观念亲口告诉买他基金的人一样。他的坦诚，有时是直言不讳，让任何人都会从中受益。

菲利普·A·费雪是长期持有成长股投资理念的倡导者，同样属于价值投资者，费雪更偏重于研究企业的成长性，号称所谓的“成长型价值投资之父”。另外，费雪的重要贡献，就是提出研究分析企业不能仅停留在则务数字上，而应该从对企业的访谈中观察企业的实际经营管理。

1958 年首次出版的此书是投资者必读的经典著作。在书中，费雪解释了自己是如何挑选成长型公司的，他罗列了巧个要点——有关成长股的标准、如何寻找成长股以及怎样把握时机。这巧个要点涵盖了市场营销和销售、公司管理、研发活动、收益状况、人事关系、会计控制、内部沟通以及财政预算等多个方面。

费雪对巴菲特的投资理念形成具有重大意义，巴菲特曾说：当我读过《怎样选择成长股》后，我找到费雪，这个人和他的理念给我留下深刻印象。通过对公司业务深入了解，使用费雪的技巧，可以做出聪明的投资决策。

作品目录

引言

第一部分 普通股和不普通的利润

- 引言
- 第一章 过去提供的线索
- 第二章 “闲聊”的用处
- 第三章 买什么：寻找优良普通股的十五点原则
- 第四章 买什么：根据你的使用需要
- 第五章 什么时候买
- 第六章 什么时候卖出，什么时候不要卖出
- 第七章 股利的喧嚣
- 第八章 投资者的五个不要
- 第九章 投资者的另外五个不要
- 第十章 如何找到成长型股票
- 第十一章 摘要和结论
- 第二部分 保守型投资者高枕无忧

- 引言
- 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
- 第二章 第二个特点：人的因素
- 第三章 第三个特点：一些商业的投资特征
- 第四章 第四个特点：保守型投资的价格
- 第五章 再论第四个特点
- 第六章 三论第四个特点
- 第三部分 发展投资哲学
- 第一章 哲学的起源
- 第二章 从经验中学习
- 第三章 哲学的成熟
- 第四章 市场有效率吗

17.5. 巴菲特投资思想·方法·实录

《巴菲特投资思想·方法·实录》全面介绍了巴菲特的投资理念；集中投资策略、如何挑选企业股票、如何管理公司、如何做交易、如何读财报以及如何规避股市中的风险。其中实录的巴菲特投资成功案例对读者的投资实践将有重大的指导意义。我们若想全面地了解巴菲特，就不仅要学习他的投资思想，把握他的投资方法，还应了解他的成长史、他的生活、他的个性，这样方能走入巴菲特的内心世界，也只有这样，我们才能领会他的精神实质，并将之运用于股市中。

2013年9月1日，中国华侨出版社，429页，16开本，作者：德群。

《巴菲特投资思想·方法·实录》编辑推荐：巴菲特告诉我们，真正伟大的投资成功之道，只需要很少的几个原则就可以，非常简单，却非常有效，不需要高智商，不需要高等数学，更不需要高学历，任何一个小学毕业的普通读者都能掌握，都能应用。他发现学校里教的许多专业理论往往在实践中是行不通的，掌握的知识越多反而越有害。复杂的问题有时候却可以用最简单的方式来寻求解答，这正是巴菲特投资哲学的独特魅力。事实上，巴菲特的投资理论简单、易学、实用。《巴菲特投资思想·方法·实录》系统、全面总结了巴菲特的投资思想和方法，并对他投资伯克希尔、GEICO、《华盛顿邮报》、可口可乐、吉列等企业的过程进行了生动详细的实录。

- 图书目录
- 巴菲特的价值投资理论
- 第一节 价值投资黄金量尺
- 第二节 评估只股票的价值
- 第三节 时间的价值：复利
- 第四节 买入并长期持有投资理论

第二章	巴菲特的集中投资策略
第一节	最高规则聚集于市场之中
第二节	被华尔街忽视但最有效的集中投资
第三节	聚焦新经济下的新方法
第三章	巴菲特教你选择企业
第一节	选择企业的基本准则
第二节	如何识别超级明星企业
第三节	公司管理层优秀的 8 个标准
第四节	什么行业最值得投资
第四章	巴菲特教你读财报
第一节	损益表项的 8 条信息
第二节	资产负债表项的 11 条重要信息
第三节	现金流量表里面的 9 个秘密
第五章	巴菲特教你挑选股票
第一节	宏观经济与股市互为晴雨表
第二节	选择成长股的 7 项标准
第三节	挑选经营业务容易了解的公司股票
第六章	巴菲特教你做交易
第一节	如何判断买入时机
第二节	抛售股票。止损是最高原则
第三节	持股原则，甩掉暂时得失
第四节	巴菲特的套利法则
第七章	菲特教你如何防范风险
第一节	巴菲特规避风险的 10 项法则
第二节	巴菲特提醒你的投资误区
第三节	误入股市陷阱
第八章	巴菲特的投资实录
第一节	可口可乐公司
第二节	政府雇员保险公司
第三节	吉列公司
第四节	美国运通公司
第五节	华盛顿邮报公司
第六节	美国富国银行
第七节	中国石油天然气集团公司

中国有句古语说：取法其上，得乎其中；取法其中，得乎其下。我们要想在投资上取得卓越的业绩，最好的办法就是学习最伟大的投资大师的策略。毫无疑问，巴菲特就是一位最值得我们效法的大师。

身处风云变幻的股市中，最需要保持的是那一份绝对的理性，最值得依赖的判断工具仍是那一点很平凡、质朴的经营常识。事实上，巴菲特的投资理论简单、易学、实用。

本书系统、全面总结了巴菲特的投资思想和方法，并具体实录了巴菲特主要的投资案例。在这里，读者将会看到巴菲特价值投资理论的全貌，包括他的集中投资策略、如何挑选企业股票、如何管理公司、如何做交易、如何读财报以及如何规避股市中的风险。随后实录的巴菲特投资成功案例也会对读者大有裨益。巴菲特曾用一句话概括他的价值投资理论的精髓：“我们寻找的是一个具有持续竞争优势并且由一群既能干又全心全意为股东服务的人来管理的企业。当发现具备这些特征的企业而且我们又能以合理的价格购买时，我们几乎不可能出错。”广发证券曾对美国主要的 16 种投资策略进行研究，结果是，能够在熊市中赚钱的就是巴菲特的价值成长投资，在

牛市中能够超越指数 4 倍的也是巴菲特的价值成长投资。

他从一个小小的报童起步，没有任何家族遗产，建立企业之初只是把自己家中小小的阳台当做办公之地，从一穷二白的起点上开始了他的投资生涯。在创业之初，他只能去游说亲友进入他的合伙公司。

就这样，他一步一步走上了华尔街金融领袖的位置。在他半个世纪的投资生涯中，经历了全球性的经济萧条、东西方的冷战、美国数次对外战争、多次国内动乱、石油危机、网络泡沫、“9·11”恐怖袭击以及全球金融风暴。然而他却在每一次动荡中乘风破浪，逆势而上，转危为安，最终荣登世界首富的宝座。这是一个伟大的奇迹。因此，我们若想全面地了解巴菲特，就不仅要学习他的投资理念，把握他的投资方法，还应了解他的成长史、他的生活、他的个性，这样方能走入巴菲特的内心世界。也只有这样，我们才能领会他的精神实质，并将之运用于股市中。

17.6. 金融炼金术

《金融炼金术》 [美国] 乔治·索罗斯（1930~）

《金融炼金术》(The Alchemy of Finance) 是投资者的投资指南。乔治·索罗斯 (George Soros) 这位金融奇才，堪称目前全球最具实力且获利最高的投资人。《金融炼金术》是自《股票作手回忆录》之后又一部具有永恒价值的投资指南。索罗斯不仅是金融家，也是思想家，他的充满哲学观点的著作《金融炼金术》被公众当成投资指南。《金融炼金术》是资本市场的经典作品，不仅为投资者人手必备之书，而且其中传奇式的主人公也为投资者所仰慕和传颂。读者可以从中欣赏到索罗斯如何分析个股、如何把握市场转变的时机、如何面对不利的市场行情并及时调整对策，从而在风云变幻的金融市场中立于不败之地的精彩艺术。

作品被誉为：投资者的投资指南，金融市场两部永恒的指导手册之一。作品评价：该书是索罗斯的投资日记。读者可以从中欣赏到索罗斯如何分析个股、如何把握市场转变的时机、如何面对不利的市场行情并及时调整对策，从而在风云变幻的金融市场中立于不败之地的精彩艺术。索罗斯是大师中的大师，在《金融炼金术》一书中这位杰出人士透露了使他受封为“基金经理超级巨星”的投资策略，还披露了近年来金融市场的游戏规则，只有索罗斯才能就如此复杂的事态作出透彻的分析。1997 年从东南亚开始的金融风暴使国际金融大炒家乔治·索罗斯名噪一时，他的著作和理论一下子受到了广泛的关注。学习索罗斯成为不少人的追求和梦想，而索罗斯多年投资的经验在他的代表作《金融炼金术》里得到了完全的展现。

需要提醒读者的是阅读本书不宜抱有太过功利的想法，不然你会很容易失望或者被误导。索罗斯自己在本书导论最后，也强调“本书并非股市致富实用指南”，其讨论目的指向对一般性历史过程的理解。

内容结构

第一部分提出理论。第一章泛论反身性概念，探讨认识反身性现象的困难，特别指出自然科学规律特有的解释与预言之间的对称在这里是不可企及的，接下来的三章将理论应用于金融市场，第二章涉及股票市场，第三章涉及货币市场，第四章概述信贷和管制周期。

第二部分试图用第四章中概述的假说来解释当代的经济和金融的历史。所论及的历史必定是有选择的，集中于那些与信贷和管制周期概念相关的历史事件，主要的论题是银行、国际贷款和兼并热。

第三部分由一项兼有试验和预言性质的历时实验构成，以自然科学的标准看，这并不是是一项科学的试验，但是它也许可以作为一个例子说明反身性的理论是如何得到检验的。

第四部分评价了历时实验的结果。第十五章探讨理论——我挑战性地称之为炼金术——的适用范围，历时实验可以看作是金融炼金术的一个运用，第十六章考察了社会科学的局限。

第五部分试图为经济政策提供某些方略。第十七章讨论了自由市场和管制市场的相对优势，第十八章主张成立国际中央银行。既然市场机制和对此加以调控的尝试都有其固有的缺陷，那么也许应该断言系统改革的一切企图都是注定要失败的，第十九章驳斥了这个观点。

在结束语中探讨了反身性概念在金融市场之外的含义。借着哲学幻想的最后一丝回光，我还

尝试着对几个古老的形而上学问题作出自己的回答。

在《金融炼金术》一书中，索罗斯吸收了物理学家海森堡的“测不准关系”、哲学家卡尔·波普尔的“试错法”和经济学家卢卡斯的“合理预期”理论的内容，并且对其加以糅合，从而形成独树一帜的证券市场理论。

索罗斯理论的基础是他的“反射论”：人们的思想反映现实，但是同时又在作进行某些行为的决定，这些决定恰恰又在改变现实。传统的观点认为，反映是一种被动的过程，而参与是主动的过程，两者互不相干。索罗斯则认为，这两种过程是同时进行的。在证券市场，市场的动向影响着市场参与者的认识，而参与者的看法和决定又在影响市场。他的观点是“人们不能臆断，供求只取决于与市场参与者的期望毫不相干的外部力量”，“我称这种双向的联系为反射论”。

从这个观点出发，索罗斯又提出了他的“市场错误”理论，认为市场价格在绝大多数情况下没有正确反映现实。他不同意传统经济学关于可以对市场获得完整的认识的所谓“有效市场”的观点。他认为“有效市场”仅仅只是一种理论上的假设。但是索罗斯的理论不是简单的、消极的“不可知论”。第一，他认为对市场作出大致正确的判断还是可能的，但这只有极少数人能够做到。事实上他的几次大的投机成功，就是建立在他对市场的正确判断之上的。第二，他又认为，即使是与事物不完全相符的认知，照样可以在影响和塑造事实方面起到作用。因此他认为，人们不应当追求不可能达到的“完美认识”，而应当分析不完全的认知是怎样在市场中发生作用的过程，并且加以利用。

在《金融炼金术》中，索罗斯不介意把自己认识市场的成果及经验与广大投资者分享，因为他在做更重要的事情，他要参与社会历史进程的变革。由于他的市场分析方法适合于宏观经济政治等方面分析，再加上在金融投机上获得成功的影响，索罗斯开始热衷于社会理论和金融改革理论的构建。因此，某种意义上说，《金融炼金术》既是他多年金融投机经验的理论概括，也是他思想追求上的新起点，是他对以往主要思想活动的告别形式。

17.7. 查理·芒格的智慧：投资的格栅理论

查理·芒格的智慧：投资的格栅理论 原书第2版

《查理·芒格的智慧：投资的格栅理论》（Investing: The Last Liberal Art, 2nd Edition）是哈格斯特朗创作的投资理财类书籍。机械工业出版社，2015年04月。

作为巴菲特的黄金搭档和幕后智囊，芒格与巴菲特创造了有史以来最优秀的投资纪录。芒格极其熟练地掌握了各种不同的学科，能够在投资时考虑到许多普通人不会考虑到的因素。芒格用一个非常形象的比喻来说明不同学科的不同思维方式是如何相互作用的：格栅模型。“你的头脑中已经有了许多思维方式，你得按自己直接和间接的经验将其安置在格栅模型中。”芒格告诉我们，将不同学科的思维模式联系起来建立融会贯通的格栅，是投资的最佳决策模式。用不同学科的思维模式思考同一个投资问题，如果能得出相同的结论，这样的投资决策更正确。懂得越多，理解越深，投资者就越聪明智慧。芒格认为：“要努力学习，掌握更多股票市场、金融学、经济学知识，但同时要学会不要将这些知识孤立起来，而要把它们看成包含了心理学、工程学、数学、物理学的人类知识宝库的一部分。用这样宽广的视角就会发现，每一学科之间都相互交叉，并因此各自得以加强。一个喜欢思考的人能够从每个学科中总结出其独特的思维模式，并会将其联想结合，从而达到融会贯通。”真正的、永远的成功属于那些首先努力建立思维模式格栅，然后学会以善于联系、多学科并用的方式思考的人们。如果你想一窥这位投资天才的思维格栅模型，不妨从本书中寻找答案。

图书目录

前言

第1章 思维格栅模型

第2章 物理学

- 第3章 生物学
- 第4章 社会学
- 第5章 心理学
- 第6章 哲学
- 第7章 文学
- 第8章 数学
- 第9章 决策过程

附录：圣约翰学院推荐阅读书目

查理·芒格的智慧：投资的格栅理论

查理·芒格认为，将不同学科的思考模式联系起来建立起融会贯通的格栅，是取得最佳投资回报最有效的方法。“真正和永远的成功属于那些先是努力建立思维模式格栅，而后学着以善于联系、多学科并用的方式思考的人们。”

《从牛顿、达尔文到巴菲特》这是一本比较经典的书，本文是这本书的一个摘要概述，有兴趣的球友也可以找来这本书读。

作为巴菲特的黄金搭档和幕后智囊，芒格与巴菲特创造了有史以来最优秀的投资纪录。芒格极其熟练地掌握了各种不同的学科，能够在投资时考虑到许多普通人不会考虑到的因素。芒格用一个非常形象的比喻来说明不同学科的不同思维方式是如何相互作用的：格栅模型。“你的头脑中已经有了许多思维方式，你得按自己直接和间接的经验将其安置在格栅模型中。”芒格告诉我们，将不同学科的思维模式联系起来建立融会贯通的格栅，是投资的最佳决策模式。用不同学科的思维模式思考同一个投资问题，如果能得出相同的结论，这样的投资决策更正确。懂得越多，理解越深，投资者就越聪明智慧。芒格认为：“要努力学习，掌握更多股票市场、金融学、经济学知识，但同时要学会不要将这些知识孤立起来，而要把它们看成包含了心理学、工程学、数学、物理学的人类知识宝库的一部分。用这样宽广的视角就会发现，每一学科之间都相互交叉，并因此各自得以加强。一个喜欢思考的人能够从每个学科中总结出其独特的思维模式，并会将其联想结合，从而达到融会贯通。”真正的、永远的成功属于那些首先努力建立思维模式格栅，然后学会以善于联系、多学科并用的方式思考的人们。如果你想一窥这位投资天才的思维格栅模型，不妨从本书中寻找答案。

一、平衡理论的应用

牛顿之后许多学科的学者都对那些显示平衡理论（无论是静态和动态的平衡）的系统非常关注，他们相信平衡是自然界的最终归宿。如果作用力发生任何偏移，假定这个偏移是微小的，暂时的，系统总会回复大平衡状态。

平衡的理论成为经典经济学的主心骨，也是现代经济学的基础。阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall），保罗·萨缪尔森（Paul A. Samuelson）所写的《经济学原理》中，平衡都是其中不变的主题。他们力图用平衡来解释经济学的问题。尤金·法马（Eugene F. Fama）在其博士论文《股票价格的变化》中将萨缪尔森的理论引上新的台阶。“股市的高效运转使你不可能预测股票的价格。”

经典平衡理论说股市是理性的、机械式的和高效的。但也有看法认为股市不是理性的，1987年的股市大崩盘就是股市非理性的一个有力支持。

总的来说，供需之间的平衡，价格和价值之间的平衡会一直存在于股市的日常运转中，但它们不能给我们完整的答案。

二、进化论的观点

经济学绝对不是一个简单的，它天生就是一个很复杂的学科，所以更类似于生物学而不是物理学。

圣达佛的科学家总结了经济的四大特性：

1. 松散的相互作用：

经济现象是许多独立个体同时作用的结果。任何一个个体的行动都取决于某一些个体和他们共同创立的系统的预期行为。

2.不存在称霸世界之王：

尽管有法律和制度，但不存在一个能够控制全球经济的实体。相反经济是受系统中个体之间的竞争和合作来控制的。

3.不断的适应过程：

在不断积累经验的基础上，个体的举动、作用和策略以及他们的产品和服务都在不断地更新。换句话说系统是不断地适应。它创造了新产品、新市场、新制度和新举动。这是一个不断发展的系统。

4.动态不平衡：

由于经济的不断变化，其运行状态远非处于平衡状态。

复杂适应系统的基本元素是反馈。也就是系统中的个体首先形成自己的期望或模型，然后根据这些模型计算出的预测来行动。运行了一段时间后，这些模型会改变，其持续时间的长短取决于它预测环境的精确程度。

股票市场的主要交易策略在不断地演进变化着，没有一个策略是在一直适用的。因为不同的策略适用不同的环境，当环境变化了之后，策略也就应该做相应的调整。在股票历史上，不同时期有着不同的控制市场的主要交易策略：

1. 20世纪30年代和40年代的主要策略是折扣到本的策略。这是由 Benjamin Graham 和 David Dodd 1934 年在他们合写的《证券分析》Security Analysis 中首先提出来的。

2. 20世纪50年代，领导金融业的第二个策略是股利模型。投资者越来越被高额股利的股票所吸引。

3. 到20世纪60年代，出现了第三大策略，投资者将手头高股利的股票换取那些收益预计会不断增长的公司的股票。

4. 20世纪80年代第四个策略，投资人更注重公司的现金流量情况而不是利润如何。

5. 当前的第五个策略，投资资本的现金回报。

股市上资金变化和当时策略的接受程度有关。一个成功的策略会吸引较多的资金而成为主导策略。当一个新策略出现时，资金就被重新分配。基本策略决定了其行为模式。股民们一哄而上，希望用这些模式盈利，结果出现了最终的副作用。使用同一策略的人越多，获利程度降低得越快。当大家都明白这个事实时，原来的策略就被扫地出门。然后新的个体又带来新的思想，这些思想又形成一个任何人都可能获利的策略，资金又产生了变动。接着新的策略也寿终正寝，再开始新一轮的演变。

三、社会学：蚂蚁、塌落和复杂系统

社会学是研究人们在社会上如何行动的学科，其最终目标是了解人们的群体行为。社会学一直沿着两条不同的路线发展。一条是寻找一个包罗万象的理论，它是由19世纪中叶法国哲学家奥古斯特·孔德（Auguste Comte）发起的，看来是失败了。另一条是走向专业化。社会学还没得到被正式接受，新的学科却起来了：经济学、政治学、人类学。

所有的社会科学领域：社会学、政治学、经济学和他们的一些分支在某种程度上只是思考一个大问题的不同途径：人类是如何形成群体或社会的？这些群体是如何表现的？

虽然让社会科学成为一个大一统理论的想法在19世纪末就被枪毙了，但在21世纪初的时候，人们越来越希望构想一个新的统一理论。科学家们开始研究系统的整体行为：不仅是个体和群体的行为，还有他们之间的相互影响及这个影响反过来有影响下面的行为的问题。正是有了这个相互影响的过程我们的社会体系才能不断地进行社会化，其结果不仅改变了个体的行为也常常导致集体行为的意外改变。

关于自我组织

研究复杂适应系统的一个关键问题是其形成过程是怎样的。人们是怎样聚集在一起组成这些负责的系统，又如何按照某种规律自我组织的呢？自我组织理论认为，自我组织系统有三大明显

特征。(1) 复杂的全球性行为是由简单的当地处理者组成的。(2) 各种各样个人意见的贡献构成了解决方法。(3) 系统强大的功能远比任何一个独立的处理者要大得多。

那些想满足自己物质需要的人和其他人一起买卖股票,就创立了一个叫做股市的层创进化机构。个体和系统根据自我组织规则相互适应从而形成了一个行为整体,具有整体超过部分之和的层创进化特性。

“股市由各式各样的人组成比光是些聪明人反而更健全。”——诺曼·L·约翰逊 (Norman L Johnson)

多样性是自我组织系统为了产生层创进化的行为而必需的基本特性。只有个体对目前遇到的问题出的答案来自于不同的经验时,这个综合解决方案才是可行的。如果这个系统只限于那些高级人士,所得到的综合解决方案却实实在在水平降低了。为应对结构意料之外的变化,收集信息的面越广越好。只要一个足够多元化的系统,它就能够抗拒中等程度的干扰。

丹麦物理学家伯·巴克 (Per Bak) 认为,自我组织存在临界点。“那些由成千上万作用部分组成的大型复杂系统崩溃的起因,不仅可能是一个单个大灾难,也可能是由许多小事件串联起来构成的大灾难。”沙堆的坍塌就是很容易理解的一个实例。复杂适应系统通常是不稳定的,经常会到达自我组织的临界点。

股市中可以分为两种人:拿主义的和随大流的。大部分时间随大流者与拿主意者相互影响可以在某种程度上达到平衡。但人数会不断变化,就如沙堆的坡度在不断变化一样。当沙坡变得陡到一定程度,那么它就会坍塌。虽然自我组织临界理论能够解释塌落的整体过程,但它不能解释任何一个特殊的塌落。

只有系统中的个体都往单一集体选择方向积累信息时才可能产生集体决定。为了达到这个共同决定,所有的个体并不必拥有相同的信息,但他们必须对不同机会的理解相同。这个共同理解在所有复杂系统的稳定性中起着关键的作用。系统的共识程度越低,其不稳定性越大。

我们应该考虑不同模型下隐藏的心理观念,而不是只看到表面上各种不同的选择。要学会辨认如果共识不起作用了,系统中信息将如何传递。而心理学将有助于理解:(1) 个人如何形成自己的理念;(2) 股市中的信息是如何交换的。

四、心理学:股市的心灵

心理学意味着“研究心理”的学问,它的任务是研究所有大脑的活动,控制认识(思考和理解过程)的部分和控制情绪的部分。也就是它研究我们怎样学习,怎样思考,怎样交流,怎样表达情绪,怎样处理信息,怎样做决定,及怎样形成指导我们行为的中心理念。

股票具有投资和投机的双重特性。投机现在是股市的组织部分,将来也一直是。一个经过仔细分析后做出的投资操作应该能够保证有基本的、令人满意度回报。那些不满足这些条件的运作就是投机。

在一个集体里各方面都不相同的个人会在集体思想的影响下以统一的姿态出现,完全和他自己单独时的表现不一样。行为金融学试图通过个人行为的心理学术解释来找出股市并不高效的原因,它主要是想理解构成人们盼望赚钱时存在的非理性因素。

Werner De Bondt, Richard Thaler 在 "Does the stock market overreact" 认为,投资者经常对新消息反应过度,不管是好消息还是坏消息。由于反应过度,当传来好消息时,股价就会涨得比公司实际示例要高得多;如果是坏消息股价又会跌得家门不认。

Hersh Scheffrin, Meir Statman 在 "The disposition to sell winnerstoo early and ride losers too long: Theory and Evidence" 认为,“投资者总是喜欢将看跌的股票囤积很长时间,可能是希望股价能回复到原来的水平;可同时又将那些看涨的股票出手很快。”

Daniel Kahneman and Amos Tversky (1979) 在 "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" 中归纳出人们对损失的痛苦感觉远比赢利时的快乐感要强得多,其比值为 2.5: 1。

所有折磨投资者的心理偏向中最严重的一个可能是过度自信。过度自信主要源于对信息的错误判断,他们通常收集的信息既不完整也不完全准确,再加上分析不当,还将它放错了位置。过于自信者突出的表现是他们太重视自己发现的信息,因为他们坚信自己是正确的,并且果断地将

一切可能显示他们错了信息抛到一边去。

如果我们想帮助投资之避免灾难的话，我们下一步要做的是研究人们是如何收集和解释信息的，怎样从这些信息中形成自己的观念的。换句话说就是我们怎样理解信息，为什么会相信的？对于这样一个大问题我们必须回顾一下心理学的两个领域：理性认识和感性认识。

我们理解抽象或复杂概念的能力取决于我们心中关于这个想象的模型。这些模型代表了一个真实或假设的情景。例如为了理解通货膨胀我们用一些心理模型来表示我们感受到的方式，可能是汽油价格上去了，也可能要给员工更高的工资。

我们总是以为每个模型都有同样的几率，就是对于给定的一组心理模型我们心里会把它们每个都看作一样重要，而不是根据每个模型潜在的作用不同而加以调整。也就是说人们不能进行贝叶斯（Bayesian）推理。另外，对某一主题，人们手头若有一组心理模型时，通常他们只注意几个有时甚至一个模型。

人是追求理想的动物。由于进化所迫我们需要寻求解释我们所处的世界的模式，这些模式构成我们信念体系基础，但很有可能这些模型本身就是似是而非的。经过长期进化，我们在面对不确定情况时总是感到强烈的不安和焦虑，因此我们愿意听从那些答应帮助我们解脱的人的话。甚至我们的理智告诉我们股市预测专家不可能预测出明天或下周发生的事情，但我们仍然愿意相信他们能，因为另一个选择太让人不安了。

Fisher Black 认为股市上听到的大部分信息知识会使人更加迷茫的噪音，而不是会使人做出理智决定的纯净声音。

区别含有噪音的价格和真正价格的方法是了解你投资公司的经济实力。Claude E. Shannon（1948）写到“沟通的基本问题是要么在某一点上完全复制，要么在另一点上选了相似的信息。”换句话说，沟通理论就是如何将信息从 A 点精确地、完整地搬到 B 点。信息从信息源发送到目的的人的途中有几处会造成失真，最大的危险是可能存在于通道里、传送过程和接收端的噪音。

Charlie Munger 做“两个方面的分析”。第一遍列出已知事实和控制所在环境的理性因素，用理性和准确信息过滤；第二遍是收集自己或他人下意识失误的所有信号，检查有无“心理误判”。

五、哲学：投资的实用主义观点

不像自然科学，哲学从来没有绝对的观点。

思考远远不只是接受知识的过程，思考过程本身也有好有坏之分。

复杂适应系统在本质上属于认识论而不是本体论。本体论研究的问题是像什么是现实的本质这类问题。

复杂理论的中心思想是我们对某些系统的认识有局限，甚至这个系统就是有序时也存在这个问题，这是因为我们必须在系统复杂性存在的情况下才能研究这个有序的系统。复杂适应系统并不是本身真这样复杂得无法接近，只是我们认识能力有限。

科学研究关键的关键就是：发现描述所观察现象的新方法。重新描述不只用于科学研究，它也是非科学工作者在解释事物时的重要工具。如果这个事物还是个迷，我们要做的是打乱我们原来的描述，重新构思一个新的。重新描述是能够打开我们追求理解现象上死结的强有力的工具。

我们为什么感觉到理解股市这么难，是因为我们一直将自己锁在股市应该是平衡的框框中。为了达到更高的理解境界我们要敞开心胸，接受似乎很复杂的新描述，不论它是关于金融市场的，社会体系的，政治体系的还是物质世界的。

任何一个寻找信念确切定义的人都应该不只注意信念本身，还要看它带来的行为。实用主义是有实际效果定义的真理（论述）和正确（行动）的两部分。

没有一个理论是对现实的绝对描述，但每个理论在某一方面可能是正确的。“我们在模型方面的经验教训是我们所建立的模型常有这样的趋向：这些模型总是在一段时间内起作用，然后会意外地失去功效。忽然间模型不再具有解释的价值了，但有些人仍然坚信它还能准确地描述我们的世界。”-比尔·米勒（William H. Miller）

如果你相信实用主义哲学，你保准会更快地丢弃整个模型，而且更重要的是你将发现这个模型只能帮你完成某些使命。但对于一个人的信念最激烈的革命是丢弃大部分他过去的立场。

要比别人做得更好的唯一方法,或是更重要的是比股市做得更好的唯一方法是用和别人不同的方法诠释这些数据。你必须有不同的信息来源和不一样的经验。要能够发现不要的信息源。

六、文学：学而不思则罔

如何建立思维模式的格栅？Charlie Munger 说，主要原理、伟大的思想都早已变成白纸黑字摆在我们面前，只等待我们去发现占为己有。而通向这个目的地的交通工具就是书，确切地说是所有可以阅读的书，包括传统方式和现代方式：报纸、杂志、广播评论、科技期刊和分析家的报告等等。

如何成为一个有鉴别能力的读书人：分析你应该读什么，在更大范围内评估它的价值，而后丢弃它，或将它并入你思维模式格栅中。我们不仅要增加大量不同领域的知识，同时也提高批判性思考的能力。

推荐 Mortimer J. Adler 的 *How to Read a Book* 《如何阅读一本书》。

主动的读书人应该在心里牢记四个基本问题：

- 1.这本书主要讲什么？
- 2.其细节是什么？
- 3.这本书全部还是部分是正确的？
- 4.这本书怎么样？

传输知识的书籍可以分为两大类：实用性和理论性。

一个很好的读书方法是对几本书进行比较阅读而不是只分析性阅读一本书。

在阅读时，要把事实和看法分开。

七、决策

作为投资者我们必须在充分利用现有的优势时，花点心思去开拓新的领域。

对于只有锤子的人而言，每个问题都象是一个钉子。如果这个人有一整套各个不同学科的方法，自然他就会选用许多工具，减少“拿锤子人”做法的不好结果。

我们无法解释问题是因为我们无法把它描述出来。

17.8. 证券分析

作者：[美]本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）/[美]戴维·多德（David L. Dodd）

出版社：中国人民大学出版社

副标题：第 6 版（平装上、下）

译者：巴曙松/陈剑

出版时间：2013.4.23

《证券分析》被誉为投资者的圣经，自 1934 年出版以来，八十年畅销不衰。市场反复证明，《证券分析》是价值投资的经典之作。《证券分析》第 6 版是 1940 年版本的升级版。而《证券分析》1940 年版本是作者格雷厄姆和多德最满意的版本，也是股神巴菲特最为钟爱的版本。第 6 版在保持原书原貌的同时，增加了 10 位华尔街金融大家的导读，既表明了这本书在华尔街投资大师心目中的重要地位，也为这部经典著作增添了时代气息。

《证券分析》被奉为华尔街的经典著作，一出版即震动了美国和华尔街的投资者，一时之间，该书成了金融界人士和投资界人士的必读书目。在该书中本杰明·格雷厄姆进一步丰富和发展了自己先前的证券投资理论，系统地阐述了投资选股的秘诀—当价格低于内在价值时投资，并且相信市场趋势会回升；在深刻反省了华尔街股市由兴旺到崩溃的全过程后，本杰明·格雷厄姆号召广大投资者反对投机所带来的恶罪，极力主张投资者们的注意力不要放在市场行情上，而要把股票看做企业的份额，它的价值始终应和整个企业的价值相呼应；本书所阐述的计量分析方法和价值评估法使投资者减少了盲目，增加了更多的理性成分。

目录

推荐序 改变一生的智慧之书 沃伦·巴菲特

第一部分 证券分析综览及方法

第二部分 固定价值投资

第三部分 具有投机特征的优先证券

第四部分 普通股投资理论与股息因素

证券分析（下）

第五部分 损益表分析与影响普通股估值的收益因素

第六部分 资产负债表分析与资产价值的内涵

第七部分 证券分析的其他方面：价格与价值间的差异

第八部分 全球价值投资

17.9. 彼得·林奇投资案例集

《彼得·林奇投资案例集》是2014年9月1日由中国经济出版社出版的图书，作者是丹阳，内容为向大师学投资，最简单直接的方法就是看大师是怎么做的。每个投资决策的背后，他在思索什么、他在阅读什么、他关注的焦点是什么、他分析的重点在哪里，最终是哪个原因让他下定决心？《彼得·林奇投资案例集》以投资的时间顺序为线索，选取了林奇投资生涯中有代表性的投资案例，重点解读投资背后的客观状况，以及大师的投资方法，帮助读者更好地理解和运用林奇的投资理念。

图书目录

1 华纳公司 1977

2 玩具反斗城 1978

3 美体小铺 1978

4 La Quinta 汽车旅馆 1981

5 克莱斯勒汽车 1982

6 国际服务公司 1982—1989

7 联邦抵押贷款协会（房利美）1982

8 KMS 工业公司和生物公司 1983

9 得克萨斯航空公司 1983—1987

10 Pier 1 Imports 公司 1984—1991

11 沃尔沃汽车公司 1985—1986

12 Leggs 长袜与 Hanes 公司 1986

13 比尔德纳公司 1986

14 斯堪的亚公共保险公司 1987

15 福特汽车 1988

16 国际镍公司 1988

17 比利时德尔海兹集团 1988

18 沃尔玛 1989

19 CMS 能源公司 1992

20 费尔普斯—道奇公司 1992

本书的内容主要是彼得·林奇在十几年的职业生涯中的一些经典投资案例。投资案例更容易展现一个人的投资理念、选股策略和实战技巧，而且还可以调动读者的真情实感和学习兴趣。

为便于读者理解，本书每一个案例都按照投资背景、投资策略、投资链接和彼得·林奇投资心得四个模块来展开。

这四个模块的主要内容如下：

投资背景：介绍案例发生的时代背景、行业背景等信息，有时候会穿插介绍一些林奇本人的背景，如性格特征、生活方式等，使读者更容易理解林奇的投资策略。

投资策略：介绍案例的主要情节，即彼得·林奇在什么时候，什么地方，因为怎样的一个投资逻辑选择了某只股票，以及最终的结果如何等。

投资链接：围绕着林奇的投资策略里的某一个关键点，进行集中阐述、重点发挥，希望读者能够因此而加深对林奇投资逻辑的理解深度。

彼得·林奇投资秘诀：主要介绍与案例相关的一些林奇的“原话”，这些话或是来自林奇的演讲，或是来自他的著述（林奇从富达基金公司退休后，先后写了《彼得·林奇的成功投资》《战胜华尔街》《学以致富》等多本专著），往往能够简单扼要地点出案例的实质。当然，为了便于读者理解，作者都加上了一个小标题。

这四个模块环环相扣，其核心是彼得·林奇投资策略里的“投资逻辑”，投资背景是理解该逻辑的基础，投资链接和投资心得则是对该逻辑的加深。作者希望通过这四个环环相扣的模块来讲清、讲透彼得·林奇的投资理念、选股策略和实战技巧。

林奇在实战中的一个显著特点是频繁换股，十几年时间先后买过的股票超过1万只，因此这本书只能是对一些有代表性案例的阐述。总体来说，本书具有如下几个特点。

（1）简洁、易懂。

从彼得·林奇的几本著作里，可以看出林奇本人就是一个对简洁、易懂、幽默有着特别嗜好的人。本书的语言也尽量摒弃艰涩难懂的文字，使用晓畅直白的语言来介绍大师的投资案例。当然限于笔者的功力，在幽默方面肯定不如林奇本人。

（2）实用性强。

林奇投资思想的一大特征就是实用。他特别强调个人投资者的优势，告诫个人投资者不要盲目相信投资专家的建议，要重视股票的载体——企业，注意深入调研，认为日常生活的环境是发现“10倍股”的最佳场所。本书在写作中也秉承这一特点，将林奇的诸多投资思想进行总结、提炼，所选的案例许多也都是在日常生活中发现“10倍股”的例子。

（3）内容全面。

林奇投资的成功，从本质上讲是他做人的成功，是他性格的成功，是他心理结构上的成功，这才是包括作者在内的许多人要着重学习的地方。本书从各个侧面——林奇的朋友圈、办公室环境、与家庭成员的关系、日常生活、工作过程等，来揭示林奇的人格特质，希望读者能通过阅读本书使自己的股票投资水平获得提升，并带来实实在在的收益，成为像林奇那样一个在投资事业上有成就的人。

17.10. 黑天鹅：如何应对不可预知的未来

《黑天鹅：如何应对不可预知的未来（升级版）》是美国塔勒布创作的通俗读物类书籍。

图书简介

在发现澳大利亚的黑天鹅之前，欧洲人认为天鹅都是白色的，“黑天鹅”曾经是他们言谈与写作中的惯用语，用来指不可能存在的事物，但这个不可动摇的信念随着第一只黑天鹅的出现而崩溃。黑天鹅的存在寓示着不可预测的重大稀有事件，它在意料之外，却又改变一切，但人们总是对它视而不见，并习惯于以自己有限的生活经验和不堪一击的信念来解释这些意料之外的重大冲击，最终被现实击溃。从次贷危机到东南亚海啸，从“9.11”事件到“泰坦尼克号”的沉没，黑天鹅存在于各个领域，无论金融市场、商业、经济还是个人生活，都逃不过它的控制。怎样才能真正

认识这个社会的运行方式？怎样才能避免小概率事件带来的重大损失？怎样才能在不确定的世界中占得先机？升级版新增作者全新后记，深入分析不确定性带给我们的影响，教你以全新的视角理解现实世界，采取有效的策略防范未知风险，并把握黑天鹅带来的机会，从中受益。毋庸置疑，它将颠覆我们惯常的思维，让你重新掌握自己的命运。

作者简介

纳西姆·尼古拉斯·塔勒布，绝大多数时候都是一名漫游者，在地球各个角落的咖啡厅里冥想。他早年曾经从商，目前是纽约大学特聘教授。曾在纽约和伦敦交易多种衍生性金融商品，也在芝加哥当过营业厅的独立交易员。2001年2月正式成为衍生性金融商品交易战略名人堂的一员。他的作品包括《随机致富的傻瓜》和《黑天鹅》，后者曾连续一年多位列《纽约时报》畅销书榜，以31种语言出版，是一本知识、社会和文化方面的经典著作。

图书目录

序言

第一部分 极端斯坦与黑天鹅现象

第一章 自我欺骗的人类

历史和社会不会爬行。它们会跳跃。它们从一个断层跃上另一个断层，之间只有很少的摇摆。而我们喜欢相信我们能够预测小的逐步演变。我们只是一台巨大的回头看的机器。

解剖黑天鹅

历史与三重迷雾

结群

体重增加之后

第二章 出版业的黑天鹅

曾被断言只能卖出10本书，却销售了数百万册，被翻译为40种语言（甚至包括法语）。

第三章 极端斯坦与平均斯坦

在理想的平均斯坦，特定事件的单个影响很小，只有群体影响才大；在极端斯坦，个体能够对整体产生不成比例的影响。极端斯坦能够制造黑天鹅现象，少数事件已经对历史产生了巨大影响。

最好（最差）的建议

当心突破性

突破性与全球化

平均斯坦

第四章 1001天——如何避免成为失败者

某件事情1000天的历史不会告诉你第1001天的任何信息。

回到最原本的黑天鹅问题

如何从火鸡的经历中学习

我们并不生活在平均斯坦

第五章 不能只靠过去的经验判断

我们的环境比我们意识到的更为复杂。为什么？现代世界是极端斯坦，被不经常发生——非常不经常发生——的事件左右。它会在无数白天鹅之后抛出一只黑天鹅。

消极经验主义

第六章 叙述谬误

我们习惯于在一个黑天鹅现象发生之后，立即忘记所有黑天鹅现象的存在，因为它们太抽象了，相反，我们只注意到容易进入我们思维的精确而生动的具体事件。

我拒绝原因的原因

对尚未完全过去的事情的记忆

无限精确的错误

情感与黑天鹅

捷径

第七章 别做一只火鸡

世界上有两类人，有的人就像火鸡，面临巨大的灾难却不知道；有的人正好相反，他等待着让别人大吃一惊的黑天鹅事件。

同代人的残酷

流血还是惨败

第八章 永不消失的运气——沉默的证据问题

进化是一系列侥幸的成功，有的是好的，许多是不好的。你只看到好的。但在短期内，哪些真正对你是好的并不明显，尤其当你处在会产生黑天鹅现象的极端斯坦环境下时，尤其如此。

淹死的拜神者的故事

字母的坟墓

老鼠的健身俱乐部

你看到的和你没有看到的

特富龙涂层

我是黑天鹅：人类学偏差

第九章 游戏谬误——愚人的不确定性

如果你是一个钟表修理匠、脑外科医生或棋手，注意力集中是一个好品质。但对待不确定性问题时，你最不需要做的就是“集中”（你应该让不确定性集中，而不是我们自己）。

肥托尼

科莫湖畔的午餐

第一部分总结

第二部分 我们就是无法预测

第十章 无赖预测

即使我们生活在大事件很少发生的平均斯坦，我们仍然会低估极端事件，我们会认为它们离我们更遥远。

凯瑟琳的情人之谜

再谈黑天鹅盲

信息对知识有害

专家问题，可悲的虚有其表

不要穿越（平均）四英尺深的河流

第十一章 怎样寻找鸟粪

预测过程本身太复杂了，不但对我们，也对那些我们所能找到的工具。有些黑天鹅现象仍然逃过了我们的眼睛，足以使我们的预测失败。

怎样寻找鸟粪

如何做出自己的预测

第 n 个弹子球

祖母绿的变色效应

了不起的预想机器

第十二章 认知斯坦——一个梦

认知自大程度较低的人不一定缺乏自信，只是他对自己的知识保留怀疑态度。我将这种人称为“认知者”，将以考虑人类认识错误的法则建立的斯坦称为“认知斯坦”。

过去的过去，以及过去的未来

第十三章 假如你不会预测怎么办

假如你抛弃完全准确地预测未来的想法，你有很多事情可以做，只要你记住预测的局限性。知道你无法预测并不意味着你不能从未来的不可预测性中获益。

建议很廉价，非常廉价

正面意外

第三部分 极端斯坦的灰天鹅

第十四章 从平均斯坦到极端斯坦，再回到平均斯坦

在极端斯坦没人是安全的。反过来也一样：也没人受到完全失败的威胁。我们现在的的环境允许小人物在成功的希望前等待时机——活着就有希望。

在极端斯坦没有人安全

远离极端斯坦的回转

第十五章 钟形曲线——智力大骗局

基于钟形曲线的不确定性计量方法忽视了跳跃性或者不连续变化发生的可能性及影响，因此无法适用于极端斯坦。使用它们，就好像只看见小草，而看不见参天大树。虽然发生不可预测的大离差的可能性很小，但我们不能把它们当作意外而置之不理，因为它们的累积影响如此强大。

高斯与曼德尔罗布特

凯特勒的平均怪兽

关于钟形曲线如何形成的想象实验

第十六章 随机审美

灰天鹅是可以预测到的极端事件，但黑天鹅则是未知的未知。

随机的诗歌

三角形的柏拉图化

分形随机性

再次强调，当心预测者

灰天鹅在哪里

第十七章 洛克的疯子——在错误的地方出现的钟形曲线

人们不明白一个根本的不对称性：只要一个反例就能够推翻高斯分布，但上百万次观察也不能完全证明高斯分布的适用性。为什么？因为高斯钟形曲线不允许大的离差，但极端斯坦的方法却不排斥长期的平淡无奇。

它就是黑天鹅

第十八章 骗子的不确定性

我对黑天鹅的应对办法是在思维中避免从众。但在避免上当之外，这种态度受制于一种行为

方式，不是思维方式，而是如何将知识转化为行动，并找出哪些知识是有价值的。

游戏谬误归来

多少维特根斯坦可以在大头针上跳舞

结语 一半对一半——如何与黑天鹅打成平手

当我能够受到正面黑天鹅事件影响时，我会非常冒险，这时失败只会有很小的影响；当我有可能受到负面黑天鹅事件的袭击时，我会非常保守。

何时错过列车没有痛苦

后记 从白天鹅到黑天鹅

17.11. 聪明的投资者

《聪明的投资者》 [美国] 本杰明·格雷厄姆（1894~1978）

《聪明的投资者》是2010年8月人民邮电出版社出版发行的图书，作者是本杰明·格雷厄姆 / Benjamin Graham。《聪明的投资者》共有三个版本，都为人民邮电出版社出版，分别是：2010年8月出版的《聪明的投资者》（第4版）（精装）、2011年7月出版的《聪明的投资者》（原本第4版）（精装）、2014年07月《聪明的投资者》（实战版）。

本修订版在完整保留格雷厄姆原著1973年第4版的基础上，由贾森·兹威格根据近40年尤其是世纪之交全球股市的大动荡现实，进一步检验和佐证了价值投资理论。其中大量的注释和每章之后的点评非常有价值。股神巴菲特特为本书撰写的序言和评论是这个版本的又一个亮点。

《聪明的投资者（第4版）》首先明确了“投资”与“投机”的区别，指出聪明的投资者当如何确定预期收益。本书着重介绍防御型投资者与积极型投资者的投资组合策略，论述了投资者如何应对市场波动。本书还对基金投资、投资者与投资顾问的关系、普通投资者证券分析的一般方法、防御型投资者与积极型投资者的证券选择、可转换证券及认股权证等问题进行了详细阐述。在本书后面，作者列举分析了几组案例，论述了股息政策，最后着重分析了作为投资中心思想的“安全性”问题。

《聪明的投资者（第4版）》主要面向个人投资者，旨在对普通人在投资策略的选择和执行方面提供相应的指导。本书不是一本教人“如何成为百万富翁”的书籍，而更多地将注意力集中在投资的原理和投资者的态度方面，指导投资者避免陷入一些经常性的错误之中。

这部《聪明的投资者》，是有史以来第一本面向个人投资者并为其提供投资成功所需的情绪框架和分析工具的专业书籍。至今，它仍然是面向投资大众最好的一本书。

《聪明的投资者》是经过修订后的第4版，旨在将格雷厄姆的理念运用于当代金融市场的同时，保留其原文的完整性。为了便于理解，在格雷厄姆的原文页下增加了一些注释，而格雷厄姆的原文注释则移至书后的“尾注”中。

在格雷厄姆原著的每一章之后，你都会看到一篇新增的评论。在这些引导读者的内容中，将添加一些新的例证，以此来说明，对今天的投资者来说，格雷厄姆的原则仍然是多么贴切（以及多么使人思路开阔）。像所有的经典著作一样，本书会改变我们看待世界的方式。而且，通过教育我们，这本书也能够获得新生。你读得越多，就理解得越深刻。以格雷厄姆为向导，你必定会成为一个非常聪明的投资者。

章节目录

第1章 投资与投机：聪明投资者的预期收益

第2章 投资者与通货膨胀

第3章 一个世纪的股市历史：1972年年初的股价水平

第4章 防御型投资者的投资组合策略

- 第 5 章 防御型投资者与普通股
- 第 6 章 积极型投资者的证券组合策略：被动的方法
- 第 7 章 积极型投资者的证券组合策略：主动的方法
- 第 8 章 投资者与市场波动
- 第 9 章 基金投资
- 第 10 章 投资者与投资顾问
- 第 11 章 普通投资者证券分析的一般方法
- 第 12 章 对每股利润的思考
- 第 13 章 对四家上市公司的比较
- 第 14 章 防御型投资者的股票选择
- 第 15 章 积极型投资者的股票选择
- 第 16 章 可转换证券及认股权证
- 第 17 章 四个非常有启发的案例
- 第 18 章 对八组公司的比较
- 第 19 章 股东与管理层：股息政策
- 第 20 章 作为投资中心思想的“安全性”

作为价值投资理论的开山鼻祖、20 世纪最伟大的投资顾问、巴菲特的“精神导师”，本杰明·格雷厄姆对于价值投资的理解以及投资安全性的分析策略，影响了包括内夫（John Neff）、卡恩（Irving Kahn）以及艾维拉德（Jean-Marie Eveillard）等在内的整整三代华尔街基金经理人。华尔街所有标榜价值投资法的经理人，都称自己是格雷厄姆的信徒。因此，格雷厄姆享有“华尔街教父”的美誉。他的两部奠基性著作，《证券分析》以及《聪明的投资者》，被无数投资专家称作为有史以来最好的股票投资书籍。这两本书不断再版发行，并被作为投资方面的大学教程。

巴菲特说：“在我的血管里，百分之八十流淌的是格雷厄姆的血液。”

华尔街所有标榜价值投资法的经理人，都称自己是格雷厄姆的信徒。

投资环境虽已改变，但格雷厄姆所建立的智慧型投资原则，至今依然无懈可击。

“有史以来，关于投资的最佳著作。”——沃伦·巴菲特

《财富》推荐的 75 本必读书之一。

投资实务领域的世界级和世纪级的经典著作，股市上的《圣经》。

“格雷厄姆对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样重要。”——纽约证券分析协会

“格雷厄姆的思想，从现在起直到 100 年后，将会永远成为理性投资的基石。”——沃伦·巴菲特

怀念本杰明·格雷厄姆——沃伦·巴菲特

几年以前，在即将 80 岁之际，格雷厄姆（1894~1976 年）向一位朋友表达了他的想法：希望每天都做一些“傻事、有创造性的事和慷慨的事”。

他的第一个奇怪目标反映了这样一个事实：他善于使自己的想法不会带有任何说教或傲慢成分。尽管他的想法是强有力的，但是，它们的表达方式无疑是温和的。

本杂志的读者无需我们对格雷厄姆的创造性成就进行细致的介绍。在绝大多数情况下，某一学科的创始人都会发现，自己的研究成果很快就会被后继者所超越。然而，这本书对一种混乱和令人困惑的业务领域进行了系统化和逻辑化的分析；与此同时，在本书出版后的 40 年时间里，人们很难想出，有哪一个人能够在证券分析领域曾经达到过格雷厄姆的水平。在这一领域，许多研究成果发表之后，仅在几个星期或几个月内就会看上去非常可笑；然而，格雷厄姆所提出的原则却一直是稳妥的。在金融风暴摧毁不可靠的知识体系之后，这些原则所具有的价值经常会得到提升，并且能得到更好的理解。他的稳妥建议给他的追随者们带来了可靠的回报，甚至使得那些天资赶不上聪慧的从业者（他们因为追求卓越或赶时髦而摔了跟头）的人，也获得了可靠的回报。

关于格雷厄姆在自己的专业领域所拥有的支配地位，最突出的一个方面在于，这并不是从全神贯注地关注某一个目标的狭隘思维活动中所取得的。相反，他的这种地位是几乎无法定义的广泛的智力活动所带来的副产品。毫无疑问，我从未遇到过思维如此广泛的人。惊人的记忆力，对新知识一如既往的着迷，以及能够把这些知识重新应用于表面上不相关联的问题，所有这一切使得他的思维方式在任何领域都会受到人们的喜爱。

但是，他的第三项责任（慷慨），正是他比所有其他人都做得更成功的地方。我是以一个学生、一个雇员和一个朋友的身份认识格雷厄姆的。无论从哪一种关系来看（在他所有的学生、雇员和朋友看来），格雷厄姆在自己的想法、时间和精力等方面都表现出了毫无保留的慷慨。如果想寻求一种明晰的思维，那么没有比格雷厄姆更好的人选了。而且，如果需要获得鼓励和忠告，就可以随时去找格雷厄姆。

沃尔特·李普曼（Walter Lippmann）曾经说起过那些为后人栽树的人。格雷厄姆就是这样一个人。

——《金融分析师杂志》，1976年11/12月刊。

第四版序

——沃伦·巴菲特

1950年年初，我阅读了本书的第一版，那年我19岁。当时，我认为它是有史以来投资论著中最杰出的一本。时至今日，我仍然认为如此。

要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种体系造成侵蚀。本书能够准确和清晰地提供这种知识体系，但对情绪的约束是你自己必须做到的。

如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为和商业准则（而且，如果你重点关注第8章和第12章所给出的极为宝贵的建议），那么，你将会获得不错的投资结果。（这种结果所反映出的更多成就，要超出你的想象。）能否获得优异的投资成果，这既取决于你在投资方面付出的努力和拥有的知识，也取决于在你的投资生涯中，股市的愚蠢程度有多大。股市的行为越愚蠢，有条不紊的投资者面对的机会就越大。遵从格雷厄姆的建议，你就能从股市的愚蠢行为中获利，而不会成为愚蠢行为的参与者。

我认为，格雷厄姆并非仅仅是一位作者或老师。他对我一生的影响，仅次于我的父亲。格雷厄姆1976年去世后不久，我写下了下面这篇纪念短文，发表在《金融分析师杂志》上。我相信，当你阅读本书时，一定能感受到这篇文章中所提到的关于格雷厄姆的一些优秀品质。

17.12. 从优秀到卓越

《从优秀到卓越》（吉姆·柯林斯）

《从优秀到卓越》（GOOD TO GREAT）是2009年中信出版社出版的图书，作者是（美）柯林斯，该书描绘了优秀公司实现向卓越公司跨越的宏伟蓝图。

本书是超级畅销书《基业长青》的作者柯林斯的又一力作，它描绘了优秀公司实现向卓越公司跨越的宏伟蓝图。《基业长青》揭示了公司保持卓越的秘诀，但书中提到的公司自始至终都出类拔萃。对于那些业绩平平的公司，如何才能实现从优秀到卓越的跨越呢？是不是卓越的企业都有所谓的特殊“卓越气质”？发展的瓶颈是不是真的难以突破？

针对这一问题，柯林斯和他的研究小组历时5年，阅读并系统整理了6000篇文章，记录了2000多页的专访内容，创建了3.84亿字节的电脑数据，收集了28家公司过去50年，甚至更早的所有文章，进行了大范围的定性和定量分析，得出了如何使公司从优秀到卓越的令人惊异而振奋的答案。

柯林斯发现，公司从优秀到卓越，跟从事的行业是否在潮流之中没有关系，事实上，即使是一个从事传统行业的企业，即使它最初默默无闻，它也可能卓越。柯林斯提出了一整套观点，“只要采纳并认真贯彻，几乎所有的公司都能极大改善自己的经营状况，甚至可能成为卓越公司”。

在5年时间里，柯林斯和他强有力的研究团队进行了一项规模巨大的研究，对1965年以来

《财富》杂志历年 500 强排名中的每一家公司(共 1400 多家)进行了研究。研究结果令人震惊——只有 11 家公司实现了从优秀业绩到卓越业绩的跨越,包括吉列、金百利~克拉克、富国银行、菲利普·莫里斯等公司,它们在 15 年的时间里,公司的平均累积股票收益是大盘股指的 6.9 倍(而像 GE 这样举世闻名的大公司也只有 2.8 倍),也就是说,如果你在 1965 年向这些公司中的一家共同基金投资 1 美元,到 2000 年,这只股票的收益将增长 471 倍,而市场上一般的股票基金只增长 56 倍。这些实现跨越的公司在什么方面比那些公司中的巨星,如英特尔、可口可乐等企业表现得还要优异?

柯林斯将这 11 家公司与那些实现跨越但不能持久的公司和未能实现跨越的公司进行对照,分析实现这一跨越的内在机制。因为从优秀到卓越的答案"不受时间、地域的限制,普遍适用于任何机构。"

● 从公司之外请来的被奉若神明的名人做领导,往往对公司从优秀到卓越的跨越过程起消极作用。

- 经理人的薪酬结构跟推动公司经营业绩无关。
- 实现跨越的公司在制定长期战略上花的时间并不比别的公司更多。
- 技术以及技术推动的变革,实际上并不能激发从优秀到卓越的跨越。
- 合并和收购在推动公司跨越过程中并没有起到任何作用。
- 实现跨越的公司不刻意创造转变、激励员工或是营造公司上下一致的气氛。
- 革命性的跨越,不一定需要革命性的过程。
- 实现跨越的公司从事的并非是景气行业,有的甚至是处境很糟的行业。
- 卓越并非环境的产物,在很大程度上,它是一种慎重决策的结果。

作品目录

第一章 优秀是卓越的大敌

无所畏惧的好奇心

从优秀到卓越的永恒的“物理学”

第二章 第 5 级经理人

出人意料

谦逊+意志=第 5 级经理人

培养第 5 级经理人

第三章 先人后事

不是“1 个天才与 1000 个助手”

重要的是给何人付酬,而不在于如何支付

严格,但不冷酷无情

先人后事、卓越的公司和美好的生活

第四章 直面残酷的现实(但决不失去信念)

事实胜于美梦

营造良好氛围,弄清问题真相

面对残酷现实,保持坚定信念

斯托克代尔悖论

第五章 刺猬理念(三环内部的简化)

三环理论

明白你能(或不能)在什么方面成为最优秀的

对于经济引擎的洞见:你的指标是什么

洞察你的热情

深刻感悟而非虚张声势

第六章 训练有素的文化

框架之下的自由(和责任)

清除你的松软干酪
是文化而不是暴政
疯狂坚持刺猬理念
列出不该做的事项
第七章 技术加速器
技术与刺猬理念
技术是发展动力的加速器，而不是创造者
技术陷阱
技术和对落后的恐惧
第八章 飞轮和厄运之轮
累积和突破
并非天赐良机
“飞轮效应”
厄运之轮
一个视野宽广的飞轮观念
第九章 从《从优秀到卓越》到《基业长青》
基业长青早期的从优秀到卓越
核心意识：持久卓越的额外度
大胆创新的宏伟目标、危险鲁莽的宏伟目标及其他理念关联
为什么要实现卓越

作者简介

吉姆·柯林斯，著名商业畅销书作家。柯林斯早年在斯坦福大学商学院从事教学与研究，并获得杰出教学奖。1996年，他回到家乡科罗拉多州的博尔德市，创办了自己的管理实验室，与各种企业和社会机构的领导人一起开展对商业生活的研究。曾在默克公司、星巴克、时代明镜集团、麦肯锡公司等世界知名公司任高级经理和CEO。他的上一本书《基业长青》是公认的一部经典商业著作，重印近百次，被译为16种文字在全球发行。他的著作被《财富》、《经济学家》、《商业周刊》、《今日美国》、《哈佛商业评论》、《行业周刊》、《Inc.》等杂志广泛报道，引起巨大反响。

17.13. 基业长青

《基业长青》，英文：Build to Last，全书名：《基业长青—企业永续经营的准则》（Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies），作者：吉姆·柯林斯（Jim Collins）和杰里·波拉斯（Jerry I. Porras），20世纪90年代选出两本最重要的管理书籍之一。

《基业长青》，首次出版：1994年，《福布斯》20世纪20本最佳商业畅销书，如果说《追求卓越》是开启商业管理书籍的第一次革命，那么《基业长青》则使这次革命达到一个高潮，为所有经理人和创业者带来灵感。

柯林斯和波拉斯在这本富于创造性的书中打破了旧有神话，提供了新颖的见解，并为那些有志于建立经得起时间考验的伟大公司的人提供了实际指导。

科林斯和波拉斯在斯坦福大学为期6年的研究项目中，选取了18个卓越非凡、长盛不衰的，研究了这18个基业常青公司的成功经验，主要讲述了一群真正杰出、历经岁月考验的百年企业从创业之初发展至今的情况，并将这些公司直接与它们的一个突出竞争对手对照，审视了这些公司由最初创建发展到今天的历史——创业→中等公司→大型公司。

基本观点

在《基业长青》（Build to Last）一书中，正是探讨这类“高瞻远瞩”公司长生不老的秘诀。他们在这本富于创造性的书中这样写道：“这不是一本描写能力卓越、高瞻远瞩的领导人的书，

也与高瞻远瞩的产品概念、高瞻远瞩的产品或高瞻远瞩的市场分析无关，也不谈及拥有某种公司展望。本书所谈的问题更为重要、长久和真实。这是一本有关高瞻远瞩的公司的书。”

他们在书中所引用的事例多来自详细的数字分析支持，更具有科学的客观性和说服力。全书数百个具体的例子被组织成了紧密的实用概念框架。

科林斯和波拉斯确定“高瞻远瞩”公司的标准是：处于所在行业中第一流的水准、广受企业人士崇敬、对世界有着不可磨灭的影响、已经历很多代的 CEO、已经历很多次产品生命周期且在 1950 年前创立。根据这六条标准，他们选出的公司有：美国运通公司、波音公司、花旗银行、沃尔玛、迪斯尼公司等共 18 家。

作者认为，理念对现实的指导的确是重要的，正是“有一种核心理念指引和激励公司的人”使公司基业长青。只不过这种理念不是无中生有地产生的，而是那些基业长青公司实践的产物，是这些公司成功经验的总结。作者分析的是公司、组织以及人在组织中的作用。作者从人的角度让我们看到了公司的成长和巩固。作者从公司的角度分析了使得企业长远发展的优势，以此分析企业取得这些优势并长期发展的原因。企业在发展过程中必须不断自我改革、自我反省来达到这些优势，使其成为公司特性，从而保证长久发展。

从《基业长青》一书中那些富于冲击力的标题，我们可以看到作者总结出的高瞻远瞩公司所拥有的特质，柯林斯的目的仅此而已，即找出高瞻远瞩公司共同拥有的使它们有别于其他公司的基本特质和动力，并把这些发现化为有用的概念架构。许多人认为一家公司的持续成长依赖于几位优秀的 CEO 的持续运作，但本书的作者却告诉人们，对一个企业而言，一群聪明人在维持现状的基础上敢于进行新尝试比拥有一个有魅力的领袖更重要，而拥有一个核心理念并为之奋斗则是企业的关键所在。

书目结构

翘楚中的翘楚

造钟，不是报时

插曲：太极生两仪

利润之上的追求

保存核心，刺激进步

胆大包天的目标

教派般的文化

择强汰弱的进化

自家长成的经理人

永远不够好

起点的终点

后记：基业长青问答

主要内容及理论思想

许多人认为一间公司的持续成长依赖于几位优秀的 CEO 的持续运作，但本书的作者却告诉人们，对一个企业而言，一群聪明人在维持现状的基础上敢于进行新尝试，比拥有一个有魅力的领袖更重要，而拥有一个核心理念并为之奋斗则是企业的持续成长的关键所在。

“造钟，而不是报时”

科林斯指出，“伟大的公司的创办人，通常都是制造时钟的人，而不是报时的人。他们主要致力于建立一个时钟，而不只是找对时机，用一种适销对路的产品打入市场；他们并非致力于领袖人物充满魅力的人格特质，而是致力于构建高瞻远瞩的公司组织特质，他们最大的创造物是公司本身及其代表的一切。”“造钟”就是建立一种机制，使得公司能够依靠组织的力量在市场中生存与发展，而不必依靠某位个人、某种产品或某个机会等偶然的東西。随着市场的进一步完善与规范，企业必须越来越依靠一个好的机制，包括好的组织结构、好的评价考核体系、好的战略管理等。

“利润之上的追求”与“教派般的文化”

所有伟大的公司都是“务实的理想主义者”。《基业长青》中写到，“利润是生存的必要条件，而且是达成更重要目的的手段，但对很多高瞻远瞩的公司而言，利润不是目的，利润就像人体需要的氧气、食物、水和血液一样，这些东西不是生命的目的。但是，没有它们，就没有生命。”利润之上的更高追求在伟大的公司里，更是被作为像“教派般的文化”那样所灌输。“利润之上的追求”如果不明确、不具体，就会是空洞的大口号。企业要意识到企业文化的重要作用，“教派般的文化”指的是卓越公司必须具有很强的共同价值观。

“自家长成的经理人”

科林斯经过研究后发现，“18家伟大的公司在总共长达1700年的历史中，只有四位CEO来自外部”。“自家长成”的经理人熟悉了解本公司文化，更易带领本公司进行变革。

其实，任何一个公司无论长盛不衰还是昙花一现，都有意无意地由一种理念所指引。失败的公司在于依据了错误的理念。正确与错误是相比较而言的。因此，作者在批判12种错误理念，即“破除12种迷思”的同时，相应用高瞻远瞩公司的经验提示了12种实践证明已经取得成功的理念。对“12种迷思”的批判是本书的核心。所谓“12种迷思”主要包括以下几个方面：

伟大的公司靠伟大的构想起家。其实在18家高瞻远瞩公司中有15家开始时并没有伟大构想。重要的是建立一个公司并根据形势变化不断修改自己起初的构想。与时俱进，而不是固定不变地拘泥于一个先验的目标。

要有杰出而眼光远大的魅力型领导者。其实这种强人往往会由于独裁或落人员的崇拜而对公司长期发展有害。高瞻远瞩公司成功的关键不是人而是制度。

以利润最大化为首要目的。赚钱不应该是惟一的，公司应追求包括赚钱在内的一组目标。这样从长远看才会获得更好效益。

有共通的“正确”价值观念。其实并没有什么放之四海而皆准的价值组合，不同公司应有不同的价值观，只要适于本公司就都能取得成功。

高薪雇用外来的CEO才能刺激根本性变革。实际上高瞻远瞩公司CEO都是自己培养的，庙内的和尚同样能念经，能引起重大变革和提出新的构想。

最注重的是击败竞争对手。其实公司竞争最大的对手是自己，不是要击败对手，而是战胜自我。这就是要克服目光短浅，固步自封，自我满足。

鱼与熊掌不能兼得。这是非此即彼的二分思维法，并不正确。在高瞻远瞩公司的实践中应该也能够做到“兼容并蓄的融合法”。

高瞻远瞩主要依靠“远见宣言”。事实上，重要的不是宣言，而是行动。

以上种种“迷思”，实际上是流行于公司和经营者中的各种错误理念。只有破除这些“迷思”，公司才能基业长青。本书的中心正是边破边立，“破”字当头，“立”也就在其中了。

全书有数百个具体的例子，并被组织成了紧密的实用概念框架，能够适用于各个层次上的经理人与创业者。《基业长青》为建立在21世纪长期繁荣的组织提供了一个宏伟蓝图。

本书作者强调的是，不是仅仅告诉你时间，而是教你如何造钟。这强调了思维方式和理念的重要性。《基业长青》这本书不仅是教你“如何做”，同时还告诉你“为什么这么做”，具有了这些贴切理念，你也就具备了成功的出发点。

贡献意义

《基业长青》为建立在21世纪的组织提供了一个宏伟蓝图。《哈佛商业评论》在20世纪90年代选出两本最重要的管理书籍，其中一本就是《基业长青》。它超越了连篇累牍的专业术语，拒绝追逐时尚，发现了使杰出公司出类拔萃的永恒品质。本书为所有经理人和创业者带来灵感，破除了广为接受的错误想法，即只有魅力四射的高瞻远瞩的领导才能够建立高瞻远瞩的公司。

阅读此书，有助于后来者研究这些企业真正区别于其他公司的特质，可以深入了解与比对这些企业在世界发生急剧变化中是如何应对的。同时该书还阐述了对这些企业从认知上应破除的十二个迷思，帮助读者寻找出成为一流企业的成功要素与根本动能。正如前美国卫生教育和福利部部长、“共同事业”的创始主席、《自我更新》的作者约翰·W·加德纳所评价的那样：“《基业长青》

对高度成功、富有生命力的公司进行了生动深入的分析，充满新颖的见解和确凿的结论。这是一个内容紧凑、条理清晰的报告，每个经理人都值得一读。”

17.14. 定位

《定位》（美）艾·里斯，杰克·特劳特

《定位》是2002年2月中国财政经济出版社出版发行的图书，作者是艾·里斯，杰克·特劳特。《定位》本书提出了被称为“有史以来对美国营销影响最大的观念”——定位，改观了人类“满足需求”的旧有营销认识，开创了“胜出竞争”的营销之道。

《定位》本书提出了被称为“有史以来对美国营销影响最大的观念”——定位，改观了人类“满足需求”的旧有营销认识，开创了“胜出竞争”的营销之道。本书阐述“定位”观念的产生，剖析“满足需求”无法赢得顾客的原因，给出如何进入顾客心智以赢得选择的定位之道。在竞争日益激烈的今天，它揭示了现代企业经营的本质（争夺顾客），为企业阐明了获胜的要诀（赢得心智之战），是商业人士的必读之作。

内容简介

如果只看一本营销书籍，首选《定位》。

本书提出了被称为“有史以来对美国营销影响最大的观念”——定位，改观了人类“满足需求”的旧有营销认识，开创了“胜出竞争”的营销之道。

“史上百本最佳商业经典”第一名（《FORTUNE》2009 评选）

本书阐述“定位”观念的产生，剖析“满足需求”无法赢得顾客的原因，给出如何进入顾客心智以赢得选择的定位之道。

在竞争日益激烈的今天，它揭示了现代企业经营的本质（争夺顾客），为企业阐明了获胜的要诀（赢得心智之战），是商业人士的必读之作。

美国史上百本最佳商业经典第一名，美国 CEO 最怕被竞争对手读到的商界奇书，有史以来对美国营销最大的观念。本书是特劳特成名作，深入阐述了定位理论和操作方法，并配有丰富的实战案例解析，指导企业家成功企业定位，获取商业成功。

作者及译者

艾·里斯

里斯伙伴（全球）营销公司主席，营销史上的传奇大师、全球最顶尖的营销战略家，定位理论创始人之一。2008年，作为营销战略领域的唯一入选者，与管理学之父彼得·德鲁克、GE 前 CEO 杰克·韦尔奇一起被美国《广告时代》评为“全球十大顶尖商业大师”。艾·里斯专门辅导全球 500 强企业如微软、宝洁、GE 等的营销战略。

杰克·特劳特

全球最顶尖的营销战略家。

1969年，为定位理论这一体系命名，并在实战中不断开创与完善了定位理论。是特劳特全球伙伴公司总裁，该公司是美国最负盛名的国际营销咨询公司之一，在全球 26 个国家设有分公司。他的作品有《定位》、《重新定位》、《商战》、《什么是战略》等畅销书。

图书目录

传播的新方法

“定位”的定义

定位是怎样开始的

第 1 章 到底何为定位

传播过度的社会

过度简化的心智

尽量简化信息

第 2 章 心智备受骚扰

传播渠道阻塞

布朗、康纳利和雪佛兰
媒体爆炸
产品爆炸
广告爆炸
第3章 进入心智
进入心智的捷径
进入心智的难点
广告界的教训
产品时代
形象时代
定位时代
阿美利哥发现了什么
米什劳发现了什么
米勒发现了什么
第4章 心智中的小阶梯
你看到的是你想看到的
容量不足的容器
产品阶梯
“关联”定位法
“非可乐”定位法
忘记成功之道陷阱
第5章 你不能由此及彼
“我能行”精神不死
不祥之兆
“我能行”精神行不通
如何与 IBM 之类的对手抗衡
通用电气公司的史密斯和琼斯
第6章 领导者的定位
建立领导地位
领导者的失败
不稳定的平等
保持领先的战略
什么不该做
不断重复
抓住每一个机会
来自产品的实力
迅速回应
用多品牌拦截对手
用更宽泛的名称拦截对手
领先的好处
第7章 跟随者的定位
跟风的危险
寻找空位
尺寸空位
高价空位
低价空位
其他有效空位

工厂空位
技术陷阱
满足所有人需求陷阱
第 8 章 重新定位竞争对手
创建自己的空位
重新定位阿司匹林
重新定位雷那克斯
重新定位美国伏特加
重新定位品客
重新定位李施德林
重新定位与对比性广告
重新定位合法吗
重新定位合乎道德吗
第 9 章 名字的威力
如何选择名字
如何避免不恰当的名字
何时可用无意义的名字
坏名字也能变成好名字
公开产品的本质
好名字和坏名字
航空公司的糟糕名字
阿克伦的双胞胎
托莱多三兄弟
混淆不清的“大陆”
过犹不及的名字
第 10 章 无名陷阱
发音缩写
视觉缩写
成功无捷径
心智靠耳朵运转
过时的名称
因果不分
首字母缩略词名称与电话簿
第 11 章 搭便车陷阱
企业的联合
两种不同的战略
分而治之
新产品需要新名字
跷跷板原则
匿名的价值
第 12 章 品牌延伸陷阱
由内而外的思维方式
由外而内的思维方式
JC 彭尼与永久
看待名字两种方式
蛋白质 21 是什么
Scott 是什么

LifeSavers 是什么
什么是永备
100 毫米的失败
玉米油衰败记
咖啡杯争夺战
护手霜的竞争
无糖可乐之战
逆向品牌延伸
第 13 章 品牌延伸何时有效
短期优势
长期不利
购物单检验法
酒保检验法
Packard 是什么
凯迪拉克是什么
雪佛兰是什么
大众是什么
沃尔沃是什么
名字是橡皮筋
行事规则
第 14 章 公司定位案例：孟山都公司
公司的买卖
名字问题再度出现
名字要意有所指
多样化解不了问题
孟山都之路
生活中的化学常识
孟山都劳有所得
第 15 章 国家定位案例：比利时
比利时航空公司的处境
给国家而不是航空公司定位
美丽的比利时
三星级城市
后来发生了什么
第 16 章 产品定位案例：奶球
第一步
重新定位竞争对手
耐吃的糖果
效果如何 1
第 17 章 服务定位案例：邮递电报
视觉 vs. 语言
电子邮件
低价电报
快速信件
低价 vs. 快速
第 18 章 给长岛的一家银行定位
长岛银行业的状况

绘制潜在客户的心智地图
制定战略
第 19 章 给天主教会定位
身份危机
失去影响
教会的作用是什么
福音教师
实施定位
结果如何
第 20 章 给你自己和你的职业定位
定义自己
要能犯错误
名字要合适
避开无名陷阱
避开品牌延伸陷阱
找匹马骑
第 21 章 成功六步曲
第一步：你拥有怎样的定位
第二步：你想拥有怎样的定位
第三步：谁是你必须超越的
第四步：你有足够的钱吗
第五步：你能坚持到底吗
第六步：你符合自己的定位吗
局外人的角色
局外人不能提供什么
第 22 章 定位的游戏规则
必须理解文字
必须理解人
必须对变化持谨慎态度
要有眼光
要有勇气
要客观
要简单化
要精明
要有耐心
要有全球视野
要他人导向
什么是你不需要的
附录 A 特劳特思想应用
附录 B 企业家感言

17.15. 竞争战略

竞争战略（Competitive Strategy）
《竞争战略》——波特竞争三部曲之一
作者：（美）[迈克尔·波特](#)
译者：陈小悦
出版社：华夏出版社

出版年：2005.10.1

本书以一组用以对行业和竞争者进行分析的综合性方法和技巧的介绍开篇，进而逐个剖析了零散型行业、新兴行业、成熟行业、衰退行业和全球性行业中的竞争战略。书的最后部分介绍了企业面对重大战略决策时所需的分析技巧：纵向整合、业务能力扩展、放弃通讯进入新业务领域等。有助于经理们对竞争者的突然行动、自身行业的新闯入者以及行业结构的转化做出预测并做好准备。

一个行业内什么因素驱动竞争？竞争者将如何采取行动？行业将如何发展？制定战略计划者将如何对竞争者的行为做出反应？在长期内，一个公司如何才能始终占据最有利的竞争地位？

迈克尔·波特的《竞争战略》正是一本论述当今世界上最热门的商业概念即竞争战略的伟大著作。这本书演绎了公司管理层最关心的主要问题，全面展示了理解商业和竞争者们为的一系列分析技术。

以一种循序渐进的方式，波特给出了行业和竞争对手分析的技术和工具。

下面是一些例子：商业竞争中，决定竞争特征的基本因素；三种基本的行业竞争战略：成本领先战略、标歧立异战略和目标集聚战略；对于竞争者传递出的“市场信号”如何辨别并做出反应；对行业结构的发展做出预见；“抢先战略”的成本、风险和收益；新兴市场中的有效竞争；选择进入新的行业。

由对任何行业 and 任何特征的竞争者的分析入手，本书进一步关注到零散型行业、新兴行业、成熟行业、衰退行业和全球行业下的竞争战略。在本书的最后一部分，讨论了公司制定包括纵向整合、业务扩展、多元化和进入新行业等重要的战略决策的分析技术。

迈克尔·波特：哈佛商学院教授，1979年麦肯锡基金会“哈佛商业评论最佳文章”奖获得者，《华尔街日报》客座专栏作家。波特教授开设了广受赞誉的“行业和竞争分析”MBA课程和关于竞争战略的多种讲座，并且为美国和国际上许多公司担任咨询顾问。

迈克尔·波特，他的第一部广为流传的著作是1980年出版的《竞争战略》(Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industries and Competitors)。

迈克尔·波特竞争战略五大要点

迈克尔·波特的书籍并不容易读，但是波特的竞争战略理论乍看复杂，其实脉络清楚，他的学说重点主要有：五力模型、三大一般性战略、价值链、钻石体系、行业集群。

1.五力模型

决定企业获利能力的首要因素是“行业吸引力”。企业在拟定竞争战略时，必须要深入了解决定行业吸引力的竞争法则。竞争法则可以用五种竞争力来具体分析，如图所示，这五种竞争力包括：新加入者的威胁、客户的议价能力、替代品或服务的威胁、供货商的议价能力及既有竞争者。

这五种竞争力能够决定行业的获利能力，它们会影响产品的价格、成本、与必要的投资，也决定了行业结构。企业如果要想拥有长期的获利能力，就必须先了解所处的行业结构，并塑造对企业有利的行业结构。

2.三大一般性战略

竞争战略的第二个中心问题是：企业在行业中的相对位置。竞争位置会决定企业的获利能力是高出还是低于行业的平均水平。即使在行业结构不佳，平均获利水平差的行业中，竞争位置较好的企业，仍能获得较高的投资回报。

每个企业都会有许多优点或缺点，任何的优点或缺点都会对相对成本优势和相对差异化产生作用。成本优势和差异化都是企业比竞争对手更擅长因应五种竞争力的结果。将着两种基本的竞争优势与企业相应的活动相结合，就可导出可让企业获得较好竞争位置的三种一般性战略：总成本领先战略、差异化战略及专一化战略。

“总成本领先战略”要求企业必须建立起高效、规模化的生产设施，全力以赴地降低成本，严格控制成本、管理费用及研发、服务、推销、广告等方面的成本费用。为了达到这些目标，企业需要在管理方面对成本给予高度的重视，确实总成本低于竞争对手。

“差异化战略”是将公司提供的产品或服务差异化，树立起一些全行业范围中具有独特性的东西。实现差异化战略可以有多种方式，如设计名牌形象，保持技术、性能特点、顾客服务、

商业网络及其他方面的独特性，等等。最理想的状况是公司在几个方面都具有差异化的特点。但这一**战略**与提高**市场份额**的目标不可兼顾，在建立公司的差异化战略的活动中总是伴随着很高的成本代价，有时即便全行业范围的**顾客**都了解公司的独特优点，也并不是所有顾客都将愿意或有能力支付公司要求的高价格。

“专一化战略”是主攻某个特殊的顾客群、某产品线的一个细分区段或某一地区市场。低成本与差异化战略都是要在全行业范围内实现其目标，专一化战略的前提思想是：公司业务的专一化能够以较高的效率、更好的效果为某一狭窄的战略对象服务，从而超过在较广阔范围内竞争的对手。公司或者通过满足特殊对象的需要而实现了差异化，或者在为这一对象服务时实现了低成本，或者二者兼得。这样的公司可以使其**赢利**的潜力超过行业的平均水平。

竞争优势是所有战略的核心，企业要获得竞争优势就必须作出选择，必须决定希望在哪个范畴取得优势。全面出击的想法既无战略特色，也会导致低于水准的表现，它意味着企业毫无竞争优势可言。

3. 价值链

竞争优势源自于企业内部的产品设计、生产、营销、销售、运输、支援等多项独立的活动。这些活动对企业的相对成本地位都有贡献，同时也是构成差异化的基础。因此，分析竞争优势的来源时，必须要有一套**系统化**的方法，来检视企业内部的所有活动、及活动间的相互关系。

价值链就是一套分析优势来源的基本工具。它可将企业的各种活动以**价值**传递的方式分解开来，藉以了解企业的成本特性，以及现有与潜在的差异化来源。企业的各种活动既是独立的，也是互相**链结**的。

企业应该根据竞争优势的来源，并透过了解**组织结构**与价值链，价值链内部的链结，以及它与供应商或**营销渠道**间的链结关系，制订一套适当的**协调**形式，而根据价值链需要设计的组织结构，有助于形成企业创造并保持竞争优势的能力。

公司的价值链，进一步可与上游的供应商与下游的买主的价值链相连，构成一个行业的价值链。

4. 钻石体系

在企业竞争的成功上，国家扮演了重要的角色。因此，波特将他的研究更延伸到了**国家竞争力**上。针对这个主题，波特提出“钻石体系”（又称菱形理论）的分析架构。他认为可能会加强本国企业创造竞争优势的速度包括：

- **生产要素**：是指一个国家将基本条件（如天然资源、教育、**基础建设**）转换成特殊优势的能力。如高度的专业技巧与应用科技。例如，荷兰的花卉业很发达，它并不是因为位居热带而有了首屈一指的花卉业，而是因为它在花卉的培育、**包装**及运送上具有高度专精的研究机构。

- **需求状况**：是指本国市场对该项行业所提供或服务的需求数量和**成熟度**。例如，日本家庭因为地狭人稠，所以，日本的家电都朝小型、可携带的方向发展。正是因为日本国内市场拥有一群最挑剔的**消费者**，这使得日本拥有全球最精致、最高价值的家电行业。

- **企业的战略、结构和竞争对手**：这是最后一个影响竞争优势的因素。企业的组织方式、**管理方式**、竞争方式都取决于所在地环境与历史。若是一个企业所在地鼓励创新，有政策与规则刺激企业往训练技术、提升能力与**固定资产投资**的方向去努力，企业就会有竞争力。另外，当地若有很强的竞争对手，也会刺激企业不断地提升与改进。

- **相关行业和支持行业表现**：一个行业想要登峰造极，就必须有世界一流的供货商，并且从相关行业的企业竞争中获益，这些**制造商**及供货商形成了一个能促进创新的行业“族群”。例如，意大利具有领导世界的金银首饰业，就是因为意大利的机械业已经占领了全球珠宝生产机械 60% 的市场，而且意大利回收有价金属的机械也领先全球。

钻石体系是一个动态的体系，它内部的每个因素都会相互拉推影响到其它因素的表现，同时，政府政策、文化因素与领导魅力等都会对各项因素产生很大的影响，如果掌握这些影响因素，将能形塑国家的竞争优势。

5. 行业集群

区域的竞争力对企业的竞争力有很大的影响，波特通过对 10 个工业化国家的考察发现，行

业集群是工业化过程中的普遍现象，在所有发达的经济体中，都可以明显看到各种行业集群。行业集群是指在特定区域中，具有竞争与合作关系，且在地理上集中，有交互关联性的企业、专业化供应商、服务供应商、金融机构、相关行业的厂商及其他相关机构等组成的群体。不同行业集群的纵深程度和复杂性相异。

许多行业集群还包括由于延伸而涉及到的销售渠道、顾客、辅助产品制造商、专业化基础设施供应商等，政府及其他提供专业化培训、信息、研究开发、标准制定等的机构，以及同业公会和其他相关的民间团体。因此，行业集群超越了一般行业范围，形成特定地理范围内多个行业相互融合、众多类型机构相互联结的共生体，构成这一区域特色的竞争优势。行业集群发展状况已经成为考察一个经济体，或其中某个区域和地区发展水平的重要指标。

行业集群的概念提供了一个思考、分析国家和区域经济发展并制定相应政策的新视角。行业集群无论对经济增长，企业、政府和其他机构的角色定位，乃至构建企业与政府、企业与其他机构的关系方面，都提供了一种新的思考方法。

行业集群从整体出发挖掘特定区域的竞争优势。行业集群突破了企业和单一行业的边界，着眼于一个特定区域中，具有竞争和合作关系的企业、相关机构、政府、民间组织等的互动。这样使他们能够从一个区域整体来系统思考经济、社会的协调发展，来考察可能构成特定区域竞争优势的行业集群，考虑临近地区间的竞争与合作，而不仅仅局限于考虑一些个别行业和狭小地理空间的利益。

行业集群要求政府重新思考自己的角色定位。行业集群观点更贴近竞争的本质，要求政府专注于消除妨碍生产力成长的障碍，强调通过竞争来促进集群行业的效率和创新，从而推动市场的不断拓展，繁荣区域和地方经济。

《竞争战略》的目录

前言

绪论

第一篇 一般分析技巧

第1章 行业结构分析

1.1 决定竞争强度的结构因素

1.2 结构分析与竞争战略

1.3 结构分析与行业定义

第2章 基本竞争战略

2.1 三种基本战略

2.2 夹在中间

2.3 基本战略的风险

第3章 竞争对手分析的框架

3.1 竞争对手分析要素

3.2 综合四种要素——竞争对手反击概要

3.3 竞争对手分析与行业预测

3.4 需要有一个了解竞争对手信息的情报系统

第4章 市场信号

4.1 市场信号的类型

4.2 根据历史辨别信号

4.3 对市场信号的注意是否可能分散精力

第5章 竞争行动

5.1 行业不稳定性：竞争战的可能性

5.2 竞争行动

5.3 承诺

5.4 聚点

5.5	对信息和秘密的注释
第 6 章	对客户和供应商的战略
6.1	客户选择
6.2	购买战略
第 7 章	行业内部结构分析
7.1	竞争战略诸方面
7.2	战略集团
7.3	战略集团和企业利润率
7.4	战略制定的意义
7.5	战略集团分布图——一种分析工具
第 8 章	行业演进
8.1	行业演进的基本概念
8.2	演进过程
8.3	行业演进中的重要关系
第二篇	基本行业环境
第 9 章	零散型行业中的竞争战略
9.1	造成行业零散的原因是什么
9.2	克服零散
9.3	对付零散
9.4	潜在的战略陷阱
9.5	制定战略
第 10 章	新兴行业中的竞争战略
10.1	结构环境
10.2	限制行业发展的的问题
10.3	早期或晚期市场
10.4	战略选择
10.5	预测技巧
10.6	进入哪个新兴产
第 11 章	行业向成熟转化
11.1	转化中的行业变迁
11.2	转化的某些战略含义
11.3	转化时期的战略陷阱
11.4	成熟的组织含义
11.5	行业转化与总经理
第 12 章	在衰退行业中的竞争战略
12.1	衰退阶段竞争的结构性的决定因素
12.2	衰退中的战略选择
12.3	为衰退选择战略
12.4	衰退陷阱
12.5	为衰退作准备
第 13 章	全球性行业的竞争
13.1	全球性竞争的来源与障碍
13.2	全球性行业的演进
13.3	在全球性行业中竞争
13.4	全球性行业的战略选择
13.5	影响全球性竞争的趋势
第三篇	战略决策

- 第 14 章 纵向一体化的战略分析
 - 14.1 纵向一体化的成本和战略利益
 - 14.2 前向一体化的特殊战略问题
 - 14.3 后向一体化的特殊战略问题
 - 14.4 长期合同与一体化经济性
 - 14.5 纵向一体化决策中的错觉
- 第 15 章 业务能力扩展
 - 15.1 业务能力扩展决策的要素
 - 15.2 能力过剩的原因
 - 15.3 抢先战略
- 第 16 章 进入新业务领域
 - 16.1 通过内部发展进入
 - 16.2 通过收购进入
 - 16.3 连续进入
- 附录 I 竞争对手分析中的组合技
- 附录 II 如何进行行业分析
- 跋：波特与竞争战略研究

17.16. 乌合之众：大众心理研究

乌合之众：大众心理学研究古斯塔夫·勒庞

古斯塔夫·勒庞 Gustave Le Bon (1841~1931) 法国著名社会心理学家。他自 1894 年始，写下一系列社会心理学著作，以本书最为著名；在社会心理学领域已有的著作中，最有影响的，也是这本并不很厚的《乌合之众》。古斯塔夫·勒庞在他的书中极为精致地描述了集体心态，对人们理解集体行为的作用以及对社会心理学的思考发挥了巨大影响。《乌合之众——大众心理研究》(The Crowd: A Study of the Popular Mind) 在西方已印至第 29 版，其观点新颖，语言生动，是群体行为的研究者不可不读的佳作。

《乌合之众：大众心理研究》是解析群体心理的经典名著，虽然是一部学术性著作，但语言生动流畅，分析鞭辟入里，入木三分。因此，《乌合之众》一经问世，便广受欢迎，已被译成十几种语。《乌合之众：大众心理研究》颠覆了人们通常对群体的认识，将群体的特点剖析得淋漓尽致，让人先是惊异，后是佩服。

作者层层分析，逐步推进，明确指出个人一旦融入群体，他的个性便会被湮没，群体的思想便会占据绝对的统治地位，而与此同时，群体的行为也会表现出排斥异议，极端化、情绪化及低智商化等特点。进而对社会产生破坏性的影响。

《乌合之众》是社会心理学领域中最具影响力的著作，深刻思考群体行为并意欲有所作为的人们都应该读读这本书。

作者简介

古斯塔夫·勒庞 (1841~1931)，法国著名社会心理学家、社会学家、群体心理学的创始人，以对群体心理特征的研究而闻名于世，被后人誉为“群体社会的马基雅维利”。勒庞早年在巴黎学医，并获得了博士学位，毕业后周游列国，晚年开始研究心理学，并在 19 世纪与 20 世纪之交写下了一系列心理学著作，如《各民族进化的心理学规律》《法国大革命和革命心理学》《战争心理学》等，其中以《乌合之众》最为著名，被翻译成近二十种语言，当下仍在国际学术界有广泛影响。

作品目录

勒庞《乌合之众》的得与失

作者前言

导言：群体的时代

- 第一卷 群体心理
 - 第一章 群体的一般特征
 - 第二章 群体的感情和道德观
 - 第三章 群体的观念、理性与想象力
 - 第四章 群体信仰所采取的宗教形式
- 第二卷 群体的意见与信念
 - 第一章 群体的意见与信念中的间接因素
 - 第二章 群体意见的直接因素
 - 第三章 群体领袖及其说服的手法
 - 第四章 群体的信念与意见的变化范围
- 第三卷 不同群体的分类及其特点
 - 第一章 群体的分类
 - 第二章 被称为犯罪群体的群体
 - 第三章 刑事案件的陪审团
 - 第四章 选民群体
 - 第五章 议会
- 民主直通独裁的心理机制（代译后记）

创作背景

勒庞（Gustave Le Bon, 1841~1931）以法国大革命为背景思考个人与群体的关系，他通过革命中种种行为的分析发现，即使一个个有自己独立见解的人，一旦他们加入受人民崇拜意识形态蛊惑的群体，就变成了乌合之众中的一员，他们就如同发生化学反应一样变成了一群疯狂和无恶不作的家伙，而且他们在一种“历史使命感”感召下，并没有任何关于犯罪的意识。

勒庞的《乌合之众》自 1895 年出版以来被翻译为多种文本，一版再版，成为享誉世界的名著。勒庞的著作之所以风靡世界且长盛不衰，在于勒庞尽管是以法国大革命作为他写作的背景，而实际上他所写的是他所处的时代即十九世纪。

出版信息

中文版本
2010 年 1 月，《乌合之众：大众心理研究》，戴光年译，新世界出版社
2011 年 8 月，《乌合之众：大众心理研究（全译本）》，戴光年译，新世界出版社
2012 年 6 月，《乌合之众：大众心理研究（英汉双语修订版）（套装共 2 册）》，戴光年译，武汉出版社
2004 年 1 月，乌合之众：大众心理研究，冯克利译，中央编译出版社
2014 年 1 月，《乌合之众》，何丽译，民主与建设出版社
2014 年 5 月，乌合之众：大众心理研究（珍藏纪念版），冯克利译，中央编译出版社
2015 年 1 月，《乌合之众：大众心理研究》，冯克利译者，广西师范大学出版社
2015 年 6 月，《乌合之众：群体心理研究》，胡小跃译，浙江文艺出版社
2015 年 6 月，《乌合之众：大众心理研究》，刘君狄译，中国法制出版社
2015 年 12 月，《乌合之众~“慢读”系列》，张倩倩译，北京联合出版公司
2016 年 1 月，《乌合之众：大众心理研究》，陈剑译，译林出版社
2016 年 3 月，《乌合之众：大众心理研究》，王浩宇译，北京联合出版公司
2016 年 7 月，《乌合之众：群众心理研究》，何道宽译，北京大学出版社

作品鉴赏

弗洛伊德:“勒庞的这本书是当之无愧的名著,他极为精致地描述了集体心态。”

社会心理学家奥尔波特:“在社会心理学领域已经写出的著作中,最有影响者,非勒庞的《乌合之众》莫属。”

社会学家墨顿:“勒庞这本书具有持久的影响力,是群体行为的研究者不可不读的文献。”

17.17. 巴菲特的护城河

《巴菲特的护城河》是2009年11月1日出版的图书,作者是帕特·多尔西,是第一本详解巴菲特“护城河”理论的书。

内容提要

降低风险、提高获利的股市致富真规则

巴菲特说,他认定可口可乐、美国捷运、吉列有宽阔的经济护城河,所以他长期持有并收益超群。但巴菲特一直没说,到底怎样发现护城河。

谁能找到拥有宽阔护城河的企业,谁就能获得股市长久高收益。

世界顶级评级机构晨星公司以卓越、独立的评级方法闻名全球,作为公司证券分析部主管,帕特·多尔西不仅坚持价值投资理念,更为广大投资者提供了实用而充实的投资指南。在推出广受专业投资者好评的《股市真规则》之后,这一次,他又首创性地对巴菲特的“经济护城河”理论进行了系统性阐述,并且配合大量实际选股案例进行分析。

对于所有不愿再“人云亦云”的投资者来说,此书文字简练、方法实用、操作性极强,定能让你寻找到宽阔的护城河。在书中,你将看到:

无形资产、转换成本、网络经济、成本优势。——循序渐进、深度分析,独家诠释巴菲特的“护城河”。

好品牌不一定是好企业,好企业不一定有好股票,好股票不一定赚得久。——结合实际,分辨真假护城河。

高不高?买不买?——掌握财务估价工具,发现绝佳投资机会。

会买只是徒弟,会卖才是师傅。——应用整套原则,精准定位最高价位。

作者简介

帕特·多尔西 Pat Dorsey 超一流的价值投资分析专家

晨星公司证券分析部主管

主导“晨星证券评级”与“晨星护城河评级”

特许财务分析师

畅销书《股市真规则》作者

西北大学政治学硕士

卫斯理大学政府学学士

帕特·多尔西是世界顶级评级机构晨星公司股票研究部负责人,定期为供稿。他在发展晨星公司股票覆盖范围方面起到关键的作用。他的观点被众多知名媒体广泛引用,如《今日美国》、《美国新闻与世界报道》、《NBC 晚间新闻》及 CNBC 和 CNN 等。他常被邀请参加福克斯新闻频道《看多看空》节目。

目录

推荐序 1 寻找投资护城河

推荐序 2

权威推荐

前言 伟大源于本质
第1章 经济护城河
一语道不尽的护城河
第2章 真假护城河
是护城河，还是陷阱
真正的护城河
第3章 无形资产
热门品牌就是绩优股吗
专利权律师开的可都是好车
不要在一棵树上吊死
无比坚固的护城河
第4章 转换成本
唇齿相依
转换成本无处不在
第5章 网络效应
网络的力量
第6章 成本优势
流程优势
更优越的地理位置
独特的资源优势
便宜未必长久
第7章 规模优势
天上飞的不如地上跑的
越大可能越强
宁当鸡头，不做凤尾
第8章 被侵蚀的护城河
危机四伏
行业变迁
破坏性增长
当客户说“不”的时候
失去了护城河，也就失去了护身符
第9章 发现护城河
求之有道的护城河
评价企业的盈利性
哪有钱，就去哪
第10章 大老板
CEO 精英的两难困境
第11章 实践见真功
如何识别护城河
5大经典案例
第12章 护城河到底价值几何
企业价值到底几何
要投资而不要投机
第13章 估价工具
揭开账面净值的奥妙
无处不在的乘数
不时髦≠不实用

千万不要怀疑收益率
第 14 章 该出手时就出手
抛出有因
结束语 数字外的玄机



好企业的护城河&发现它的能力圈

作者：肯基不缺德

链接：<https://xueqiu.com/3681383767/99911725>

看完多尔西写的《巴菲特的护城河》以及很多写巴菲特的书后，个人感觉其实对于企业护城河，理解下来就是企业需要拥有“特许经营权”啥是特许经营权，定义已经被说烂了。1. 被人们熟知和需求。（不断的需求，最好是时时刻刻都离不开它）2. 不可以被替代。（最好是独一份，别无分店。可以是独特的配方产品如可口可乐，可以是特一种唯一的服务，如那些提供唯一性服务的互联网企业-腾讯、阿里巴巴）3. 具有定价权。（这点很容易理解，独一份的好东西，当然可以说涨价就涨价了）明白这些后，真真正正的去寻找去发现时，才发现真正满足所有条件的企业几乎是凤毛麟角，甚至严格说就没有这样的企业。

就拿现在大家都认可的特许经营权企业茅台和云南白药来说吧，茅台满足 2、3 两点，这个是不用再说了，肯定是唯一的和具有定价权的，但是就第一点来说，茅台是人们熟知的产品，但是茅台真的是被人们所需求吗？它能像水、空气、电那样人们离不开它吗？可能有人会说这个是身份的象征，是面子的问题，一旦第一次请客用茅台，那么第二次你怎么好意思用五粮液？但是它真的是必需的吗？我认为不是。那么云南白药呢？你手指受伤流血了，你的第一反应应该是邦迪创可贴而不是云南白药吧。那么人人天天都需要的东西呢，水和空气不用买，但是电你总是要的吧，那么发电已经有护城河了吧。抱歉这个更没有，拿发电最赚钱的长江电力来说吧，白花花的江水上游来，变成钞票留下来，感觉水电是除了高速收保护费外最容易赚钱的行业了，但是不好意思它没有定价权，这个在政府哪里，也不是不可以替代（我说的是水电可以火电、风电、核电代替），其实公共事业类的股票，巴菲特也是因为钱太多了才买。事实上，能够同时满足这 3 点的企业是非常稀少的。要找到他们还真的不是一件简单的事情。

那么什么才是真正拥有又宽广又深厚的护城河的好企业呢？其实，如果能想的更加深入点，可能会有更多的收获。按照多尔西说法，结构性竞争优势的 4 个来源是无形资产、客户转换成本、网络效应、成本优势。其实基本上应该没有什么企业可以同时满足这 4 个要求，能够满足一个或者两个时就已经拥有很深的护城河了。比如说可口可乐就至少拥有无形资产和客户转换成本两个优势-这两个也是相辅相成的-你会不会因为可口可乐涨价一元而更换成百事可乐呢？再比如说腾讯至少拥有无形资产、客户转换成本、网络效应 3 个优势。你会不用微信换成其他什么社交软件吗？无形资产中品牌的力量来自那里？那就是品牌所蕴含的独有的味道（差异性）取下可口可乐的商标你还能分清楚这是谁生产的可乐吗？对于一个长期使用的客户来说当然可以。

再举两个简单的例子，市面上的香烟有几十上百种，为什么价格不一样？贵的香烟为什么贵？市面上白酒有几十种，为什么价格不一样？茅台的口感和老白干一样吗？书上说巴菲特不买研发投入占比高的企业，认为高的研发投入实际上充满不确定性，所以他不买制药企业不买高科技企业，甚至是他的忘年交比尔·盖茨的微软。因为如果一旦微软不投入巨额的研发费用，用不了几年它就会被替代。其实微软的客户转换成本（用户粘性）是无法想象的，你能想象没有 windows 的公司，没有 office 的公司怎么办吗？如果有一天它消失了，我们应该如何应对？不投入研发又可以保持竞争优势，这样的企业实在可以用“稀有”一词来形容了。那些投入巨额资金用于研发的期要企业，专利到期后仿制药大量出现会对它产生致命影响吗？想想拜耳制药的阿司匹林吧，仿制药一抓一把，成分一模一样，但是价格只有拜尔的一半，这又是为何呢？有的人只是一味的照搬老巴的想法，不买高科技股，不买医药股。当然如果这些东西在能力圈之外，你当然可以像老巴那样不懂不买（想起老巴不会用 PPT，在现场演讲时比尔很紧张的样子）但是假如入你是微软的用户，天天在用微软的 word 码字，在用微软的 excel 做表格，你还会觉得这家公

司没有护城河吗？护城河是要不断去寻找的，但首先是应该建立在你的能力圈的基础上。如果你根本分不出可口可乐和百事可乐口味的区别，你还会认为可口可乐的客户转换成本依然很高吗？你分不出茅台还是老白干，但是喝酒的都会告诉你谁好谁差，那也算你的能力圈提高吧。

总之，能力圈的提升会扩大你的视野，让你找到更多的具有宽广护城河的企业。在你懂得越来越多的时候，你的能力圈就会变得越来越大，而你的“嗅觉”也会变得越来越灵敏，对此我从来都是深信不疑的。而且，我也一直朝着这个目标不断前进。

17.18. 安全边际

《安全边际》一书出版于 1991 年，但在中国没有公开发行中文版，07 年才有出版社翻译，少量销售，这是一个很大的遗憾，这是一本难得的好书，每一位投资者都应该放在枕边的读物，感受它的魅力，学习它的智慧。

1. 知道价值投资很简单，然而实行它却很难，卡拉曼指出，投资者单凭阅读书籍是不可能将自己转变为成功的价值投资人，价值投资需要做许多艰苦的工作，非同一般的严格纪律和长期投资的视角。投资者不是一个在一段时间里逐渐学习和采纳的理念，要么你立即领会和马上付诸实施，要么永远无法真正学会。

2. 投资与投机的差异

一个人一生在两种情况下不应该投机，当他输不起的时候，当他输得起的时候。卡拉曼认为，对于投资者来说，股票代表相应企业的部分所有权，债券则是对这些企业的贷款。投资者相信从长远来看，证券价格趋向于反映企业基本面。而投机者根据预测价格涨跌并以此买卖股票。

3 成功的投资者和失败的投资者。成功的投资者总是不情绪化，并能利用其他人的贪婪和恐惧为自己服务。投资者看待市场和价格波动的方式是决定他们最终投资成败的关键因素。而有些投资者实际上是投机者，并且错误的以市场先生为投资指导。

4 投资者在寻找便宜货时需严格遵守纪律，成为一名价值投资者往往意味着和不同的一群人站在一起，挑战传统智慧，并反对时下流行的投资风。价值投资的三要素，首先，价值投资是自下而上的策略，其次，价值投资追求的是绝对回报，而不是相对表现，最后价值投资是一种风险规避方法。

5 企业价值不仅难以精确衡量，而且它会随着时间推移，宏观微观经济而改变，投资者无法在某个时刻明确判断企业价值，还得时刻重估自己对企业价值的预测。股价有时候可以给企业价值带来巨大影响，卡拉曼认为投资者必须记住这种可能性。

价值投资的研究，就是将大量信息削减至易于管理的信息，研究过程本身并不会产生利润，利润只有晚些时候才会实现，投资者只需找出研究过程中的低估值投资机会，最终由市场来实现价值。弱水三千，只取一瓢。

塞斯·卡拉曼的投资思路有三大支柱：1、追求绝对收益，不去理会相对表现，找到自己的优势，将其最大程度的发挥。卡拉曼认为现在基金界的“悲哀”是过于关注相对表现，大家都觉得只要损失比其他人小就算是成功。对相对表现的过度关注，使得机构既不希望太落后，也不希望过于“冒尖”，于是中庸成为最佳策略。但富豪阶层的客户，关注的应该是绝对收益。2、推崇自下而上选股。因为自上而下的难度太大，任何人不可能每次都踏准宏观经济的节奏。所以卡拉曼一直采取自下而上的选股方法，侧重于每家公司的业务基本面，对每一家公司做各种情况下的敏感性分析，或者“压力测试”。3、首先关注风险，然后才是回报。风险不等同于 BETA，BETA 值是学术问题，对投资没有意义，市场波动也不意味着其它，有时反而意味着投资机会。卡拉曼对风险的关注使价值投资方法考虑在不同情景下的损失，这样得到的是一个股价区间。他说：“最后，没有什么比让投资者晚上安然入睡更重要的事了。”

塞斯·卡拉曼《安全边际》中的 30 个重要思想。

一：价值投资并不简单

价值投资需要投入大量精力和努力，非一般严格的纪律，还有长期投资的视野。只有少数人

投入了做价值投资者所需的时间和精力，但这里面能建立起合适的投资观并成功的人就更少了。就像大多数八年级的代数学生一样，一些投资者只是简单地记了几个公式或者规则就觉得自己天下无敌了，但很多时候他们并不知道自己在干什么。想要在金融市场和经济周期中获得长期的成功，单纯只靠观察总结出几条规则来是不够的。投资的世界里太多事情变得太快，所以我们需要明白规则背后的基本原理，这样才能知道为什么有些事情会发生，有些事情不。价值投资不是靠长时间的学习和实践就能学习和掌握的，这种投资理念，要么（天生适合你，所以）你一下子就能学会，要么你一辈子都无法真正得其精髓。理解价值投资很简单，实操却很难。价值投资者也不是精于分析超复杂数据的巫师，他们也不会编写出复杂的电脑模型去发现潜在价值，寻找优质的投资机会。最难的部分是自律，还有判断。价值投资者需要强大的自律能力去拒绝那些不那么优质的投资诱惑，需要足够的耐心去等待真正优秀的机会，并且可以准确判断现在是不是最佳时机，该出手时就出手。

二：价值投资者的特性

自律，直到找到划算的投资机会再出手，这使价值投资者们看起来很像风险厌恶者。自律对于他们来说是必需的，他们面临的最大挑战就是如何保持这份自律。价值投资者意味着总是远离人群，挑战常规，甚至顶着盛行的投资风向逆行，这条路不可谓不孤独。在长期市场估值偏高的时间段里，价投者的表现有时和其他的投资者、或者整个市场比起来都会不尽如人意，甚至“可怕”。但长期来看，价值投资非常成功，所以你们会发现很少有价投者会放弃这种投资理念。

三：投资者的最大敌人

如果有投资者可以成功预测市场未来的走向，他们肯定永远都不会去当价值投资者。诚然，当证券的价格稳步上升时，价投本身就是一个缺陷；不受欢迎的证券涨得没有公众喜欢的幅度大。另外，当被高估的市场被正确估值时，价投者也是讨不了巧的，因为他们很快就会需要卖掉手上的票。所以，当价投者的最佳时机是市场下行时。那些原先只关注上行因素的投资者们正在吞盲目乐观的苦果，这种时候，任何导致下行的风险因素都会被看得很重，而价投者因为用了一定的安全边际来投资，所以能够保护他们免受市场下行的巨大损失。能够预测市场未来的投资者应该全副投入，用借来的钱，在市场上行之时进入，再在它下跌之前出来。不幸的是，许多投资者虽然声称自己有这样的能力，但实际上并没有。（至少我个人是从来没见过一个。）对于那些明白自己做不到预测市场的人，我非常推荐价值投资，这在所有的投资环境里都是一个安全又成功的策略。

四：一切皆与思维模式有关

成功的投资需要建立起合适的思维模式。投资是严肃的，绝非儿戏。假如你参与到金融市场中来，很重要的一点就是你所有的动作都应该是以一个投资者的角度出发，而不是观察者，确定你明白这两者的区别。无疑，投资者能说得出百事可乐和毕加索的区别：百事可乐是投资对象，而毕加索的作品则是收藏对象。当你把辛辛苦苦存下来的钱和未来的金融证券放在有风险的地方时，不了解两者区别的代价会非常非常高。

五：别找市场先生要建议

有些投资者——其实是观察者会从市场先生那儿寻求投资建议——这是不对的。当他们发现市场先生给一个票定价偏低，就会忘记市场先生本身是不理性的事实，忘记自己曾经对这些票的真正价值做出的估算而疯狂卖掉自己手上持有的货。当他们看到市场先生给某个票提价时，又会因相信他无所不晓而跟着高价位买入。但事实是，市场先生什么都不懂，他诞生于成千上万投资者卖出买入的行为之中，而很多时候这些投资者的行为却并非出于投资原理。冲动的投资者和观察者会无可避免地遭受损失；但深知市场先生间歇性无理取闹这种特性的投资者，则可以利用这一点，在长期的投资获得成功。

六：股价 V.S.商业真相

路易斯·洛温斯坦(Louis Lowenstein)已经警告过我们，不要把一个公司在商业上真正取得的成功和在股市上取得的成功搞混。一个公司的股价上涨不代表它发展状况良好，同样地，股价下跌也不代表一定是它公司业务发展不好或者价值下跌。所以投资者一定要学会分辨股价波动和潜在商业真相。投资者们如果发现整体的趋势是大家都在盲目地跟风买入或卖出，那么他们一定要

抵挡住这股趋势才行。当然你不能无视市场，因为市场里蕴含着投资机会，忽视它等于犯错，但你一定要为自己着想，不要让市场牵着你的鼻子走。

七：股价 V.S. 价值

价值与价格挂钩，但并不只取决于其价格，为此要多留意你的投资决策。如果你将市场先生看作投资机会的创造者，会为你创造那些价格和公司价值不符的投资机会，那你就有了成为价值投资者的先决条件。但你如果减持把市场先生看作是你的投资顾问，那我建议你还是雇别人来为你打理钱财比较好。股票价格会因为各种原因而变动，你无法判断现在的股价反映了什么样的预期，所以投资者们必须要透过股价看企业本身的商业价值，在投资过程中不断比较这两者。

八：情绪会扰乱投资

不成功的投资者都被情绪支配。他们不会冷静理智地面对市场波动，出于贪婪和恐惧，他们会很不理智。想必我们都认识一些平时举止负责、从容不迫，但在投资时会进入“狂暴状态”的人。他们会把自己经过很多个月，甚至很多年的辛勤工作和自律存下来的钱在短短几分钟之内就投资掉。这些人在买一个音响或者照相机之前会愿意读上好几本消费者指南，前往比较很多家店，但却不愿意花点儿时间去好好研究从他的一个朋友那儿听说的股票。在购买电子摄像产品时的理性在投资股市的时候反而没有了。

九：股市≠赚快钱的地方

许多不成功的投资者把股市当成一个无须努力就能赚快钱的地方，而不是一个投资资本以求更好收益的地方。谁都想毫不费力地赚快钱，但是这种想法恰恰完美反映了投资者们的贪婪。贪婪促使他们去寻求投资成功的捷径。他们并不打算让财富慢慢积累，而是想靠着一些“新鲜”的消息快速生财。他们也不会停下来想想，给他们消息的那些人是怎么能够不违法就获得这些消息的？为什么？如果真的如此有价值，为什么会对他们公开？贪婪同样表现为盲目乐观，更隐形一点的，则会表现为面对坏消息来临时懈怠。最终，贪婪会使投资者们把他们的目标从“获得长期收益”变成“短期获利”。

十：股市的循环

市场上所有的流行趋势终会完结。股价最终会变得太高，供应最终会赶上需求，然后赶超需求，天花板就会来临，接下来就会下行。投资热点总是有循环的，投资者们也一定会接受它们。公正来说，要分辨一个趋势只是投资界的热点还是现实的商业潮流并不容易。实际上，许多投资热点就诞生于商业潮流，这种趋势是理应反映在股价上的。但是，当股价上升到一个超过它本身估值的水平时，这个潮流就会变得危险。

十一：投资大鳄是如何失误的，他们的表现为何弱于大盘？

如果忽略机构投资者可能带来的可怕后果的话，他们的行为其实还挺搞笑的。他们搜刮投资者们辛辛苦苦赚回来的数十亿钱财，然后在没有经过深度研究和分析就进行一个又一个的投资。现在盛行的心态就是要一致从众。人们可以接受随大流带来的平庸，无法接受特立独行时面临跑输大盘的风险。投资经理们这种追求短期收益的心态使得“机构投资者”变成了一个充满矛盾的称谓。许多投资经理的报酬模式不是基于他们做出的成绩，而是基于他们管理的资金占比资金总额的多少。这就会刺激他们想要不断扩大自己管理的资金量，这样就能产生更多的费用。但实际上从机构的角度出发来看，提升资金的投资回报率才是获利最高的途径，（所以经理们的心态）使机构们愈发难获得好的投资表现。但本来投资经理们只要调整自己的行为偏好，这种机构与客户之间的矛盾就完全可以解决。

十二：短期相对回报的德比大战

就像追着自己尾巴转圈的狗狗，绝大多数机构投资者都被困在追求短期相对回报的德比大战中。有一个机构里的基金经理们的表现甚至要按小时计费；不计其数的经理每天的业绩都要被拿来和其他公司的同行比较。频繁的对比和排名只会更加强化他们想要追求短期投资收益的观点。如果他们的短期收益表现很差，就要受罚，所以也可以理解为什么想要他们维持长期投资的信念很难。如果他们坚持长期收益的做法，很可能就会失业。不了解机构投资者们的这个特性就去盲目投资，就好比在异国自驾行却不带地图。你可能最后还是还是会到达一开始的目的地，但旅程所需的时间肯定更长，你还得承担途中迷路的风险。

十三：首先，避免亏钱沃伦·巴菲特经常说投资的首要定律就是“不要亏钱”，第二条则是：“永远牢记第一条。”

我也认为避免亏钱应是每个投资者的首要目标，但这不是说投资者不应承受一丁点儿亏钱的风险。“不要亏钱”更多地是指在往后的几年中一个人的投资组合不要导致资本大量流失。没有人想要承受损失，你也无法通过检验绝大多数投资者和投机者的行为来证明。我们绝大多数人都有强烈的投机冲动，免费午餐的诱惑总是强烈的，特别是身边的人好像都已经吃到了。当别人都在贪婪地追逐利益，经纪人又在给你推荐时下最热的 IPO 股票时，你是很难静下心来想想亏钱的风险的。但依然，避免亏钱，是保证你炒股赚钱的笃定之法。

十四：临时价格波动的相关性

投资一个股票有可能会给你造成永久性的损失，也有可能其股价会出现临时性的波动，这种波动和公司背后的潜在价值并无关系。很多投资者把股价的波动看作巨大的风险：只要股价下跌，不管这家公司根基如何，他们都会觉得它岌岌可危。但价格的临时波动真的有风险吗？有，但这和那些会造成永久损失的投资不一样，而且这种风险只对特定情况里的某些投资者有效。当然，要去分辨短期的供求关系带来的价格波动和企业根基受损带来的价值变化，是很难的。事实只有在真正发生了之后才会变得明显。显然，投资者可以避免买高了或者买入之后公司其价值就发生退化，但不可能不面对股价的短期波动。实际上，他们应该知道价格波动一定会存在，如果他们一丁点儿的波动都接受不了，那还是别炒股了。如果你真的以折扣价买到了一个有价值的股票，短期的价格波动有影响么？长期来看，没有太大影响，一个公司的价值最后总会在其股价上真实反映出来的。讽刺的是，长期来看股价会上升，这和短期市场对股价的走向影响正好相反。也就是说短期价格下滑其实增加了长期投资者们的收益。但在几个情况下，长期投资者也会对关注短期价格波动，比如，那些急于卖股票的人就要受市场价格摆布。成功投资者的一个诀窍就是，想卖的时候再卖，而不是被迫卖。还有，如果他们买的那个公司真的有问题时，投资者们也应该关注其股价变动。如果一个公司近期必须要靠筹集更多资金存活，那它将出现的股价变动某种程度上也决定了那些投资了这个公司的股票或者债券的人的命运。第三种情况则是市场先生有时候（会通过股价波动来创造）非常诱人的买卖机会。（股价下跌时，）如果你手上有现金，你就可以在此类机会中获益。但如果市场下行的时候你所有钱都已经投了进去，你的投资组合价值很可能会下降，因为你失去了用较低价格买入优质股票的获益机会。这就是机会成本，就是说不放弃未来可能出现的好机会。如果你手上的股票流动性和市场性很差，那这个机会成本就更高。买入流动性不足的股票会使你错失更好的投资机会。

十五：合理持续的收益>惊人却不稳定的收益

看重复利的一个必然结果就是，只要损失惨重一次，就很难恢复。这能一下子毁掉一个人多年成功的投资成果。换句话说，对于一个投资者而言，在有限风险的情况下获取持续良好的回报比在风险相对较大的情况下获得不稳定且有时“波澜壮阔”的回报可能要更好一些。比如，一个在过去十年保持年收益率为 16%的投资者和一个前九年每年都赚 20%然后最后一年损失掉 15%的投资者相比，前者可能最后赚的钱要更多。

十六：为最坏的情况做打算

避免亏钱的原则会使投资者在任何情况都生存下来甚至壮大。但坏运气总会到来，人不可能永不犯错。精明、有远见的投资者相信金融灾难总会到来，并以此为前提管理自己的组合。逆境无法被预测，所以必要的时候，一定要放弃一些短期的回报，当作应对逆境缴纳上的保险。

十七：注重过程，而非结果

许多投资者给自己设定了一个具体的回报率目标，这是错误的。不幸的是，定了目标不代表就一定会实现。也就是说，不管你定了什么目标，最后都有可能不达标。如果你将市场先生看作投资机会的创造者，会为你创造那些价格和公司价值不符的投资机会，那你就有了成为价值投资者的先决条件。假设你给自己定了一个每年赚 15%的目标，但它并不会教你如何才能达标。投资回报和你的努力程度或者意愿的强烈程度不是直接正相关的。一个挖沟的工人加班一小时可以拿到更多钱，计件工完成的件数越多，赚得越多。但对于投资者来说，不是你思考得更努力或者投入更多时间就可以获得更多回报。投资者所能做的，只能是持续坚持自律严格的方法。假以时

日，一定会有回报。与其设定一个具体的投资回报率，就算它看起来很合理，都不如盯着风险（，不要让自己亏大钱）。

十八：等待最佳的击球机会

沃伦·巴菲特曾经用棒球类比价投者的自律。一个长期导向型的投资者就好比击球手，比赛中没有出现好球，也没有出现坏球的时候，击球手可以对几十个，甚至几百个击球机会无动于衷，其中不乏别人看到很可能就会挥棒的机会。价投者就是比赛的学习者，不论击中与否，他们都从每一次挥棒中学习经验。他们不会受别人的表现影响，只关注自己的成绩如何。他们有无尽的耐心，愿意等，直到一次绝佳的击球机会出现在他们面前——一个被低估了的投资机会。价投者不会投资那些他们没有十分把握的，或者那些风险奇大的公司。和价投者不同，绝大多数的机构投资者有强烈的欲望一直满仓。

他们表现得好像裁判一直在让他们挥棒似的，因此他们迫切地感到自己应该每球必挥，为了挥棒的频率牺牲了选择挥棒的效率。许多个人投资者就像业余玩家，单纯地无法分辨哪一个才是好的击球机会。缺乏鉴别力的个人投资者和受限的机构投资者，当得知许多市场参与者也和他们一样，感觉自己应该频繁挥棒的时候，也能从中获得安慰。对于价投者来说，击球不只应在击打区域内，还应该在他的“甜蜜点”里。当投资者没有被迫在时机成熟前投资的时候，表现才最好。有时候机会来了，但他们可能依然不挥棒，因为在一个普遍估值偏高的市场里，最便宜的那个股票也依然是被高估的。一个安全的投资机会如果有 10% 的回报率和一个同样安全但是回报率有 15% 的投资机会，你肯定会想要选择后者。有时，许多好机会接踵而至。比如在一个普遍恐慌的市场里，被低估的股票数量就会上升，被低估的程度也会上升。相对的，一个普遍看涨的市场里，被低估的股票数量和程度都会下降。当好机会充足时，价投者就可以从中认真筛选出他们觉得最具吸引力的机会。但是，当好机会稀缺时，价投者一定要表现出强大的自律性，这样才能保证估值的过程没有错误，不会花多了钱。就是说，投资者应该永远避免打坏球。

十九：商业估值的复杂性

如果你觉得能看透任何一项投资决策背后的所有特性和逻辑的话，那你就大错特错了。总会有问题没人回答，该问的问题也经常没人问。就算现在能够完美地了解某一项投资决策，但还是要知道，绝大部分投资决策所依据的未来结果都是不可预测的。就算一项投资中的所有细节都被知道了，但一个公司的价值也不是刻在石头上人尽皆知的，这才是最复杂的地方。如果公司价值可以保持恒定，股价就像行星一样绕着价值转，那投资就会变得简单得多。如果你不确定一个公司的价值，那你怎么能确定你是以折扣价买入其股票呢？答案就是，不能。

二十：对估值精益求精？

许多投资者坚持在投资过程中做到精确估值，在一个充满不确定性的世界里精益求精，但问题是，一个公司是不可能被精确估值的。公布出来的账面价值，收益和现金流说到底都只是根据一套相对严格的标准和实践做出来的合理的会计猜测，它更多的追求一致性而不是为了反映公司的经济价值。预测出来的数据也不会那么精确，几千美元的房子都很难准确估价，更何况是给所处环境庞大又复杂的公司估值？我们无法给公司正确估值，而且公司价值也总是在变，它会随着大量的宏观、微观以及市场相关的因素不停波动。在任意一个静止的时间节点，投资者都无法精确估出公司的价值，更何况还要随着时间变化结合所有可能影响估价的因素来不断调整他们的估计？所以，想要精确给一个公司估值，只会得出非常不准确的数字。而问题是，大家总会把“可以精确估值”和“可以准确估值”搞混。任何人，只要有计算器，就可以算净现值(NPV)和内部收益率(IRR)。电子制表工具的出现让人们以为自己能够做出精确深度的分析了，殊不知这种计算过程是非常随意的，从而进一步恶化了这个问题。大家都觉得产出很重要，但却经常忽略在生产过程中，“垃圾进，垃圾出”才是正确写照。在《证券分析》中，格雷厄姆和大卫·多德就讨论过价值区间的概念：“证券分析最关键的一点不要痴迷计算一个证券精确的内在价值。你只需要确信其价值足够，比如说，去保护其债券价格或者股票价格相对其价值来说不要太高或太低，就好了。目标是这个的话，对内在价值有一个模糊大概的估算就够了。”的确，格雷厄姆经常会去算每股净运营资金的指标，用来大概估算一个公司流动价值。他频繁使用这个粗略估算的指标，恰恰就是在无声地向大家承认，他也没有办法给一个公司进行更精确的估值了。

二十一：为什么需要安全边际？

价值投资需要投资者时时自律，如此才能以非常划算的价格买到实际价值远高于此的股票，并且能一直抓着不卖，直到其价值被更多地认可。“划算”是整个过程的关键。由于投资和科学一样有艺术，所以投资者需要安全边际。考虑到在这个复杂、无法预测又变换迅速的世界里，人人都有可能犯错、运气不好，还可能遭遇激烈的市场波动等因素，当你能够以远低于一支股票真实价值的价格买它的时候，你就算是有了安全边际了。格雷厄姆说过：“安全边际的大小取决于你付的钱。任何一个股票，假设某一个价位时安全边际很大，再高一点的时候就变小了，再高一点，就没有安全边际了。”价投者需要安全边际，这样才有空间承受长时间累计下来估值不准、运气不好或者分析错误所带来的损失。安全边际是必须的，因为：

- 估值是一项艺术，没法精准；
- 未来是无法预测的；
- 投资者也是人，是人就会犯错

二十二：需要多大的安全边际？

答案因人而异。你觉得自己的运气会有多坏？能承受多坏的运气？你能接受的商业价值波动幅度是多少？你能忍受多严重的错误？归根结底就是，你有多少可输？绝大多数投资者买股票的时候不会考虑安全边际。那些把股票看作一张张能拿来交易的纸的机构投资者和总是满仓的投资者是无法获得安全边际的。总是盲从市场趋势和潮流的贪婪个人投资者亦如此。而那些买了华尔街承销的股票或者金融市场衍生品的投资者能获得的唯一安全边际则往往是危险的。那么投资者如何确保获得安全边际？

- 永远要以超级划算的价格买入实际价值高得多的股票，比起无形资产吗，应更偏好有形资产（但这也不是说那些拥有大量无形资产的公司中就没有好的投资机会了）；

- 当出现了更划算的股票时，替换掉现在手中的；

- 当某个股票的真实价值开始反映到股价上来时，卖掉换成钱，如有必要，一直抓着，直到你发现新的好的投资机会。投资者们需要搞明白的，不仅是自己手上的票是否被低估了，还有什么被低估？当你再没有理由继续持有某个股票时，你就要搞明白当初为什么买，现在为什么卖？找那些会有催化剂的股票，而且是能够直接加速企业真实价值体现的催化剂。优先看那些管理层优秀，并且管理层自己也持有公司股票的公司。最后，当情况允许，前景不错时，差异化你的持股，套期保值。

二十三：价值投资的三要素

1. 自下而上：价值投资中自下而上的策略就是，通过基本面分析找投资机会，每次找一个。价投者会一个一个找有没有划算的股票，就公司自身分析其每一个情况。这个策略可以被简单描述为：“买个划算的股票，然后等。”投资者一定要学习给企业估值，这样在看到机会的时候才能抓住。

2. 绝对回报导向：绝大部分的机构投资者和许多个人投资者采用的都是相对回报导向的做法。他们投资的目标要么就是表现比市场好，要么就是比其他投资者好，却显然不关心他们的绝对回报是正的还是负的。通常，较好的相对回报，特别是短期的相对回报，可以通过模仿别人或尝试看透别人将要采取的行动来获得。相反地，价值投资者一定是绝对回报导向的。他们只关心回报是否达到了自己的投资目标，而不是去和整体市场或者其他投资者比。好的绝对回报要靠买入被低估的股票，在其真实价值被更多地认可时卖掉。对于大多数投资者来说，绝对收益才是真正要紧的。说到底，你又花不了“相对收益”（因为相对收益不是实打实赚到的钱）。绝对收益导向的投资者通常会看问题的角度通常会比相对收益导向的投资者更长远。一个相对收益导向的投资者是无法忍受表现长时间弱于大盘的，所以他们就会去买时下流行的股票。因为不这么做会影响他们的短期投资表现。事实上，相对收益导向的投资者有可能避开那些长期的绝对收益会很好，但有可能让他们面临近期的表现弱于大盘的投资机会。相反，绝对收益导向的投资者就更喜欢那些不那么被大众喜欢的股票，这些股票需要更多时间才会有回报，但亏钱分风险也更小。

3. 风险与回报：当别的投资者都要全神贯注地计算他们能赚多少时，其实全然不关心他们可能会亏多少。但价投者既关心回报，也关心风险。风险就是每个投资者分析的某个投资行为会

亏钱的可能性。勘探一个油井时发现它就只是一口枯井，这就叫风险。债券违约，股价跳水，这都是风险。但是，当油井喷涌，债券按时履约，股价强势反弹时，我们投资时就可以说毫无风险么？当然不是。事实是，在大多数情况下，就算是在事后试图总结一项投资的风险，也没法比做决定时了解得更多。投资者们想要抵消风险，能做的其实很少：足够多样化自己的持有；在适当的时候套期保值；投资时寻找一定的安全边际。正因为我们不会，也没法得知投资可能出现的所有风险，我们才需要努力保证自己用折扣价买股票。追求划算的买卖，可以在出问题的时候提供缓冲的保护。

二十四：为成长性多付太多

太多太多的投资者只根据自己对一个公司未来成长性的预测就决定投资这个公司。说到底，一个公司赚钱更快，它的现值就更高。但是成长性导向的投资者会面临几个难题。首先，这些投资者对自己预测未来的能力经常都太过自信。第二，那些快速成长的公司，投资者对它们的年增长率的细微差别都会在给公司估值的时候带来巨大不同。还有，当很多人都想要买成长性好的股票时，这个统一化的行为就很可能抬升把公司股价抬到一个超出其根基的水平上。“商业名人堂”的成员总走马灯地换，总会有投资者被金钱诱惑，因为自己现在的强健表现就做出过于乐观的预测，这样往往会使他们为一个中等的公司多付钱。投资成长性还有一个难题，就是这个导向的投资者把成长性简化成一个简单的数字。但是实际上，一个公司的成长由许许多多动态部分组成，而每个部分的可预测性都不同。举个例子，对于任何公司来说，收入增长可以有很多种意思，可以是总人口可预见性的增长带来的销售量增长，或者是消费者对此产品的使用率上升，或者是市场份额上升，有可能是产品的普及性提高，或者就是价格上升。

二十五：成长性“诈骗”有投资者经常在评估未来时过于乐观。

一个很好的例子就是大家看到公司冲销行为时的反应。这个会计行为使公司可以完全自行进行内部账目的清理，可以马上摆脱自己账面上的不良资产、收不回来的应收账款、坏账、以及任何公司在进行冲销时随之而来重新调整的支出。这种行为是典型的受华尔街分析师和投资者一致欢迎的行为。坏账冲销过的公司可以交出一份更好的成绩单，回报更好，利润增长幅度更高。然后，这个“粉饰”过的结果就会被算入对未来的预测中，进一步推高其股票价格。然而，投资者不应该轻易把这个公司的坏账历史也随之一笔勾销。

二十六：保守主义和成长性投资

价投者应该如何去分析和预测不可知的未来？唯一的答案就是保守主义。所有的预测都有可能犯错，乐观的人总是把自己置于危险的枝干上。对于他们这种情况，每一件事情就一定要在正轨上，不然损失就会持续。但是保守的预期就可以很容易达到甚至超过。价投者应该保守地预期，然后以极大的折扣价入手价值远高于其股价的股票。

二十七：要做多少研究和分析才算够？

有些投资者在做某项投资之前巴不得自己完美掌握了相关的所有知识，他们研究这些公司，直到他们已经对公司了如指掌。他们去研究行业和竞争情况，去联系公司的前雇员，行业资讯和分析师，自己去熟悉顶尖的经营管理知识。他们分析公司过去十年，甚至更久之前的财务报表和股价走势。这份勤奋令人佩服，但有两个缺点。第一，不管你做了多少研究，有一些信息你就是找不到，所以投资者要学会接受不足的信息，而不是企图得知所有。第二，就算一个投资者可以获知一个公司的所有信息，他/她的投资也不一定会因此获利。当然，这不是说基本面分析就没用了。它肯定有用。大部分投资者力求确定性和精确性，避免难以获得信息的情况，殊不知都在做无用功。低价总会伴随极高的不确定性。当不确定性被解决的时候，价格也会水涨船高。不要等知道所有信息了才投资，这样的投资者可以经常获利。他们承受的不确定性的风险，最后也能为他们带来丰厚的回报。当其他投资者还在苦苦钻研公司之前一个还没应答的细节问题时，他们很可能就错失了用极低价买入一个有安全边际的股票的机会了。

二十八：价值投资与反向思维

从本质上来说，价投者就是“唱反调”的人。不被大家喜欢的股票才有可能被低估，流行的股票则几乎从来不会出现这种情况。“羊群”买的就是被喜爱的股票。由于大家对它们的预计都很乐观，这些股票的价格已经被抬得很高了，不大可能有还没被发现的价值了。如果大家都买的股票

是没有价值的，那哪里有？在他们卖掉的、没有发现的、或者忽视的股票里。当人们都在卖一个股票时，它的股价就会暴跌到不合理的程度。而那些被忽视的、没有名气的、或者新上市的股票也有可能因为同样的原因而被低估。投资者会觉得很难成为一个“唱反调”的人，因为他们从来不知道自己到底是不是对的，以及何时才会被证明是对的。由于和大家背道而驰，他们在开始阶段几乎都会被看作是做错的那方，还会承受损失。相反，“羊群”里的成员在相当一段时间里则表现得似乎是正确的那方。相比起其他人，唱反调的人不仅在最初，甚至在随后的一段时间里都会看起来做错了，因为潮流可以无视公司的真实价值而持续很久。然而，和大家持相反意见也不总是凑效的。当一个众所周知的观点不会对眼前的事造成影响时，就算逆流而上也不会获得什么意外收获。就好比大家总是觉得明天会有太阳，但其实这个观点本身并不会影响之后的结果。

二十九：指数谬论

对于价投者来说，做指数这个概念是非常愚蠢，甚至非常有危害性的。沃伦·巴菲特发现，“任何一种形势的比赛，金融的、脑力的或者体力的，如果有一个竞争对手能让你切实体会到任何尝试都是无意义的话，其实是一件极大的好事”。我认为随着时间过去，价值投资者终究会表现得强于大盘，而其他那些企图与之比肩的人都是懒惰或短视的。做指数是一个有着危险缺陷的策略，理由有几个。第一，当越来越多的投资者采用这个策略时，它就失去了作用。虽然指数化思想在有效市场上是可以实施的，但是采用这个方法的投资者越多，市场就会变得越来越没有效率，因为越来越少的投资者去研究以及做基本面分析了。当指数里有一个或者更多的股票由于破产或者被收购而需要被替换时，另外一个问题就会出现。为了跟上自己指数的表现，投资者会倾向于满仓买入指数里的组成股票，而那些被替换进来的股票也一定会马上被成千上万的指数组合型基金经理买。由于缺乏流动性，一个新股票被加进去指数的第一天，由于指数者的哄抢，股价往往会高涨。但是这个公司的根基并没有任何改变，也没有什么新的东西使它变得比前一天更有价值。实际上，就只是因为这个股票被加进了指数里，人们就愿意为它支付更多。更重要的是，正如巴菲特所说，“因为编制指数获得了成功，于是强化了指数本身的表现，于是又反过来促进更多的编制指数行为，于是一个自我强化的反馈回路产生了”。

三十：危险之地

对于投资者来说，华尔街可以是很危险的。你只能在那儿做生意，但你一定要时刻戒备。华尔街人的标准行为就是追求最大化个人利益。这个导向往往是短期的。你要承认这一点，接受它，与它共事。如果你能和华尔街精英们做生意时牢记这一点，你就可以成长。但如果你指着华尔街来帮你，你就永远别想着能投资成功了。

17.19. 股票作手回忆录

《股票作手回忆录》(Reminiscences of a stock operator)，作者是埃德温·利非弗、杰西·利弗莫尔。该书描述了有史以来最出色的股票投资人——杰西·利弗莫尔(Jesse Livermore)波澜起伏的精彩投资生涯。书中的那些真知灼见对投资人深具启发，影响了数代的投资人，一代又一代的读者发现从书中的受益要比从市场和有多年经验的投资者们教给的东西要多很多。即使在八十多年后的今天依然适用，使得本书成为历史上首屈一指的投资经典名著。

《股票作手回忆录》和《股市趋势技术分析》出版半个多世纪，经久不衰，并称“华尔街必读两大巨著”。

作者埃德温·勒费弗(Edwin Lefèvre)在1922年以拉瑞·利文斯顿之名描写杰西·利弗莫尔股市生涯的大起大落，连载于《星期六晚间邮报》。埃德温·勒费弗主修矿业工程，19岁时却成为一名记者，在这部小说发表后，声名大噪，成为知名的财经作者。

如果你在任何投资项目中曾经花数个周末和夜晚绞尽脑汁揣测买、卖或者持仓你会很高兴读到本书，一本对于今天和它在1923年出版时一样充满借鉴意义的书。

《股票作手回忆录》在中国有很多个版本，它是一部有关有史以来最伟大的证券投机商之一“杰西·利弗莫尔”的传记小说。书中字里行间透出的见解堪称永恒，不仅激励了无数代投资人，并且也使其成为了有史以来一流的投资经典。

著名投资家肯尼斯·L·费希尔认为：“历经 20 年的岁月沧桑，《股票作手回忆录》仍是我一生最钟爱的图书之一。”而杰克·施瓦格的评价同样值得我们关注：“在对当代最杰出的 30 位证券交易员的采访中，我向他们提出了同样一个问题——哪一本书对其最有启发？迄今为止，独占这榜单首位的，仍然是 70 多年前出版的伟大著作——《股票作手回忆录》！”

尽管大多数现代投资人和交易商熟悉此经典，但是很多人却不知《股票作手回忆录》首先是在 20 世纪 20 年代以一系列带有插图的文章刊载在《周六晚间邮报》上的。尽管本书的中文版在上个世纪末曾出版过；但这次出版的译本，其最大的不同之处，在于原汁原味地全面展示了本书在美国《周六晚间邮报》上进行系列连载时的原貌，并配以当时的图片，真实地复原了历史中的那一个时代。

数十年来，一代又一代证券投资人，均通过阅读本书，从中学习金融操作所应秉持的态度、反应和感受。

价值恒久远，经典永流传！

作品目录

第一章 华尔街最大的空头

劳伦斯·利文斯顿掀起的风波

谁是华尔街最大的空头

利文斯顿的个性

一个单刀直入的问题

华尔街商人

莫须有的罪名

内幕消息

研究轮盘赌

采访技巧

做出正确判断

形形色色的交易者

自动报价机意识

投机客的弱点

第二章 少年交易手击败投机商号

学会解读报价纸带

利文斯顿的第一个内线消息

打败投机商号

离奇的报价纸带解读能力

一件棘手的事

他们是怎么干的

在纽约的头几个星期

少年赌客破产了

换地方

圣路易斯历险记

在泰勒公司发生的一切

老迈克戴维特的秘笈

算一笔旧账

泰勒又被修理了一一回

第三章 我绝对正确——却赔得身无分文

詹姆斯·基涅的回忆

当三点的钟声响起

检验正确性

代价不菲的经验
摊低亏损
有缺陷的交易方法
一位新朋友
地下股票经纪公司
被屠宰的羔羊
遭受欺骗
轻微的惩罚
一次有收获的中途停留
重返华尔街
第四章 25 万美元的直觉
图表与报价纸带
空前的暴跌
阿默愤怒了
老帕特里奇先生的智慧
市场教训
一种神秘的预感
潜意识的冲动
报价纸带会撒谎吗
警世之言
一次便宜的教训
利文斯顿的交易方法
迪肯·怀特的消息
迪肯采取行动
选择操作时机
第五章 我的鼎盛时期
为大操作做准备
理论正确，实践错误
操作正确，却破了产
关键的日子
策划袭击立鼎公司
可靠的盟友在起作用
对安纳康达产生的预感
工作的安慰剂
迎接暴风雨的到来
走上正确的道路
资金调度站
当厂一天的国王！
市场颠覆
突然的转变
街头行乞
亏损 100 万
第六章 迄今为止无人能与股市匹敌
从错误中吸取教训
商品交易
最小阻力线
推市场一把

一个例证
摸清趋势
粗心的代价
无法击败的游戏
靠策略挽救
内部消息
天才的策略
七月棉花的一次交易
快速行动的时机
纯属运气
第七章 无意中给别人占了便宜
单枪匹马闯荡华尔街
利用错误赚钱
在画点的线上签字
个性的高昂代价
转瞬即逝的财富
华尔街瘟神
败于投机业
回到纽约
一次东山再起的机会
感激的羁绊
亏损的启示
颗粒无收的 5 年
第八章 100 万美元的债务，100 万美元的回报
客串内幕人士
少年赌客在拼命
天意不饶人
100 万美元的债务
全新的开始
观望与等待
伯利恒飞涨
熊市的初现
一次补仓的机会
簿记问题
为琐事而掏钱
第九章 黑猫吉运与无法抑制的冲动
黑色吉祥物
抓门的声音
利文斯顿的奇怪行为
实情
将账面盈利兑现
凭经验兑现
行情萌兆
汽车板块中的跛脚鸭
圭亚那黄金沉浮记
负债 100 万
利用行情赚钱

空方打压热带贸易
利文斯顿的策略分析
第十章 咖啡垄断与定价委员会
昂贵的第八
追随利文斯顿
迷惘的追随者
让人无奈的赖账者
利文斯顿的咖啡交易
不可预知之事
归咎于空方的打压
婆罗洲锡逸事
餐桌上的消息
维森斯坦的失算
定期放纵希望
感激的约翰·盖茨
再遭亏损
评说阿奇逊
塞姆·斯隆的搏节
第十一章 为什么公众老输钱
恭维之词
没有最佳时机
失去士气的人
拉瑞？利文斯顿的至言
健全的法规
大扩容
未署名的观点
隐姓埋名的情报贩子
吸筹待涨
内幕抛空
纽海文的实例
利文斯顿：替罪羊
第十二章 国王、平民与投机的弊害
经纪商辅佐内幕人士的格套
额外红利
内幕人士签名的观点
报价机夺福
雅各布·利特尔辉煌的事业
多头头目交易室里的一幕
悉数偿还
英雄末路
摩斯的洛克岛集合基金
投机埃里
王者的废黜
从名声显赫到邈邈齷齪

作品鉴赏

从铿锵的历史中，寻找经典；从凝血的经典中，检索未来的通途！

“华安基金·世界资本经典译丛”立意于在纷繁的往昔中，披沙拾金，以最鲜活的语言，再现真实的历史场景，从而使读者沉浸其中，体悟市场的风云变幻、血雨腥风。

“兵者，诡道也。”市场亦然。

“上兵伐谋。”

无疑，本套丛书有助于读者拨开过往的云烟，从中发现惠助当下的智慧与谋略。

出版信息

书名：股票作手回忆录（大师注解·全译版）

作者：（美）埃德温·利非弗、（美）杰西·利弗莫尔（著）

译者：屠建峰马晓佳（译）

出版社：湖南文艺出版社

开本：16开

页数：288

出版时间：2015.1.1

书名：股票作手回忆录

作者：（美）勒菲弗

译者：杨丽娜 译

出版社：百花洲文艺出版社

出版时间：2009~4~1

书名：股票作手回忆录

作者：（美）埃德文·拉斐尔 著

译者：郑佩芸，张兴旺译

出版社：上海财经大学出版社

出版日期：2006~10~1

17.20. 商界局外人

作者：[美]威廉·桑代克

出版社：北京联合出版公司

副标题：巴菲特尤为看重的八项企业家特质

原名：The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success

译者：许佳

出版年：2016-9

页数：232

定价：59.90

ISBN：9787550278011

内容简介

约翰·马龙 20 多年创造 900 倍收益、迪克·史密斯 34 年创造 684 倍收益、汤姆·墨菲 29 年创造 200 多倍收益……平均业绩超杰克·韦尔奇 7 倍，超标准普尔 20 倍，他们用无可置疑的数据证明自己是最伟大的 CEO。背景、行业、方法不同，但在对商业本质的把握上，他们出奇一致。既保守又十足颠覆，既谨慎又疯狂，他们就是商界“局外人”。永远用“局外”视角发现新机会，以理性为盔甲屏蔽行业的浮躁。

商界局外人视资本配置为核心任务，以现金流为所有工作的根本目标。行业选择标准、去中心化的组织体系、精明的避税措施、灵活的资本筹措手段、简洁明晰的决策方式……商界局外人坚定地固守自己的原则，而死去的同行却不断在他们脚下堆积，把他们推到前沿，成为行业的旗

手。

以投资的视角看待管理，使得管理和投资在商业本质层面上回归统一。狐狸一般的商界局外人在投资和管理间炉火纯青转换手法，成为他们创造惊人业绩的根本保证。

作者简介

威廉·桑代克，巴菲特、比尔·阿克曼盛赞的投资精英。老牌 PE 胡萨托尼克合伙公司（Housatonic Partners）创始人。斯坦福商学院信托基金受托人、大西洋学院信托基金主席。美国煤炭巨头康索尔能源（Consol Energy）董事长以及多家知名上市企业董事。哈佛商学院、斯坦福商学院特约讲师。

目录

推荐序 中国企业*不喜欢做的几件事

前言

像投资一样管理：不凡特质创造惊天收益 / III /

用数据说话，谁才是最伟大的 CEO

力压韦尔奇，辛格尔顿为何如此传奇

重新定义职责，CEO 的超级工具箱

不约而同，伟大 CEO 的交集

引言

商界局外人：用理性打磨自身特质的伟大 CEO /001

颠覆式创新，“局外”视角引发的方法革命

破除同侪压力，理性是*好的解毒剂

异类，坚持独立思考的狐狸们

特质 1

效率决定生死：汤姆·墨菲和首府广播公司 /013

墨菲是让巴菲特俯首称臣的管理奇才，是 29 年创造 200 多倍收益的商界领袖！他对效率的追求渗透于公司的每一个毛孔。裁员！裁员！裁员！美国广播公司运营团队 60 人被砍到 8 人。节省！节省！节省！为减少油漆开支，墨菲命令只刷邻街两面墙……

内卷，细嚼慢咽式兼并

专注战略，CEO 的工作新重心

效率传导，“蛇吞象”背后的基础逻辑

汤姆·墨菲的方法

特质 2

聚焦资本配置：亨利·辛格尔顿和特利丹公司 /035

他是远胜韦尔奇的伟大 CEO，他是股神巴菲特的“孪生兄弟”，他用 28 年创造了 180 倍收益！万众疯狂追捧，资金加速涌入，燥热烧毁了同行大脑，却精炼了他的超级理性。180 次精明收购，90%股票的惊天回购，辛格尔顿在资本配置领域已然登峰造*……

低买高卖，价格落差带来的收购良机

集中每一分钱，“去中心化”模式的核心支柱

大规模回购，投资自己才是*靠谱的买卖

价值释放，通过分拆深挖公司潜能

亨利·辛格尔顿的方法

特质 3

绑定股东利益：比尔·安德斯和通用动力公司 /055

安德斯坚信，回归企业存在本质才能挽救危局。以股东价值为立业之基，以全新激励机制为动力之源；通过利益牢牢捆绑，安德斯真正打造出了“视公司为命”的高效管理团队。低效工厂，砍！无前景部门，卖！一半业务被淘汰，60% 员工被裁减。3 年时间，通用动力从负债 6 亿变

为手握 50 亿美元现金.....

资产剥离，卖掉低效业务的三个标准
资本返还，回报股东的三次特殊分红
提升公司股价，保证“翻四倍”的三大措施
比尔·安德斯的方法

特质 4

高效运用杠杆：约翰·马龙和 TCI 有线电视公司 /077

美国“有线电视教父”马龙是全球公认的天才，其商业嗅觉举世无双，其纯熟手法炉火纯青。5 年 482 次疯狂收购，急剧扩大用户数量；大举借债融资，增加 20 倍现金流却从未交过多少税！凭借对网络特性及商业模式的透彻理解，马龙在市场上游刃有余、所向披靡。20 多年时间，TCI 股价增长了 900 倍.....

财务杠杆，举债扩张的巨大魅力
规模杠杆，用户人数决定未来成败
业务再梳理，如何把自己的公司卖到天价
约翰·马龙的方法

特质 5

勇于逆向而行：凯瑟琳·格雷厄姆和华盛顿邮报公司 /101

作为全球*具影响力的女性之一，凯瑟琳让政商界人士深深折服。对抗总统尼克松，抵制工会大罢工，凯瑟琳刚毅性格展现得淋漓尽致。喧闹沸腾时冷眼旁观，哀号遍野时疯狂回购及兼并，在商业领域，凯瑟琳同样展示了自己敢于逆向而行的睿智和勇气。在 21 年中，她创造了 89 倍收益，堪称资本配置大师.....

耐心的价值，“不为”才是管理者的最大考验

大出击，市场低潮往往意味着巨大机会

凯瑟琳·格雷厄姆的方法

特质 6

数据思维制胜比尔·斯蒂利兹和罗森-普瑞纳公司 /119

具有卓越营销实战经验的比尔·斯蒂利兹，在其掌权的 19 年中，为给股东带来了 57 倍高额收益。凭借对营销“投入-产出”关系的精湛研究，凭借无与伦比的分析力，他成了最为精准的品牌猎手。其锋利目光始终在寻找猎物，一旦发现经营欠佳的品牌，他就立刻开始行动.....

数据狂人，分析力就是领导力

品牌大收购，超级分销撬动利润暴涨

衍生企业，非主营业务的最佳归宿

比尔·斯蒂利兹的方法

特质 7

永远关注现金流：迪克·史密斯和大众影院公司 /137

迪克·史密斯采取“卖掉自己的资产再租回使用”的方式，快速变现固定资产，投入新业务。这种链条式超高速扩张的核心就是现金流。正是基于此点考虑，他总是优先选择介入那些能用小投入获得高现金流的业务，并尽一切手段确保现金流健康。在他的努力下，公司在 34 年中为其股东带来了 684 倍收益.....

轻资产战略，“售后租回”的资本游戏

无形资产，小运营资金带来超高现金流

第三支点，“非收购入股”缔造完美公司构架

迪克·史密斯的方法

特质 8

首席执行官就是首席投资官：沃伦·巴菲特和伯克希尔哈撒韦公司 /155

巴菲特用 45 年时间，给伯克希尔哈撒韦的股东带来了 6265 倍收益。此成绩足以彪炳史册，让所有管理者顶礼膜拜。随着全资子公司的利润超过二级市场投资所得，拥有 27 万名员工的巴

菲特用实际行动彻底颠覆了大众对管理的认知。管理者就是投资者，首席执行官就是首席投资官……

垃圾股淘金，捡小便宜的烟头策略

现金流折现，只买最值的企业

无界，臻于化境的投资之神

沃伦·巴菲特的方法

结 语 八大要点：我们应该向伟大的 CEO 学什么 / 179 /

清 单 通往商界局外人的智慧之路 / 191 /

致谢 / 195 /

译者后记 / 199 /

附录 巴菲特测试 / 201 /

以下内容概要转自深圳特区报

谁是最伟大的 CEO

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

如果你和绝大多数人一样，那么用脚后跟都能猜到你会给出“杰克·韦尔奇”这个答案，个中缘由不难理解。1981-2001 年的 20 年间，韦尔奇一直掌管通用电气这家美国最具明星色彩的公司。在其任期内，通用电气公司的股东赚得盆满钵满，年复合收益率达到 20.9%。如果在韦尔奇刚升任 CEO 那会儿，你投资 1 美元购买通用电气公司的股票，那么到他把帅印交给接班人杰夫·伊梅尔特的时侯，你会收获到令人惊讶的 48 美元。

韦尔奇兼具活跃的经理人与企业公关大师双重身份。他是位充满传奇色彩的行者，喜欢马不停蹄走访通用电气公司分布广泛的业务部门，不知疲倦地给经理人们评定等级并让他们在不同业务部门轮岗。他还在全公司积极推行新的整体战略，并冠之以带有异国风味的名称，如“六西格玛”“全面质量管理”。韦尔奇个性活泼、好胜心强，热衷和华尔街以及商业媒体打交道。在聚光灯下，他非常怡然自得，所以在任职通用电气公司 CEO 期间，他是《财富》杂志封面上的常客。即使退休了，他还会因偶尔发表非常有争议的言论而出现在报刊的头版头条——话题涉及五花八门的商务主题，包括其继任者的业绩表现等。此外，他还写了两本阐述管理之道的书，标题一如既往的斗志昂扬，比如《肺腑之言》。

显赫名望和出色收益率，使韦尔奇已经成为衡量所有 CEO 表现的公认标杆。他代表着一种特殊管理风格，其特点就是强调对运营的积极监控、保持与华尔街的正常沟通、密切关注股价等。然而，他是不是过去 50 年最伟大的 CEO 呢？

答案是大写的“不是”。

要解释上述结论的由来，我们必须一开始就明确一种新的、更加精确的方法，用以衡量 CEO 的能力。CEO 就像职业运动员，在一个结果高度量化的领域里相互竞争；不过还没有某个普遍被认可的指标，可以用来衡量他们的业绩表现，就如评价棒球投手的投手自责分率、评价外科医生的手术并发症率或者评价曲棍球守门员的目标截球平均值等。也许，商业媒体根本就不打算用精确的方法去界定业绩出众者。

相反，它们通常只关注“《财富》世界 100 强”那样规模庞大、声名显赫的公司。这就是那些公司的 CEO 如此频繁出现在顶尖商业杂志封面上的原因。媒体通常关注的指标只是利润与收入的增长。这听起来就像《体育画报》的封面上总是出现长得最高的棒球投手和最为狂野的曲棍球守门员一样。显然，判断 CEO 是否伟大的终极指标应该是每股价值的增长，而不是销量、收入或员工数量的增长。

我们在评估投资产品的业绩表现时，并非依据它的绝对收益率，而必须参考市场整体和同类产品的收益率。

市场的主旋律往往会起到非常重要的作用，它的起点和终点对 CEO 的业绩能产生巨大的影响。韦尔奇的任期就差不多正好和一波史诗般的牛市相重合；它始于 1982 年末，不间断地延续到了 2000 年初。在这一不同寻常的时期，标准普尔的平均年收益率是 14%，差不多是其长期平

均收益率的 2 倍。在大牛市中取得 20% 的收益率是一回事；在包含几次大熊市的时间段内，能取得 20% 的收益率，则是另一回事了；两者的含金量迥然不同。

力压韦尔奇，辛格尔顿为何如此传奇

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

如今只有少数投资人和行家知道，亨利·辛格尔顿是一位了不起的人物；对于 CEO 这个职位来说，他的背景显得很寻常。辛格尔顿是一位世界级数学家，喜欢蒙上眼睛玩国际象棋；在攻读电气工程博士学位期间，他还为麻省理工学院第一台电脑编写了程序。第二次世界大战期间，他研究出一种消磁技术，使盟军的战舰得以躲避雷达搜索。20 世纪 50 年代，他还开发出一款惯性导航系统软件，至今仍被用于绝大多数军用和民用飞机上。这些都发生在 20 世纪 60 年代早期，也就是在创立联合企业特利丹公司之前，此后他开始迈入伟大 CEO 的行列。

20 世纪 60 年代，有大批联合企业公开发行股票，它们就相当于如今的互联网上市企业。当时，辛格尔顿掌管着一家非常独特的联合企业。早在它变得名闻遐迩之前，他就非常积极回购自己的股票，最终买回了 90% 以上的特利丹公司股票。他回避分红，与报告期盈余相比更重视现金流；他积极使整个组织去中心化，且从不分拆公司股票。他的所作所为，使特利丹在 20 世纪七八十年代的大部分时间里，成了纽约证券交易所股票价格最高的企业。由于不愿意与分析师或者记者交谈，他被戏称为“斯芬克斯”，且从未登上过《财富》杂志的封面。

辛格尔顿是一个偶像破坏者，其离经叛道的举措，引发华尔街和商业媒体群起而攻之。结果表明，他完全有理由对这些批评视而不见。他那些更出名的同侪所带来的长期收益率大多不好不坏——年平均只不过 11%，比标准普尔 500 指数好不了多少。

与之形成鲜明对照的是，辛格尔顿执掌特利丹公司将近 30 年，给其投资人带来的年复合收益率达到了惊人的 20.4%。如果你在 1963 年投资 1 美元给辛格尔顿，那么到 1990 年当他在一波严重熊市的当口卸任董事长时，这 1 美元将增值到 180 美元。如果将这 1 美元投给大多数其他联合企业，就只增值到 27 美元；如果你采取跟随标准普尔 500 指数的策略，则仅收获不到 15 美元。辛格尔顿的业绩令人瞩目，几乎是指数的 13 倍。

按照我们对成功的定义，辛格尔顿就是比杰克·韦尔奇还要伟大的 CEO。他的业绩数据明显更好：与同侪和市场整体相比，他的每股收益更高，而且他保持这一增长水平的更长（以 28 年相比于韦尔奇的 20 年），其所处的市场时段还经历了几次漫长的熊市。

他的成功并非源自特利丹公司拥有什么独特的、快速增长的业务。更靠谱的结论应该是，辛格尔顿之所以显得卓尔不群，主要因为他是资本配置大师。资本配置这个略显神秘的领域，决定着如何配置公司的资源，从而为股东赚取最大收益。所以，就让我们花些时间来了解一下，什么是资本配置，为什么它如此重要，以及为什么只有如此少的 CEO 真正精于此道。

辛格尔顿是一位资本配置大师。纵览这些不同的资本配置方法，他作出的决策与其同侪迥然有别，并给股东的长期收益带来了巨大正面影响。尤其是，辛格尔顿将特利丹公司的资本集中于选择性收购和一系列大规模股票回购。他很少发行新股，却经常举债，直到 20 世纪 80 年代后期才派发了一次红利。其他联合企业的资本配置战略与之相比，如同镜中影像一样左右颠倒——积极发行股票用以公司并购、派发红利、避免股票回购，通常很少举债。简而言之，他们采用了不同工具，带来了非常不同的结果。

伟大的 CEO 的交集

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

1988 年，沃伦·巴菲特写了一篇关于投资人的文章。在文中，他总结了这些投资人的共同特点：有着出色的业绩记录，并笃信哥伦比亚大学商学院的传奇教授本杰明·格雷厄姆和戴维·多德所提出来的价值投资原则。格雷厄姆和多德打破常规，鼓励买进这样的企业：它们的净资产实际价值被低估，所以能以很低折扣买到手。

为了说明出色的投资回报与价值投资原则之间存在强相关，巴菲特打了个比方：想象一场 2.25 亿美国人参加的全美抛硬币比赛。每人拥有一美元初始资金，且每天只能参赛一次；输者退出比赛，而赢家将把此前所赢得的钱都投入后一天比赛。20 天之后，会剩下来 215 人，每个人拥有 100 万美元。巴菲特指出，这一结果纯粹取决于运气，让 2.25 亿只大猩猩来比赛也会得到同样结果。接下来，他谈及一个非常有趣的窍门：

当你发现其中 40 只猩猩都来自奥马哈（Omaha）的某个动物园，你将会非常肯定自己正在发现某些东西……科学探究本质上也遵循这一模式。如果你试图分析某种罕见癌症的各种可能病因，并发现在蒙大拿某些以采矿为主要经济来源的小镇出现了 400 例病例，你就会对那里的水质、那些癌症患者的职业或者其他变量很感兴趣。我想，在投资的世界里，存在一个信奉相同投资理念的小村庄。在抛硬币比赛的获胜者中，出自这个村子的人占了很大比例——远超村庄总人口占美国总人口比例。这个村落或许可以称之为“格雷厄姆-多德村”。

历史学家劳蕾尔·乌尔里克（Laurel Ulrich）曾写到，循规蹈矩的女性很少创历史。套用她的说法，我们可以认为遵循传统的 CEO 也极少打败市场或者他们的同侪。在投资的世界，把管理活动视为投资的人很少。如果你把他们列成一张表，就会发现，他们也都是偶像破坏者。

这些人是管理界特立独行之士，也正是本书将描述的人。他们掌管的公司所处的市场既有增长的，也有衰退的；所涉及的行业五花八门，涵盖制造、媒体、军工、消费品和金融服务等。就企业规模和成熟度而言，他们的公司也有很大差别。相比于同侪，他们当中没有一家拥有热门的、可快速推广的零售模式或者知识产权优势，但最后都完胜其同侪。

和辛格顿一样，他们都找到了非常与众不同的方法处理各自业务，也总是引来同侪和商业媒体的诸多评论和质疑。甚至更加有趣的是，虽然他们分别独自建立了这些原则，但事实表明，他们也都是偶像破坏者。换句话说，从这些伟大 CEO 破除思维禁锢的行为中，可以归纳出一个相同的模式：是否运用这一模式与出色的收益之间存在高度相关性。这其实为人们提供了一张蓝图，使我们可以推断投资一家企业在未来是否可以获得高额收益。

非常有趣的是，在许多案例中，这些人挑衅传统的行为都因为地理因素而得以加强。他们中大部分人将办公地点设在诸如丹佛、奥马哈、洛杉矶、亚历山德里亚、华盛顿和圣路易斯这样的城市，远离波士顿-纽约走廊的金融核心区。这个距离有助于将他们与华尔街主流智慧的喧闹隔离开来。有两位 CEO 的办公室虽然在美国东北部，但同样是不起眼的场所。迪克·史密斯（Dick Smith）的办公室在郊区一个商场的后面；汤姆·墨菲（Tom Murphy）则在曼哈顿中心的一个居民区上班，距离华尔街有 60 个街区。

提要

所有这些 CEO 都是商界局外人。他们都是首次担任 CEO（半数人获得这份工作时尚未到 40 岁），除了一位之外，对各自的行业都是新手。他们没有被此前的经验或者是行业传统所束缚。他们的综合履历展示出新颖视角所具有的强大力量。在多个领域里，新颖视角一直是创新的催化剂。在科学界，提出“范式转换”概念的托马斯·库恩发现，最伟大的发明几乎毫无例外都是新来者在非常年轻时做出来的（想想那位前出版商本杰明·富兰克林，他在中年时驯服了闪电；或者是爱因斯坦这位前专利局职员，他在 27 岁时推导出了 $E=mc^2$ ）。

坚持独立思考的狐狸们

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

这种像狐狸一样的视角有助这些商界局外人找到与众不同的方法。它透露出他们的整个管理哲学。他们这个团体骨子里是独立的，通常避免和华尔街打交道，蔑视顾问的作用，偏好去中心化的组织结构——这为其他独立的思想者提供了自我选择的权利。

马尔科姆·格拉德威尔（Malcolm Gladwell）在他的畅销书《异类》中提出了一条经验法则：在许多不同领域里，要成为某一方面的专家至少需要一万个小时的练习。照此说来，这种由新式 CEO 所构成的团体取得的巨大成功，是否遵循“一万小时法则”呢？可以肯定的是，在到达最高点之前，商界局外人中没有一个人曾经作为经理人干过一万个小时，也许他们的成功恰恰表明在精通和创新之间存在重大差别。

格拉德威尔的法则可以让人成为专家里手，却不一定可以用作创新的指南。正如本部分开头所引约翰·坦普尔顿的话，相对优异的业绩需要新思维；这些商界局外人的世界观核心是对理性的信奉、对分析数据与独立思考的信奉。

这 8 位 CEO 都不是充满超凡人格魅力的梦想家，也不会被堂而皇之的战略声明所迷惑。他们天性讲究实用、持不可知论。通过注意力聚焦，他们给自己的文化和沟通穿上了盔甲，从而系统地回避掉了传统观念的干扰。科学家和数学家们通常都认为简洁和复杂是“一枚硬币的正反面”。每一个商界局外人都深谙数据之道（很多人都拥有工程学位，而不是 MBA），具有一种简化天赋，他们能坚守业务的经济本质，屏蔽来自同侪和媒体的聒噪。

在所有这些案例中，正是这一点引导着商界局外人们聚焦于现金流，放弃了对“华尔街圣杯”报告期盈余的盲目追寻。绝大多数上市公司 CEO 都专注于最大化每季度的净收益；考虑到这是华尔街中意的指标，这么做是可以理解的。然而，净收益只是一把钝器，它会因债务水平、税收、资本开支和以往收购历史等方面的差异而出现巨大扭曲。

结果就是，商界局外人们（其掌管的公司经常有着复杂的资产负债表、活跃的收购项目和较高的债务水平）相信，创造长期价值的关键是最优化自由现金流。这种对现金流的重视反映在公司管理的方方面面——从他们支付收购和管理资产负债表的方式，到他们的会计政策和薪酬制度。

1979 年，亨利·辛格顿非常难得地接受了《福布斯》杂志的采访，在他的话语中，充分展现了他对现金流的实用主义的关注，以及一种破除偶像的傲骄心态（带着一丝粗犷）。“买进了许多公司之后，我们反思了自己的业务。得到的结论是，现金流是关键……我们针对现金增值和资产管理的态度来自于我们自己的思考，”他又补充道（似乎他需要这么做），“它不是抄袭别人的。”

提要

巴菲特在评价汤姆·墨菲时说：“总体而言，汤姆·墨菲是我曾遇到过的最好的企业经理人。他和丹·伯克的组合堪称‘空前绝后’的最佳搭档。我在管理方面学到的大多数东西都是从墨菲那儿来的。我会因为自己没有早一点用上这些管理知识而自责。”

29 年让投资翻 204 倍的 CEO

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

在商学院的课堂上，沃伦·巴菲特经常会把首府广播公司与哥伦比亚广播公司（CBS）之间的竞争，比作皮划艇和豪华游轮“伊丽莎白二世”号之间的跨越大西洋竞赛，以此来说明管理能够对长期收益产生的巨大效果。

1966 年，当汤姆·墨菲成为首府广播公司的 CEO 时，哥伦比亚广播公司正由传奇人物比尔·佩利所执掌；后者拥有占全美最大市场份额的电视台和广播电台、一流的广播网和贵重的出版与音乐财产，居全美传媒业的主导地位。与之相比，在那时，首府广播公司只有 5 家电视台和 4 家广播电台，都只占很小的市场份额。30 多年后，当墨菲把他的公司卖给迪士尼公司的时候，首府广播公司的价值是哥伦比亚广播公司的 3 倍。换句话说，皮划艇最后不容置疑地赢了。

那么，这两家公司看起来不可逾越的鸿沟是怎么被拉近的呢？答案就隐藏在完全不同的管理方法中。在 20 世纪六七十年代的大部分时间里，哥伦比亚广播公司从经营电视网和广播中获得了大笔现金流，从而为迅猛的业务扩张提供了充足资金；这使之进入了许多全新领域，包括买入了一家玩具企业和纽约洋基棒球队（New York Yankees）。哥伦比亚广播公司发行股票为这些收购中的部分项目募集资金，花费巨资在曼哈顿中城建起了地标性办公大楼，形成了一个有着 42 位总裁和副总裁的企业结构。这就大体展现出巴菲特的合伙人查理·芒格所说的“对不必要的开支持有一种因为阔气而变得盲目的满不在乎”。

佩利在哥伦比亚广播公司所执行的战略与联合企业时代的传统观念是一致的。当时人们普遍相信收购不相关的企业是合理的，认为“多元化”和“协同”能产生难以捉摸的利益；似乎一旦被收购，效益差的企业就会变得更有盈利能力，也更不容易受到经济周期影响。就其核心而言，佩利的战略专注如何使哥伦比亚广播公司变得更大。

相反，墨菲的目标是让他的公司变得更有价值。他告诉我：“目标不是要拥有长的火车，而

是要耗费最少的燃料第一个到达车站。”在墨菲和他的“副官”丹·伯克领导下，首府广播公司拒绝了多元化。他们创造了一个格外注重主营业务的企业集团。其注意力像激光射线一般投向自己所熟知的媒体业务。墨菲买入了更多的广播电台和电视台，经营得非常好，定期回购自己公司的股票，并最终买下了哥伦比亚广播公司的对手美国广播公司（ABC）。使墨菲能够超过佩利的公式简单到难以置信：专注于那些商业特征非常有吸引力的行业、有选择地利用杠杆买入偶然出现的大资产、改善经营、支付债务；重复上述做法。正如墨菲在接受《福布斯》杂志的一次访谈中清楚说明的那样：

“我们只是抓住时机不断地买入资产，明智地进行杠杆收购，改善经营。然后，我们就能获得点别的什么东西。”然而，有趣的是，他的传媒业同行却没有追随这条道路。并且，和哥伦比亚广播公司一样，它们更倾向紧跟潮流，以多元化战略进入不相关的业务领域，拥有庞大的公司职员规模，为装饰豪华的办公大楼支付大笔资金。

提要

1925年，汤姆·墨菲出生于纽约的布鲁克林。第二次世界大战期间，他加入美国海军。战争结束后，根据《退伍军人权利法案》，他在康奈尔大学完成了一年的学业，并成为富有传奇色彩的哈佛商学院1949届中一个响当当的人物（这批毕业生中包括一名未来的美国证券交易委员会主席。众多成功的企业家和《财富》世界500强企业中的CEO。）

墨菲的潜力

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

从哈佛商学院毕业之后，墨菲在快速消费品巨头利华兄弟公司中担任过产品经理。颇有讽刺意味的是（考虑到他是一个禁酒主义者），1954年的一天，在位于纽约州斯克内克塔迪市的父母家中，他参加了一场夏日鸡尾酒会，生活就此发生了不可逆转的变化。作为当地一位著名的法官，他父亲邀请了一位老朋友弗兰克·史密斯。此人是著名广播记者洛厄尔·托马斯和许多企业家的业务经理。

史密斯立刻看出了墨菲的潜力，于是和他谈起自己最近的一次商业冒险——收购高频10频道（WTEN）。这是位于奥尔巴尼市的一家苦苦挣扎中的特高频电视台。史密斯刚刚买入，使之免遭破产。电视台坐落在一个废弃的修道院中。当天晚上，年轻的墨菲就同意辞去他在纽约的体面工作，搬到奥尔巴尼市去管理这家电视台。然而，当时他既没有从事广播行业的经验，也没有一点相关管理经验。

从一开始，史密斯就待在曼哈顿闹市区的办公室里管理业务，而把日常的运营交托给了墨菲。经过几年经营亏损之后，墨菲把电视台变成了一个持续创收的部门。墨菲的手段是改进节目制作，并积极控制成本；这家公司在未来的年月中将反复运用该手段。随后，史密斯和墨菲买进了第二家电视台。它地处北卡罗来纳州罗利市，其所在位置以前是一所疗养院。等到买入位于罗得岛州普罗维登斯市的第三家电视台时，公司更名为首府广播公司。

1961年，墨菲聘用了丹·伯克这位30岁的哈佛商学院MBA，以接替自己在奥尔巴尼电视台的职位。

伯克加盟之后，墨菲搬到了纽约，开始和史密斯一道通过收购来打造公司。接下来4年中，首府广播公司在史密斯和墨菲的领导下，通过选择性购买广播电台和电视台而不断增长，直到史密斯1966年去世。

当上CEO没多久，墨菲就开始在公司的经营中打下自己的印记。1967年，他花2200万美元从美国广播公司手中买下了位于得克萨斯州休斯敦市的高频数字13频道（KTRK）。这是当时广播电视行业历史上最大的一次收购。1968年，墨菲花费4200万美元，买下了飞兆通讯公司——一家领先的商业杂志出版商。1970年，他以1.2亿美元的价格从沃尔特·安纳伯格手中买下了三角通讯广播公司。收购了三角通讯广播公司后，首府广播公司已经拥有了5家高频电视台，达到了美国联邦通信委员会（FCC）所允许的最大限额。

接下来，墨菲把注意力转向新闻出版行业。这是一个依靠广告支撑的行业，有着诱人的收益和很高的进入壁垒，与广播行业非常相似。继20世纪70年代早期买入几家小日报社之后，他在

1974年和1975年分别以7500万美元和9500万美元的价格买下了《沃斯堡电讯报》(Fort Worth Telegram)和《堪萨斯城星报》(Kansas City Star)两家报社。1980年,正在相关行业中搜寻其他增长途径的墨菲,最终以1.39亿美元的价格买入墨西哥的有线电视公司,进入新生的有线电视行业。

提要

收购美国广播公司的这笔买卖是到那时为止,商业史上最大的一笔非油气交易。对于墨菲来说,它超过了首府广播公司市值,是一场押上公司的豪赌。这次收购震惊了传媒界,《华尔街日报》在头版头条将其戏称为“小鱼吞巨鲸”。交易结束时,伯克对媒体业投资人戈登·克劳福德说道:“这正是我用毕生的训练为之作准备的收购。”

一场押上公司的豪赌

◎ (美)威廉·桑代克 著 许佳 译

伯克和墨菲几乎立刻就着手贯彻首府广播公司的方法:精简、去中心化。他们砍掉了不必要的福利,诸如高管专用电梯、私人就餐室等;并迅速采取行动裁减冗员,在交易结束后短短几个月里就削减了1500名雇员。他们还通过对办公室加以整合、出售不必要房产,为在曼哈顿闹市区在建的总部大楼筹集了1.75亿美元。

这一时期流传着一个故事,展现出电视网的高管们与更重视精简、更具有企业家精神的收购者之间发生的文化碰撞。在美国广播公司,事实上是在整个广播行业都存在一种豪车文化——对于一个行业的高管来说,最受欢迎的福利之一就是,即便到只有几个街区之隔的地方吃顿中饭,也能乘坐豪车往返。然而,墨菲却是一个搭乘出租车的人,从很早开始,他就搭乘出租车出席美国广播公司的各种会议。没过多久,此举开始在美国广播公司高管阶层流行。首府广播公司更多的企业文化传统,开始慢慢地渗透进了美国广播公司。当被问及,这是否可作为一个以身作则的例子,墨菲的回答是:“难道还有别的什么说法?”

在交易完成后的9年中,美国广播公司旗下包括电视台、出版和娱乐体育节目电视网(ESPN)在内的每一个主要业务线,收益和现金流都出现大幅增长。在收购初期经营状况排名倒数第一的广播网,迅速攀升至黄金时段第一名,比哥伦比亚广播公司或美国国家广播公司(NBC)都更赚钱。完成美国广播公司这笔交易之后,首府广播公司就再没有进行过大规模收购,而是把注意力投向整合、小规模收购,以及持续地回购股票。

1995年夏天,巴菲特建议墨菲在艾伦公司举办的传媒业富豪年度聚会上和迪士尼公司CEO迈克尔·艾斯纳坐下来谈谈。此次聚会是在爱达荷州太阳谷举办的。这个时候墨菲已经70岁了,还没找到接班人,于是他便同意和艾斯纳谈谈。后者表示有兴趣买下他的公司。过了几天,墨菲为他的股东协商到一个天价,足足190亿美元,是公司现金流的13.5倍、净收入的28倍。墨菲在迪士尼公司董事会获得了一个席位,由此从一线管理岗位退了下来。墨菲留下了一群欣喜若狂的股东——如果在1966年汤姆·墨菲刚当上CEO的时候,你投资了1美元,到他把公司卖给迪士尼公司的时候,这1美元将变为204美元。在29年时间里,内部收益率达到了惊人的19.9%,大幅度超过同一时期标准普尔500指数的10.1%,以及传媒板块领先指数的13.2%(这也说明沃伦·巴菲特的投资获利多多,伯克希尔哈撒韦公司在10年股票持有期内获得的年复合收益率超过了20%)。如图1-1所示,在任职的29年中,墨菲的业绩是标准普尔500指数的17.7倍(惊人的数字),是他同行的4倍左右。

高冷学霸”亨利·辛格尔顿

◎ (美)威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

他用27年创造180倍收益,被誉为巴菲特的“孪生兄弟”。他是世界级数学天才,美国电子行业早期领袖,苹果公司初始风险投资人之一。在1972年到1984年之间的8次独立的投标报价中,他令人震惊地买回了特利丹公司90%的流通股。他是辛格尔顿。在回购上,辛格尔顿总共花费了令人难以置信的25亿美元。

1987年初，特利丹公司这家素以特立独行著称的中等规模混合联合企业宣布了一次分红。这一貌似平淡无奇的事件却吸引了商业新闻界的过度关注，《华尔街日报》甚至以头版刊登了一篇评论。《华尔街日报》发现了什么，让它认为这件事如此具有新闻价值？

在20世纪，人们通常期待上市公司把年收益的一部分拿出来分红。许多投资者，尤其是以红利为生的老年人在进行投资决策时，会非常仔细地了解分红水平和政策。然而，在20世纪60年代的那些混合联合企业中，唯有特利丹公司强硬地拒绝分红，认为这意味着税收低效（派发的红利要被征两次税，一次是公司层面的，一次是个人层面的）。

事实上，在其离群索居的创立者、CEO亨利·辛格尔顿领导下，这次分红是特利丹公司一系列极其不寻常大逆转举措中的一项。辛格尔顿不仅长期排斥分红，还以其去中心化经营著称。他回避与华尔街分析师进行沟通，也不分拆自己的股票，倒是在回购股票上可谓“前无古人，后无来者”。

所有这些确实很不寻常，让人感到怪异；不过真正使辛格尔顿卓尔不群、比肩宝（Garbo）的，却是他给出的投资回报；这足以给市场和其他混合联合企业造成振聋发聩的效果。从20世纪60年代人人争相涌入股票市场，到90年代早期的深度熊市，在将近30年风云变幻的宏观经济环境中，辛格尔顿使企业价值以惊人的速度增长。

他能够做到这一点，靠的是不断顺应市场环境的变化，且牢牢盯住资本配置。他的做法与其同侪明显不同。这种打破常规的做法，可追根溯源到其背景。在《财富》世界500强的CEO中，他相当与众不同。

1916年辛格尔顿出生于得克萨斯州的小城哈斯利特（Haslet），他曾经是一名颇有建树的数学家和科学家，却从未获得过MBA学位。他被麻省理工学院录取后，在那里获得了电气工程专业学士、硕士和博士学位。作为其博士论文的一部分，辛格尔顿为学校第一台学生电脑进行了编程，并于1939年赢得普特南数学竞赛大奖（其队友中包括未来诺贝尔物理学奖得主理查德·费曼）。

他还曾经是一位痴迷的国际象棋棋手，堪称大师级别。1950年毕业后，他加入北美航空集团（North American Aviation）旗下的休斯飞机公司（Hughes Aircraft），成为一名研发工程师。此后他被利顿工业公司（Litton Industries）传奇创立者、天才小子特克斯·桑顿（Tex Thornton）招揽。

20世纪50年代后期，正是在利顿工业公司，他开发了一套惯性导航系统，至今仍被用于民用和军用飞机之上。不久，辛格尔顿被提拔为利顿下属电力系统部门总经理。在其领导之下，该部门成为利顿公司规模最大的部门，截至20世纪50年代末利润达到了8000万美元。

在意识到自己不可能接替桑顿的CEO职位后，辛格尔顿于1960年离开了利顿公司。那一年他43岁。他的同事、负责利顿电子元件部门的乔治·科兹梅茨基（George Kozmetzky）与其一道离职。1960年7月，二人创立了特利丹公司。他们首先购入三家小型电子公司，并以此为基础在一项大型海军项目上成功中标。1961年，趁着混合联合企业方兴未艾的势头，特利丹公司挂牌上市。

提要

巴菲特在评价亨利·辛格尔顿时如是说：在美国商界，就运营和资本配置而言，亨利·辛格尔顿的纪录无人可及……即使从顶尖商学院中选拔出100位最优秀的毕业生，把他们的成就合并在一起，其纪录也无法与辛格尔顿相匹敌。

辛格尔顿的纪录无人可及

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

今天的观点认为：混合联合企业是一种低效的企业组织形式，缺乏“单一经营”企业所具有的灵敏与专注。情况并非总是如此。在20世纪60年代的大部分时间里，混合联合企业都是市场热点，有着极高的市盈率，这使它们的股票成为硬通货，这非常有利于它们投身持续的收购狂潮当中。当时，围绕并购展开的竞争远远少于今天（私募股权公司甚至都不存在），购买一家正常经营企业的控制权所需支付的价格（以其市盈率计算），往往比收购者在股市中吸纳对方股票要低廉很多，这就为扩大收购提供了逻辑基础。

辛格尔顿充分利用了这一肥厚的套利机会，设计出一种多元化业务组合。1961-1969年，他买入了130家不同行业公司，从航空电子、特种钢材到保险。除两家之外，买入这些公司靠的都是特利丹公司价格高企的股票。

然而，辛格尔顿收购方式不同于其他混合联合企业。他不会不加选择地进行购买，而总是会避开处于调整状态的企业，专注于那些可盈利、不断成长的企业。它们通常在小众市场中居于领导地位。特利丹公司特种钢材部门负责人杰克·汉密尔顿向我总结其业务时说：“我们的专长是高利润产品，是那种按盎司而非按吨销售的产品。”辛格尔顿是一个非常高明的买家，从来没有支付过12倍以上市盈率的价格，他总是能以非常低的价格买进绝大多数公司。这和特利丹公司股票的高市盈率形成了鲜明对比；这一时期，它始终在20~50倍之间波动。

1967年，辛格尔顿完成了截至当时最大的一次收购。他以4300万美元购进了瓦斯科金属公司（Vasco Metals），并将其总裁乔治·罗伯茨提拔为特利丹公司总裁。辛格尔顿则任CEO和董事长。罗伯茨是辛格尔顿在海军学院时的室友，因为入学时年仅16岁，所以成了该校历史上最年轻的新生（后来他们两人都因为大萧条时期削减学费补助而转学了）。罗伯茨也具有科研背景，在出任一系列特种钢材企业CEO之前，他在卡内基梅隆大学（Carnegie Mellon）获得了冶金专业博士学位。20世纪60年代早期，他加入瓦斯科公司，担任总裁。

有了罗伯茨加盟公司，辛格尔顿开始从公司具体运作中解脱出来，把大部分时间集中于战略和资本配置问题。

此后不久，辛格尔顿成了第一位停止收购的混合联合企业家。1969年年中，随着特利丹股票市盈率下跌和目标企业收购价格上涨，辛格尔顿断然解散了他的收购团队。作为一个高明的买家，辛格尔顿意识到，随着市盈率降低，他的股票对被并购方将不再具有吸引力。从此，特利丹公司再未进行收购，也再未增发股票。

辛格尔顿赶上了一个对量化技术充满信心的时代。20世纪四五十年代是“天才少年”的时代，一群有着出类拔萃才能的青年数学家和工程师运用先进的统计分析技术，促使一系列标志性美国国内机构发生了转型。第二次世界大战的美国陆军航空兵（现代空军的先驱）是这一潮流的始作俑者，20世纪50年代的福特汽车公司接过量化技术大旗。随着前“天才少年”罗伯特·麦克纳马拉于1961年被任命为国防部长，这一潮流在五角大楼达到高潮。

提要

1972年初，随着现金余额的增长和缺乏便宜的收购对象，辛格尔顿在曼哈顿中城的一个电话亭里给具有传奇色彩的董事会成员、风险投资人阿瑟·罗克（Arthur Rock，之后他还投资了苹果公司和英特尔公司）打了个电话。辛格尔顿开口说道：“阿瑟，这事我已经想了很久，我们的股票实在是太便宜了。我想在这个价位买回我们的股票，比起去做任何别的事情，这将带来更好的回报。我打算宣布一次要约回购。你觉得怎么样？”罗克思考了一会儿，回答道：“我喜欢这个主意。”

资本配置史上最重大的时刻

◎（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

就是这么几句话，资本配置史上最重大的时刻之一就此开启。自1972年要约后的12年中，辛格尔顿进行着一场史无前例的股票回购狂欢，这对特利丹公司的股票价格产生一种导向作用。这差不多算得上是仅凭一只手就颠覆了华尔街长期秉持的那些信条。

仅仅把辛格尔顿说成股票回购领域的先驱者，那会极大低估这一案例的意义。更准确的说法应该是把他视为回购领域的贝比·鲁斯，在企业金融早期历史中算得上形象高大、如同奥林匹斯众神一般的人物。在20世纪70年代之前，回购股票还不多见且充满争议；传统观念认为，回购表示缺乏内部投资机会，因此被华尔街视为虚弱的标志。辛格尔顿对这一教条视而不见，在1972-1984年的8次荷兰式拍卖回购中，他令人震惊地买回了特利丹公司90%的流通股。正如芒格所说：“从未有人如此积极地回购股票。”

20世纪90年代，回购变得普遍起来，近年来也经常被CEO用以支撑下降的股价。然而，只有以有吸引力的价格进行回购，才能给股东带来增值。不出意料，辛格尔顿干得相当出色，通过历次回购为特利丹公司股东带来的年复合收益率达到令人难以置信的42%。

从青少年时期开始，辛格尔顿就被股票市场深深吸引。乔治·罗伯茨给我讲过一个关于辛格尔顿的故事。第二次世界大战期间，在离开纽约之前，他在一家证券公司的窗前驻足了几个小时，注视着行情显示屏上股票价格滚动。20世纪70年代中期，辛格尔顿终于把握住机会实现了其终生为之奋斗的梦想。当时正值大萧条以来的严重熊市，股票市盈率处于最低点，他直接负责特利丹公司保险子公司的股票投资组合业务。在这一领域，就像之后在收购、运作和回购等领域一样，辛格尔顿发明出一套怪异手法，带来了丰厚回报。

在一次重要的反向操作中，他大胆地重新配置了保险组合中的资产比例，把投资股票的份额从1975年的10%增加到了1981年的77%（非常显眼的数字）。辛格尔顿调整投资组合的手法更加不同寻常，且具有戏剧性。他把股票池中超过70%的资金投资于仅仅5家公司，还不可思议地把其中25%投资给了一家公司（他的前任雇主利顿工业公司）。这种不同寻常的集中投资（一家典型的共同基金拥有超过100只股票）引发华尔街一片哗然，许多观察人士认为辛格尔顿正在筹备新一轮收购。

然而，辛格尔顿却并无此意。仔细观察下他如何投资这些组合还是很有指导意义的。没有例外，他优先持有自己非常了解的公司股票，包括像柯蒂斯-赖特（Curtiss-Wright）这样更小型的联合企业，以及像德士古和联邦医疗保险这样大型能源和保险公司；在投资时，它们的市盈率都处于或接近历史最低点。

查理·芒格谈及辛格尔顿的投资手法时，说道：“就像沃伦和我一样，他喜欢集中化，只买他非常了解的少数股票。”

辛格尔顿退休

©（美）威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

1984-1996年，辛格尔顿的注意力从投资组合管理转向了接班人问题（1986年，他支持罗伯茨接任CEO职务，自己保留了董事长头衔），以及面对特利丹公司各业务部门停滞的业绩，如何最大化股东利益的问题。为了实现这些目标，辛格尔顿使用了新策略，再次震惊了华尔街。

在对分拆的运用方面，辛格尔顿是一位先行者。他相信这既能简化特利丹公司接班人问题（通过减少公司复杂性），也能为股东带去公司大型保险业务创造的全部价值。法耶兹·沙罗菲曾长时间担任董事会成员，他透露辛格尔顿相信“联合有其时，则分拆亦有其时”。分拆的时刻最终于1986年到来，其处女秀则是阿尔戈英雄公司的独立，该公司主要负责特利丹公司的工人赔偿保险业务。

接下来，1990年辛格尔顿分拆了由杰里·杰罗姆担任CEO的Unitrin公司。这是特利丹公司最大的保险业务部门。考虑到那时候Unitrin公司构成了特利丹公司企业价值的主要部分，这是一个意义重大的行动。在杰罗姆及其继任者迪克·维（Dick Vie）带领下，它自上市起就开始为股东创造了丰厚回报。

从20世纪80年代中期到末期，面对能源和特种金属市场周期性下降以及针对公司军工业务的欺诈指控，特利丹公司的非保险业务部门步调放缓。1987年，正值收购和股票价格处于历史高位时，辛格尔顿得出结论：在配置现金流方面，他不会有更好的、回报更高的选择了；于是，他宣布特利丹公司上市26年来的首次分红。对于长期关注这家公司的人来说，这是一起振聋发聩的事件，标志着公司历史上一个新阶段的来临。

继这些成功分拆以及罗伯茨坐稳CEO职位之后，1991年辛格尔顿从董事长之位上退休，专注地经营他那占地广阔的牧场（辛格尔顿与其同时代出生于得克萨斯州的成功企业家一样，对牧场有着独特感情。他的牧场横跨新墨西哥州、亚利桑那州和加利福尼亚州，占地超过4000平方千米）。然而，1996年他回归了，并亲自洽谈了特利丹公司保留下来的制造业业务与阿勒格尼工业公司（Allegheny Industries）的合并事宜，由此回绝了由“黑衣骑士”班纳特·勒波（Bennett LeBow）发起的一次恶意收购。在这些谈判中，根据比利·鲁特里奇（Bill Rutledge）的说法，作为当时特利丹公司总裁，辛格尔顿只关心得到尽可能最好的价格，对于边缘问题，如管理头衔、董事会构成等都忽略不计。结果再一次对特利丹公司股东非常有利：获得了相对于公司的上一个收盘价30%的溢价。

1978年，他对《金融世界》杂志的记者说：“我没给自己揽下任何日常管理工作，这样就用不着遵循任何常规套路。我不用任何固定框框限定自己的工作，而是要保留自由，在任何时间做对公司最有利的任何事情。”辛格尔顿避免制定非常细致的战略计划，而是倾向于保持机动性，保留灵活的选择权。在特利丹公司的一次年会上，他曾经这样解释道：“我知道，许多人都有着非常有力和明确的计划，他们会不顾一切地贯彻执行。但是，我们承受着难以计数的外部影响，其中绝大多数都不可预计。所以我的理念是保持机动灵活。”在非常难得地接受《商业周刊》的采访时，他更加简略地谈了自己的想法：“我唯一的计划就是不断地工作……我喜欢每天调整航线，而不是规划前方通达未来的道路。”

“大地主”约翰·马龙

◎ [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

约翰·马龙绝对是名副其实的大地主，坐拥近万平方公里的土地，是真的可以在自家修“父保”、“妈厨”高速公路的主。不过，这个土财主，却实实在在地是网络经济的奠基人。他从有线电视网络入手，开创了一整套网络经济的指标、策略以及方法，这些东西如今都成了互联网企业的支柱。如果你当初选中马龙，20多年时间，你能获得900倍收益。谁是下一个约翰·马龙呢？

1941年，马龙出生于康涅狄格州米尔福德市（Milford）。他的父亲是一名研发工程师，母亲曾经做过教师。马龙很崇拜自己的父亲，他每周要出差5天走访通用电气公司的工厂。在少年时期，马龙就展示了天生的动手能力，用零花钱买进二手收音机，翻新以后再卖掉。他还擅长运动，在高中参加过击剑、足球和田径比赛。他毕业于耶鲁大学，获得经济学和电气工程双学位。甫一毕业，他就娶了高中时期的恋人莱斯莉。

继耶鲁大学之后，马龙又在约翰·霍普金斯大学获得运筹学硕士和博士学位。他所从事的两个学术领域，即工程学和运筹学都是高度量化的，都致力于优化组合，关注于最小化“噪音”、最大化“输出”。事实上，马龙未来的整个职业生涯都可以看作一种超高效价值工程的扩展练习，最大化输出表现为股东价值，同时最小化来自其他源头的噪音，如税收、管理费用和监管等。

获得博士学位之后，马龙在贝尔实验室找到了一份工作，它是美国电话电报公司旗下一家极有声誉的研究机构，在那里，他专注于研究垄断市场的最优化战略。通过进行大量金融建模，他得出结论：美国电话电报公司应该增加它的债务水平，通过股票回购积极削减普通股基数。这一非正统的建议被美国电话电报公司董事会和葛地接收了（同时也被毫不犹豫地忽略了）。

若干年之后，马龙认定美国电话电报公司那官僚主义的文化不适合自己的，于是他在麦肯锡咨询公司找了一份工作。虽然答应过妻子不会复制他父亲的出差日程表，但他很快发现自己每周有四天在路上，为各色各样500强企业服务。1970年，他的客户通用仪表公司（General Instrument）给了他一个职位，管理杰罗尔德电子工业公司（Jerrold）快速增长的有线电视设备部门，他把握住了机会。那一年他29岁。

在杰罗尔德电子工业公司，马龙积极营建与主要有线电视公司的关系。两年之后，两家最大的运营商同时向他投来了橄榄枝：瓦纳电讯公司的史蒂夫·罗斯和TCI有线电视公司的鲍勃·麦格尼斯。虽然工资要比罗斯给的低60%，马龙还是选择了TCI有线电视公司，因为麦格尼斯给了他更大的认股权机会；也因为在丹佛相对宁静和曼哈顿狂躁的节奏之间，他妻子更喜欢前者。

马龙决定加入的公司有着长期高速增长的历史，但很快会被破产危机所困扰。1956年，在得克萨斯州孟菲斯市，鲍勃·麦格尼斯抵押了自己的房子，买下第一套有线电视系统，从而创立了TCI有线电视公司。这位四处巡游的棉花种子销售商和牧场主在搭便车旅行中了解到有线电视业务。和15年以后的马龙一样，他很快认识到了其诱人的商业特征，尤其是这一行业税收优惠的特点。

提要

1970年，TCI有线电视公司上市；到1973年底马龙加入的时候，它已经成为全美第四大有线电视公司，注册用户达60万。那时候它的债务惊人地达到营业收入的17倍。麦格尼斯意识到，他需要新的管理人才领导公司度过下一个增长阶段。经过一段漫长的“求爱期”，他终于请来了

麦肯锡公司的这位青年才俊。马龙带进 TCI 有线电视公司的是一种各项才能的非同寻常的组合，包括：出色的分析能力、金融方面的老谋深算、对技术的深刻领悟以及敢想敢做的魄力。

一个投资者和资本配置者

◎ [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

1972 年底，市场对有线电视行业的股票热情正浓，TCI 有线电视公司正计划一次增发股票，从而减轻它那高额的债务负担。然而，马龙到任的那几个月里面，整个行业遭到新规章的突然袭击，市场对有线电视公司股票的热情冷却了。这迫使公司撤回了增发计划，并处于一种难以维持运作的负债状态。

1973-1974 年，阿拉伯石油禁运导致流动性突然蒸发了，整个行业处于一种不稳定状态。TCI 有线电视公司有了一位 32 岁的新任 CEO，同时承担着比任何同行都要沉重得多的债务负担，在破产边缘摇摇欲坠。“比鲸鱼的粪便还要低。”马龙以其惯有的直率评价了他在 TCI 有线电视公司的起点。

马龙采取了强硬手段，和麦格尼斯一起花了接下来的好几年时间挡住了债权人，使公司免于破产。他们不停地和银行家们会面。在一次气氛特别紧张的借款人会议上，有那么一刻，马龙把钥匙丢在了会议室桌子上，一边走出会议室，一边说着：“如果你们想要这系统，那就归你们了。”惊慌失措的银行家最终态度软了下来，并同意修改 TCI 有线电视公司的债务条款。

在这一时期，马龙给公司引入了一种新的财务和运营原则。他告诉自己的经理们，如果他们能够每年保持 10% 的用户增长率，同时还能维持利润，他就保证他们可以独立自主。这些年里养成了一种节俭的、创业家式的文化，从企业总部下到现场作业部门，渗透了整个公司。

TCI 有线电视公司的总部看起来不像行业龙头的总部，而它正在重新塑造美国传媒业面貌。公司的办公室装饰简朴，只有不多的管理层、不多的秘书，以及塑胶地板上金属都开始剥落的桌子。公司只有一个接待员和一部自动服务接听电话。TCI 有线电视公司的管理人员出差都待在一起，通常是住在汽车旅馆。COO 斯帕克曼 (J. C. Sparkman) 回忆道：“那些日子里，对我们来说，假日酒店都是一种难得的奢侈。”

马龙视自己为一个投资者和资本配置者，把日常运营的职责委托给了斯帕克曼——他的长期副手。斯帕克曼通过严格的预算审查管理着公司广泛的经营活动，经理们则被要求完成他们的现金流量任务。斯帕克曼这位退役的空军军官以一种近乎军事化的纪律执行着这些目标，只要完成了目标，在工作一线的经理们就有很大的自主权。经理如果没有完成每月任务，就会经常受到四处巡回的 COO 走访，表现差的很快就会被开除。

此番厉行节约的结果是，在很长时间里，TCI 有线电视公司都有着行业最高的利润，并在它的投资人和借款人当中始终享有着“少拿多还”的美誉。翻阅公司早期由分析师发布的报告，可以看到一个反复出现的模式：一个季度接一个季度，现金流和注册用户增长率都略微高于计划。

提要

20 世纪 90 年代早期的有线电视行业差不多算得上是不折不扣的噩耗连连。1990 年美国国会对于高杠杆交易的新立法限制了有线电视行业借入资本；更重要的是，1993 年美国联邦通信委员会加强了对有线电视的监管，取消了有线电视等级。虽然有这些消极的因素，马龙仍然有选择地购入大型有线电视系统，包括维亚康姆 (Viacom) 和联合艺术家有线电视 (United Artists Cable)，并推出新的节目制作网络，包括星光电视台/ 昂科拉电影频道 (Starz /Encore) 以及与鲁伯特·默多克 (Rupert Murdoch) 和福克斯公司 (Fox) 合作的一系列地区性体育网络。

丰硕的果实

◎ [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

1993 年有一个令人震惊的事件促进了公司的发展。马龙与电信巨头贝尔大西洋公司 (Bell Atlantic) 达成协议，以 340 亿美元的股价将 TCI 有线电视公司卖给后者。然而，由于监管力度加强的打击和 TCI 有线电视公司现金流及股价的下跌，此次交易被取消了。随后 10 年中，马龙花了大量时间在核心有线电视业务之外拓展项目。他领导了一个有线电视公司组成的财团，创立了两个大型新实体：一家非常有竞争力的电信服务商 Teleport，和一家与 Sprint 公司合资创办的企业 Sprint/PCS，参与对蜂窝式移动电话基地站的特许经营权竞标。

为了追寻这些新目标，马龙把公司资本和自己的时间投入进这些项目。他相信，它们将为公司的市场主导地位带来杠杆效应，提供丰厚的潜在收益。1991年，他把占到TCI有线电视公司小部分收益的节目制作单位分拆进一家新的实体——自由媒体（Liberty Media），最终他从中获得了很多股份。这是马龙创造的一系列追踪股票（tracking stock）中的首个案例，其他还包括TCI有线电视的合资企业（如Teleport、Sprint/PCS和其他非有线电视资产）和TCI国际（TCI在五花八门的国外有线电视资产中的所有权）。

继斯帕克曼1995年退休之后，马龙把公司有线电视的运营授权给了由布伦丹·克罗斯顿（Brendan Clouston）领导的一个新的管理团队。在克罗斯顿这位前任营销官的领导下，TCI有线电视公司开始聚焦于客户服务，并大手笔地更新老化的有线电视设备。然而到1996年第三季度，TCI有线电视公司的时运相当不好，在其历史上首次出现了注册用户流失，且季度现金流开始下降。马龙对这结果深感失望，他重掌大权，有悖于其一贯作风地对运营进行直接控制。他立刻解雇了2500名雇员，停止了一切固定资产订购，积极重新洽谈节目制作合同。他还解雇了原本被聘用以协助系统升级的咨询人员，并把客户服务的责任交还给了地区系统的经理们。

在1996-1997年的运营危机中，随着马龙的导师和长期合作伙伴鲍勃·麦格尼斯去世，公司控制权变得不确定起来。通过一系列非常典型的复杂交易，马龙与公司一道买下了麦格尼斯所持有含特别投票权的股票，确保了他在TCI有线电视公司最后阶段维持着强有力的控制。

20世纪90年代后期，马龙的若干具有战略性的和非有线电视业务的项目开始结出了丰硕的果实。对于它们收益潜力的估计，他是正确的。1997年，Teleport以令人震惊的110亿美元的价格卖给了AT&T公司，是原始投资额的28倍。1998年，Sprint/PCS合资企业以作价90亿美元的Sprint股票卖给了Sprint公司。1999年，通用仪器公司以110亿美元价格卖给了摩托罗拉公司。

“大地主”约翰·马龙

© [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

巴菲特有一个习惯，那就是投资他所欣赏的高管领导的公司。这个长久习惯让巴菲特的投资组合更加全球化。巴菲特很欣赏付费电视大亨约翰·马龙（John Malone）的领导才能。除了投资马龙的自由媒体公司（Liberty Media）外，巴菲特还持有马龙麾下Liberty Global价值9亿美元的股份。

20世纪90年代后期，马龙把他的注意力转向了给TCI公司找个东家。虽然他热爱有线电视业务，却是一个标准的理智CEO。早在1981年，他就这样告诉分析家大卫·沃格：“我觉得TCI有线电视公司的股票每股可以值到48美元，谁要是出这个价，我就卖给他。”这个目标价格不断在涨，在很长时间里也没人愿意掏钱买它。然而，随着20世纪90年代的发展，马龙发现一些因素在TCI有线电视公司的发展前景上投下了阴影：来自卫星电视的竞争日益激烈、更新公司乡村系统的巨大成本投资、围绕管理层接班的不确定性等。当他收到来自AT&T公司雄心勃勃的新任CEO麦克·阿姆斯特朗（Mike Armstrong）的一份探询时，立即积极启动了对话。非常典型的，他掌控谈判，常常亲自面对AT&T公司的一大堆律师、银行家和会计师。

当两家公司之间的会谈被公开之后，马龙证明了，就像精于收购那样，他也同样精于出售。如里克·赖斯所说：“他把AT&T公司董事会掀翻在地，晃荡出他们口袋里的每枚硬币，这才把他们放回董事会的席位上去。”这笔交易在财务上的体现是12倍EBITDA，每个注册用户价值2600美元，这是不同凡响且引人注目的。公司也无须为其如打满补丁的旧棉被一般老化的乡村系统打折扣。令人毫不奇怪的是，马龙一直对不必要的缴税非常警觉，他把整个交易架构成了一场股票买卖，使得股东得以规避了资本利得税。

除此之外，通过获得董事会9个席位中的6席，马龙保持了对自由媒体节目制作子公司的有效控制，并在AT&T的有线电视系统中，为自由媒体的频道获得了一份有吸引力的、长期的播出买卖。这笔交易是马龙在TCI有线电视公司所推行独特战略的最后响亮验证：为他的股东带来了，令人难以置信的收益。马龙自接掌TCI有线电视公司帅印的21年中，整个有线电视行业有了大幅增长，行业中所有的上市公司都赚得钵满盆满。然而，没有一家有线电视公司的CEO

为其股东创造了如马龙一般的收益。从 1973 年他首次登场，到 1998 年公司被卖给 AT&T，TCI 有线电视公司股东的复合收益率是惊人的 30.3%。与之相对的是，在同一时期，其他上市交易的有线电视公司是 20.4%，标准普尔 500 指数是 14.3%。

从马龙时代开始，投资 1 美元给 TCI 有线电视公司，到 1998 年将变成 900 美元。同样是 1 美元，如果投资给其他上市交易的有线电视公司将价值 180 美元，如果投资标准普尔 500 指数则只值 22 美元。因此，在马龙任期内，TCI 有线电视公司的业绩超标准普尔 500 指数 40 倍，超过其同行 5 倍。

除了精于算计以及像斯波克（Spock）那样的经营方法之外，马龙在创造强有力的企业文化、员工忠诚度方面也取得了成功。他通过激励与自主性的有效结合做到了这点。TCI 有线电视公司有一个非常积极的员工购买股票项目：公司根据员工做出的贡献予以奖励，并邀请组织内部每个层次的员工参与。许多早期员工（据说也包括马龙老资格秘书）都成了百万富翁。这种文化孕育出强烈的忠诚：在马龙当政的前 16 年中，没有一个重要的高级管理人员离开公司。

沃伦·巴菲特和伯克希尔哈撒韦公司

© [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

提要

巴菲特是举世公认的投资之神，并以数百亿美元财富总额高居全球富豪榜前三甲。伯克希尔哈撒韦公司全资子公司的利润，已经远超其在二级市场投资的利润。巴菲特管理者与投资者的身份越发难以区分！伯克希尔哈撒韦公司拥有 27 万名员工，其总部却只有区区 23 人。

伯克希尔哈撒韦公司是一家有着上百年历史的纺织企业，坐落在马萨诸塞州新贝德福德（New Bedford）。当地的蔡斯（the Chaces）家族和斯坦顿（the Stantons）家族共同拥有它，已传承了好几代人。作为新英格兰企业辉煌岁月的遗迹，在 1965 年恶意收购刚刚兴起的时候，这家公司难以置信地成了别人的目标；至少对于公司年过 70、生性顽固的 CEO 斯伯里·斯坦顿（Seabury Stanton）来说，那是恶意的。因为拒绝与那个令人厌恶的富豪投资人会面，斯坦顿给自己惹来了一位异常顽强的对头。

经过一场代理人大战，公司最终还是被那个看起来最不像袭击者的人收购了。他叫沃伦·巴菲特，来自内布拉斯加州，35 岁，招风耳，没什么名气，少年得志。在奥马哈一幢不起眼的办公楼里，巴菲特经营着一家小型的投资合伙企业，此前没有任何管理经验。

不过，他与 20 世纪 80 年代那些臭名远扬的杠杆收购大亨很不一样。首先，他不算特别有恶意，在采取行动前已经和蔡斯家族建立了一种亲近的关系。其次，他也没有利用任何债务杠杆。这与戈登·盖柯（Gordon Gekko）或者是亨利·克拉维斯（Henry Kravis）的做法相去甚远。

伯克希尔哈撒韦公司吸引巴菲特的地方就是，相对于其账面价值，它的价格很便宜。那个时候，在西服衬里这个竞争极其残酷的消费品行业中，公司只占有一个非常脆弱的市场地位，市值只有区区 1800 万美元。从这么个貌不惊人的起点，却产生了史无前例的结果。以长期的股票业绩表现来衡量，相比所有其他 CEO，这个来自内布拉斯加州、以前总留着平头的家伙就像是一个外星人。其天外飞仙一般的收益，居然就起源于这家坐落在新英格兰地区年代久远的纺织企业，而今天它的市值达到了 1400 亿美元。巴菲特最初买下伯克希尔哈撒韦公司时，每股是 7 美元，现在其交易价格则超过了几十万美元。

从这么一个貌不惊人的起点，巴菲特是如何实现惊人转变的？其投资人背景又怎样影响着他对伯克希尔哈撒韦公司的管理呢？这是一个非常吸引人的故事。

巴菲特的出色业绩来源于三个重要相关领域：资本形成、资本配置和运营管理。查理·芒格曾经说过，伯克希尔哈撒韦公司取得长期成功的秘密就在于，它能够“以 3% 的成本形成资金，再通过它们获得 13% 的收益”。对于公司在金融方面取得的成功，这种持续创造低成本资金用于投资的能力显然被外界低估了。值得注意的是，巴菲特总是避免了举债和增发股票，伯克希尔哈撒韦公司的几乎所有资金都是从内部形成的。

公司的资金主要来源保险业子公司，当然，其全资子公司以及偶尔出售的投资业务也会产生不少现金。在伯克希尔哈撒韦公司，巴菲特非常有效地创造出一种资本“飞轮”：从这些来源中获得的资金被用于购买新业务的全部或部分股份，这些业务能产生大量现金，接着再用新产生

的现金进行投资，如此递推。

保险企业对其惊人的增长提供了广阔的回旋余地和重要基础，所以这也是巴菲特最看重的业务。对此，他形成了一种独特的方法，最后被他推广到管理和资本配置的领域。

提要

巴菲特说过：查理和我更愿意赚取波浪起伏的 15%，而不去赚平稳的 12%。毕竟，我们的利润每天都在宽幅波动。为什么我们要求它像地球围绕太阳转动的轨道那么流畅呢？这也概括了我的投资方法。我总是关注较长期间投资组合的最高平均回报，即使在每一年中业绩纪录中经历了很大的波动……

价值投资的忠实信奉者

© [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

1930 年，巴菲特出生于内布拉斯加州的奥马哈。他的家族在该地有很深的历史渊源。其祖父在当地经营着一家很出名的水果行；他的父亲则在奥马哈市中心从事股票经纪的工作，后来成功竞选为议员。巴菲特继承了他们那种草根的个人风格，很早就显现出商业头脑。从 6 岁开始，他就从事过各种各样的“商业冒险”，包括送报员、管理自动售卖机、软饮料转售等，一直做到高中毕业。沃顿公司（Wharton）短期工作之后，20 岁的他从内布拉斯加大学毕业，开始申请商学院。

巴菲特对股票市场一直抱有浓厚兴趣。19 岁那年，他读了本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》；对他来说，从书中所受启发类似使徒保罗在前往大马士革路上的顿悟。一夜之间，巴菲特就成了价值投资的忠实信奉者。他追随格雷厄姆公式，关注那些从统计数据上讲很便宜的公司，并且其交易价格对净运营资本而言有很大的折扣（正如它们为人所知的那个术语“市净率”）。从此开始，他把自己早期“商业冒险”中积累的资金（那时候差不多 1 万美元）运用到这一投资战略之中。被哈佛商学院拒绝之后，他来到哥伦比亚大学师从格雷厄姆。他成为格雷厄姆班级里的明星，获得了这位教授在哥伦比亚大学任教 20 多年时间里给出的第一个 A+ 评分。1952 年，巴菲特毕业。他向格雷厄姆申请到其投资公司工作，却被拒绝了。于是他回到奥马哈，找了份证券经纪人的工作。他向客户推荐的投资首选是政府雇员保险公司，这是一家直接把保险业务卖给政府雇员的汽车保险公司。它最初吸引巴菲特的地方是格雷厄姆担任其董事长职务。不过随着他研究的深入，他意识到政府雇员保险公司不但有着非常重要的竞争优势，还有一个“安全边际”。这是格雷厄姆提出来的一个术语，指的是远低于内在价值的价格；而所谓与内在价值相当的价格则指的是，在完全信息的条件下，精明的买家愿意为这家公司所支付的价格。他把自己的大部分钱都投资到了这家公司，并试图使自己的客户对该公司的股票产生兴趣，不过效果并不理想。他还发现，大体来说，经纪人的工作与他喜欢的投资研究相去甚远。

在这一时期他保持着与格雷厄姆的联系，经常向后者讨教关于股票的问题。到 1954 年，格雷厄姆终于松口，给了巴菲特一份工作。于是巴菲特返回纽约，在格雷厄姆手下工作了两年，研究“市净率”（后来他用了“香烟屁股”这个形象比喻，去描述那些廉价、通常是差劲的公司）。1956 年格雷厄姆解散了自己的公司，转而专注于自己其他的兴趣爱好（包括把埃斯库罗斯的悲剧翻译成英文）。于是巴菲特回到了奥马哈，创办了一家小型的（10 万美元）投资合伙企业，主要客户是他的朋友和家人。不久，他自己的净资产增长到了 14 万美元（多于今天的 100 万美元）。

提要

1965 年，通过巴菲特投资合伙企业，巴菲特买下了伯克希尔哈撒韦公司的控股权。他管理这家公司有 4 年多的时间，并取得了出色的业绩；到 1969 年，随着 20 世纪 60 年代后期那次牛市走到顶点，巴菲特突然解散了公司（并非巧合的是，在同一年特利丹公司的亨利·辛格尔顿也停止了收购）。不过，考虑到那是他未来从事投资活动的潜在工具，他重新买回了对伯克希尔哈撒韦公司的控股权。

另一个重要的转变

© [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

买下伯克希尔哈撒韦公司的控股权不久，巴菲特任命了一位新 CEO 肯·蔡斯（Ken Chace）。

在蔡斯的领导下，通过在前三年里压缩技术创新的投入、变卖多余的工厂和设备，再加上公司业务出现了一波周期性（也是罕见的）盈利增长，公司产生了 1400 万美元现金。这笔资金的大部分被用于收购国家赔偿公司（National Indemnity）。这是一家利基保险公司，通过在损失和赔付发生之前收取的保费收入，公司能以浮存金的形式调动大量现金。巴菲特非常有效率地将浮存金用于各项投资，既买上市交易的证券，也买全资拥有的企业，包括奥马哈市的一份周报《奥马哈太阳报》（Omaha Sun）和伊利诺伊州罗克福德市的一家银行。

与此同时，除伯克希尔哈撒韦公司之外，巴菲特也开始和查理·芒格密切合作。后者也是奥马哈本地人，是一名出色的律师和投资人，也是巴菲特非常信赖的一个人。他的投资活动以西海岸公司（the West Coast）为基础。到 20 世纪 80 年代早期，芒格和巴菲特正式形成合伙关系，芒格出任伯克希尔哈撒韦公司董事会副董事长职务，并担任至今。整个 20 世纪 70 年代，并持续到 80 年代早期，伯克希尔哈撒韦公司年报中持久的主题就是对通货膨胀的担心。当时的传统观点认为，抵御通货膨胀的有效避风港就是硬资产（如黄金、木材之类）。不过受到芒格的影响，巴菲特产生了一种不同的观点，这也是对格雷厄姆传统方法的背离。他用逆向思维认识到，只有资本需求不高又能够提高价格的企业才最适合抵御通货膨胀的侵蚀性后果。

于是他开始投资于快速消费品品牌和媒体资产，它们都有着“特许经营权”、占据着市场的主导位置或拥有知名品牌等。伴随着这种投资标准的转变，巴菲特另一个重要的转变是长期持有，它可以在税收方面获得好处。

很难夸大这次转变的重要性。在其职业的中期，巴菲特从一种已经得到确证的、累积性的投资方法转向了一种全新的方法。前者专注于资产负债表和能够被触及的资产；后者则关注着未来，重视的是收入报表和诸如品牌名称、市场占有率等难以量化的指标。在衡量安全边际方面，巴菲特现在依靠的是现金流折现和资产重置价值，而不是格雷厄姆所钟爱的对净运营资产的计算。差不多同一时期，鲍勃·迪伦也在从原声吉他转向电吉他，并引起很多争议。二者之间颇为相似。

在整个 20 世纪 70 年代，这场结构性的转型在巴菲特对保险资金的投资布局当中体现得最为明显，从中可以看到，媒体公司和品牌消费品公司的比重在上升。截至 70 年代末期，当这场转型完成的时候，巴菲特全资拥有喜侍糖果（See's Candies）和《布法罗新闻报》（Buffalo News），以及《华盛顿邮报》、政府雇员保险公司和大众食品公司的很大一部分股份。

提要

20 世纪 80 年代的前半段，巴菲特逐渐扩大对非上市公司的投资。他在 1983 年以 6000 万美元买下了内布拉斯加家具百货公司，在 1985 年以 3.15 亿美元买下了一家利基行业的企业集团斯科特·费策尔（Scott Fetzer）。1986 年他完成了迄今为止最大的一笔投资，斥资 5 亿美元帮助自己的朋友、首府广播公司的 CEO 汤姆·墨菲收购了美国广播公司。最终巴菲特和伯克希尔哈撒韦公司拥有了这家联合企业 18% 的股份。这也成为继政府雇员保险公司和华盛顿邮报公司之后，他“永久”拥有其股份的第三家公司。

巴菲特的几次运作

© [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

巴菲特从“香烟屁股”转向“专营权”的一笔关键投资就是 1972 年对喜侍糖果公司的收购。巴菲特和芒格花了 2500 万美元买下喜侍糖果公司。当时公司的有形账面价值只有 700 万美元和 420 万美元税前利润。

所以看起来他们支付的价格超过了账面价值的 3 倍（不过只有税前收入的 6 倍）。按照格雷厄姆的标准，喜侍糖果公司太贵了，他肯定不会去碰它。不过巴菲特和芒格认为这是一个受人喜爱的品牌，能够带来可观的投资收益，并具有潜在的定价权。他们迅速安插了一位新的 CEO 查克·哈金斯（Churk Huggins），让他好好利用这次机会。

自从被收购以来，喜侍糖果公司经历了相对低的单价增长。不过得益于其品牌的能量，它能够不断地提高价格，从而在伯克希尔哈撒韦公司投资的前 27 年中，带来了惊人的 32% 的复合收益率（1999 年以后，喜侍糖果公司的收益就不再单独上报）。

在最近的 39 年中，作为一笔 2500 万美元的投资，喜侍糖果公司总共向奥马哈上缴了 16.5 亿美元的活动现金。巴菲特以其伟大的策略对这些现金重新加以配置。喜侍糖果公司为伯克希尔

哈撒韦公司取得成功奠定了坚实基础（非常有趣的是，在产生这些收益方面，购买的价格只起到了相对不大的作用：即使巴菲特和芒格支付了双倍的价格，复合收益率依然是非常诱人的 21%）。

在 1987 年 10 月的市场动荡之前，除了那三家核心企业，巴菲特卖掉了保险资金投资的所有股票。继首府广播公司的交易之后，直到 1989 年，他都没有再进行任何股票投资。在这年，他宣布了伯克希尔哈撒韦公司历史上最大的一笔投资：将相当于伯克希尔哈撒韦公司账面价值四分之一的资金投资于可口可乐公司，买下了后者 7% 的股份。

20 世纪 80 年代末期，巴菲特针对上市公司的可转换优先股进行了少量投资，其中包括所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）、吉列公司、全美航空公司和冠军产业公司（Champion Industries）等。从这些证券中获得分红是享有税收优惠的，这就使得伯克希尔哈撒韦公司获得了诱人收益以及其他潜在的好处，即如果公司的业绩表现良好，就能够转换成普通股。

1991 年，所罗门兄弟公司成为一桩大型金融丑闻的主角，被指控在竞标美国联邦政府财政部证券时操纵价格。巴菲特被招募为临时 CEO，以帮助公司度过困境。在随后的 9 个多月里，他把所有时间都投入进这个项目，安抚监管者，任命了一位新 CEO，并试图理顺所罗门兄弟公司那迷宫一般的薪酬体系。到最后，公司只支付了相对小的一笔罚金，并最终重现以往的繁荣。1996 年底，所罗门兄弟公司以 90 亿美元的价格被卖给了桑迪·威尔（Sandy Weill）的旅行者集团（Travelers Corporation），给巴菲特的投资带来了丰厚的收益。

提要

20 世纪 90 年代初，巴菲特继续在证券市场有选择地进行大型投资，包括买下富国银行（1990 年）、通用动力公司（1992 年）和美国运通公司的许多股票。随着时代的发展，巴菲特一再将注意力转向收购，并在两笔重要的保险业交易中达到高潮：1996 年他以 23 亿美元买下了此前未能全资拥有的政府雇员保险公司，1998 年以价值 220 亿美元的伯克希尔哈撒韦公司股票置换了保险分保商通用再保险公司（General Re）。

沃伦·巴菲特和伯克希尔哈撒韦公司

© [美] 威廉·桑代克 著 许佳 译

20 世纪 90 年代末期和 21 世纪初期，巴菲特抓住时机买下了包括肖氏地毯公司（Shaw Carpets）、本杰明·摩尔涂料公司（Benjamin Moor Paints）和克莱顿之家公司（Clayton Homes）等许多非上市企业。自“9·11”恐怖袭击事件之后，许多这样的公司都在大举抛售。通过中美能源公司（MidAmericanEnergy），他还对电力设备行业进行了大规模投资。这家公司是他和奥巴马时期的老朋友、基威特建筑公司（Kiewit Construction）前 CEO 沃尔特·斯科特（Walter Scott）开办的合资企业。

在这一时期，除了传统的股票市场外，巴菲特在各种各样投资领域都表现得非常活跃。2003 年，他下大赌注（70 亿美元）于垃圾债券，获利甚多，随后又大举抛售。2003 和 2004 年，他以 200 亿美元现金赌美元贬值；2006 年，他又宣布了伯克希尔哈撒韦公司第一笔国际收购：以 50 亿美元买下艾斯塔公司（Istar）。在伯克希尔哈撒韦公司的领导下，这家总部位于以色列，在切削工具和刀片行业居领导地位的制造商日益兴旺。

随之而来是多年按兵不动，直到雷曼兄弟公司破产引发全球金融危机。此后，巴菲特进入了他的投资生涯中最为活跃的阶段之一。他这一阶段的活动，在 2010 年初伯克希尔哈撒韦公司以总价 265 亿美元买下全美最大的铁路公司伯灵顿北方圣达菲集团（the Burlington Northern Santa Fe）中达到顶峰。

所以，我们就得到了差距之大犹如星际间距离的数字。从 1965 年 6 月巴菲特执掌伯克希尔哈撒韦公司到 2011 年，公司股价达到了惊人的 20.7% 的复合增长率，将同一时期标准普尔 500 指数 9.3% 的收益率远远甩在后面。在巴菲特掌权的时候投资给他 1 美元，45 年以后会增值到 6265 美元。（在巴菲特初次从事股票交易的时候投资给他 1 美元则会增值到超过 1 万美元。）同样是这一美元，如果跟踪标准普尔 500 指数则只值到 62 美元。

在巴菲特漫长的任期中，伯克希尔哈撒韦公司的收益率超过标准普尔 500 指数达到了惊人的 100 倍，远远超过了韦尔奇时代的通用电气公司和任何一位同行。

事实证明，巴菲特不仅是其所在时代最伟大的投资人，而且非常有效地管理着伯克希尔哈撒

韦公司不断增长、多元布局的业务部门。在过去 10 年里，伯克希尔哈撒韦公司的每股收益增长迅速；虽然规模庞大、业务多元，公司的经营却非常有效率，就有形资产的收益而言，持续名列《财富》世界 500 强。

实际上，最好把巴菲特看作是一个经理人、投资人或哲学家。他的首要目标就是减少波动。伯克希尔哈撒韦公司众多打破常规的措施都具有这样的共同目标：选择最好的人和业务，减少因经理人、投资人或者是股东的剧烈变动带来的大量金融和人力成本。对巴菲特和芒格来说，在选择与最好的人员和业务保持联系、避免不必要的变动当中，有着一一种非常有说服力的、可意会不可言传的逻辑。这不仅是一条通达出色经济收益的道路，也是一种更为平衡的生活方式。在他们所能够教导的众多经验中，这些长期关系所带来的能量也许是最值得重视的。

17.21. 大空头

电影：大空头

《大空头》(The Big Short)是由美国派拉蒙影业公司发行的传记剧情片，由亚当·麦凯执导，克里斯蒂安·贝尔、史蒂夫·卡瑞尔、瑞恩·高斯林、布拉德·皮特联合主演。

影片根据迈克尔·刘易斯同名小说改编。讲述了华尔街金融危机时四个性格怪异的男人抓住机会，从全球经济衰退中捞取了利润，同时他们还试图阻止全球经济的衰退的故事。

该片于 2015 年 12 月 23 日在美国上映，于 2016 年获得第 88 届奥斯卡金像奖最佳改编剧本奖。片长：130 分钟，对白语言：英语。

2008 年全球金融危机，华尔街几位眼光独到的投资鬼才在 2007 年美国信贷风暴前就看穿了泡沫假象，通过做空次贷 CDS 而大幅获益，成为少数在金融灾难中大量获利的投资枭雄。贾罗德·韦内特（瑞恩·高斯林饰）将一个能把 40 亿美元单子做成 37 亿美元收入的德银代理人，迈克尔·布瑞（克里斯蒂安·贝尔饰）是独眼基金管理人，马克·鲍姆（史蒂夫·卡瑞尔饰）是华尔街世家出身，本·霍克特（布拉德·皮特饰）是康沃尔资本退休银行家。

影片评价

《大空头》并没有呈现出全部内容，影片太侧重描写按揭贷款，而没有充分表现催生泡沫并令危机加剧的更为复杂的经济因素。影片将金融危机主要归咎于华尔街的贪婪，却忽略了不那么邪恶但更令人信服的原因，故事中包含很多枯燥的金融原理，这也是该类题材的电影长期以来被忽视的原因。

影片没有回答更大的问题，次贷泡沫是如何形成的，坚信次贷泡沫永远不会破灭的信念又是怎样形成的。答案在更广泛的宏观经济和社会力量中，但这些因素在电影中几乎没有提及。（《华尔街日报》评）

《大空头》充分发挥专业特长，将美国次级抵押贷款债券及其衍生品的起源、发展直至演变为金融危机的过程融入有趣的故事当中，将次贷担保债务权证、夹层担保债务权证、信用违约掉期等产品的操作技巧和手段娓娓道来，全景式地描绘了一个行业和其中形形色色的人物与故事，形成了混乱的交易网，从一个角度揭示了危机的原因和真相。（郑州日报评）

该部金融喜剧把一堂信息量密集的课程变成一出后现代闹剧，电影在讲述上有一种不容忽视的愤怒感，但导演为了抓住观众的注意力尽量把节奏放的非常快，就像是一边读着凯恩斯一边骑着摩托车在跳火圈。（《综艺》评）

17.22. 华尔街之狼

电影《华尔街之狼》The Wolf of Wall Street 是马丁·斯科塞斯执导的一部喜剧片，莱昂纳多·迪卡普里奥，玛格特·罗比，乔纳·希尔领衔主演。上映时间 2013 年 12 月 25 日

影片讲述的是华尔街传奇人物乔丹·贝尔福特的故事，这位股票经纪人曾在三分钟内赚取 1200 万美元，31 岁时就拥有亿万家产。影片根据乔丹的个人回忆录改编，讲述了他游走在法律边缘的发家生涯以及迷失于性和毒品的沉沦生活

影片通过乔丹·贝尔福特（莱昂纳多·迪卡普里奥饰）的讲述拉开，他富得流油，拥有长岛一

栋海景豪宅和性感尤物妻子。镜头闪回到 1987 年，那时的乔丹刚进入华尔街一家大公司，是一名低级职员。他的老板马克·哈纳（马修·麦康纳饰）向他传授了成功秘诀，那就是性和海洛因对于在华尔街立足是不可或缺的。然而就在乔丹取得证书，成为正式的股票经纪人不久，这家公司就在那场著名的“黑色星期一”股灾中破产了。

失业的乔丹在当时妻子泰蕾莎（克丽丝汀·米里奥蒂饰）的提议下，来到长岛的一家小型股票经纪所工作。由于经手的都是非常廉价的股票，这里没有引起监管部门的注意。乔丹的巧舌如簧的忽悠技巧令小公司的老板和同事惊为天人。乔丹还与住在同一栋公寓的推销员多尼·阿佐夫（乔纳·希尔饰）交上了朋友，两人合伙开设了一家股票公司，最初员工都是乔丹的亲朋好友，其中不乏一些大麻贩子。公司赚钱的方式就是依靠电话推销低价股，用欺诈性的股票销售来欺骗投资者，表面上却有着一个大气如百年老店的名字斯特拉顿·奥克芒。随着公司发展壮大，乔丹成了名人，《福布斯》杂志给了他“华尔街之狼”的绰号。很多二十几岁的天真热情的年轻人都来到奥克芒追随乔丹的销售信条：卖出或去死。

与此同时，乔丹真正实现了从前的老板哈纳向他描述的那种奢靡生活，妓女们在他的办公室随便出入，对海洛因和安眠酮的上瘾只让乔丹觉得自己是世界之王。乔丹因与娜奥米（玛歌特·罗比 饰）出轨而与发妻离婚。再次结婚后，乔丹和娜奥米很快有了个女儿斯凯拉。不过在这时，也有一位名叫帕特里克·德汉姆（凯尔·钱德勒饰）FBI 探员盯上了乔丹和奥克芒。

通过为鞋业公司史蒂夫·马登进行股权融资，乔丹一夜之间赚到了 2200 万美元。他通过不法银行家让·雅克·苏里尔（让·杜雅尔丹饰）的帮助，把这笔钱存到瑞士的银行，用的是娜奥米的英国姑妈爱玛（乔安娜·林莉饰）的名字。然而在往国外运送钱的时候，多尼搞砸了，他和布拉德·博德尼克（乔·博恩瑟饰）在街头闹事，后者被警察抓了起来。乔丹的计划险些暴露。

多尼心里过意不去，带着一盒强劲的安眠酮来找乔丹谢罪。两人服用了超过的剂量，身体和神经失去了控制。在一片混乱之后，多尼差点死去，而乔丹也得知了自己家的电话已被警方窃听。乔丹的父亲麦克斯（罗伯·莱纳饰）劝他尽早离开奥克芒以躲避牢狱之灾。然而在告别宴会上，乔丹忽然改变了主意决定留下来，这让他的员工们士气高涨。

驾驶着游艇和妻子、多尼一家在意大利度假的途中，乔丹得知爱玛因心脏病病逝。在开往瑞士的途中，船遭遇了风暴。九死一生之后，乔丹认为他领悟到了上帝的指示：这时是他急流勇退的时间到了。平稳地度过了两年，乔丹还是在德汉姆戴上了手铐，原来是银行家苏里尔把他出卖了。为了争取减刑，乔丹也开始出卖他之前的同事和朋友，而当中第一个就是与他情同手足的多尼。在内华达一所监狱里服刑 36 个月之后，乔丹重获自由，之后去了新西兰，成为一名传授推销技术的演讲师。

17.23. 火柴人

电影：火柴人

《火柴人》（Matchstick Men）是由华纳兄弟公司、ImageMovers 等联合制作的剧情片。该片由雷德利·斯科特执导，尼古拉斯·凯奇、山姆·洛克威尔、艾莉森·洛曼等参加出演。该片于 2003 年 9 月 12 日在美国上映。

该片根据艾瑞克·加西亚的同名小说改编。讲述了罗伊和弗兰克的骗子生涯的故事。

罗伊（尼古拉斯·凯奇饰）与弗兰克（山姆·洛克威尔饰）是一对合作无间的骗徒。骗术精湛而老练的罗伊，以及深具企图心的弗兰克，两人以贩卖滤水器为诈骗手段。上当的买主为了获得这对骗徒所声称的虚构赠品；包括车子、珠宝、海外旅游等等；通常花超过十倍以上的金钱购买廉价的滤水器。这些小骗局让这两个火柴人赚进可观的财富，进一步变成谋利的合伙关系。

罗伊认为自己的工作是一项艺术，不是诈骗。因为所有的受害者都是经由他的说服，自愿地把钱拿出来给他，他既没有偷也没有抢。他一直用这样牵强的理由掩饰自己心中的罪恶感。另一方面，罗伊的私生活并不顺利。他患有强迫症及广场恐惧症，除了行骗外，他过着深居简出、没有任何朋友的生活。罗伊感到疾病深深威胁到自己的专业领域，于是他开始寻求心理分析师的帮助，以期能够尽快恢复自己的骗徒生涯。

在心理医生的帮助下，罗伊找到了他失散多年的女儿安吉拉（艾莉森·洛曼 Alison Lohman

饰)。女儿的出现改变了他的生活，让他慢慢感到了做父亲的乐趣。但他并不想让女儿知道他的职业。

但是纸毕竟包不住火，女儿知道了他的秘密，并展现出极其出色的欺骗才能，罗伊决定将他一身的本领都传给女儿。

很快，一庄“大买卖”来了，父女、伙伴齐上阵，结果将如何呢？

《火柴人》，是部经典骗片。

就是演骗子的电影。

主人公，名叫罗伊，他是诈骗界的老前辈，带着个学生塌塌实实坑蒙，认认真真骗人。虽然骗术高超，但他内心忐忑不安，导致自己患上极严重的广场恐惧症和洁癖，不敢呆在室外，更不能容忍屋子里有一粒尘灰。

有洁癖的人，只能独处。可是忽然有一天，有个漂亮任性的女孩跑来了，说：嗨，罗伊，我是你的女儿安吉拉，14年前，妈妈怀着我和你分居了，现在我长大了，刚刚和妈妈吵了架，所以要搬到你这里来住。

什么……天上掉下来个古灵精怪的女儿，顿时就让患有严重洁癖的罗伊崩溃了。

小女孩安吉拉，就不由分说霸占了罗伊的家，她聪明又任性，搞得罗伊每天泪流满面。

很快，安吉拉发现了父亲的营生，就吵着闹着，非要逼父亲教她学习骗术。罗伊死活不肯，但最终抵抗失败，被迫传授了女儿骗界八大秘法。

《火柴人》中最重要的部分，就是罗伊传授给女儿的八骗术，只占了三秒时间——扮演罗伊的演员，以飞快的速度，把技法说完。

之所以语速飞快，就是要让观众听不清楚。

——怕观众学到手，回家骗老婆。

但导演真的想多了，这骗术八招，不过是非常严肃、正经的学问。

不完全信息条件下的博弈均衡！

——不过是人性的认知体系。

真的，影片《火柴人》中，父亲传授给女儿的心法，一点也不暗黑。

光明得一塌糊涂。

不信我们来看看：

——第一条：无论你做什么，只有百分之十的可控因素，百分之九十以上，都是不可控、不确定的。

这一条，实际上是我们传统文化的精华，不如意事常八九，可与人言无二三，此言于我们有戚戚焉。

为什么不如意事常八九呢？

因为这个世界上，不止是你一个人，你按照自己的想法安排世界，别人也按他们自己的。你能够控制的只有自己的手和脑，但控制不了别人。而且人性的规律是，越是控制不了自己的人，越是想要控制别人。但哪里有压迫，哪里就有反抗，哪里有控制，哪里就有抬杠。所以每个人的心愿想法，终将在社会博弈的大趋势前，落花流水春去也，只落个满心悲凉。

——第二条：无论多好的计划，一定会出状况。

说过了，计划只是你的想法，你不是上帝，所以计划必然会遭遇阻隔。

——第三条：任何计划都需要足够的弹性，要会随机应变。

许多人计划长得丑，但是心里想得美，结果一遭遇到现实的阻隔，就心灰意懒的放弃了。但只有放弃才是真正的失败，所谓坚韧并不是一根筋，并不是一条道走到黑，而是因应博弈态势的变化，做弹性修订。

——第四条：你唯一能控制的，就是你选定的目标。

所谓成功的人生，或是智慧的人生，不过如逆水行舟，控制自己能够控制的，随着环境的变化而选择更优的策略。

——第五条：永远别跟那些不买你东西的人斗。

……可能你会想，我又不是网店卖家，和别人斗一斗又会怎样？

下一条会告诉你，这样想你就错了！

——第六条，所有人都是卖家，都在推销自己。

真的是这样，所有人的所有言谈举止，不过是想让别人承认自己，接受自己。希望自己的表现，能够赢来重情的朋友，赢来知心的异性伴侣，我们所做的一切，都是为了获得这个世界的点赞认可。

我们都是自己的推销员，不认真吆喝，就会把自己砸在手里。

——第七条，言多必失，疏不间亲，要提防你不知道的隐秘利益同盟体。

这个世界的利益关系，堪称是盘根错节错乱不堪。除了现实的亲友之外，你根本不了解他人的私密生活，不了解人与人之间，隐秘的复杂关系。所以做事要光明，经得起人前人后的议论。做人要磊落，不可怀偏狭小人之心，让自己的形象与信用破产。

——第八条：你得确定，对方不会反过来摆你一道。

九成九的年轻人，都吃过这样的亏。自己对别人倾心交纳，结果反被对方掌握主动，反手一巴掌拍死你。这事儿真的不能怪别人，当你把软肋暴露出来，无异于向对方挑衅呼喊：来吧，来拍死我呀，你不拍你就不是你娘养的……所有曾遭暗算的朋友，想想你是不是也曾按捺不住拍死对方的愿望？

人性如此，须善护自身。

总结一下人性的认知体系，这是比之于任何道理更有价值的。

——第一条：无论你做什么，只有百分之十的可控因素，百分之九十以上，都是不可控、不确定的。

——第二条：无论多好的计划，一定会出状况。

——第三条：任何计划都需要足够的弹性，要会随机应变。

——第四条：你唯一能控制的，就是你选定的目标。

——第五条：永远别跟那些不买你东西的人斗。

——第六条，所有人都是卖家，都在推销自己。

——第七条，言多必失，疏不间亲，要提防你不知道的隐秘利益同盟体。

——第八条：你得确定，对方不会反过来摆你一道。

知道这八条，你就知道了人性的陷坑之所在。

易涨易褪山溪水，易反易复小人心——来看看开篇的年轻人，他是如何把发小逼成反复无常的小人的。

他轻率的把投资拿给发小，由任发小牵着鼻子去借高利贷，就是因为他不知道自己的经营目标，只有十分之一的把控力度。不知道事情百分百会出状况，缺乏弹性，没有应变。这些智力不足的表现，让发小不再信任他，只能当即清仓出货，他眼中的人性阴暗，不过是对方的明智之选。

——虽有这次挫折，但当事人还年轻，当他从错误中振作起来，就会有着更多更大的机会，和可能。

再看看《火柴人》电影中的情节。

当主人公把这些招术，倾囊以授之时，却万万没想到，他正跌入到自己挖下的陷阱中。他违背了八大法则的第七条，不知道自己身边，那些貌似无关的人，实际上是一个利益同盟，结果把他的棺材老本，都给输了个精光。

主人公通过此事，发现了人生的真谛，从此洗心革面，和美女老婆过上了萌萌哒生活——他终于意识到，智慧，应该让人生活得更幸福，更美好。

而不是相反！

人生太复杂，太有趣，太精彩。

真正有意义的人生，其实无所谓失败。许多人眼中的失败，不过是人生试错时所感受到的巨

大失落。真正有价值的人生，也无所谓成功，成功不过是又一个起步的节点，一个步向高潮的起始。其实人生最美丽的，莫过于沿途的风景。之所以常言奋斗，只是为了走出更远的路，以智慧之心，看无边繁花。

八万四千法门，不过一心。心外无理，心外无物。实际上我们的一生，都是走在自己的心里，走在自己对人性的认知上。凄苦的感受，不过是受惑于如花的青春、满天的浮云。世界原本通明剔透，但疏离于人性认知的心，犹如闭合之眼，总也走不出无尽的伤怨。就从现在开始吧，睁开双眼，凝视深渊，与善偕伴，境随心转，就知道人世间的所有法则规范，不过是笙歌落尽的平和淡然。

17.24. 成为沃伦·巴菲特

电影：成为沃伦·巴菲特

导演：彼得·W·孔哈特 / 布瑞恩·奥克斯

编剧：克里斯·庄

主演：沃伦·巴菲特 / 苏珊·巴菲特 / 比尔·盖茨

类型：纪录片

制片国家/地区：美国

语言：英语

上映日期：2017~01~30（美国）

片长：90分钟

身价净值超过 600 亿美元，沃伦·巴菲特是真正的独一无二的亿万富翁。这位传奇般的投资者仍旧住在他位于奥马哈的小房子里。今年 86 岁的他，每天都开车去到办公室管理世界第五大上市公司伯克希尔·哈撒韦公司。但比起他低调的生活方式，更令人惊讶的是他的道德情操。他庄重和正直的人格魅力让他累积了巨额财富，并在一次史上最大型的慈善活动中，捐出了所有财产。《成为沃伦·巴菲特》这部影片讲述了一个来自内布拉斯加州的小男孩成为世界上最受人尊敬的男人之一的成长史，以及引导他的幕后贵人。影片为独家拍摄，包含沃伦·巴菲特从未曝光过的家庭影像，沃伦·巴菲特将带领大家思考，当金钱不再有意义时，什么才是最重要的？

17.25. 大而不倒

《大而不倒》（Too Big to Fail）是美国 HBO 有线电视频道出品的剧情片，由柯蒂斯·汉森执导，托弗·戈瑞斯、保罗·吉亚玛提、比利·克鲁德普等主演，于 2011 年 5 月 23 日在美国上映。

该片改编自安德鲁·罗斯·索尔金的畅销书《大而不倒》，讲述了 2008 年的金融危机以及其中涉及的几位权力人物。该电影于 2011 年 5 月 23 日在美国上映。

影片讲述了于 2008 年爆发的全球金融危机，以美国财政部长汉克·保尔森（威廉·赫特饰）为主要线索，记录了在几周之内决定全球最大经济体命运的权力人物的决策与行动。为拯救全球经济，摆脱金融困境，不仅保尔森倾尽全力，美联储主席本·伯南克（保罗·吉亚玛提饰）、纽约联邦储备银行行长蒂姆·盖特纳等人也动用了自己的私人关系和渠道。除此之外，沃伦·巴菲特（爱德华·阿斯纳饰）、投资银行家、英国监管机构以及几乎所有的国会议员都参与到了这场没有硝烟的金融大战中。

《大而不倒》是 2010 年 9 月中国人民大学出版社出版发行的图书，作者是安德鲁·罗斯·索尔金。该书由巴曙松、陈剑等译，本书展现了金融危机发生之后美国主要监管机构和投行的众生相。

在这部作品中，你可以看到雷曼是如何一步步地自断生路，监管机构是如何在“政治正确”的牵绊下做出选择，各大投行又是如何在人人自危的环境下力求自保。前所未有的访谈，不曾公开的华尔街决策内幕，揭示了美国经济萧条如何发展成全球金融危机，再现了从银行到政府再到整个美国身处金融危机第一现场的反应。

英国《金融时报》：“这是一部震撼的金融史诗。”

《经济学家》杂志评论：“《大而不倒》让人手不释卷！”

《纽约时报》：索尔金以惊人的记录和生动的叙述，让读者身临其境。

《商业周刊》：本书带来了不同寻常的戏剧情节、内部访问和令人信服的细节。这是一本深入研究金融危机的实录。

《彭博新闻》：它读起来就像一部惊悚片。

《金融时报》：也许很多人会讲述更多的距离和角度，但作为一部拥有特写镜头的戏剧，索尔金的书是很难被超越的。

《泰晤士报》：全面而令人不寒而栗。

对直接卷入金融危机的 200 多人长达 500 多个小时的采访，使得本书成为了第一本最详实地记录了金融危机这一最具悲剧色彩的当代历史事件的读本。

本书在美国一经出版便赢得了市场和口碑。股神巴菲特曾专程为本书制作了一张巨幅海报送给作者：“恭喜，你的书将比这张海报更大！”并在哥伦比亚大学公开赞扬：“这是一本很棒的书。”该书及其作者也是股神巴菲特在 2010 年的致股东的信中，提及的一位作者和一本书。

18. 股票投资案例

18.1. 巴菲特 1951 年 政府雇员保险公司 GEICO

GEICO 的全称为政府雇员保险公司，主要经营汽车保险，创建于 1936 年，创始人为古德温夫妇，初始的顾客群主要为事故率低的政府雇员和军官等，采取直接邮寄保单的销售方式，没有保险代理商，其销售成本比有销售代理商的保险公司低约 10%~25%，因此有显著的竞争优势。

1948 年，本杰明·格雷汉姆成为 GEICO 的大股东之一。1950 年，作为一名研究生和格雷厄姆的学生，巴菲特拜访了 GEICO，正巧副总裁戴维森在加班，接待了巴菲特，戴维森花了 4 个小时，详细向巴菲特解释了保险公司的运营方式，告诉巴菲特 GEICO 的核心竞争优势在于直销模式带来的低成本优势。

1951 年，巴菲特回奥马哈做股票经纪人，他认为当时 GEICO 的股票很有吸引力，开始不断买入 GEICO 的股票，并向周围投资人推荐 GEICO，到 1951 年底，巴菲特共买入了 350 股，总购买价为 10282 元，平均买入价为 29.4 元，超过 50% 的资产投在了这个公司的股票上。当时 GEICO 的股价约在 40 美元上下波动，总市值约 700 万美元，巴菲特认为 GEICO 的竞争优势和浮存金投资能力，使得其内在价值不低于保费收入。

1952 年，巴菲特以总价 15259 元全部卖出了 GEICO 的股票，原因是当时他看中了一家更有吸引力的公司股票，这家公司叫西部保险证券公司，其每股利润约 2.9 美元，而股价才 3 美元，市盈率约 1 倍。但是 GEICO 在其后继续快速成长，20 年后，巴菲特当时持有的 350 股已经价值 1300 万。

70 年代，戴维森的继任者犯了一连串错误，低估了保险理赔的成本，使得销售的保单价格过低，导致公司濒临破产。1976 年，GEICO 的亏损高达 1.9 亿美元，董事会解雇了管理层，之后找来拜恩担任总裁。拜恩需要筹集 7600 万美元来拯救这家公司，但当时没人愿意伸手援助。GEICO 的股价曾一度达到 61 美元，不过现在股价只有 2 美元。巴菲特心动了，他拜访了拜恩，经过交谈，他十分认可拜恩的能力，并认为 GEICO 的核心优势并没有消失。第二天，他命令买进 50 万美元的 GEICO 股票，并指示只要市场上有出售就立即买进，共买入了约 400 万美元。

拜恩拜访了华尔街的银行们，吃了闭门羹，最后找到当时规模还很小的所罗门兄弟公司，拜恩滔滔不绝的罗列他们应该出钱的理由，说的口干舌燥、唾沫横飞，所罗门的经理最后说：我会承保的，除非你闭嘴。所罗门公司承担了 7600 万美元的可转换股票保险，使得 GEICO 解了燃眉之急。此时，巴菲特更是加紧买入 GEICO 的股票，几周之后股价就增长了 3 倍，上升至约每股 8 美元。

1980 年，巴菲特再次大笔买入 GEICO 的股票，总共持有 720 万股，占 GEICO 的总股本的

33%，总成本 4713 万美元，平均每股 6.67 元。至 1980 年底，GEICO 的总市值为 3.1 亿美元，总股数为 2100 万股，股价约为 14.8 元，当年保费收入约为 7 亿美元，净利润约为 6000 万美元，每股净利润约为 2.9 元，市盈率约 5 倍。

随后 15 年，GEICO 不断回购公司股票，使得伯克希尔的股权占比不断提高。1995 年，伯克希尔的股权占比已经提高至 50%，并花费 23 亿美元收购了剩余 50% 的股份。

1980 年投资的 4700 万，到 1995 年价值 23 亿，15 年时间价值成长了约 49 倍，年均复合收益率约为 29.6%，在危机时刻对核心优势的精确把握成就了令人生畏的投资业绩。

保险行业的产品难以做到显著差异化，所以竞争非常激烈，导致周期性的盈利和亏损，其核心竞争优势在于成本。GEICO 直接销售的商业模式形成了持续的低成本优势，当保险业供大于求时，各公司竞相压价，但成本最低的公司仍然能够盈利，成本高的公司遭到淘汰，当市场供求关系逆转时，成本最低的公司率先复苏。另一方面，保险公司的浮存金投资能力也是其核心能力之一，从 1980 年到 1995 年的这段期间，GEICO 的年平均投资报酬率高达 22.8%，同期标普 500 指数只有 15.7%。

巴菲特致股东信：

1980 年：目前我们不具控制权的股权投资最大的部位就是持有 33% 股权，约 720 万股的 GEICO，通常若持有一家公司股权达到这样的比例（超过 20%），便必须采用权益法每年依比例认列其投资损益，但由于伯克希尔当初系依照政府部门一特别命令购买该公司股份，其中规定须将此投票权交由一公正第三方管理，所有失去投票权，意味伯克希尔对 GEICO 不具实质控制权。

当然认不认列损益对伯克希尔及其股东而言，并不影响其实质的经济利益，这些盈余的实际价值将取决于运用它们的 GEICO 经营阶层能力的高低。

关于这一点，我们再满意不过了，GEICO 可说是投资业界的最佳典范，它具有难以模仿的行业优势，同时加上高超的资金管理技巧。

如你所见到的，我们的持股成本约 4,700 万美元，分别是在 1976 年与 1980 年分两次投入，依实际配息情况，我们每年约从 GEICO 认列 300 万元的利益，但实际上每年可分得的盈余却高达 2,000 万元，换言之，我们光是在该公司未分配的盈余就达伯克希尔帐面盈余的四成左右。

另外我们必须强调的是我们完全赞同 GEICO 经营阶层将剩下属于我们的 1,700 万保留起来未予分配的作法，因为在此同时，GEICO 于近两年内陆续买回自家股票，使得该公司流通在外的股份由 3,400 万股缩减至 2,100 万股，**增进了原有股东的权益，如此对待股东的方式实在是无话可说。

过去几年我们一再提到买进那些具有转机题材的行业令人大失所望的结果，这些年我们大约接触了数百家这样的公司，最后不管是真正投入与否，我们都持续追踪其后续发展，在比较过预期以及实际的表现后，我们的结论是，除了少数的例外，当一个赫赫有名的经营者遇到一个逐渐没落的夕阳行业时，往往是后者占了上风。

GEICO 或许是一个例外，自 1976 年几乎破产的边缘东山再起，从经营阶层 Jack Byrne 上任的第一天起优异的表现，正是它能获得重生的最大因素。

当然即使身陷于财务与经营危机当中，GEICO 仍享有其最重要的行业竞争优势也是重要关键。

身处于广大市场中（汽车保险），不同于大部份行销组织僵化的同业，一直以来 GEICO 将自己定位为低营运成本的公司，所以能够在为客户创造价值的同时，也为自己赚进大把钞票，几十年来都是如此，而即使它在 70 年代中期发生危机，也从未减损其在此方面的经济竞争优势。

GEICO 的问题与 1964 年美国运通所爆发的色拉油丑闻事件类似，两家公司皆为一时之选，一时的打击并未毁掉其原本的经济基础，就像是一个身体健壮的人得到局部可切除的肿瘤，只要遇到一位经验丰富的医生，就能化险为夷。

不论怎么说，我们还是很高兴能够以 4,700 万美元的代价买到 GEICO 的持股，因为透过谈判购并方式想要买下一家类似具经济特质与光明前景，且每年可创造 2,000 万盈余的公司，

至少得花上 2 亿美金（有些行业的要价可能还更高），虽然 100%的持股更可使所有权人得以掌握公司的生杀大权，同时也会企业总部带来一些乐趣（这点通常比较少人会提到）。

对于保险业规定，我们只能取得绩优企业的部份少数股权（以远低于买下整家企业的价格投资），（这代表我们不能更换经营阶层、无法对资金做重新配置甚至处分公司），我们从来就不会感到任何不妥，在企业经营的世界里，Jack Byrnes 或 GEICO 都算是少数，能够以伙伴的关系与它们共同合作有何不可呢？

1982 年：GEICO 持续以追求效率与客户服务的热诚所管理，而这也保证公司非凡的成功，Jack Byrne 与 Bill Snyder 成就人类最微妙的目标～让事情单纯化并牢记你所欲达成的目标，加上业界最优秀的投资经理人 Lou Simpson，我们很满意这种最佳组合，GEICO 是前面我们所提及过度供给的大众化商品高获利特殊情况的最佳典范，它是一家具有既深且广的成本优势的公司，我们在该公司 35%的权益代表约二亿五千万的保费量，远大于我们直接取得的数量。

1983 年：GEICO 在 1983 年的表现之好，其程度跟我们自己掌管的保险事业差劲的程度一样，跟同业平均水准 111 相比，GEICO 在加计预估分配给保户的股利后的数字为 96，在这之前我从不认为它能够表现的如此之好，这都要归功于优异的企业策略与经营阶层。

Jack 与 Bill 在承销部们一贯维持着良好的纪律（其中包含最重要的适当地损失准备提列）而他们的努力从新事业的开展有成获得了回报，加上投资部门的 Lou Simpson，这三个人组成了保险业的梦幻队伍。

我们拥有 GEICO 大约三分之一的股权，依比例约拥有 2.7 亿元的保费收入，约比我们本身所有的还多 80%，所以可以这么说我们拥有的是全美最优质的保险业务，但这并不代表我们就不需改进自有的保险业务。

1984 年：至于 GEICO 的消息与往常一样大致上都不错，这家公司 1984 年在其主要业务的投保户大幅增加，而其投资部们的表现一样优异，虽然承销结果不尽理想，但仍较同业突出，截至去年底我们拥有该公司 36%的权益，若以其产险总保费收入 8.8 亿计，我们的部份约有 3.2 亿左右，大约是我们自己承保量的 2 倍。

过去几年我一再提醒各位 GEICO 的股价涨幅明显超越其本业的表现，虽然后者一样杰出，GEICO 在我们公司的帐面价值成长幅度大于该公司本身内含价值的成长幅度，而我同时也警告各位这种情形不会年复一年地一再发生，总有一天其股价的表现将逊于本业，而这句话在 1984 年应验了，去年 GEICO 在伯克希尔的帐面值没什么变动，不过其公司的内含价值却大幅增加，而由于 GEICO 代表着伯克希尔 27%的净值，当其市场价值迟滞不前，直接便影响到伯克希尔净值成长的表现，但我们对这样的结果并不会觉得有什么不好，我们宁愿要 GEICO 的企业价值增加 X 倍而股价下跌，也不要公司内含价值减半而股价高涨，以 GEICO 这个 case，乃至于我们所有的投资，我们看得是公司本质的表现而非其股价的表现，如果我们对公司的看法正确，市场终将还它一个公道。

所有的伯克希尔股东皆由于 GEICO 的经营团队，包括 Jack Byrne、Bill Snyder 与 Lou Simpson 而获益良多，在他们的核心事业～低成本的汽车与房屋住宅保险，GEICO 拥有显著且持续的竞争优势，这在一般业界并不多见，可谓投资人的稀世珍宝（GEICO 本身正说明的这一点，优秀的经营团队将所有的重心放在核心事业以维持高获利能力），GEICO 核心事业所产生的资金大部份皆交由 Lou Simpson 来投资，Lou 是一个情绪与理性兼具的罕见人才，这项人格特色使其在长期投资方面有杰出表现，即使承受的较低的风险，其投资报酬却较同业表现要好的许多，我对以上三位杰出经理人表达赞赏与感谢之意。

1985 年：伯克希尔持有 38%股权的 GEICO 公司，在保费收入成长与投资收益方面皆表现突出，但在承保结果与其过去高标准相较却表现平平，私家小客车与住宅房屋险是去年度恶化最厉害的险种，GEICO 也难逃一劫，虽然它的成绩比起其它主要的竞争对手要好得多。Jack 在年中离开 GEICO 去主持消防人员基金，留下 Bill 与 Lou 担任正副董事长，Jack 之前挽救 GEICO 免于破产的表现卓著，他的努力使得波克夏获益良多，我们欠他的实在是数不清。其中还包括吸引许多优秀的人才，他找到具有跟他一样特质的经营阶层来继承他，使得他对公司的贡献与影响力超过他实际的任期。

1986年：由 Berkshire 持有 41% 股权的 GEICO 公司，在 1986 年表现相当突出，就整个行业而言，个人险种的承保表现一般来说不如商业险种，但以个人险种为主要业务的 GEICO 其综合比率却降低到 96.9，同时保费收入亦成长了 16%，另外该公司也持续买回自家公司的股份，总计 1 年下来流通在外的股份减少了 5.5%，我们依投资比例所分得的保费收入已超过五亿美元，大约较三年前增加一倍，GEICO 的帐是全世界保险公司中最好的，甚至比 Berkshire 本身都还要好，GEICO 之所以能够成功的重要因素，在于该公司从头到脚彻底地精简营运成本，使得它把其它所有车险公司远远抛在脑后，该公司去年的费用损失占保费收入的比例只有 23.5%，许多大公司的比例甚至比 GEICO 还要多出 15%，即使是像 Allstate 与 State Farm 等车险直销业者成本也比 GEICO 高出许多。

若说 GEICO 是一座价值不菲且众所仰望的商业城堡，那么其与同业间的成本与费用差异就是它的护城河，没有人比 Bill，也就是 GEICO 的主席，更懂得如何去保护这座城堡，靠着持续降低成本开支，他不断地将这个护城河加大，使得这城堡更加稳固，过去两年间，GEICO 创造了 23.5% 超低成本率，展望未来，这项比率仍将持续下降，若能够同时再兼顾产品品质与客户服务的话，这家公司的前途将无可限量，另外 GEICO 这一飞冲天的火箭，同时由负责投资部门的副主席 Lou Simpson 点燃第二节燃料仓，比起 Lou Simpson 于 1979 年接掌该公司投资部门后的绩效，身为母公司伯克希尔投资主管的我，实在觉得有点汗颜，而也因为我们拥有这家公司大部分的股权，使我在向各位报告以下数字时，能够稍微心安理得一些。

必须再次强调的是以上的数字不但是漂亮极了，更由于其稳定成长的态势，Lou 能够不断地找到价值被低估的股票加以投资，所以风险相对很低，也很少会产生损失，总而言之 GEICO 是一家由好的经理人经营的好公司，我们很容易能与他们一起共事。

1987年：有时候股票市场让我们能够以不可思议的价格买到绩优公司部份的股权，远低于协议买下整家公司取得控制权的平均价格，举例来说，我们在 1973 年以每股 5.63 元买下华盛顿邮报的股票，该公司在 1987 年的每股盈余是 10.3 元，同样地，我们分别在 1976、1979 与 1980 年以每股 6.67 元的平均价格买下 GEICO 的部份股权，到了去年其每股税后利润为 9.01 元，从这些情况看来，市场先生实在是一位非常大方的好朋友。

1990年：到目前为止，伯克希尔算是资金成本相当较低的公司，我们拥有 48% 股权的 GEICO 的资金成本更低，且通常每年都享有承保获利，GEICO 藉由不断地成长提供越来越多的资金以供投资，而且它的资金成本还远低于零成本以下，意思是说 GEICO 的保单持有人不但要先付保费给公司而且还要支付利息，（就像有人又帅又有才干，GEICO 非凡的获利能力源于公司经营的超高效率和风险的严格分类，如此使得保户也可享受超低价格的保单）。

1994年：我们投资美国运通的历史可以追溯到相当早的时期，而事实上也符合个人过去的经验。举个例子，在 1951 年，当时我还是年仅二十岁的股票业务员，GEICO 保险占我个人投资组合的 70%，同时它也是我第一次卖掉的股票，我将 100 股的 GEICO 股份卖给我的阿姨爱丽丝，基本上只要是我建议的她都照单全收，二十五年后，趁着该公司面临倒闭的危机，伯克希尔买下 GEICO 一大部分的股份。另一个例子就是华盛顿邮报，1940 年代，我的第一笔投资资金有一半是来自发送该报的收入，三十年后，伯克希尔趁该公司上市两年后的股价低档买下一大部分的股权，至于可口可乐，可以算得上是我生平从事的第一笔商业交易，1930 年当我还是个小孩子的时候，我花了 25 美元买了半打的可乐，然后再以每罐 5 美分售出去，而直到五十年后，我才终于搞懂真正有赚头的还是那糖水。

1995年：就在去年底，我们完成买进 GEICO 100% 股权的动作，GEICO 是全美第七大的汽车保险公司，约有 370 万辆汽车加保，我个人与 GEICO 的关系长达 45 年以上，虽然这段故事已经说过很多遍，我认为还是有必要在这里稍微复述一次。

我是在 1950 年～1951 年间就读于哥伦比亚商学院，当时的目的倒不在于取得学位，重点还在于我可以受教于当时在该校任教的本杰明·格雷厄姆门下，上格雷厄姆的课实在是一种享受，很快的就让我从偶像哪里学习到许多东西，有一回我翻开全美名人录，发现我的恩师格雷厄姆是政府雇员保险公司 GEICO 的董事会主席，对于当时的我而言，那完全是一家陌生行业的不知名公司。

一位好心的图书馆员，介绍我看看全美最佳火险与意外险公司手册，我发现 GEICO 的总部位于华盛顿特区，所以在 1951 年一月的某个星期六，我搭乘火车前往位于华盛顿的 GEICO 总部，一到当地，令人失望的是总部大门深锁，朝着大门敲了半天，终于有位守卫前来应门，我向这位一脸疑惑的警卫先生问到，公司是否有人可以跟我谈一谈，这位老兄说六楼有人在加班，你可以去找他试一试。

就这样我遇到了当时还是副总裁的戴维森，后来他成为 GEICO 的总裁，虽然我唯一的经历背景只是格雷厄姆的一名学生，大卫还是很好心的花了四个小时左右的时间，好好地给我上了一课，我想大概没有人能够像我这样，可以幸运地接受如何经营保险业的半天课程，大卫很坦白地告诉我，GEICO 的竞争优势在于直接行销，这使得该公司相较于一般竞争同业必须透过传统的业务中介的经营方式所负担的成本要低许多，后者依赖于传统的行销网络，而在上过大卫的课之后，GEICO 也成为我有生以来觉得最心动的一支股票。

在我从哥伦比亚大学毕业的几个月后，我回到奥玛哈担任股票业务员，自然而然的，我把重心全部摆在 GEICO 这只股票之上，我做成的第一笔生意就是把它介绍给总是最支持我的阿姨爱丽丝，不过当时的我只是个 20 岁初出茅庐的小伙子，所以我的话总是没有人愿意相信，即便如此，我还是在 1951 年写了一篇最佳推荐个股~GEICO，并刊登在当时最大的金融时报专栏之上，当然最重要的是我自己也买了这家公司的股票。

你可能会觉得很奇怪，不过打从 1944 年开始报税到现在，我都保留每年个人报税的资料，在将这些资料拿出来比对之后，我发现在 1951 年我总共分四次买进 GEICO 股份，最后一次是在 9 月 26 日，这样的做法让我觉得自己很早就有自我沉醉的倾向，印象中我那时是在向别人推销这批股票不成之后，决定自己吃下这批股票，尽管在当时我已将个人 50% 以上的身家全都押在这支股票之上，而在加码之后，我总共持有 350 股的 GEICO 股份，成本为 10,282 美元，到了年底，这些股票的市值成为 13,125 美元，超过个人净值的 65%。

所以大家可以看出 GEICO 公司可以说是我投资生涯的初恋，还有一点也相当具有纪念价值的，我买下 GEICO 大部分的资金是来自于派送华盛顿邮报的收入，而后来经由伯克希尔我靠着华盛顿邮报，将 1,000 万美元变成五亿美元。

可惜的是，在 1952 年我以 15,259 美元的价钱将全部的 GEICO 股份出清，然后将所得资金投入西部保险证券公司之上，这项变心的举动，一部份的原因是因为西部保险证券当时的股价相当吸引人，本益比只有一倍多一点，然而在往后的二十年间，当时被我卖出的 GEICO 股份的价值却成长到 1,300 万美元，这样的结局让我体会到绝对不能卖掉一家明显的好公司的原则。

1970 年代初期，在大卫退休后不久，继任的管理阶层犯了一连串严重的错误，他们低估了保险理赔的成本，使得公司对外销售保单的订价过低，此举导致公司几乎面临倒闭的命运，所幸后来由 Jack Byrne 在 1976 年接掌公司，并采取紧急的补救措施后，才使得公司幸免于难。

由于我相信 Jack 以及该公司原本拥有的竞争优势，伯克希尔在 1976 年下半年买进大量的 GEICO 股份，之后又小幅加码，到了 1980 年底，我们总共投入 4,570 万美元取得该公司 33.3% 的股权，然而在往后的 15 年内，我们并没有再增加持股，不过由于该公司不断地购回自家公司的股份，使得我们在 GEICO 的持股比例逐渐增加到 50% 左右。

然后到了 1995 年，我们同意以 23 亿美元买下另一半原来不属于我们的股份，这是实在是天价，不过它让我们可以百分之百拥有一家深具成长潜力的企业，且其竞争优势从 1951 年到现在一直都维持不变，更重要的是，GEICO 拥有两位相当优秀的经理人，一位是专门负责保险部门营运的 Tony Nicely，一位是专门负责投资部门营运的 Lou Simpson。

52 岁的 Tony 在 GEICO 任职已有 34 年了，兼具智能、精力、品格与专注力，他是我心目中经营 GEICO 保险部门的不二人选，如果我们够幸运的话，Tony 应该还能再为我们经营 GEICO 34 年以上。

另一方面，Lou 在管理投资同样出色，从 1980 年到 1995 年的这段期间，GEICO 的投资在 Lou 的管理之下，年度平均投资报酬率高达 22.8%，同期间 S&P 只有 15.7%，Lou 在 GEICO 所采取谨慎保守、专注集中的投资方式与伯克希尔一致，有他在，对伯克希尔来说绝对有相当大的帮助，而他的存在同时也使得伯克希尔可以确保查理跟我本人万一要是有任何突发状况时，能够

有一位杰出的专业人士可以立即接手我们的工作。

GEICO 如同过往一般，持续地吸引优良的保户前来，而 GEICO 的服务也确实令他们满意，当然订价与提列准备必须适当，但是该公司能够成功的最重要关键，还在于超低的成本结构，这实在是其它竞争同业远远比不上的，1995 年在 Tony 与其领导的经营阶层的努力之下，该公司的承保损失与营业费用比率进一步压低到保费收入的 23.6%，比起 1994 年又低了一个百分点，在商业的世界，我致力于寻找拥有强不可破的护城河所保护的企业堡垒，感谢 Tony 跟他的经营团队，GEICO 周围的护城河又更加宽了许多。

最后让我向各位报告一下大卫的近况，高龄 93 岁的他，对我而言亦师亦友，到现在他还是同样关心 GEICO 的情况，而当公司现任的主管 Jack Byrne、Bill Sunder 与 Tony 有任何需要他的地方，他都会随时挺身而出，虽然这次的并购案将使得大卫必须承担大笔的税负，但他还是一样支持这项交易。

自从我认识大卫后，45 年以来他一直就是我崇拜的偶像之一，而他确实也从未让我失望过，大家必须了解如果没有大卫在 1951 年那个寒冷的星期六慷慨解说，伯克希尔就绝对不可能会有今天的成就，多年来私底下，我已不知感谢他多少次了，但是今天在这里我觉得应该借着今年的年报代替伯克希尔所有的股东向他致上深深的感谢之意。

18.2. 巴菲特 1956 年 美洲国家火灾保险公司

美洲国家火灾保险公司总部位于奥马哈，1919 年，一些没良心的保险员把这家公司的毫无价值的股票推销给了许多农民，每股价格 100 美元，随后这些凭证躺在抽屉里慢慢被人们遗忘。后来保险商威廉·哈曼森被骗入这家公司做负责人，哈曼森家族逐渐将这家公司变成一个正规的公司，逐步把最高等级的保险业务输入这家公司，股票价值逐步上升，但农民们没有觉察到他们手中的股票已经值钱了。

哈曼森家族几年来暗地里从那些农民手中回购股票，到 1956 年为止，哈曼森家族已经拥有这家公司 70% 的股份。1956 年，美洲国家火灾保险公司的每股盈利为 29 美元，而哈曼森家族的收购价约为每股 30 美元，市盈率约 1 倍，每股利润就能完全支付购买一股股票的所有成本，不可思议。

巴菲特翻阅《穆迪手册》时发现了这家公司，于是开始买入这种股票，但是一股也买不到，因为只有哈曼森家族才有股东名单。巴菲特派他的合伙人丹·莫奈开着车、带着现钞去乡下，四处打听，悄悄地用现钞换股票。开始的出价为 35 美元，高于哈曼森家族的出价，农民们开始警觉，交易价格也开始上涨，最后价格上涨至 100 美元。莫奈最终收集了 2000 股，占公司总股份的 10%。

巴菲特担心哈曼森家族和他竞争，开始并没有把股票持有人改成自己的名字，只是附加了律师说明。等收集了足够的股票后，他提着袋子，走进海登·哈曼森的办公室，把他们全放在桌上，说我要把他们全改成我的名字，可以想象海登·哈曼森当时惊讶的表情。

一年后他以每股约 125 美元卖了这些股票，收益率大约 100%。

18.3. 巴菲特 1962 年 伯克希尔·哈撒韦

伯克希尔·哈撒韦是一家纺织厂，总部位于新英格兰的新贝德福德，由于国外廉价劳动力的低成本竞争，公司的运营日益困难，到 1962 年为止，已经连续 9 年亏损，其净资产约为每股 19 美元。

在 1962 年年底，巴菲特开始买入第一笔伯克希尔股票，价格为 7.6 美元。公司的总裁西伯里为了确保控制权，时常进行要约收购自己公司的股票，开始时巴菲特买入的原因是他能够以安全边际非常高的低价格买入后，再把这些股票卖给公司总裁西伯里。

巴菲特去和西伯里会面，西伯里问巴菲特愿意以什么价格把这些股票出售给他，巴菲特出的价格是每股 11.5 美元，西伯里同意了。巴菲特回去后收到西伯里的来信，信中的要约收购价格变成了 11.375 美元，比达成的交易价格低 12.5 美分。巴菲特感觉受到欺骗，火冒三丈，交涉无果后，他发誓要收购这家公司。

巴菲特开始四处收集伯克希尔的股票，在 1965 年年初获得控制权，全部股票的购买均价为 14.86 美元，当时公司的营运资金净额为每股 19 美元。他进入董事会成为执行董事，并让总裁西伯里退休了，选举副总裁肯·蔡斯担任总裁。

1967 年 8 月，巴菲特给伯克希尔的股东们提供了一种交换方式，可以用股票来交换利率为 7.5% 的公司债，共有 32000 股被收回，通过这种方式，巴菲特合伙公司的在伯克希尔股权比例进一步上升，并把看重短期的股东清洗出去。到 1969 年底为止，伯克希尔的总股本为 98.3 万股，合伙公司拥有 69 万股，控股比例约为 70%。

伯克希尔的经营越来越困难，给合伙公司的业绩造成拖累，巴菲特和管理层想尽办法，但都徒劳无功。巴菲特开始收缩纺织业务，并停止进一步的扩大规模投资，开始把伯克希尔的现金用于购买其他更有利可图的生意。后来他认为当初购买伯克希尔的一时冲动是个错误，如果从来没有听说过伯克希尔，他的情况会更好。

1968 年，巴菲特想摆脱伯克希尔的纺织业务，他提出想把伯克希尔的纺织厂卖给芒格和戈特斯曼，经过三天讨论，芒格和戈特斯曼都不想要，巴菲特无法摆脱伯克希尔。

为了确保伯克希尔的价值快速增长，在 1969 年之前，巴菲特以伯克希尔为平台，先后收购了国民赔偿公司、国民火灾及海事保险公司、伊利诺亚国民银行、奥马哈太阳报、布莱克印刷公司和 70% 的门户保险代理公司。

到 1969 年底，伯克希尔的纺织业务价值每股 16 美元，保险业务价值每股 15 美元，银行业务价值每股 17 美元，伯克希尔的总价值约每股 45 美元，相对 1965 年的平均每股 14.86 美元的购买价已经增值约 2 倍。

1969 年底，巴菲特合伙公司管理总资产超过 1 亿美元，美国股市在多年上涨后泡沫严重，巴菲特感到已经买不到低估的股票，感到压力巨大，于是把合伙公司清算关闭了。之后，伯克希尔成为了巴菲特合伙公司的延续，巴菲特和芒格控制了伯克希尔，将伯克希尔作为经营平台，不断收购其他利润丰厚的生意和股权，创造了又一个投资神话。

1965 年致股东信：“对于获得控制权的投资部分，今年我们有一个原来归类为普通股投资的公司加入到了控制权投资的行列。我们自 1962 年 11 月起就开始购买 Berkshire Hathaway 股份了。最初的购买价是 \$7.60 每股。该价格部分地反映了由于纺织行业景气变动对改公司造成的巨大损失，以至于其不得不关闭部分纺织厂房。自 1948 年该公司获得了 \$29.50 百万的税前利润以及雇用了 11000 名工人以来，公司一直在走下坡路。当时公司有 11 家纺织工厂在运营。

当我们在 1965 年的春天获得该公司的控制权时，公司只剩下 2 家纺织工厂和约 2300 名工人。我们惊讶地发现剩下的人员已经有很高的运营及管理素质，我们也无需再招聘任何一名外部人员到公司中。相对于我们 \$7.60 的初始购买价格，最终的购买均价为 \$14.86 每股，这主要是由于我们在 1965 年的大量买入造成的。在 1965 年的 12 月 31 日，该公司的营运资金净额为 \$19 每股。

拥有伯克希尔是令人高兴的。毫无疑问的是纺织行业的惨淡前景并不会改变，但是幸运的是我们拥有肯·蔡斯以一流的水平在运营该企业，同时我们也拥有一些业内最好的销售人员。

虽然在一个竞争激烈行业中的伯克希尔的盈利能力不能跟施乐、仙童半导体等相比，但是拥有它仍然是令人愉悦的。

由于取得了控制权，我们对于伯克希尔的投资对于审计人员而言已经不再是市场证券，而是我们实际拥有的生意。即便伯克希尔的股票上升了 \$5，我们也不会因此有所获益（因为我们将不准备在市场上出售其股票）。同样若是其股价下降了 \$5，我也不会认为我们遭受了任何的损失。

基于我对于某公司的资产，盈利能力，行业境况，竞争地位等因素的认知，我总是倾向于在此基础上给予一个保守的估价。但是我们将不会根据该估价来卖出我们所持有的资产。”

1967 年致股东信：“多元零售公司和伯克希尔在上半年都有一些重要的收购举动。我们拥有多元零售 80% 的股份，而总体而言多元零售以及其下的子公司的表现都是令人满意的。但是伯克希尔却在其纺织领域遭受着实实在在的困难境况。目前我尚不认为伯克希尔的根本价值将会遭到损失，但是伯克希尔也似乎还不能够为我们提供一个满意的资产回报率。所以如果未来股市上涨的趋势得以持续的话，我们在伯克希尔的投资必将拖累我们的整体业绩表现。类似的情况也会在我们其它的控制类投资上出现，然而当投资的生意本身没有任何进步的情况下，这种拖累将会

表现得更为明显。正如我的一位朋友所说的：所谓经验，是指当你在找寻其它东西时无意中的发现。

1968年致股东信：“我们控制多元零售80%和伯克希尔70%的股份。综合的税后利润超过了500万美元。常有合伙人说：“伯克希尔的表现还不错嘛，这周涨了4%。”又或者问：“最近发生了什么事情，为何伯克希尔跌了3%？”我再次说明，我们拥有控制权的公司的股票价格表现跟我们的年度收益和净资产变化无关。1967年底，我们评估伯克希尔的价值为每股25元，虽然其市场价值是每股20元；1968年底，我们评估伯克希尔的价值为每股31元，虽然市场价格为37元——即便市场价格为20或者25元，我们对伯克希尔的评估仍然会是31元。”

1969年致股东信：

“1969年5月29日：

大概在18个月以前，我曾经给你们致信，认为投资环境和我个人情况的变化将导致我对我们未来业绩预期做出调整。

我当时所讨论的投资环境，已经变得更加的恶劣且令人沮丧。也许我仅仅是缺乏从精神层面进行调整的能力。（正如一位评论家对超过40岁的证券分析师所评价的那样：“他们知道太多如今已不再适用的东西。”）

虽然如此，就我看来：

（1）在过去的二十年中，对于数量（定量）分析方法所能把握的机会之水已经逐渐干涸，到今天可以说是已经完全枯竭了；

（2）（2）我们的资金基数已经达到一个亿，也就是说不超过三百万的投资量对于我们净资产的影响几乎可以忽略不计，实际上我们的投资标的的市值已经不能低于一亿美元；

（3）（3）大量地对于投资的专注已经导致市场的交易行为变得极度追求短期的利润，市场的投机性**增加。

在1967年10月的信中我亦提到个人境遇的变化是我调整我们未来收益预期的最重要的原因。我表达了自己不想再在合伙公司上注入我100%的精力的愿望。然而在过去的18个月中我完全没有做到这一点。我曾经写到：“希望随着预期的降低，我的对此投入的个人努力也可以随之降低。”然而实际上完全不是这样，我发现只要我一天还在管理合伙企业，我就完全无法让自己投入到其它与之无关的东西上去。我不想让自己成为一个永远管理着资金，追逐着投资收益的疯狂的兔子，而唯一让我放缓脚步的办法，就是将其停止。

所以，在年底之前，我希望所有的有限合伙人能正式地得知我的退休愿望。”

“1969年12月5日：

伯克希尔有着983,582股的已发行股份，合伙公司拥有其中的691,441股。

伯克希尔主要有三方面的业务，纺织业务，保险业务（由国民赔偿公司和国民火灾及海事保险公司执行，以下统称保险公司），以及伊利诺亚国民银行。伯克希尔亦拥有奥马哈太阳报，布莱克印刷公司和70%的入口保险代理公司，不过这些业务对伯克希尔的总体贡献有限。

纺织业务目前大概每股值\$16。虽然我认为相对纺织业的整体情况而言公司是有进步的，但是该业务仍算不上是令人满意的生意。其资本回报率尚不足以覆盖该业务所需的新增资产，而且其未来的表现估计也不会比现在及过去要好。相较而言，当我们在四年半前买下该企业时，它正处于最好的时期。来自其它业务的资金则被成功地重新分配，开始时是被暂时地分配到了可交易的证券上，现在则被永久性地用到了保险和银行业务上去。我喜欢从事纺织业务的员工，他们努力地在困难地情况下改善该业务，只要纺织业务的情况能够维持在接近目前的水平，我们就将继续将此业务做下去。

伯克希尔拥有100%权益的保险业务和拥有97.7%的银行业务则有着令人愉悦的画面。这些都是我们一流的生意，给我们提供了非常好的资本回报，同时其营运数据不论是从绝对还是相对的分析角度都是不错的。银行业务对于伯克希尔来说大概值每股\$17，保险业务则为\$15。我预计它们目前的盈利能力大概是每股\$4（1968年大概是\$3.4），预期其总值\$32的净资产也有望在未来继续增长。总体而言，伯克希尔每股的有形净资产约为\$43，账面价值约为\$45。

在多元零售和伯克希尔之间，我们有四个主要的业务，而其中的三个就我看来无论根据任何

常有的评判标准而言都是一流的业务。这三个优异的业务都是由超过 60 岁的人经营着。这些人都工作勤奋，富有且表现非常杰出。他们的年龄固然是一个弱点，但这也就是他们唯一的不足之处了。我能高兴地持有相当大的资产在这些业务上的原因之一，就是因为这些业务被他们掌管着。

多元零售和伯克希尔没有分配股息，而且在未来也很可能不会分配或者只分配有限的股息。这是有多种原因的。这两个母公司都有借贷，而我们想为我们的银行及保险业务的客户提供一个良好水平的保护，而且其中的一些公司有着良好的利用增量资金的方式~我们亦有希望发现新的，可以使我们的投资更加多元化且可进一步放大我们的盈利能力的生意。

就我的个人观点而言，我认为多元零售和伯克希尔的内含价值将会随着年份增长。当然无人知道未来的情况，但如果未来它们取得的年均增长率低于 10%的话，我将会感到失望。随着市场的价值会围绕内含价值出现很大的波动，就是长期而言公司的内含价值终将在某个时刻被市场价值正确地反映出来。因此我认为它们会有良好的长期表现，我亦愿意将我个人净资产的相当一部分投资在它们上面。当你直接拥有这些证券时，你应当对无视其短期内的价格表现，就如同你通过伯克希尔间接持有它们一样。我把它视为实业，而非股票，如果长期而言实业的业绩良好，那么股票也会有着同样的表现。

我认为我仍将在相当长的时间内维持对多元零售和伯克希尔投资，但我不会对此做出道德上的绝对承诺。我们目前准备在明年 1 月 5 日进行合伙企业的现金分配，分配量将至少不低于 1969 年 1 月 1 日合伙企业所拥有的资金减去 1969 年所分配的资金后的总量的 64%。由于我们还有一项悬而未决的对于我们的蓝带印花公开发售，如果其能在这个月底前完成，则我们分配的资金比例将达到至少 70%。”

18.4. 巴菲特 1968 年 蓝带印花公司

印花是一种营销赠品，是一种优惠券，零售商店会在顾客购物后送一些印花，顾客把印花粘在小册子里，只要积累足够的小册子就可以兑换商品，例如一个烤炉、一个球拍等等。

在加利福尼亚，一群连锁店成立了自己的专门生产印花的公司，名字为蓝带印花公司，该公司在加州实际上是垄断经营，而全美印花业的领先企业是斯佩雷。这些蓝带印花的股东们在购买印花时享受折扣，每单位美元售价的印花平均成本当时是 2 美分，而这些股东连锁店的购买成本平均为 1.5 美分，因此蓝带在加州拥有 71% 市场份额。

1963 年美国司法部对蓝带印花公司就垄断经营提起诉讼，斯佩雷也起诉蓝带。适逢股市低迷，蓝带公司股价下跌幅度较大，里克·格林注意到了蓝带印花并告诉了芒格，巴菲特也注意到了。

他们看中蓝带印花这家公司，原因是它便宜并有“浮存金”的特性。印花是预先付款的，而在积累足够的印花之后才兑换奖品，这期间（有时长达几年），蓝带印花公司可以免费使用这笔钱。

1968 年，蓝带印花开始解决这起诉讼，赔偿斯佩雷公司 600 万美元，与司法部达成协议，将大部分股份卖出给其他零售商或个体，以转移控制权。在这之前芒格和格林已经各自买了大约 20000 股蓝带的股票，巴菲特也在大量购买，他们赌这场法律诉讼将会得到解决，而蓝带印花会幸存下来。

巴菲特通过合伙公司大量买入蓝带印花的股票，总共拥有超过 70000 股，每股大约 30 美元，总投资金额约 200 万。

到 1969 年，当针对蓝带的反托拉斯诉讼解决后，蓝带的股票经过拆细，每 1 股拆成 5 股，拆细后的股价快速上涨至每股 25 美元，合伙公司在 1968 年投资的 200 万美元变成了约 900 万美元，巴菲特选择了卖出股份，收益率约 3 倍，合伙公司在 1969 年拥有了辉煌的最后一年。

之后蓝带印花在一系列悲观消息的打击下，又从 25 元下跌到了 13 元，巴菲特又重新购买，为多元零售公司、伯克希尔和国民赔偿公司购买了大量蓝带印花的股票。在合伙公司解散后，巴菲特个人通过大量买入持有蓝带印花 13% 的股份，并通过伯克希尔和多元零售公司间接持有蓝带印花的股份。

随着石油价格的上涨，物价飞涨，印花对于顾客的吸引力越来越小，蓝带印花的经营也越来越困难，巴菲特和芒格也采取与伯克希尔相同的策略，用蓝带印花的现金去投资更加利润丰厚的

生意，后来他们用蓝带印花收购了著名的喜诗糖果和韦斯科金融公司 64%的股份。

18.5. 巴菲特 1972 年 喜诗糖果

喜诗糖果公司成立于 1921 年，由一位加拿大糖果商创建，其产品采用上等原料，经过精细加工而成，即使在原料不足的二战时期也未偷工减料，因此在加利福尼亚州享有无与伦比的声誉，具有很高的品牌知名度。

这家公司由弟兄两人共同拥有，兄长为拉里，弟弟为哈里，哈里属于花花公子类型，对葡萄酒和女人比较感兴趣。公司由兄长拉里管理，1972 年拉里去世后，哈里无心经营，于是想出售。

喜诗糖果在 1972 年的销售额为 3133 万元，净利润为 208 万元，净资产约为 800 万元，哈里的卖出价为 3000 万元。

巴菲特和芒格都对这家公司感兴趣，准备用蓝带印花公司来购买喜诗糖果。特别是芒格觉得它具有非常好的生意模式，但巴菲特受格雷厄姆的影响深刻，觉得以 15 倍市盈率、高于净资产 2 倍的价格买一家公司简直是要了他的命。巴菲特给出的购买价格上限为 2500 万美元，庆幸的是哈里最终接受了这个价格。

以 1972 年至 1983 年为例，喜诗糖果年均单价增长率为 10.3%，年均销量增长率为 3.5%，年均销售额增长率为 14.2%，年均利润率增长率为 5.5%，年均净利润增长率为 20.7%。公司糖果总销量只增长了约 45%，而净利润增长了 5.5 倍。

后来巴菲特在回顾喜诗糖果时，把它列为梦幻般的最伟大的投资对象之一。从 1972 年至 2007 年，喜诗糖果共为伯克希尔贡献了 13.5 亿美元的税前利润，只消耗了其中 3200 万元用于补充公司的营运资金，其它资金被全部用来购买其它利润丰厚的企业，就像亚当和夏娃一样生养众多。

1983 年致股东信：“喜诗糖果的经营表现依旧亮丽，它拥有可贵而稳固的客户基础与管理阶层，近年来喜诗遇到两个重大的难题，所幸其中至少有一个已找到解决的方法，这问题与成本有关，不过不是指原料成本，虽然我们跟竞争同业比原料成本较高，而若这种情况相反，我们反而会不高兴，事实上原料成本是我们较无法控制的，因为不管价格如何变化，我们所使用皆属最上等的原料，我们视产品品质为最重要的一点。

但其它成本却是我们可以控制的，问题就出在这上面，我们的成本（以每磅为基本单位，不包括原料成本）增加的速度远高于一般物价水准，若要扭转现在的竞争劣势与获利危机，降低成本绝对有其必要性，所幸最近几个月，成本已受到有效控制，相信 1984 年的成本增加率将会低于通货膨胀，这自信源自于我们与查克多年来共事的经验，自从我们买下喜诗以来便由他负责，而他的表现就如同下表一样有目共睹：

喜诗糖果经营数据							
年份	销售额 (千元)	净利润 (千元)	销量 (千磅)	店数	单价 (元/磅)	净利润率	
1983	133,531	13,699	24,651	207	5.4	10.3%	
1982	123,662	11,875	24,216	202	5.1	9.6%	
1981	112,578	10,779	24,052	199	4.7	9.6%	
1980	97,715	7,547	24,065	191	4.1	7.7%	
1979	87,314	6,330	23,985	188	3.6	7.2%	
1978	73,653	6,178	22,407	182	3.3	8.4%	
1977	62,886	6,154	20,921	179	3.0	9.8%	
1976	56,333	5,569	20,553	173	2.7	9.9%	
1975	50,492	5,132	19,134	172	2.6	10.2%	
1974	41,248	3,021	17,883	170	2.3	7.3%	
1973	35,050	1,940	17,813	169	2.0	5.5%	
1972	31,337	2,083	16,954	167	1.8	6.6%	

我们面临的另一个问题，如上表中可看到的，是我们实际售出的糖果磅数停滞不前，事实上这是这个行业普遍遇到的困难，只是过去我们的表现明显优于同业，不过现在却一样惨。过去四年来我们平均每家分店卖出的糖果数事实上无多大变化，尽管分店数有所增加（而销售费用有同样增加），当然营业额因我们大幅调涨售价而增加许多，但我们认为衡量一家店经营绩效的标准在于每家分店卖出糖果磅数而非销售额，1983 年平均一家店的销售量减少了 0.8%，不过这已是

1979 年以来较好的表现了，累计的降幅约达 8%，集体订购量（约占整体销售的 25%）在经过 70 的年代成长高峰后已停滞不前。

我们不确定分店与集体订购的销售量无法增加，主要是受到我们的订价策略，还是景气萧条，或是受我们的市场占有率太高的影响，不过 1984 年我们调涨的幅度较以往几年温和，希望明年跟各位报告的销售量能因此增加，不过我们却无任何依据能保证这种情况一定发生。

除了销量的问题，喜诗具有多项重要的竞争优势，在我们主要的销售地区～西部，我们的糖果为消费者所偏爱，他们甚至愿意用多花二三倍的价钱来享受（糖果就如同股票一样，价格与价值乃有所不同，价格是指你所付出的，而价值却是指你所得到的），我们全美直营店服务的品质跟我们的产品一样好，亲切贴心的服务人员就跟包装上的商标一样，以一家雇用二千名季节性员工的企业来说，可是不容易办到的，这都要归功于查克与所有同仁的努力。而由于我们在 1984 年仅微幅调整价格，所以预期明年度的获利只与今年相当。”

2007 年致股东信：“我们所寻找的企业来自于稳定行业中拥有长期竞争优势的企业。如果还能伴随着快速的有机的增长，那就太棒了。但即使没有有机增长，这样的企业仍会提供丰厚回报。我们只需将企业获得的丰厚利润拿来，在其他地方购买类似的企业，没有规定说你必须将钱投向那些你已经赚钱的领域。事实上，这样做经常是错的：获取高额有形资产回报率的出色企业，不可能长期持续地把它们的大部分利润以很高的回报率再投资到公司内部。

让我们审视一项梦幻般出色的业务的原型，例如我们的喜诗糖果公司。这家公司所处的盒装巧克力行业并无让人兴奋之处——美国的人均巧克力消费极其低且一直没有出现增长，许多曾经著名的品牌如今都已经消失不见，在过去的 40 年内，只有三家企业赚到了像样的利润。事实上，尽管喜诗糖果公司的许多收入仅仅来自于几个州，但我相信这家公司的利润占了整个行业的近一半。

在蓝带印花公司 1972 年买下喜诗糖果公司的时候，这家糖果公司每年的糖果销售量为 1600 万磅（查理和我在那时获得了蓝带公司的控股权，并最终将它整合进了伯克希尔公司）。去年喜诗糖果公司的销售量为 3100 万磅，年增长率仅为 2%。然而，喜诗家族在过去 50 年来所建立起来、随后又得到查克·希金斯和布莱德·金斯特勒强化的持久竞争优势为伯克希尔公司创造了非比寻常的回报。

我们以 2500 万美元买下了喜诗糖果公司，当时它的销售额为 3000 万美元，税前利润不足 500 万美元。经营这家企业所需的资本为 800 万美元（每年还需要有几个月承担适度的季节性债务）。因此，这家公司投入资本的税前投资收益率为 60%。两项因素帮助该公司经营所需的资金降至最低——首先，销售的产品采用现金结算，这消除了应收账款；其次，生产周期和分配周期较短，这帮助库存降至最低水平。

去年喜诗糖果公司的销售额为 3.83 亿美元，税前利润为 8200 万美元。如今经营这家企业所需的资本为 4000 万美元，这意味着自 1972 年以来我们只需要再投资 3200 万美元，以应对该企业最小程度的规模扩张——并获得骄人的财务增长。期间的税前利润总额为 13.5 亿美元。除了那 3200 万美元，所有的这些利润都纳入了伯克希尔公司的腰包（开始几年则归蓝带印花公司所有）。在支付了企业利润税之后，我们使用剩下的资金来购买其他具有吸引力的企业，就像亚当和夏娃的行为带来了 60 亿人口一样，喜诗公司给我们带来了许多新的现金源泉（他对伯克希尔来说，就像《圣经》中所说的“丰腴膏沃且生养众多”）。

像喜诗糖果这样的企业在美国并不多，对许多企业来说，将利润从 500 万美元增加至 8200 万美元可能需要 4 亿美元左右的资本投资。这是因为成长中的企业，随着销售增长，对营运资金的需求也将同比增长，此外，对固定资产投资也有显著要求。

为实现增长而需要大量增加资本的企业可能是一项让人感到满意的投资。继续以我们自己的公司为例，从 4 亿美元的净有形资产中获得 8200 万美元的税前利润并不让人感到寒碜。但对企业的所有人而言，这就完全不同了，他们希望最好在没有大量资金需求的情况下能产生不断增加的现金流。这可以问问微软或者谷歌。”

18.6. 巴菲特 1973 年 华盛顿邮报

华盛顿邮报在 1971 年上市，总裁和大股东为凯瑟琳·格雷厄姆。1971 年上市前夕，华盛顿邮报收到一封关于越战的五角大楼文件，联邦地区法院下达了禁令，禁止刊登该文件，但凯瑟琳顶住压力，坚持新闻操守进行了出版，之后大法官裁决支持该报，最高法院也支持大法官的裁决。这次胜利后，华盛顿邮报开始蜕变，从一家地区报纸一跃而成为一家重要的全国性大报。

1973 年，华盛顿邮报深入挖掘报道“水门事件”，通过秘密线人对这起丑闻进行了大量报道。尼克松领导的白宫在五角大楼文件事件上已经与华盛顿邮报结了梁子，这次更是大加威胁，并使得华盛顿邮报的两家电视台失去了执照。再者，1973 年正是熊市开始，标普 500 指数当年下跌了 14.8%，华盛顿邮报的股价一路暴跌。

1973 年 5 月份，巴菲特开始买入华盛顿邮报的股票，开始一共买入了 23 万股，之后给凯瑟琳写了封信。凯瑟琳由于害怕失去控制权，对恶意收购很敏感，在上市时已经将股票分为两类，其中 B 类股票没有投票权，凯瑟琳持有 A 类股票。1973 年底，巴菲特夫妇去拜访凯瑟琳，取得信任后，又购买了一批股票，总持股数为 93.4 万股 B 类股，占公司 12% 的股份，买入均价为 11.3 美元，总购买价为 1060 万美元，并与凯瑟琳签了书面协议，在未得到凯瑟琳的同意下不再购买该公司股票。

在 1974 年，美国股市开始崩溃，标普 500 指数下跌了 26.4%，华盛顿邮报的股价也大幅下跌了约 25%，巴菲特持有的股票市值从 1060 万美元减少至约 790 万美元。巴菲特还想继续购买，但他已经向凯瑟琳保证过不再购买，只能作罢，他把它推荐给了他的朋友们。

巴菲特在 1985 年的致股东信中，详细阐述了他购买华盛顿邮报的原因。在 1973 年他购买期间，华盛顿邮报的总市值约 8800 万美元，当年公司净利润约 1330 万美元。巴菲特认为，报纸类公司具有经营垄断性，具备持久竞争优势，根据未来现金流折现的价值估算方法，该公司内在价值约为 4 亿到 5 亿，但市场价格当时不足 1 亿美元，具有非常大的折扣和安全边际。

到 1985 年底，巴菲特当初以 1060 万美元购买的华盛顿邮报股票市值已经大幅跃升至 2.2 亿美元，总收益率约为 21 倍，年均复合收益率约为 28%。

报纸业的商业模式：报纸通过提供大量各方面的新闻，满足民众的信息获取需求。广告也是一种受欢迎的“新闻”，给民众提供招聘、促销、消费等方面的信息，同时广告收入也降低了民众的购买成本。反过来，报纸对于广告客户也不可或缺，作为商家的信息扩音器，其作用巨大。

报纸业的竞争优势：在电视和互联网普及之前，报纸是信息的主要来源，几乎所有城市最后只会剩下一家报纸。原因是，城市中一旦有一家报纸在发行量和受欢迎程度上有明显优势，自然会吸引最多的广告，广告反过来吸引读者，更多的读者又吸引更多的广告，良性循环，胖者更胖，而弱者被淘汰，最后形成事实上的垄断经营。

1985 年致股东信：“我们之前曾提到，过去十年来，投资环境已由过去完全不看重重大企业的情况转变成适当的认同，华盛顿邮报就是一个最好的例子。

我们在 1973 年中以不到当时内在价值四分之一的价格买进股权，计算价格/价值比并不需要有独到的眼光，大部份的证券分析师、经纪人与媒体经营者跟我们一样估计该公司的价值约在 4 亿到 5 亿美元之间，但当时其仅 1 亿的股票市值却是众人皆知，只是我们具有的优势是态度：我们从格雷厄姆那里学到成功投资的关键是，在价格以大折扣低于内在价值时，买进好公司的股票。

在 1970 年代早期，大部分机构投资人认为企业价值与他们买进卖出的价格并无多大关联，现在看来当然令人难以置信，然而当时他们受到知名的商学院所提出的新理论所惑，“股票市场具有完全的效率，因此计算企业的价值对于投资活动一点也不重要”。事后想想我们实在亏欠这些学者太多了，在桥牌、西洋棋或选股等斗智的竞赛中，当对手被告知思考是白费力气的时候，还有什么比这个能让我们更有利呢？

1973 到 1974 年间，华盛顿邮报的表现依旧良好，使得内在价值持续增加。尽管如此，到 1974 年底，我们在该公司的持股市值却大跌 25%，由买入时的 1060 万美元变成 800 万美元。一年前我们觉得便宜的可笑的股票，如今变得更加便宜，无比智慧的市场将股价向下调整到内在价值的

2 折以下。

结局很美好，华盛顿邮报的总裁凯瑟琳具有无比的智能与勇气，除运用极佳的管理才能将公司的内在价值进一步提升之外，更以便宜的价格大量回购公司的股份。与此同时，投资人开始认识到公司特殊的竞争优势，而使得公司股价回升到合理的价位。所以我们享受了三重好处，一是公司本身的价值提升，二是每股价值因公司回购进一步得到提高，三是随着折价幅度逐渐缩小，股价的涨幅超过每股盈利的增长幅度。

除了 1985 年依持股比例卖回给公司的股份外，其它的持股皆未变动，年底持股的市值加上卖回股份所得的收入合计为 2.2 亿美元。

假若在 1973 年中，我们将 1060 万随便投资几家当时最热门的媒体公司，则到今年底我们持股的市值大约会在 4000 到 6000 万元之间，这结果显然比一般市场的平均表现高出许多，其原因在于媒体公司的特殊竞争力。至于投资华盛顿邮报多出来的 1.6 亿部分，是因为华盛顿邮报的总裁凯瑟琳作出的决策优于其它大部分媒体事业的经营者的，虽然她惊人的成就并未有人大幅报导，但伯克希尔的所有股东却不能不感激。

由于我们买下资本城股份（后面会详描述），使得我必须在 1986 年被迫离开华盛顿邮报的董事会，但只要法令许可，我们将无限期的持有华盛顿邮报的股份。我们期待该公司的价值持续稳定成长，我们也知道公司的管理阶层有才能且完全以股东的利益为导向，不过该公司的市值目前已增加至 18 亿美元，公司的价值很难再以当初市值仅 1 亿美元时的速度成长。由于我们其它主要持股公司的股价也都大幅上涨，所以我们的投资组合很难有和过去一样的成长潜力。”

1987 年致股东信：“有时候股票市场让我们能够以不可思议的价格买到绩优公司部份的股权，这个价格远低于协议买下整家公司取得控制权的平均价格。举例来说，我们在 1973 年以每股 5.63 元买下华盛顿邮报的股票，该公司在 1987 年的每股盈余是 10.3 元，同样地，我们分别在 1976、1979 与 1980 年以每股 6.67 元的平均价格买下盖可保险的部份股权，到了去年其每股税后的营业利益是 9.01 元，从这些情况看来，市场先生实在是一位非常大方的好朋友。”

1993 年致股东信：“华盛顿邮报的发行人～凯萨琳葛兰姆女士在去年决定正式退休，1973 年我们斥资 1,000 万美元买进她公司的股份，时至今日我们每年从该公司取得 700 万美元的股利，而持有股票的市值已超过 4 亿美元，当初在决定买进该公司的股份时，我们便看好该公司的前景，但另外一点同样重要的是，查理和我都认为凯萨琳将会证明自己是位杰出的经理人，同时能够诚实地对待所有的股东，后面那一点尤其重要，因为该公司股份分成两种，而这种架构常常遭到许多经理人滥用。

而我们做这项投资的正确判断可由许多事件获得证明，凯萨琳杰出的表现使得她获得财富杂志编辑群选为商业名人堂，而对于身为股东的我们来说，查理和我早就把她列入伯克希尔的名人堂之中。”

2012 年致股东信：“新闻，简单说，是一种人们不知道但又想知道的事情。人们会从各种渠道寻找对他们重要的新闻，这些新闻提供了及时性、方便性、可信性、综合性和低成本等因素的完美结合。这些因素的相对重要性因人而异，并由于新闻种类不同而有所变化。

在电视和互联网之前，报纸是大量新闻的主要来源，对绝大多数民众是不可缺少的。无论你对感兴趣的是国际新闻、国内新闻、地区新闻、体育新闻，还是财经新闻，报纸常常是第一个告诉你最新的信息。确实，你买的报纸包含了如此大量的你希望去了解的信息，使得你感觉很值得，即使只有少数几页符合你的兴趣。更好的是，刊登广告的人通常会为所有这些页面的成本付款，而读者得到实惠。

此外，广告本身也提供了对于大量读者来说很感兴趣的信息，相当于提供了更多的“新闻”。对于许多读者来说，知道哪些部门和职位在招聘，哪些超市在搞促销，哪些电影在何时何地地上映，远比编辑们写的社论观点更重要。

反过来说，地区报纸对广告客户来说也不可缺少。如果西尔斯和西夫韦在奥马哈开了商店，他们需要扩音器，去告诉城市居民为什么今天应该去逛逛他们的商店。确实，大的百货商店

和珠宝店争先恐后的去刊登大幅广告，是因为他们知道这些广告的商品会被抢购一空。没有其他扩音器能够与报纸相提并论，所以广告能够自我销售。

只要一家报纸是所在社区唯一的报纸，他的利润注定会非常好，无论管理的好还是不好都区别不大。（正像一位南方出版商所说的：我的得意社会地位归功于两项伟大的美国制度——裙带关系和垄断。）

历年来，几乎所有城市都变成只有一家报纸（或者两家竞争性的报纸合并成一家来经营）。这种报纸的减少是不可避免的，因为人们希望只订阅一家报纸。但竞争存在时，在发行量上有明显优势的报纸自然会获得最多的广告。于是广告吸引读者，读者吸引广告。这种共生过程会导致弱勢报纸的淘汰，正所谓“胖者生存”。

18.7. 巴菲特 1983 年 内布拉斯加家具店

内布拉斯加家具店的创始人名字叫罗斯·格里克·布鲁姆金，大家都叫她 B 夫人。B 夫人于 1893 年出生在俄罗斯的一个小村庄，犹太人，家里贫穷，没有上过学，从小梦想去美国。第一次世界大战爆发后，沙皇军队滥杀无辜，罗斯决定和他丈夫移居美国，但手里的钱只够一个人的路费，于是她让丈夫先去了美国。2 年后的 1916 年，她登上了横跨西伯利亚的火车，说服边境士兵进入中国，经过东北三省来到天津，然后坐轮船到达日本的横滨，再搭乘一个运花生的货船前去美国，经过 3 个多月的长途跋涉，终于到达美国西雅图，找到丈夫后，搬到奥马哈居住。

她和丈夫开过当铺，卖过衣服。1937 年，她借来 500 美元在地下室开了一个家具店，她把家具批发来后，只加价 10% 销售给客户，家具店生意火爆，在奥马哈家喻户晓，成为了打折家具的代名词。

由于售价低，扰乱了供应商的价格体系，许多供应商不给她供货，她跑遍了美国去进货，有一次撒谎说要给一栋楼装修，在一个供应商处进了一大批货，低价卖出后被告上法庭，法官判她胜诉，第二天去她店里买了条地毯。

到 1980 年，B 夫人和她儿子已经将内布拉斯加家具店打造成了美国最大的家具城，面积约 1.2 万平方米，无论奥马哈的经济繁荣还是萧条，其每年销售额都在增加。奥马哈曾经兴旺的家具店们在内布拉斯加家具店的低价竞争下，大多销声匿迹，内布拉斯加家具店垄断了当地一半的市场。

几年前，巴菲特找 B 夫人谈过，想收购内布拉斯加家具店，B 夫人说：“你得想法把它偷走才行啊！”

B 夫人的女儿、女婿、儿子等都持有内布拉斯加家具店的股份，后来 B 夫人想让她儿子路易斯来管理，于是想把大部分股份卖出，让女儿女婿们的股权退出。巴菲特经过一番说服，与 B 夫人家族达成协议，在库存都未清楚之前，在 1983 年以 5500 万美元收购 90% 的股份，B 夫人和他儿子继续经营。

1983 年，巴菲特以 5500 万美元收购内布拉斯加家具店 90% 股权的当年，内布拉斯加家具店的年销售额约为 1 亿美元，税后净利润约为 550 万美元，在收购完成后、整理库存清单时发现库存价值高达 8500 万美元。这笔收购交易的市盈率约 10 倍，市净率小于 1，对巴菲特来说，以如此便宜的价格得到一家具有长期竞争优势的公司，有很大的安全边际。

10 年后的 1993 年，内布拉斯加家具店的净利润为 1040 万美元，10 年里给伯克希尔贡献了约 8000 万的净利润。

趣事：巴菲特收购内布拉斯加家具店之后，B 夫人在 95 岁时被孙子们剥夺了经营权，一气之下，她在内布拉斯加家具店对面开了一个家具店，名字叫 B 夫人商场，生意很好，发展迅速，让巴菲特和她的儿孙们很苦恼。两年后，B 夫人和儿孙们和解，巴菲特以 500 万美元收购了这家店，并和接近 100 岁的 B 夫人签订了一个禁止同业竞争协议。可见 B 夫人之强大！

巴菲特致股东信：

1983 年：终于结束教条式的说明，接下来进行到 1983 年的重点，购并内布拉斯加家具店主要股权以及我们与 B 夫人一家的交往过程。

去年在提到许多经理人如何前赴后继追求一些愚蠢的购并案时，我们引用帕斯卡的话：“它使我想到所有的不幸皆归究于大家无法安静的待在一个房间内”，但今年我要说：“帕斯卡也会为了 B 夫人离开那个房间”。

大约 67 年前，当 B 夫人 23 岁时，靠她一张嘴说服边界警卫逃离俄国来到美国，从未接受过正式教育（连小学也没有），也不懂英文，许多年后靠着她的女儿每晚教她复*白天在学校所学的每一个字，她学会了英文，而后在卖了许多年二手衣后，在 1937 年靠着省吃简用存下的 500 美金她实现梦想开了一家家具店，参酌当时全美最大家具交易中心～芝加哥美国家具超市，她将之命名为内布拉斯加家具超市，尔后她遭遇到你所能预期的各种困难（也包括你想不到的），以 500 美金起家没有任何产品或地缘优势地去对抗资金雄厚、经营已久的同业竞争，在早期当她有限的资源损耗殆尽时，B 夫人（这个个人商标在大 奥马哈地区与可口可乐齐名）甚至把家中所有值钱的东西变卖一空以维持信誉。

奥马哈的零售商在发现到 B 夫人可以给顾客更低的价格时，便联手向家具及地毯工厂施压不要供货给 B 夫人，但靠着各种不同的方法，她还是取得货源并大幅降价，甚至因而被告上法院违反公平交易法，但最终不但赢得所有官司更**打开了知名度，其中有一个案件，在法庭中为了证明即使以现行市价打一个大折扣后，她仍有所获利，结果她卖了一条地毯给法官。

今天内布拉斯加家具店拥有一家 20 万平方呎的店面，年销售额却高达一亿美金，全美没有任何一家零售家具店可以比得上，它所卖的家具、地毯与家电用品比奥马哈所有其它业者加起来还多。

当我们在评断一家公司的企业价值时，我常常会问自己一个问题：“假设我有足够的资金与人才时，我愿不愿意和这家公司竞争”，我宁愿和大灰熊摔角也不愿和 B 夫人家族竞争，他们采购有一套，经营费用低到其竞争对手想都想不到的程度，然后再将所省下的每一分钱回馈给客人，这是一家理想中的企业，建立在为客户创造价值并转化为对所有者的经济利益的基础上。

B 夫人凭借其高瞻远瞩与家族因素考量终于决定于去年出售公司给我们，我对这个家族与其事业已欣赏了数十年，所以整个交易很快便敲定，但 B 夫人并没有马上回家休息如同她所说的失去斗志，相反的她仍持续担任公司的负责人，在每周七天都待在卖场，其中销售地毯更是她的擅长，一个人的业绩便足以打败所有其它零售业者。我们一共买下九成股权，剩下的一成由原有管理公司的家族成员拥有，另还预留一成的认购权给有潜力的年轻人。

遗传学家应好好研究 B 夫人家族为何皆能成为优秀的经理人？B 夫人的儿子担任内布拉斯加家具店的总经理已有好多年且被公认为最精明的家具与家电用品的最佳采购者，他说因为他有最好的老师，而 B 夫人则说她有最优秀的学生，两者的说法完全正确，B 夫人跟他三个儿子皆继承了 B 夫人家族优秀的管理能力、勤奋工作与最重要的正直的人格特质，他们实在是不错的合伙人，很高兴能与他们一起合作。

1986 年：内布拉斯加家具店 NFM 的布鲁金家族持续创造商业史上的奇迹，竞争者来来去去，但 B 夫人跟她的家族却仍屹立不摇，去年该店业绩成长 10% 达到一亿三千万美金，是十年前的三倍，在当时该店便已独霸整个奥玛哈地区，若再考量本地缓慢的人口成长率与温和的通货膨胀率，这种成绩更是难能可贵，而惟一可以解释的理由就是随着 NFM 价廉物美、样式齐全的声名远播，其市场范围持续扩大，而为了应付日后的成长，该店已着手扩充仓库，高龄 93 岁的 B 夫人技压群雄，展现超高的销售能力与耐力，一周工作七天，每天从开店到打烊，想要跟她竞争需要无比的勇气，大家可能很容易就忽略 B 夫人传奇，不过没关系 93 岁的她，还未抵达巅峰，等到 2024 年波克夏股东会召开时，请大家拭目以待。

18.8. 巴菲特 1988 年 可口可乐

可口可乐诞生于 1886 年，是一种含咖啡因的碳酸饮料，可口可乐公司成立于 1892 年。20 世纪 70 年代，由于经营不佳，可口可乐一度萎靡。1981 年，来自古巴的化学家罗伯特·古崔塔被任命为可口可乐的 CEO，他上任后进行了一系列的改革，成效逐步显现，可口可乐在国外的市场也逐步打开。

1987年之前近50年，巴菲特一直是百事可乐的忠实消费者和粉丝。1987年在一个白宫举行的宴会上，巴菲特遇到了可口可乐公司的首席运营官唐·基奥，基奥建议巴菲特放弃百事可乐，去尝尝可口可乐的新品樱桃可乐。巴菲特尝了一下，感觉不错，从此改喝可口可乐，令家人和朋友们大跌眼镜。

巴菲特曾经认为可口可乐的股票价格太贵，但是1987年可口可乐陷入了困境，百事可乐挑起了装瓶商之间的矛盾，可口可乐的股价较为低迷，公司在不断回购股份，1987年底的股价为38.1美元，当年每股净利润为2.43美元，市盈率为15.7倍。

巴菲特过去几年一直在研究可口可乐，他认为可口可乐强大的品牌构成了持久竞争优势，加上罗伯托·古崔塔为首的优秀管理层，这种资本开支小的生意模式未来将创造非常充沛的现金流。于是，他在1988年开始大量买入可口可乐的股份，1988年底共持有1417万股，成本为5.92亿，每股平均购买价为41.8美元，当年可口可乐的每股净利润为2.84元，购买价的市盈率为14.7倍。

1988年，可口可乐的毛利率为19.2%，净利率为12.4%，净资产收益率为33.3%，净利润在过去五年都在逐步上升，加上每年都在回购股份，每股净利润年均增长率为15.6%。1989年，巴菲特继续增持可口可乐的股票，总持股数翻了一倍，为2335万股，总成本为10.24亿，新购入股票的平均价格为46.8美元，市盈率约15倍。

Year	1984	1985	1986	1987	1988
收入	\$5.442B	\$5.879B	\$6.977B	\$7.658B	\$8.338B
毛利	\$849M	\$807M	\$897M	\$1.324B	\$1.598B
毛利率	15.60%	13.70%	12.90%	17.30%	19.20%
净利	\$629M	\$722M	\$934M	\$916M	\$1.038B
净利率	11.60%	12.30%	13.40%	12.00%	12.40%
总股数	396M	393M	387M	377M	365M
每股净利	\$1.59	\$1.84	\$2.41	\$2.43	\$2.84
ROA	12.90%	12.50%	13.30%	11.30%	12.90%
ROE	22.20%	25.30%	29.10%	27.50%	33.30%
年底股价	\$20.8	\$28.2	\$37.8	\$38.1	\$44.6
市盈率	13.1	15.3	15.7	15.7	15.7
总市值	\$8.2B	\$11.1B	\$14.6B	\$14.4B	\$16.3B
1988年	现金和现金等价物			\$1.23B	
	有息负债			\$760M	
	总资产			\$7.45B	
	运营资本			\$5.47B	
	净资产			\$3.05B	

三年后的1991年，可口可乐的净利润从1988年的10.4亿元增长至16.17亿元，增长了约60%，但是市盈率提高到了33倍，增长了1.2倍，结合每年的股票回购，使得巴菲特持有股份的市场价值提高到37.5亿元，是买入成本10.24亿元的3.7倍，年均收益率为38.5%。

1994年，可口可乐的股价经过近3年的横盘，公司净利润增长至25.5亿元，市盈率逐步降低，巴菲特又买入了价值2.7亿美元的股票，拆股后的买入价为41.6元，当年每股收益为1.98美元，市盈率约为21倍。

1998年，美国股市接近17年牛市的末期，可口可乐股价在年中最高涨到每股70美元，当年的净利润为35.3亿美元，每股盈利为1.42美元，市盈率约50倍。至此以后10年，可口可乐的股价都没有超过这个最高价。

至1998年底，巴菲特在可口可乐的持股市值为134亿，10年里增长了约11倍，年均复合收益率约27%。这样的市值增幅中，市盈率由15倍涨至约50倍，贡献了约3倍的增长，净利润增长至约3.5倍，另外每年的回购也提高了每股净利润。

随着2000年美国股市的高科技股泡沫破裂，美国股市进入长期的调整，在2008年又遇上金融危机，可口可乐的股价直到2012年才重新站上1998年的高点。

2012年，可口可乐的净利润为90亿，是1998年的2.6倍，每股净利润为1.97元，年底股价为36.3美元，市盈率约为18倍，比1998年降低了约65%，两者综合影响，导致巴菲特持有股份的市值在这14年里只增长了约10%（没有包括期间的分红）。

巴菲特致股东信：

1988年：我们做出两项重大的决定，大笔买进房地美（Freddie Mac）与可口可乐，我们打算要持有这些股票很长的一段期间，事实上当我们发现我们持有兼具杰出企业与杰出经理人的股权时，我们最长的投资期间是永久，我们跟那些急着想要卖出表现不错的股票以实现获利却顽固地不肯出脱那些绩效差的股份的那群人完全相反。彼得·林奇生动地将这种行为解释成砍除花朵来当作野草的肥料，我们持有房地美的股份比例是法令规定的上限，这部份查理在后面会详加说明。他们是属于一家非保险的子公司所投资，所以在我们的合并资产负债表当中，这些持股将以成本而非市价列示。

1989年：表上的投资组合与去年几乎相同，只有一项投资的持股有变动，我们将可口可乐的持股数由去年的1,417万股提高到今年的2,335万股。

这次的可口可乐投资，提供了一个机会来证明你们的董事长对投资机会的速度之快，不管这些机会是如何的不明确或是被隐藏。我记得我是在1935年或1936年第一次喝到可口可乐的，不过可以确定的是，我从1936年开始，以每半打25分钱的价格，从巴菲特兄弟杂货店批货后，再以每罐5分钱卖给邻居街坊，作为我个人从事高毛利零售业的开端，我也深深观察到这个产品给消费者的特殊吸引力及背后所代表的庞大商机。

在往后的52年里，当可口可乐席卷全世界的同时，我也持续地注意到这种特质。然而在同一段期间，由于我个人过于小心谨慎，以至于竟然连一股股票都没有买，反而将大部分的个人资产投注在街车公司、风车制造厂、纺织公司、煤炭公司与邮票公司之类的股票之上，（如果你认为这是我编造的笑话，我可以再告诉大家确切的公司名称），终于到了1988年的夏天，我的大脑与眼睛进行了连接。

一时之间，我的观感与眼界大开，在1970年代一度萎靡不振之后，可口可乐在1981年新任总裁罗伯托的带领下，焕然一新，罗伯托加上唐·基奥（曾经是我在奥马哈的对街邻居），经过思考并厘清公司的政策后，切实地加以执行，使得本来就已是全世界最独一无二的产品又添新动力，尤其是来自海外的营收更呈现爆炸性的成长。

利用其行销与财务方面的两把利刃，罗伯托将可口可乐产品的成长与股东的利益极大化。通常一家消费性商品的CEO，基于个人过去的经验与个性，会偏向公司的行销或财务，但是罗伯托却能够将两者调和到极致的境界，这样的结果实在是股东们前世修来的好福气。

当然我们应该在罗伯托与唐开始接掌公司时，就早点买进该公司的股票，事实上，要是我有足够的远见，早在1936年我就应该说服我爷爷干脆卖掉杂货店，然后将钱全部用来买进可口可乐的股票，这次我终于学到了教训，不过照这种情况看来，距离下一次我灵光一现的时间，可能要再等上个50年以上吧。

1990年：当可口可乐利用保留盈余来买回自家股份，该公司等于间接增加我们的持股比例，也就是此举让我认定这家公司是全世界最好的企业（当然可口可乐还将资金运用在很多加强公司利益的地方上），除了买回股份，可口可乐也可以将这些资金以股利的方式退还给股东，然后我们同样可以利用这笔钱买进更多可口可乐的股票，只是后面这种做法比较没有效率，因为如此还

要支付额外的所得税，使得最后所得到的持股比例比前面的方式少一点，而讽刺的是要是利用后面的那种做法，伯克希尔的账面盈余可能还会更好看。

1991年：我们在1991年所经历账面数字的超额成长是一种不太可能再发生的现象，受惠于可口可乐与吉列刮胡刀市盈率的大幅飙升，光是这两家公司就合计贡献了我们去年21亿美元净值成长中的16亿美元，三年前当我们大笔买进可口可乐股票的时候，伯克希尔的净值大约是34亿美元，但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过这个数字。

可口可乐与吉列刮胡刀可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年他们的获利还会以惊人的速度成长，相对地我们持股的价值也会以等比例的程度增加，然而另一方面去年这两家公司的股价上涨的幅度却远高于其本身获利增长的幅度，所以说去年我们是两面得利，一方面是靠公司绝佳的获利能力，一方面是市场对于公司股票的评价，当然我们认为这样的调整是经得起考验的，但这种情况不太可能每年都发生，展望未来我们可能只能靠前面那点而获益。

1994年：对于买进股份我们注意的只是价格而非时间，我们认为因为忧虑短期不可控制的经济或是股市变量，而放弃买进一家长期前景可合理预期的好公司，是一件很愚蠢的事，为什么仅是因为短期不可知的猜测就放弃一个很明显的投资决策呢？

我们分别在1967年买进国家产险公司、1972年买下喜斯糖果、1977年买下水牛城日报、1983年买下内布拉斯加家具店、1986年买下史考特飞兹，而我们都是趁它们难得求售时，才得以买进，当然也因为它们的开价我们认为可以接受。当初在评估每个案子时，我们关心的不是道琼指数的走势、美联储的动向或是总体经济的发展，而是这些公司本身未来的前景；如果我们觉得这样的方式适用于买下整家公司的话，那么每当我们决定要透过股市买进一些好公司部份股权时，为什么就必须采取不一样的做法呢？

在寻找新的投资标的之前，我们选择先增加旧有投资的部位，如果一家企业曾经好到让我们愿意买进，我想再重复一次这样的程序应该也是相当不错的。若是能够，我们很愿意再增加在喜斯糖果或是史考特飞兹的持股，但要增加到100%的比例实在是有困难，不过在股票市场中，投资人常常有很多的机会可以增加他感兴趣的公司股票，像是去年我们就扩大了我们在可口可乐与美国运通的持股数。

买入可口可乐的逻辑

巴菲特的投资理念是一个持续进化的过程，从初期的烟蒂型格雷厄姆式方法，到后来受费雪和芒格影响进化到以合适的价格买进伟大公司。这个转变过程中，1972年初次以高市盈率买入喜诗糖果是第一步入门，但是真正的大手笔当属1987年买大量进可口可乐股票。

巴菲特买入可口可乐的基本情况：买入的可口可乐股票，其市值占当时伯克希尔哈撒韦账面价值的25%，仓位极重。相较于巴菲特的其它投资，买入可口可乐是一项高出盈利及资产水平很多的重大投资。其购买时，市盈率为15，市净率在5倍左右。

这是个巨无霸公司，是美国最大的公司之一。这样的大公司又如何会被价值低估呢？巴菲特又是如何看到了别人没看到的東西呢？这个投资获得了巨大的成功，十年十倍，巴菲特当年投入10亿美元，十年后价值100亿美元。

这完全不像典型的烟蒂型格氏投资风格。但是一个很了不起的投资，可口可乐被低估价值了。值得注意的是他甚至回望可口可乐80年的历史来研究这个投资。这与华尔街的分析师们只是往前后看几个季度的报表来做分析，得出结论，形成了鲜明对照。

巴菲特本人爱甜食，十分爱喝可乐。在樱桃可乐还没有出现前，他常常往百事可乐里倒一些糖浆。在他还是小孩的时候，对饮料瓶盖很感兴趣，他发现零售机四周扔弃的瓶盖中，可口可乐的瓶盖比例惊人，高达80%以上。

巴菲特订阅过广告年代杂志。他问自己，如果要在几年内完全复制出可口可乐这个品牌，需要多大的资金投入？最后他和芒格得出的结论是：就算这个地球上最好的营销团队，想要复制可乐的品牌，1000亿美元都办不到！而当时可口可乐的公司市值不超过200亿美元。一个仅仅品牌就价值远高于1000亿公司，用不到200亿就可以买到，这的确是桩好买卖！

巴菲特仔细研究了可口可乐过去 80 年的年报。他发现这个卖糖水给制瓶公司的可口可乐，其毛利率高达 80% 以上，就好像软件公司一样。这家公司未来的成功取决于它能向全世界卖出多少份可乐，数量越多，赚钱越多。他发现在过去 80 年里面，没有一年其销量不是增加的！这过去 80 年的重大灾难性事件包括：一次世界大战，大萧条，二次世界大战，韩战，越战，冷战，无数次的经济衰退，以及 70 年度在印度被逐出市场等等。在这整个过程中，可口可乐年年都在成长。巴菲特和芒格问自己的问题很简单：到 2000 年，2025 年，2050 年……可口可乐的销售量会是多少？这个结论很可能让人垂涎欲滴。然后，将这所有的未来自由现金流折现到目前的价值。

1886 年，可口可乐首次被调制出来，8 盎司装卖 5 美分，今天的价格是 17 美分。如果考虑到通货膨胀率，当年的 5 美分相当于今天买一瓶 8 盎司装的可乐要花几美元才行。在一个世纪时间里，它的单价大幅度下降，这是一个很独特的现象。极少有其它消费品达到了如此程度的减价。

全世界还有亿万人群未曾尝到他们第一口的可乐滋味。同时，对比美国和欧洲，全世界人均每天的可乐消费量极其微小。但是，在未来几十年里，全世界人均收入水平将急剧增长。可口可乐的人均消费量将有大幅上涨空间。

华尔街分析师的眼睛往往只是盯着将来的几个季度经营和财报，而非未来 20 年、50 年的时间跨度。在 1988 年，没有华尔街分析师的心智模型会像巴菲特和芒格那样长远。作为个体投资者，如果能够坚守自己的能力圈，运用独立的心智格栅和模型，那么当所有的模型都表明，这只股票代表公司的内在价值远高于市场价格时，那就是该开着卡车大举装货的时候了！

集“当代最伟大的投资者”、“华尔街股神”、“20 世纪八大投资大师榜首”等众多称号于一体的巴菲特，其成功投资之道值得所有投资人深入学习和研究。巴菲特开创伯克希尔公司之后的几乎每一个投资案例，都堪称传世经典。

说起可口可乐，恐怕很少有人会说不知道吧。可以说在某种意义上，可口可乐早已与好莱坞一起，成为美国文化的世界象征了。而可口可乐公司的股票，正是巴菲特从买入之日起就一直坚定持有，并且屡次公开声明希望永久性保留的股票。

巴菲特之所以如此看好可口可乐的股票，其原因正在于可口可乐公司是当之无愧的满足“巴菲特选股三部曲”全部要求的超级明星企业。“第一步，选择具有长期稳定性的行业；第二步，在行业中选择具有突出竞争优势的企业；第三步，在优势公司中优中选优，选择竞争优势具有长期可持续性的企业。”在美国和西方国家，饮料是一个具有相当长期稳定性的行业。可口可乐从创建至今，数百年来一直稳执美国乃至世界软饮料界之牛耳，霸主地位无人可撼动。众所周知，可口可乐的配方，始终是世界上最为珍贵的商业机密之一；可口可乐的品牌，也始终是最具商业价值的品牌之一。它唯一有力的竞争对手——百事可乐尽管使出浑身解数倾尽全力追赶，却仍然无法超越这座饮料界巅峰而始终只能屈居第二。强大的长期持续竞争优势，使可口可乐成为基业长青的巴菲特首选投资目标企业。

从 1977~2003 年，16 年间巴菲特持有可口可乐股票从未动摇过，投资收益率高达 681.37%。尽管这期间可口可乐也一度出现过业绩下滑，但巴菲特坚持相信对其强大长期竞争优势的判断，而决不把股价的一时涨跌作为持有还是卖出的标准。1997 年可口可乐的股票资产回报率为 56.6%，1998 年下滑到 42%，1999 年更跌至 35%。许多投资者纷纷抛售可口可乐的股票，但巴菲特不为所动。他继续坚决持有可口可乐公司股票，并与董事会一起解雇了可口可乐原 CEO 艾维斯特，聘任达夫为新 CEO。果然不久之后可口可乐就重振雄风，为巴菲特继续创造高额投资回报。

可口可乐的百年辉煌业绩，使它成为一个不败的股票传奇。媒体从 20 世纪三十年代就开始感慨：“尽管对其过去的业绩记录表示敬意，但我们也只能得出非常遗憾的结论：现在关注可口可乐公司为时已太晚了。”而事实却是，即使对于 1938 年才新加入的投资者，可口可乐的投资盛宴也只是刚刚开始：如果你在 1938 年以区区 40 美元

投资可口可乐公司股票，到 1993 年底就已经增值到 25000

美元了，整整 600 倍回报率！

选择股票，真正有决定意义的，是公司久经考验的长期持续竞争优势，这就是巴菲特投资可口可乐公司给我们的最大启示。

修改于 6 小时前

巴菲特为什么 1988 年要买入可口可乐

注：虽然巴老的糖水远比不上咱们的茅台 😊 但巴老对于可乐的投资逻辑是我们学习投资的范本！👍👍

1988 年秋天，可口可乐总裁唐纳德·基奥发现有人在巨量买入公司的股票。经历了 1987 年股市崩盘，可口可乐的股价较之崩盘前的高价低 25%。但股价已经触及地板价，因为“一些神秘的买家通过大宗交易吃货。”当基奥发现所有这些买单均来自中西部的经纪商时，他突然想到了他的朋友沃伦·巴菲特，并决定打个电话给他。

“你好，沃伦，”基奥开始说，“你不是恰好正在买入可口可乐吧？”巴菲特顿了一下，然后说：“巧得很，我正在买入。但是如果你能在我发表声明之前保持沉默，我将非常感激。”如果巴菲特买入可口可乐股票的消息走漏，人们将会蜂拥而至，最终推高股价，那伯克希尔的入货目标就可能无法完成。

1989 年春天，伯克希尔的股东们获悉巴菲特动用 10.2 亿美元购买可口可乐的股票，占到可口可乐公司股本的近 7%，也是伯克希尔投资组合的三分之一。这是时至今日，伯克希尔最大的单笔投资，令华尔街都挠头。对这家卖汽水的百年老店，巴菲特的出价是 5 倍市净率和超过 15 倍的市盈率，均较市场有溢价。奥马哈的先知到底看到了什么别人没有看见的东西？

可口可乐是世界上最大的饮料公司，在全世界 200 多个国家销售超过 500 种充气和不充气饮料。在这 500 个品种里，有 15 个品牌估值超过 10 亿美元，包括可口可乐、健怡可乐、芬达、雪碧、维他命水、动乐、美汁源、简易、乔治亚、戴尔山谷。

巴菲特与可口可乐的关系，可以回溯到他的童年时代，他 5 岁时第一次喝到可口可乐。不久之后，他就开始显现出企业家精神，你或许还记得第 1 章里提到的，他花 25 美分批发来六罐可乐，然后以 5 美分一个的价钱卖出去。在接下来的 50 年里，虽然他目睹了可口可乐非凡的成长，却没有买，取而代之的是，他买了纺织厂、百货公司、农场设备制造商。即便在 1986 年，当可口可乐公司的樱桃可乐，被伯克希尔公司选为年会的正式官方饮料时，巴菲特还是一股可口可乐都没买。直到两年之后，1988 年的夏天，巴菲特开始买入。

准则：简单、易懂

可口可乐的生意相当简单，公司购买大宗原材料，然后根据配方生产浓缩原浆，卖给装瓶商，再由他们将浓缩原浆与其他成分合成成品。装瓶商将成品卖给零售商，包括小商铺、超市、自动贩售机。公司也面向餐馆和快餐连锁店提供软饮料，在那里，它们被分装在杯子和玻璃瓶里卖给顾客。

准则：持续的经营历史

没有哪家公司能与可口可乐的持续运营历史相提并论，创立于 1886 年的可口可乐只卖一种产品，大约 130 年后的今天，可口可乐仍然卖着同样的饮料，辅以少许其他产品。重大的不同在于，公司的规模和覆盖的地域版图，早已不可同日而语。

进入 20 世纪之时，公司雇佣了 10 名推销人员跑遍全美，那时一年销售 116492 加仑的糖浆，销售金额达到 148000 美元。成立 50 年之后，公司年销售 2 亿件软饮料（销售单位从以加仑计变为以件计）。巴菲特说：“很难找到一个公司能与可口可乐相比较，有十年的记录、销售不变的产品。”今天，可口可乐公司是世界上最大的饮料、速溶咖啡、果汁、果汁饮料提供商，每天售出 17 亿份。

准则：良好的长期前景

1989 年，在伯克希尔宣布它持有 6.3% 的可口可乐公司股权后，巴菲特接受了《塔特兰大宪章》的商业记者梅利莎·特纳的采访。她问了巴菲特一个经常被提及的问题：为什么没有更早买入可口可乐的股票？巴菲特谈到了他在做最终决定时的想法。

他说：“让我们假设你将外出去一个地方十年，出发之前，你打算安排一笔投资，并且你了解到，一旦做出投资，在你不在的这十年中，不可以更改。你怎么想？”当然，不用多说，这

笔生意必须简单、易懂，这笔生意必须被证明具有多年的可持续性，并且必须具有良好的前景。“如果我能确定，我确定市场会成长，我确定领先者依然是领先者——我指的是世界范围内，我确定销售会有极大的增长，这样的对象，除了可口可乐之外，我不知道还有其他公司可以做到。”巴菲特解释道，“我相对可以肯定，当我回来的时候，他们会干得比今天更好。”

但是为什么在这个特定的时点买入呢？因为巴菲特所描述的可口可乐的商业属性早已存在了数十年。他说，吸引他目光的是发生在可口可乐领导层的变化，1980年罗伯托·戈伊苏埃塔成为公司董事长，唐纳德·基奥成为总裁。

变化是巨大的。整个20世纪70年代，可口可乐公司麻烦不断，惹起装瓶商的争议，美汁源园区的农民的受虐待指控，环境保护主义者指责可乐的单向容器加重了环境污染，联邦交易委员会指控公司的独占连锁体系违反了谢尔曼反垄断法。可口可乐的国际业务也是踉踉跄跄，因为公司授权以色列连锁，阿拉伯世界抵制可乐，拆毁了投资多年的工厂。日本曾经是增长最快的国家，却也是公司失误连连的地方，26盎司的可乐罐在货架上发生爆炸，此外，日本消费者对于公司在葡萄味芬达里加入人造煤焦油色素感到气愤。当公司开发出使用真正葡萄皮的新款饮料时，却因为发酵变质被倒入东京湾。

整个70年代，可口可乐支离破碎，在饮料行业里也没有创新。尽管如此，公司依然继续创造着数以百万计的利润。保罗·奥斯汀1962年出任总裁，1971年出任董事长，他没有用赚来的利润在饮料行业里继续投资，而是打算多元化，投资水利项目、养虾厂，尽管利润微薄，还买了一个酒厂。股东们心怀怨恨地反对，认为可口可乐不应该与酒精有关。为了回击这种声音，奥斯汀花了史无前例的巨资大打广告。

同时，可口可乐净资产回报率高达20%，但税前利润率开始下滑。1974年，在熊市的末期，公司市值为31亿美元，六年之后，升至41亿美元。换言之，从1974年到1980年，公司市值的成长率仅仅是每年5.6%，严重跑输标普500指数。在这六年中，公司留存的每一美元仅仅创造了1.02美元的市值。

奥斯汀的独断专行损害了可口可乐公司荣辱与共的精神。更糟糕的是他的夫人珍妮对公司造成的损害，她换掉公司经典的诺曼·罗克韦尔的画作，用现代画重新装饰公司总部，甚至动用公司的喷气飞机四处搜寻艺术品。不过这可能是她的最后一单了，因为她的行为加速了丈夫的倒台。

1980年5月，奥斯汀夫人强令公司公园不再开放给员工享用午餐。她抱怨，落在地上的食物招引鸽子，破坏了草坪的美观。员工们的情绪低落到了极点。公司91岁高龄的家长、公司金融委员会主席罗伯特·伍德拉夫（曾经在1923~1955年领导公司）受够了，他要求奥斯汀辞职，起用罗伯托·戈伊苏埃塔替代他。

戈伊苏埃塔生长于古巴，是可口可乐第一个出生在外国的首席执行官，相对于奥斯汀的沉默寡言，他是个外向的人。他首先的行动之一，就是在加州的棕榈泉召集可口可乐公司50名高层开会，他说：“大家说说哪里出了问题，我想知道全部。一旦问题得到解决，我希望得到100%的忠诚。如果你们中仍有谁不满意，我们将给予妥善的安排，然后说再见。”从这个会议开始，公司的启动了《八十年代的策略》，一个900字的小手册勾勒出可口可乐公司的目标。

戈伊苏埃塔鼓励他的经理们去冒合理的风险，他希望可口可乐首倡行动，而不是反馈。他开始削减成本，他要求可口可乐拥有的任何生意都必须优化其资产回报。这些措施迅速起效，利润率开始提升。

准则：利润率

1980年，可口可乐的税前利润率低至12.9%。利润率连续五年下跌，并且明显低于公司1973年18%的利润率。戈伊苏埃塔上任后的第一年，利润率恢复到13.7%。到1988年，巴菲特买入可口可乐股票的那一年，利润率已经攀升至创纪录的19%。

准则：净资产收益率

在《八十年代的策略》的小册子里，戈伊苏埃塔指出，公司将剥离全部无法产生令人满意的资产回报的生意。任何新投资项目，必须具备足够的成长潜力才予以考虑。可口可乐对于在呆滞的市场上战斗不再感兴趣。“提升每股盈利、提升净资产回报率才是这个游戏的主题。”戈伊苏

埃塔声明。他以行动践行自己的诺言：可口可乐酒业生意在 1983 年卖给了西格拉姆公司。

尽管公司在 7 年里取得了令人尊敬的 20% 的净资产回报率，但戈伊苏埃塔并未止步，他要再接再厉，继续加油。到 1988 年，可口可乐公司的净资产回报率达到了 31%。

以任何衡量标准来看，戈伊苏埃塔的可可口可乐都抵得上两个或三个奥斯汀时代的可口可乐。这种结果也反映到公司二级市场的市值上，1980 年的市值是 41 亿美元，到了 1987 年年底，虽然 10 月份发生了股市崩盘，市值还是上升到 141 亿美元。这 7 年里，可口可乐公司的市值以 19.3% 的年复利速度成长，在此期间，可口可乐留存的每一美元，都产生了 4.66 美元的市场价值。

准则：坦诚

戈伊苏埃塔的《八十年代策略》包括了对于股东利益的考虑，“在下一个十年，我们将继续向股东承诺，保证和提升他们的投资。为了给予股东们超越平均水平的回报，我们必须选择能战胜通货膨胀的投资。”

戈伊苏埃塔不仅需要保证公司业务成长——这需要投资资金，他还需要提升股东价值。为了达到这个目标，可口可乐公司提升利润率和净资产收益率，一边提高分红数量，一边降低分红率。整个 20 世纪 80 年代，公司的分红数量每年提高 10%，同时，分红率从 65% 降低到 40%。这使得可口可乐公司既能将更大比例的公司盈利投入扩大再生产以保证公司成长，同时又对得起股东。

在戈伊苏埃塔的带领下，可口可乐公司的愿景变得一目了然：管理层的主要目标，就是随着时间推移，将股东利益最大化。为了实现这一目标，公司专注于高回报的软饮料生意。如若成功的话，这种成功会表现为现金流的上升、净资产收益率的上升，最终，是股东回报的上升。

准则：理性

净现金流的上升不仅能使可口可乐公司提高给股东的分红，而且使公司有机会首次尝试回购公司股份。1984 年，戈伊苏埃塔宣布，公司将在公开市场回购 600 万股公司股票。只有当内在价值高于股票市价，回购股份才是明智理性的。这种由戈伊苏埃塔首创的回购机制，旨在提高股东的净资产回报率，这表明可口可乐公司已经到了引爆点。

准则：股东盈余

1973 年，可口可乐公司股东盈余（税后利润+折旧-资本开支）是 1.52 亿美元。到 1980 年，股东盈余达到 2.62 亿美元，成长率为年复利 8%。从 1981 年到 1988 年，股东盈余从 2.62 亿美元上升到 8.28 亿美元，成长率为年复利 17.8%。

如果我们以十年为观察期可以很明显看到，可口可乐的股价反映出了股东盈余的增长。从 1973 年到 1982 年，可口可乐公司股票回报的增长率为 6.3%。在接下来的十年中，从 1983 年到 1992 年，在戈伊苏埃塔领导的新政下，公司平均的年复利回报为 31.1%。

准则：抗拒惯性驱使

当年戈伊苏埃塔接手公司之初，他首先抛弃了前任董事长保罗·奥斯汀发展的不相关的产业，回归公司的核心业务：卖糖浆饮料。这是可口可乐公司抗拒惯性驱使的明证。

无可否认，让公司回归为一个单一产品的企业，这是个大胆之举。更令人称道的是，当整个行业都在竞相多元化的时候，戈伊苏埃塔却有反其道而行之的心智与行动力。当时的几家饮料业巨头都在用它们的盈利投资一些非相关的行业，安海斯-布希公司用它们从啤酒业务赚来的钱投资主题公园。百富门公司，一家酒业巨头，用其利润投资了瓷器、水晶、银、箱包生意，所有这些投资的回报都非常低。施格兰公司，一家全球烈酒和红酒商家，买下了环球影城乐园。百事可乐（可口可乐最大的竞争对手），买下了休闲食品公司（菲多利公司）和餐馆，包括塔可钟、肯德基、必胜客。

更重要的是，不仅戈伊苏埃塔的行动专注于公司最大、最重要的产品，而且整个公司资源都向最具利润率的业务倾斜。因为销售饮料的利润远远大于其他业务，公司将盈余再投资仍然投向回报最高的业务。

准则：确定价值

当巴菲特 1988 年首次购买可口可乐时，人们不禁要问：“可口可乐的价值体现在哪里？”当时，PE 是 15 倍，股价是现金流的 12 倍，分别比市场平均水平高出 30% 和 50%。巴菲特支付

了5倍的市净率，这样只有6.6%的收益率，相对于长期国债9%的收益率，似乎并不具有吸引力。巴菲特愿意这样做是因为可口可乐无可比拟的商誉，公司用相对较少的资本支出，能够取得31%的净资产回报率。巴菲特解释，股票的价格说明不了价值。可口可乐的价值和其他企业一样，取决于未来公司存续期内，所有预期股东盈余的折现。

1988年，可口可乐公司股东盈余为8.28亿美元，美国30年期国债的利率（无风险利率）是9%。以1988年盈余，使用9%作为贴现率，可以算出公司价值92亿美元。当巴菲特购买可口可乐时，公司的总市值为148亿美元。猛一看，巴菲特买高了，但是别忘了，92亿美元的估值是基于当时盈余的计算。如果有买家愿意多付60%的代价，一定是因为看到了可口可乐公司未来成长的机会。

分析可口可乐公司，我们会发现，从1981年到1988年，公司的股东盈余年成长率为17.8%，高于无风险利率的水平。在这种情况下，分析人员会使用两段贴现法进行分析，假设公司未来的一段时间以高速增长，然后以稍慢些的水平增长，在这两个不同阶段，使用不同的贴现率，然后相加，得出公司的估值。

我们可以用两段法计算1988年公司未来现金流的现值。1988年可口可乐股东盈余是8.28亿美元，如果我们估计它能在下一个十年里，保持15%的增长（这是一个合理的预估，因为这低于它过去七年的平均增长率），届时股东盈余将达到33.49亿美元。让我们继续测算，从第11年起，它的增长率降低到了每年5%，用9%的贴现率（当时的长期国债收益率），我们可以推算出，在1988年可口可乐的内在价值是483.77亿美元。

我们可以重复用不同的增长率假设进行计算。如果我们假设可口可乐下一个十年的股东盈余增长率是12%，然后是5%的增长率，以9%贴现率，公司当下内在价值为381.63亿美元。如果下一个十年增长10%，然后5%，那么价值是324.97亿美元。即便我们假设可口可乐今后的所有增长率只有5%，公司也至少值207亿美元。

准则：以有吸引力的价格买入

1988年6月，可口可乐的股价大约是10美元/股（已做除权调整），随后的10个月，巴菲特共投资10.23亿美元，买入9340万股，他的平均成本为10.96美元/股。到了1989年年底，对可口可乐的投资占到了伯克希尔公司投资组合的35%，成为绝对的重仓股。

自戈伊苏埃塔80年代开始接管公司起，可口可乐的股价每年都在上涨。在巴菲特第一次出手的前五年，股价年均上涨18%。公司前景如此美好，以至于巴菲特无法以更低的价格买入。他告诉我们，价格和价值是两码事。

1988年和1989年在巴菲特买入期间，可口可乐的估值平均在151亿美元左右，但巴菲特的估值是207亿美元（假设5%的股东盈余增长）、或381亿美元（假设12%的增长），或483亿美元（假设15%的增长）。巴菲特的安全边际——相对于内在价值的折扣——从保守的27%到乐观的70%。

巴菲特说，最好的生意是那些长期而言，无需更多大规模的资本投入，却能保持稳定高回报率的公司。在他心目中，可口可乐是对这个标准的完美诠释。在伯克希尔买入十年之后，可口可乐公司的市值从258亿美元上升到1430亿美元。在此期间，公司产生了269亿美元利润，向股东支付了105亿美元分红，留存了164亿美元用于扩大再生产。公司留存的每一美元，创造了7.20美元的市场价值。到1999年年底，伯克希尔最初投资10.23亿美元持有的可口可乐公司股票市场价值116亿美元，同样的投资，如果放在标普500指数上只能变成30亿美元。

阅读延伸：

伯克希尔1997年股东大会

股东问：能不能深入解释一下你所谓的消费者的想法以及产品的本质是什么意思，你如何将这些应用到寻找对其产品需求不断增加、投资潜力最好的公司上？

巴菲特：在消费产品方面，你的兴趣应该是找到或者思考：对某一产品，世界上有多少人会在脑子里想着它，他们是怎么想的，10年、20年后，他们对这一产品的想法可能是什么样的。

这个世界上几乎每一个人——我们把数量削减到世界上75%的人吧——脑子里多少都会想着可口可乐。“可口可乐”这个字眼对他们来说意味着一些东西。与此相比，“RC可乐”对地球上

几乎任何一个人来说都毫无意义。当然，RC 可乐公司的老板以及罐装厂对它肯定有想法，但世界上差不多每一个人对可口可乐都有些想法。

喜欢可口可乐的人占大多数，可口可乐带给人们的体验是愉悦的。之所以会这样，部分原因是源于可口可乐的设计。另外，可口可乐经常出现在快乐的场合，迪士尼乐园和棒球场等，在每一个充满欢声笑语的场所——可能还包括伯克希尔年度股东大会的会场——都有可口可乐。

可口可乐在全球近 200 多个国家的消费者心目中的地位相当稳固，可口可乐将在更多消费者的心目中建立稳固的地位，10 年后，这种情况会逐渐得到强化。所以，重要的不是市场份额，而是垂青份额。

我不知道人们如何才能打败可口可乐，如果有人给我 1000 亿美元——我鼓励任何一个有这个想法的人站出来，告诉我说打败可口可乐、取而代之成为全球软饮料行业的老大。我无论如何都想不出来如何才能做到这一点。

倘若我们那时没有买下喜诗糖果并经历随后的发展（因为这些发展让我们明白了其他道理），我们就不会在 1988 年买入可口可乐。所以，我们如今从可口可乐的投资中赚到的 110 多亿美元中，有很大一部分要归功于喜诗糖果。

这并不是因为我们没有接触过可口可乐。这真的令人吃惊，但这让我们开始思考得更多，我们看到了我们关于喜诗糖果的决定的后续发展，看到了什么是行得通的、什么是行不通的。这让我们对在商业方面什么能行得通豁然开朗，并让我们远离那些行不通的企业。这绝对导致我们投资可口可乐。

即便你投资的软饮料企业在行业中不占据统治地位，你仍然可以赚钱。不过坦白说，如果你投资的是该行业内的老大，你赚的钱会多得多。软饮料行业并不是一个赢家通吃的行业，它不像在一个 10 万或者 20 万人的小镇上有两家报纸。某些行业是那樣的，但软饮料行业不属于赢家通吃的行业。

罐装厂其实挺有意思，奥马哈有个哥们，或者说有一个家伙在奥马哈生活过很长一段时间，他就是唐·基奥，他和罐装厂这件事大有关系，尽管罗伯托和这件事当然也大有关系。

19 世纪 80 年代后期，阿萨·坎得乐进行了一系列交易，我觉得其中有些交易的时机不是那么合适，不过他以 2000 美元的价格买下了整个可口可乐公司，这可能是世界历史上最聪明的买入了。然后，我记得是在 1899 年，从查塔努加来了一群人拜访坎得乐先生。那时，软饮料就像现在的 OTC 药一样主要在药店通过饮料机销售，罐装的销量很少。我记得没错的话，当时已经有人在密西西比装罐了。于是，几个家伙坐下来：“罐装销售的前景应该不错，饮料机销售已经够你忙的了，为什么你不把罐装业务的开发交给我们来做呢？”

坎得乐先生肯定没有好好考虑过罐装业务，因为他和他们签署了一份几乎覆盖全美的永久性合同——他以 1 美元的代价把罐装权卖给了他们，合同的内容还包括赋予他们永远以固定价格购买可口可乐糖浆的权利。

糖浆的主要成分是糖，在“一战”期间以及“一战”之后，糖价疯狂上涨，但可口可乐的老板却签署了一份实际上永远以固定价格出售糖浆的合同。所以对阿萨来说，以 2000 美元的代价买下可口可乐是他干得非常漂亮的一桩买卖，可是他却签署了历史上最蠢的合同。当时，他们就在罐装合同之下出售次级权利，出售的销售半径通常是骑马一天可以往返的距离。这才是你应该赋予其他人的销售范围。

那些年，可口可乐一直面临着罐装合同的问题，罐装产品很快在销售系统中占据了主导地位，但他们却受制于没有价格灵活性且期限为永久的合同。这些罐装厂的老板在弥留之际，躺在病床上，在咽下最后一口气之前，肯定会把他的子女和孙子召集到床前，用尽力气告诫他们：“千万不要让可口可乐在罐装合同上捣乱”，然后才肯闭眼。结果，这个问题拖累了可口可乐几十年，上世纪 20 年代还发生过法律诉讼，可口可乐对罐装厂真的没辙。后来，罗伯托和唐·基奥以及其他花了 20 年到 25 年的时间，终于合理解决了罐装合同的问题，这是一项巨大的工程。随着时间的推移，此举为公司的价值带来了翻天覆地的变化。

当你着手解决一个问题的时候，一天、一周甚至一年之内都不会有什么结果。但他们决定要解决这个问题，他们真的做到了。解决这个问题需要资金，他们花钱解决了问题，他们还动用

了大笔资金回购股票。这是非常聪明的做法，我希望他们能继续这么做，希望他们在我们谈话的时候依然在回购股票。

巴菲特致股东信/自我剖析

1988 年

我们作出两项重大决定，大笔买进房地美（Freddie Mac）与可口可乐。我们打算要持有这些股票很长一段期间。事实上，当我们发现我们持有兼具杰出企业与杰出经理人的股权时，我们最长的投资期间是永久。我们跟那些急着想要卖出表现不错的股票以实现获利却顽固地不肯出脱那些绩效差的股份的那群人完全相反，彼得·林奇生动地将这种行为解释成砍除花朵来当作野草的肥料。我们持有房地美的股份比例是法令规定的上限，这部分查理在后面会详加说明。他们是属于我们一家非保险的子公司所投资，所以在我们的合并资产负债表当中，这些持股将以成本而非市场价格列示。

1989 年

我们的投资组合与去年几乎相同，只有一项投资的持股有变动，我们将可口可乐的持股数由去年的 1417 万股提高到今年的 2335 万股。

这次对可口可乐的投资，提供了一个机会来证明你们的董事长对投资机会的把握速度之快，不管这些机会是如何不明确或是被隐藏。我记得我是在 1935 年或 1936 年第一次喝到可口可乐的，不过可以确定的是，我从 1936 年开始，以每半打 25 分钱的价格，从巴菲特兄弟杂货店批货后，再以每罐 5 分钱卖给邻居街坊。作为我个人从事高毛利零售业的开端，我也深深观察到这个产品对消费者的特殊吸引力及背后所代表的庞大商机。

在往后的 52 年里，当可口可乐席卷全世界的同时，我也持续地注意到这种特质。然而在同一段期间，由于我个人过于小心谨慎，以至于竟然连一股股票都没有买，反而将大部分的个人资产投注在街车公司、风车制造厂、纺织公司、煤炭公司与邮票公司之类的股票之上（如果你认为这是我编造的笑话，我可以再告诉大家确切的公司名称）。终于到了 1988 年的夏天，我的大脑与眼睛进行了连接。

一时之间，我的观感与眼界大开，在 1970 年代一度萎靡不振之后，可口可乐在 1981 年新任总裁罗伯托的带领下，焕然一新。罗伯托加上唐·基奥（曾经是我在奥马哈的对街邻居），经过思考并厘清公司的政策后，切实地加以执行，使得本来就已是全世界最独一无二的产品又添新动力，尤其是来自海外的营收更呈现爆炸性的成长。

利用其行销与财务方面的两把利刃，罗伯托将可口可乐产品的成长与股东的利益极大化。通常一家消费性商品的 CEO——基于个人过去的经验与个性——会偏向公司的行销或财务，但是罗伯托却能够将两者调和到极致的境界，这样的结果实在是股东们前世修来的好福气。

当然我们应该在罗伯托与唐开始接掌公司时，就早点买进该公司的股票。事实上，要是我有足够的远见，早在 1936 年就应该说服我爷爷干脆卖掉杂货店，然后将钱全部用来买进可口可乐的股票。这次我终于得到了教训，不过照这种情况看来，距离下一次我灵光一现的时间，可能要再等上个 50 年以上吧。

1990 年

当可口可乐利用保留盈余来买回自家股份，该公司等于间接增加我们的持股比例，也就是此举让我认定这家公司是全世界最好的企业（当然可口可乐还将资金运用在很多加强公司利益的地方上）。除了买回股份，可口可乐也可以将这些资金以股利的方式退还给股东，然后我们同样可以利用这笔钱买进更多可口可乐的股票，只是后面这种做法比较没有效率，因为如此还要支付额外的所得税，使得最后所得到的持股比例比前面的方式少一点。而讽刺的是，要是利用后面的那种做法，伯克希尔的账面盈余可能还会更好看。

1991 年

我们在 1991 年所经历账面数字的超额成长是一种不太可能再发生的现象，受惠于可口可乐与吉列刮胡刀市盈率的大幅飙升，光是这两家公司就合计贡献了我们去年 21 亿美元净值成长中的 16 亿美元。三年前，当我们大笔买进可口可乐股票的时候，伯克希尔的净值大约是 34 亿美元，但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过这个数字。

可口可乐与吉列刮胡刀可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年他们的获利还会以惊人的速度成长，相对地，我们持股的价值也会以等比例的程度增加。然而，另一方面，去年这两家公司的股价上涨的幅度却远高于其本身获利增长的幅度，所以说去年我们是两面得利，一方面是靠公司绝佳的获利能力，一方面是市场对于公司股票的重新评价。当然，我们认为这样的调整是经得起考验的，但这种情况不太可能每年都发生，展望未来我们可能只能靠前面那点而获益。

1994年

对于买进股份我们注意的只是价格而非时间，我们认为因为忧虑短期不可控制的经济或是股市变量，而放弃买进一家长期前景可合理预期的好公司，是一件很愚蠢的事。为什么仅是因为短期不可知的猜测就放弃一个很明显的投资决策呢？

我们分别在1967年买进国家产险公司、1972年买下喜诗糖果、1977年买下水牛城日报、1983年买下内布拉斯加家具店、1986年买下斯科特-费策尔，而我们都是趁它们难得求售时，才得以买进，当然也因为它们的开价我们认为可以接受。当初在评估每个案子时，我们关心的不是道琼斯指数的走势、美联储的动向或是总体经济的发展，而是这些公司本身未来的前景；如果我们觉得这样的方式适用于买下整家公司的话，那么，当我们决定要在股市买进一些好公司的部分股权时，为什么就必须采取不一样的做法呢？

在寻找新的投资标的之前，我们选择先增加旧有投资的比例。如果一家企业曾经好到让我们愿意买进，我想再重复一次这样的程序应该也是相当不错的。若是能够，我们很愿意再增加在喜诗糖果或是斯科特-费策尔的持股，但要增加到100%的比例实在是困难。不过在股票市场中，投资人常常有很多的机会可以增加他感兴趣的公司股票，像是去年我们就扩大了我们在可口可乐与美国运通的持股数。

1996年

在买进股票时，我们同样也追求可预测的未来。以可口可乐来说，可口可乐产品所代表的热情与想象在总裁古崔塔的带领下升华到极点，此举为公司股东创造出可观的价值。在基奥与道格的协助之下，古崔塔从头到尾重新塑造公司的每一部分，不过这家公司的本质——可口可乐强力的竞争优势与主导性，多年来却从未改变。

最近我正在研读可口可乐1896年的年报（所以大家现在看我们的年报应该还不嫌太晚），虽然当时可口可乐已经成为冷饮市场的领导者，但那也不过只有十年的光景。然而，在当时该公司却早已规划好未来的百年大计，面对年仅14.8万美元的销售额，公司总裁阿萨·坎得乐表示：“我们从没有放弃告诉全世界，可口可乐是能够提升人类健康与快乐、最卓越超凡的一件东西。”虽然我认为健康这档子事还有待努力，但我很高兴可口可乐在一百年后的今天，始终还是遵循坎得乐当初立下的愿景。坎得乐又继续谈道：“没有其他东西的味道能够像可乐一样深植人心。”当年的可乐糖浆销售量不过只有11.6万加仑，时至今日，销售量已达到32亿加仑。

我实在忍不住想要再引用坎得乐的另一段话：“从今年三月开始，我们雇用了十位业务员，在与总公司保持密切联系下巡回各地推销产品，基本上我们的业务范围已涵盖整个美联共和国。”这才是我心目中的销售力量。

像可口可乐与吉列这类的公司应该可以被归类为“永恒的持股”。分析师对于这些公司在未来一、二十年饮料或刮胡刀市场的预测可能会有些许不同，而我们所说的永恒并不意味这些公司可以不必继续贯彻在制造、分销、包装与产品创新上的努力，只是就算是最没有概念的观察家或甚至是主要的竞争对手，也不得不承认可口可乐与吉列，在终其一生的投资生涯，仍将在其各自的领域中独领风骚，甚至于他们的优势还有可能会继续增强。过去十年来，两家公司在原有极大的市占率基础上又扩大许多，而所有的迹象显示，在往后的十年间，他们还会继续以此态势扩大版图。

当然，比起一些具有爆发性的高科技或新创事业来说，这些被永恒持股公司的成长力略显不足，但与其两鸟在林，还不如一鸟在手。

2011年

当恐惧心理达到顶点时，第一类资产（基于货币的资产）和第二类投资（非生产性资产）

最受欢迎：对经济崩溃的恐惧，推动个人投资基于货币的资产，大部分是购买美国国债；而对货币贬值崩溃的恐惧，推动人们蜂拥买入黄金等永远不会生产出任何东西的资产。

在 2008 年后期，我们听到人人都在说“现金为王”，而这个时候反而应该是花掉现金而不是持有现金。同样，在 1980 年代早期，我们听到人人都在说“现金是垃圾”，但是那个时候固定收益投资却是处于我们记忆中最有吸引力的高收益率水平。在这两种情况下，那些盲目跟随大众的投资者们为了自己感到内心舒适安定而付出了沉重的代价。

我自己最看好的投资，你知道，就是我们接下来要谈到的第三类投资：对于生产性资产的投资，不管是企业、农场，还是房地产。最理想的资产应该符合两个标准，一在通货膨胀时期能够创造出源源不断的产品，这些产品本身能够提价而保持其企业购买力价值不变，二是只需最低水平的新增资本投入。农场、房地产和许多优秀企业，比如可口可乐公司、IBM 公司以及我们拥有的喜诗糖果公司，都属于符合这两个标准的优质资产。当然，其他的公司，比如受到政府管制的公用事业公司，就不能符合第二条标准，因为通胀会给它们带来沉重的追加资本投资负担。为了获得更多盈利，这些公司的股东们必须投入更多的资本。尽管如此，这类对于生产性资产的投资还是优于非生产性投资和基于货币的投资。

不管未来 100 年以后的货币形式是黄金、贝壳、还是今天这样的小纸片，人们还是会愿意用自己几分钟的日常劳动，来换取一罐可口可乐或一些喜诗巧克力花生糖。未来，美国人肯定将运输更多的商品，消费更多的食品，要求更大的住房。人们将会永远用自己生产的东西交换别人生产的东西。

美国企业将会继续高效地生产，提供美国人需要的商品和服务。打个比方，这些商业“奶牛”将会存活上好几百年，还会生产更多数量的“牛奶”。决定这些商业“奶牛”价值高低的因素不是商品交换的媒介，而是它们的产奶能力。对于奶牛的主人来说，来自销售牛奶的利润将会复合增长，就像 20 世纪的股票投资一样，在这 100 年间，道琼斯指数从 66 点增长到了 11497 点（与此同时还支付了很多股息）。

伯克希尔的目标将是不断增加自己持有一流企业的股权。我们的第一个选择是整体收购这些一流企业，成为他们唯一的主人。但是，我们也愿意通过持有很大数量流通股的方式成为拥有部分股权的股东。我相信，在未来任何一个较长的时期内，对于一流企业的这类投资结果都将证明，这类投资是我们前面分析的三类投资中遥遥领先的优胜者。更重要的是，这类投资也将是最安全的投资。

1988 年，巴菲特为什么要买入可口可乐？

文|巴菲特之道

导读：1988 年秋天，可口可乐总裁唐纳德·基奥发现有人在巨量买入公司的股票。经历了 1987 年股市崩盘，可口可乐的股价较之崩盘前的高价低 25%。但股价已经触及地板价，因为“一些神秘的买家通过大宗交易吃货。”当基奥发现所有这些买单均来自中西部的经纪商时，他突然想到了他的朋友沃伦·巴菲特，并决定打个电话给他。

“你好，沃伦，”基奥开始说，“你不是恰好正在买入可口可乐吧？”巴菲特顿了一下，然后说：“巧得很，我正在买入。但是如果你能在我发表声明之前保持沉默，我将非常感激。”如果巴菲特买入可口可乐股票的消息走漏，人们将会蜂拥而进，最终推高股价，那伯克希尔的入货目标就可能无法完成。

1989 年春天，伯克希尔的股东们获悉巴菲特动用 10.2 亿美元购买可口可乐的股票，占到可口可乐公司股本的 7%，也是伯克希尔投资组合的三分之一。这是时至今日，伯克希尔最大的单笔投资，令华尔街都挠头。对这家卖汽水的百年老店，巴菲特的出价是 5 倍市净率和超过 15 倍的市盈率，均较市场有溢价。奥马哈的先知到底看到了什么别人没有看见的东西？

可口可乐是世界上最大的饮料公司，在全世界 200 多个国家销售超过 500 种充气和不充气饮料。在这 500 个品种里，有 15 个品牌估值超过 10 亿美元，包括可口可乐、健怡可乐、芬达、雪碧、维他命水、动乐、美汁源、简易、乔治亚、戴尔山谷。

巴菲特与可口可乐的关系，可以回溯到他的童年时代，他 5 岁时第一次喝到可口可乐。不久之后，他就开始显现出企业家精神，你或许还记得第 1 章里提到的，他花 25 美分批发来六罐可乐，然后以 5 美分一个的价钱卖出去。在接下来的 50 年里，虽然他目睹了可口可乐非凡的成长，却没有买，取而代之的是，他买了纺织厂、百货公司、农场设备制造商。即便在 1986 年，当可口可乐公司的樱桃可乐，被伯克希尔公司选为年会的正式官方饮料时，巴菲特还是一股可口可乐都没买。直到两年之后，1988 年的夏天，巴菲特开始买入。

准则：简单易懂

可口可乐的生意相当简单，公司购买大宗原材料，然后根据配方生产浓缩原浆，卖给装瓶商，再由他们将浓缩原浆与其他成分合成成品。装瓶商将成品卖给零售商，包括小商铺、超市、自动贩售机。公司也面向餐馆和快餐连锁店提供软饮料，在那里，它们被分装在杯子和玻璃瓶里卖给顾客。

准则：持续的经营历史

没有哪家公司能与可口可乐的持续运营历史相提并论，创立于 1886 年的可口可乐只卖一种产品，大约 130 年后的今天，可口可乐仍然卖着同样的饮料，辅以少许其他产品。重大的不同在于，公司的规模和覆盖的地域版图，早已不可同日而语。

进入 20 世纪之时，公司雇佣了 10 名推销人员跑遍全美，那时一年销售 116492 加仑的糖浆，销售金额达到 148000 美元。成立 50 年之后，公司年销售 2 亿件软饮料（销售单位从以加仑计变为以件计）。巴菲特说：“很难找到一个公司能与可口可乐相比较，有十年的记录、销售不变的产品。”今天，可口可乐公司是世界上最大的饮料、速溶咖啡、果汁、果汁饮料提供商，每天售出 17 亿份。

准则：良好的长期前景

1989 年，在伯克希尔宣布它持有 6.3% 的可口可乐公司股权后，巴菲特接受了《塔特兰大宪章》的商业记者梅丽莎·特纳的采访。她问了巴菲特一个经常被提及的问题：为什么没有更早买入可口可乐的股票？巴菲特谈到了他在做最终决定时的想法。

他说：“让我们假设你将外出去一个地方十年，出发之前，你打算安排一笔投资，并且你了解到，一旦做出投资，在你不在的这十年中，不可以更改。你怎么想？”当然，不用多说，这笔生意必须简单、易懂，这笔生意必须被证明具有多年的可持续性，并且必须具有良好的前景。“如果我能确定，我确定市场会成长，我确定领先者依然是领先者——我指的是世界范围内，我确定销售会有极大的增长，这样的对象，除了可口可乐之外，我不知道还有其他公司可以做得好。”巴菲特解释道，“我相对可以肯定，当我回来的时候，他们会干得比今天更好。”

但是为什么在这个特定的时点买入呢？因为巴菲特所描述的可口可乐的商业属性早已存在了数十年。他说，吸引他目光的是发生在可口可乐领导层的变化，1980 年罗伯托·戈伊苏埃塔成为公司董事长，唐纳德·基奥成为总裁。

变化是巨大的。整个 20 世纪 70 年代，可口可乐公司麻烦不断，惹起装瓶商的争议，美汁源园区的农民的受虐待指控，环境保护主义者指责可乐的单向容器加重了环境污染，联邦交易委员会指控公司的独占连锁体系违反了谢尔曼反垄断法。可口可乐的国际业务也是踉踉跄跄，因为公司授权以色列连锁，阿拉伯世界抵制可乐，拆毁了投资多年的工厂。日本曾经是增长最快的国家，却也是公司失误连连的地方，26 盎司的可乐罐在货架上发生爆炸，此外，日本消费者对于公司在葡萄味芬达里加入人造煤焦油色素感到气愤。当公司开发出使用真正葡萄皮的新款饮料时，却因为发酵变质被倒入东京湾。

整个 70 年代，可口可乐支离破碎，在饮料行业里也没有创新。尽管如此，公司依然继续创造着数以百万计的利润。保罗·奥斯汀 1962 年出任总裁，1971 年出任董事长，他没有用赚来的利润在饮料行业里继续投资，而是打算多元化，投资水利项目、养虾厂，尽管利润微薄，还买了一个酒厂。股东们心怀怨恨地反对，认为可口可乐不应该与酒精有关。为了回击这种声音，奥斯汀花了史无前例的巨资大打广告。

同时，可口可乐净资产回报率高达 20%，但税前利润率开始下滑。1974 年，在熊市的末期，公司市值为 31 亿美元，六年之后，升至 41 亿美元。换言之，从 1974 年到 1980 年，公司市值的

增长率仅仅是每年 5.6%，严重跑输标普 500 指数。在这六年中，公司留存的每一美元仅仅创造了 1.02 美元市值。

奥斯汀的独断专行损害了可口可乐公司荣辱与共的精神。更糟糕的是他的夫人珍妮对公司造成的损害，她换掉公司经典的诺曼·洛克韦尔的画作，用现代画重新装饰公司总部，甚至动用公司的喷气飞机四处搜寻艺术品。不过这可能是她的最后一单了，因为她的行为加速了丈夫的倒台。

1980 年 5 月，奥斯汀夫人强令公司公园不再开放给员工享用午餐。她抱怨，落在地上的食物招引鸽子，破坏了草坪的美观。员工们的情绪低落到了极点。公司 91 岁高龄的家长、公司金融委员会主席罗伯特·伍德拉夫（曾经在 1923~1955 年领导公司）受够了，他要求奥斯汀辞职，起用罗伯特·戈伊苏埃塔替代他。

戈伊苏埃塔生长于古巴，是可口可乐第一个出生在外国的首席执行官，相对于奥斯汀的沉默寡言，他是个外向的人。他首先的行动之一，就是在加州的棕榈泉召集可口可乐公司 50 名高层开会，他说：“大家说说哪里出了问题，我想知道全部。一旦问题得到解决，我希望得到 100% 的忠诚。如果你们中仍有谁不满意，我们将给予妥善的安排，然后说再见。”从这个会议开始，公司启动了《八十年代的策略》，一个 900 字的小手册勾勒出可口可乐公司的目标。

戈伊苏埃塔鼓励他的经理们去冒合理的风险，他希望可口可乐首倡行动，而不是反馈。他开始削减成本，他要求可口可乐拥有的任何生意都必须优化其资产回报。这些措施迅速起效，利润率开始提升。

准则：利润率

1980 年，可口可乐的税前利润率低至 12.9%。利润率连续五年下跌，并且明显低于公司 1973 年 18% 的利润率。戈伊苏埃塔上任后的第一年，利润率恢复到 13.7%。到 1988 年，巴菲特买入可口可乐股票的那一年，利润率已经攀升至创纪录的 19%。

准则：净资产收益率

在《八十年代的策略》的小册子里，戈伊苏埃塔指出，公司将剥离全部无法产生令人满意的资产回报的生意。任何新投资项目，必须具备足够的成长潜力才予以考虑。可口可乐对于在呆滞的市场上战斗不再感兴趣。“提升每股盈利、提升净资产回报率才是这个游戏的主题。”戈伊苏埃塔声明。他以行动践行自己的诺言：可口可乐酒业生意在 1983 年卖给了西格拉姆公司。

尽管公司在 7 年里取得了令人尊敬的 20% 的净资产回报率，但戈伊苏埃塔并未止步，他要求再接再厉，继续加油。到 1988 年，可口可乐公司的净资产回报率达到 31%。

以任何衡量标准来看，戈伊苏埃塔的可可口可乐都抵得上两个或三个奥斯汀时代的可口可乐。这种结果也反映到公司二级市场的市值上，1980 年的市值是 41 亿美元，到了 1987 年年底，虽然 10 月份发生了股市崩盘，市值还是上升到 141 亿美元。这 7 年里，可口可乐公司的市值以 19.3% 的年复利速度成长，在此期间，可口可乐留存的每一美元，都产生了 4.66 美元的市场价值。

准则：坦诚

戈伊苏埃塔的《八十年代策略》包括了对于股东利益的考虑，“在下一个十年，我们将继续向股东承诺，保证和提升他们的投资。为了给予股东们超越平均水平的回报，我们必须选择能战胜通货膨胀的投资。”

戈伊苏埃塔不仅需要保证公司业务成长——这需要投资资金，他还需要提升股东价值。为了达到这个目标，可口可乐公司提升利润率和净资产收益率，一边提高分红数量，一边降低分红率。整个 20 世纪 80 年代，公司的分红数量每年提高 10%，同时，分红率从 65% 降低到 40%。这使得可口可乐公司既能将更大比例的公司盈利投入扩大再生产以保证公司成长，同时又对得起股东。

在戈伊苏埃塔的带领下，可口可乐公司的愿景变得一目了然：管理层的主要目标，就是随着时间推移，将股东利益最大化。为了实现这一目标，公司专注于高回报的软饮料生意。如若成功的话，这种成功会表现为现金流的上升、净资产收益率的上升，最终，是股东回报的上升。

准则：理性

净现金流的上升不仅能使可口可乐公司提高给股东的分红，而且使公司有机会首次尝试回购公司股份。1984 年，戈伊苏埃塔宣布，公司将在公开市场回购 600 万股公司股票。只有当内在价值高于股票市价，回购股份才是明智理性的。这种由戈伊苏埃塔首创的回购机制，旨在提高股

东的净资产回报率，这表明可口可乐公司已经到了引爆点。

准则：股东盈余

1973年，可口可乐公司股东盈余（税后利润+折旧-资本开支）是1.52亿美元。到1980年，股东盈余达到2.62亿美元，成长率为年复利8%。从1981年到1988年，股东盈余从2.62亿美元上升到8.28亿美元，成长率为年复利17.8%。

如果我们以十年为期观察可以很明显看到，可口可乐的股价反映出了股东盈余的增长。从1973年到1982年，可口可乐公司股票回报的增长率为6.3%。在接下来的十年中，从1983年到1992年，在戈伊苏埃塔领导的新政下，公司平均的年复利回报为31.1%。

准则：抗拒惯性驱使

当年戈伊苏埃塔接手公司之初，他首先抛弃了前任董事长保罗·奥斯汀发展的不相关的产业，回归公司的核心业务：卖糖浆饮料。这是可口可乐公司抗拒惯性驱使的明证。

无可否认，让公司回归为一个单一产品的企业，这是个大胆之举。更令人称道的是，当整个行业都在竞相多元化的时候，戈伊苏埃塔却有反其道而行之的心智与行动力。当时的几家饮料业巨头都在用它们的盈利投资一些非相关的行业，安海斯-布希公司用它们从啤酒业务赚来的钱投资主题公园。百富门公司（Brown Forman），一家酒业巨头，用其利润投资了瓷器、水晶、银、箱包生意，所有这些投资的回报都非常低。施格兰公司（Seagram），一家全球烈酒和红酒商家，买下了环球影城乐园。百事可乐（可口可乐最大的竞争对手），买下了休闲食品公司（菲多利公司）和餐馆，包括塔可钟、肯德基、必胜客。

更重要的是，不仅戈伊苏埃塔的行动专注于公司最大、最重要的产品，而且整个公司资源都向最具利润率的业务倾斜。因为销售饮料的利润远远大于其他业务，公司将盈余再投资仍然投向回报最高的业务。

准则：确定价值

当巴菲特1988年首次购买可口可乐时，人们不禁要问：“可口可乐的价值体现在哪里？”当时，PE是15倍，股价是现金流的12倍，分别比市场平均水平高出30%和50%。巴菲特支付了5倍的市净率，这样只有6.6%的收益率，相对于长期国债9%的收益率，似乎并不具有吸引力。巴菲特愿意这样做是因为可口可乐无可比拟的商誉，公司用相对较少的资本支出，能够取得31%的净资产回报率。巴菲特解释，股票的价格说明不了价值。可口可乐的价值和其他企业一样，取决于未来公司存续期内，所有预期股东盈余的折现。

1988年，可口可乐公司股东盈余为8.28亿美元，美国30年期国债的利率（无风险利率）是9%。以1988年盈余，使用9%作为贴现率，可以算出公司价值92亿美元。当巴菲特购买可口可乐时，公司的总市值为148亿美元。猛一看，巴菲特买高了，但是别忘了，92亿美元的估值是基于当时盈余的计算。如果有买家愿意多付60%的代价，一定是因为看到了可口可乐公司未来成长的机会。

分析可口可乐公司，我们会发现，从1981年到1988年，公司的股东盈余年成长率为17.8%，高于无风险利率的水平。在这种情况下，分析人员会使用两段贴现法进行分析，假设公司未来的一段时间以高速增长，然后以稍慢些的水平增长，在这两个不同阶段，使用不同的贴现率，然后相加，得出公司的估值。

我们可以用两段法计算1988年公司未来现金流的现值。1988年可口可乐股东盈余是8.28亿美元，如果我们估计它能在下一个十年里，保持15%的增长（这是一个合理的预估，因为这低于它过去七年的平均增长率），届时股东盈余将达到33.49亿美元。让我们继续测算，从第11年起，它的增长率降低到了每年5%，用9%的贴现率（当时的长期国债收益率），我们可以推算出，在1988年可口可乐的内在价值是483.77亿美元。

我们可以重复用不同的增长率假设进行计算。如果我们假设可口可乐下一个十年的股东盈余增长率是12%，然后是5%的增长率，以9%贴现率，公司当下内在价值为381.63亿美元。如果下一个十年增长10%，然后5%，那么价值是324.97亿美元。即便我们假设可口可乐今后的所有增长率只有5%，公司也至少值207亿美元。

准则：以有吸引力的价格买入

1988年6月，可口可乐的股价大约是10美元/股（已做除权调整），随后的10个月，巴菲特共投资10.23亿美元，买入9340万股，他的平均成本为10.96美元/股。到了1989年年底，对可口可乐的投资占到了伯克希尔公司投资组合的35%，成为绝对的重仓股。

自戈伊苏埃塔80年代开始接管公司起，可口可乐的股价每年都在上涨。在巴菲特第一次出手的前五年，股价年均上涨18%。公司前景如此美好，以至于巴菲特无法以更低的价格买入。他告诉我们，价格和价值是两码事。

1988年和1989年在巴菲特买入期间，可口可乐的估值平均在151亿美元左右，但巴菲特的估值是207亿美元（假设5%的股东盈余增长）、或381亿美元（假设12%的增长），或483亿美元（假设15%的增长）。巴菲特的安全边际——相对于内在价值的折扣——从保守的27%到乐观的70%。

巴菲特说，最好的生意是那些长期而言，无需更多大规模的资本投入，却能保持稳定高回报率的公司。在他心目中，可口可乐是对这个标准的完美诠释。在伯克希尔买入十年之后，可口可乐公司的市值从258亿美元上升到1430亿美元。在此期间，公司产生了269亿美元利润，向股东支付了105亿美元分红，留存了164亿美元用于扩大再生产。公司留存的每一美元，创造了7.20美元的市场价值。到1999年年底，伯克希尔最初投资10.23亿美元持有的可口可乐公司股票市场价值116亿美元，同样的投资，如果放在标普500指数上只能变成30亿美元。

18.9. 巴菲特 1989 年 吉列 (Gillette) 公司

吉列 (Gillette) 公司由金·吉列创建于1901年，金·吉列发明了一种用完后就丢弃的刮胡刀片，一副刀架配若干刀片，刀片用完后在购买。吉列剃须刀在第一次世界大战和第二次世界大战时均为美国士兵的军需品，由此开始了快速发展，成长为国际性品牌，其在剃须刀领域的全球占有率长期高于60%。

1989年，吉列公司股价约为42美元，总市值（包括可转换优先股）约46亿美元，净利润约2亿美元，市盈率约23倍。吉列当时发行了一种可转换优先股，年利息为8.75%，并可以以每股50美元转换为普通股票，强制赎回期限为10年。

巴菲特用伯克希尔的资金买入了6亿美元的吉列可转换优先股，而没有买入普通股。巴菲特认为投资可转换优先股，在任何条件下都能确保安全，当公司业绩不佳或股票价格下降时，能够收回成本并得到8.75%的股息，若公司的股票表现良好，也可以转换成普通股而获利。在1989年，为什么巴菲特买入了吉列的可转换优先股而没有购买其普通股票，可能与吉列当时的股价高有关，约25倍市盈率可能不符合巴菲特的安全边际原则。

巴菲特认为自己对于吉列所在的剃须刀行业有比较好的了解，能够对未来做一个合理的预估。他将吉列与可口可乐并举，认为吉列与可口可乐是当今世界上最好公司中的两家，吉列的品牌和品质造就了竞争优势，不可战胜。一方面，吉列剃须刀的价格便宜，平均每年的用量不多，顾客对价格不敏感，不会为了便宜一点而选择品质和品牌更低的产品，因此用户黏性强；另一方面，由于用户不会随意更换剃须刀品牌，因此吉列的新一代产品也会很快被顾客接受。

1991年，吉列公司提前赎回可转换优先股，巴菲特只好在4月1日将可转换优先股转换成普通股，到年底，伯克希尔持有吉列股票的总市值为13.47亿，是购买成本6亿的2.25倍，收益率为125%。

伯克希尔投资吉列相关数据								
	持股数 (万)	持股比例	持股成本 (亿)	所占盈余 (亿)	持股市值 (亿)	公司净利润 (亿)	公司总市值 (亿)	市盈率
1991年	2400	11.0%	6	0.31	13.47	2.82	122.5	43.5
1992年	2400	10.9%	6	0.38	13.65	3.49	125.2	35.9
1993年	2400	10.9%	6	0.44	14.31	4.04	131.3	32.5
1994年	2400	10.8%	6	0.51	17.97	4.72	166.4	35.2
1995年	4800	8.6%	6		25.02		290.9	
1996年	4800	8.6%	6	0.73	37.30	8.49	433.7	51.1
1997年	4800	8.6%	6	0.82	48.21	9.53	560.6	58.8
1998年	9600	8.6%	6		45.90		533.7	
1999年	9600	9.0%	6	0.53	39.54	5.89	439.3	74.6
2000年	9600	9.1%	6	0.51	34.68	5.60	381.1	68.0
2001年	9600	9.3%	6		32.06		344.7	
2002年	9600	9.4%	6		29.15		310.1	
2003年	9600	9.5%	6		35.26		371.2	
2004年	9600	9.7%	6		42.99		443.2	

1991~1997年，吉列的净利润从2.82亿增长至9.53亿，年均增长率为22.5%，公司市盈率和股价都快速上升，市盈率在这期间皆维持在30倍以上，在1997年底更是达到了58.8倍。在这期间，伯克希尔持有的吉列股票市值从13.47亿增长至48.21亿，年均增长23.7%。

1996年，吉列以78亿美元收购了电池生产商金霸王，该笔收购代价过高，对吉列的公司价值产生了负面影响。

1998年，吉列在海外的收入出现下滑，公司利润开始下降，对金霸王的收购也没有产生理想的效果。1999年，新任CEO迈克尔·霍利上任，吉列加速下滑，市场占有率、利润、股价皆向下走，包括巴菲特在内的吉列董事会迅速采取行动。2000年10月，任职仅一年多的迈克尔·霍利被迫辞职。2001年2月，空降CEO詹姆斯·基尔茨走马上任，以善于控制成本著称的基尔茨逐步扭转了局面，利润开始增长。

到2004年底，吉列的总市值为443亿，仍然低于1997年底的高点560亿。2005年，宝洁以总价570亿美元收购了吉列，其中60%换股，40%现金。巴菲特选择了换股，每股吉列股票换0.975股宝洁股票，换股后共持有9360万股宝洁股票，并以约54元每股的价格追加了3.4亿美元购买宝洁的股票，总持股数为1亿股，总投入成本为9.4亿美元，持有股票的年底市值为57.88亿。

巴菲特为什么选吉列公司的股票？

巴菲特本人给出了四个理由：

第一，他很熟悉吉列。巴菲特对吉列这么熟悉，因为他是一个男人，要天天刮胡子，他用了吉列剃须刀后他感叹：“在现代人类生活中，一切都在发生变化，剃须同样也可以成为一种享受。”他甚至自愿给吉列做广告：“如果你还没有试过吉列新推出的感应刀片，赶紧去买一个来试试！”

巴菲特想所有男人都会和他有同感：“每年只要20美元你就可以享受剃须给你带来的舒服体验。现在男人们似乎也越来越懒，一旦他们有了这样的体验后，就不会再选择吉列以外的其它品牌了”。巴菲特简直兴奋得睡不着觉：“每当我在晚上入睡之前，想到明天早晨全世界会有25亿男人不得不剃须的时候，我的心头就一阵狂喜。”

第二，吉列是一个老牌公司。老到什么程度？百年老店。巴菲特发现：“吉列刀片已经有100多年的历史。”

美国人物金吉列于1895年发明了一次性剃须刀片，这是一个划时代的商业发明。巴菲特指出其创新在于：“消费者需要不断更新自己的刀片，所以他们对吉列产品的消费支出也会不断增加”。吉列在1901年创立了美国安全刀片公司，20世纪50年代更名为吉列。早在第一次世界大战之前，吉列就已经成为领导剃须刀行业的跨国公司，并一直保持领导地位至今。在消费品领域，

几乎没有一个公司能够像吉列那样统治行业如此之久。

历经百年风雨而更加强大，如此超级稳定性，让巴菲特不由不心动。

第三，吉列产品不断创新，是名牌中的名牌。巴菲特认为吉列公司最大竞争优势在于创新：“吉列公司持续不断地全力以赴推出更新更好的产品，尽管其现有产品已是市场上的经典”。在其100多年历史中，吉列不断创新出行业第一：剃须刀架、双刀剃须刀、旋转刀头剃须刀、感应剃须刀以及“锋速3”剃须刀。新产品的不断推出使吉列得以保持较高利润率。公司发现，只要产品好，价格高25%还是35%，顾客并不特别在乎。

不断创新，才能不断开创蓝海市场，让吉列尽享高利润和高增长。

第四，吉列是剃须行业中的绝对老大。吉列公司多年来一直统治着全球剃须刀市场，在很多国家，吉列已经成为“剃须刀”的代名词。巴菲特用数字分析了吉列的市场地位：“世界上每年剃须刀片消费量为200亿—210亿片左右。其中30%是吉列生产的，但按市场份额计算，吉列在全球刀片销售额中占了60%。”

巴菲特对吉列发展前景充满信心：“可口可乐与吉列公司可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年他们的获利还会以惊人的速度增长。”这正是巴菲特投资吉列的最重要原因。

巴菲特1989年投资6亿美元买入吉列可转换优先股。1991年转换为普通股，此后一直持股不动，2004年底市值增长到43亿美元，投资收益率高达6倍以上。

2005年1月28日宝洁收购吉列，巴菲特把持股转化为宝洁股票，相当于宝洁总股本的3%。也许从此后，巴菲特先生晚上睡觉时，不是想着25亿男人第二天要刮胡子，而是想着25亿女人在用宝洁的产品洗发沐浴。

18.10. 巴菲特2003年 中国石油

2003年春天，非典（SARS）肆虐神州大地，多数人的行动被限制在有限范围内，经济活动骤减，人们对经济的前景感到悲观，股市也不例外。2003年4月份，香港恒生指数经过长年的盘整和下跌，跌回十年前，最低达到8409点，为多年来的最低点位。

也就在这个时候（2003年4月份），沃伦·巴菲特用伯克希尔悄然买入中国石油的H股，共投资了4.88亿美元，买入了23.4亿股，占公司总股份的1.3%。每股买入均价约为1.6港元，当时的人民币对港元汇率为106，对应人民币为每股1.7元。

巴菲特在5年后的2007年7~10月，全部卖出了中国石油的股份，每股卖出价约为13.5港元，卖出总市值约为40亿美元。税前投资收益约为35.5亿美元，不包括分红的总投资收益率为7.3倍，年均复合投资收益率约为52.6%，同期恒生指数分别为2.7倍和22.2%。另外，在这5年里，伯克希尔共收到税后分红约2.4亿美元。

年份	持股数 (亿)	持股 比例	持股成本 (亿)	持股市值 (亿)	投资 收益率	买卖价格			备注
						美元	港币	人民币	
2003	23.4	1.3%	4.88	13.40	175%	0.21	1.63	1.73	买入
2004	23.4	1.3%	4.88	12.49	156%				
2005	23.4	1.3%	4.88	19.15	292%				
2006	23.4	1.3%	4.88	33.13	579%				
2007	23.4	1.3%	4.88	40.48	730%	1.73	13.5	13.2	卖出

关于为什么买入和卖出中国石油的股票，巴菲特曾经在2007的致股东信中和2010年CCTV财经频道《对话》节目上都做过说明。在2007的致股东信中，他讲到：“去年我们作了一笔大减持。在2002、2003年，伯克希尔以4.88亿美元的价格买入中国石油1.3%的股份，以当时的股价计算，其总市值是370亿。查理和我认为其大约值1000亿美元。在去年，两个因素使其价值急速上升：原油价格大幅上涨；中石油的管理层在建立石油和天然气的储备上作了卓有成效的工

作。去年下半年，中石油的市值上升至 2750 亿美元，这是与其他石油巨头相比较合理的价格。于是我们以 40 亿美元将其卖出。”

巴菲特投资中石油主要基于两个判断：（1）2002~2003 年，中石油的市值约为内在价值的 0.4 倍，存在非常大的安全边际；（2）原油价格偏低，原油价格上涨会进一步增加内在价值，使得安全边际进一步扩大。他认为无论从原油储备、现金流还是其它标准，中石油的股价都非常便宜，同时，俄罗斯有家石油公司也便宜，但他对中国更放心。

另外，巴菲特在 2003 年的致股东信中发表了对美元汇率的看法，并于 2003 年 11 月 10 日在《财富》杂志撰文“日益沉重的贸易赤字是在出卖美国”（该文附在本书后），预测美元汇率将持续走低，原因是美国巨额的贸易赤字。于是在 2002 年开始至 2003 年底，他已经买入了 5 个国家共 120 亿美元的外汇合约，以补偿部分风险。在这个判断下，买入以人民币计价资产的中国石油，也会在抵抗美元贬值上更加有利。

2003 年石油价格约为 25~30 美元/桶，国际原油价格自 80 年代初一直处于每桶 30 美元以下，从 1999 年到 2003 年更是横盘了四年。由于世界经济的不断繁荣，中国等新兴国家的需求量越来越大，石油资源相对紧缺，原油价格上涨的概率大于下降的概率。

中国石油股份公司在 2000 年 4 月份发行新股，筹资 203 亿元，开始在香港证券交易所上市，同时在纽约证券交易所以存托证券形式交易。中石油的主要业务包括四部分：（1）原油勘探和生产，这部分贡献主要利润，2002 年这部分经营利润为 721 亿元；（2）炼油与销售，2002 年这部分经营利润为 28 亿元；（3）化工与销售，2002 年这部分经营利润为~31.6 亿元；（4）天然气与管道，2002 年这部分经营利润为 15.5 亿元，正在开始建设西气东输一期工程。

2000 至 2002 年，中石油的净利润分别为 546 亿、454 亿和 469 亿元，利润随原油价格上下波动。2000 年至 2003 年上半年，股价处于横盘状态，围绕在 1.5 港元附近波动，市盈率约 4~6 倍，市净率约 0.9 倍。

每年的年报中，中石油都会发布一个按照美国财务会计准则计算的“经贴现的未来净现金流量标准化度量”值，在此将其简称为“现金流贴现值”。计算方法为，以每年年末的原油储量、原油销售价格、成品油销售价格、当年运营成本、当前税率等计算出未来每年的净现金流入，然后以 10% 的年贴现率进行贴现求和，得到总的现金流贴现值。该现金流贴现值主要随原油价格、原油储量、运营效率而变动。

2002 年年报中披露，其当年底的原油储量为 174 亿桶，现金流贴现值为 6153.86 亿元（约 800 亿美元），年底的总市值约为 2900 亿元（约 350 亿美元），总市值为现金流贴现值的 0.47 倍，和巴菲特的判断相符。因此，在不考虑原油价格变动的情况下，现金流贴现值可以作为中石油内在价值的一种表征。

2007 年，巴菲特卖出中石油的股票时，中石油的总市值约为 2.1 万亿元（约 2750 亿美元），其年底现金流贴现值为 1.82 万亿元（约 2400 亿美元），市值为现金流贴现值的 1.15 倍。此时正值金融危机爆发前夕，国际原油价格快速上涨，超过每桶 70 美元。股票卖出价约为每股 13.5 港元，折合成人民币为每股 13.2 元，市盈率约 16 倍，市净率约 3 倍。

2003~2007 年间，得益于原油价格上涨、原油储量和石油开采量的逐步上升，中石油的现金流贴现值由 2003 年初的 6150 亿元增长到 2007 年末的约 18200 亿元，增长约 3 倍；而市值与现金流贴现值的比值由 0.47 倍上升至 1.15 倍，增长约 2.5 倍；而美元对人民币汇率由 8.27 升高至 7.6，增长了约 8.8%。三者的共同作用，使得伯克希尔投资中石油的总收益率约为 7 倍。

2006 年开始，中国石油的营运效率开始下降，净资产收益率由 2006 年的 24.2% 逐步下降至 2012 年 10.8%，所以虽然原油价格仍然处在高位，但现金流贴现值徘徊不前，而总市值相对现金流贴现值也未有明显的折价。

18.11. 林奇 1977 年 华纳公司

1977 年 5 月，在林奇开始基金经理生涯后几天，他就找到了一只心仪的股票——华纳公司。

在流行多元化发展的 20 世纪 70 年代，华纳公司也人云亦云地多元化发展了一番（可口可乐也在这时候进行了多元化发展），结果和很多公司一样，经营持续恶化，一时陷入困境。但林奇通过长期的调研，对该公司的基本面很看好，判断这是一只潜在的困境反转型大牛股，将来的上涨不可限量。

林奇以 26 美元价格大量买入该股，投资资金相当于整个基金资产规模的 3%。几天之后林奇接到一个电话，是一位追踪华纳公司的技术分析专家的电话。在投资上，林奇一直走的都是价值投资的路子，对研究股价走势的技术分析流派毫无兴趣，只是出于礼貌问了一句他对华纳公司股票的看法。该技术专家不假思索地回答：过度上涨。

对这句话林奇很想忘记，也很不以为然，但麻烦的是，不知道是不是因为确实和自己利益攸关，这句话像一颗钉子一样深深地印在他的脑海里，充满了魔力，怎么也无法摆脱其影响。更糟糕的是，后来某一天的某一时刻，林奇发现自己很想按照这个建议进行操作一把股票卖掉，但他还是忍住了。

又过了大约 6 个月，此时林奇的判断看来是正确的，因为华纳股价由 26 美元上涨到了 32 美元。但林奇却很着急，他问自己：如果华纳股价在 26 美元就已经过度上涨的话，那么现在 32 美元一定是极度上涨了。

他又重新核查分析华纳的基本面情况，但并没有发现什么大的变化，分析结果告诉他还是应该继续持有。之后华纳股价继续上涨，到了 38 美元。这时，尽管华纳的基本面仍是老样子，但林奇却莫名其妙毫无理由地开始大量卖出这只股票。

很明显，当时他内心断定：这只股票在 26 美元的价位是过度上涨，在 32 美元的价位是极度上涨，那么在 38 美元的价位毫无疑问应该是极其过度上涨了。

可是，当林奇抛出股票后，华纳股价继续冲高，一路上涨到 50 美元、60 美元、70 美元，最后竟然冲破 100 美元，达到了 180 美元。即使在 1983~1984 年，由于下属子公司因为开放 ET 游戏惨败，巨亏 5.38 亿美元，华纳股价大跌了 60%，跌到每股 76 美元，但这个价位仍是林奇当时卖出价格的两倍。

最终，这笔投资林奇赚钱了，但他也踏空了，收获的主要是教训。

18.12. 林奇 1978 年 玩具反斗城

1978 年 3 月，美国经济在低迷中有了些生机，这可以在新一轮的消费热潮中看出端倪。一天，林奇从一个叫德罗斯的朋友兼同事那儿听到了玩具反斗城这个名字。对这只股票，麦哲伦公司之前也有所关注，但对公司具体的经营情况并不了解，林奇还没有下定决心买入。现在有朋友对它有了研究，正好可以从德罗斯这儿了解一些情况：你觉得这公司的基本面怎么样？德罗斯想了想说：“刚脱离母公司州际百货公司，反正报表上看是不错。”

林奇笑笑，他知道该怎么做了。这是一家经营玩具和婴幼儿用品的公司，英语写法很奇特——Toys “Я” Us，是全球最大的玩具公司。自 1948 年成立以来，在长期发展过程中，公司通过整合各类品牌，向消费者提供全方位及一站式的购物体验，其愿景是“通过专业的服务成为一名有爱心、有信誉的邻居来为儿童安全做出贡献并及时给予他们帮助”。

奇特的体验、专业的服务使得玩具反斗城发展十分迅猛。它通过向一家又一家购物中心进行快速的扩张，复制着一种相似却总能奏效的盈利模式。大量的玩具反斗城和宝宝反斗城如雨后春笋般在美国出现，而且在其他国家，玩具反斗城店铺和特许专卖店也不断涌现。

林奇觉得这是一家相当不错的公司，前景应该会不错。但是，必须进行的“林奇式”调查是少不了。他通过助手，得到了纽约所有玩具反斗城专卖店的地址，所谓“纸上得来终觉浅，觉知此事要躬行”。接下来他准备走访这些店面，实地去考察一下。

在纽约 25 大街的玩具反斗城专卖店，林奇戴着金边眼镜，面容略显疲惫，拿着一个小本子。

他站在店门口持续地观察，从店标到周围环境，从卫生环境到客流量都了解了一番，有了深刻难忘的东西就记在本子上。在这里，忙碌的导购小姐正在向店里的顾客介绍公司产品的特点，不时有孩子尖叫和大笑的声音充斥其间，她刚微笑着和进来的这位打了个招呼，就立即被一个抱孩子的妇女叫走。

以这样的方式，林奇一天之内跑了五家玩具反斗城专卖店，详细了解了这家公司产品的销售情况、顾客满意度和品牌认可度。晚上回到家，林奇就急忙一头扎进书房，翻看着笔记本。他把白天记下来的数据分析整理了一遍，得出了一个结论：玩具反斗城的玩具深受儿童的喜爱，而且这家店的顾客多数都是回头客，会经常性光顾这里，至少在纽约是这样的情况。

向来谨慎的林奇还是没有贸然做出最终的决定。林奇想，“如果只是纽约畅销，而在全国其他地方并不如此呢？”

回到公司后，他马上召集人员，制订了一个十分详细的调查计划。他建议对美国各大中小城市进行一次全面的抽样调查，以得出一个更加全面和准确的结论。

有人对此不满：“如此兴师动众值得吗，它也就是刚刚从破产企业里脱离出来而已。”这位新来的常青藤大学的高才分析师在麦哲伦基金显然还不太适应林奇的风格，他在学校里学的只是通过分析报表就可以知道一家公司的好坏。林奇正色告诉他：“我们是公众基金管理公司，在资产稳定增值方面，大家有着义不容辞的责任，一定要小心谨慎。而调查研究将比只分析报表更直观、更有效。”林奇说：“我带头去做。”

调查结束回到纽约后，林奇汇总了其他人带来的调查报告，最终做出了判断：这是一家极为出色的快速增长型公司，盈利能力很强，更妙的是，在当年（1978年）由于其母公司州际百货宣布破产，玩具反斗城刚从州际百货中分拆出来独立经营（债权人在清算中获得美国玩具反斗城公司的股票作为补偿），因此股价很低，只有1美元（经过分割调整后）。

林奇大喜过望，大量买进美国玩具反斗城。到1985年，玩具反斗城股价上涨到了每股25美元。对那些以每股1美元的价格买入并一直持有股票的投资者来说，这是一只上涨了25倍的超级大牛股。

但林奇并没有获得25倍的收益。在买入玩具反斗城后不久，他从报纸上看到，零售业的泰斗级人物之一米尔顿·皮特里——一位以精明著称的投资者，购买了美国玩具反斗城公司20%的股票，他的大量买入导致股价持续上涨。林奇想，一个合乎逻辑的推论是，当皮特里停止买入之后股价就会大跌。皮特里在股价为5美元时停止买入玩具反斗城，林奇就在5美元时抛出了全部持股

这笔投资林奇最终获得了5倍的回报，但他的同事，第一个向他推荐美国玩具反斗城的德罗斯则坚持持有，最终获得了25倍的惊人回报。对自己不能长期持有的行为，林奇称“这简直是一种耻辱”

18.13. 林奇 1978 年 美体小铺

一天林奇发现自己的三个女儿的化妆品都来自同一家公司——美体小铺（The Body Shop），而且在他陪着女儿去逛街的时候也发现这家公司的连锁店生意很好，属于他观察的购物中心中生意最好的几家店之一。职业的敏感性顿时使他来了兴趣。

这家公司1976年创立于英国，凭借着崇尚天然的产品理念和零售专卖的经营方式迅速发展。公司产品都是一些很“怪”的化妆品和护肤品：有香蕉、果仁和草莓等制成的乳液和沐浴露、蜂蜡睫毛膏、兰花油洗面奶、胡萝卜保湿露、蜂蜜加燕麦片的面膜以及海藻加桦树的洗发水等公司。已经在英国上市，业务迅速延伸到海外。

林奇开始通过各种渠道、方式来深入观察这家生意火爆的公司。在美体小铺的店内，人头攒动，生意好得出奇，商品很畅销。经估算，一个 3000 平方英尺的美体小铺的营业额和一个 10 万平方英尺的西尔斯百货公司差不多。尤其令人感兴趣的是，很多不同年龄段的客户竟然都喜欢该公司的产品。

还有一件事带给林奇很大的启发，他以前的一个非常聪明的同事宁愿放弃优厚稳定的薪水，用自己攒的钱跑去开了一家美体小铺的连锁店，当上了小老板。这样的一个家伙都选择卖美体小铺的产品，在一定程度上也证明了这个事业的吸引力。

另外，美体小铺很重视社会责任，倡导一种清新的生活方式也给林奇留下了深刻印象。公司产品全部为天然原料制造；员工每周都可以带薪休假一天去参加社区服务工作；倡导旧物循环利用，比如回收购物袋或用旧瓶子来买新沐浴液会有优惠等；公司倡导健康美容的理念而不是单纯地把美丽放在首位。

公司虽然扩张很快，但却不是放任，而是非常谨慎地扩大自己的领地。林奇是从朋友斯蒂芬森那里领略到了该公司的谨小慎微的。斯蒂芬森在伯灵顿购物中心开了一家加盟店，事实已经证实她完全具备成功经营一家分店的能力，但是当她申请在哈佛广场再开一家新店时，美体小铺的董事长仍亲自出马，专程从英国飞到美国进行实地考察，并仔细评估斯蒂芬森的经营能力。如果美体小铺以自有资金扩张开设新店，如此谨慎情有可原，但哈佛广场加盟店可是斯蒂芬森自己拿钱开的，而且是她开的第二家加盟店，美体小铺总公司却并未因此就不经评估直接批准这让林奇感到吃惊。

经过以上分析，在基本条件下，按照林奇的标准，这家公司很有潜质成为自己的标的，但还需要进一步挖掘，看有没有发展风险和足够的发展前景。

从产品本质上看，美体小铺的产品依然是一种标准化产品，价格算是适中。最常见的洗发水和沐浴液等产品，价格比精品店便宜但比折扣店贵一点。

公司通过增加特许连锁店的方式来进行扩张，几乎不需要负债，风险很低，而且一开始就进行跨国经营，市场扩张能力很强，但还远远没达到饱和的程度。美体小铺在加拿大开的店是最多的，大概有 92 家分店，但是当时在日本和德国仅仅各有 1 家分店，美国也仅仅有 70 家分店。按照加拿大市场的逻辑来推理计算，美国人口是加拿大人口的 10 倍，如果加拿大这点人口就能支撑 92 家分店，而且单店的利润很高，那么美国、日本以及德国将会有多少家店铺才合适呢？即便按保守的预计—1000 家来计算，那么公司的增长率也将达到 8 倍左右。

结论很明显：这也是一家快速增长型公司，产品大受欢迎、扩张速度迅速、单店利润高且没有太多负债，能够连续成功地跨国复制自己的连锁经营模式，这种成功的复制使得公司的增长可以保持一个稳定的增长率。

那么在现实中美体小铺的表现如何呢？1984 年美体小铺刚在英国上市的时候股价仅仅为 5 便士（相当于 10 美分），总市值 800 万英镑，在 1987 年股市大崩盘和美国攻打伊拉克期间，其股价都暴跌过，但是到 1990 年，其股价则上涨到了 362 便士到 2006 年公司被欧莱雅收购，总价值达到 6.52 亿英镑。

最终林奇和麦哲伦基金在美体小铺上大赚了一笔。

18.14. 林奇 1981 年 La Quinta 汽车旅馆

20 世纪 80 年代初，林奇认为汽车旅馆业已经进入复苏阶段，他已经购买了联合旅馆的股票，但是他并不满足于此，总觉得该行业应该会有更加优秀的公司。最好是那种快速增长型公司—他

四处打听更好的投资对象，以便寻找到该行业的黑马。

林奇喜欢从公司竞争对手那里收集好公司的资料。一般来说，能令对手敬佩的公司肯定是非常不错的。通常而言，90%的公司的高级主管一旦面临对竞争对手进行评价的机会，会非常情绪化地对自己的竞争公司大加抨击或大加赞赏，很少有人能够非常客观地评价自己的竞争对手，而这种情绪化正是最真实的现实林奇在电话里向联合旅馆公司的副总裁询问谁是他们最强劲的竞争对手。

"La Quinta 汽车旅馆。"联合旅馆的副总裁大声说道，“他们的工作非常出色。在休斯敦和达拉斯他们击败了我们。”

能够赢得其对手极为恼火的赞扬，那么一定是非常有优势的。这是林奇第一次听到这家公司，了解到这一信息后，他立即着手研究 La Quinta。

这是一家在得克萨斯州起家的汽车旅馆连锁公司。汽车旅馆业是一个大家公认的缓慢增长型行业，竞争非常激烈，但 La Quinta 公司却在群敌环伺中找到了自己的克敌“绝招”，反而迅猛发展。

从该公司的高管那里，林奇得知了 La Quinta 旅馆的经营模式。说起来很简单，他们提供跟联合旅馆一样好的客户服务，但是价格却要低 30%。La Quinta 之所以能够提供如此价廉物美的服务，主要是因为他们改变了汽车旅馆的业态：他们去掉了不能为自己带来利润却徒增大量成本的礼堂、会议室、餐厅等设施，但为了解决客人的膳食供应问题，他们在旅馆隔壁开一家 24 小时的快餐店。而且，从这名高管那里，林奇知道了 La Quinta 的主要客户群是小商人，这些人的特点是对旅馆客房要求较高，同时又希望能够得到一个较高的折扣，La Quinta 正好满足了他们的要求。

在选址上，la Quinta 也独具匠心绝大多数汽车旅馆都将连锁店建在高速路口附近，以方便旅客泊车、住宿、Ifl La Quinta 则有针对性地把它的连锁店建在客户最有可能进行商务活动的区域附近，因为这些顾客大部分都是来完成商业事宜，而不是旅行的。而且这些顾客因为不是临时起意住宿，一般都会预订房间，这样 La Quinta 的客流量就更加稳定而便于管理这相当于 La Quinta 还抢占了低端酒店和高端酒店之间的市场空位。并以此建立了一个利基市场、

以这样的模式发展，LaQuinta 在得克萨斯州的利润非常可观，而且在阿肯色州和路易斯安那州也站稳了脚跟林奇发现，上年它新开业的汽车旅馆比前年多了 20%，公司的收益几乎是每个季度都在增加。而且公司计划未来以更快的速度扩张，但债务并不太多。

尤其让林奇高兴的是，对这家已经经营了 5 年的快速增长型公司，在林奇关注它之前，只有极少的券商机构在追踪它，机构投资者持有该公司的股票不超过 20%，就连自己身为基金经理也是第一次听说。

唯一让他不安的是，公司虽然每年以 50% 的高速度成长，市盈率仅大约 10 倍，但股价已经上涨了 1 倍多。“会不会有点高？”他有点犹豫此时，林奇听说 La Quinta 公司的一位重要内部人士在卖出股票，这让他几乎差点儿就不想买入这家公司的股票了。

这种奇异的情绪在林奇身上并不是第一次出现。由于内部人士开始卖出而不再买入公司的股票，实际上跟由于外部投资者（像美国玩具反斗城公司的皮特里）停止买入而卖出股票一样，两种行为都是受到别人的影响后对自己的判断失去了信心。

幸运的是，在 La Quinta 公司股票投资上林奇没有受到这种愚蠢思想的影响而坚决买入，他为麦哲伦基金买了尽可能多的 La Quinta 股票。10 年时间麦析伦基金已经从这家公司的股票上赚了 11 倍的收益。

18.15. 林奇 1986 年 L'eggs 长袜 Hanes 公司

20 世纪 70 年代前半期，执掌麦哲伦基金之前，林奇是富达基金公司的证券分析员，其工作职责就是走访全国各行各业的公司，编写分析报告。他曾经奔走参观过美国许多纺织厂，计算价格盈利比、利润率和经纬密度，借此了解纺织行业，以判断该行业是否仍具发展潜力。

但林奇认为，自己辛辛苦苦去调研获得的这些信息都没有妻子卡罗琳提供的信息更有价值。自己的研究工作中并没有发现 L'eggs（里格斯）长袜，但卡罗琳在去杂货铺时却发现了它。当时，卡罗琳去商场购物，当她推着满满一车的生活用品来到收银台，准备结账时，随即看到了在收银台旁边的金属架，上面展示的是一种女性穿的紧身袜，用各种颜色的塑料外壳包装着，而且价格也不贵。卡罗琳顺手就买了几条。谁知此后就一发不可收拾，很长一段时间内她是非此袜不穿。这是 Hanes 公司在全美几个地方试销的 L'eggs 长袜，而试销点就恰巧包括林奇一家所住的波士顿郊区的这一家杂货铺。

卡罗琳的疯狂让林奇感到惊奇，他对 Hanes 公司有了兴趣。Hanes 公司也算一家历史悠久的公司了。1901 年，在美国北卡罗来纳州，Hanes 先生创办 Hanes 袜业公司（又名 Shamrock Mills 公司）；到 1902 年，又成立了 P. H. Hanes 针织公司。1965 年，这两家 Hanes 公司合并成了 Hanes 公司，L'eggs 长袜即属于该公司旗下一种产品。1979 年，Hanes 公司和 Consolidated Foods 食品公司合并，6 年后的 1985 年合并的公司正式更名为“莎莉”。

林奇开始了调查，主要针对 L'eggs 长袜。经过细心调查后他发现了 L'eggs 长袜销售前景十分好，而且增长性也很高，很显然，这家公司的管理层颇有智慧。

他的判断主要基于这样几个因素：①这家上市公司在全国各个地方试销紧身袜一段时间之后，对多家购物中心出来的妇女做了回访。结果显示，几乎所有的妇女都购买了刚刚上市还没有商标的试销紧身袜。②这种紧身袜的品质非常优良，含有一种特殊的丝料，比一般的紧身袜更加耐磨，穿起来也更舒适。③这种紧身袜进入市场仅仅两三年，就在任何一家超市都能见到它，因为它的销量实在是惊人。④购买这种紧身袜十分方便，放置这种紧身袜的地方常常就在一些日常需要用的商品旁边，这种贴心的安排大大提高了购买的概率。⑤林奇通过对该公司实地察看、财务分析、更多用户反馈、竞争地位等多种情况的综合分析，发现情况更好。

除了 L'eggs 长袜，林奇又对公司其他著名产品进行了调查，发现该公司确实具有很强的竞争能力。林奇果断买入。最终，Hanes 公司的股票在几年的时间里涨了 6 倍，该公司后来被联合食品公司收购“即便被收购后，L'eggs 长袜仍然在为它赚钱，而且在持续的 10 年中产量一直在增长。对这家公司产品的细心观察为彼得·林奇带来了丰厚的收益。

18.16. 是川银藏 1981 年 住友金属矿山公司

1981 年 9 月 18 日早上，是川和往常一样，散步回来，洗个热水澡后，边吃早餐边看《日本经济新闻》。一条新闻映入眼帘：“金属矿业事业团在鹿儿岛县的菱刈金山，发现高品质金脉矿。”这个新闻标题立即吸引了他的注意，他继续阅读内容，愈看心脏跳得愈快，整个人不由得兴奋起来。菱刈金山位于鹿儿岛县伊佐郡菱刈町，所有权属于住友金属矿山公司。金属矿业事业团于 9 月 6 日在这个地区钻了两个洞，进行勘探，结果在地下 241 米至 283 米的地层间，发现三层的金矿脉。

在金矿的品质方面，最上层厚 1.22 米，每吨矿石含有 63.7 克金与 44 克的银。第二层厚 3.75 米，含有金 81.9 克、银 52.8 克。最下层厚 5.45 米，品质最高，含有金 220.3 克、银 57 克。矿

床呈西南走向，长约 400 米。品质之高与矿床之厚，是国内首见。在当时的矿业界，每吨矿石中含有 10 克的金，就被视为具有开采价值，日本的金矿每吨的平均含金量为 4.9 克，品质最好的也不过 20 多克。世界上最大的金矿是南非的罗德西亚金矿，不过其矿床部分位于地下 3000 米，菱刈矿山的金矿品质好，每吨 220.3 克，而且矿床离地面只有 283.1 米深，容易采挖，因此可说是超级优良金矿。

是川体内的血仿佛在沸腾，整个头似乎在燃烧，好久不曾体验的悸动也再度出现。两处钻孔地点相距 700 米，可是根据新闻内容，金属矿业事业团还无法判断这两处金矿脉是否连接，不过，金矿脉的母岩（夹在矿脉与矿脉之间的岩石称为母岩）则属于水成岩。

是川的脑海里突然闪过一个想法。“间隔 700 米的两处金脉是连接的！”从四国的四万十川起，一直到九州南端的地层，都是属于水成岩的。地球诞生以来，海底的泥砂以及有机物等混合在一起，慢慢地沉淀、堆积。成为堆积层，这个堆积层后来因地壳变动，承受巨大压力，而化为岩石；这就是水成岩，而随地壳变动含有金属成分的矿液则会在堆积层间挤压成一堆，变成金矿脉。

当然，金矿脉在火成岩中也会形成，只是分布较为零散。水成岩的金矿脉则分布得较为规则，一般都成连续状。因此，菱刈金矿山的地质层既然属于水成岩，金矿脉自然极可能呈连续状。是川为什么能够作这样的判断呢？因为他有这方面的经验。

从 1938 年起，到二次大战结束为止，是川一直在朝鲜半岛开发、经营矿产。他从年轻时，碰到没有经验过的事业，常会毫无顾忌地一头栽进去做。从这里面，他学到了一件事，那就是，各行各业都有很多经验丰富的专家，可是这些人多半缺乏经营手腕；因此，他认为，只要雇用这些专家，由自己来负责经营，那么就算是自己从未经验过的事业，也做得成。

有过这样的体验后，为了增强日本的军事力，是川也没多作考虑，便跑到朝鲜去从事毫无经验的矿山开发。可是不久就发现，自己若不具备矿山、地质学等专门知识，便很难把事情做好，因为技师们讲的话，你根本无从判断真伪。于是，是川早上在公司处理业务，一到下午便钻进朝鲜总督府的地质调查所，猛啃地质学、矿床学等书籍。

和一般人一样，是川并非真的喜欢啃书，只是与其他人不同的是，他一旦下定决心吸收某种知识，便会全心全意投入，绝不马虎了事。很多大学生为了应付考试临时抱佛脚，熬夜啃书，用这种方式得来的知识，通常经不起时间的考验，一出校门便都忘光了。

是川读书，并非为了考试过关，而是为了实际需要，所花费的心血，也绝非大学生数夜抱佛脚所可比拟。因此，得来的知识即使过了数十年，也仍活在脑中，这些活生生的知识，再加上上场的实际经验，才使他在往后的股市投资中，有判断的依据。

在相距 700 米的两处钻孔点分别发现金矿，而当地土质属于水成岩，他根据过去在朝鲜所获得的矿山知识，断定这两处金矿根本就是属于一条连在一起的金矿脉，换句话说，住友金属矿山公司已拥有一处价值惊人的大金矿脉！

“买进住友金属矿山股！这种天大的良机，如果不好好把握，一定会后悔终生，这是一辈子只出现一二次的绝佳买进机会！”是川兴奋得全身发抖，坐也不是，站也不是。

夫人寿美正在一旁瞧着是川疯疯癫癫的模样儿。看到好那狐疑幻眼神，是川想起臂向她发誓：“以后再翻不做股票了！”可是现在不是婆婆妈妈的时候。“太惊人了，住友矿山公司的矿区，发现了全世界最大的金矿。在同和矿业股上得而复失的钱，这一次要从住友矿山赚回来，我虽然答应你这辈子不再做股票，可是，求求你，再让我做一次，一次就好！”

是川边说边磕头。夫人蹙着双眉，一副快快不乐的表情，说：再一次、再一次，这样根本没完没了，结果还不是做一辈子股票。

夫人毕竟了解是川的个性，知道他一旦被股票迷住，再怎么劝阻也没有用。因此她最后还是无可奈何地说：“股票既是你的命根子，就去做吧！”“感激不尽，感激不尽。”是川连连道谢。

9月18日，发现金矿的消息见报，是川立即从大阪机场搭飞机，到鹿儿岛，然后再从鹿儿岛机场乘计程车，直往菱刈金矿山。菱刈町位于鹿儿岛县北部的丘陵地带，当地人烟稀少，计程车司机途中问了好几次路，花了大约两小时，终于到达目的地。

是川进入矿场事务所，要求参观工地。矿场主任满口答应，并且说：“报纸登得太夸张了，真伤脑筋。”一副困惑的表情。

“没错，就像报上所说，金属矿业事业团在两个地点钻孔，发现了高品质金矿，可是这不过是碰巧挖到高品质矿石而已，其他的矿脉很可能是没有开采价值的低品质金矿。”如果是外行人，大概会被他这番话说服，可是是川曾经在朝鲜半岛开发过两处金矿山，怎会如此轻易地就被打发了呢？从对方的言谈中，是川察觉到他一定隐瞒了一些事实。一般而言，钻孔要钻到金矿，并不是一件容易的事。在1000个地方钻孔，往往只能钻到几处有金矿，机率很低，而金属矿业事业团钻了两处，两处都钻到金矿，这能说是“碰巧”吗？两个钻孔处的地底下，一定有一条连续的大金矿脉！他跑了一趟矿场，更加确信此事。

9月17日，也就是消息见报的前一天，住友金属矿山股的收盘价为226日元。9月18日，是川前往鹿儿岛县菱刈矿山现场查看。回大阪后，第二天，是川就对十多家证券公司下达买进住友矿山的指令。当时，住友矿山的股价正在230日元至240日元间盘旋，是买进的机会。

好的开始，是成功的一半。投资股票也是如此，买进的时机非常重要。如果一开始买进，就被套牢，形成账面亏损，投资者的信心多半会因而动摇，影响日后的投资决策。

9月19日，股市一开盘，是川就动员了10多家证券公司，要他们以市价全面买进住友金属矿山股。

假如股价为250日元，那么要买1000万股的话，现金为250亿日元，若以融资买进，则必须缴30%的保证金，即75亿日元。问题是，是川只有30亿日元的自有资金，但是是川这个人，一旦找到机会，就不再是个普通人。

他把所有的手段全使出来，拚命买进股票，超过1000万股！以融资买进股票时，除了缴保证金外，还可用股票（以市价的70%计算）抵押，代替保证金，这种方式可比用现金多买约2倍的股票，而且股价如果上涨，原先拿去抵押的股票，担保力便会跟着增加，而得以买更多的股票。

另一个吸购大量股票的方法，就是打压股价。同样的资金，在股价低的时候，所能买进的股数，当然比在股价高的时候还多，因此，一旦股价涨高，是川就一口气倒出100万股或200万股，让投资人感觉压力重重，而纷纷卖出持股，造成股价下挫。此时，是川便以迅雷不及掩耳的手段，将投资人释放出来的股票一网打尽。

是川为了不让外界知道他正在吸购住友金属矿山，便小心翼翼地分别在10多家证券公司挂进。可是开始行动后的第六天，东京股市已传出“是川银藏大量买进住友矿山股”的消息，投资人纷纷上轿，股价立即呈直线上升。买单如雪片般涌进，一个星期后的9月26日，股价涨到472元，涨幅超过一倍。10月2日，股价暴涨到540元。此时，是川手中的持股已达到5000万股。占住友金属矿山公司已发行股数的16%。

10月的一天，住友金属矿山公司的社长藤崎打电话来，希望能尽快与是川见面。

“又来了！是川认为，对方一定又是怀疑他持有该公司的大量股票，是否有什么特别的企图。他依约前往住友金属矿山公司社长室。“是川先生，您为什么买了那么多敝公司的股票呢，藤崎社长开门见山，毫不拐弯抹角。“藤崎先生，你进入这家公司几年了？”

是川故意逗他，可是他却仍紧张兮兮的瞪着是川。“贵公司找到了一条价值连城的大金脉呀！”“可是，那条金脉长什么样子还不晓得。虽然在两处钻孔发现金矿，可是现在还无法判断这两处金矿是否同属一条金脉。今后我们会请金属矿业事业团更详细地调查，请您等调查结果出来后，再下判断如何？”

是川看与对方讲不通，便要他找技术部长来。技水部长进来后，递上一张名片，上面印着理学博士近藤皓二常务，是川询问他对此事的看法，对方回答道：“日本有很多金矿山，可是绝大部分金脉都是局部性。而且，一开头或许会挖到高品质的金矿，但是继续挖掘后，便会发现品质

没有先前的好。因此，这一次菱刈金矿山虽然钻到高品质金矿，但是矿脉绝不可能长达 700 米。也不可能都是高品质金矿。”

近藤皓二常务曾在京都大学专攻矿山学，又担任过矿山地质学会会长，可说是专家中的专家，这样的人物竟然铁口直断“不可能”。

“菱刈金矿山与其他金矿山不一样，母岩是由水成岩构成。”任凭是川怎么卖力解释，还是无法说服他们两人。“你们知道吗？贵公司很可能持有价值数兆的宝山啊！钻孔探矿的事，不要再委托金属矿业事业团了，贵公司应该自己做，最好每隔 50 米或 100 米钻一处孔；如有需要，钻孔的费用由我来负担。”

藤崎社长一听是川这么说，急忙道：“是川先生所言甚是，敝公导员一定会尽力把该做的事做好。”果然，拜访完住友金属矿山公司后，过了数日，该公司宣布，将以六个月的时间，在菱刈金矿每隔 100 米钻一处孔。

接着是川又再度前往鹿儿岛县的菱刈金矿山。为的是想更仔细地一浏览一遍。结果发现，间隔 700 米的两处钻孔地点，位于东侧的钻孔点，矿脉厚 2 米，位于西测的钻孔点，矿脉厚 6 米，也就是说，矿脉愈往西愈厚。

然而，从西测的钻孔点往西约 400 米是住友金属矿山公司的所有权界限，再往西就是别人的矿区。换句话说，金矿脉不只存在于住友矿山公司的矿区内，很可能延伸到别人的矿区。而且，别人矿区的金矿脉可能还更厚。是川想，不知道则已，既然知道了，怎能让煮熟的鸭子飞掉呢？

必须赶紧买下这片矿区才行。是川立刻回东京调查矿区的所有权人，发现是住在鹿儿岛的两个，而且这两个人的经济状况很差，卖地的意图强烈。是川表明了想要购地的意思后，对方出价 10 亿日元；是川嫌太贵，对方再降价成 5 亿日元。

于是，是川又去拜访住友金属矿山公司的藤崎社长。“赶快买下与西侧钻孔点邻接的矿区，否则，若等到继续钻孔后，发现金矿脉延伸到邻接的矿区，那时想买也买不成。我已经与对方谈好，售价 5 亿日元。赶紧买下吧！”

可是站在一旁的近藤皓二常务却说：“进一步的钻孔调查还没展开，我们连自己矿区内的情形都不清楚，怎能买一无所知的邻近矿区？”如此冥顽不灵的人，住友矿山公司竟然奉为专家，是川开始担心该公司的前途。近藤常务又说：“何况，矿区的所有者已经一再地通过中介商，希望将矿区卖给敝公司，我们根本无需主动，最后他们一定会苦苦哀求。届时，只要三五千万日元就可成交。”

听完他的话后，是川觉得失望。“贵公司的规模这么大，财力如此雄厚，怎么因看准对方极需用钱，就把价值 10 亿、20 亿日元的矿区，杀到这么低的价码？未免太残酷了！今后贵公司如要大展鸿图。心胸就得放开点，这么小气，如何做大事？对方既然需钱甚急，你们就多出点嘛！”

然而，尽管是川苦口婆心地劝说，他们还是无动于衷；既然你们不愿买，那么，就由我来买好了。”是川怕矿区被其他有心人买走，将来可就麻烦了，因此决定先买再说，以后再转让给住友矿山公司。当然，是川根本无意从这儿赚取差价。

几天之后，是川以 5 亿日元买下矿区。“我们向住友公司交涉了好几次，希望他们买下矿区，可是对方一直不答应。本来已经狠下心要贱价出售，没想到您肯出这么好的价钱，真是太谢谢您了！”矿区的所有者欣喜万分，事后一再地向是川道谢。

10 月 28 日，住友矿山的股价比前一日大涨 34 日元，以 590 日元收盘，成交量创下 4700 万股的天量，人气沸腾到极点。由于买卖单子过多，来不及成交，因而数度中止买卖。

然而，10 月 30 日，盘中一度触抵 6015 日元的股价，后来却急转而下。是川于 230 多日元时开始买进住友矿山，到现在已涨了将近 3 倍多，因此在这儿稍作整理是应该的。可是股价在 600 元左右时，股市传出某在日华侨集团放空的消息。一般投资人受此影响纷纷获利了结，造成股价下挫。进入 11 月后，华侨集团更加频频放空。一卖就是 50 万股、100 万股。11 月 2 日，跌 10 日元；11 月 5 日，跌 9 日元。

空头的的主力是在日华侨中的“独行侠”三晶实业公司。三晶实业过去靠小豆期货，赚了数百亿日元，资金雄厚。对方连日的放空攻势，已经使得好不容易构筑成的多头气势有土崩瓦解之危。

11月6日，住友金属矿山公司宣布，将于11月底进行菱刈矿山的探矿行动；然而，其宣布的内容不仅无法抑制空头的攻击，反而令买方踌躇不前。该公司宣布的内容是：一般而言，金矿脉的实际情形很难掌握。因此，经过事业团的调查后，我们仍无法断定矿床的规模是否很大。不过，今后仍会继续探矿。为此，我们已获得事业团的同意，今后将由敝公司独自进行调查工作。”

住友金属矿山公司的探矿计划，是打算在6个月内，在14个地点钻孔，待钻完孔，再研究是否值得进行挖矿工程。除此之外，该公司对外界的询风，一概拒绝回答。

住友矿山公司的消极姿态颇让买方失望。11月16日，股价终于跌破500日元大关，以491日元收盘，好在空头主力眼看已达到冷却市场目的，战果辉煌，也不敢再挥军深入，因而开始使用放空动作。其后，股价便在500日元至600日元间，作来回整理。同和矿业的那场战役，是川在紧要关头被贪欲所迷，身处险处而不自知，结果丧失了大赚的良机。这一次，他不断提醒自己，绝不能再重蹈覆辙。

行情的变化有时会令人难以捉摸，一买就跌，一卖就涨。想要逢低摊平，偏偏愈摊愈被套牢；此时，最好的策略就是暂时休息，最忌讳的是恋战，明明无法判断行情的走势，硬是要留在股市蛮干，这是标准的赌博行为，非健全的投资人所应为。投资股票，不仅要懂得在什么时候买进、卖出，还要知道在什么时候休息。12月下旬，是川判断住友金属矿山股一时还脱不了盘旋整理走势，便挂起免战牌，带着夫人去京都旅行，舒缓一下筋骨。

1982年1月，股市盛传着种种住友金属矿山的消息，而且都是有关开发金矿山的利多消息。1月11日，股价回到600日元，成交量急剧放大。各大证券商纷纷买进，散户也积极跟进。第二天（12日），住友金属矿山股大涨39日元，创下空前的最高价630日元。刷新史上最高价后，买单更是前仆后继。行情呈白热化状态。显然地，住友金属矿山股已迈入第二个上升趋势，向1000日元目标挺进。

1月中旬，就在股价急涨之时，是川与力庄证券公司的专务（董事）吉冈武夫一块儿到鹿儿岛菱刈矿区视察。住友金属矿山公司于去年11月宣布，将进行每隔100米的钻孔工程。是川此番前往，目的是想知道工程的进度与结果。这时，风雪交加的菱刈金矿山，3台钻孔机正在轰隆作响钻地，已钻到二百多米深。

他们拜访了矿场场长及数位工地的负责班干部，自于事情敏感，他们都不愿明白透露金矿的含有量，不过从他们的言谈中，可以窥知金矿脉的规模比公司原先预估的还大得多，甚至很可能在钻孔处已钻到每吨400克以上的矿脉。由于预感挖到的可能是全世界最大的金矿，每位工作者的眼睛都炯炯发亮，闪耀着期待的光芒，现场虽然大雪纷飞，寒风刺骨，可是却洋溢着异常活络的气氛。是川观察到这些蛛丝马迹后，愈发确定自己的判断无误，带着一颗兴奋的心，到东京迎接这场愈来愈有把握的战斗。

1月25日，住友金矿山股以涨停板705日元收盘，之后，继续上涨。一个月后的2月25日，盘中创下772日元的新高价，可是收盘时却比前一天跌110日元。这种急转下挫的走势，似乎为后来的下跌行情作了预警。不知何故，住友金属矿山公司始终未发表钻孔的结果。这自然引起市场的怀疑与不安，股价因而开始下滑。

“是川银藏已经出货溜走了。”东京股市绘声绘影地盛传这样的谣言！更伤脑筋的是，《日本经济新闻》于3月1日登出各家非铁金属公司业绩恶化的消息，而且是以住友金属矿山公司作标题。“住友矿山，税前纯利率减少60%”。这项利空消息无异雪上加霜。3月1日，住友矿山大跌38日元；虽然第二天稍作反弹，涨了7日元，可是从第三天起，股价再度下挫。3月9日，住友矿山轻易跌破600日元大关，以590日元收盘，3月12日，股价竟然暴跌110日元，以420日元收盘。

就在此时，是川接到了证券公司的追缴保证金的通知，期限为二日后的中午。在那之前，若不补缴保证金，就会被中止合作。追缴保证金的金额为40亿日元，可是是川手上根本没那么多现金，何况要在短短的两天内凑足，唯一的办法就是卖掉手中的持股。当时股价正在420日元左右盘旋，只要卖掉1000万股，便有42亿日元现金。

是川立刻打电话给住友金矿山公司，要求住友集团能以市价买下住友矿山股。3月13日，是川前往住友金属矿山公司，社长室内除了藤崎社长及数名董事外，野村证券公司的井坂建一专

务也在场。

井坂专务是住友矿山公司请来居间协调的，他说：“住友矿山公司不希望股价继续下跌，因此愿意尽可能帮助是川先生，不过住友集团可能希望股价进一步下挫也说不定。无论如何，先听是川先生的条件再说。”

是川回答道：“股价就以交易决定时的行情就行了。另外，去年我以5亿日元买下菱刈矿区邻旁的土地，如果此次双方股票交易达成，我愿意将这块土地以相同价格转让。”

当初是川买下那块土地，是认定住友矿山迟早有此需要，可说是为住友矿山而买，身为大股东，本应如此，而且是川现在陷入困境，极需对方援助，附加一件额外的“礼物”也是应该。

此外，如果住友矿山欣然接受“转让邻接矿区”这个条件，那么便证明了一件事，住友矿山公司之所以迟迟不愿发表钻孔结果，是因为该公司发现金矿的规模远远超出原先的预期。

3月16日，前半场的股价以408日元收盘，住友金属矿山公司打电话来说已决定承接股票，是川立即前往，该公司负责股票的主管说：“经住友集团协议的结果是，住友银行承接250万股，住友信托、住友生命（寿险公司）各承接150万股，合计承接550万股。”双方并同意股价定为420日元，3月17、18、19日交付股票。

藤崎社长稍带腼腆地说：“您曾答应要将菱刈的邻旁矿区以原价让给掖公司，没变卦吧？”果然如是川所料，金矿脉延续到邻旁矿区。

“我既承诺此事，便绝不食言。”“真的以原价出售吗？”藤崎社长不放心似的再度询问。“当初要你们买，你们不买，如果给别人买走，贵公司现在不是得花一笔巨款才买得来吗？我既是为贵公司而买，自然原价就行了。”

藤崎社长很惊讶是川肯如此轻易让出，一副不好意思的神情。其实，是川一开始就没打算要靠买卖那块矿区赚钱，现在既然获得救急资金，而且也证实了金矿脉规模庞大，是川已深感满足。

住友矿山股大跌以来，是川一直隐隐约约地感觉，股价暴跌的背后，是否是住友集团在主导，后来果然发现，他正是陷入住友集团的圈套内。3月17日的早晨，是川和往常一样，到门口的邮箱取《日本经济新闻》。一看头版标题，愕然失声：“开发国内最大金矿—住友矿山决定8月着手鹿儿岛金矿的形发，估计埋藏量100吨。”是川大吃一惊，眼睛直盯着新闻内容。

“住友金属矿山公司已决定于今年8月，着手开发位于鹿儿岛县伊佐郡菱刈的金矿山。此金矿山的金矿埋藏量，据估计是国内金矿史上最大级，关系人士于16日表示，该公司自去年11月进行探矿调查以来，发现金矿石的品质极高，平均每吨的金含有量为100克，且埋藏量多达一百数十万吨，因而决定开发，开发工作若顺利进行，则1984年春季便可开始采矿，由矿厂的埋藏量及品质来估算，该矿区至少存在100吨的金，以市场价格换算，价值在2500亿日元以上。”

此时，是川已兴奋得血脉贵张，全身不断冒之热汗；他顾不得擦汗，继续阅读新闻内容：“目前国内的金矿山之中，含金量最高的是：坂越大泊矿山（兵库县赤穗市），每吨矿石含20克金，而菱刈矿区的含量为100克，是其5倍。在金的埋藏量方面，过去东亚最大的金矿山鸿之舞金山（位于北海道，已封闭），埋藏量为73吨，而菱刈区的埋藏量为100吨，亦远远超过。”

就是这个！是川日夜企盼的就是这条新闻的发布。虽然有点儿心疼前一天卖掉的550万股，可是手上还有4500万股。这条新闻一定可让住友矿山股暴涨无疑，一想到胜利女神已经对自己摆出笑脸，是川全身禁不住颤抖起来。

当天的股市，一开盘，买单就从四面八方涌进，数量多达2000万股。后半场（下午盘），住友矿山因买单过多而暂停交易。

由于买气太过旺盛，东京证交所请住友金属公司的近藤皓二常务，于下午一点，召详讯者会。近藤常务在记者会上说“到到前为止，敝公司究成了14次钻孔工程，这14次钻孔全都钻到金矿脉。品质最好的矿石每吨有650.2克的金，品质较差的矿石也含有12.9克的金。”

听到近藤常务在记者会上的发言，是川突然想起四天前到住友金属矿山公司时，该公司董事对他说的话：“是川先生，菱刈矿区的实际状态，不是光凭钻孔就能正确掌握，含金量高的矿石之间，说不定都是每吨3克以下的低品质矿石。是川先生过去也曾经开发过金矿山，应该很清楚才对。总之，菱刈矿区是优是劣，现在还无从判断。”

这些话，跟四天后近藤常务在记者会所说的出入实在太大了，也就是说，是川陷入了住友

集团的圈套，但现在想这事也没啥用。住友矿山正在大涨特涨。

结果，住友矿山股当天以涨停板 560 日元收盘。由于卖方极端惜售，以市价挂进而没买成的股数多达 7391 万股，创下东京证券交易所开设以来最高纪录。人气之沸腾，由此可见。

3 月 19 日，住友矿山股再大涨 100 日元，以 660 日元收盘，这天也是和住友矿山公司约好将 550 万股票交付给对方的日子。

是川和住友矿山公司谈定的价码是 420 日元，而短短数日之内，股价便暴涨了 240 日元。由于和住友矿山公司之间的股票交易及转售矿区之事，只是口头约定而已，并没有签定买卖契约书；是川若心狠，不承认有此事，对方也莫可奈何，住友矿山公司怕他反悔不认账，当天一连打了数通电话来，要他履践前约。

可是是川心里丝毫没有想要毁约之意。“这不是理所当然吗？大丈夫一言既出，驷马难追，就算只是口头约定，也必须遵守。我这辈子从未有过食言毁约之事。”

当然，菱刈矿区的邻旁土地也以当初约定的 5 亿日元转让给对方。是川和别人一样喜欢钱，可是是川认为，君子爱财，取之有道。如果心中只有钱的话，那么就不该把住友矿山的邻旁矿区以原价转让，终究那地迟早要涨到 30 亿、40 亿日元。可是，是川认为自己是托住友矿山公司的福，才得以赚到巨额的股价差价，因此打从买下那块土地之时，就决定不赚分文地转让给对方。

日本股市有句名言：“行情达顶峰时”气势最强，在谷底时，气势最弱。”住友矿山股现在正以雷霆万钧的走势，日日狂涨，市场原先看好的目标价 1000 日元，一下子改成看好 3000 日元。“这一次，绝对不能和做同和矿业股时一样，被贪欲冲昏了头而惨遭失败。”是川不断告诫自己。在股市弥漫着一片狂势的气氛中，他想起做同和矿业时变成兔子的情形，不断告诫自己要冷静、冷静、再冷静。

3 月 31 日，住友金属矿山股大涨 51 日元，终于突破 1000 日元大关，以 1040 日元收盘，是川见时机已到，便开始卖出持股。住友金属矿山股破 1000 日元以后，市场人气有增无减，股价继续盘高，因此是川每天数百万股地卖出，也如石沉大海，没有任何影响。自 3 月 31 日突破 1000 日元大关以来，10 天之内，是川卖了 1500 万股。卖出行动继续进行，在往后的 10 天，他将剩余的股票全部顺利出清，价格都在 1000 日元以上。

1983 年 5 月 2 日，日本一各报的头版都刊出了显著标题——“是川银藏所得全日本第一。大藏省于 5 月 1 日发表的 1982 年度高所得者排行榜中，是川名列第一。过去的高所得榜首，不是如大正制药的上原正吉、松下电器的松下幸之助等大企业家，就是拥有庞大土地的地主，因此，是川跃居日本最高所得者之事，便成为巷议街谈的绝佳题材。

是川的申报所得额为 28.9 亿日元。当然，绝大部分是来自于卖掉住友金矿山股的利润。是川知道所得最高的消息曝光后，传播媒体一定会争相前来采访，因此前一天，便和夫人寿美前往温泉地隐遁。

这段期间，报章杂志纷纷报导 84 岁的老人如何在短短半年间赚得 20 亿日元的新闻。“如果是法人机构或集团，或许有可能在股市赚这么多钱，以个人之力而能做到如此，可说是空前绝后。”84 岁的老人、‘凭着头脑与胆魄，创造了 200 亿日元资产，这不膏给不服者带来了希望，是川先生有行动力、有说服力，是前所宋见的股票大师，说去没有这样的人物，将来也很难再出现。”周遭的亲朋好友一遇见是川，就问：“当住友金属矿山公司还在怀疑菱刈是否真有大金脉时，你怎么能料准确有大金脉？”

是川回答道：“每个人终其一生，都会碰到二三次的大好机会。能否及时把握这个千载难逢的良机，就得靠平常的努力与身心的磨练，理论与实践的合一，再加上’日夜的思考训练，可以增加成功的机率。此外，在下重大决断时，往往需要直觉，这个直觉并非来自天赋，而是来自无数次战斗所累积的经验。”

18.17. 人类历史上最伟大的一笔投资

朱砂梅 2018-03-24

2018年3月22日，腾讯第一大股东 Naspers 以 405 港元/股出售 2% 腾讯股份，套现 769 亿港元，持股量降至 31.17%，较昨日腾讯收盘价 439.4 港币，折让 7.8%。而这是 Naspers 投资腾讯十七年以来第一次减持腾讯股票，令市场震惊。

从 2001 年，网大为带领 MIH (Naspers 子公司) 3400 万美金投资腾讯，最高时一度持股 50%，随后因 IPO 等稀释到 33.17%，减持后持股 31.17%，截至目前，腾讯总市值 3.99 万亿港币，折合美元 5084 亿，MIH 所持股份市值约 1584.6 亿美元，加上已套现 98.1 亿美元，收益增长 4950 倍。年复合增长率 64.94%。

这绝对是人类投资史上最伟大的一笔投资，没有之一，打败了所有的专业股权投资机构。能与之媲美的，只有投资了阿里巴巴的孙正义。

Naspers 的投资传奇			
投资人	Naspers	巴菲特	孙正义
投资对象	腾讯	伯克希尔哈萨韦	阿里巴巴
投资年限	17年	53年	18年
投资总收益率	约4950倍	2.7万倍	约7000倍
年复合收益率	64.94%	21.23%	63.60%

巴菲特执掌伯克希尔哈萨韦公司 53 年来，股价从 11 美元涨至 29.7 万美元每股，涨 2.7 万倍，年复合增长率 21.23%。孙正义 2000 年以 2000 万美金入股阿里巴巴，占股 32%，2016 年 6 月抛售 79 亿美元阿里股份，减持后，占股降至 28%，截至今日盘中，阿里巴巴总市值 4736.9 亿美元，孙正义的软银持股 1326 亿美元，加上之前抛售的 79 亿美元，合计按 1405 亿美元，18 年增长 7 千多倍，年复合增长率 63.6%。

每个创业公司都面临过危机，腾讯也是。OICQ (qq 的前身) 就像一个“饿死鬼投胎”的精灵，随着用户不断增长，对服务器和技术的要求越来越高，烧钱越来越多，让初创期的腾讯陷于缺少资金、山穷水尽的困窘之中。最绝望的时候，腾讯账上只剩 1 万元现金。

开源无望的情况下，马化腾及其团队动了把腾讯卖掉的念头。他们开价 300 万元，四处寻找买主。然而，对于这个看上去增长很快的项目，“全世界没有一个人知道它怎么挣钱”。跑遍深圳、广州、北京的马化腾，没有找到愿意出钱的人。

现金几乎断绝的情况下，几个创始人不得不腆着脸四处借钱，“深圳城里稍稍认识的人都把他们借了一个遍”。有朋友愿意借钱，当马化腾提出能否用腾讯的股票来还债时，他们都婉转表示了拒绝，有一位甚至慷慨地说，“你真的没钱了，不还也可以。不过我不要你的股票”。

绝望中的腾讯，终于辗转找到了一家风险投资公司。2000 年 4 月，腾讯与 IDG 及盈科敲定了救命的 220 万美元天使投资。而那时，腾讯账上已经是弹尽粮绝，甚至已经等不及漫长的手续，而找中间人垫资 450 万元救急。这才让濒临倒闭的腾讯，起死回生。

不过好景不长，融资刚刚结束，互联网泡沫破灭席卷全球股市。或许再晚几周，腾讯就彻底失去了融到钱的机会。从现在来看，如果不是 IDG 的冒险，如果不是恰好抓住了资本大门关闭前的一线生机，腾讯可能就像大多数公司一样，倒在了成立后的前两年里。在所有的商业故事里，甚至所有的故事里，可能运气是最神秘的那一部分。一半的创业者“死”在这件事上，另一半可能就活了下去，甚至活得很好。

然而，腾讯的危机并没有过去，商业模式不被看好，快速盈利无望，烧钱太快，及全世界互联网泡沫的阴影，投资人对腾讯渐渐失去了信心。2000 年底，腾讯再次出现财务危机，IDG 与盈科不愿再追加投资。为了生存下去，马化腾及其团队敲遍了当时互联网大佬们的门，新浪、搜狐、雅虎中国、金蝶、联想、TOM.....，却无一愿意接手。直到 MIH 的出现。

关于这段经历，吴晓波在《腾讯传》中有详细描述：

首先萌生退意的是 IDG.....，在 IDG 看来，腾讯的商业模式并不受主流的资本市场青睐，而且，它实在太烧钱了。马化腾将融资所得的资金几乎全数用于服务器的添置，可是，在用户急剧增加的同时，盈利仍然遥遥无期。到 2000 年年底，腾讯再次出现资金危机，曾李青不断地约王树见面，希望能够追加投资。磋商几次陷入僵局，马化腾坚持创业团队必须保持控制权，而 IDG 和盈科不认为在当前的形势下，腾讯还有溢价增发的空间。

于是，王树提出了一个折中的方案，两家股东对腾讯提供 200 万美元的贷款，以可转换债券的方式执行。不过谁的心里都清楚，如果这笔钱也花完了，就再也不会追加投资了。IDG 开始张罗着帮忙寻找新的买家。

“当时觉得，最可能的买家是已经上市的那几家门户网站。IDG 去找了搜狐的张朝阳，被拒绝了。我和张志东到北京，去找了新浪的王志东和汪延，也被拒绝了。在互联网业内的技术人员看来，腾讯的活，他们自己都能做，干吗要花几百万美元去买呢？而且当时纳斯达克的股价‘嗖嗖’地跌，大家谁也不敢轻举妄动。”马化腾说。

除了新浪和搜狐，IDG 还牵线找了雅虎中国，被拒绝。马化腾去拜访了同样在深圳，也是由 IDG 投资的金蝶，被拒绝。曾李青还辗转找到大名鼎鼎的联想集团，当时的联想正与美国在线合力推广门户网站 FM 3 6 5，当然也拒绝购买。

另一家投资人盈科也加入了拯救腾讯的行动中。他们与有国资背景的中公网谈判，试图投资中公网，并由其收购腾讯，实现业务整合，这个方案中途夭折。接着，盈科把腾讯推荐给自己控股的 TOM.com，被管理层拒绝。盈科甚至还找来香港著名导演王晶，想把腾讯的用户与电影业结合，看看能否有盈利模式的创新，这一超前的构想当然也不了了之。

2000 年第四季度在四处碰壁之中一天一天地过去了，腾讯的用户数仍然在惊人地猛增，注册用户很可能在半年内就要突破 1 亿的惊人纪录，可是全中国却没有一个人愿意购买它的股份。

眼看着到了山穷水尽的地步。就在这个时候，转机出现了。2001 年 1 月，一位美国人出现在赛格科技园的腾讯办公室里，他操着一口流利的汉语，自我介绍说叫网大为，是南非 MIH 中国业务部的副总裁。这是马化腾与曾李青第一次听到 MIH 这个名字。

MIH 是一家总部设在南非的投资集团公司，是南非最大的付费电视运营商，当时是纳斯达克和阿姆斯特丹两地的上市公司。多年来，它持续在新兴国家投资新媒体，是“全球前五位的媒体投资集团之一”。1997 年，MIH 进入中国，参与投资了《北京青年报》、脉搏网、体坛传媒等。

网大为是在无意中发现腾讯的。他说，“我每到一个中国的城市，就去当地网吧逛，看看那里的年轻人在玩什么游戏。我惊奇地发现，几乎所有网吧的桌面上都挂着 OICQ 的程序，我想，这应该是一家伟大的互联网企业。在 2000 年年底，我接触几家想接受投资的公司总经理，发现他们的名片上都印有自己的 OICQ 号码，这更让我激动，想要看看这是一家什么样的公司。”

就这样，网大为找到了赛格科技园东栋四层的腾讯公司。双方很快进入实质性谈判。网大为开出了两个条件：第一，对腾讯的估价为 6000 万美元，MIH 愿意用其在当时投资的世纪互联的股份来换；第二，MIH 希望成为第一大股东。

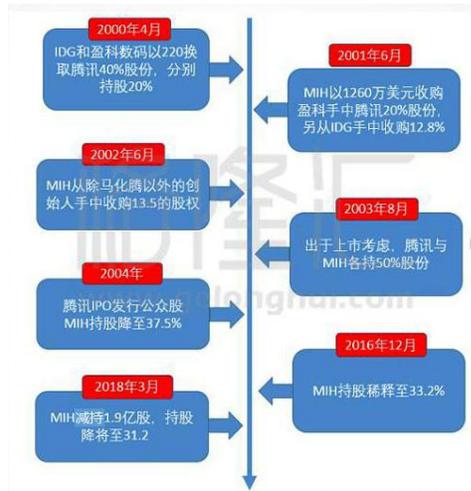
对于这两个条件，腾讯的几位创始人当即表示不同意。在股份比例上，他们的底线是绝不放弃控制权。不过，让他们高兴的是，“至少第一次有这么高估值的价格出来了”，MIH 认可腾讯，并看好其未来。腾讯的估值比一年前整整高出了 11 倍。

两个月后，网大为做出让步，MIH 的投资将全部以现金支付。IDG 听到 MIH 的报价大喜过望，投资不到一年的项目，竟能得到 11 倍的退出溢价，这在互联网大寒冬中是不可思议的战果。IDG 北京总部同意出让所有 20% 的股份，深圳的王树提出异议，在他的坚持下，最终 IDG 出让 12.8%，保留了 7.2%。盈科方面虽犹豫再三，在自身连续两个季度出现巨额亏损的情况下，最终同意将全数 20% 股份售予 MIH，套现 1260 万美元。

就这样，突然闯入的南非公司 MIH 以 32.8% 的股份成为腾讯的第二大股东。获得投资的腾讯从此摆脱了资金短缺的困扰，在创业的第 20 个月，找到了愿意为它的未来买单的人。

此后，MIH 一路陪伴腾讯走了十七年。在最高峰时，握有腾讯超过 45% 的股份，是腾讯最

大的单一股东。在公布减持了 2%后，仍然持有腾讯 31.17%股份，仍然是腾讯控股股东。



入局时，就以溢价 10 倍从数码盈科和 IDG 手中接过股权，而且上市后马化腾尚且时不时减持套现时，缘何 MIH 能够岿然不动，近乎违背人性的忍住了套现的冲动，在别人的“后悔”和“心痛”中，成就投资史上的传奇呢？

这也许可以从 MIH 母公司 Naspaer 的灵魂人物库斯·贝克和安东尼·罗克斯上管窥一豹。很多人不解，为啥腾讯的大股东会是远在非洲大陆南端的 Naspaer，还有人甚至认为这只是 Naspaer 这般赌徒运气好抓到了一手好牌。

库斯·贝克，哥伦比亚大学商学院工商管理硕士毕业，在 1985 年进入 Naspaer 后，主导付费电视业务 M-Net 的创办并大获成功，让 Naspaer 走进了付费电视的新天地，一手推动了南非报业的数字化转型。

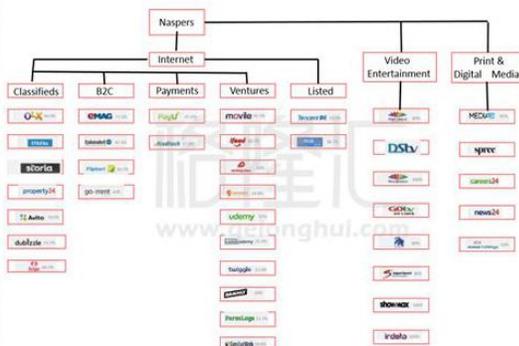
罗克斯最初以一个天才少年（技术员）的身份进入南非报业。1982 年，他被提拔为南非报业信息技术处处长。与贝克一起推动付费电视业务。然后，罗克斯进入在全球范围内都十分著名（尤其在中国）的南非报业旗下互联网投资机构 MIH，兼任技术主管。1997 年，在贝克出任南非报业 CEO 的这一年，他领命创办 MWeb（南非第一家互联网接入服务商），出任 CEO。

MWeb 推出了即时信息系统（那时世界人民在用 ICQ），博客平台（BOLG）、视频邮件，游戏平台等等。不用说，这些东西在南非前无古人，在世界范围内，也不落伍。从某种意义上讲，这些项目都成功了，也全失败了。南非互联网人口实在是太少太多了！

不过重要的是，罗克斯团队在这个过程中深刻理解了互联网，理解了互联网应用。而且，有意思的是，罗克斯认死理，认定中国。认定在中国的投资，以及在新兴经济体中的投资会有丰厚的回报。他们不愿去美国这样的成熟市场血拼。在 1999 年的时候，MIH 在北京做了脉搏网，原本想打造门户网上市，不过遗憾的是速度慢了，新浪，网易，搜狐在纳斯达克上市而且表现不佳，于是，MIH 调整策略，将脉搏网压缩。在这个项目上，MIH 损失超过 8000 万美元，甚至超过了后来给腾讯的钱。

所以，当 2001 年 5 月，因陷入并购泥潭的数码盈科想要脱手腾讯持股时，HIM 接盘真的只是运气吗？显然不是的，毕竟，机会只属于有准备的人。这是充分理解互联网的人的一次理所当然的选择。此时，QQ 在中国的用户数，已经远远超过了整个非洲的互联网接入人口。即使 QQ 还没有找到盈利点，但是他们坚信，在中国广袤的市场中，QQ 的前途是星辰大海。

同样，也是基于对新兴市场的看好，Naspaer 大手笔进军印度、俄罗斯、波兰、巴西，并在那里找到了 Mail.ru Group（俄罗斯互联网巨头）、MakeMyTrip（印度版携程），Delivery Hero（德国，全球最大外卖公司），OLX（阿根廷，全球最大分类信息网站）……



MIH 进入腾讯后，17 年一股未卖。不管腾讯经历过多少波折和下跌，这简直是让人觉得匪夷所思，只能说：投资上帝下注的公司，除了眼光和运气，还需要信仰。比中国人更看好中国，比创始人更坚信公司的前景。这十七年间，腾讯经历了移动梦网整顿收入大降、被 MSN 和各大门户围剿、3Q 大战等一系列危机事件，期间股价多次出现大幅回撤。

2018 年，中国最火的就是独角兽公司。尤其是两会期间，监管层表态希望将下一批“BATJ”留在国内，同时不少中概股巨头表达了希望回 A 股的意愿，“独角兽回 A 股”一时间成为备受关注的话题。但是由于风投圈的浮躁和急功近利，不少独角兽被玩坏了，投资者质疑“独角兽”可能变为“毒角兽”。

2017 年 12 月 21 日，滴滴出行宣布完成新一轮超 40 亿美元股权融资，以进一步加大对 AI 交通技术的投入，加速推进国际化，以及包括新能源汽车服务在内的创新业务。据称该轮融资完成后滴滴估值近 600 亿美元——此前超过这一估值的互联网企业只有两家——蚂蚁金服的 750 亿美元，以及 Uber 最高时达到的 680 亿美元。

融资轮次	融资时间	融资金额	估值	投资方
战略投资	2017.12.21	超40亿美元	/	未公布
战略投资	2017.4.28	超55亿美元	/	未公布
战略投资	2016.9.8	1.199亿美元	335亿美元	富士康子公司瑞德
F	2016.6.16	45亿美元	276亿美元	中国人寿、苹果、蚂蚁金服、腾讯、招商银行、软银中国
战略投资	2016.6.13	6亿美元	/	中国人寿
战略投资	2016.5.13	10亿美元	/	苹果
F	2016.2.24	10亿美元	200亿美元	北汽产业投资基金、中投公司、中金甲子、中信资本、赛领资本、鼎晖投资、春华资本、民联股权投资基金、四维图新
F	2015.7.8	36亿美元	148亿美元	中投公司、中国平安、阿里巴巴、腾讯、淡马锡、Coast Management
E	2015.5.27	1.42亿美元	87.5亿美元	新浪微博
D	2014.12.9	7亿美元	/	淡马锡、DST、Yuri Milner、腾讯
C	2014.1.1	1亿美元	/	腾讯、中信产业基金
B	2013.4.1	1500万美元	/	腾讯
A	2012.12.1	300万美元	/	金沙江创投
天使	2012.7.1	数百万人民币	/	天使投资人王刚
D	2014.12.9	6亿美元	/	阿里巴巴、老虎基金、软银中国
C	2014.10.18	亿元及以上美元	/	老虎基金
F	2014.4.1	数千万美元	/	阿里巴巴、经纬中国
A	2013.10.1	400万美元	/	经纬创投
A	2013.4.1	400万美元	/	阿里巴巴
天使	2012.12.1	数百万人民币	/	阿里巴巴资本

而就在上半年，滴滴才宣布完成 55 亿美元融资。根据私募通数据和网络公开信息统计，截至目前滴滴已完成了 16 轮融资，累计资本超 240 亿美元，拥有 100 多家投资者。很难想像一个跻身中国独角兽排行榜第二梯队、估值 600 多亿美元的公司，是靠这些融资堆出来的。除了前期进来的投资者和创始团队赚的盆满钵满之外，还能给后来者带来什么——除了到二级市场割大妈韭菜？

当然，对于跻身独角兽行列的公司，是不会缺少投资者锦上添花的。但是，对于处于困境中的公司，又有多少人能雪中送炭呢。当初，如果不是 Naspers 最终进来，也许，腾讯真有可能熬不过 2001 年互联网泡沫的寒冬中。急功近利的浮躁和短视，也许能偶尔赚点小钱，但是，从来不会与伟大的投资有缘。

19. 股票投资者故事

19.1. 一帜围栏

作者：孤鹰广雁

链接：<https://xueqiu.com/1216640586/75810772>

发布于 2016-09-16

一帜围栏：我与中集集团的故事

从 1999 年初买入中集 B，到现在留着一点中集 H 作为留念，我投资中集已达 17 年了，虽然在中集股票上赚了不少钱，但得到更多的是经验教训，今天终于有些空闲的时间梳理一下在中集股票投资上的得与失，同时用文字记录留存下过往的一段投资经历。

中集 1994 年上市，是当时深圳本地绩优小盘成长股的优秀代表，1995 年《股市动态分析》杂志上第 15 期登了中集总裁麦伯良对自己公司的推介文章，从此我就关注上了中集。

由于小盘绩优股的估值一直很高，一直就不太敢买它的 A 股，尽管当时它有更低价的 B 股，但当时国家清理 B 股账户，规定国内投资者只能卖出 B 股，不能买入，只好望洋兴叹。

后来我了解到有一个途径可以买 B 股，那就是找一个香港人，让他去深交所开一个 B 股账户，再全权委托我操作他的账户并公证，包括转款出来。在深圳找这样一个香港人还是比较容易的，换港币更是通街都是，这是深圳的优势。1999 年初，我终于找到这么一个可靠的香港人办成了这件事。

1999 年 3 月，深圳 B 股指数创下了历史新低 41 点（现在是 1177 点），神奇的是，《股市动态分析》杂志每月所登的《柏彻特论香港、大陆股市》竟然在 98 年底 99 年初就预测了随后 AB 股的见底时间和牛市的到来，充分展示了波浪理论的魔力。

90 年代波浪理论在中国股市占据了重要的地位，1996 年初《股市动态分析》的作者卧龙就是用波浪理论预测了那轮大牛市，那时甚少有宏观经济和公司基本面分析，大多数人就靠技术指标和跟庄来炒股，现在看来有些不可理解，但感觉那时市场的市场味更浓、投机智慧也比现在高。我不知道现在《股市动态分析》还存不存在，但那时每周买一本来看是我一周中最快乐的时光，我因此保留着 1994-2007 年的大部分《股市动态分析》，现在想起那个庄股激情燃烧的时代还会心潮澎湃。

向波浪理论、《股市动态分析》和当时的各路大小庄家致敬！

言归正传，办好 B 股股东卡和公证后，资金又是个问题，不能直接存钱到 B 股账户需要将钱从香港汇过来，那时到香港不容易，于是又费尽周折找了一个家住盐田在香港开车的大叔帮我到香港汇钱，虽然当时为了结婚分房没多少钱可以进入账户，但可喜的是，由于麻烦导致办理时间太长，期间 B 股一直在下跌赶底，因此反而能歪打正着在 B 股的历史大底附近买到了中集 B，记得有一笔的买入价是 1.88 港币！平均成本 2.3 港币左右，当时黑市的汇率约 1 港币兑换 1.1 人民币。当时也是第一次目睹股票可以这样跌，在 A 股永远都没法想象一只小盘绩优股可以跌到 3、4 倍 PE。

买入之后，中集 B 很快就涨到 3 块多，期间除了美国军机轰炸中国驻南斯拉夫大使馆大跌外，都是大涨小回，并迎来了空前绝后的 5.19 大行情，中集也涨到了 6 元多，几个月获利接近 3 倍，实在令人无法相信，我因此更加热爱中集，实际后面回想，当初 B 股大底买任何一只股票收益率都是惊人的，只不过中集 B 作为绩优股死扛到 99 年初现惊人的补跌因此那段的升幅不亚于任何一只垃圾股。

那段时间我读了一些巴菲特的书，深信自己将会是一个不折不扣的价值投资者，因此，99 年 5 月左右，我第一次参加了中集的股东大会，第一次见到麦伯良，那时参加股东会的小股东很少，记得在一个不大的会议室，我问老麦中集集装箱已经是世界第一了，公司还能成长吗？老麦用斩钉截铁的告诉我们，中集未来的成长空间还很大，还要进入许多相关领域，这次股东会，我对中集更加有信心，并觉得老麦真是一个了不起的企业家，决定要长线持有，学习巴菲特。

之后我又陆续想办法向 B 股账户转入一些资金，A 股在科网股带领下，一路上涨，B 股也不落后跟着涨，终于在 2001 年 2 月 19 日的下午，突然全部 B 股停牌，一了解才知道 B 股要在

6月1日向国内投资者开放。我听后高兴的跳起来，因为我手中基本都是B股，且大部分是中集B，2月19日本来就是个特殊的日子，那是现代中国之父、深圳之父-----伟大的邓小平邓公的祭日，这是巧合还是另有因缘！那时的总理也是大家敬爱的朱镕基！

B股停牌一周多后复牌，连续5-6天所有B股封死涨停，中集B也从停牌前的7元多飙升到13元，那时候工资不高，这种涨法甭提有多么多么的开心，我有一种挖到第一桶金的感觉，兴奋地谋划着未来！

中集B继续上涨，终于在6月份见到了19元的高位，中集A的价格也涨到32元，B股的价格仍只是A股的60%左右，那时中国证监会聘请了香港梁定邦作为顾问，记得当时他的观点就是AB股会很快合并，我一算，还有50%上升空间，加上对中集公司的热爱和对长线投资的片面理解，另外女儿也在这个时候出生，因此决定继续持有大部分中集B，在6月份终于开上了属于自己的B股股东卡，并将该香港人账户中集B抛后资金转到自己账户继续买入中集B，从此坐上了长途漫漫的过山车。

中国股市在2001年6月见顶后一路阴跌，中集B也在2002年跌到10送5股后的6元，即离2001年的最高点差不多腰斩，6.24行情就如流星快速掠过，中集B也跟随涨涨跌跌。我继续每年都参加中集的股东大会，每年都从老麦那里获得继续持有的勇气和决心，因为老麦自己非常乐观和自信，总能让你觉得中集就是中国最好的公司，加上媒体对中集的双股权（中远和招商股权几乎一样多）所带来良好治理结构的吹捧，2002年我从工资攒下来的钱通通换成港币买进中集B，那时左看右看总是觉得没有那家公司比中集好，对其它公司也不用作研究了，眼里只有集装箱，还觉得这样做投资既轻松未来还能赚大钱，工作之余有了大把时间，因此决定去考CPA，加强自己未来投资分析的能力。中集B再怎么跌都无所谓。

2003年股市继续没大行情，年底中集A股增发股票后，走势突然怪异起来，竟然我行我素的持续的慢涨，完全不理睬大盘的走势，进入2004年更是和深赤湾、振华港机成为当时市场炙手可热的明星股，原来是海运和集装箱市场突然爆发，中集的业绩出现了大幅增长，2003年净利润同比增长接近50%，2004年同比再增长250%，03年报10送6，04年报10送10，高增长加高送配，中集B的股价从2003年底的10元一直涨到2005年复权价（相对2003年）的40元（由于中集B转H，其历史K线图找不到，只能从动态分析杂志表格去找历史价格，可能有些不准确），相当于2001年历史高点的3倍，考虑现金分红则更多，我的坚守得到了丰厚的回报，2005年的最高复权价60（相对1999年）是我1999年初买入价的20多倍，真真正正的TENBAGGER，我的B股资产也从99年的5位数到达2004年的7位数，从2003年底我就一直开心到2005年初，除了股票赚大钱外（当时觉得是大钱），我还在2003年底一次通过了会计、财务成本管理、经济法3门CPA课程，那一年深圳一年过3门课的不到10个人，2004年我通过了税法一门课，2004年我还升了职，可谓左右逢源，我对自己的投资能力充满了信心，觉得中集进入半挂车领域，成长空间再一次打开，还能再涨再创造神话，浑然没有觉察到危机已经临近！

中集2004年度的股东会在2005年4月初举行，照例在蛇口明华，这已是我连续第7次参加的中集股东会，那一天参会的小股东特别多，许多是象我这样的长线股东，大家都赚的盆满钵满，我甚至在那个初夏天气罕见地穿了西装打了领带（想想我这个酸举动，这难道不是中集见顶的征兆吗？！）老麦带着于玉群等人一走进会场，大部分人等起立用力鼓掌，有一种红卫兵见到毛主席的感觉。与过去几次有点微妙不同，这次老麦显得有点疲惫，但总体还是乐观。

中集终于在4月底见顶，而后展开一轮凌厉的下跌，短短2个多月，A股跌去了45%，B股则几乎腰斩，由最高的25元跌到10送10之后的6.5元左右，如此凌厉的下跌任谁都受不了，几个经常参加股东会的股友打电话互道保重。中集的利空到处飞，如中集集装箱不愁卖对客户怠慢，马士基等船东由于不满自己造船了，还有著名会计人士孙进山的《七问中集》，其实这些利空在股东会前就有了，大家原来不当回事，现在在大盘因为股权分置大跌都当真了，出现人踩人。真的是无巧不成书，因为会计证需要年检，许多单位每年都要请老师来培训一下再形式上考考试，那天（6月2日）我参加了深圳电网组织的培训，讲课老师赫然就是孙进山！他大部分时间都跑

题，还重点讲了中集的造假，这是压垮我的最后一根稻草，我曾经多年研究的如此透彻、对之信心百倍的中集突然变得如此的陌生和狰狞，中午回家吃完中饭后，中集 B 继续下跌，我实在在承受不住了，整个人被恐惧所笼罩，终于一股脑将持有多年的 10 多万股中集 B 以 8.29 元（01 年后我就有完整的操作记录了）全部卖出！操作完后，心里空落落的，唯一能安慰自己的是，B 股账户还是 7 位数，8.29 元还是相当 1999 年的 40 元！

抛后又有点后悔，冷静了一下觉得不对，感觉可能割在底部了，诚惶诚恐的，甚至都不敢再去看行情，工作也没心思。

担心的事情终于发生了，6 月 6 日，上证见历史大底 998 点后反弹，B 股更是出现了大反弹，中集 B 涨到了接近 9 元，我的确抛在了一个底部，那天晚上我吃饭唉声叹气，不知怎么办好，老婆劝我冷静再想想有没有补救之道，我打开电脑，发现了新大陆！

在 B 股行情显示屏中，万红层中居然有一点绿，那就是万科 B，居然还跌了几个点（万科 B 也转 H 了，没法找到之前 K 线图，可惜）1 秒钟就决定将抛中集 B 的钱全部买入万科 B。第二天一早，以 4.77 元买入成交了约 20 万股万科 B，这才缓过神来。我至今不明白那天万科 B 为何独跌，让我捡了便宜。

之后万科 B 不断上涨，而中集反弹后继续下跌，我在 6 月底跑去中集公司，想找王心九了解下公司情况，又是无巧不成书，我在电梯里居然碰到老麦，他与几个鬼佬在交谈，英文还挺溜，我问他中集掉这么多该咋办，他干脆的建议我有钱就买，多多益善，我的信心再次被激起，从 6 月底起到 8 月底慢慢卖出万科 B，获利接近 30%，并以均价约 7.9 元将卖出的中集 B 全部买回，多出的资金全部买了鲁泰 B，现在回想起来，如果当初不卖万科，持有到现在，不考虑现金分红，现在每股价格相当于那时候的 70 元，接近买入价 4.77 元的 15 倍，而如果不卖中集持有到现在，也不考虑现金分红，每股价格相当于那时候的 12.5 元，是再次买入价的 1.5 倍。

15 倍 VS 1.5 倍，这世上真的有后悔药吃吗？

回到现实，买回心爱的中集后，我又踏踏实实了，心无旁骛的准备 CPA 的最后一门课审计，考完后一算自己顶多 55 分，12 月份的一个晚上，当我查声讯台成绩时，电话里报出的是 65 分的成绩，我跳起来了，3 年了，总算通过了 CPA 的全部考试，我具备了注册会计师的资格了。

中集 B 继续下跌，到 2005 年底跌到只有 6 元港币，唉，爱跌跌吧，反正公司这么好，会涨回来的，我这么安慰自己。

上证指数 6 月 998 点见底后，年底一直在 1100 附近徘徊，没有了波浪理论，谁都不知道，这时，有一位人见人爱的贵客已经盛装出发，正向我们走来！

2006 年，时隔 5 年之后，财神爷再次来找中国股民！

在 2005 年之前，我的投资大部分在 B 股，而且主要是中集 B，2005 年 6 月中集 B 的表现让我着实心有余悸，不敢加仓它了，从 2005 年 8 月后，我开始逐步买入了万科 A，因为当时万科是唯一一只 A、B 股价格相当甚至有时 B 股价格还高些的股票，B 股股民看 A 股价格的感觉和 A 股股民完全不同，就像现在经常做港股的大陆股民，会觉得只有那几只比 H 股便宜的 A 股（海螺水泥、福耀玻璃等）才有投资价值，另外我也注意到，万科在 2005 年初并购了一家叫南都（印象中的名字）的地产公司，并购 PE 远远高于万科自己的 PE，可以说，万科是当时我除中集以外最看好的股票。

2006 年开年，除了买入万科 A 外，受徐星老师影响，我还大量买入天士力（600535），这样我的持股就主要包括中集 B、万科 A、天士力和鲁泰 B。关于徐星老师（福尔莫斯）及其公司，还有一段小故事，徐星老师 90 年代末是《股市动态分析》的员工及价值评估的专栏作者，那时都是波浪理论和跟庄，没多少人算公司价值，徐星除了懂技术分析外，其在公司内在价值研究方面有很高造诣，后来他自己出来单干，我一直想认识他，终于在 2004 年我冒昧直接到公司去拜访他，后来就成为朋友，再后来我成为徐星公司的股东，现在公司已发行了 4 个私募产品，不过我只做财务投资，基本不参与公司的经营，此为后话。

中集 B 在整个 06 年的牛市里涨幅也不错，05、06 年的业绩均稍有增长，事后看来，是中集在 2004 年隐瞒了许多利润，平滑到后面了。

06年我参加了徐星公司的好几次活动，他鼓励我在其公司网站论坛发帖研究公司，我当时的网名是pxj9902，写了2个热帖《十二定律审视天士力》和《中集集团的研究》，当时徐星还封了4个特约研究员，我是其中一个，另外一个petter9988研究的威孚高科国内无出其右，还有一个波浪理论高手好像叫TTBB的。可惜我那两个贴都没有留底，好在网友天道酬勤博客为我保留了部分天士力贴，而sosme兄在其博客里也为我保留了部分中集贴，我将其相关部分粘贴到我博客里了。

在徐星论坛里，我成了研究中集公司的首席专家，为了回答网友的提问，我一遍遍重读中集年报及附注，寻找各种证据证明自己的正确，我越写越觉得对头，越对头我就写得越多，对中集的信心进一步加强，觉得券商的报告都是放屁，那年中集王心九还跟我约稿，要我从投资者的角度写写中集，我满怀革命激情，一挥而就写下了《长线中集》给他们（不过后来我也没看到他们发表在啥地方）最后我终于被自己所折服和感动，再一次对中集B加了点仓。

工作上再一次取得进展，当时我所工作的系统内新成立了一家集团公司，正在做资产和股权重组，我找到该集团的最高领导，毛遂自荐帮其做全套方案，凭上海交大的文凭和CPA证书及过往优秀工作经历，他给了我机会，CPA所学知识在做这些方案最派上用处，试用合格后，他们为我设置了战略发展部这个部门，我是部门负责人，成为集团智囊人物，我原来供职的公司后来成为该集团总部的下属公司，我在2006年实现了由下属公司部门经理升为集团总部部门经理的小飞跃。

中集B以200%的涨幅结束了2006年，万科A的涨幅则更达258%，均大幅超过上证指数，进入2007年，股市继续上涨，2007年4月底，中集召开了2006年度股东大会，我第九次参加了会议，自信乐观的老麦给我们描绘了进入海工后美好前景，想起蓝色的太平洋、大西洋，我陶醉了，更震撼的是，老麦又给我们一个重磅的好消息，中集规划2012年营收和市值达到双千亿，我一算，我的妈呀，当时中集的股本为21.7亿，1000亿市值就是46元，届时AB股也合并了，到46元中集B还要涨160%，5年160%够好的了。开完会回公司，我驱车奔驰在深圳宽阔美丽的滨海大道上，觉得自己怎么那么好命。

5月份后，股市疯狂上涨，周围股神遍地，几乎天天都能听到神话，我有些怕了，重新审视了自己的持股，决定除中集B以外将其它股票卖出，刚好那时鲁泰破天荒10送10暴涨，该卖了。这一仗，万科赚了约200%，鲁泰B约180%，天士力约120%，成绩不错。现在回想，那时对其他股我都很客观，操作得也不错，但对中集B，唉！更可恨的是，我将卖出鲁泰B的大部分资金，又在21元（除权前）加仓了中集B。

将卖出万科的资金买了一套大房改善居住，单位原来分的房靠路边太吵，尤其书房，想想在山边的书房里研究股票，那是多么幸福的事！

看看现在的房价，那是我近10年来做的最对的一件事。

我揣着2012年中集到1000亿市值的美梦继续前行，我的未来会是怎样的？

2007年7月至10月，是我炒股生涯中最痛苦的4个月。

股市在07年6月稍作调整后，进入了最疯狂状态，短短4个月，上证指数疯涨了55%，并在10月份创下6124的历史大顶，但中集B却在这个阶段反复下跌了18%，更可恶的是，卖掉的万科A在那段时间又翻了一番，那时候感觉全国股民就我一个人没赚钱，因为再不济的深圳B股指数也涨了18%，我不敢参加任何聚会，怕谈股票，我一打开电视如果有股票节目马上换台到动物世界，因为那里一定没有股票，只有赵忠祥磁性的声音，我甚至拿出了书架上布满灰尘的算命书（大学里疯狂研究过一段），希望从里面找出一点流年相冲的证据来安慰一下自己。

现在回想起来，07年的这段痛苦实际是我04年那段快乐的报应，凭什么在2004年大家都在熊市里煎熬的时候，我就提前享受到牛市的快乐，这回大家都在享受牛市的狂欢时，我当然要提前接受熊市的痛苦，这是一种社会学对称的美，尽管美得有点凄凉和无奈。出来混的总是要还的，周期性股大牛之后一定有大熊。我怎么知道得那么晚呢！

回到当时，我仍然不敢卖掉中集B换其他股，因为我深怕一卖掉它就涨，就往1000亿市值涨。07年国庆节我没出去玩，化悲痛为力量，把自己关在书房里，再次打开电脑一只只地寻找

有没有可以买的股票，所有的 A 股都贵的离谱，倒是有一只我以前嗤之以鼻的 ST 类股*st 京东方 B(200725)看起来还不算太贵，我像溺水的人抓到了最后一根救命稻草，拼命地研究起来，幸运的是，我在一个较安静的股票论坛（忘记名字了）阅读到了一位股友对面板行业反转的准确分析，深受鼓舞，立刻用 B 股里剩余的钱以 3.9 元价格全部买入 200725，后来在 11 月份以 5 元价格全部清仓，赚了约 30%，勉强挽回了一点老股民的尊严。之所以能那么果断的清仓，就因为 200725 是 ST 股，还是带星的，对其公司的没信心反倒让我卖了一个高点，对比中集，真是造化弄人！

很感谢那位对 200725 分析的网友，炒股票那么多年，我发现草根网友对个股的分析研究水平比券商高多了，我从来没看过一份有先见之明的券商报告，又或者他们把干货藏起来了？反正券商的报告都是一个八股文模式，估计未来机器人也能写得出来。

2007 年底，徐星公司一名老股东退出，徐星公司引入了 3 名新股东，我是其中一个。

2007 年 11 月后股市发生的故事尽人皆知，上证指数迎来了中国股票史上最惨烈的下跌，短短一年内由 6100 点跌到 1664 点，跌幅 73%，通街的股神在一夜之间消失得无影无踪，扬眉吐气了大半年的小股民新股民又得乖乖的把心收回来好好工作，许多人想痛痛快快炒老板鱿鱼的美梦破裂，许多家庭又回归宁静并告诫小孩要好好读书-----，

中集 B 则以更可怕的跌幅血洗了我的资产，由 20 元跌到 3.78 元，跌幅 81%！虽然我 07 年底就留有人民币和港币，但中集 B 还是占了我一半以上的股票账户资产，那一年，我眼睁睁的看着它自由落体般的下跌而无能为力，不幸中的万幸，我没有在下跌过程中加仓中集 B 了，我加仓的是鲁泰 B，从 2008 年 6 月开始加仓，此后 4 年一直到 2012 年 6 月，我都在持续的加仓 200726，后来获得了不错的回报，200726 的投资对我后面投资转型起了不少的作用。

中集 B 在 2008 年的下跌彻底摧毁了我的信心，我开始怀疑自己的投资能力，我觉得自己在投资上就是路人甲一个，过去虽然赚了钱，但可能是运气导致的歪打正着吧，我因此决定还是好好工作，在职场上更上一层楼才是正道，股票嘛，就当工作之余的调味品吧。

我不再购买《股市动态分析》，紧握拳头，准备在职场大干一把，我真的能把股票放下吗？

正当我对自己的研究能力和投资能力产生重大怀疑的时候，中集 AB 股却在 2009 年-2010 年短短 2 年内，在股市大反弹和行业反弹的共振下涨了 5 倍，股价直逼 07 年高点，尽显周期股的风流本色。2010 年的高点几乎是最后的一个逃命机会，尽管 2015 年中集又见历史最高点，但那是大牛市的系统高点，与中集自身无关，2010 年的高点操作意义大于 2015 年。同样，2005 年高点的操作意义也大于 2007 年，而 2010 年高点操作意义又大于 2005 年的，因为 2010 年的中集业务复杂程度远大于 2005，对集装箱的弹性已越来越低，其它板块又不像集装箱那么出色，如果没有后面 2015 的大牛，2010 年的高点肯定会是一个长期大顶。可惜的是，这一次我又选择了留守，从投资中集以来，我已经坐了 3 次过山车！



2009 年初我搬进了新房，尽管处于山坳中的书房安静凉快，但我没有了太多的研究冲动，而是将更多的精力投入到工作和休闲中，我主动向领导请缨由我部门负责集团的内部审计工作，还大胆带队不靠咨询公司自己开始制定集团的战略规划。工作之余，我加紧锻炼身体，发挥阿甘精神，终于自学会了游泳，并恶补了《连城诀》《碧血剑》等世界名著，陶冶了革命情操。

2009 年 4 月，我第 11 次参加了中集的股东大会，有位老太太声泪俱下的向老麦述说她 30 多元买的中集 A 被深套亏了 10 多万，众人人为之动容。老麦安慰大家，说中集 B 股被市场严重低

估，要大家给些耐心，乐观估计销售 1000 亿利润 50 亿的目标有可能提前完成。2010 年 4 月的股东会则更加令人兴奋，老麦提到了前海地块及上海地块，对中集战略转型充满信心，并提出转型后的终极目标是销售收入 3000 亿，我的心跳再次加速，3000 亿的销售，按 4%净利润率也有 120 亿，给 12 倍 PE 市值 1500 亿，画面美得不敢想像，更令人不敢相信的是，2010 年国庆的我到香港去玩，居然在一家酒店大堂又碰到老麦，这个概率得有多小，还有一次我还和中集的副总吴发沛坐了同一个航班，我更加觉得在冥冥中与中集缘分，我会不会是第二个的万科刘元生？-----写到这里，我都想狠狠揍自己一顿！

如果我没有去或者没有每年都去参加中集的股东会，我会不会做的更好，这是我现在经常问自己的问题。我再次翻开 2009-2010 年在其它 B 股的操作记录，

粤电力 B， 买入 2.9 元， 卖出 3.9 元

长安 B， 买入 3.13 元， 卖出 6.57 元

苏威孚 B， 买入 6.1 元， 卖出 12.9 元-----

都很不错，这些公司我没花多少时间研究，更不会去参加他们的股东会，为什么反而操作的更好？有几个也是长期持有中集的股友和我一起几乎每年都参会，大家也都跟着坐了一轮又一轮的过山车，股友 X 先生说，每次参加完老麦的股东会就会把卖出的念头打消。而我们这几个都是很理智的人，到底是什么原因？

2010 年 7 月--2011 年 1 月，我在职场上获得了有史以来最大的成功，由于我特别出色的工作和高层领导的更替，在短短半年内，我连升 3 级最终被提拔为集团副总，我几乎每隔 2 月就收到 HR 给我的新工资单，这时候中集 B 的股价又到了历史高点 19.4 元，复权价几乎等于 2007 年的高点，加上在其它股票上的不错操作，我再次迎来了股职场双得意的美好时光，而且我对自己的投资又充满了信心。

但自古福祸相依，当上集团副总进入决策层之后，由于和集团领导价值观的差异和工作思路不同，我感到工作很难开展，我再一次陷入苦闷中-----

这时候发生了一件事，改变了我投资和职业的轨迹。

我所在的公司是一家国家大型央企在深圳子公司的工程辅业集团，正当我苦闷彷徨之际，2011 年 5 月，该央企因为要对辅业做一些体制改革，专门成立了一个小组，我作为深圳这个改革开放地区辅业的高管和改制专家被选中而进入小组工作，工作地点在广州，原来的工作可以暂时不管了，那一刻，我如释重负的逃离深圳，开始了我半年的专家顾问生涯。

在广州的日子非常轻松，我不用做啥决策，就是写写文章，开开会，调研调研就可以了，这时候，我无意翻了一下同小组的一位专家正在看的一本书，叫《投资大围猎》，立刻被其深深吸引，那时一本普及资产配置的书，通俗易懂，作者可能也没啥名气，书名也俗，如果到书城我估计看都不会看一眼，会觉得是一个股评家写的，但这回我看完后醍醐灌顶，有一点顿悟的感觉。

有必要回顾炒股以来我所看的书，1993 年一毕业就迫不及待办股东卡入市，如球友@Gyro 对我所料，我最开始看的是技术分析和波浪理论的书，整天在宿舍而不是在海边数浪，后面发现不行，数久了会发疯，97 年看到作者卫威写的巴菲特书《股王之道》，奉为经典，如教科书精读不下 5 遍，看完决定走价值投资的路，并庆幸自己这么快就能找到正确的投资之路，遂一发不可收拾买了许多巴菲特的书，与大多数价投一样形成一个牢固的投资思路，就是用未来自由现金流折现算出企业价值，耐心等待股价出现安全边际即股价相对自己计算的价值打折时购买，长期持有不抛，与伟大企业共同成长，在 2000 年我还看了台湾人写的《股票圣经》和《理财圣经》，其核心内容就是“随便买，随时买，不要卖”，我也觉的很有道理，特别对好股不要卖就是与伟大企业共同成长。2006 年读的美国西格勒的《投资者的未来》中的增长率陷阱对我的影响也很大，使我后面直到现在对高科技类股不感冒。为了能精确的计算企业的内在价值，我付出了很大的时间和精力完全靠自学过了 CPA，不曾想到 CPA 对我的工作也帮助很大。

总结来说，这些书对我影响的综合结果就是：以安全边际价格买入低 PE 的传统类优质企业并长期持有，与优质企业共同成长（不要卖）。这可能就是我长期持有中集 B 而来回坐过山车的内在原因！因为中集是一个传统且长期低 PE 的公司，我买入的价格低，具备很大的安全边际，

每次股东大会在老麦的激情里我感受了公司的伟大，而其成长又远没到头，就应该与它共同成长（不要卖）而忽略短期的下跌和波动。而对其它股票我能正常的做波段是因为我自认为研究不透，没法精确计算内在价值，再说我也没感觉它们的伟大，因此我能及时抛出。

这是我过去做的中集内在价值计算草稿，佩服自己过去的勤奋！

科目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
流动资产	128.2	240.9	288.4	288.2	288.1	289.1	289.4	288.7	289.8	289.1	288.1	288.1
非流动资产	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2
总资产	12830.4	12943.1	13000.6	13000.4	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3
流动负债	17.1	18.1	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2
非流动负债	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
所有者权益	11012.9	12724.6	12782.0	12781.8	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7
股本	5.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
资本公积	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈余公积	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
未分配利润	10007.9	12680.6	12758.0	12757.8	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7
流动资产	128.2	240.9	288.4	288.2	288.1	289.1	289.4	288.7	289.8	289.1	288.1	288.1
非流动资产	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2	12702.2
总资产	12830.4	12943.1	13000.6	13000.4	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3	13000.3
流动负债	17.1	18.1	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2
非流动负债	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
所有者权益	11012.9	12724.6	12782.0	12781.8	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7	12781.7
股本	5.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
资本公积	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈余公积	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
未分配利润	10007.9	12680.6	12758.0	12757.8	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7	12757.7

但是问题来了，这样看上去正确且高大上的价值投资指导思想为什么会致导致错误或者至少是低效的操作结果？-----来回频繁坐过山车而大幅减低收益率。

首先，我在中集 B 上是赚了钱，非价值投资之功，主要是我选对了市场，B 股市场从 1999 年的 41 点涨到现在的接近 1200 点，30 倍，即使从 2001 年对内开放 140 点算起也有 8.5 倍，将 A 股甩出几十条街，扔飞镖随便挑 5 只做组合不比中集 B 差。诸位可以自行预算。

其次，是国内巴菲特书害了我们。老巴本人没出过书，只有每年的股东信，许多巴菲特书的作者既不是老巴门徒，也不是成功的投资人，有的英文还不过关，这样的人怎能诠释好老巴的思想呢。一开始我们以为老巴就长线投资几个股票，实际老巴的投资组合非常丰富，也有不少失败案例。其价值投资主要在于定性商业判断即追求模糊的正确，前提在于丰富的从商经验所带来的可靠商业判断，芒格不也说过没看过巴菲特拿起计算器计算内在价值，反倒是国内许多人帮老巴计算可口可乐的内在价值。而我也像大部分价投一样本末倒置，对公司内在价值的计算主要通过数学归纳再外推，复杂的数理计算影响了对公司最基本的判断-----中集是强周期股票。半挂车是苦逼的行业，海工是资本技术密集型且受政治影响巨大等等。

最后，股票可能压根就不存在较为明确的内在价值。内在价值经典公式中任何参数的微小变化都会导致计算结果出现较大变化，范围区间太大的数据有意义吗？如果你在 30 岁时有一算命的告诉你寿元在 50-90 岁，这样你的存活空间在 20 年-60 年，这样的算命有意义吗？内在价值与其说是用来计算帮助投资的，不如说是投资者拿来说服自己操作的一个工具，许多人通常的做法就是 7 元买入一个股票，然后硬生生把这个股票的内在价值计算定格为 10 元，再安慰自己买入价有足够的安全边际。我甚至认为，内在价值的意义在于相对判断而不是绝对判断，普通如我者能把同行业的 N 个公司的内在价值排出顺序，然后后买入性价比最高的那个就非常了不起了。

回到《投资大围猎》这本书，书中的均值回归、资产配置、价值投资等观点重重地冲击了我，现在回想起来不是书中观点有多么新颖正确，而是我在中集多年的过山车投资痛苦感悟后的水到渠成的认可和接受，10 年前如果有人给我这本书我一定会把它扔进垃圾桶。

2011 年在广州这段时间是我从价值投资走向低风险组合投资的分水岭，而那年中集 B 的持续下跌（又跌 50%）和在攀钢钢钒上的套利成功（8 元买入 11 元卖出）更加快了转型，我后来在 2013 年写的博文《常识+信念+低价+分散-能力圈》就起源于那时候的很多想法 http://blog.sina.com.cn/s/blog_7188ae8601016gtn.html

2011 年底，我在央企的工作告一段落，在投资上也有一种劫后余生的感觉，经过长时间的反思，我决定在系统内再换个公司，工作混混日子就行了，将精力再次放回到投资上来，如果换不成，我就辞职，要么去徐星公司帮忙，要么专职做投资，我最后走了那条路呢？

2011 年，我开始进入港股，让我感到吃惊的是，港股有大量股票的 PE 比 A 股某些股票的 PB 还要低很多，原来格式标的居然在这个世界上是存在的，而且就在一河之隔的香港，我有一种相见恨晚的感觉，后来我才知道港股估值低的原因主要有 2 个，一是境外资本机构一直在骨子

里认为中国随时会崩盘，一有风吹草动就溜号，二是由于制度的原因导致老千股横行，对于我这类贪便宜货的人来说，我应该深深感恩于鬼佬的狐疑和老千的无耻。

2011年我在港股最为成功的投资是大量买入中集安瑞科（03899），买入均价为2.6元，其中有一笔在2011年10月4日买入价为1.8元，依稀是1999年中集B的翻版，后来在2012-2013年分批卖出清仓，卖出均价约为7元，收益率170%，该仗与2014-2015年在国投电力上的投资相映成趣（http://blog.sina.com.cn/s/blog_7188ae860102vhcu.html），但与2014-2015年的新城B一仗（<https://xueqiu.com/1216640586/61639803>）相比，则是小巫见大巫。

安瑞科的成功投资仍然拜中集所赐，其一，在2009年后的股东大会老麦都会被问到安瑞科的经营情况，记不清楚是哪一年老麦说不许安瑞科高管请假，因为订单太多，我一直在盯着安瑞科，终于在2011年逮到好机会。其二，在中集上的过山车教训代价太大，这回在它儿子身上好不容易干到这一票，就要手起刀落，不能拖泥带水，尽管这厮在2013年最高冲到14元，我现在想起也丝毫不后悔。

2011年底，徐星公司准备增资并扩大企业规模，为发信托产品做准备，我当时有过辞掉公职到徐星公司的念头，徐星老师也欢迎我加盟公司，但我后面冷静的想了一下，我与徐星老师的投资风格相差较大，徐星老师非常擅长成长股投资，而我则偏重低风险组合投资，投资讲究的是一脑主义，我去徐星公司一定帮不上忙，我自己没法发挥最后也得离开，于是打消了这个念头。

如果专职做投资呢？我经过长时间的观察，发现专职做自己的投资只适合两类人，一类是类似@小兵 oo9 这样酷爱旅游的人，一年可以有9个月在外披星戴月，风餐露宿，另一类是类似@管我财这样超级勤奋的人，半夜三更还在写帖回帖，其余人专职做投资最后有四个可能的结局-----回去上班、被迫旅游、发行私募、写一本书。我不爱旅游，又不想熬夜，对写书和发私募觉得还遥远，只好也打消这个念头。

我很快在2011年11月换了工作，到了同一系统内另一家辅业IT集团，仍任副总，主管财务，因是自己擅长的事情，因此工作一点都不累，我非常认可该IT集团董事长Z先生的价值观和工作能力，他也认可我，我们相处的非常融洽，我不需要考虑复杂人际关系，工作之余，我几乎将精力全部放在投资研究上。

2012年，我准备更加苛刻地审视自己的投资，我制作了EXCEL表，每周统计自己每一个股票的市值、占比、操作，股票现金占比、ABH三个市场的资产占比、收益率和总体收益率，以前我是用WORD文档记录自己的操作流水账，很容易忘记和偷懒，经常在操作失误时就逃避自己不做记录。这回逼着自己每周记录一次，且所有的操作心态均真实记录下来，让自己操作丑态无所遁形，另外，每隔2个月，我还会计算假定保持年初的持仓不变的虚拟市值，再与实际现有市值相比，看自己的主动操作是否优于不操作。这种直捣自己的投资灵魂的做法让我能够更加谨慎的对待每一笔操作。每周五晚上，我总是在浓浓的大红袍香味中享受这一记录和计算的过程。

这一年我还开通了新浪博客，离开徐星论坛多年后，我重新拿起了笔记录自己的投资感悟，不过后面发现基本是自娱自乐，因为根本没有几个粉丝，后来一了解才知道自己落伍了，大V和股民都跑雪球去了！

中集2012年的故事依然精彩，7月，老麦在多年找不到知音的失落下，不想在B股市场跟大家玩了，决定另谋高就投奔H股，老麦总是觉得市场18年来一直不识中集，长期给其B股以低PE的不公平待遇，得想办法换一个流量大的国际市场为中集B平反，我因此有幸参与了中集股市的第一例的B转H，又一次一脚踏进了B股改革的历史河流中。

8月30日下午，我们几个坐了无数次过山车的长线集友，又厚着脸皮来到蛇口明华会议中心，参加B转H的临时股东大会，会上，我问了老麦2个尖锐问题，第一个问题是为什么不能告诉股东现金选择权的接盘侠是谁，因为这关系到我们的表决，如果万一李嘉诚甚或是巴菲特，那还需要讨论吗？第二个问题是港股对周期性工业股（我终于认同中集是周期性股，不容易啊）的定价都很低，中集B转H的目的不一定能达到，此举除了增加证监会的政绩以外，中集可能捞不到任何好处，除非证监会在中集A股再融资给予更多照顾才值得一做。

老麦没有回答第一个问题，就说是中资实力大机构，不久我们终于知道是大名鼎鼎的弘毅投资，看着其高位接盘苏宁电器，真该感叹一句侠之大者！对第二个问题，他除了一如既往地阐述

中集被市场严重低估外，还一脸正气地纠正了我们狭隘的投资观，说中集作为一家负责任的优秀龙头企业，理应为国家 B 股改革做出贡献，怎可计较眼前的一点得失？颇有我不下地狱谁下地狱的菩萨精神，正在我准备为中集的高风亮节凑够一些感动和泪花时，集友 C 先生给我使了个眼色，我马上醒悟，不对呀，以麦总之精明能干，事情不应该有这么简单呀，应该还有更大的一盘棋要下，果然，后来的 2013 年 12 月中集一纸 H 股增发公告揭开了谜底-----

10 月份我在 9.48 元再一次加了仓，不过这次已物是人非，我仅仅是为了套利而加仓，12 月 6 日，9.83 元套利成功。12 月 19 日，中集 B 如愿以偿的转为 H 股登录港股，以 12.6 元开盘，比现金选择权高出 28%，我在 11.38 元卖出第一笔坚守了 10 多年的中集 H，2013 年 1 月 4 日中集 H 更是暴涨了 30% 达 15.9 元，1 月 5 日，我与长线集友 C 先生、X 先生、J 先生和 G 先生在蛇口饮酒庆功，大家有一种终于熬出头的感觉，最看好中集的 G 先生和 X 先生竟然在喝多几杯酒之后算出中集地块值 2000 亿！



2012 年我在投资研究和成长收获中就这样平安过去了，期待中的世界末日没有如期到来，2013 年发生的事最终把我推到了职场的最高点，我也准备着与中集说再见-----

2013 年初，我所在的 IT 集团一个业务事业部负责人跳槽到竞争对手那儿去了，集团董事长 Z 先生希望我能接手负责这块业务，他找我谈话后，我的心情久久不能平静因为我有很大的顾虑，以前我做的工作都是管理，真正经营一个业务实体带兵打战还是头一回，更主要的是，我需要投入很多精力，要浪费很多时间在与客户应酬的酒桌上，那样会很大影响我的投资，好不容易有了一个初步投资体系需要实践改进，但我与 Z 先生的友谊以及我所处的职位让我觉得不好意思推脱，我只有华山一条路了。

为了更好运作该业务，我申请了在集团新设一个全资子公司代替原来的事业部，我是该公司的法人代表兼总经理，同时我仍是集团总部的副总。该子公司成立之处困难很多，除了原来基础比较薄弱外，还需要办理几个资质才能大规模承接业务。好在 Z 先生给了我较大的自主经营权，我大刀阔斧地运作起来，经过我和团队的不懈努力，新公司在 1 年内走上正轨，2 年内扭亏为盈，到现在的第三年业务和员工人数翻番，Z 先生对我超出其预期的工作激情和经营能力表示吃惊和赞许，并因此更加支持我的工作。在我自主经营过程中，过往的人生阅历、职场得失、管理经验、企业研究、投资知识等好像突然就有一种融会贯通、信手拈来的感觉，每每遇到什么难事似乎都能从看过的历史小说和现代商业案例里面找到一点解决灵感或营养。我终于理解厚积薄发的含义，做任何事都需要积累，不仅需要知识积累，更需要时间的磨练，许多难事只要时间足够长和阅历足够多，自然就能水到渠成的不经意得到解决，请相信和尊重时间的威力！40 几岁的男人身体开始走下坡路，但思维绝对还在上升甚至加速上升，投资也是如此，查理芒格不是说过 40 岁之前没有真正的价值投资者吗？

2013 年我卖出全部中集安瑞科，13-14 年我卖出了 60% 中集 H，均价 16.10，虽然在 2015 年中集 H 又创出了 23.74 的历史新高，但我对这个卖出价格非常满意，因为它离 2010 年的高点 19 元已非常接近了，须知 2010 年的高点是我一直的痛。按港股的尿性，在 13-14 年（恒指点位和现在差不多）能给中集定这么高的价格确实令人费解，也许有人在护盘以证明 B 转 H 是对的，也许是前海的地块对境外机构的诱惑很大，不用猜了，感谢上帝为我安排了这个逃命机会，至于 2015 年的大牛市，那是上帝为全部人准备的，不是只为我！

2014 年 6 月 27 日，我参加了中集 2013 年度的股东大会，这也是我最后一次参会，因为我已经感到有点厌烦和疲惫了，个人投资者能连续 16 次参会在国内上市公司中我想应该是破记录的吧，不过这不是什么值得自豪的事，除了能给中集投资者关系管理添点色彩以外，其余主要作

用可能就是给大家树立一个反面教材，以说明调研的无效性和副作用。这几次股东会老麦总是告诉大家前海的地块正与深圳政府谈判，很快会有结果，这次股东会建议老麦给政府让点利尽快敲定后再高价增发 A 股，不要等房地产崩盘后得再高的比例也没用。直到今天，中集前海地块还是没有搞定。

从中集转 H 第一天卖出第一笔后，我不再留恋中集了，对中集也能以比较客观的态度进行分析：

1、中集的治理结构和企业性质：中远和招商的双均衡股权结构使中集在一定程度上变成了一个内部人控制的公司，央企官员表面威严，但心底里还是会佩服在市场打拼成功的企业家，老麦只要在面子上尊重这两个央企派来的人员就能获得很大的权力，对领导面子上的尊重包括但不限于-----酒桌上敬酒顺序和敬酒量、尽可能发自肺腑的把成绩归功于领导的英明，让领导指出你经营中无关紧要的缺点而改正等，老麦在这方面做的不错，比王石强，王石活得太真实，碰到傅育宁这样的人就吃不开了。中集多年来因此获得比其它国企更好的治理结构和经营机制，但有时也会存有国企一些通病如好大喜功，容易将自己抬到以报国为己任的高度而随意拓展其它产业。另外，老麦的能力比其他人强太多，公司的成败太容易系于老麦一人身上。

2、中集的业务：2015 的年报已将业务分为集装箱、车辆、能化、海工、空港、物流服务、金融、重卡、房地产 9 个板块，大部分为周期性业务，如果能一一弄懂这些业务，还用买中集吗？买业内业务单一的公司如胜狮货柜的弹性不是更大吗？如果不能一一弄懂，还敢买中集吗？你无法对其进行哪怕是最粗略的估值，一有风吹草动，跑还是留。中集现在的业务不仅已远远超出一个普通投资者所能研究分析的能力范围，我估计连机构投资者也会感到头痛，不信可以问问每年也都参加股东会的博时基金那位仁兄。集装箱业务相对还好理解，因为集装箱这种运输方式在未来相当长时间内不会改变，且全球竞争格局已定，中集也不需要再大量投入，未来行业景气时还是可以赚大钱，不过今年上半年的亏损还是出人意料。中集 2003 年后进入的另外四大制造业务车辆、能化、海工和重卡中，车辆的业绩直到这三年才有些起色，海工和重卡还在盈亏边缘挣扎，只有能化并购安瑞科比较成功，偏偏现在遇到油价暴跌。金融服务一直发展得不错，中集在集团化金融管控和融资租赁业务确实干的不错，这是蛇口基因和多年国际化经营视野给中集带来的红利。至于房地产业务，中集在全国沿海地区所拥有的土地现在反而成为中集最有价值的资产。总体评价，中集在 2003 年后大举扩张的各个行业可以说成败各半，如果穿越到 10 年前的 2006 年，谁能估计的到今天中集各项业务的发展态势就是如此呢，首先老麦自己就估计错误或者至少是乐观过头，否则他就不会一会 2012 年 1000 亿，一会又 2017 年 1500 亿。普通投资者则更加无能为力看懂未来，不相信老麦的不会长期投资中集，也就不会去参加股东会，相信老麦的投了中集去参加股东会一定更加看好中集。成功的价值投资往往是成功后的事后总结，我现在相信万科刘元生命格一定很好。意淫一下，如果中集在 2004-2005 年集装箱赚大钱后不进入其它制造业而大举进入房地产，那可都是海景房啊，没准还能看到三五只白天鹅，我不就是中集刘元生吗？那样，我与中集集团的故事就得改写，我将会结合巴菲特、彼得林奇等大师的思想大谈价值投资，并语重心长地告诫大家一定要坚持价值投资。

3、中集 H 的估值：从 2013 年底我就摒弃对中集内在价值的计算了，因为对这类周期性股的计算不外乎将过去 N 年的平均净利润作为预测未来净利润和自由现金流的起点，这种方法对中集有两个不能避谈的缺陷，一是海工和重卡等业务只有骨感的历史，无法估计丰满的未来，二是中国加入世贸后的外贸增长威水史未来不可重演。作为现实的投资人，在 2014 港股众多佳丽中，我们只要能肉眼辨别中集 H 是环肥还是燕瘦就可以了。在港股中既有周期性工业业务又有大量工业用地的股票不少，00148 建滔化工 2014 年 PB 范围为 0.3-0.55、01938 珠江钢管为 0.5-0.8、02320 合丰集团为 0.2-0.5，同业的盛狮货柜为 0.65-0.99，而中集 H 的 PB 范围为 1.6-2.4，也许中集的管理水平比别人高很多，但大家都处苦逼的周期性工业行业，都是不大不小的地主，都有一个迷茫的未来，凭什么你的 PB 是别人的 3-5 倍，2014 年的中集 H 用肉眼就可以看出虚胖了。

2014 年 12 月，集团创办人，董事长兼总经理 Z 先生做出了一个令人诧异的决定！

2014 年 12 月，集团创办人，董事长兼总经理 Z 先生告诉我他要辞职创业了，因为集团主要

是他在 15 年前创办的，做到这么大自己也没啥股份，看到 IT 界的人神话一个接一个，是时候离开为自己打拼了。他很希望我能接他的班，我知道没那么容易，因为如果 Z 先生一走，主业就会有干部千方百计活动过来接 Z 先生的班，这些人拥有的政治资源可比我强多了，Z 先生听到我的顾虑后，觉得只有通过竞选方式才最有利于我，经他与主业大哥沟通后，领导也同意采用竞选的方式来选拔董事长，这也在意料之中，因为活动的人太多，主业大领导也不好摆平，竞岗对领导来说是一种进可攻退可守的稳妥方式。

经过 2 个月的沟通协调，董事长竞选工作终于在 2015 年 2 月初举行，主业有 2 名高级干部成为我的竞争对手，竞选打分有三项，包括过往履历（30%）、国际知名 HR 公司对我们的考试测评（30%）、对 11 名评委的现场演讲（40%），竞选的过程还是比较精彩，由于多年的投资和职场经验，我对公司的价值理解是其他竞争者无法企及的，这一点让我在现场演讲中占了绝对优势，当然，我也不会天真的认为该 HR 公司和某些评委会公平公正，好在我自幼熟读兵书，我还是想尽办法让这些不公平因素降到最低，光沙盘模拟 11 名评委就叫了 11 个兄弟进行了 2 次，经过艰辛的搏杀之后，我终于获得最高分数而排名第一。但第二名的干部 Y 先生并没灰心，继续往更高层级活动，弄得主业大领导左右为难，一边是民意，一边是政治，也找人暗示我退出但我丝毫不让，我已经豁出去，大不了我不干辞职回家专职做投资，主业大领导还算有良心，就以体制改革为由暂时搁置此事，Z 先生也只好在做好创业前期工作同时继续兼任董事长，我也乐得轻松，这时候，中国 A 股史上最疯狂的杠杆牛市到来了。

上证指数的牛市其实在 2014 年 11 月就得到确认，深圳综指的牛市由于创业板的原因则在更早之前半年就得到确认，进入 2015 年之后，市场由传统牛市迅速过度到疯狂的杆杠牛市，仿佛在一夜之间，大家都懂得了融资并后悔以前怎么那么傻不懂得应用杠杆，大有给我一个支点，就能撬动地球的英雄豪情，感觉上全中国就我一个没去融资，市场越来越热，到处都在谈论炒股和配资，上证指数在短短半年内涨幅超过 100%，与 2007 年大同的是，大家都没心思工作学习了，与 2007 年小异的是，这回在中小学生们里出现了不少股神童。

港股也在 3 月份被 A 股带入牛市，4 月份复活节后开盘居然出现了奇怪的一幕，那天小票涨 20% 以下都不好意思说涨。中集 H 在 1、2 月份还在跌跌不休，与 2007 年不同的是，中集占我的资产比例已经很低，别人涨它跌已不会让我痛苦了，3 月份过后中集 H 扭转跌势疯狂跟上，我开始不慌不忙的减仓，到 8 月份第二波股灾来临之前我又减掉了 30% 长线仓位，最高一笔减在 4 月 14 日的 24.13 元，这样连同 13-14 年我一共已卖出 90% 的长线仓位。除了中集，其它股票我也在减仓，总股票仓位由 4 月份最高的 87% 减到 7 月的 60%。促使我减仓的原因就是那段时间当我每天晚饭后出去散步时，除了小孩，我找不到不谈论股票的一群人！

上证指数终于在 6 月 12 日见到顶部 5178，而深圳综指数则在同天创出历史新高 3156，两个指数的差异蕴含了丰富的政治内涵和经济内涵。6 月中旬到 8 月下旬，股市展开了 2 波历史罕见的凌厉下跌，全国人民第一次对“去杠杆”和“流动性”这两个词有了深刻的理解和熟练的应用，据说遍野横尸中有许多中产阶级，但我感觉周围的中产似乎也没几个缺胳膊少腿的，倒是股友 G 先生在那时主动驾鹤西归了，他最看好中集，但他永远都等不到中集前海地块开发的那一天了，惜哉，G 先生！

这次股灾，我由于采取了低风险组合投资策略，回撤没那么惨重，2015 年的年收益率由 6 月中的最高 50% 回撤到 8 月底最低的 19%，或者说我没有多少可以回撤的资格因为我在牛市里本来就比较怂。

2015 年 12 月，主业大领导觉得我们集团董事长竞选的结果不能再拖了，最终做出了一个稍微平衡的决定，得分第二名的 Y 先生任董事长，我任副董事长兼总经理，待遇一样，我的经营权还大一些，为了增设副董事长这一职位还专门修改了公司章程，都到这个份上了，我也得知趣接受，12 月 22 日，董事会通过了对我和 Y 先生的任命决议。

时间之轮终于来到 2016 年，股市开年继续大幅下挫，1 月 31 日，深圳蛇口之父、中集的创始人袁庚老先生仙逝了，袁老先生是广东和深圳的骄傲，每次看到袁老的名字，我总会想起 90 年代初的深圳，那时感觉每个人都在尽自己最大努力赚钱，我喜欢那个充满铜臭味的社会，所有人活着的目的都很简单和明确。

春节过后上班第一天，Y 先生突然向董事会打报告请辞刚当上 2 个月的董事长一职，因为按规定过到辅业任职的人须在一定时间内辞去主业的公职，经过 2 个月的工作，Y 先生可能觉得他不太适合这份工作，还要丢掉主业的好位置，有点得不偿失。

2016 年 3 月 16 日，我终于修成正果，被董事会推举为集团董事长，并成为系统内第一个通过竞岗而选出的董事长。23 年的职场岁月刚好是我年龄的一半，同时我在投资的路上也跌跌撞撞走了 23 年，是时候停下脚步想一想我过去工作和投资这两者的关系，如果说我在职场还算出彩的话，那么很多时候是投资帮了工作的忙，因为我有股票，所以工作不是我的全部，与竞争对手相比，我更加敢于放手去搏，因为我输得起，输得起的人才会赢。如果说在投资上我还算顺利的话，那是工作帮了投资的忙，因为工作的收入让我在面对股市波动尤其是下跌时能保持淡定，不会轻易在底部因为恐惧而盲目割肉。职场和投资，相得益彰，它们就是我人生的另一个资产组合！

但现在，我已经站在职场之巅，已经完成了我的工作使命，如果我还能拼搏到 70 岁的话，那么下一个 23 年我该干些什么，谁能告诉我，我该如何书写我的未来？

2016 年 3 月 4 日，我在 12.74 元抛出了最后一笔中集，从 1999 年开始买入中集并持续加仓到 2007 年我的成本约为 2.2 元，而我卖出的均价约为 16.7 元，10 多年获得了 6.6 倍收益，年均复合收益率约为 17%。客观来说，中集还是一家优秀的企业，虽然我坐了 3 次过山车，但最终我还是能以一个相对满意的价格卖出中集，中集让我明白了很多投资和做人的道理，这段投资历程是我生命中非常宝贵的一笔财富，我永远都不会忘记，我不应该和中集道别，因此，我留下 2 万股中集作为留念，我要一直等下去，看看公司的市值到底什么时候能够到达 1000 亿-----

2026 年 4 月 1 日，中集集团年度股东大会在前海中集大厦举行，这一天，中集的股价历史性地冲上了 100 元大关，总裁麦伯良先生在股东会上欣然宣布他将在主持完会议后光荣退休，并宣布中集将会沿着既定的战略路线继续快速前进，预计到 2032 年公司建厂 50 周年时实现营业收入 10000 亿，市值突破 10000 亿！

我再一次拿出了计算器-----



《一呎围栏——刻骨铭心的中集投资故事》读书笔记

作者：A 股黑科技

链接：<https://xueqiu.com/7215631864/99290745>

这是一个真实的故事，故事本身跌宕起伏，作者写得也很引人入胜，非常精彩，这是投资书籍中难得一见的好东西。

作者 10 几年来集中投资中集 B，为此投入了巨大的感情和精力，持有的过程中坐了 4 次过山车，股价巨大的波动引起了心理的大起大落，时而兴奋不已，时而垂头丧气，每次高点都没有出货，最终卖出的时候也是在第 4 次大幅回落之后，想想曾经的超额收益，唏嘘不已，显然并不算成功的投资，但是也不算失败，毕竟年化收益有 17% 多。

惊心动魄的投资经历，引起了作者强烈的反思，导致了作者投资风格的巨大改变，从以前的集中投资，到现在的低估分散不深研的风格，投资更加的轻松稳健，收益也很不错。由于作者的努力，事业上获得大丰收，成为了国有集团的董事长。成为了我们普通人的榜样。

作者敢于写出自己的真实的故事，客观的记录自己的成功与失败，勇气可嘉，同时对他人具有巨大的警示和激励作用，意义非凡。这是一本值得多次阅读的电子书，特别是在股市极端高估和极端低估的非正常时刻，对我们摆正心态，非常有效。经典经典！

摘录：

在投资的大方向判断上，常识比知识重要，简单的判断原则往往更加有效，只不过是因为它太简单了，你不敢相信它的有效性。

关于大盘指数和个股股价大方向的一些常识判断举例：

1. 股市是经济的晴雨表，通过研究经济走向来预测股市是本末倒置和徒劳无功的。
2. 一个指数的 PE 或 PB 如果处在其历史最低（或最高）10% 概率范围内，就可以大胆无脑地买入（或卖出）。
3. 可转债跌破 100 元时股市离见底不远。
4. 高管大量增持自己股票和大量回购股票的公司都值得跟买，哪怕其基本面现在看起来很烂。
5. 历史上被恶炒过的股票最好别碰，无论其描绘的未来多么美好。
6. 发行可转债的公司一定会想方设法让你转股。
7. 过往隔离的 2 个市场一经连通，其估值差一定会越来越小，如对内开放后的 AB 股市场及未来的 A 股港股市场。
8. 人人皆知且股价一直在涨的优秀公司没有任何研究价值，市场上有太多太多 IQ 在 150 以上的人在研究，还有啥好肉等你去吃。
9. 高分红的公司不仅能给股民带来实在的回报，更重要的是他们能用心去用好剩下的资金，而且不会造假。长期不分红的公司前景再好我也没太多兴趣，毕竟像伯克希尔这样的公司全球没多少个。
10. 大部分国家大比例控股且管理层没股份的公司别奢望管理层会用心经营好公司，这种公司没在跌到你都觉得不好意思时没任何研究价值。

投资最令人激动就是找到“戴维斯三击”的股票，个股业绩增长、个股估值提高、市场总体估值回归就是“戴维斯三击”。

如果你错过了 2011—2013 年以长安汽车、长城汽车为代表的汽车股大行情，别着急，用心寻找，你至少应该还有 2 次机会：一是在 2015 年下半年买入广汽集团 H 股（02238），二是在 2016 年初买入吉利汽（00175）。如果都错过了怎么办？要是你不嫌弃，2016 年底东风集团（00489）还趴在地上等着你呢。

如果你错过了 2013 年东电 B（900949）转 A 制度套利，不要紧，仔细寻找。后面 2015 年还有 5 倍的新城 B（900950）转 A 套利。如果再错过，不贪心的话，买入新城 B 的母公司新城发展控股（01030）也能赚 3 倍。

如果你错过了腾讯控股，那么在港股中的小盘高科技股中继续寻找吧，在深港通春风的沐浴下，相信你还可以找到新的 Tenbagger。

上帝是公平的，投资品在某一时段的亮丽表现预示着下一阶段的平庸落寞，这是均值回归原理，不管你信不信，反正我是信了。

“股神”只会选择性地说出他们的部分故事，完整的故事背后还有可信的“股神”吗？其实这世界本来没有多少天生的股神，熊市的亏吃多了，也就能慢慢熬出个把股神来了。

我们所听到的股市神话往往是“盛名之下，其实难副”，与其相信别人的投资神话，不如好好审视自己的历史投资清单，找出亏钱的股票和经历，分析原因，吸取教训。如果从此每年能从股市里获得 15%—20% 的收益率，你就是自己的股神！

投资者对股票的看法往往和经营者的角度不同，两者之间的差异意味着机会或陷阱，企业家乐观的言论不应成为投资的主要指南。

企业家大部分都是天生的乐观主义者，否则他们就成不了企业家，为了激励下属勇往直前成就事业。

既不要被企业家的乐观所鼓动，也不要被内部员工的悲观所阻拦，投资者应该独立分析。如果没能力深入分析，最好不要相信企业家描绘的几千亿市值蓝图，毕竟不亏损才是投资的第一要务。

增长率陷阱指的是新兴的产业和公司不仅不能为投资者提供丰厚的汇报，而且它们带来的投资收益往往还不如那些几十年前就已经建立的老企业。

2011 年我所看的《投资大围猎》一书所提及的幸存者偏差、均值回归、长线投资真相、资产配置等观点深深地触动了我的痛点！十多年了，我终于认识到中巴式的价值投资不适合我，时

间的玫瑰在我这里永远不会盛开！我勇敢地承认我没啥能力研究“能力圈”，哪怕是中集所处的集装箱、车辆、海工等行业我其实都没有大家想象的那么了解，分散的资产配置投资模式才是我努力的方向，是我能轻松跨过的“一呎围栏”。

大部分投资者的“能力圈”其实很小，你所在的行业不一定是你的“能力圈”，认真选股有时还不如“猩猩扔飞镖”。因此，对大部分投资者来说，购买指数基金就是他的最佳选择。

经过长时间的观察和思考，我发现大部分价值投资者其实没啥“能力圈”，至少我承认自己几乎没有，人的社会角色可能是职员、高管、投资者、消费者、供货商、公务员、父亲、母亲……每个人所看到的和所感知的范围可能比6个摸象的瞎子还小——摸象的瞎子至少还能摸到一只耳朵或一条尾巴，我们可能只能摸到几根象毛！

我接着发现大部分伟大的投资者和高手其实都深刻理解了股票市场的市场心理和很好地把握了市场时机。他们所赚的钱其实有很大程度上来自于对时机的把握，并非完全来自选股。只不过有许多高手为了向巴菲特看齐，宁愿承认是自己宽广的能力圈和对公司价值深入挖掘的原因赚的钱，而不屑于所谓的选时。更甚者还有人写出了《时间的玫瑰》这样的书！

如果你是一个理智的、悲观的、偏爱分红的、偏好分散、没有或不屑任何内幕的、喜欢格莱姆胜过费舍的个人投资者，请你尽快投身港股市场，这里才是你大显身手的舞台。

港股老千横行，为了划清老千界限，港股素有通过现金高分红自证清白的惯例，一边是高分红、一边是低股价，分红再投资是许多个人投资者的最佳选择。

至于老千股地雷，通过分散投资可以很好解决这个问题。

厚积薄发的含义——做任何事都需要积累，不仅需要知识积累，更需要时间的磨炼。许多难事只要时间足够长和阅历足够多，自然就能水到渠成地得到圆满解决，请相信和尊重时间的威力！四十几岁的男人身体开始走下坡路，但思维绝对还在上升甚至加速上升。

来。事实上，成功的价值投资往往是成功者的事后总结，而成功者到底靠的是运气还是战略眼光，谁能说得清楚？设想一下，如果中集在2004—2005年集装箱赚大钱后不进入其他制造业而大举进入房地产，那可都是值钱的飞着白天鹅的海景房啊！比起万科的城郊地块不知值钱多少倍，长期持有的我不就是中集的刘元生了吗？那样，我与中集集团的故事就得改写，我会成为一个具有非凡战略目光的投资者为股民所景仰，我还会结合巴菲特、彼得·林奇等大师的思想大谈价值投资理念，并语重心长地告诫大家价值投资贵在坚持……可惜这一切都是假设！

与专业化公司相比，股票市场通常会给予多元化公司较低的估值，永远不要期望市场会用各项子业务的估值之和来给多元化公司估值。

从永续经营角度，市场担心多元化公司习惯了对外投资，其资本支出永远在路上，自由现金流并不能令人满意，且总有一次会失手；

精彩的股票故事不一定有精彩的收益率，平淡的投资历程可能会有更加满意的结果。

19.2. 股市投资 20 年

一个草根股民的自述

我是1988年参加高考的，由于一向成绩很好，所以平时的学习是很放松的，记得高三了还每天下午下课后打篮球至晚自习，别人在苦读，我在球场奔跑。也正是这种过度放松，当年高考相当失败，失利导致心情很差，估分也很低，估计只够考入一般本科。当时广东是改革开发试验田，听说工资高，物价也高，但“改革开放”吸引了我，最终我在重点本科第一栏选择了广东的一所工科高校，专业嘛也纠结了好长时间，最后选择的是机械设计与制造专业，后来成绩出来了，比自己估计的要好得多，第一志愿就被录取了。这可能是我一生中最重要的“投资”抉择。

记得在1989年风波事件前后，有一天班主任向全班同学收身份证，据说是去深圳买股票（后来知道班主任也是受人委托，不是他自己炒股票），这应该是我第一次间接接触股票了。我记得当时为此专门去书店买一本关于证券行业的书，大概看了一遍，基本对证券市场有了初步的了解。

最后，我得出一个结论：证券行业，是唯一一个不需要社会关系，不在乎学历，不看家庭背景也可能成功的公正行业（现在看来也完全对）。从此，我开始留意与证券市场有关的信息。当时，资讯落后，只能从学校的报刊杂志上看到股票市场的那些事。

1992年，毕业以后分配到顺德的一个国营印刷厂，从事机械维修的工作，这家工厂属于万家乐集团。当时，顺德作为股份制改造实验地，许多当地的大集团都在发行内部职工股，万家乐集团也进行股份制改造，向全体集团公司内部职工发行职工股认购权证，当时我获得了1万股的认购权证。刚刚毕业，月工资才几百元，还在积攒资金，还助学贷款，所以无力认购股份。当时我也知道，如果有本钱，应该认购股份，将来上市后起码要好几倍的收益。所以，当时也出现了认购权证的黑市交易市场。在观望一段时间以后，我还是最终无奈地选择了出售认购权证，获得了3400元，在当时，这可是差不多一年的积蓄。这也是我第一次参与了与证券市场有关的交易活动。

虽然身居偏僻的小镇，但是一直没有停止关心关于证券市场的动向，特别是关心什么时候当地也开设证券交易网点。终于在1994年7月，原广东证券，在当地开设了网点，我在7月20日前后开设了证券账户，当时投入的资金是我的全部积蓄，也是我的首笔投资资金，2000元。当时上证指数是380点附近，在做了简单的分析以后买了一个深圳的本地股，虽然工作地点和网点很近，但由于工作关系，一般只有中午时有点休息时间去交易所看行情。买入后，基本就单边下行，到7月30日上证指数跌到了325点。8月1日，三大救市政策出台，指数暴涨，没有几天就达到800多点，九月底，到达1000点附近。10月1日，取消T+0并实行涨跌幅限制，股指再次暴跌。由于没有任何经验，这次的大起大落，我的市值损失了一些。当时的T+0交易确实刺激，中午看得都不想去上班。

从那以后，股票成了我精神生活中最重要的内容，除了工作（后来转入家电行业，从事设计开发工作），业余大部分时间都用在与证券有关信息收集整理上。一度，我可以记住所有上市公司的总股本，流通股本，每股收益等有关信息（当时只有200左右个上市公司）。后来，陆续把自己的储蓄转入证券账户，也没有停止交易过，期间经历了96年的519行情，2000年的网络科技股行情，由于经验不足，总体市值和自己的投入资金没有太大区别。

那时关于证券行业的书籍不多，很难买到来自华尔街的高水平书籍。虽然自己非常努力，但自身的投资水平却没有显著的提高。好在工作投资两不误，在痴迷证券市场的同时，我也努力工作，职位和收入稳步提升。

2001-2002年，招商银行和贵州茅台相继上市，网络科技泡沫破裂，上证指数从2245点开始大幅回落。贵州茅台上市前，我阅读了它的招股说明书，知道贵州茅台是个特别的投资品种，核心的逻辑就是：买者不喝，喝者不买。当时还没有看到和巴菲特有关的书籍，也不知道什么叫竞争优势，护城河，奢侈品，价值投资，可以说很傻很天真。所以，我在贵州茅台上市当日开盘后以33.8买入了1000股（占了当时不少资金），记得当时的点数是1950点。在招行上市后，也买了一些，由于买价太高，就一直被套住，但招行总体跌幅不算大。期间又买了一些五粮液（15附近买入的），在茅台跌到22附近时，把五粮液全部换成了茅台。2001-2005年的熊市中，我基本上无所作为，只在2004年9月后，茅台复权上涨到40多元。当时招商银行还在七八元之间波动。就卖出了贵州茅台，买入招商银行和民生银行。就这样，一直持有到股改。

2006年至2007点的牛市，我的投资从满仓招商银行和民生银行开始，后来股改前后卖出了民生银行，只保留了招商银行。因为我当时发现封闭式基金的折价率是很高的，封闭式基金的当时主要持仓也是银行股。经过分析基金持股明细和过往业绩，最终我选择了华夏基金旗下的基金兴华和博时基金公司旗下的基金裕阳。当时封闭式基金的净值本身就比较低，加上20-30%的折价率，很多基金的交易价都在0.6-0.8附近徘徊，所以我认定封闭式基金是当时最适合我的品种。

和其他人的交易策略相比，我既没有中国巴菲特的眼光也没有巴菲特的坚定持股心态，也不同于普通的散户，整天选股，追涨杀跌。由于工作压力比较大（1996年开始在外企工作，后来担任高级职务），也没有时间精选个股，所以我比较保守，只在封闭式基金上下功夫，每周末分析基金净值变化是我的主要工作，再根据基金的净值历史变化和折价率，选择自己认为最快的马。所以，我对封闭式基金的投资不是巴菲特的持有不动，而是经常变换，有时还根据市场的

走势，做些高卖低买的工作，但总体上是满仓封闭式基金。当时工资水平还不错，房贷也还得差不多，剩余的工资基本都去买封闭式基金，所以市值增长得很快，记得第一次去招行申请金葵花卡，存款加股票市值才46万，不够50万的资格线，但竟然被审批通过，弄了个金葵花卡。不过很快，我的资产总值再也没有低于50万，真佩服当时招行审批部门的眼光，没有遗漏潜在的客户。一直到现在，我都是招行的忠实客户，除了招行服务好，也有情感的因素。

2005年-2007年，封闭式基金主要持有蓝筹成分股，所以其净值的变化和指数涨幅是相当的，而交易价由于折价率的变化，实际的涨幅是大于大盘的，还不包括个别基金净值跑赢大盘的因素，所以我的资产市值在某段时间扶摇直上。在行情的初始阶段，由于绝对价低，加上指数也低，涨幅也慢，我是以持有为主，到了后来，根据各家基金公司的持股和仓位，我会做些换基金的工作，但也是以持有为主。到指数突破3000点，在指数涨幅不大的情况下，垃圾股开始出现暴涨行情，我也曾经受到诱惑，思想上有些动摇，但最后还是保守思想占了上风，没有介入垃圾股的炒作，当然就失去获取几倍的暴利的机会。2007年4月30日的半夜鸡叫，行情急转直下，令人欣慰的是，当天的操作非常成功，我在持有的基金（兴华）红盘的一刹那全部卖出，然后在跌停板附近买回了大部分。由于大盘绩优股没有持续大跌，反而不断创新高，所以基金净值还是向上增长，在观察大盘走稳后，继续在封闭式基金上操作。和前期主要满仓持有不同，我开始更加谨慎，时常根据自己的判断，做些高抛低买的工作，市值进入稳定增长阶段。

2007年国庆前后，上证指数已在5500点附近，感觉市场风险很大，就果断在38元附近清仓招商银行，同时仍在封闭式基金上操作，但操作频率明显加大。由于当时基金对后市也显分歧，这可以从持仓比例和净值变化可以推测出来，而我就根据这些选择自己认为稳健的品种，试图把握市场震荡时的机会。

2007年底，市场其实已经走弱，其中当时关注了一下明星股云南铜业，从100元跌到了70元附近，又查看了一下其过去几年的K线图，感觉周期股太可怕了，以往都是从哪里来到哪里去。记得当时和身边的同事讲：现在80%的股票其价格都将跌去80%，其中周期股千万别碰。由于当时许多没有在主升段赚钱的人还在逢低买入这些金属股，期望继续暴涨，所以他们认为我的观点是骇人听闻，没有人相信。我当时说这句话，一是当时的市场整体估值很高，二是以历史为鉴，知道这个市场不可能维持太久，但也不知道什么时候开始下跌，也就是说，这件事一定会发生，但不知道何时发生。现在想起来，我当时的话虽然狠了点，但预测非常准确，这是我自认为到目前为止非常自豪的一件事。

本着安全稳健的原则，2008年初，我开始完全改变操作策略，以低仓位搏个股和基金反弹，即在个股快速下跌过程中，逢低不断买入，然后在反弹时，稍有盈利就全部抛出。在有新股上市抽签时，就全仓打新股，中过中石油，神华，获利丰厚。这种操作策略使我的市值在指数不断下跌过程中还保持小幅度的增长，直到4月底，跌穿3000点后大反弹后，我的市值达到当时的顶峰，和6000点相比，增长了接近30%。后来市场一路下行，我仍然采取抄底反弹的策略，但由于单边下跌和选股失误，损失了小部分市值，但整体盈利还是不错的。在市场跌穿2245后，自认为此处有较大级别的反弹，于是满仓等待反弹，而市场实际上不给任何机会，直接跌穿2000点，后来9.17反弹后，继续大幅下挫，至1664点，我不但损失了最高30%的盈利，而且比年初亏损20%。年末，市场向上反弹，我的市值才恢复到年初的水平之上，但只有不到10%的盈利。

回顾2008年，虽然我的整体市值没有受到损失，但是市值从高点的回撤幅度太大，说明自己在某些方面有着显著的弱点，那就是完全不重视技术分析，也不懂最基本的技术分析。至于选股，自己似乎有些巴菲特的天分，但却没有真正阅读过价值投资的任何书籍，没有系统的选股策略和方法。更不用说看名人博客和向学习高手，我当时甚至还不知道博客这东西，没看过别人的博客，也不知道当时有许多像林园那样的价值投资者和李彪那么厉害的技术高手。如果说2006-2007年也赚了大钱，那可以说运气占了主要成分，加上保守稳健的性格使然。

2008年初，和家里人商量后，决定从外资公司辞职（当时任部门高级经理，直接向总经理汇报工作的，薪酬相当高），呆在家里专业炒股。呆在家，既可以照顾家庭，也可以把全部精力投入到股票投资事业中。这样也有时间看盘和短线操作，这也在无意中让我的市值减少损失。同时，我也有大量时间思考自己和学习股票投资有关的知识。在这方面，要感谢一位香港小伙子，

是他让我开始看名人博客和学习技术分析，后来陆续看了不少华尔街高手出版的价值投资和技术分析的书籍，其中对我帮助最大的是《如何选择成长股》，《专业投机原理》，《股票趋势分析》，《股市真规则》。从那以后，我开始对股票投资的技术分析和基本面分析有了初步的了解和学习。

2009年，股票市场整体大幅反弹，由于我比较谨慎，没有抓住煤炭有色等主流品种，市值只获得了市场的平均水平，上半年买的是上海家化和双汇发展，下半年买的是博瑞传播，期间也买过一些超跌股做反弹。年底，开始集中资金打创业板新股，收获不小。这样，整年市值大概增长了约100%，虽然不突出，但已经很满意了。

2010年，开始注重自己独立分析，主要在上海家化上操作，也一度非常看好电广传媒（主要看中的是旗下达晨创投），并有所斩获。其中也开始使用学到的知识，寻找题材股做些短线，但基本以亏损收场，所以整年收益甚微，只有不到10%的收益。

2011年，开始在兴蓉投资上下大赌注，当时其估值相对于一般个股要低很多，且有资产注入，就想通过做差价，期望不断降低持有成本，并获取价值回归之利。但实际上，自来水是属于公用事业，政府控制定价，不是真正的成长股，后来明白了，马上出局，整体获利还可以，后来电力板块热潮，也积极参与。本来以为自己技术不错了，就拿了10%的资金参与个股炒作，前后共10次，其中前九次非常不错，每次都获利5-10%。正所谓被胜利冲昏了头脑，最后一次载在建投能源上，当时刚好大盘处于主跌段，其也不断连续下跌，我开始投入不多，但后来逐步加仓，直至接近满仓，最后在绝望中大亏（-20%）出局，这是单纯投机的必然结局。这是我股票投资以来最大的一笔亏损，让我刻骨铭心。下半年，痛定思痛，还是选择自己擅长的食品饮料股，主要是青岛啤酒，伊利股份和洽洽食品，整体收获不错。但由于在电力股上的巨大亏损，2011年整体几乎没有任何收益，平盘收场。

进入2012年，我仍然以青岛啤酒（上半年），伊利股份（目前）和洽洽食品（年初），涪陵榨菜（目前）为中心，通过控制仓位和差价交易，获取小利，其中以伊利的操作最为成功，期间虽然有贡超标事件，至目前仍获得了相当不错的收益。当然，随着自己经验的积累，有时候也会手痒，总认为可以在投机中战胜别人，但大部分时候都是偷鸡不成蚀把米，但由于控制得当，没有再出现什么大乱子。成长股方面，跟踪比较久的是爱尔眼科，从封刀门事件开始后就小仓位介入，一直抄到年底的底部，但不能坚守的个性让我在底部上涨50%后就出局了，理由是估值太高。当时也关注和操作了乐视网和东方财富，当时为了跟踪股票，经常去ALEX上查询其网站排名。这三只都是后来的超级牛股，但我基本没有享受过什么收益。整体2012年，获得了20%左右的收益，都是辛苦一点点赚来的。

2012年末，白酒塑化剂事件导致白酒板块大幅度下挫，我认为潜在难逢的机会来了，开始重仓介入白酒股。当时白酒板块的静态PE很低，我认为塑化剂事件是个短期事件，不会对白酒行业有持久的影响，所以重仓介入了泸州老窖。后来政府换届，八项规定出台，白酒板块且战且退，板块进入了不亚于2008年的熊市。当时我低估了八项规定对白酒行业的巨大打击，一根筋重仓白酒股，还动用融资来做T，不断降低持有成本，至2013年末，账面总体还获得了约10%的利润。

白酒板块的熊市持续到2014年一季度才找到底部，但我已经被折磨得够呛，由于在下跌的最后阶段使用了杠杆，最后不堪压力，在股价底部去杠杆，光泸州老窖就让市值损失了接近20%。至下半年开始，金融股逐渐走强，开始在券商股，后来在银行股上投机，抓住了金融股的主升段并适当使用了杠杆，至年底，不但弥补了在白酒上的投资损失，全年总体获得了约60%的收益。这在雪球里基本都有直播，思路和操作都有记录，本年度最好的操作就是踏准了银行股启动的节奏，重仓获取了较高的收益。

2015年一季度仍然在银行股上操作，有一定的收获，并分仓到万华化学和电力股中，主要采取阵地战，通过仓位控制和盘中差价来不断降低成本，获取绝对收益。至5-6月，已感觉市场接近疯狂的顶点，开始控制仓位并只在低PE品种上操作，成功了渡过了本年度股灾。股灾后，主要仍在电力股和白酒股中投机，但仓位被严格控制，在接下来的第二轮股灾中虽有损失但基本没有真正伤及。只10月中旬，市场已经确认反转，我开始调整空头思维，开始更积极的操作，至目前年度收益率在100%附近。

目前，我的总体策略是稳健防守，市场已经反弹了相当的幅度，很多小票的泡沫已经非常严重，但市场的流动性很好，热点多，估计泡沫还会继续下去。

回顾过去的 20 年股票投资生涯，其中前 10 年可以说与普通散户无异，碌碌无为，中间 5 年运气加性格让自己财产快速膨胀，而最重要的是最近 5 年熊市，让我有充分的时间思考，实践，和学习，并让资产更上一层楼。

最近几年的专业操盘，我逐渐形成了自己的主要操作思想，即以巴菲特价值投资的眼光选择成长股，只在自己熟悉并能够理解的领域选择品种，而以技术分析选择介入和退出时机，并辅以日内差价操作，提高收益率。但是，本人个性上还有许多确点和弱点，比如，不够坚定，喜欢吃回头草，有时控制不了情绪，不按操作计划操作等。而自己最大的优点，在于稳健的思维和独立思考的习惯，并在大的方向上非常清晰。我相信，通过不断实践的磨练，自己会更加成熟，同时也渴望加入到优秀团队中，和业内朋友切磋学习，不断提高自身水平。

作者：Jacky_He

链接：<https://xueqiu.com/9813181917/60485634>

19.3. 十七年投资总结

罗旭然

7 是幸运的数字，2017 年是自 2007 后我投资生涯最辉煌的一年。辉煌的收益来自同一个行业不同时期的两家伟大公司----万科(000002)和融创(1918.HK)。做投资前十年是做得少总结多，后七年是做得多总结少，该是时候好好总结一番。回顾十七年投资，大致分为五个阶段，01-02 年、03-07、08-12、13-16、17 至今。

一、回顾

(一) 01-02 年：出师未捷

初入股市乱打乱撞，那时流行跟庄，市面上卖的书基本都是这类型，当时我用的软件应该是市面上最强的“指南针鬼域版”，也是从庄家筹码理论出发，第一个可以自编指标的软件。01 年初是牛市末期，股票估值很高，也没法做价值投资。苦工没少下，最终战绩是从盈利 30%到亏损 60%。

(二) 03-07 年：价值投资初实践

行由不得，反求诸己。02 年底巧遇价值投资，一口气把相关经典看遍。03 年正是价值投资实践的最好时机，国内不少顶级价值投资大师都是那年开始崭露头角。“全流通改革”预期使上证从 01 年的 2245 点下挫至 03 年 1311 点，很多股票跌出价值。而且，当年相信价值投资的人少之又少，好股票被错误低估，例如：茅台、张裕、烟台万华等等。03 年，市场最灿烂的是“五朵金花”，当时我重仓的长安 B 算一个，其他，中联重科、三一重工、中集集团等股票也贡献了不少收益。

04 年是很难做的一年，五朵金花全面熄火，4 月后指数持续下跌，幸运的是我把主仓调配到一家做原料药的公司----华海药业。不仅躲避了指数下跌，还有 50%以上收益。04 年下半年万科发布 1000 亿规划（04-13 年实现千亿规模），换仓买入万科。逻辑是：1.商品房市场会迅速增长（04 年 1 万亿，16 年 11.7 万亿）；2.龙头公司市占率不到 1%（当年美国、日本约 5%）；3.房价上涨趋势明确（东直门二手交易均价，04 年 7286 元，16 年 104868 元）。

当时万科的静态估值并不便宜，约 130 亿市值，2004 年报表利润 8.78 亿，接近 15 倍市盈率。但 05 年万科股改送了每 10 股送 8 股权证，我在接近 0.8 卖了，再买回万科正股等于送了 2 股多的正股，大约等于 100 亿左右买入万科，还不算贵。万科 04-07 年，利润分别为：8.78，13.6，22.9，48.4。

2006 年 7 月万科市值近 1400 亿（时隔太久，数字存在偏差），作为价投的我实在觉得太贵，相当于 06 年 60 倍 PE。于是把主仓从万科调配到南航，逻辑是：1.人民币一年 5%以上的确定升值幅度，至少能产生 25 亿以上的财务收益；2.人均航行公里数相当于美国十分一不到，增长潜

力极大。牛市魅力在于将用三个月实现三年的价值，07年7月到9月南航从9上涨到30。

05-07年参与过的标的还有：茅台、苏宁、深发展、招商地产、华侨城、中兴通信、华胜天成等等。至于茅台，我在不到100亿市值买的，股改连板后卖了，可惜当年太年轻不懂酒文化看不透茅台的价值。苏宁逻辑是家电销售从百货向家电连锁卖场集中，模糊对标BUSTBUY，BUSTBUY十年100倍，当年买苏宁时市值只有50-60亿。

03-07年收益近70倍，个人财富刚触碰9位数字。

（三）08-12年：查漏补缺

07年11月沪深两市平均市盈率高达70倍，标普500历年平均市盈率约18-20倍。虽然认识到市场处于严重泡沫水平，但觉得再过几年手中个股通过几年增长能降到合理水平。而且一直没有空仓经验，08年熊市是全仓中枪。香港账号用了不到一年时间赚了近十倍，但因为有杠杆，08年10月底保证金只剩下最高位的十五分一不到。

经过08年的惨烈，认识到自身投资能力不足和投资体系不完善。总结起来，首先是自上而下能力不足，其次是没有结合技术分析与市场氛围把握。09-12年是投资体系探索与完善的四年，看了很多门派的书：道氏、江恩、波浪、宏观经济类等等。03-07年是闭门造车、坚守纯价值原则，下单大部分是通过电话委托完成，免得被盘面干扰。而这几年是乐于接触和请教不同风格的投资人（散户、价值投资牛人、游资、基金经理）。渐渐开始对市场“资金流”有了认识，明白不同风格的投资者是怎么去思考的，市场合力是怎么形成的。尽管这几年收益平平，但收获是满满的，是做加法的几年。可惜是错过了09和12年能力圈内的地产股行情。

（四）13-16年：百花齐放

开始实践前几年的积累，建立了价值+技术+市场氛围的打法。创业板牛市开始，这批公司基本都不是我的能力圈，很多逻辑都是通过请教同行去学习和理解。毕竟不是自己的东西，总有些雾里看花的感觉，所以要用技术和市场氛围去辅助。因此，我定义这几年有不少价值博弈的成分。坚持每天多屏幕看盘，四个屏幕，但通过定制面板，相当于获得十多个屏幕。通过这几年的练习感悟到操作能力和市场预判能力是练出来的，光看书不练习如同通过理论课去培养一个运动员。

直至15年保证金才仅仅超越07年的高点。15年六月创业板市盈率高达140倍，因为有08年的经验，这次逃过股灾1.0。在A股这种散户为主的市场，当市场估值泡沫、情绪进入极度疯狂时，有效跌穿20日均线，基本是无法挽救的。这波是创业板牛+杠杆牛，创业板估值严重泡沫，证监会开始清理场外配资，两大做多逻辑都已发生改变。在大牛市一般情况下，泡沫会持续一段时间，最后的疯狂几个月里的上升幅度往往大于整波牛市的1/2。07年上证从3000涨到6000用了七个月时间，15年创业板从1500到4000仅仅用了五个月时间。到最后几个月，每一次卖出都是踏空，致使大家都不去做波动，不敢看空，场外资金跑步进场，但潜在增量资金比较有限了。这期间日线不会跌破20日均线（07年5月是因为有530事件，所以宁当别论）。到最后几周，一般情况下日线分时会震荡得很厉害，因为有些聪明资金在减仓，当跌穿重要趋势线，叠加技术派出逃，趋势一旦改变将无可挽回。

A股大顶形成过程一般是：估值泡沫---利空反涨、做多逻辑改变---日分时多次震荡---跌穿趋势线

（五）2017至今：重新认识能力圈，开始做减法

2016年全国房价暴涨，很多城市房价接近翻倍，部分二三四线城市楼面地价涨了几倍。离谱一点的例如中山，雅居乐中山的地平均成本只有500-600元，17年初中山火炬镇楼面地价10000元+/平方米；中性一点的如佛山，楼面从4000-5000涨到13000以上。地价涨幅远大于房价，而开发商都是放杠杆去买地，有息负债大于净资产200%的开发商比比皆是。内房股平均涨幅只有20-30%，市场错价之离谱甚至连自己都怀疑是否忽略了某些风险点。在13-16年实战过多种套路，也尝试做过不同类型的股票，更加让我深刻认识到能力圈的所在。若然你做过的案例不够多，很难摆脱“觉得别人的草坪更绿”的人性弱点。时间越长越能认识到，真正让自己赚到大钱的都是能力圈内的低估股票。因为你什么时候便宜什么时候贵，总能做到比别人快一两步，别人恐慌时你能够贪婪是因为你看到别人看不到的价值。我曾经向一位资产过百亿的著名价值投资人请教，他说，

价值投资核心两点，好不好和便不便宜，另外就是拓展能力圈。

遇上极低估又是能力圈内的股票是五年一遇的机会。一开始我选了融创和雅居乐，融创 PS 最低，布局一二线，当市场缩量时核心城市影响较少；雅居乐每块地都有披露价格，算得最清楚。当时融创市值约 260 亿港元，雅居乐 140 亿港元，2017 年融创的销售利润约 $2595.3 \times 12.5\% = 324.4125$ 亿人民币（本部净利率约 12%，万达不算自持成本是 23%，因 2017 年万达占比较低，再考虑自持成本，按 12.5% 算）；雅居乐 $864 \times 14.5\% = 125.28$ 亿（雅居乐销售净利率 14-15%）。雅居乐 17 “销售 PE “（按销售利润算）约 1 倍，融创 0.72。在融创研究上，最感恩菊总和时总（人淡若菊、时炜程），他们是对我研究帮助最大的两个人。因为融创货值我一直没算清楚，所以一直不敢将地产仓位全配融创。当弄清货值质量后，果断将雅居乐仓位调配到融创。融创逻辑是：1.PS 最低；2.高地价时代做高端产品快周转模式最有优势；3.孙宏斌对土地市场预判能力最强。

17 年和 07 年一样实现了戴维斯双击。

二、理念和心得

（一）戴维斯双击—PE 和 EPS 双提升

A 股票市值 10 亿，净利润 1 亿，5 倍 PE 买入，未来一年增长为 50%，若一年后 10 倍 PE 卖出获利 200%。

影响 PE 提高因素很多，大市、行业和个股等。

影响大市估值走向因素太多，每个因素的权重又要怎样考虑呢？基本面、筹码、基金仓位和投资者情绪等等诸多因素。众多券商策略首席中极少能连续预测准三年的。以前程 xx 是最准的，后来任 XX 水平确实高，但后来也出错过，近几年最准是张 XX。我认识众多投资高手中，有管几百亿的、收益近万倍的，就是没有能把大市看得很准的，做得好的投资者基本没有把判断大市作为主策略。作为价投，我们要判断大市的整体估值水平是否合理，经济处于哪个周期中，判断市场有没有系统性风险，不必花太多精力去预测大市波幅。

顶级高手往往是越做越简单，把套路简单化才能腾出更多空间去思考。抛弃模型回归常识，让研究员去做模型，给自己留精力去思考经济规律和商业模式。事物道理相通，咏春拳几乎是套路最简单的中国传统武术，但其实战效果是最好之一。后来，咏春拳功底的李小龙融合各家武术后开创了截拳道，截拳道比咏春拳更简单、直接和具备实战能力，最终李小龙成为一代宗师。

行业估值影响的因素也很多，比如市场偏好。近几年，A 股每种风格都被炒过头，13-15 成长股，这两年的白马股（现在还不算炒过头）。这除了有自身驱动逻辑外，又与公募基金的特性有关，每年能迈进前十的基金大多是重仓配置当时的牛股，业绩表现好自然越多资金追逐，新募集的资金又再配置那类型的股票。还有，网络时代信息传播快，容易形成一致性预期，容易放大疯狂与恐慌，周期比以前更短。

这里不想去谈论太多市场氛围的东西，影响因素越多的事越难定性。投资不是要向难度挑战，而是寻找确定性。

（二）静态易，动态难

具备价值投资的常识要判断静态估值高低很容易，难点在于判断未来的 EPS 和未来的增长。

（1）价值陷阱

价投早期都喜欢看报表找便宜的公司，把时间拉长，慢慢发现原来看上去便宜的股票并不便宜。A 公司 5 倍 PE，每年倒退 10%；B 公司 10 倍 PE，每年增长 10%。如果买入 A 公司，期望估值上升到 10 倍，但估值不升就会陷入非常被动的局面。七年后，如果股价不动，A 公司五年后为 10 倍，而 B 公司股价为 5 倍。现实中更可能的是，A 公司估值跌倒 5 倍，投资亏损 50%，B 公司的估值保持甚至提升，就算保持的话，都有 1 倍回报。问题在于，A 公司的“三表”和管理层没都给我们每年下降 10% 的预期。

（2）预测未来如何着手

研究行业历史及未来的演变，最起码要对总量、平均净利率、集中度进行研究。

行业快速增长期：总量爆发，供不应求，净利率高，行业平均 ROE 很高。但高回报的生

意自然吸引资本进入（有特许经营权的企业除外），随后的演变是：供求平衡---供过于求---行业洗牌---集中度提高，之后龙头企业利润稳定，其他企业难以进入，利润率又趋于稳定。

行业爆发初期和集中度提高初期容易戴维斯双击。投资高 PE 的新兴行业股票，对行业动态要跟得紧，一旦行业竞争加剧，增长不达预期，容易提前杀估值，甚至戴维斯双杀。

预测未来，定性比定量更重要，多关注商业模式与公司治理

近几年，我最重视的商业模式和公司治理的研究。价投早期都喜欢算账，但慢慢发现未来的帐不容易算对。其实与企业家接触多了，会发现企业家对其企业未来业绩的预测也是偏差非常大的，特别是赌库存经常压错方向。例如：2016 年的地产大部分房企错判行情，而孙宏斌精准拿地让融创弯道超车。企业家都经常算错，我们作为投资者出错是理所当然的。因此，实战中预测未来业绩，定性比定量更重要。

确定行业方向后，我们需要找到这段时期最具优势的商业模式、既全面又有激情的企业家和公司治理最好的企业。

（三）优势商业模式有时效性

（1）房地产行业三个阶段

这里我以这二十年优势地产开发商的变化去讲讲商业模式和公司治理。土地增值税从 1994 年颁布，09 年国税 91 号文下来后开始征收。土增税征收前，快周转模式并不具有优势，卖得快不如捂住，因为房价上升速度快，怎么取得便宜的土地才是核心竞争力，最重要是“勾兑”能力。王石常常称合生创展是地产界的航空母舰。

土增税征收后，毛利越高税率越高（四级超额累进），最高纯利率的项目就 30%左右。土地市场也越来越透明、公平、规范，特别是十八大后。09-15 年，核心城市房价继续震荡上升，其他城市区间震荡，全国平均房价涨幅放缓。这使万科、碧桂园的快周转模式最具竞争优势。早期房地产纯利润率很高。王石曾说，房地产赚取如此高利润是不合理的，论管理和标准化比制造业相距甚远，所以万科是最早走标准化和体系化的公司。以前是有钱有社会关系就能干房地产，设计可以分包，建筑也可以分包，人均利润极高，根本没动力去优化管理。市场越来越规范，房价上升速度放缓，地区房企竞争力下降。成本控制能力、融资成本、周转速度成为土地取得能力之外的核心竞争力。房地产进入上市公司和全国性发展商侵蚀地方发展商的时代。

经过几年优胜劣汰，行业管理规范化，行业人才具备了，标准也有了。因此怎么建立标准不是最重要，而是怎么激励，怎么让人才的积极性发挥到极致才是最佳模式。碧桂园的转节点出现在杨国强受到马明哲用人之道上的启发，先后挖“三斌”，构建同心共享激励机制。今天的碧桂园更像是一个平台，空间是无可限量。这是周转快、激励机制好的房企领跑的时代。

以上我们总结出，不同时期有不同的优势商业模式。

（2）两种不一样的优势商业模式

从商业模式去观察同样是快周转的融创和碧桂园，融创是做精品专注 1、2 线，碧桂园大而全 1-5 线通吃。产品定位和管理风格有点像格力和美的的差别。从产品上融创优于碧桂园，从公司治理上碧桂园优于融创，格力和美的也是如此。

09-15 年为什么恒大、碧桂园、万科都是做中低端和靠极强的成本管控能力去实现快速增长。以前大部分城市的地价占总成本不到 50%。万科不喜欢和政府“勾兑”，所以在城郊拿地比较多。城中的项目去化快、利润深，自然很多有资源的企业看上。单靠“勾兑”又难快速复制做大，所以万、碧去拿别人都看不上的地，依靠出色的成本控制和超快周转能力赚别人赚不的钱。但是，由于这种历史原因致使他们产品定位偏中低端。

碧桂园的商业模式是快而全。碧桂园现在能够做到四个月开盘，销售全线城市通吃，特别在房价震荡与小幅下跌的时候，项目毛利低的，特别在三四线城市去化很低，公司能力更显重要。相同地价的项目碧桂园能赚 6-8%，有的公司甚至要亏。在四五线城市，品牌的影响力更大，消费者怕不知名的房企“难尾”。以后四五线城市的集中度更高。

高地价时代，中高端快周转模式优势大

16 年到现在，很多二线城市地价涨了 3-4 倍，三线涨了 5-10 倍。比如，佛山从 3000-5000 涨到 12000-16000；中山靠深中通道火炬镇从 1000-2000 涨到 10000+（雅居乐 16 年年报中山

土储成本才平均 500-600)。现在，很多二线城市地价占比都超 60%，建筑成本、营运成本占比降低，这样非常有利于定位中高端开发商。融创原来是做豪宅的，现在下沉到改善型产品。孙宏斌说，产品从高往低容易，从低向高做非常难。比如，在汽车行业保时捷就是一个从高向低的成功案例，做跑车起家然后下沉到 SUV 和轿车。2016 年，保时捷成为全球最赚钱汽车品牌。这两年房子是供不应求而且限价，以后回到买方市场后，融创中高端快周转这种模式的优势才显现其优势。

(3) B 端和 C 端

B(企业)以盈利为目的，而 C(消费者)可以为提升 5%体验感多付 100%的价钱。对消费者的粘性一旦形成将难以打破。同质性产品中，消费者往往懒于尝新，粘性一旦建立做 C 端的企业更容易长期赚取高毛利。

行业需求爆发时期，上中下游都能赚到高利润，很快行业产能迅速增加，最终回归正常利润，特别是中游企业。中游最后几乎都是龙头企业赚取行业大部分利润，只要龙头企业控制在合理的利润率就难有新进入者。比如，台积电和富士康，台积电赚取晶圆代工 80%的利润。对于有不可复制的资源优势的上游企业可以持续赚取高利润。B 端企业比拼的是成本与规模效应，产品粘性不强。超级大牛股多来自于 C 端企业。

C 端消费升级的力量

绝大部分产品占我们支出/收入比是下降的，因此，长持以往做高端的蛋糕越来越大，低端反之。

20 年前空调是高端产品，今天空调是必需品。大家都知道格力空调质量最好，十年前，中低收入消费者会选择志高、奥克斯等高价比的品牌。如今，它们的受众越来越少。格力 2017 年中报净利润率高达 12.8%，而志高却不到 1%；茅台 2016 年以占行业 6.5%的收入，赚取行业 21%的利润；苹果高峰时，以市场 20%的销量赚取市场 80%的利润。

商品房已进入消费升级时代。虽然商品房不像普通消费品，不可能因为品牌有大幅的溢价，但在香港同一地段新鸿基的房子比行业平均贵 5-10%，预计将来国内这种现象将更甚。现在因为新房限价，高端发展商这一优势还未显现出来，往后融创产品在高地价时代的竞争优势会逐步显现。而且融创布局在一线、环一线和核心二线，这些地区处于人口流入状态，融创的蛋糕越来越大。

选对趋势就能成为时间的朋友。

(四) 投资最优秀的人和团队

做投资时间越长越发觉，出色的团队总会超预期，总会让人惊喜。平庸的团队成功的人和特点太相似，而平庸的企业各有不同。

小企业看老板，大企业看公司治理和文化。

能把企业做上市的企业家都很有气场和过人之处。企业家常见的成长路径有两条：技术(产品)出身和销售出身。企业规模不大时(销售<50 亿，利润<5 亿，不是绝对量化，不同行业差异较大)，企业家的个人能力最重要，调研时注意观察其长处和短板。要向超大企业发展，公司治理要过硬，研究公司治理重点在于研究激励机制是否有效，努力程度与回报越匹配的机制越有效。“不让努力的人吃亏”就是融创的企业文化之一。

(五) 灵魂人物

管理层是都是给我们正预期的，他们也没欺骗投资者，正如我们做投资都是期望正收益的道理一样。“三表”很重要，但三表看不见的商业模式、公司治理和企业文化更重要。平庸的企业每到业绩发布会总低于预期，通常会说“由于宏观环境怎样怎样.....市场环境这个那个.....”这个那个的理由。优秀的企业喜欢和投资者说他们怎么做，怎么不断把事情做得更好，就像碧桂园。投资者每年都会问杨国强很多未来预期销售和利润等问题。17 年 3 月碧桂园业绩会上，杨给投资者 4000 亿预期，大家都惊讶只有这么多。杨却叫大家多到碧桂园走走，感受一下每年碧桂园的进步、变化和碧桂园人怎么为更美好的一天而奋斗。当投资者问杨是不是想当老大，杨说其事业犹如攀珠峰的旅途，不知能否达到峰顶，但每一刻都不会留步。这就是灵魂人物。

孙宏斌是我见过最全面的企业家之一，上到战略下到销售体系搭建，尤其对土地市场的判断能力是房企老板中最强的。精确的拿地节奏是融创核心竞争优势之一，是融创短时间迈入 TOP5 的主要因素。

（六）公司治理的重点在于有效激励

碧桂园的成功一半归功于“同心共享”。我十几年前在地产公司做过资管，部分好友已是碧桂园、招商、万达、富力、雅居乐、时代等房企的区域总和副总。以我的判断，碧桂园的体系是现时乃至今后五年内房企最先进的体制。碧桂园初发起跟投机制时，无论业内还是资本市场都是质疑声一片，碧桂园用成绩让质疑者口服心服。同样，有的公司搞跟投，房价下跌时，职业经理人砍成本，影响了产品质量，损害企业品牌。此公司这种情况在碧桂园根本不会发生，因为碧桂园的工程是集团垂直管理的。以偏概全地去质疑跟投制度不行，就像 07 年一些自以为是价值投资者去买当时亚洲最赚钱公司中石油，巨亏后就大骂价值投资不行。而他们居然没注意到，中石油上市首日市值 8.25 万亿超过埃克森美孚，同年利润约为美孚的 1/3，07 年利润 1434，07 年 P/E 高达 57 倍。

当然，跟投确实要因地制宜，孙宏斌就表达过，融创对跟投非常谨慎，容易造成不公平。专门就这个问题，我特意向碧桂园一区域总请教过，她说融创的模式不一定要实施跟投，因为产品多数在一二线、定位高端、去化率高，区域总的影响也较少。而碧桂园做的项目很多公司不敢做，操作上有些偏差或周转稍慢都可能造成亏损。

公司治理主要看激励，激励的核心是把员工与企业的需求和利益结合。每人都能在自己岗位上越努力需求越得到满足，协同效应越大企业越高效，从而实现利益最大化。

很多企业搞的是无效激励，比如有些中层员工持股，其实他岗位能做对公司利润影响微乎其微，更别说股价了。机制是因地制宜，行外人要全面理解难度甚高，可以用些简单的标准，就是看员工努力程度，当越努力需求越得到满足一定是好机制。越好能接触到企业低中高层，还要与同行的不同企业、同行不同规模的企业比对。基本每个大行业，都有一些专业的论坛和群，多看、多听、多向业内人士请教，感觉就会慢慢建立。就算好的机制也要不断优化，莫斌说“同心共享”考虑过 100 种以上的情况，而且还在不断优化。

同行企业的差距

（七）伟大企业

伟大企业三要素：优势商业模式+灵魂人物+有效激励（有独特护城河企业除外）

（八）关于仓位

1、好不好

2、便不便宜

3、能力圈程度（三种分级：业内人士，有内业人士指导，自学研究）

仓位盲目分散与集中都是放大风险。精力能顾得上的情况下，分散是能有效降低风险。但实战中很难同时深度跟踪和理解十家以上企业。

根据以上三点打分，手中股票没有得分高时应适度分散。

投资生涯中能遇上三点符合股票机会很少，遇上了一定要重仓。这种机会我遇过三次，把握住了两次，都是地产。但切记慎用杠杆，最好永远不用，时刻对市场保持一份敬畏，我们的认识永远有限。

三、随谈房价

房价受多因素影响，不能单看城市化率，还得看周期、人均收入比等因素，正如选股票不能单 PE，还得看 PB、增长…

对比全球房价，我国房价相当于现阶段人均 GDP 实属偏高。

（一）周期

我国房地产是一二线 3 到 4 年一个周期，三四线 7 到 8 年一个周期。2017 年全国商品房销售 16.9 亿平方米，超 1000 万套。棚改带来的需求是巨大的，2018-2020 年 1500 万套棚改，到

2020年基本完成棚改。经历了之前几年去库存，这两年市场放量，现在一二线库存为7-8个月，三四线为14-16个月是二十多年最低水平，但两年放量消耗购买力、房企迅速补库存和叠加棚改即将退出，预计这轮周期应该在2019-2020年结束。

（二）土地供应

根据“全国国土规划纲要（2016-2030年）”，2000年全国城镇建区面积约4.2，2015年为8.9，2030为11.67，后十五年供应稍下降。

（三）未来城市化，城市竞争演变都市圈竞争

过去二十年，人口是由农村流向城市。未来，人口是由城市流向有竞争力的城市。我国第一波粗放式城市化进程基本完成。过去十几年是出口和投资驱动增长。08年后是投资驱动，各地方政府攀比GDP，各地发展欣欣向荣、百花齐放，这种模式显然不可持续。很多城市建完“新城”又建“新城”，每建一个新城都供应大量的住宅用地。十八大后政府工作重点改变，不再追求粗放的增长方式，一线和大部分二线城市市中心已经定型。对比全球核心城市，北上深的GDP、人口上升空间还很大。

以后，核心城市沿着轨道不断向周边城市辐射，而形成都市圈。纵观全球会发现一个规律，房价与人口流入最相关。而决定人口流入是城市未来创造的就业机会，就业机会由城市未来产业走向与布局决定。20年前，爱丁堡的房价很便宜，伦敦房价很贵。今天，伦敦与爱丁堡房价差距更大。

（四）越中心越贵，中心+不可复制景观最贵

纽约和伦敦最贵是楼盘分别是ONE57和海德公园1号，都是最中心位置而且有特殊景色。一个好友住53街，ONE57在57街，步行时间五分钟的距离，他的楼盘均价2000美元一尺，ONE57是6000。

次之是离中心近的湾区，“见水”要比“见山”贵。汤臣一品坐落浦东CBD中心，而且西面黄浦江。深圳湾一号坐落深圳湾总部基地，东面全线海景。前海定位比深圳湾总部基地更高，前海、后海房价还有发展空间。

前海将会是内地最贵，香港依然是全国最贵

以前是北上广，现在是北上深，但北上的优势是综合的、多维度的，广深都是赶上当时期最好的产业，广州是贸易，深圳是科技，而杭州是电子商务。

但深圳文化不同于其他城市，深圳是移民城市，最没有历史文化底蕴。这样反而更容易建立新文化，更便于创新，美国200年前也如是。价投圈内深圳聚会最多，深圳人最乐于分享。深圳政府职能部门效率全国最高之一，未来经济发展更回归市场引导，深圳将更具优势。就像看公司不能单静态财务指标，还要其公司治理。同理，看城市要看其氛围、活力和效率。深圳不单只是硅谷，未来可能是硅谷+纽约。

前海会将深圳创新带到新高峰。因为这里有诸多政策、税收优惠，自然吸引大批企业总部进驻。这里将会是中国每平方公里创造GDP最高的地区。这里是中心之中心，而且是湾区，房价将来大概率是内地最高。

深圳另一大优势就是临近香港。香港竞争力在于制度差。以后会有部分拥有外国户籍的顶级富豪把企业开在深圳，而居住在香港为了做香港的税务居民。税务居民要考虑居住时间，全球税低的小地方房价都高企。

（五）土地是对抗通胀的好资产

我们常常有一个错觉--增长放缓。其实拉长时间看，人口增长与经济增长从来没有放缓过，而且一直在加速。人类的进步来源于技术的进步，生产效率的提高。美国现在农业人口不到2%，还能实现顺差。19世纪末美国农业人口约1/2，1985年全球农业人口占总人口48.1%，落后美国90年。新技术出现让劳动生产率提高，将更多人解放出来去从事新产业，从而产生更多的GDP，更多的GDP自然衍生更多的货币。由于生产效率不断提高大部分的商品价格是下跌的，至少其支出在人们收入占比是下降的。甚至有些商品因被颠覆而消失，矿产、油气资源也可能被替代。

因此，不可再生而需求源源不断的商品才是对抗通胀最好的资产，土地无疑属于这类资产。每段时期都有些资产会具备金融属性，比如以前的原油，但现在原油的金融属性在下降。一般来说，越符合不可再生而需求源源不断的资产其金融属性越强，价格越高于其生产成本。

（六）长效机制有利社会发展，短期落地将低于预期

香港 700 万人口，300 万靠居屋和公屋（居屋是我国的经济适用房，公屋是廉租房）。日本也有 15%。而我国现今只有 1-2%，长期看我国有望上升到 10%。但基于目前租金水平，长租公寓只适合一线城市。

在二线城市，比如在佛山一百平方米房子租金只有三千左右，年化 4 万左右。就算土地零成本，建筑加简单装修，100 平方成本也有 50 万左右。但是收入只有投入的 8%，还没考虑运营成本、税和出租率等因素。在一线城市，上海首批租赁住房用地张江南区 A3-06 地块楼面价 5569 元/平方米，其他成本 6000+，100 平方成本约 120 万，周边月租金约 7000，年化 8.4 万，就算在上海也不划算。

政策落地速度，关键看政策是否符合多方利益，能否实现多赢。现况下，租售同权落地大概率会低于预期，估计政府后续会有税收优惠、贷款优惠利率甚至财政补贴去刺激企业对这块的投资。租售同权绝对不是空穴来风，看得出政府对这块是下定决心。长远来说，是符合群众利益，符合社会发展规律的。租售同权有利于保持一线城市竞争力，有效延缓阶层固化。高房价最终嫁到企业成本，因为生活成本太高，企业随之增加福利，久而久之，其他城市可以以低成本与之争夺人才。

四、房地产股票看法

（一）新房销售或已见顶

美国新房一年 60-70 万套。新房占房屋销售 15%，二手房 85%，总量约 400-460 万套。我国只公布总量，2017 年 16.9 亿平方米，按平均 120 平/套算约 1400 万套。新房 60%，二手房 40%，总量约 2300 万套，为美国的 5.3 倍。美国人口 3.2 亿，我国人口 13.8 亿，为美国 4.3 倍。考虑我国城市化率和美国相差较远，我们的商品房销售量尚算合理。但还要注意，我国有大量的农民房不在统计口径内。

城市化率增长放缓，城市中心稳定后，二手房占比会上升。就算城市化率相当水平，我国的二手房占比也不会上升到美国的水平，美国是木屋为主，木屋比钢筋混凝土房子要耐用很多。

综合分析判断成交面积已见顶，新房成交额 10 万亿能够维持。

（二）集中度还有很大提升空间

因为我国是土地公有制，大部分土地公开转让，信息更透明。我国发展商集中度会超越美国，但不会超越香港。因为我国是土地公有制，大部分土地公开转让，信息更透明。判断日后 TOP10 占有率 50%+，碧桂园、融创 10000 亿+。

（三）估值水平

国内地产报表滞后销售 1-2 年，当年销售利润率去评估实际 PE 会更合理。17 上市房地产平均销售纯利 10%+，AH 内地房企平均 PS 约 0.6-0.7，保守按销售利润 10%算，真实 PE（市值/销售利润）约 6-7 倍。远低于上证、恒生平均市盈率。

（四）房企是销售领先与报表，货值领先于销售，模式和管理领先于货值。

房企中恒大货值最大，而且质量高，据说纯利 14%+。融创本部确权约 11-12%，万达 23%（不摊自持），一二级联动在 15%-20%。如果万达自持 500 亿投入，全部算无效资产并不考虑盈利和残值，纯利为 16%。保守估计融创货值（含万达与一二级联动）平均纯利率 12.5%+。模糊估算碧桂园的货值纯利率 12%+。

未来房价平稳情况下，货值/销售比大的房企比较主动。现在找纯利 10%+的项目比较困难。由于很多房企在 16 年错判行情，现在被迫补货将比较被动。

(货值推算而得，与真实值难免存在偏差。部分公司用 17 年中期业绩发布 PPT 货值*17 年销售权益比例，部分用 17 年销售均价*土储面积。)

(五) 销售利润

如果按 18 年销售融创 5500 亿、碧桂园 8000 亿计算，销售利润分别约为 500 亿和 700 亿。如果未来房价和销售平稳，基于新增货值利润低于存量货值，销售纯利率应该有所下降，但净负债率下降减少财务成本占比也会缓和了这个下降速度。

(六) 未来合理利润

17 年上市房企平均销售利润为 10%+。成熟市场房地产开发纯利润率是 8-10%，考虑到中国开发商周转更快、IRR 更高。认为长期来看，TOP10 房企平均纯利润率 6-7%，做中高端、有品牌溢价与超快周转房企 8-9%。龙头企业有融资成本、品牌溢价、周转速度快等优势，维持在这个利润水平，基本可以阻拦新竞争者进入。考虑一线和核心二线中心土地越来越稀缺，很多土地来源于旧改，参与合作开发会降低总体权益比。保守一点认为，融创未来权益比率下降到 60%，碧桂园 65%。五年后，融创和碧桂园可能实现的平均利润分别为， $10000*0.6*0.08=480$ 亿， $12000*0.65*0.07=546$ 亿。

(七) 合理估值

以前地产股估值低是由于高负债率导致其抗周期能力弱，龙头公司净负债率 300%+，融创、恒大高达 400%+。融创目标是 2019 降到 70%以下，现在已降到 250%以下，恒大目标 2020 降到 70%以下。

房地产有很强的周期性，利润率波动很大，用两三年的利润去估值不太合理。未来龙头公司净负债率下降到 70%以下，以平均利润率 10 倍 PE 估值较为合理。成熟期的龙头企业，50% 分红比例较常见，折合股息率 5%。长期 5% 股息率足以支撑股价。而且香港不少成熟企业分红比例高达 60-70%。

五、感言

投资体系之庞大和方法套路众多让我喟叹十七年时间只能看懂冰山一角，这篇总结也只是十七年感悟的一部分。但我们不必过于执着追求博物通达的状态，当察觉自身的性格和特长适合于哪种投资方法和套路，并明白哪一段收益是能力圈内的确定性收益时，就已经迈进成熟投资者行列了。

坚持不用杠杆投资能力圈内的低估企业，超越市场平均收益不是难事。而投资能力圈内具有优势商业模式+灵魂人物+有效激励机制的低估伟大企业，这样就能做时间的朋友，持续获得超额收益。

如果做投资是纯粹向市场套利，我会觉得索然无味。而投资伟大企业不单让我收获财富，更让我学习到优秀的人和团队以怎样方式、态度和精神去做事，这是一个不断学习和提升的过程。

20. 成功的投资者

彼得·林奇说，“能琢磨并撼动巨石的人将赢得游戏”，研究对做任何事都很重要。

股票价格的主要影响因素

与任何商品的价格一样，证券价格不是固定不变的。根据证券价格决定模型得出的证券价格只是证券的理论价格，它是在高度简化和严格假设条件下的结果。而实际的证券市场受多重因素的影响和作用，这些因素一也常常处于变动之中，因此证券价格不可能按照纯粹的理论价格变动。一般来说，影响证券市场价格的因素主要有以下几方面。

1) 宏观因素

宏观因素包括对证券市场价格可能产生影响的社会、政治、经济、文化等方面。

(1) 宏观经济因素，即宏观经济环境状况及其变动对证券市场价格的影响，包括宏观经济运行

的周期性波动等规律性因素和政府实施的经济政策等政策性因素。证券市场是整个市场体系的重要组成部分，上市公司是宏观经济运行微观基础中的重要主体，因此证券市场价格理所当然地会随宏观经济运行状况的变动而变动，会因宏观经济政策的调整而调整。例如，一般来说，股票价格随国民生产总值的升降而涨落；证券市场行情随着宏观经济政策的扩张与紧缩及由此导致的市场资金量的增减而升降。

(2) 政治因素，即影响证券市场价格变动的政治事件。一国的政局是否稳定对证券市场有着直接的影响。一般来说，政局稳定则证券市场稳定运行；反之，政局不稳则常常引起证券市场价格下跌。除此之外，国家首脑的更换、罢工、主要产油国的动乱等也对证券市场有重大影响。

(3) 法律因素，即一国的法律特别是证券市场的法律规范状况。一般来说，法律不健全的证券市场更具投机性，震荡剧烈、涨跌无序、人为操纵成分大、不正当交易较多；反之，法律法规体系比较完善、制度和监管机制比较健全的证券市场，证券从业人员营私舞弊的机会较少，证券价格受人为操纵的情况也较少，因而表现得相对稳定和正常。从总体上说，新兴的证券市场往往不够规范，而成熟的证券市场法律法规体系则比较健全。

(4) 军事因素，主要是指军事冲突。军事冲突是一国国内或国与国之间、国际利益集团与利益集团之间的矛盾发展到无法采取政治手段来解决的最终结果。军事冲突小则造成一个国家内部或一个地区的社会经济生活的动荡，大则打破正常的国际秩序。军事冲突会使证券市场的正常交易遭到破坏，因而必然导致相关证券市场的剧烈动荡。例如，海湾战争之初，世界主要股市均呈下跌之势，而且随着战局的不断变化，股市均大幅振荡。

(5) 文化、自然因素，就文化因素而言，一个国家的文化传统往往在很大程度上决定着人们的储蓄和投资心理，从而影响证券市场资金流入流出的格局，进而影响证券市场价格；证券投资者的文化素质状况则从投资决策的角度影响着证券市场。一般来说，文化素质较高的证券投资者在投资时较为理性。如果证券投资者的整体文化素质较高，则证券市场价格相对比较稳定；相反，如果证券投资者的整体文化素质偏低，则证券市场价格容易出现暴涨暴跌。在自然方面，如果发生自然灾害，生产经营就会受到影响，从而导致相关证券的价格下跌；反之，如果进入恢复重建阶段，由于投入大量增加，对相关物品的需求也大量增加，从而导致相关证券价格的上升。

2) 行业和区域因素

行业和区域因素主要是指行业发展前景和区域经济发展状况对证券市场价格的影响。它是介于宏观和微观之间的一种中观影响因素，因而它对证券市场价格的影响主要是结构性的。

在行业方面，每个行业都会经历一个由成长到衰退的发展过程，这个过程称为行业的生命周期。行业的生命周期通常分为四个阶段，即初创期、成长期、稳定期、衰退期。处于不同发展阶段的行业在经营状况及发展前景方面有较大差异，这必然会反映在证券价格上。蒸蒸日上的行业证券价格呈上升趋势，日见衰落的行业证券价格则逐渐下落。

在区域方面，由于区域经济发展状况、区域对外交通与信息沟通的便利程度、区域内的投资活跃程度等的不同，分属于各区域的证券价格自然也会存在差异，即便是相同行业的证券也是如此。经济发展较快、交通便利、信息化程度高的地区，投资活跃，证券投资有较好的预期；相反，经济发展迟缓、交通不便、信息闭塞的地区，其证券价格总体上呈下降趋势。

3) 公司因素

公司因素是指上市公司的运营对证券价格的影响。上市公司是发行证券募集资金的运用者，也是投资收益的实现者，因而其经营状况的好坏对证券价格的影响极大。而其经营管理水平、科技开发能力、行业内的竞争实力与竞争地位、财务状况等无不关系着其运营状况，这些因素均从各个不同的方面影响着证券市场价格。由于产权边界明确，公司因素一般只对本公司的证券市场价格产生深刻影响，是一种典型的微观影响因素。

4) 市场因素

市场因素是指影响证券市场价格的各种证券市场操作，如看涨与看跌、买空与卖空、追涨与杀跌、获利平仓与解套或割肉等行为，而不规范的证券市场中还存在诸如分仓、串谋、轮炒等违法违规操纵证券市场的行为。一般来说，如果证券市场的做多行为多于做空行为，则证券价格上涨；反之，如果做空行为占上风，则证券价格趋于下跌。由于各种证券市场操作行为主要是短

期行为，因而市场因素对证券市场价格的影响具有明显的短期性质。

在以上影响证券市场价格的诸多因素中，宏观因素、行业和区域因素及公司因素主要是通过影响证券发行主体（即公司）的经营状况和发展前景来影响证券市场价格，它们在证券市场之外，因而被称为基本因素。基本因素的变动形成了证券市场价格变动的主要利多题材和利空依据。市场因素主要是通过投资者的买卖操作来影响证券市场价格，它存在于证券市场内部，与基本因素没有直接关联，因而被称为技术因素。技术因素是技术分析的对象。

20.1. 成功的普世智慧

成功学是为了完善自我和培养他人，促使人们积极进取，推动社会完善进步而产生的学问。实际上是一门关于自我管理的学说，是理想信念与目标行动教育方面的内容，是多种因素相互作用的产物。随着社会的快速进步、经济的快速发展，人们的目标越来越大，越来越多的人渴望成功，开始研究成功学。

美国的拿破仑·希尔以及美国作家奥格·曼狄诺特别强调成功最重要的因素就是要有积极的心态：“成功态度最重要，有积极的态度就有积极的人生。”决定一个人成为成功者的最关键要素中，80%属于个人自我价值取向的“态度”类要素，如积极、努力、信心、决心、意志力等；13%属于后天自我修炼的“技巧类”因素，如各种知识和能力。7%属于运气、机遇等因素。客观环境固然很重要，但它决定一个人暂时的成败，但如果一个人有积极的心态，激发高昂的情绪，克服抑郁、消除紧张就能凝聚成功的行动力量，从而实现人生的进步及事业的成功。

什么是成功？价值观、人生观不同，对于成功的理解也会不同。同时，不同的条件与环境也会影响人们对于成功的理解。一个比较能够为多数人所认同的定义是：成功就是确定一个目标并达成这个目标的过程及其最终的结果。

拿破仑·希尔的十七项成功原则，是世界上最伟大的励志成功大师拿破仑·希尔经过数十年研究，归纳出的相当有价值的十七条黄金定律，涵盖了人类取得成功的所有主观因素，使成功学这门看似神秘的学问变成了具体的、可操作的法则。以下是具体内容。

1、保持积极的心态

人与人之间只有很小的差别，但这种很小的差别却往往造成巨大的差异，很小的差别就是所具备的心态是积极的还是消极的，巨大的差异就是成功与失败。也就是说，心态是命运的控制塔，心态决定我们人生的成败。我们生存的外部环境，也许不能选择，但另一个环境，即心理的、感情的、精神的内在环境，是可以由自己去改造的。成功的不一定都是企业家、领袖人物。成功，是指方方面面取得的成功，其标志在于人的心态，即积极、乐观地面对人生的各种挑战。一个人如果在一生中都不具有积极的心态就可能深陷泥淖，不能自觉，不能醒悟，不能自拔，当你发现身处困境时，机会已经失去。这种败局，不仅限于事业的失败，还包括人生中为人处事的失败，心理情绪的失败、婚恋家庭的失败、人的感受的失败等。总之，凡人生感受不如意，不幸福，都可视为你人生的失败，这些失败多半源于我们与生俱来的弱者的消极心态。如果我们能够调整心态，改变处事方法，就可以避免或扭转败局，甚至可以成为推动事业成功的伟人和把握幸福人生的智者。人成功不是指拥有什么（权力、财富），而是做了什么。如果能每天在一点一滴的努力中去实现自己的目标，就可以帮助和影响他人。成功等于每天进步一点点。积极的心态包括诚恳、忠诚、正直、乐观、勇敢、奋发、创造、机智、亲切、友善、积极、向善、向上、进取、努力、愉快、自信、自勉和有安全感等。

2、要有明确的目标

有了目标，内心的力量才会找到方向，漫无目标的努力或漂荡终归会迷路，而你心中的那座无价的金矿，也因得不到开采而与平凡的尘土无异。你过去和现在的情况并不重要，你将来想获得什么成就才是最重要的。有目标才会成功，如果你对未来没有理想，就做不出什么大事来。设定目标后订出中长期计划来，而且还要怀着迫切要求进步的愿望。成功是需要完全投入的，只有完全投入到你所从事的职业中去，才会有成功的一天；只有全身心地热爱你的生活，才会有成功的一天。

3、多走些路

做个主动的人。要勇于实践，你的成功也就是因为多走了些路，找到了别人未找到的另外一点东西。抓住机会，掌握机会，做个积极主动的人，并养成及时行动的好习惯。

4、正确的思考方法

成功等于正确的思想方法加信念加行动。要想成为思想方法正确的人，必须具备顽强坚定的性格，挖掘潜力，进行“我行”、“我是优秀的”、“还须再改进”的心理暗示。

5、高度的自制力

自制是一种最艰难的美德，有自制力才能抓住成功的机会。成功的最大敌人是自己，缺乏对自己情绪的控制，会把许多稍纵即逝的机会白白浪费掉。如愤怒时不能遏制怒火，使周围的合作者望而却步；消沉时，放纵自己的萎靡。

6、培养领导才能

衡量一个领导人物成就的大小，要看他信念的深度、雄心的高度、理想的广度和他对下属关爱的程度。一个人的领导能力唯有靠同事和下属的支持和合作才能成功。领导要练习赞美的艺术，对人要公正，管理要合乎人性。每一件事情都要精益求精，每一件事都要研究如何改善，每一件事都要订出更高的标准。认真工作并不断改进的人才会成为一个卓越的领导。

7、建立自信心

一个人能否做成、做好一件事，首先看他是否有一个好的心态，以及是否能认真、持续地坚持下去。信心大、心态好，办法才多。所以，信心多一分，成功多十分；投入才能收获，付出才能杰出。永远不要被缺点所迷惑。当然，成功卓越的人只有少数，失败平庸的人却很多。成功的人在遭受挫折和危机的时候，仍然是顽强、乐观和充满自信，而失败者往往是退却，甚至是甘于退却。我们应该学会自信，成功的程度取决于信念的程度。

8、迷人的个性

十七项成功原则人生的美好在于人情的美好，人情的美好，在于人性的美好，人性的美，在于迷人的、能够吸引人的个性。对他人的生活、工作表示深切的关心；与人交往中求同存异，避免冲突；学会倾听别人的观点；学会夸奖别人；有微笑的魅力；别吝啬自己的同情；要学会认错，学会宽容大度。

9、创新致胜

创造力是最珍贵的财富。如果你有这种能力，就能把握事业成功的最佳时机，从而创造伟大的奇迹。创新思维比常规思维更具明显的优势特点：A、具有独创性；B、机动灵活；C、有风险意识。创新思维无论取得什么样的成果，都具有重要的认识论和方法论的意义，因为即便他的不成功结果，也会向人们提供了以后少走弯路的教训。常规性思维虽然看起来“稳妥”，但它的根本缺陷是不能为人们提供新的启示。创新必胜，保守必败。

10、充满热忱

你有信仰就年轻，绝望就年老。失去了热忱，就损伤了灵魂。热忱是一种最重要的力量，有史以来没有任何一件伟大的事业不是因为热忱而成功的。热忱要有高尚的信念，如果热忱出于贪婪和自私，成功也会昙花一现。唯有热忱的态度，才是成功推销自己的重要因素。热忱的心态，是做任何事情都必需的条件。热忱是一种积极意识和状态，能够鼓励和激励他人采取行动，而且还具有感染和鼓舞他人的力量。

11、专心致志

没有专注，就不能应付生活的挑战。干什么都要求专注，专注就是用心，凡事用心终会成功。

12、富有合作精神

合作是企业振兴的关键。而企业家的威信又是合作的关键。合作，企业就繁荣；纷争，企业就衰退。合作就有力量，合作是领导才能的基础，合作加速成功。

13、正确对待失败

失败是正常的，颓废是可耻的，重复失败则是灾难性的。失败为成功之母，要从挫折中吸取教训。成功是一连串的奋斗。要敢于屡败屡战，要摒弃消极思想，全力以赴，不消极等待，在吸取教训中改善求进，“成功是经过多次错误甚至大错之后才得到的”，用毅力克服阻碍，做自己的

对手，战胜自己，“被自己征服是可耻的！”。

14、永葆进取心

拥有进取心，你才能成为杰出人物。进取心是成功的要素，应学会不为报酬而工作的精神，要有任劳任怨的敬业精神，勤学好问，不耻下问是放之四海而皆准的行为准则。

15、合理安排时间和金钱

记住，浪费时间，就是浪费机会。效率就是生命，要把精力集中在那些回报率大的事情上，别把时间花费在对成功无益的事情上。每天都有一个处理事情的先后顺序及进度，并身体力行，定期检查，杜绝懒惰和拖拖拉拉。金钱不是万恶之源，贪财才是万恶之源。金钱可以使你自信和充分地表现自我，养成储蓄的习惯，经济独立才有真自由。在金钱交往中，无论是公共关系，还是私人关系，应遵守互惠互利的原则，才能健康的长久发展。成功者要有赚钱的素质。

16、身心健康

一切成就，一切财富都始于健康的身心。克服异常心理和变态心理及人格障碍中的孤僻、易怒、固执、轻率、自卑、忧虑、嫉妒等，以及其它类型的在人们的日常生活中随处可见的变态心理。这些心理严重地影响了人际关系的处理，也妨碍了家庭、工作和事业。应学会缓解和消除心理压力、择业压力、各种时尚、潮流的诱惑所构成的压力、生活不顺的压力等等。对各种压力采用积极的应对方式来缓解和避免。要有健康的身体，因为健全的心灵和健康的身体，是成功的基本保证。要坚持锻炼身体，要经常地给自己充电，积极的心态要求有良好的能量水平。要能够使你自己健康长寿，成功地运用积极心态，你的身体就会越来越健康。

17、养成良好的习惯

好的习惯可以造就人才，坏的习惯可以毁灭人才。习惯，对人的成功与否都有巨大的影响力。好习惯的报酬是成功，好习惯是开启成功大门的钥匙，要有胸襟开阔的心理习惯、勇于纠正自己缺点的习惯、从容不迫的习惯、喜欢运动的习惯等。

拿破仑·希尔说：心态是命运的控制塔，心态决定我们人生的成败。积极情感的人处处对环境和他人充满着感激之情，容易感受到环境中良好的一面。我们的心态控制着自己的思维活动，从而影响自己的行为。有时别人一句话能在自己的一生中起着决定性的作用，是起到好的作用还是坏的作用，这决定于你对人和事物的判断和处理能力和心态。

20.2. 股票投资调研

有一个段子：A股的上市公司中，10家中有3家是骗子，3家是吹牛，还有3家是傻子，只有1家在做事。这话难免夸大，但是上市公司的良莠不齐也是事实。特别是中小板和创业板中，画饼充饥，玩起击鼓传花的游戏。有些新股上市，不到一年，公司业绩就大变脸，过度包装，甚至造假达到上市圈钱的目的。在A股这种生态环境之中，调研工作就变得异常繁重。市场炒作新能源时，每个人都说是比亚迪的供应商。后来调查结果显示，只有卖包子的老阿婆没有撒谎，她真的为比亚迪食堂提供早餐的肉包子，比亚迪根本就没有向当时大家热炒的那些A股厂商采购过。

巴菲特是全球唯一通过股票投资而跃居世界十大首富的人。他的投资思路是：阅读大量公司年度财务报告、金融新闻、专业杂志（寻找灵感），根据企业行业前景、产品和企业经理人运用资金能力（进行理性判断和评估），预测企业将来可以赚多少钱（确定内在价值），确定股价。巴菲特这一投资程序开创了现代股票价值分析的先河。

价值投资的三个核心是：1) 投资股票就是投资公司，2) 安全边际；3) 市场先生。其中第一个理念，对我们尤其重要。如何找到好公司，如何把公司的价值研究清楚？是一个关键问题。读万卷书，不如行万里路；行万里路，不如阅人无数；阅人无数，不如名师指路，名师指路不如自己去悟。公司研究可以分为五种途径：阅读，实地调研，交流，大师观点，反省。

1) 阅读——读万卷书

要认识一个公司，大量的阅读是必须的。大凡投资做得好的投资者无不喜欢阅读。芒格说巴

菲特和他是两条腿的书架子。说的就是阅读的重要性。

研究公司需要阅读的材料为数众多，既包括公司发布的材料，第三方报道或者解读材料，大致包括以下几种：年度报告，季度报告；重大事项公告；领导人的讲话、访谈等材料（包括语音）；公司及领导人个人的传记；媒体报道；第三方解读材料，等等。很多人都想知道，为什么巴菲特投资赚的钱比他们要多得多，巴菲特一语道破天机：“别人喜欢看《花花公子》杂志，而我喜欢看公司财务报告。”可见，被全球价值投资者尊崇的“股神”，也是一位“财报迷”。人们对于巴菲特的投资传奇津津乐道，仿佛在谈论一个不可能企及的神话，殊不知在寻找股市宝藏的路上，财报就是巴菲特的寻宝图。谈到阅读分析财报的体会，巴菲特总结了三大要点：第一，不懂财报别投资；第二，看财报首先看真假；第三，看财报关键看优势。

了解公司，另外还有一种重要的材料：领导人的讲话以及公司或领导人的传记，这样有助于全面而历史地了解公司。

2) 实地调研——行万里路

耳听为虚，眼见为实。比如说，某公司的原材料涨价，公司能否通过产品提价转移压力；公司刚刚进行了一场跨国收购，目前的整合进展如何？公司明年主营业务收入、净利润的增长如何？这些都是需要调研。调研的过程，既是一个获得更多信息的过程，也是一个求证的过程。因为，很多重大事情，都是需要求证的。

调研的对象，也有所不同。有时候是经销商，有时候是供应商，有时候是竞争对手。有时候公司的高管。只有调研之后，才能得出清晰的印象。

调研不仅仅是针对业务的，有时候调研也是对人的考察，看看公司的管理层是否靠谱。管理层（特别是董事长和 CEO）是否能干、进取，是否尊重中小股东，并且保护他们的利益？这些都是需要调研的。

3) 交流——阅人无数

大多数情况下，一个人埋头研究是不够的，甚至经常要与别人交流。交流与研究同样创造价值。

交流有时候会弥补信息的不足，有时候会弥补观点的偏颇。交流的方式很多，包括不限于以下几种：

- ① 公司的股东大会，业绩发布会，开放日；
- ② 券商的策略会，现场调研与交流；
- ③ 股吧、微信群的交流；
- ④ 各种线下的研讨会；
- ⑤ 各种非正式的交流；

需要指出的是，交流需要有针对性，针对性越强越好。比如针对某一行业的交流，比谈论宏观的交流要好。针对某一公司的交流，比针对某一行业的要好。

微信群交流的利弊。现在的社会，网站、股吧、微信群的普及使得交流变得更为便利。比如，雪球网的建立，为我们交流提供了诸多便利。

又比如，针对一个公司或股票建立一个微信，如果有诸多的高手加入，大家进行良好的分工与协作，能够进行 360°，全方位，无死角的分析。对投资是非常有好处的。反之，如果组织得不好，也会产生一些副作用。比如说，容易刷屏，耽误宝贵的时间。而且容易放大、乐观或悲观的信息。助长暴涨 or 暴跌。

希望建立的交流群运作模式：

1、倡导深入的研究，做到“人人有事（司）做”：坚信研究创造价值，希望每一个群友都能够深入地研究一个行业、几个龙头公司，由此建立自己的能力圈；

2、倡导积极的分享，做到“事事（司司）有人做”：坚信分享创造价值，希望通过群友之间的协作，做到对主流行业，重点公司的广覆盖；

3、O2O（线上线相结合），建立群友之间的密切联系：线上实时交流，线下定期聚会。通过线下的聚会，帮助群友加深了解，建立紧密的联系；

4) 听讲座——名师指路

另一种是投资大师的书籍、文章。价值投资是一门相对成熟的学问，投资大师诸多，那些美国的投资大师，特别是格雷厄姆，巴菲特，费雪等等都是大家顶礼膜拜的偶像。这些大师的书籍，我也大多读过，但我发现两个问题：一个是他们的那个时代，与如今时代想去较远，二是他们的国情与中国的国情也有较大的差异，因此对书中的案例感觉比较陌生，加上翻译的问题，总觉得没有学到真经

因此，我现在主要在向中国的投资大师学习。近期主要的学习对象是高毅资产邓晓峰，邱国鹭学习。为什么要向他们学习？因为，据我所知，高毅资产是业绩水平最好，透明度最高的私募机构。他们有大量的文章、书籍流传。他们的投资理念，他们对行业，对公司的研究，非常值得我们学习、借鉴。

另外，涉及到各个行业及主要公司的研究。我也注意向特定的高手学习。特别是雪球的高手。比如说，在房地产行业，保险行业，以及白酒等行业，我都找到了高手进行关注。甚至有些行业，有些公司同时关注多人。尽管他们可能不是顶尖的高手（他们水平与卖方、买房的研究机构可能有差异，注意是可能），他们却是我非常透明的，我可以学习，甚至效仿的高手。

目前，我对公司的研究还不够深入，特别是定量分析方面也存在一定的问题。对公司的估值大多是毛估估。

在交流时，如果遇到高人的指导，对公司的研究非常有帮助。高人指路，我把它称为站在巨人（高手）的肩上。这一点，对我们提升能力圈是非常有好处的。我们要站在几个人的肩上：

① 企业家的肩上——在对企业经营的认识方面，我们要站在优秀企业家的肩上。在特别的经营方面，没有人比企业家更加牛逼。

② 投资家的肩上——在投资体系的完善方面，我们要站在投资家的肩上。这些投资大师无论从投资体系、行业与公司分析，以及企业估值、认识市场等方面，也给我很多的启示。

③ 分析高手的肩上——在涉及到具体的行业，具体的企业方面，我们也要站在高手的肩上。向懂行的人学习，是扩展能力圈的一个非常有效的途径。比如，我读邓晓峰、邱国鹭的文章，每次都有较大的收益。反之，向有些所谓的大咖，大V，甚至“中国巴菲特”学习，啥收获也没有。

那些有助于我们加深、拓展能力圈的人，都是我们的朋友，反之，则是我们的“损友”。白白浪费我们的金钱和时间。

5) 总结反省——自己去悟

价值投资的过程如同求学一样，是一个不断追求的过程。我们的目标：健康，快乐，富足。富足包括精神和物质。

行走在这所没有围墙的大学，到处都有良师益友。经常参加各种公司的股东会/业绩会。针对优秀公司的阅读、调研，交流，将极大地提升我们的人生价值。

个人投资者调研步骤：

1) 事前准备

主要是做到对公司心中有数，调研的时候好带着问题去看，这样能有的放矢。可以看招股书（如果上市很久了，就看公司新近一次融资或发债的报告）、最近3~5年的财报、近一年的深度研报、网上搜索一下公司最近半年发生的大新闻、到公司官网浏览讯息、到网上股票社区看看最近的讨论。条件允许的话，与行业研究员讨论；与曾经调研过这家公司或者购买过这个股票的基金经理讨论；与最了解这家公司的卖方研究员讨论。

然后，联络上市公司调研事宜，一般在上市公司年报中会留有证券部的电话，包括董秘和证券代表的电话。可以打电话预约，当然如果你是小散，平常的可能会被婉拒。

这个时候，可以选择搭伙组团去调研，投资中介机构会联合上市公司组织这样的活动，上交所、深交所也会组织这样的线下活动，不过尴尬的是，有时候征集不够人。

其实，退而求其次，我们线上调研可以采用几种方式：

1) 在线上参加一些调研活动，比如深交所、上交所的互动易和投资易，注册完毕后就能对公司进行直接的提问，监管部门对各家公司的董秘在这种平台上的互动是有一些考核要求的。

2) 全景网会有上市公司财报季的网上路演活动，路演时候公司的董秘等高管们就会实时回

复投资者的提问。

3) 关注券商电话会议，有时候券商们也会组织一些对公司的电话会议，个人投资者也能参加，这需要大家关注一些券商的公众号。

4) 雪球、Wind 股票等平台推得个人投资者线上、线下调研活动，感兴趣且条件适合的情况下，可以参与下。

5) 电话直接打过去找董秘办、证券部交谈。彼得·林奇经常喜欢这样做，他透露过自己的方法说，他会告诉公司董秘和证券部工作人员，他计划买几万股该公司股票，不过有些问题吃不准，所以想请教请教。这时候，公司证券部门的态度就变得非常亲切，乐于和你攀谈。

2) 事中望闻问切

任何时候都要有自己的判断和怀疑精神，不要被能说会道的董秘或高管忽悠住了。我们调研，是为解决自己疑惑，只需要坦诚沟通，不是去捧臭脚的。

有问题就大胆的问，会让对方难堪的问题，要注意说话的方式，尖锐的问题该问还是要问。也不要怕自己的问题 low，就把自己当个小白，可以把自己知道的事情，在与公司董秘和董事长确认一遍，比如董事长的发家史、创业史，这些财报中冷冰冰看了没感觉的。不知道的更要问。

不仅要听他们说什么，还要带着眼睛去生产地、办公地去看，带着问题去想，所有的问题和关注的焦点应该是围绕企业的盈利能力、盈利的可持续性，商业模式的可持续性，这些基本面的东西进行。

当然，高管的个人品行、董事长的格局与野心、基层员工对公司的感觉、公司对一些内部环境和细节的把控，都是值得关注的。

还要看看美女多不多，好公司、好单位自然是美女如云的那种，因为有钱的地方才能吸引美女。还有一点要注意，看调研时间的长短，注意提问的顺序和数量。

3) 事后总结

事后，主要是将调研的所见所闻迅速记下来，整理思路。此外，海外一家做空机构的调研经验很值得学习：浑水公司，他揭露了不少中概股造假问题，比如东方纸业、绿诺国际、中国高速频道、多元环球水务和嘉汉林业，其中绿诺国际和中国高速频道已退市，多元环球水务已停牌。

他如何调研发现问题的呢？总体看其调查体系，可以分为两个相互渗透的方式：查阅资料和实地调研，调查内容涉及到公司及关联方、供应商、客户、竞争对手、行业专家等各个方面。有这么几条值得我们学习：

一、查阅资料

在选定调研对象后，浑水会对公司的各种公开资料做详细研读。这些资料包括招股说明书、年报、临时公告、官方网站、媒体报道等，时间跨度常常很大。

根据这些信息做了顺藤摸瓜式的延伸，进一步查阅了并购对象的官网、业务结构等。

二、调查关联方

关联方一般是掏空上市公司的重要推手。关联方包括大股东、实际控制人、兄弟公司等，还包括那些表面看似没有关联关系，但实际上听命于实际控制人的公司。

三、公司实地调研

浑水的调研工作非常细致，调研周期往往持续很久，比如对分众传媒的调研时间长达半年。

调研的形式包括但不限于电话访谈、当面交流和实地观察。正所谓“耳听为虚，眼见为实”，实地调研的结果往往会大大超出预期。

四、调查供应商

为了解公司真实经营情况，浑水多调研上市公司的供应商，印证上市公司资料的真实性。同时，浑水也会关注供应商的办公环境，供应商的产能、销量和销售价格等经营数据，并且十分关注供应商对上市公司的评价，以此作为与上市公司公开信息对比的基准，去评判供应商是否有实力去和被调查公司进行符合公开资料的商贸往来。浑水甚至假扮客户去给供应商打电话，了解情况。

五、调研客户

浑水尤其重视对客户的调研。调查方式亦包括查阅资料和实地调研，包括网络调查、电话询

问，实地访谈等。浑水重点核实客户的实际采购量、采购价格以及客户对上市公司及其产品的评价。

核对外下游客户的实际采购量能较好地反映上市公司公布信息的真实性。客户对上市公司的评价亦是评判上市公司经营能力的重要指标。

六、倾听竞争对手

浑水很注重参考竞争对手的经营和财务情况，借以判断上市公司的价值，尤其愿意倾听竞争对手对上市公司的评价调查，这有助于了解整个行业的现状，不会局限于上市公司的一家之言。

七、请教行业专家

正所谓“闻道有先后，术业有专攻”，请教行业内的专家有利于加深对行业的理解。该行业的特性、正常毛利率、某种型号的生产设备市场价格，从行业专家处得到的信息效率更快、可信度更高。

八、重估公司价值

浑水亦善于通过供应商、客户、竞争对手以及行业专家提供的信息来判断整个行业的情况，然后根据相关数据估算上市公司真实的业务情况。

价值重估不可能做到十分准确，但是能大致计算出数量级，具有极强的参考意义。为了达到做空的目的，浑水在狙击上市公司的时候，不排除有恶意低估其资产价值的可能，但就调研方法而言，确有值得借鉴之处。

由于浑水的调研体系全方位覆盖了被调查对象的情况，如果想彻底蒙骗过去，那得把所有涉及的方面都做系统的规划，这不仅包括不计其数的公开资料都口径一致，也得和所有客户、供应商都对好口供，还得把工商、税务、海关等政府部门圈进来。如此造假，成本极其高昂，绝对不比做个真实的公司去赚钱来得轻松。

20.3. 买入与卖出

怎样获取投资线索？

(1) 阅读公告：盈利的关键性指标趋好（比如，白酒和家电行业的预收款）；高管增持更具有有效性；社保、QFII 和险资持仓。

(2) 社交网络关注与自己投资理念一致的高手：有持续、可证实的业绩；经历 2 轮牛熊的考验。

(3) 日常生活的感知体悟。

巴菲特的选股方法适合我们吗？

每一个投身股票市场的人或许都在被股神巴菲特创造的财富效应所感召，设想自己也能通过投资股票实现巨大财富积累。实际上，巴菲特的投资方法和理念虽然适合于绝大多数投资者学习，但其创造辉煌的盈利模式却很难复制。巴菲特可以通过其控股的保险公司，以固定的资金成本运作巨额资金，这样，即便巴菲特只做低风险的价值型股票，每年平均获取 20% 出头的投资回报也可以让他成为世界首富。但不是所有人，包括绝大多数机构投资者在内都能拥有保险公司的资金运作平台。

不过，巴菲特的成功和其广为流传的选股方法至少能给普通投资者以信心，明白股票投资并不是“火箭科学”，都是些容易理解的东西，并非只有华尔街那帮专家才能胜任。但是，为什么没有涌现出许许多多的巴菲特呢，尤其是在同样白手起家的个人投资者群体里。

这里有些“基本面”的原因，比如大多数投资者不会像巴菲特那样痴迷于投资，将其视为职业，只是作为一种理财的手段，每个人还有各自的本职工作。更重要的原因，在我们看来，是来自于“技术面”，既许多投资者没有正确领会和使用巴菲特的方法，导致投资成绩不突出甚至还发生亏损。

在国内日益高涨的学习巴菲特热潮中，需要给大家做一些注释，来争取实现最好的应用效果。以下在总结巴菲特最著名的选股标准的同时也指出一些投资者容易走入的误区。我们可以崇拜巴菲特这个人，把他看作一个符号和标杆，但对巴菲特的投资方法还要学会辩证使用：

第一条：找那些业务容易理解的公司

大家都知道，巴菲特不会去购买那些业绩高速增长，股价飙升的高科技公司股票，即便是他最好朋友比尔·盖茨掌管的微软公司的股票，他也从不羡慕那些在科技股里暴富的投资者。巴菲特坦言他看不懂高科技公司的业务，更偏向于那些未来 10 年内业务发展都能看清的行业和公司。

在这里，投资者需要明白的是，看懂公司业务无疑是最基本的要求，但公司业务或称商业模式是否容易理解是个相对概念，简单的商业模式并不应当成为一种追求。相反，正因为简单，那个领域很可能容易进入，竞争激烈，很难诞生出业绩和股价高增长的公司和牛股。

容易理解不等同于简单，对于巴菲特而言，消费品、保险和出版可能是他容易理解的业务，对于其他一些投资者，理解复杂业务模式则并不存在难度。例如，在很多投资人眼里业务和产品很复杂的化工行业，一个有多年化工从业经验的业余投资者可能在 02，03 年就知道国内 MDI 的紧俏及国产化率提升的讯息，他自然会提前找到烟台万华（600309.SH）这支牛股。所以，在自己熟悉的行业或有个人兴趣的行业进行研究和选股，而非仅局限于简单的行业是更为准确的说法。

第二条：高净资产收益率（ROE）

巴菲特喜欢使用净资产收益率（ROE）这一衡量公司盈利能力最为常见的指标，倾向于挑选那些可以掌握未来 10 年以上 ROE 变动的公司，更加中意那些不需要股东不断注入资本金来扩大生产，就可以提升业绩和 ROE 的公司。

比如巴菲特在上世纪 90 年代买入的“华盛顿邮报”，该公司多年以来 ROE 都保持在 15% 以上，是报业同行平均水平的 2 倍。“华盛顿邮报”之所以能实现出众的 ROE 除了经营有方外很大程度上是因为报业盈利模式的特性，既多印报纸不需要新增许多投资，而带来的广告销售却能大幅增长。

针对这一条，投资者需要注意的是，高 ROE 的公司虽然容易受人宠爱，但由于 ROE 来自于净利润÷净资产，而净利润可能包含许多非主营业务带来的利润或一次性收益，尤其是在目前 A 股公司中较为普遍，

所以并不是一个衡量公司盈利能力很可靠的指标。投资者需要观察上市公司及其同行业公司多年的 ROE 变动，这些 ROE 还得是剔除非经常损益的，才可以得到公司真实的盈利水平及孰优孰劣。

这还不够，更重要的是未来 ROE 会保持在什么水平。仍以“华盛顿邮报”为例，由于互联网的普及，在线报纸和新闻以更划算的成本对传统报纸出版构成冲击，这是未来的趋势。现在“华尔街日报”网站就做得很成功，订户数和广告额都在大幅增长。如果“华盛顿邮报”还坚守传统的模式，无法成功转型，其未来的 ROE 相对于竞争对手的优势就很难保持。所以，高 ROE 还得有高质量，并且未来可以持续，不应把 ROE 看作一个静态的指标。

第三条，要有持续充沛的自由现金流（FCF）

巴菲特非常在意公司产生自由现金流（FCF）的能力。FCF 是公司的经营性现金流——公司对营运资金与资本性开支（主要是固定资产）投资的总和。巴菲特喜欢 FCF 和喜欢 ROE 本质上是一回事，都是希望能找到不必通过股东的后续投入或举债就能实现业绩和现金流的增长或至少保持稳定，这当然在投资者眼里是好公司了。

比如在巴菲特投资记录里的一次罕见投资——“TCA 电信”，这家公司在 1999 年巴菲特买入时估值已高高在上，本不符合巴菲特买价值型便宜股的思路，但是它每年 1 亿美元以上 FCF 还是构成极大诱惑，虽然买的时候很贵，但还是一次成功的投资。到 2005 年时，“COX 电信”巨资收购了“TCA”，巴菲特成功退出。

如果说 ROE 是反映公司为股东创造的帐面利润，FCF 就是给股东带来的真金白银。但是，对于当前 A 股市场上的上市公司，都有很强的业务扩张冲动和机遇，每年对营运资金和固定资产的支出都在增长，FCF 这个指标势必看上去不会太漂亮，如果仅因为公司的 FCF 因为资本性开支巨大表现不佳而失去投资者青睐，恐怕很难找到满意的 A 股公司，会失去很多机会。

在 A 股这个新兴市场里，成长性更为主要，即便是那些在成熟市场里被视为防守型和收益型的股票，在中国也面临有很多业务扩张机会，这是由整体经济都处在投入期决定的。所以，对经

营性现金流是要重点关注，来判定其盈利质量，但对 F C F 则不必太苛刻，只要公司能把钱花在刀刃上就好。

第四条，低负债

巴菲特青睐低负债公司的理由不适合于大多数投资者，尤其是个人投资者。例如，在上世纪 90 年代巴菲特入主两家保险公司“G E I C O”和“通用再保险”，表面上说是因为这两家公司负债率极低，实际上巴菲特是看中两家保险商每年手上有两百多亿美元的闲散资金可供他投资使用。

所以，除非投资者是想去相对控股一家上市公司，否则低负债不能成为一项选股的决定因素。当然，如果资产负债率长期在 50%，甚至 70% 以上的公司，也是很麻烦的，但如果公司资产负债率长期低于 10%，也不完全是好事，很可能说明这家公司安于现状，不敢投入或没有投入的机会，未来成长性就值得怀疑。在 A 股市场，选择资产负债率在 20%—50% 的公司是更实际的标准。

第五条，优秀的管理层

巴菲特说过，买一家公司的股票就是在买这家公司的管理层，他会亲自通过各种渠道来求证公司管理层是否值得信赖，他所看上的管理层都是把热爱所从事的事业放在第一位，收入则是其次。这是很聪明的做法，巴菲特和他所投资公司的管理层都明白究竟什么是确保卓越的因素，这不是仅靠金钱的奖励就能办到。

前面的选股标准多少都可以量化，但选人就复杂了，尤其对于资源有限的普通投资者甚至是机构投资者，很少有能像巴菲特那样火眼晶晶，也较少有和公司高管密切沟通的机会。如果不能亲自判断，也别道听途说，把握不了的东西就最好别作为投资依据。作为一个主要靠媒体宣传了解公司高管的普通投资者，不能以“我相信谁谁谁”来作为投资持股的关键依据，把握公司及所在行业基本面变动才是更靠得住，更实际的做法。

总结

关于巴菲特，有一点不必怀疑：他所说的话都是对的，但是，只适合于他本人或他所在的那个市场，其他人仅照搬方法恐怕很难奏效。所以，最重要的不是去学习任何人的所谓选股标准，而是理解其背后的道理，结合适合自己的投资目标，在能够发挥自己专长的领域活学活用。

选股方法

在选择股票的时候，价值投资者应该：

- 1 把关注点放在投资目标上
- 1 使用资产负债表与损益表获得内在价值的范围
- 1 寻求安全边际
- 1 评估定性因素
- 建立安全边际

建立安全边际首先就是根据股票的内在价值来定义股票价格的范围。坚实的剩余价值则可以创造出让人舒服的安全边际。

要建立安全边际，应该遵循以下做法：

1 在整个股市处于低潮的时候买进股票，那个时候会有许多价值被低估的股票。（市场周期将在第七章说明）。

1 寻找暂时处于逆境的公司。

1 就算是在股市的市值没有被特别低估的时候，寻找被人忽略的股票。找到这样的股票时可能的。第五章提过的克莱斯勒公司就是一个例子。尤其在熊市的时候，更容易找到超值股票。倒是在牛市，投资者得花更多的工夫才能有所得，就如同格雷厄姆和多德说的：

不管在哪种情况下，就如同分析师所估计的，安全边际就等于公司在股票最低内在价值以下进行股票交易的价格上的折扣。

检查管理层

管理层必须行之有效地让明天的公司股票比今天更加值钱，这样的话题总是不时出现。这个我们知道。投资者最需要管理层做的最重要的事情就是，经营一家赚钱的公司。然后，他们希望

这些利润可以被合理使用以增加股东权益，公司净值，或着两者兼得。

“把股票从投资者手中买回来是公司奖励投资者最简单也是最好的办法，”富达麦哲伦基金的前经理人彼得·林奇解释说，“买回公司股票的替代方案有（1）提高股息，（2）开发新产品，（3）启动新的营运部，以及（4）购并。”林奇如此说道。

最后三项替代方案对投资者提供回报率保障力度较弱，但不管怎样，对于公司的影响绝对是积极的。

挖掘价值被低估的股票

价值被低估的股票可以被投资者在股市波动时从一堆低价股票当中挖掘出来，或者在股价总体并不低迷的时候从被忽略的股票中找出来。这类暂时的廉价股票，通常在该公司遭受接二连三的坏消息的打击时出现。在许多这样的投资者对最初的消极消息反应过度的时刻，一些基础条件完好的股票就会被低估价值——至少在投资者们的歇斯底里平复之前如此。

防御型投资者的选股方法

高度资本保障的投资者，在检查公司时应该考虑以下 7 个要求：

- 1 足够的规模（年销售额 1 亿美元，其中至少 5000 万美元是资产）
- 1 足够坚实的财务状况（流动比率为 2：1）
- 1 过去 20 年持续发放股息
- 1 至少 10 年内没有出现盈利赤字
- 1 过去 10 年盈利增长率至少 33.3%以上
- 1 股价不超过资产净值的 1.5 倍
- 1 股价不超过过去 3 年平均盈利的 15 倍

投资组合管理规则

格雷厄姆在 1975 年的一场演讲中建议了下列这些投资组合管理规则：

- 1 建立一个随机选择的符合下列条件的 30 多支股票的投资组合。
- 1 设定目标利润，每支股票在未来两年内获得成本 50%以上的利润。
- 1 所有没有在两年内达到获利 50%目标的股票，应该在两年期满后以市价卖出。

对于这个投资组合，格雷厄姆建议投资者应该选择的股票应当符合下列标准：

- 1 一个吸引人的市盈率（或是盈利对股价的比率，即市盈率的倒数），相当于过去 12 个月慕迪 AAA 级债券收益率的 2 倍，或是市盈率不得低于 10
- 1 一个吸引人的股息收益率（在大多数市场中，范围应该在 3%到 6%之间）
- 1 价格低于账面价值（如果你能找到这样的股票，占账面价值的三分之二的股票最好）
- 1 价格应该远低于之前的最高点（可能占过去两年市值最高点的一半）
- 1 吸引人的价格与过去盈利的增长相关（市盈率低于过去 7 到 10 年的平均市盈率）

要点：

- 1 寻求安全边际：

我们通过坚持安全边际，或高出股价的价值之间的差额，而获得了这样的保护。潜台词就是，即使后来发现股票没有看起来的那么吸引人，但结果仍然会是令人满意的[11]。

- 1 通过衡量公司的历史、关键数字和管理等来寻求品质。

1 小投资者或新进投资者应该避免购买新成立的公司或实质上是新公司的股票，避免在市场上交易，避免购买所谓的增长型股票，尤其是在购买狂热高涨的时候。

- 1 遵循格雷厄姆和多德的劝告，自己独立思考：

大众购买的股票恰恰是有人想要卖给他们的，并且对销售付出的种种辛苦最后却让卖家得利，而不是买家

建立投资组合

分散投资第一诫

我的基本原则是，投资者应该总是把最低 25%的投资放在债券或债券的等价物上，再把最低 25%的投资放在流通股票。余下的 50%投资者可以根据股票和债券的市价变动，调整股票和

债券的投资比例[8]。

格雷厄姆解释说债券、债券等价物和现金有下面几个好处：

1 作为保护

1 作为价值的仓库

1 有时可以作为更高投资回报的来源——虽然这样的时刻通常是一闪而过。

分散投资第二诫

任何投资者的投资组合中都应该有合理数量种类的股票——或者，就如同格雷厄姆所解释的，“适当但不过分的分散投资”。

我们最主要的操作手法之一就是无差别地买入价格低于净流动资产的普通股，之后卖出时，通常可获得 20% 或以上的年收益率。在任何一个给定的时间，我们的投资组合中通常都有 100 多支类似的超值股票；在过去的三十五年中，这个投资组合中所涉及的全部股票有 90% 收到了令人满意的利润[9]。

股息再投资

股息再投资计划是指把公司的股息自动再投资，买入更多的公司股票。投资者买入最低股数的公司股票之后就可以通过公司加入这项计划。有些公司会自行吸收证券交易费用，或者收取相对较少的交易手续费。所购买的股票价格基于该公司为这个计划所购买的股票的平均成本。当然，并不是所有的股票都会发放股息，也不是所有的公司都会为投资者提供这样的服务。

耐心

一般来说，投资者常常会在买进股票最开始的两到三个月内每天在报纸上的查看股价。当股票下滑，甚至在买进时的价格水平原地踏步，投资者都会觉得泄气。格雷厄姆认为，这是不必要的：

每一个投资者都应该在财务上与心理上为短期内糟糕的表现做好准备。举例未说，1973 年到 1974 年之间股市下滑，投资者在账面上多有损失，但如果他坚持下去，1975 年到 1976 年市场就开始反弹，在这 5 年期间里，他的平均回报率就是 15%[9]。

修枝剪叶

一支股票从价值被低估到价值被高估可能要花费 3 到 5 年的时间。偶尔的，环境也可能会表明这支股票没有办法达到投资目标（当基础条件出现重大变化的时候），遇到这种情况就应该毫不犹豫地卖掉。

然而，有的例外的股票应该比一般股票持有时间更长，因为这些公司的增长潜力会持续多年。它们的内在价值，或者是对股东的未来价值，总是领先其市场价格一步。这类的股票也是实际中不变的投资组合中的基础组成部分。

要点：

1 建立合理的目标。平均年回报率是 12% 到 15% 就已经算是很不错了。

1 无论什么时候，请将投资资金中至少 25% 的部分投资在债券或是债券等价物上。

1 无论什么时候，请将投资资金中至少 25% 的部分投资在股票上。

1 如果没有坚定的理由，就不要卖掉股票。

1 要有耐心。

寻找买卖股票的最好时机

关于购买股票的时机费舍给投资者们提供了四点建议。

第一个买进的时机是在公司的起步阶段（天使、VC、PE）。由于 A 股上市时是有盈利条件的，因此广大的 A 股投资者基本没什么机会。

第二个买进的时机就是公司出现负面消息的时期。比如说，罢工、营销出现失误，或遇到了其他偶然情况。这时候公司的股票很可能会出现抄底的价格，但公司本身的经营没有出现严重的问题，还有很好的发展潜力。（ST 伊利、塑化剂与限制三公消费后的茅台等等）

第三个有利的买入时机出现在资本密集型行业，如化工，这些行业需要大规模的工厂投资时。这种情况 A 股并不是非常适用。

第四个买进时机是在企业发生转型的时候。良好的买入时机发生在公司谋求转型、开创新产品、新事业的“阵痛”中。

费舍对股票的买点很有研究，同样他也绝不忽视对卖点的分析和选择。费舍卖出股票有三个原则。

第一个原则，当他发现买入后的公司实际的情况不如想象中的好，决定出现错误的时候，他会立刻果断地卖出股票，防止被套牢。

第二个原则，在所持有的股票随着时间的变化逐渐远离购买时的良好基本面的时候，费舍也会果断卖出。（管理出现了问题或已经成熟）

第三个原则，当费舍发现了比他手中股票更好的投资对象时，他也会卖出股票。（详见彼得林奇竞争对手说）

那么，股票最佳的卖出时机到底是什么时候呢？费舍的回答是：“一旦一只股票的价格达到或超过其实质价值时，就应该选准时机卖出。”投资者应该根据手中的资料结合股市大盘的走势、自己的心理盈利价位，选择获利时机。只要这个时机到了，同时没有其他意外发生，投资者就可以果断地卖出股票。

“适时进入股市，在没有理由的情况下不轻易退出，抓牢几只重要的成长股，长时期持有。”这是费舍在投资界屡战屡胜的重要法则，值得所有投资者学习借鉴

20.4. 做成功的投资人



小白如何股票投资

首先，参考巴菲特的方法。沃伦·巴菲特是全球金融投资界最富传奇性人物，是唯一通过股票投资跻身于全球富豪排行榜的投资家，人称“股神”，并多次荣登全球首富宝座。巴菲特认为，他的成功主要得益于反复阅读上市公司财务年报，年报是他股票投资的主要依据。巴菲特一语道破天机：“别人喜欢看《花花公子》杂志，而我喜欢看公司财务报告。”可见，在寻找股市宝藏的路上，财报就是巴菲特的寻宝图。巴菲特总结了三大要点：第一，不懂财报别投资；第二，看财报首先看真假；第三，看财报关键看优势。

中国看年报的地方是巨潮资讯网，<http://www.cninfo.com.cn>，中国证监会指定信息披露网站。投资步骤：

1. 发现线索。可能是朋友推荐，可能是新闻，可能是券商报告，也可能是生活中的启发。确定目标公司后，先去巨潮资讯网看年报。
2. 对公司有基本了解后，根据自己的知识经验能力，预测公司未来利润状况。
3. 去互联网股票社区，如雪球、东方财富网，查看网友们对这个公司的看法。综合这些信息形成自己的判断。未来成长情况和目前估值状态。
4. PE 指标检查。理论上 PE 表明了股票的贵贱。
5. 买入、跟踪，并验证自己当初的判断；不断累积经验。这个过程需要 5 到 10 年，争取在 30 岁之前基本理解股市。40 岁前无价投，这一说法有参考意义。
6. 没有人愿意慢慢富有。不愿意慢慢富有的年青人，结果是，在年老时也没有富有。

巴菲特 99% 的财富是在 50 岁以后赚到的！巴菲特目前至少有 633 亿美元财富，有 627 亿美元是 50 岁后赚到的，其中 600 亿美元是 60 岁后才赚到的。可以这么说，巴菲特一生绝大多数财富是 70 岁以后赚的，而相对目前 633 亿巨大财富，50 岁的巴菲特貌似还算“穷光蛋”。

普通人的实用投资建议

1、对于绝大多数人来说，一生最好的股票投资，就定投指数基金。投资是件非常专业的事情，想做好要花费很多的时间和精力，很多人一辈子都学不会。不买股票，又想获取股市的平均收益，最好的方法就是定投指数基金。从历史周期看，沪深 300、中证 500、标普 500 和纳指 100，这 4 只指数对应的指数基金，就都有配置的价值。

定投适合普通人投资，并非最优选择，定投的优势在于，简单，易操作，可以降低持仓的整体波动，避免因择时产生的困扰，获得更好的投资体验。

2、如果一定要买股票，尽量避免在牛市进场，牛市是绝大多数人亏损的原因。

很多人进入股市的原因非常相似，就是看到身边的人靠炒股赚到了钱。非常残忍地说，当一个对投资一无所知的门外汉，都可以在股市里大赚的时候，这往往已经是到了牛市的末期，这时候市场最疯狂，赚钱效应也最明显。

首先，你必须了解自己的天性。每个人都必须在考虑自己的边际效用和心理承受能力后才能开始加入游戏。如果亏损会让你痛苦——而且有些亏损是不可避免的——那你最好明智地毕生都选择一种非常保守的投资和储蓄方式。所以你必须将自己的天性和天分融入到自己的投资策略中。我不认为可以给出一种普遍适用的投资策略。”

然后，你要搜集信息。“我相信沃伦和我从优秀的商业类杂志中学到的比其他任何地方学到的都要多，”查理说，“只要很快地翻阅一期又一期的杂志，就可以得到各种各样的商业经验，这种方法是如此简单而有效。如果你在潜意识里养成一种习惯，把读到的东西和所证明的基本概念联系起来，渐渐地你就会累积起一些有关投资的智慧。如果没有进行过大量的阅读，你不可能成为一个广泛意义上真正出色的投资人。我认为没有一本书能为你带来这些好处。”

每年在伯克希尔的年度股东大会上芒格都会推荐一些阅读材料，覆盖面很广。其中包括《价值线》发布的投资调查表；《影响力》，其中分析了人们是如何经过劝说买下商品或是做出其他行为的。最近他还推荐了罗伯特·哈格斯特龙的新书《沃伦·巴菲特的投资组合：掌握集中投资策略的力量》。

芒格解释说，一个人的阅读范围不应该是随机的：“你必须对自己为什么要搜集这些信息有一个概念。不要用弗朗西斯·培根教你学科学的方法来看年报——顺便说一句，你也不该用那种方法学科学——那样做的话你只是在搜集无穷无尽的数据，要很久以后才能弄明白这些数据的含义。你必须在开始之前就想好要了解哪些事实，然后去判断所看到的数据是否符合基本概念。”

“通常你需要评判一门回报很好的生意。接下来的问题是：‘这样的情况能持续多久？’我只知道一种方法来回答这个问题，那就是思考是什么造成了现在的局面——然后去弄明白造成这些结果的动力多久后将不复存在。”

这种思考方式帮助芒格和巴菲特辨别一家拥有特许经营或者一款特定产品的公司，这种情况被称为公司业务的“护城河”。拥有一个强有力的品牌就能让公司看起来不可战胜，有好几个公司都可以用来作为例子。可口可乐就是这样一家公司，虽然遭受着一次次的挑战。芒格还拿箭牌口香糖来举例。

“成为目前世界上最知名的口香糖公司所拥有的优势是非常巨大的，你只需想一想要替换这一形象会多么困难就知道了。如果你知道自己喜欢箭牌口香糖，看到货架上有两个品种，你难道真的会因为某品牌口香糖只卖 20 美分而把一片不知道是什么东西的东西塞进嘴巴里吗？换一个口香糖品牌不值得付出这样的代价。所以很容易理解为什么箭牌口香糖有如此巨大的优势了。”

一旦抓住了公司的价值所在，接下来你就要确定如果全面买下的话，这家公司值多少钱，或者对于普通投资者来说，只是在股市里买一部分公司的股票，股价应该是多少。

“像箭牌口香糖这类的投资项目的问题在于每个人都看得出它的生意很好。所以你看股价心里会想：‘老天啊！这个股票比账面价值高 8 倍，其他所有股票都只有 3 倍而已。’于是你认为：‘我知道这个股票很好，不过它的价格是不是已经高得超出它的巨大优势了呢？’”

是否有能力回答这样的问题就解释了为什么有人投资成功而有人没有。

“不过话说回来，要不是这个问题有一点难度的话，每个人都会变得有钱。”芒格坚定地认为。

长期观察行业情况会让投资者在这类问题的思考上有更好的洞察力。芒格说，他还记得以前有很多市中心百货商店，看来是不可战胜的。他们为顾客提供大量购物选择、购买力强大，还拥有城里最贵的物业，商场街角多条有轨电车线路经过。然而，随着时间的推移，私家车成了主要的交通模式。有轨电车的轨道消失了，顾客们搬到了郊区居住，购物中心成了主要购物场所。我们生活中一些简单的变化就能完全改变一项业务的长期价值。

芒格总是激烈地反对一些特定的经济理论和商业惯例，同时非常享受他的地位和财富给他带来自由表达意见的权力。比如说，在投资方面有一种理论叫作“有效市场理论”，对于那些孜孜不倦宣传这一理论的简化版的那些投资者和学者，芒格永远都很生气。

“要是你觉得美国的心理学教得不好的话，就该去看看公司的财务状况。现代投资组合理论根本就是疯狂的说法！”芒格向公众宣布。

主流商学院中普遍教授这一概念，认为所有上市公司的信息都会迅速在投资市场传播开来，让投资者之间没有优势差别。没有人能真的击败市场，因为新闻所引起的股价调整进行得非常快。

芒格回忆起一名有效市场理论专家，此人多年来一直都在解释巴菲特的成功只不过是运气好罢了，这份评论工作成了他的职业。由于巴菲特的表现保持稳定甚至有所进步，要把巴菲特说成是一个特例变得越来越难。“这个理论专家最后动用了6西格玛理论——6个标准偏差——成就了巴菲特的幸运。不过那时，人们开始嘲笑他，因为6西格玛的幸运可真是非常幸运的事情。他怎么做的呢？他改变了自己的理论。现在，他宣称巴菲特有6~7种神秘的技术。”

财经作者迈克尔·刘易斯也将巴菲特形容为一个贪婪的操控者，说他的成功总体来说也只是个偶然事件。芒格驳斥了他的说法：“按照他的说法，沃伦40年来的成功是因为他扔了40年的硬币，而40次都扔出了头像那一面。对此我只能说，如果他真的相信这一点，我想我有一座通往成功的桥可以卖给他。”

毫无疑问，无论伯克希尔的表现达到什么样的高度，主要还是因为芒格和巴菲特在一些常识方面达成了共识。举个例子，他们对于常见的财务指标 β 不予理睬，这个指标表示的是一个股票相对于整个市场的波动程度。如果一家公司的 β 值比市场平均值要高的话，很多专业投资者都会认为该股处于高风险位置。

“强调公司财务的波动性在我们看来完全是胡说八道……”芒格说，“让我这么说吧：只要大牌在我们手里，同时我们没有打算冒险掷一次骰子就把整家公司输精光的话，我们也就不会在乎波动性造成的结果。我们真正想要的是有利的大牌，在伯克希尔波动性最终自然会发生。”

监管者允许将股票期权计入账本，这样一来它们就不会显示为公司的成本，芒格和巴菲特对此都非常愤慨。他们几乎在每年的股东大会上都会提到这个问题。

“在大型美国公司中没有合理、诚实的记账方式是完全错误的，”芒格说，“不让小腐败问题产生是至关重要的，因为它们很快就会演变成大腐败，然后你就要永远面对这样的问题了。在美国允许将股票期权计入账本就是一种腐败，这种行为可不是什么好事。”

巴菲特和芒格在大多数事情上意见一致，不过对于公司收到别人主动提出的招标邀请该怎么办时，巴菲特说他的立场是坚决维护股东利益，而芒格则认为有些项目牵涉到社会利益，应该有相关法律来管理此类交易。

“如果有一个小型的家族业务，拥有一座剧院，那么是否出售这座剧院完全应该由股东们决定，对于这点我完全同意。不过一旦你成了一家大型社会机构，在特定的条件下，随着一波又一波的收购，变成了一个庞然大物，这种情况会让我困扰。所以，我认为应该有相应的法律来制止这种事情的发生。”芒格说。

如何才能成为一个成功的投资者

- 弄清楚我是谁？我有什么优点和缺点 人贵有自知之明，在股市上如果你不知道谁是韭菜，那么至少知道自己可能就是韭菜，也就不会把全部身家押上来炒股了。
- 选对正确的市场 中国的股市牛短熊长大家都知道，而美股却是牛长熊短，不同市场的选择，收益不同一目了然。
- 要有独立清晰的理念，如：价值投资 没有独立的投资理念就准备好当韭菜吧！
- 全球化的视野 一带一路牛在哪里？那是从全球视界为中国谋利益。现在的越南相当于中国上世纪80年代末。当从全球眼光去看问题的时候，很多机会是确定的。
- 选对圈子 这是一个许多人都不愿意提起的潜规则。但是做投资圈子的作用是相当重要的，圈子就是机会，圈子就是钱脉，能在股市上赚钱的人都有自己的小圈子。



伟大投资者的十个特征

瑞信董事总经理、全球金融策略首席 Michael J. Mauboussin 值其在华尔街激荡已满三十年之际,特地撰写了一篇特别版报告,将其过去三十年来总结的伟大投资者的十个特征与投资者共享。因为 Mauboussin 本人是股票分析师出身,且在哥伦比亚商学院教授了 24 年《证券分析》,所以其更偏向于从股票投资者的角度,来描述伟大投资者的特征。即便如此,十个特征中关于面对人类“心理陷阱”和“心理弱点”的挑战、对持仓仓位比例控制和对组合的构建等方面的“描述”,对于任何类型的投资均有普遍意义。

1. 对数字敏感

要成为成功的投资者必须要对数字敏感。虽然投资决策中很少涉及复杂的计算,但成功的投资者具有对数字和概率的“感觉”。

对数字敏感的重要体现之一,是理解财务报表。会计是一种商业语言,伟大的投资者对报表驾轻就熟,因为报表向他们展示了一家公司在过去和未来的表现。

熟稔财报的目标有两个,第一个是将财报的枯燥数字转换成体现公司价值精要的自由现金流 (free cash flow)。计算自由现金流需要用公司的现金收益减去公司投资对现金的消耗,公司投资包括了流动资金投入、现金收购和资本开支等。自由现金流是扣除对未来发展投入的现金后,“剩余”的可向股东分配的现金量。

虽然收益是衡量公司经营表现最常用的指标,但伟大的投资者非常清楚收益增长跟价值增长是两回事。如果公司对未来的投资不足,或投资未能产生“合适”的收益,公司可以在增加收益的同时毁灭价值。所以精明的投资者一般更关注未来自由现金流的现值所代表的公司价值,而非公司当期收益情况。

熟稔财报的第二个目标是理解公司战略与价值创造间的联系。最简单的方法是对比同行业两家公司财报的每一条数据,从公司分配资源的方式推出其在行业竞争中所处的位置和所采取的竞争策略。

更简便直接的方式是看公司的投资资本回报率 (ROIC: Return On Invested Capital)。ROIC 由两部份组成,盈利率 (税后净营业利润/销售收入) 和资本流速 (销售收入/投资资本)。拥有较高盈利率和较低资本流速的公司采用的是差异化竞争策略;而拥有较低盈利率和较高资本流速的公司采取的是价格策略。因此,对公司赚钱能力的评估,本质上是对公司能维持现有竞争优势多长时间的评估。

2. 理解价值 (自由现金流的现值)

过去三十年金融市场发生了翻天覆地的变化,回头看看投资领域什么变化了,什么没有变,最终会发现多数东西都变了。上市公司的半衰期大约是 10 年,从足够长的时间跨度来看,可投资的公司如走马灯般在切换。然而有一点是亘古不变的:未来现金流折现后的现值决定了资产的价值,不管是股票、债券还是房产莫不如此。当然评估现值对于股票投资者而言更为困难,因为价值中的三大要素:现金流、时间和风险在股票投资中都是由预期决定,而相较之下,债券投资中的现金流和时间因素都是由合约事先规定好的。

伟大的基本面投资者关注并理解自由现金流的重要性,即其可持续性。具体而言,需要综合考虑公司所处的行业生命周期,公司在整个行业竞争中所处的位置,行业的进入门槛和公司管理层配置公司资源的能力等。所以伟大投资者都非常清楚表面指标,如市盈率和企业价值倍数等的局限性。这些指标并不直接代表公司价值,而只是评估价值过程中需要用到的中继工具而已。

3. 正确评估公司战略 (即公司如何赚钱)

这一能力有微观和宏观两个方面。微观方面,伟大的投资者对公司如何赚钱有深层的理解,他们会细看整个公司的经营。举例来说,对于零售企业的分析需要细化到:建店的成本、购置商品库存的成本、开店后的营收、利润率等等。对于这些行业细节有所了解,才能真正理解整个公司的经营。伟大的投资者对于自己投资的公司如何赚钱可以娓娓道来,如数家珍;他们从来不投资自己不了解的公司。

宏观方面,是对公司竞争优势可持续性的理解。只有有竞争优势的公司才可能赚钱,其竞争

优势在财务上的体现就是，投资回报率高于其投入资金的机会成本。伟大的投资者理解所投资的公司行业中的独特地位，被投资的公司最好具有能够防止竞争者持续进入的“防御性优势”，这种优势的可持续性是公司估值的重要考量。

4. 知道真正该比较的是什么

比较在投资世界中俯拾皆是：股票与债券比、主动投资与被动投资比、价值股与增长股比、一只股票与另一只股票比，投资者们每天都在做各种比较。

但真正区分一般投资者和伟大投资者的，是会不会比较基本面和预期。公司的未来表现，销售增长、营收利润率和投资回报等方面反映了公司的基本面；而预期是市场目前对于公司未来表现的集体估计，直接体现在股价中。

要在市场中赚钱，就必须能够识别出市场预期定价中的“错误”。多数投资者都不具备这个能力，因为多数人的投资行为是基本面向好追买，基本面变差杀跌。所以伟大投资者独特的能力在于，不仅理解基本面和预期是两回事，而且还能通过比较发现这两者之间的差距。

但对于人类天生的认知能力而言，这是一项巨大的挑战。因为心理学家通过研究发现，人类并不擅长发现事物的绝对价值，但善于发现相对价值。但这在投资方面会造成很大“麻烦”，因为基于相对价值对比做出的投资决策并不是最有效的。例如，看到股价比之前高点下降了 50%，就认为出手的时机已经到了，理由是之前这只股票上次也是在下跌 50%后大幅反弹的。

另一个巨大的人性障碍是我们原先“固化”的观点会影响客观判断，我们的内心被“熟悉的偏见”所俘虏。心理学家在上世纪 70 年代初做过一项很有意思的实验：问实验群体东德和西德间的相似度高还是尼泊尔与斯里兰卡间的相似度高，三分之二的人选东德和西德；然后针对同样的两对国家，换了一种问法：东德和西德间的差异度高还是尼泊尔与斯里兰卡间的差异度高。理性客观的结果应该是有三分之二选尼泊尔和斯里兰卡，另外三分之一选东西德。但结果是有三分之二的人选了东西德。

最后一个“心理陷阱”是，人在建立因果关系关联性的时候，常常混淆表象联系和内在联系。拿鸟儿可以飞翔为例，拥有翅膀和羽毛可以飞翔是表象联系，但是鸟儿挥动翅膀通过空气原理生了拉升力，继而可以飞翔才是内在联系。所以伟大投资者在将现状与历史比较的时候，会去了解造成这段历史的内在机理，而不是仅仅是比较价格或其它表象。

5. 用概率来思考

投资是一门概率艺术。伟大投资者整个的思维框架是建立在概率上的，并在市场上寻找价格与概率错配所产生的投资机会。

虽然投资结果很重要，但是伟大投资者的关注点更侧重于决策过程，因为好的结果不代表决策过程优异。因为概率的存在，好的决策有时也会带来坏的结果，而坏的决策也会带来好的结果。但长期来看，如果拥有正确的决策过程，即便时而出现坏的结果，投资的“总成绩”也会令人满意。因此，学会将主要精力放在投资决策过程中，并接受偶尔不好的投资结果至关重要。此外需要足够长的时间和投资决策数量来让概率发挥作用。

伟大投资者的另一个伟大之处在于，他们清楚正确和错误的次数并不重要，重要的是每次正确时能带来多少收益（减去错误造成的损失）。这又是反“人性”的，因为人性是厌恶错误和损失的，但伟大的投资者摒弃了“人性”，不关注对错，只关注手中投资组合终值。

6. 更新自己的观点（观点是有待验证的假设，而非一成不变的原则）

多数人喜欢一直保持自己的观点，即便事实已经开始证明这一观点可能已经“失效”。因为人与生俱来具备保护自己的观点的“偏见”。为了保护自己的观点，多数人倾向于寻找可以印证自己观点的事实（同时忽略不利的信息），或将中性事实向有利于自己观点的方向理解。这种保护观点的行为阻止了对事件的不断思考，并避免根据新的变化做出行为上的改变。

但伟大的投资者与人性的偏见反其道而行之：他们主动寻找与自己观点向左的信息、观点和事实，并在有确凿证据证明自己观点错误时，果断更新自己的观点。看似容易的行为，实际上常人难以做到。

有研究显示，这种主动寻找与自己观点相反“论据”的人，在预测方面做得更加出色。这种主动违反人性的努力，可以对冲人内在的保护自己观点的“偏见”。

最优秀的投资者理解周围的世界处在不断的变化之中，我们的观点因此具有流动性。他们不断寻找不同的观点，并根据新信息更新自己的观点。更新观点的结果是行动：更改头寸方向或增减其在组合中的比重。

7. 理解行为偏见的存在

心理学教授 Keith Stanovich 喜欢将 IQ 和 RQ 区分开来看。IQ 众所周知代表一个人的认知能力，而 RQ (Rationality Quotient) 是指一个人做决策的能力。教授认为，IQ 和 RQ 间其实并没有太多重合。

巴菲特曾经对着两种能力做过精辟的解释，他将 IQ 比作发动机马力 (horsepower)，RQ 比作输出功率 (output)：

“我认为 IQ 就像发动机的马力，实际输出功率取决于运用 IQ 的理性能力。许多人拥有 400 马力的发动机但是仅有 100 马力的实际输出，这还比不上 200 马力但有 200 马力输出的发动机。”

心理学研究发现，多数人倾向于遵循经验法则来进行决策，因为经验性法则一般情况下是正确的，所以可以省下许多决策时间。但是经验法则决策法自身会造成偏离逻辑和概率的偏见。伟大投资者对于这些偏见的存在具有强烈的意识和深刻的理解，并有意采取各种措施来管理或减少这些偏见对于投资决策的影响。

避开行为偏见的的能力由三部分组成，一部分是天生的，一部分是后天的有意训练，最后一部分是从环境中习得的经验。伟大投资者对偏见的控制能力高于普罗大众，他们积极学习这些偏见并想方设法来管理它们，并在投资环境中不断磨练。

8. 区分信息与影响

价格本身在金融市场中就是非常有用的信息，代表了对于未来公司表现的预期。然而投资活动本身并不是一门严格的科学，它本质上是一项社会活动，因此价格承担了信息和影响的双重职责。以历史上发生的互联网泡沫为例，随着科技股价格上升，相关投资者享受到了纸面财富。但这种现象会对还未购入科技股的投资人产生了影响，让其中的一些人“经不住诱惑”而跟买。这对股价会产生“良性循环”。所以当时科技股的飞速上涨并不是因为投资者对于公司前景的疯狂信心，而更多的是受众人怕错过赚钱机会心理的驱使。

但伟大的投资者有抗拒这种影响的能力，这种能力在社交上体现为，不在乎别人怎么看你。这又是“反人性”的特征。很多优秀投资者确实展现出这种矛盾：投资决策非常优秀，但在生活社交层面却让人头疼。

成功的投资者在制定策略时会综合考虑不同观点，然后最终形成一套合理但与众人共识不同策略。众人在多数时间里是对的，但一旦发生错误，要做出与众人“对赌”决定，需要极其强大的心理承受能力。

9. 深谙头寸大小的重要意义

有一部电影讲述了一群 MIT 的数学高材生，找到了一套针对 21 点赌戏的算牌方法，然后在拉斯维加斯赌场所向披靡的故事。这个“成功的故事”背后其实是由两部分组成。第一部分是最醒目的，即他们的算牌和计算概率的能力，小组成员们分头行动，并互相沟通哪桌的概率更好。但第二重要的部分经常被忽视：小组成员们知道该如何根据概率来分配手中的筹码。

在投资领域其实也是一样：先找到投资机会，然后通过适当比例的建仓从中盈利。而几乎所有投资公司都会告诉客户自己的投资策略，但鲜有公司会透露策略的持仓情况。

一般投资组合的建立要经过以下过程：首先明确策略执行方式（在一个固定阶段内一直持有直到实现最大盈利还是连本带利滚动下注），然后寻找投资机会组合（是一组短期机会还是一组长线机会，或兼而有之），最后再考虑组合所需要面对的各种约束（流动性、投资期内可能出现的现金支取和杠杆等）。只有完全回答完以上三个问题才能有效地分配头寸。长期盈利的投资者与一般投资者的区别就在于，前者理解合理分配头寸与识别投资机会对长期盈利而言同等重要。

10. 阅读

每年哥伦比亚商学院都会送学生到伯克希尔所在地奥马哈与校友巴菲特“聊一聊”。他们回来后我都会问一下他们的收获。几乎所有学生都有些难以置信似地说，伯克希尔的大佬们建议他们每天至少读 500 页的书。

芒格说他最喜欢的是爱因斯坦的一句名言：“成功来自于好奇心、专注力、执着心和自省，而自省是指能够改变自己固有想法的能力。”阅读可以说凝聚了以上成功要素的精华。芒格接着说道：“在我认识的成功人士中，没有一个不是坚持阅读人。”

而伟大投资者一般有三个主要的阅读习惯。首先是将阅读放在重要位置。巴菲特称自己每天80%的工作时间都在阅读。其次，阅读的内容包罗万象，不仅仅局限在商业和金融领域，而是让自己的好奇心来决定阅读内容。因为其他领域的想法或信息有时在不经意间就能变成很好的投资参考。最后，阅读时持批判性思维，找出你与作者持有的不同观点。经常思考和对比与自己想法不同的观点，可以保持自己头脑的开放性。

研究发现，成功人士的阅读目的更侧重自我教育，而非娱乐。阅读对于投资者而言尤为重要，因为投资需要综合多方面的信息和想法，才能不断找到盈利机会。

至少有7个特质是伟大投资者的共同特征，是真正的优势资源，而且是你一旦成年就再无法获得的。事实上，其中几个特质甚至丝毫没有学习的可能，你必须天生具备，若无就此生难寻。

第一个特质是，在他人恐慌时果断买入股票、而在他人盲目乐观时卖掉股票的能力。每个人都认为自己能做到这一点，但是当1987年10月19日这天到来的时候（历史上著名的“黑色星期一”），市场彻底崩溃，几乎没人有胆量再买入股票。而在1999年（次年即是纳斯达克大崩盘），市场几乎每天都在上扬，你不会允许自己卖掉股票，因为你担心会落后于他人。绝大多数管理财富的人都有MBA学位和高智商，读过很多书。到1999年底，这些人也都确信股票被估值过高，但他们不能允许自己把钱撤离赌台，其原因正是巴菲特所说的“制度性强制力”（institutional imperative）。

第二个特质是，伟大投资者是那种极度着迷于此游戏，并有极强获胜欲的人。他们不只是享受投资的乐趣——投资就是他们的生命。他们清晨醒来时，即使还在半梦半醒之间，想到的第一件事情就是他们研究过的股票，或者是他们考虑要卖掉的股票，又或者是他们的投资组合将面临的巨大风险是什么以及如何规避它。他们通常在个人生活上会陷入困境，尽管他们也许真的喜欢其他人，也没有太多的时间与对方交流。他们的头脑始终处在云端，梦想着股票。不幸的是，你们无法学习这种对于某种东西的执迷，这是天生的。如果你没有这样的强迫症，你就不可能成为下一个布鲁斯·博克维茨（Fairholme Funds的创始人，选股思路深受巴菲特影响，组合集中、低换手率、很少越界）。

第三个特质是，从过去所犯错误中吸取教训的强烈意愿。这点对于人们来说是难以做到的，让伟大投资者脱颖而出的正是这种从自己过去错误中学习以避免重犯的强烈渴望。大多数人都会忽略他们曾做过的愚蠢决定，继续向前冲。我想用来形容他们的词就是“压抑”（repression）。但是如果你忽略往日的错误而不是全面分析它，毫无疑问你在将来的职业生涯中还会犯相似的错。事实上，即便你确实去分析了，重复犯错也是很难避免的。

第四个特质是，基于常识的与生俱来的风险嗅觉。大部分人都知道美国长期资本管理公司（1990年代中期的国际四大对冲基金之一，1998年因为俄罗斯金融风暴而濒临破产）的故事，一个由六七十位博士组成的团队，拥有最精妙的风险分析模型，却没能发现事后看来显见的问题：他们承担了过高的风险。他们从不停下来问自己一句：“嗨，虽然电脑认为这样可行，但在现实生活中是否真的行得通呢？”这种能力在人类中的常见度也许并不像你认为的那样高。我相信最优秀的风险控制系统就是常识，但是人们却仍会习惯听从电脑的意见，让自己安然睡去。他们忽视了常识，我看到这个错误在投资界一再上演。

第五个特质是，伟大的投资家都对于他们自己的想法怀有绝对的信心，即使是在面对批评的时候。巴菲特坚持不投身疯狂的网络热潮，尽管人们公开批评他忽略科技股。当其他人都放弃了价值投资的时候，巴菲特依然岿然不动。《巴伦周刊》为此把他做成了封面人物，标题是“沃伦，你哪儿出错了？”当然，事后这进一步证明了巴菲特的智慧，《巴伦周刊》则变成了完美的反面教材。就个人而言，我很惊讶于大多数投资者对他们所买股票的信心之微弱。根据凯利公式（Kelly Formula，一个可用于判断投资和赌博风险的数学公式），投资组合中的20%可以放在一支股票上，但很多投资人只放2%。从数学上来说，运用凯利公式，把2%的投资放在一支股票上，相

当于赌它只有 51% 的上涨可能性，49% 的可能性是下跌。为何要浪费时间去打这个赌呢？这帮人拿着 100 万美元的年薪，只是去寻找哪些股票有 51% 的上涨可能性？简直是有病。

第六个特质是，左右脑都很好用，而不仅仅是开动左脑（左脑擅长数学和组织）。在商学院，我曾经遇到过很多天资聪颖的人。不过主修金融的人，写的东西一文不值，他们也无法创造性地看待问题，对此我颇感震惊。后来我明白了，一些非常聪明的人只用一半大脑思考，这样足以让你在世上立足，可是如果要成为一个和主流人群思考方式不同的富有创新精神的企业投资家，这还远远不够。另一方面，如果你是右脑占主导的人，你很可能讨厌数学，然后通常就无法进入金融界了。所以金融人士很可能左脑极其发达，我认为这是个问题。我相信一个伟大投资家的两边大脑都发挥作用。作为一个投资家，你需要进行计算，要有逻辑合理的投资理论，这都是你的左脑做的事情。但是你也需要做一些另外的事情，比如根据微妙线索来判断该公司的管理团队。你需要静下心来，在脑中勾画出当前情势的大图景，而不是往死里去分析。你要具备幽默感、谦卑的心态和基本常识。还有最重要的，我认为你也得是一个好的写作者。看看巴菲特，他是商业世界里最杰出的写作者之一，他同时也是古往今来最好的投资家之一绝非偶然。如果你无法清晰地写作，我认为你也不能清楚地思考。如果不能清楚地思考，你就会陷入麻烦。很多人拥有天才般的智商，却不能清楚地思考问题，尽管他们心算就能得出债券或者期权的价格。

最后、最重要的，同时也是最少见的一项特质：在投资过程中，大起大落之中却丝毫不改投资思路的能力。这对于大多数人而言几乎是不可能做到的。当股票开始下跌，人们很难坚持承受损失而不抛出股票。市场整体下降时，人们很难决定买进更多股票以使成本摊薄，甚至很难决定将钱再投入股票中。人们不喜欢承受暂时性的痛苦，即便从长远来看会有更好的收益。很少有投资家能应对高回报率所必须经历的短期波动。他们将短期波动等同于风险。这是极不理性的。风险意味着你若押错了宝，就得赔钱。而相对短时期内的上下波动并不等于损失，因此也不是风险，除非你在市场跌到谷底时陷入恐慌，被损失吓得大乱阵脚。但是多数人不会以这种方式看问题，他们的大脑不容许他们这么想。恐慌本能会入侵，然后切断正常思考的能力。



股票投资中，要知道的“复利”知识

爱因斯坦说，复利是世界的第八大奇迹。

有一个古老的故事，它显示了复利效果的威力。

传说西塔发明了国际象棋而使国王十分高兴，他决定要重赏西塔，西塔说：“我不要你的重赏，陛下，只要你在我的棋盘上赏一些麦子就行了。在棋盘的第 1 个格子里放 1 粒，在第 2 个格子里放 2 粒，在第 3 个格子里放 4 粒，在第 4 个格子里放 8 粒，依此类推，以后每一个格子里放的麦粒数都是前一个格子里放的麦粒数的 2 倍，直到放满第 64 个格子就行了”。国王觉得很容易就可以满足他的要求，于是就同意了。但很快国王就发现，即使将国库所有的粮食都给他，也不够百分之一。因为即使一粒麦子只有一克重，也需要数十万亿吨的麦子才够。尽管从表面上看，他的起点十分低，从一粒麦子开始，但是经过多次乘方，形成了庞大的数字。

复利对比表（40 年）

初始投入 1 万元，你能有拥有多少收益？参照下面的表格对比一下，不同的年化收益率下，投资 5 年/10 年/20 年/30 年/40 年。

复利的稳定为王

在投资过程中，复利的稳定增长胜过大起大落。稳定赚钱胜过大赚小赔，亏损对于复利增长的伤害是巨大的，这一点有实例为证。

下面我们分别用稳定增长和大起大落两种方式做个对比：稳定增长设定年增长 25%；大赚小赔设定第一年大赚 100%，第二年小亏 30%，之后循环。这两种方式分别持续 10 年和 20 年下来，哪种方式的绩效更好呢？

由上图可以看出，从第 11 年起，“稳定增长”开始持续超越“大赚小赔”，之后的差别就开始越来越大，“稳定增长”最后远远跑赢。巴菲特说：“投资的第一条原则：永远不要亏损；第二条原则：永远不要忘记第一条”。看了上面的数据，再重温巴菲特的这句名言，是不是颇有感悟呢。

防止亏损，不疾而速，很重要。

三个重要的复利数据

下面我们看一下，在股票投资中，三个重要的复利数据：

1、70%的投资者都难以战胜的价值标杆：标准普尔 500 指数。该指数在 1957 年~2003 年，年均收益是 10.85%，共计约 127 倍。

2、美国第一牛股：菲利普·莫里斯公司。此股从 1957 年~2003 年，年均收益率是 19.75%，共计约 4774 倍。（菲利普·莫里斯公司在 1957 年~2003 年的每股利润增长率只有 14.75%，平均股息率 4.07%，这是最优秀公司在最好商业环境以及资本主义的黄金时段所创造的最优战绩。）

3、股市第一牛人：巴菲特。他在 1965 年~2008 年，投资 44 年的平均年收益是 20.5%，共计约 3659 倍。

这三大数值分别是最自由最活跃最强大的资本主义国家的长期表现，是最好商业环境中最优秀的公司的长期表现，是有最好投资机会的最优秀投资人的长期表现。

从上面这些数据我们可以知道，从长期来看，年化收益率 10%~25%是比较合理的收益预期；而最优秀的公司的平均增长率，15%~20%是比较合理的预期。

他的赚钱方法就是在价值低估的时候买进好企业，然后一路持有不动摇，直到价值高估或者有更低估的投资品种出现后再抛出。他的投资风格，就是把买股票当作一项实业投资，通过投资优秀的企业来实现自身财富的增值。所以，在每买进一个股票之前，他都会做大量的研究，经过反复论证后才把资金投向所看中的企业，也正因如此他买进股票后一般不会轻易卖出，否则就太对不住自己做的这些工作了。买进自己看好的股票后，只要公司的估值合理而且企业处于良性发展状态，他就不会轻易卖出

为什么不把买股票也当作实业投资呢？如果以较低的价格去买一家优质成长的上市公司的股票，实际上就等于你参股了这家企业，这和投资实业本质上没有太大区别。由于个人做实业会受到很多方面的限制，比如资金\技术\社会关系\管理等等，而现实中你如果想去投资那些优秀的企业，是有着很大难度的，所以买那些优质的股票，实际上也就是利用别人的资金\技术\管理\社会关系等等来给自己创造利润，这样既不用自己操心也省了很多应酬等方面的事情，当然前提是你要有足够好的眼光。

投资应该是非常轻松的事情，之前你花精力学会的企业分析方法，可以说是一劳永逸的，只要你掌握了这些基本的东西，并形成了自己成熟的投资理念，后面的工作就会相当省事。假如你是一个成熟的价值投资者，按照你的理念去投资某只股票，你只需要在一个你认可的价格区域买入，然后在持有的同时关注企业的发展就可以了。

无论市场环境怎么变化，他始终只投资成长性好而且估值偏低的中小企业，以不变应万变，这是他在股市获取稳定收益的主要原因，也日渐成了他不变的投资风格。对于长期在股市里摸爬滚打的投资者来说，其实指数涨多少，热点在哪个板块，他认为这些并不是很重要，真正重要的是你要有一套成熟、稳定的投资方法，而且还得严格去遵守。

四、选股方法

（一）10 个必备标准：

- 1、上市公司应专心致力于主业，投资多元化的公司尽量回避、
- 2、公司的行业地位要突出，产品或者服务要具备较强的核心竞争力。
- 3、公司的净利润要在未来几年呈逐年递增的态势。
- 4、公司重视广大股东的利益，对股东的回报程度要高。
- 5、公司的扩张不能过快过猛。
- 6、公司的治理结构要完善。
- 7、企业文化不能侧重于个人英雄主义。
- 8、公司要有持续的创新能力。
- 9、公司的股价没有被严重透支。
- 10、公司要具备较高的诚信度。

（二）5个优选标准：

- 1、现金流充沛。
- 2、公司所处的行业前景好。
- 3、筹码的集中度偏高，有大机构驻守其中。
- 4、公司的高层愿意增持或者回购股份（作秀的另当别论）。
- 5、公司总的规模相对较小或者适中。

他的价值投资理念是只参与企业由小变大这一过程的投资，当一个企业变的足够大以后，不管它是否还有后劲，他都会选择退出寻找新的品种。

一般来讲，他相中一只股票前，是通过 F10 的资料进行筛选，只有符合他的 5 项指标之后，才会着手第 2 步的工作。

要看一个企业是否真正具备实力，他首先会参考以下 5 项原则：

1、尽量不选择与百姓生活过于贴近的产品制造商。比如以电视、手机、电脑、数码相机等为主业的上市公司，由于这类产品的核心技术大都由国外厂商掌控，国内的这些产品制造商基本处于低附加值的产业链末端，尽管某一时期少数产品制造商也受益于产品需求的快速扩张或是良好的营销策略，从而带来业绩的快速增长，但这种高利润通常都不会持久，毕竟门槛相对较低，一旦某类产品为广大消费者所接受，很快会吸引其他厂商进入，企业为了巩固自己的市场地位往往又需要投入巨大的营销成本。所以基于此项原则，九阳股份、海信电器、汉王科技等知名的绩优电子信息股票都不在他的研究范围之内。

2、选择综合毛利高于 30% 的企业。电子信息行业本身就是技术密集型企业，毛利率越高，说明企业的技术和工艺越先进，也从某种程度上反映出企业的管理水平。比如浪潮信息、七喜控股、紫光股份等低毛利率的企业基本上就被他所淘汰。

3、参考管理层的薪酬和股权。电子信息行业属于人才流动性很强的一个行业，也是收入相对较高的行业。从 F10 里一般可以看到管理层的年薪状况，如果说一家公司的核心高管年薪只有 10 来万甚至几万，他通常就不再看了。另外管理层是否持股也很重要，一是有利于管理团队的稳定，二是有利于股价在二级市场的表现，持股的方式有直接持股、间接持股和股权激励等三种形式。以铜峰电子为例，这家公司的总经理、财务总监和董秘年薪都不足 10 万，也没有任何股份，即便它有再好的题材和业绩，也不会引起他的兴趣。

4、根据公司所在的区域进行选择。电子信息行业有很强的地域色彩，目前他主要是关注北京、深圳、杭州这 3 个区域的上市公司，因为这 3 个地区有良好的行业发展环境，而且高端的技术人才也大都聚集于此，一些优秀的知名企业比如联想、用友、华为、中兴、腾讯、阿里巴巴等都是来源于这些区域。当然，也不完全是局限于这 3 个地方，其他城市比如厦门、南京、上海、广州等也有少数企业值得关注，但如果有人说山西某某地方或者贵州某某地方有家很厉害的电子信息企业，他想属实的可能性应该是非常小（军工类的除外）。

5、参考上市公司历年的分红状况。作为投资者来说，完全靠上市公司的分红肯定是不行，但通过上市公司的分红水平也能检验出企业的实力。有些企业的报表显示业绩很好，但每年的现金分红都是蜻蜓点水或者根本就不分红，只通过送股和转增的形式来完成所谓的分配，这样的企业要么就是对股东不尊重，要么就是缺乏实力，或者说业绩上有水分。从国内的情况来看，一些有实力的电子信息企业历年的派现比例都是比较高的，比如用友、中兴通讯、航天信息等。相反，类似浙大网新这种公司，股本扩张倒是比较积极，但分红却是少的可怜。

以上仅仅是选股的第一步，相当于是“初试”，并不是说符合这 5 个标准就是好公司，后面还有更重要的筛选工作要做。当然，有些上市公司的情况比较特殊，也不一定完全按照这 5 个原则，具体情况要具体分析，切忌生搬硬套。

客观地说，这些年在股市的摸索，他已经有了一套筛选优质股票的准则，按这个模式买进股票是能稳定的赚取利润的，而且也不必担心市场环境的变化。只是有时候为了寻求点刺激，或者为了抓几只黑马以获取更丰厚的利润，往往会找一些二流甚至是三流的企业，妄图通过基本面发生突变，实现快速暴涨的目的。他在今后的资产配置中将彻底抛弃题材股和靠预期业绩支撑股价的品种，要确保每一只股票都是经得起熊市检验的优质高成长企业。

对于他来讲，凭借这些年在股市的一些经验，要选几只能涨个 2 到 3 成的股票应该不是太难，但要挖掘出几个能涨 2 到 3 倍的股票，可就得花点功夫了。

和大多数人的操作有所不同，他的股票运作几乎是不看大盘和趋势的，只要企业在向好的方向发展，而且估值在他认可的范围之内，他就会常年满仓持股。在他看来，企业经营的好与坏和大盘的高与低并没有直接联系，尤其是目前可以利用中石油这类权重股完全操纵指数的环境下，再去看看大盘的脸色来决定自己的操作或许就显得有点不明智。既然是常年满仓持股，他对自己的投资标的就得慎重选择，不能选择那种随行就市的热门股，尤其是周期类股票，必须选择未来增长比较明确而且走势又完全独立的股票，这样才有可能穿透整个牛熊市，在股市这个风险巨大的市场里获取永恒的收益。

他研究的范围比较狭窄，相对也更专一，这样的弊端是分享不到板块热点轮动的机会，但是总体上要轻松很多，而且经验可以累积，同一行业里的资源可以共享。

对企业本身的研究一定要细化，横向和纵向的分析都是很有必要的。通过横向比较，看这个企业在业内处于什么样的竞争态势，跟同行相比他的优势和不足在什么地方，再结合行业的发展变化就可以对未来有个大概的预测；纵向比较就是要根据他的上下游的供需状况，再结合企业自身产销能力的变化，就会对企业的前景有个很清晰的认识。

从投资眼光的角度来看，他选择的投资品种基本是好行业里面的小公司，这个“小”并不是说企业的影响力小，而是指企业的规模还不大，上市公司的总股本偏小，但在业内却具备较强的领先地位，就像林园所描述的那样，“婴儿的股本，行业的巨人”。

小盘股历来是他比较偏爱的，小盘次新股是内地股市牛股的摇篮，次新股往往股本规模都不大，随着企业的不断高速发展和股本的持续扩张，公司的市值也会逐年提升，几年之后长期持有的投资者可能也就实现了 **tenbagger** 的收益。

静态 PE20 至 30，总市值 50 亿元，总股本 3 亿元以下，全年业绩增长预期较为明确，并具备高送转潜力的次新股民营企业股票，应该是可以作为独立大盘建仓的品种。另外一些行业见底开始回升的中小盘个股，如果 PE 不高的话，也可以当作候选品种来跟踪。

200 亿元市值，成长性衰退就考虑退出。

对于这样一个处于朝阳行业的小盘成长股，市盈率不足 30 倍肯定会引起他的注意。

在国内，能真正让你持有数十年的企业应该是凤毛麟角，大多数企业都是有几年的辉煌之后便开始衰退，这在电子信息行业里尤为明显。不过我们没有必要把眼光放太远，如果在一个细分领域找到一两个高成长企业，投资 2~3 年，实现 2 倍左右的收益后，再退出寻找一下高成长企业，他认为这样应该还是可行的。不管其他人是否认可，他打算沿这个模式一直走下去，在自己熟悉的领域寻找投资目标，比盲目的跟随热点可能会稳妥得多，而且在同一个领域里研究，许多经验和资源也是可以共享的，比如 04 年他研究航天信息，需要 100% 的精力，到 08 年研究大华股份，就只需要 50% 的精力了，而 09 年研究顺络电子，可能只需要 20% 的精力，这样一方面自己的投资会有很大的保障，同时投资活动也会越来越轻松，可以腾出更多的时间和精力做其他事情。

他选择成长性股票时，首先看中的是所处的行业，如果行业不具备明显的发展优势，那么企业的经营和管理再出色，也很难让投资者分享到高速增长收益。

只有那些踏踏实实研究企业价值和成长性并具备足够耐心的投资者，才真正分享到企业高成长的收益。

他的焦点通常是放在那些市值不大而且具备较好成长性的中小企业上，尤其是电子信息、生物医药这两个新兴行业，今年又增加了一个文化传媒。这类企业一方面由于企业自身增长比较快，又具备很强的股本扩张能力，所以比较容易受到资金的青睐；另一方面由于总体的市值规模偏小，在场外资金供给不足的情况下，完全有可能走出独立的上升行情。根据历年的经验，每年的 10 月中下旬到次年的 3 月份，往往是该类股票表现的黄金时期，尤其是随着元旦后年报预约日期的公布，那些具备高增长和高送转潜力的小盘股，通常都是市场最闪耀的明星。

他喜欢选择行业的龙头企业，最好是业内的前三甲，对产品价格有较大的话语权，具备较强的风险转嫁能力。

以央企和管理规范、诚信度较高的民企为主。

他基本不碰周期性行业的股票了，比如大牛市里的有色金属和券商类股票他就从来不关注。公司的持续稳定发展是他在进行基本面分析时考虑的核心要素。

他回避行业景气度过高的股票。

成长股犹如女明星，大部分吃的都是青春饭，如果既年轻又漂亮，再配上些才艺，就很容易受追捧。一旦年暮色衰，哪怕你再有实力，也很难有巨大的市场号召力。投资成长股，跟演艺公司培养女星似有异曲同工之妙。

这些股票处于上涨周期时有着几个共同点：小市值、次新、高增长、高送转。小市值和次新意味着年轻充满活力，容易吸引市场眼球；高增长意味着企业能比较快地为股东创造效益，市场因此会给予较高的估值；高送转虽然在境外市场不怎么被认可，但在 A 股市场却是亘古不变的重磅题材，高送转不仅增强了股票的流动性，也为股价的炒作提升了想象空间。随着时间的推移，小公司渐渐变大，次新股慢慢成了老面孔，持续多年的高增长之后企业开始放缓发展步伐，而数次的高送转也使得资本公积日益减少，企业的股本扩张能力也开始变弱。这时候市场就不再轻易给你成长股的待遇，而是把你当作价值股来看待，这就好比过了气的明星，无论是演出机会还是出场费，都远远赶不上那些当红新人。以前的一线女角沦落为只有当配角的份，甚至是跑龙套；而曾经的绩优高成长也沦落为价值股，享受着可怜的低 PE。成长股一旦被市场转换为价值股，就会被很多主流资金无情地抛弃，如果再出现效益下滑，遭遇戴维斯双杀，那股价的下杀就会更加惨烈，尤其是那些可以融券的品种，市场做空动能还会进一步放大。由此可见，对成长股的投资，一定要把握好火候。如果卖早了，很难享受到企业高成长时市场给予的丰厚回报；如果卖晚了，在企业过了成长期之后还继续持有，那么盈利就会遭遇较大幅度的回吐，甚至是由盈转亏。

五、估值方法

通常来讲，他在对一家上市公司进行估值时，主要会考虑以下因素：

1、市盈率（PE）。和其他人一样，市盈率也是他估值时重点要考虑的东西，但他不是参照过去一年的市盈率，而是对当年的业绩做个适度的预期，然后去看市盈率有多少。比如某家上市公司目前股价为 20 元，去年的每股收益为 1 毛，但今年因为主业转型，根据它的一些项目可大致推算出今年每股收益在 0.5~0.8 之间，那么他就可以说它的市盈率大概在 40 倍~25 倍之间，而不是其他投资者所认为的 200 倍。市盈率究竟多少倍才合理？这个很难说清楚，通常 100 倍以下的他都不会回避，毕竟这只是一个初步评判标准，市盈率越低自然是越好，但有 2 个要素一定要注意：一是公司是否具备周期性，如果公司处于行业景气顶峰，市盈率低（比如 15 倍）也不见得具备投资价值；二是必须以扣除非经常损益后的净利润来测算市盈率，但专业投资公司的稳定投资收益是可以作为正常利润来测算的，比如 A 公司的股本 2 亿，预计今年主业可以贡献净利润 1000 万，但同时他有 B 公司 25% 的股权，B 公司这几年处于高速成长态势，预期今年实现 1 亿的净利润，而且 A 公司近几年也没有减持 B 公司的打算，那么 A 公司今年的正常净利润就可以算是 3500 万。

2、公司的成长性。这个是他衡量估值最重要的指标，如果说未来 3 年公司保持 50% 的年均复合增长率（这个增长也必须是扣除非经常损益的），那么他觉得股价保持 50 倍 PE 是一点都不为过的，增长速度越快，股价对应的 PE 也应该越高。对于一家经营业绩会逐年下滑的企业来说，他认为存在着较大的投资风险，即便是 PE 不到 20 倍，他可能也不会去投资。不过，投资者要搞清楚公司的成长性的确是不容易，这也是形成合理估值的最核心要素。正因为如此，我们才需要去研究企业，跟踪企业的经营动态，通过查阅资料对公司未来的一些项目做合理的预估，甚至还要去公司实地考察。只有把企业的战略和经营摸透了，你才可能对它的未来做更趋于合理的预测。

3、公司所处的行业。不同的行业估值也是有所区别的，如果这家公司所处的行业发展趋势很好，市场需求空间很大，那么同等条件下，相应可以给予更高的 PE；反之，如果行业发展面临收窄，甚至是有消亡的趋势，那么同等条件下，PE 也应该要低一些，尤其是某些公司所处的行业日渐衰落，而公司规模又偏大，这种公司就得警惕，比如曾经是 CRT 显像管龙头的彩虹股份，还有被数码相机替代的乐凯胶片等。就他来说，他所选择的电子信息和医药行业，就远远要比其他行

业有前途的多，这也就是它们能被市场赋予高 PE 的原因之一。

4、公司在行业中所处的地位。如果公司在业内居于领导者地位，相对于大多数同行具备一定的话语权，那么一般情况下，这类公司应比其他公司的 PE 要高。不过有一点需要特别留意，假如说某家公司的业务比较单一，而且它占据了过高的市场份额（比如说 75%），则要当心企业是否会面临天花板危险，如果行业不出现快速增长，那么这家企业未来就很难有好的增长。

5、公司的治理结构和管理水平。这个也是他估值的一个重要因素，一家企业的核心，还是在于人，在于其管理团队，所以治理结构良好而且管理水平优秀的企业，理应获得比其它同类企业更高的 PE。从目前中国的国情来看，有诚信的民营企业在治理结构和管理水平上整体要明显强于国有企业。

6、公司对投资者的回报率。他所看重的回报率不是指股本扩张，而是上市公司进行真金白银的分红，通过分红一是可以检验出企业是否真的有实力，是不是真的赚到了钱，二是可以看出管理层对股东的一种态度。通常来讲，每年的分红比例保持在净利润的 30%以上，就算得上是比较不错了，这种企业就可以获取相对高的 PE。当然，这种分红要持续、动态地看，有的企业某一时期可能因为投入过大，需要较多资金而暂不分红，也是可以理解的，只要总体上能保持历年高分红就可以了。

7、公司的规模。相对而言，小公司面临着一定的风险，但也面临着较快的发展机遇，一旦开发出某个适销对路的新产品，或者打开了一个新市场，利润增长的速度可能就比较快，而且，相对大公司来说，小公司也具备船小好调头的优势。而大公司虽然发展稳健，资金实力雄厚，但总体而言增长速度可能赶不上小公司，而且公司规模大了之后，企业内部的管理如果跟不上，就很容易出问题。所以总体来说，同样的条件下，他会给小市值公司更高的 PE。小市值并不等同于小股本，比如 5000 万股本价格在 100 元的公司，市值规模就比总股本 5 亿价格在 8 元的公司小，如果条件相同，他可能就会觉得后者更具备估值优势。

除了以上这几外，他给企业估值时还会考虑一些其他因素，具体就要因股而异。

最后他还要提一点，同样的东西在不同的市场，也会有不同的估值待遇，比如同时在中国和新加坡上市的中新药业，PE 就存在很大的差距，这是因为两个市场的需求和流动性完全不同。这种情况，就好比一盘青菜，在黄山脚下的饭店可能就只卖到 10~20 元，而到了黄山上的宾馆，就要卖到 50 了，如果你在山上以 30 元的价格买到，那就说明你是低于价值买进，而如果是在山下花 30 元吃一盘青菜，就属于高于价值买入。

投资成长股，最大的风险其实不是高市盈率，而是增速低于预期，尤其是当公司的净利润持续走下坡时，这个时候风险最大。因为一旦企业下滑，原先的低 PE 可能就要沦落为高 PE，而且市场也不会再轻易给予你成长股的高 PE 待遇，只能根据净值和分红等因素享受类似银行、钢铁等传统股的低估值。自 08 年下半年开始，他的持仓结构中，就没再出现年度利润下滑的品种，这也是为什么他手中的股票 PE 要比大多数人高的原因。

对他来说，作为价值成长股，年利润增长的公司和下降中的公司享受的 PE 待遇有着天壤之别。就他的经验来看，如果一个质地不错的小企业在未来几年能保持 30%以上的复合增长率，那么 30 倍 PE 的价格绝对是安全的，即便短期内会由于某些因素导致股价进一步下行，但用不了多久股价就能回升到合理区域。

50 倍 PE 对大多数搞价值投资的人来说，一般都是很难接受的，但他的观点是，只要未来几年能确定它有比较好的增长，而且公司规模又比较小的话，他就会把它作为长线建仓的考虑对象。简单举个例子：某家小公司，公司的治理结构非常好，在其细分领域具备明显的领先优势，而且所处的行业又面临着巨大发展机遇，经过仔细调研和论证，该公司未来 4 年保持年均 30%以上的增长概率比较大。假如说公司总股本是 1 亿，2010 年 EPS 为 1 元，未来 4 年的业绩分别是 1.3 元、1.7 元、2.2 元和 2.86 元，目前从长线持有 4 年的角度考虑以 50 倍 PE 的价格买进。对于明后年的股市，我们不妨做最坏的打算，如果 2011 年小盘股整体出现系统性风险，市场平均估值降低至 30 倍，那么按 11 年该股将从 50 元回落至 40 元附近；如果 2012 年小盘股继续遭遇市场抛弃，平均估值降低至 15~20 倍，股价又将回落至 25~34 这个区间。从 A 股历年经验来看，不管行情有多低迷，对一家稳健增长的小盘优质股来说，15 倍 PE 差不多已经跌倒极限，而且经

历过 2 年大调整之后，第 3 年往往会有力度很大的反弹，同时伴随着高增长和高送配的预期，小盘成长股的估值很快会攀升至 30 倍以上，假如说 13 年平均估值回升至 30~40 倍，股价也会相应回升至 66~88 元，这也就是说，2010 年高位买入的股票，经过 2 年暴跌之后，在第 3 年成功解套并有所获利；另外，小盘股由于资金进出不那么方便，通常主力机构运作的周期相对较长，经过第 3 年的恢复性上涨，小盘股的市场人气在第 4 年会进一步提升，市场平均估值可能达到 50~60 倍，甚至更高。当 2014 年这只股票涨到 60 倍 PE 时，如果你担心泡沫过多，或者对其后续的成长性没有把握，也许就会选择退出，如果按 55 倍 PE 卖出，相当于是 160 元，这样 4 年的时间持有这只股票累计增值 110 元，年均复合增长率为 27.5%。当然，这只是一个简单的假设模型，实际的分析比这要复杂得多，毕竟企业的增长速度不可能保持这么均匀，我们也完全可以在 50 倍以下去买入好的企业。如果我们回顾那些长期走牛的小盘股，应该发现很多都是沿着这种类似的轨道来运行的，而且实际效果要比他假设的好很多。

2010 年 2011 年 2012 年 2013 年 2014 年

EPS 1.0 1.3 1.7 2.2 2.86

PE 50 30 15~20 30~40 55

股价 50 39 25.5~24 66~88 160

他举例：比如某只股票价格是 30 元，09 年每股收益为 4 毛，市盈率接近 80 倍，但如果 10 年业绩翻番达到 8 毛，股价涨到 40 后市盈率则降低到 50 倍，如果 11 年业绩再翻番达到 1.6 元，股价涨到了 60 元后市盈率反倒只有 40 倍，假如 12 年业绩再增长 50%，每股收益达到 2.4 元，同时股价再上涨到 80 元，对应的市盈率又降低到 30 倍，对投资者来说，是在 30 元时以 80 倍的市盈率买入该股合算，还是在 80 元时以 30 倍的市盈率买入更合算呢？

从 A 股的历史经验来看，很多优质的小企业在成长过程中其年均增长率都超过了 30%，而且市场在大部分时间给予这些成长股的估值都不会低于 30 倍，于是也就时常出现几年就涨 10 倍的股票。

相对估值的问题。比如 A 和 B 这 2 只股票，如果 A 的股价目前是 10 元，他给它的估值是 30 元；B 的股价目前是 15 元，他给它的估值是 50 元。假如 2 家企业的发展都和预期的一致，一年之后，A 的股价涨到 15 元，而 B 的股价涨到了 35 元，那他或许就会认为 A 的估值优势相对 B 就要突出很多，于是他就可能会卖出一些 B 转而增持 A。

六、操作策略

只要公司处于高速发展阶段，而且现有的市盈率处于较低水平，就可以放心持有。

通常来讲，只要股票不过分表现，他一般是不会去折腾的，只有股票持续急拉，或者股价过分打压时，他才会活动活动，而他所有的操作行为，都是以估值为核心的。

对他来讲，他关注的焦点不是股价的走势和账面的市值，而是企业自身的经营和市场整体的估值水平，这才是决定他是否卖出的关键依据。

到了 12 月，通常会增加 1~2 个新的投资品种，一是每到年底会追加部分资金投入股市，二是对一些涨幅过大或者成长性不足的股票，也会用更好的投资标的来替代。这一阶段，他重点要做的，就是对他看好的一些备用股进行深入研究，从仔细阅读招股书到对行业的横向纵向分析，再到与企业的沟通交流，都是这 2 个月他投资工作的首要任务。

他一年下来大部分时间都非常轻松，只是在年底选股建仓的这一段会比较辛苦，而这种辛苦也是一般人不愿意去做的。

首先，在他进行长线建仓之前，一定要对这个企业非常熟悉，各方面都要研究的较为透彻，有了足够的把握之后再出手建仓，这样日后股价不管怎么波动，持股的信心都不会受到影响。

其次，对于他要长线建仓的股票，他的期望目标肯定不是涨个 20%，一般来说都是 2~3 倍甚至更高。

他的投资习惯是不喜欢追高，所以如果没有在底部拿到筹码，这些股票可能与他就没有缘分了。成长股的投资是个推陈出新的过程，必须持续不断的在新生力量中挖掘出潜力品种，这样才能让自己在股市永远保持牛市状态.....

不管是哪一项投资，他早晚都还是要退出的。持有大华的这几年，累计获利还算丰厚，他已相当

知足，所以他觉得还是自觉一些，让出部分筹码让更多的新人去分享公司的高成长收益，而不要像蚂蝗一样死盯着一家企业。上市公司需要更多像他这样支持它们的新面孔，而他也有必要靠之前累积的利润去挖掘新的成长企业。

他只是在他熟悉的行业里选一些价值相对被低估的成长性企业进行投资，买入的时候他都做了两手准备：如果跌了被套，就持有或者找机会补仓，比如上个月介入的航天信息目前就处于被套状态。由于对企业的基本面有底，所以他不会轻易割肉出局（这些年真正割肉出局的差不多也就只有长园了）；如果短期拉升过快，他会选择卖出，一方面是保住既有的利润，另一方面他能找到一些类似的品种，从盈利的股票上出来之后他会在看好的其他投资品种下跌时介入，虽然他选择了很多不同的品种进行操作，但绝对不是盲目的，在买入之前也都对基本面进行过一些分析，而且他的操作也是有主有次，对于他的重仓股，他会精做它，不可能做丢，而其他买入的股票，尽管有一些也很不错，他卖了之后还有可能大涨，但他不会对它们进行过多的眷念，否则手上的持有品种就会比较分散，个股数量会越来越多，这样不利于管理。

他的重仓股好比是太阳，其他股票就好比是行星，围着太阳转。

股市里似乎缺少的不是机会，而是等待。有的人如同冷静的狙击手，轻易不会买股票，总是在耐心等待市场转机出现，一旦时机成熟，便果断出击，赚取一波利润之后迅速离场。也有的人发现了合适的投资对象，在一个自己认可的价格区域内买入，然后就象但斌先生所说的，等待着时间的玫瑰静静的开放。尽管这两种等待的方式有所不同，但总体来说都是比较保险的，而且赚钱的概率相对比较大。对于他来说，由于缺乏狙击手那样的敏锐与果敢，所以他只能选择后一种方式，基本上是沿着“买入~~被套~~等待解套~~~解套获利~~~等待拉升~~~获利出局”这种模式。对大多数人来讲，被套之后的等待很容易做到，因为谁都不愿意认赔出局，尽管有着诸多的无奈，但只要不是出现了巨大利空或者信心崩溃到极点，一般都会选择持股等待，直到解套卖出。至于获利之后的等待，就不会显得这么被动了，通常是对持股人眼光和胆识的一种考验，如果没有对所持股票有深入的研究，是很难拿住股票的，也就只能赚取一些微薄的利润。

有以下两个方面需要注意：

1、首先要搞清楚股票的价值大约在什么水平。把这个问题搞清楚了，当某只股票从 10 快涨到 30，如果你心中给他的长远估值在 100 块的话，那么 50 元以下的每一次回档可能都是买点，只要你对企业有足够的信心，而且相对其他同类股票又明显具备估值优势的话，股价越跌则越应该购买，因为跌的越多相当于是折扣越多。

2、通过长期的跟踪、观察，培养对股票的感觉。如果我们长期跟踪某几只股票，那对这些股票的性格特征应该也会比较熟悉，时间久了，它们什么时候出现异常，什么时候要突破，可能你都会有很强的感觉。当然，这里面也有两个前提：首先是你跟踪的股票不能太多，有的人自选股有好几版，而且每天还不断的去查看热门股，这样是很难找到感觉的，跟踪的股票越少越好。其次是整个市场环境不能太坏，牛市或者牛皮市都容易培养出感觉，而一旦遭遇大熊市，很多东西就没有规律可循，感觉往往也就不灵验了，这种时候就应该多看少动。

他在买入某只股票前，所花的精力远远要比一般人多，只是一旦他研究的差不多透彻了并已经买入，他就不会再花过多心思，仅仅适当关注基本面的一些变化就可以了。由于事先已经制定好了大体的操作策略，只要企业没有太大的变化，一般是不需要再花费太多精力的。这就好比他出去旅游之前，都会制定详细的旅游攻略，等到真正出去玩的时候，他就不会再去考虑到哪住、在哪吃、玩什么等问题，这样玩起来自然也会比别人轻松很多。当然，真正执行的时候也需要做些变通，不能完全照搬计划，毕竟实际面对的和当初预期的还是会有一些出入，旅游是如此，做股票或许也是一样。

如果一只高成长的小盘股，你能确定它未来的成长性，宁可牺牲一些机会成本在里面等候，也比启动之后再参与要保险得多。假如他在 06 年初 10 元附近就建仓双鹭，即便是错过了一年的大行情，但后来一年近 10 倍的上涨则完全可以弥补前一年的机会成本。他相信真正有潜质的好企业，其内在价值最终都是要通过股价体现出来的，前面没有涨的利润，未来几年或许会加倍甚至超额返还给你。

如果某只股票你是 10 块钱买入，股价涨到 30 之后又回落到 15，这种 50% 的巨大跌幅在当时来

看一般人都是很难接受的，但是当股价涨到了 100 块时，中间的这个过程就显得微不足道了。这个道理和老百姓对房价的感受是一样的，比如说你的邻居以 1500 元的均价买的房，而你买的时候却是 2500，价格比他高了接近 70%，但若干年之后，当你的房子价格升到 13000 的时候，这 1000 块的差额对你来说也就没有多大影响了。

他虽然还是满仓，但并不会完全持股不动，用部分筹码和资金在几个主要品种里来回高抛低吸，通过降低成本和增加持股数来提高收益率。在牛市或者震荡市持股不动是可以赚取丰厚利润的，但如果是单边下跌的市场，你又不想清仓的话，对长线投资者来说，这种方式或许是盈利的最佳途径。

比如你手上有 3000 股大华，你在 40 附近卖出 1000 股，然后去别的股票上溜达一圈，捞个 10~20% 的利润，然后又回头在 41 附近接回，在大华的主升浪没有展开之前，如此循环往复几次，你放出的 1000 股大华有可能最终换回 2000 股，这样你总的股数也就成了 4000 股，这就相当于实施了 10 送 3 的分配并填满了权。当然，这有两个前提，一是你放出的股数不能太多，二是你要把握在其他股票上赚取更多的利润，而且还得有好的心态，假如达不到这种要求，而且你又不愿意舍弃大华，那最好还是持股别动，也尽量少关注股市，因为可能还有更多的折磨在守候着你。大华是令他比较放心的一个股票，这两年他会在它上面采取精做个股的方式，当它在箱体震荡整理时他会用部分筹码高抛低吸，赚取差价，降低成本；当大盘出现系统风险，它也随着下跌时，他相信它的跌幅会远远落后于大盘，这样他能赚取指数，同时在必要的时候也会抄底加仓，降低成本；当它处于缓慢上涨落后大盘时，他会拿出部分筹码在其他股票上获取利润，然后回流到大华上面，这样虽然会提高成本，但赚取了股数。当大华正式展开主升浪之后，他会坚持守仓的态度，不赚差价，不赚股数，只赚股价。

七、他的投资感悟

我的投资十准则

- 1、永远把风险放在第一位。买入股票之前首先考虑我这笔交易亏损的可能有多大，估计会有多大幅度的损失，其次才考虑有望获取多少利润。
- 2、不对他人的投资行为进行评价，不随便给他人做个股解答。
- 3、不给任何人推荐股票，也不要随意暴露自己的投资品种。
- 4、拒绝任何委托理财和机构合作。首先是我自身的水平还不具备委托理财的能力，其次是我也没有这些精力，我也不希望为了多赚钱而对自己现有的投资体系造成干扰。
- 5、不要沦为股票的奴隶，而是要把股票当作一种消遣工具。股票不是我生活的全部，赚钱也不是我投资股票的唯一目的，除了实现财富增值的梦想外，我还可以通过股票拓宽知识面，把股票当作沟通友情的纽带，甚至可以通过投资者的股票操作去探究人的性格和心理等。
- 6、投资过程中切勿随波逐流，尽量回避多数人都在参与的投资行为和投资品种。
- 7、对企业的分析要客观、严谨，不能戴有色眼镜。通常我在买入股票之后，往往会放大企业的一些利好，而忽略企业存在的隐患，这样就无法理性分析企业的一些经营行为。今后在研究企业时必须有理有据，客观全面地去评价企业，而不能凭主观臆断，也不要盲目去预测上市公司未来的业绩。
- 8、审慎对待他人评论。对赞同我的人，感悟的是他的善意；对反对我的人，考察的是他的智慧。如果在赞同者那里看到的是逢迎，在反对者那里感觉的是愚昧，那么这两种人的意见都可以不屑再听。
- 9、要客观评价自己的投资经历。自身投资过程中经历的一些失败，不要归咎于运气不佳，而应该反复寻找失败的原因，并及时改进，不重复犯错。相反，对于过去取得的一些成绩，除了从中提取一些经验外，应该更多地将其归功于运气，而不是总拿这些所谓的“成绩”在他人面前炫耀。
- 10、不盲从和迷信高手，也不轻视和排斥“低手”。对于投资市场的高手，要理性去看待，高手的成功经验对自身不一定就适用，而且有的“高手”本身是出于某种目的人为添加了很多水分。反过来，那些股市里的失败者对自己也可能有借鉴作用，首先是可以吸取他们失败的一些教训，其次是有些人虽然暂时失败，但并不一定是他们的方法不好，有时候因为运气或者其他因素也会影响到收益，如果他们的方法有利于提高自己的收益，借鉴一下也未尝不可。

我的三大投资铁律

1、要永远敬畏市场。无论你之前的业绩如何，始终都要保持足够的风险意识。过去的成功和经验，不代表你将来就会取得胜利。在市场面前，我始终都把自己当做新人，戒骄戒躁，虚心学习，这也是我 10 年来没有被市场打到的主要原因。

2、要专注自己熟悉的领域，不要自欺欺人。关注我的人都知道，我这些年的收益主要都是来自于电子信息和生物医药，在其他行业的投资成效则不明显。因为我长期专注这两个领域，才会比别人看的深，看的透，能看见别人看不到的机会，也能感觉到别人发现不了的风险。

3、要具备独立的思考和操作能力。我的看法是投资尽量靠自己摸索，适当去借鉴一下优秀人士的经验，但不要盲目照搬，更不能一味跟风。当然，投资也是需要积累和悟性的，如果说只需勤奋和努力就能在市场轻松赚钱，那我估计基本就没有人愿意去上班和创业了。

熊市持股的心得

股市有句谚语，“涨时重势，跌时重质”，可见股票的质地是熊市持股的核心要素，熊市的时候如果持股一定要选择基本面非常优秀的企业。但是光有这点肯定是不够的，还需要具备其他诸多要素才能抵御熊市的系统风险。

首先，和市场上其他股票相比，必须具备很明显的估值优势，如果同类股票的 PE 是 70~80 倍，我持有的股票最好是 30~40 倍，这就是我所理解的相对估值优势。

其次，未来 1~2 年的业绩增长要有保证，业绩下降往往是熊市最大的杀伤武器，如果某只股票的财报在熊市出现下降或者增长明显放缓，股价就会很容易下跌破位。

第三，要抓小放大，熊市一旦来临，在股市活跃的资金就会越来越少，这样大市值品种就很难被撬动，那些基本面向好的小市值品种在市场风险被释放到一定阶段后，就很容易获得长线资金的青睐。

第四，要习惯喜新厌旧。市场环境不好时，有些质地很不错而且成长也很好的股票，往往跌幅也比较大，对此很多人都不理解。在我看来，这类股票一般都有了几倍的涨幅，由于累积了太多的获利盘，当市场弥漫的空头气氛越来越重时，这些获利筹码就会不时地成为做空动力，从而导致股价被错杀。相反，那些新上市的小盘股，如果本身的质地好，又具备明显的估值和成长优势，就容易呈现出较强的抗跌性，因为新股上市时间较短，机构和散户的持仓成本都比较高，除了少数恐慌性抛盘外，大部分人会从长期投资的角度考虑，不原意割肉斩仓，而是选择惜售，甚至是边跌边买，于是也就导致了股价走势相对稳定。

第五，股票在熊市是否抗跌和逆市走强，与里面参与的机构也有关系，如果某只股票具备了前面这 4 个条件，而且在熊市来临之前的走势就不喜欢随波逐流，经常我行我素，那么你在熊市持有这只股票就有希望规避系统性风险。

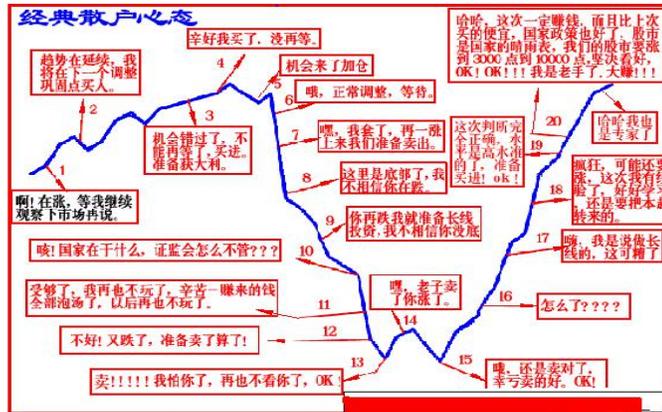
我常总结自己的失误，所以越做越顺。

总结自己的失误会更有价值，如果我们不断总结自己的失误，找到原因并加以克服，实在克服不了的就绕行，换一种适合自己的方法，随着时间的积累，很多别人容易犯的错在你身上就不会发生，这样你在股市里稳操胜券的概率也就越来越大，到最后也就真正成长为别人眼中的股市高手了。

犯错并不可怕，可怕的是不去总结，而是把错误的根源归咎于运气，从而导致反复犯同样的错误。和大多数人的想法不同，我基本不会有所谓的本金概念，我所认为的本金就是本年度的账户初始值，虽说我现在的市值绝大部分来自于股市利润，但这也毕竟是我这么多年辛辛苦苦的积累，就象我们做其他投资或者用自己的劳动所得赚来的一样，所以我会很认真很负责的去对待这些利润，他们就是我这个年度的投资本钱。

多年的炒股经历告诉我，趋势把握和短线操作并不是我的强项，相反买入好的股票持有不动不仅能让我不错的收益，还能让我保持平稳的心态。对于一项投资是否成功，我认为不是看其过程如何如何精彩，而是看你最终的战果，如果你卖出某只股票的收获值减去你的初始投入和时间成本以及各项付出，最终还是为正的话，我就觉得这项投资是成功的。

一个人在某些方面取得成功，天赋固然重要，但是性格、专注和勤奋更为关键，成功的背后必定有着很多的付出，并非所谓的掐指一算就可以得到。



真正适合做投资的人：简单、正直、没有私心与坚忍不拔

到了四十岁，我才明白，其实郭靖、阿甘和巴菲特都是同一类的人。他们在年轻的时候就塑造了非常优秀的人的品质，那就是简单、正直、没有私心与坚忍不拔。

他们的成功，绝不是聪明机巧，比其他人更快、更高、更强的结果，相反，是比他人更简单、更质朴、更坚韧的结果。

武侠情怀

郭靖的故事让我深深感动，他于患难流离之际诞生，天资愚笨、不适练武，但侠义热肠，一身正气。

中学期间，流行看武打小说。我看的第一本武侠书是金庸的《射雕英雄传》。一套四本拿到手后，我废寝忘食，不能释手。书中郭靖的故事让我深深感动，他于患难流离之际诞生，天资愚笨、不适练武，但侠义热肠，一身正气。经过无数的磨难和坚持，郭靖终成为一代“侠之大者，为国为民”的武林宗师，并成为抵抗外侮的民族英雄。

那一段时间，我整天脑子里想的就是去哪里搞本武林秘籍，拜个师傅学个“降龙十八掌”，再好好练习九阴真经或者全真派的内功，成为现代版的郭靖，成为一代武林大师，除恶济苦，替天行道。也许这是我们的革命？

当然，很快地，我就发现这样的幻想非常不靠谱。终于开始认真学习起来，成绩也越来越好。考上大学那一年，正是中国股市诞生的开始。我在校园里热火朝天地参加了模拟股市，组织学生模拟投资大赛，也如饥似渴地看完了图书馆中所有的与证券投资有关的书籍。现在做基金，投身投资行业，的确是当年种下的因。

坚强阿甘

我好像从阿甘身上看到了郭靖的影子，他们宅心仁厚，简单无私，同时自强不息，坚忍不拔。

读大学的那时候，校园里特别流行看录像和电影。我最喜欢《阿甘正传》。记得那时，这个电影我连看了三遍。看着看着，我好像从阿甘身上看到了郭靖的影子。他们都天资不高，但均有着非常好的人的品质，他们宅心仁厚，简单无私，同时自强不息，坚忍不拔，终于成就了成功和快乐的人生。

巴菲特定性

我开始对巴菲特着迷起来，读了不少关于巴菲特的书，也开始学习他给投资者的信。

1994年我有幸成为了交易所的一名红马甲。后来又读研究生，再在交易所工作。在此期间，我开始对巴菲特着迷起来，读了不少关于巴菲特的书，也开始学习他给投资者的信。那时，我以

为，作为世界上最成功的投资家，巴菲特一定是全世界最聪明的人。

后来我到哈佛读 MBA，其间巴菲特曾两次来我们学校演讲和上课，每次我都认真聆听，也有幸和他近距离接触，他展现的质朴的品质着实让我震撼。回国创立汇添富基金之后，我更加深入地学习了巴菲特的文章和信件，也两次参加了巴菲特的股东年会。

我们的同事刘建位更是业内有名的巴菲特研究专家，给了我很多帮助和指导。有趣的是，研究学习巴菲特的过程中，我越来越从巴菲特的身上看到了郭靖和阿甘的影子。

从一个例子就可以看出。我第一次到奥马哈“朝圣”的时候，奥马哈机场有一个大幅的广告，用的是年轻英俊的巴菲特大幅照片。做广告的是纳不拉斯卡大学，她在宣传自己是一个非常好的学校，论据是巴菲特的本科就是从大学毕业的。

当然，和真正的美国好大学相比，纳不拉斯卡大学真是差距不小——按照《福布斯》的排名，她只能排在 247 名。很显然，年轻的巴菲特并不是一个在世俗教育体系中突出的孩子。

但是巴菲特却与郭靖、阿甘一样，有着特别优秀的人的品质。他是一个极简单的人。他的投资理念和投资方法非常简单，而且形成之后从来没有变过。每次去参加他的股东大会，他讲的都是类似的内容，但是听起来一点也不觉得啰嗦。他的生活非常简单，至今仍然住在 1958 年花 3.15 万美元购入的房子里，自己开一辆凯迪拉克，吃的是他从小就喜欢的牛排。

其次他是一个极其坚韧的人。正如巴菲特女儿苏茜说过的，“我的父亲有自己的内部评价标准，这个内部评价标准从来不会受到其他人的影响”。他是性格上的天才，具有无以伦比的独立思考能力、专注工作和不受外界干扰的能力。

第三他是一个正直无私的人。他捐出自己绝大部分财产给比尔盖茨基金会，甚至连以自己冠名的基金会都没有成立。

三者合一

真正成功快乐的人都是如此，简单、正直、没有私心与坚韧不拔。

到了四十岁，我才明白，其实郭靖、阿甘和巴菲特都是同一类的人。他们在年轻的时候就塑造了非常优秀的人的品质，那就是简单、正直、没有私心与坚韧不拔。他们的成功，绝不是聪明机巧，比其他人更快、更高、更强的结果，相反，是比他人更简单、更质朴、更坚韧的结果。

金庸是这样说郭靖的：追女孩子最好朴实无华。欧阳克追黄蓉用那么多花招，还不如郭靖请一顿饭。阿甘的一生印证了它的一句台词：**Stupid is as stupid does**，傻人做傻事，或者说：傻人有傻福，这很有趣地印证了东西方在大智若愚上的一致性。

而在瞬息万变的资本市场中，有太多头脑聪明反应机敏的优秀人才，但像巴菲特这样的人物却是凤毛麟角。不用电脑、哪怕别人赚翻了也不碰自己不理解的股票、不看好市场时可以几年离开市场。这已经远远超出了投资技术与技巧，更多是一种像孩子般的天然简单和人性上的沉着坚韧。

环顾历史环顾世界，我们会发现，真正成功快乐的人都是如此。无论是稻盛和夫、乔布斯，还是我们中国历史上的王阳明、曾国藩等等，他们能够成功，都是因为他们的简单、正直、没有私心与坚韧不拔。

到现在我就能够理解了，托马斯·杰弗逊所说的“每代人都需要新的革命”，首先指的是每代人每个人需要完成对自己的革命，让自己的个人品质真正成为优秀。之后才是在他所属的那个时代上，抓住时代的机遇，为国家和社会的进步、为他人的幸福作出努力。

可见，人生真的就是一场修行！正如稻盛和夫所说的，人不论多么富有，多么有权势，当生命结束之时，所有的一切也只能留在世界上，唯有灵魂跟着你走下一段旅程。

人生不是一场物质的盛宴，而是一次灵魂的修炼，使它在谢幕之时比开幕之初更为高尚！

投资的最高境界是等待

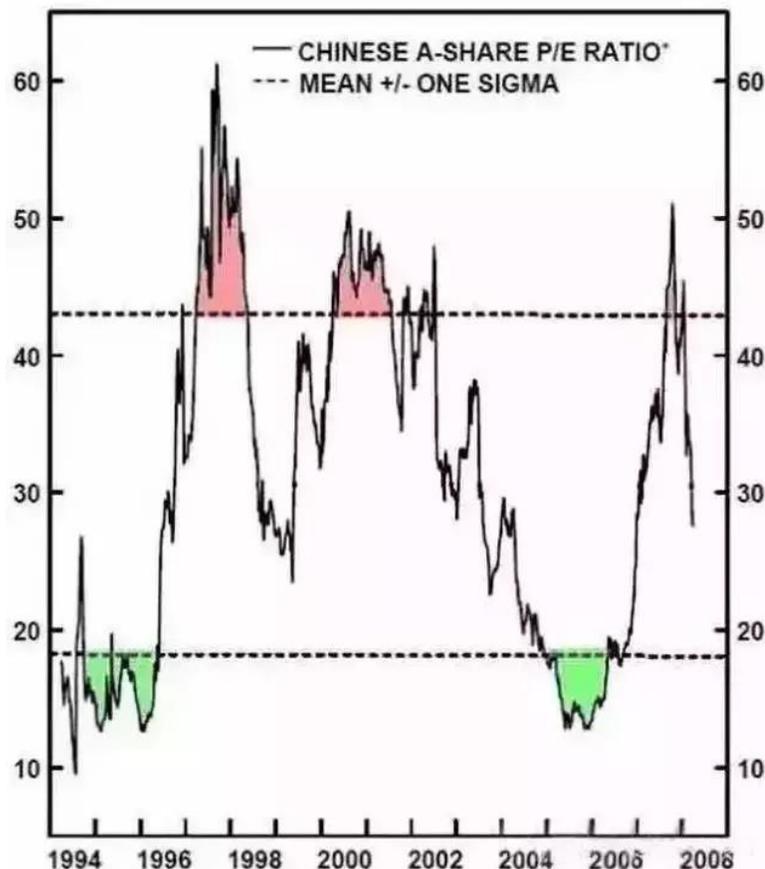
上帝有一天夜访一个股民，并问他有什么愿望。

“我想赚钱。”股民单刀直入地说。

上帝就掏出了一张中国 A 股的市盈率变化图给他看：“赚钱其实很简单，看看这图，你在绿色区域买入，在红色区域卖出就稳赚了。”

股民追问：“如果绿色区域永远不出现，那该怎么办？”

“等待。”上帝答道。



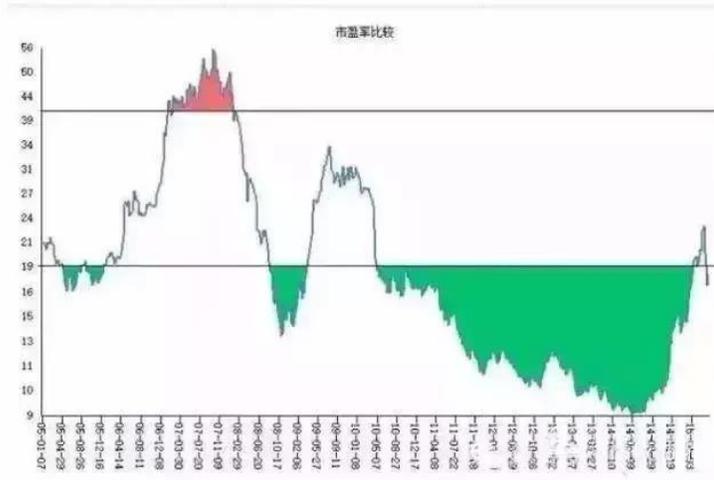
查看原图 A 股历史平均市盈率走势图

此图揭示的规律屡试不爽——当市场处于 20 倍市盈率以下，买入。接近 50 倍市盈率，卖出。

这幅简单的图表真正告诉了股民梦寐以求的如何才能简单真正地实现“低买高卖”：耐心等待价值低估的时候（一般也对应市场的低位区域），买入后不折腾，依旧是耐心等待估值泡沫的时候（也就对应市场的高位），并在疯狂中了结。

“在熊市中买资产，牛市中套现”。可惜很多股民都做反了。他们把股市当成了游乐场，频繁进进出出，这就是市场始终脱不了“一胜二平七输”铁律的原因，注定只有少数人能在市场中赚钱。

事实也证明，08 年底，11 年到 14 年的很长一段时间，市场都给了股民很多机会，只是当 A 股跌破 2000 点的时候，有多少人愿意在这个历史性低点买进并耐心等待。



2005 年以来 A 股市盈率走势图（上证）

5100 点时，多数人其实知道创业板有很大泡沫，但“赚钱不用排队等”的诱惑还是让很多人飞蛾扑火一样投身其中，哪怕知道这种火中取栗存在很大风险。在“过把瘾就死”和耐心等候的细水长流之间，多数人会选择前者。

只有穿过时间的迷雾，才能沉淀价值的意义。市场有时候因为偏好不同，甚至救市发神经而短暂的偏离价值，有时候可能是几个月，当然，也可能是几年，但是价值终将回归——这就是等待的意义。

投资的所有回报，几乎都来自等待
投资的最高境界是“不投”。

在我们一生的投资过程中，我们真不需要每天都去做交易，很多时候我们需要手持现金，耐心等待。由于市场交易群体的非理性，在不确定的时间段内，比如 3 至 5 年的周期里，总会等到一个或者一些完美的高安全边际的时刻。换句话说，市场的无效性总会带来价值低估的机会，此时就是你出手的时候。就如非洲草原的狮子，它在没有猎物的时候，更多的是在草丛中慢慢的等，很有耐心地观察周围情况，直到猎物进入伏击范围才迅疾出手。

绝大多数投资者的资产都是在频繁的交易中损耗掉的。因为他们怕踏空，怕错过每一个似是而非的机会。事实上，即使你所有时候都踏空了，你的收益还有 0%。要知道这个市场 90% 以上的股民长期来看是亏损的，就凭 0% 的收益率，你就可以进入成功的前 10%。

耐心等待正确的时机可以最大程度增加我们投资成功的可能性。你不用常常处于市场中。像埃德温·利沃默在他的经典著作《股票作手回忆录》中说的，“华尔街的傻瓜认为他必须在所有时间都交易。对于我而言，从来不是我的思考替我赚大钱，而是我的坐功。明白了吗？我一动不动地坐着。”

著名投资者吉姆·罗杰斯对做交易时的耐心做了更生动的描述：“我只管等，直到有钱躺在墙角。我所要做的全部就是走过去把它捡起来。”换句话说，除非他确定，交易看起来简单得就像捡起地上的钱一样，否则就什么也别做。

争即是不争，不争即是争。

选择的机会越多，失误的次数也就越多。学习巴菲特投资理念的投资者很多，但最重要的一点却被大多数人忽略了：当对风险无把握时，什么也不做，只是等。这也是他连续多年保持 400 多亿美元现金在手的原因。

一生只需选对一个伴侣，只需选对一个企业，只需富一次，便已足够！

不需要等待的诱惑肯定是一粒毒药

在希腊神话中有段关于塞壬女妖的记载。传说中，塞壬是河神埃克罗厄斯的女儿，是从他的血液中诞生的美丽妖精。因与缪斯比赛音乐落败而被缪斯拔去双翅，使之无法飞翔。失去翅膀后

的塞壬只好在小亚细亚（Asia Minor）和巴尔干半岛（Balkan Pen.）一带的海岸线附近游弋。塞壬用自己的歌喉使得过往的水手倾听失神，航船触礁沉没。也正是如此，塞壬居住的小岛那一带海域早已堆满了受害者的白骨。

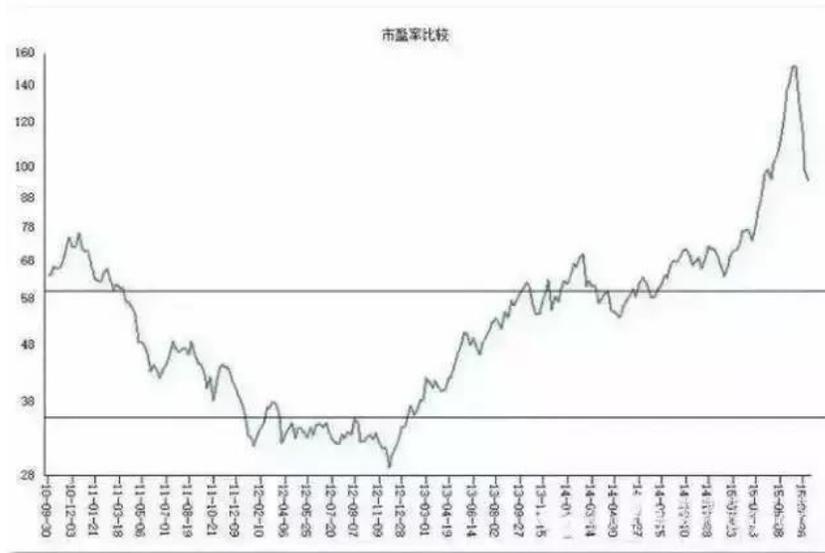
在希腊神话中，只有两个人曾经抵受住了塞壬的诱惑，平安度过海域。一个是“太阳神”阿波罗之子俄尔普斯，擅长竖琴的他用自己的琴声压倒了塞壬的歌声，另外一个“特洛伊战争”的英雄奥德修斯。

英雄奥德修斯率领船队经过墨西拿海峡的时候事先得知塞壬那令凡人无法抗拒的致命歌声。奥德修斯遵循女神喀耳斯的忠告。为了对付塞壬姐妹，他采取了谨慎的防备措施。船只还没驶到能听到歌声的地方，奥德修斯就令人把他拴在桅杆上，并吩咐手下的水手们用蜡把的耳朵塞住。他还告诫他们通过死亡岛时不要理会他的命令和手势。

不久石岛就进入了他们的视线。奥德修斯听到了迷人的歌声。歌声如此令人神往，他绝望地挣扎着要解除束缚，并向随从叫喊着要他们驶向正在繁花茂盛的草地上唱歌的海妖姐妹，但没人理他。海员们驾驶船只一直向前，直到最后再也听不到歌声。这时他们才给奥德修斯松绑，取出他们耳朵中的蜡。这次塞壬海妖们算是白唱了歌。三姐妹中的老大帕耳塞洛珀深深地爱慕着奥德修斯。当他的船只走过后，她就投海自尽了。

在牛市里，无论是垃圾股还是绩优股，都是鸡犬飞升的，大量伴着概念急速上涨的垃圾股涨幅可能远远超过那些看似平平淡淡的绩优股，他们就像是塞壬女妖勾魂的歌声，诱惑者每一个航海员，如果把持不住偏离了自己的方向，最终的结果就可能是沦为女妖的腹中之餐。在此前的牛市中，创业板公司就是经典的塞壬，2015年4月起，当创业板指达到2600点左右的时候，创业板指数PE就达到了90倍，后面的疯狂更是令人咋舌，创业板中一些基本面一般的公司接连创出了A股的天价股的记录，全通教育、安硕信息……部分公司的估值已经超过千倍，数百倍PE的公司比比皆是。这种随时加入，随时都能抢钱的赚钱方式不仅已与价值等待无关，而且是对时间、对价值、对等待最赤裸裸的羞辱与嘲讽。

尽管我也相信很多中小企业在资本市场的助力下，基本面有了很大的改观，而且乘着资本的翅膀，也在造着更伟大的梦想，但是急速泡沫化，对于二级市场的投资者来说，除了兑现，你还真的以为一个美丽的泡泡能带着你飞向天堂？



创业板市盈率走势图

投资并不是只争朝夕的游戏。在证券投资领域，“勤劳”、“热情”、“奋发”、“拼搏”、“进取”等中华民族的传统美德往往不起作用。有时候，勤劳反而会加速破产，证券投资需要的不是激情和勤奋，需要的而是理性和耐心。不需要等待的诱惑肯定是一粒毒药，随时勾兑随时就能赴约和搞定的女人一定不是能给你带来幸福的妻子。

我是劝自己的朋友在创业板指2600点以后就完全不要参与了。尽管错失了很多机会，但是

也在别的地方得到了更踏实的回报。

如果自己控制不了，那请让别人给你绑上双手吧。

学会管住自己

管不住自己，是我们人类最普遍的特点之一。

一个周末的下午，你独自一个人在家里。再过一个星期你将参加一场考试，因此你现在最需要做的事，就是静下心来复习迎考。这时候你的一个朋友打电话给你，邀请你一起去看一场你期待已久的电影。或者你的手机里，还有打了一半的游戏等着你通关。你会怎么做？

绝大部分人，是很难有足够的自制力去抵挡上面提到的这些诱惑的。因此在浑浑噩噩之中，我们会稀里糊涂的度过那一个又一个周末的下午，到最后惴惴不安的上考场，希望自己可以幸运的蒙混过关。

很多时候，学生看不进书，或者职场人士无法集中精神完成一个项目任务，并不是因为他们不够聪明，而是因为实在管不住自己。有过减肥经验的朋友都知道，其实减肥并不复杂，无非就是“少吃多动”。但每每在那诱人的蛋糕，冰激凌和大鱼大肉面前，要想管住自己的嘴巴，严格控制每天卡路里的摄入量，简直比登天还难。

在希腊神话中，有一则关于大英雄奥德赛（Odyssey）的故事，在这里我和大家分享一下。当时奥德赛刚参加完“特洛伊”之战，顺利班师回国。在回国途中，奥德赛的船队需要经过一片由塞任（Siren）女神控制的海域。塞任女神动听的歌声让人神魂颠倒，凡是听过该歌声的航海者都会情不自禁的纵身跃入大海。

奥德赛十分想听一下那“天籁之音”，但同时又不想为此丧命。于是他命令除了自己以外的所有人在耳朵里塞满蜡，以防止被塞任女神的歌声诱惑。同时他命令手下把自己绑在船的桅杆上。无论他说什么，手下人都不得理会，不得松绑。后来奥德赛的船队顺利通过了女神控制的海域，而他自己也得以听到那销魂的歌声并成功的活了下来。

这个故事告诉我们：

1) 人是有弱点的。很多时候，在诱惑面前，我们无法抵挡。这些诱惑的共同特点是：对人有强烈的五官刺激，让人欲罢不能，甚至上瘾。一个聪明人，应该意识到自己天生的弱点。

2) 有时候为了管住自己，我们需要借助外部的力量。绑住奥德赛的那个桅杆，就是这样的例子。没有人喜欢自己的自由受限制，但那个桅杆和绳索却在关键时刻救了他的命。

在现实生活中，这样的例子举不胜举。在 Richard Thaler 写的 *Misbehaving* 一书中，作者提到了一个“腰果”所引发的故事。

一群朋友在周末参加一个家庭聚会。离吃晚饭还有一段时间，于是大家坐在客厅里闲聊。这时候主人拿出一大碗腰果。那碗腰果很受欢迎：因为很多人可能已经开始有点饿了，而边吃腰果边聊天也让大家都很受。享受。

但同时，有一些朋友也意识到，如果在晚饭前吃了太多腰果，那就会影响接下来晚餐的食欲。要知道，在晚餐中有更多丰盛的食物。如果因为一碗腰果而错过了后面的饕餮盛宴，岂不是得不偿失？

这就让一些朋友陷入了“痛苦”之中。一方面他们想要控制自己的“零嘴欲”，而另一方面他们又屡屡受到眼前的腰果的诱惑。后来主人决定，把这碗腰果收回去，这样每个人都吃不到。主人的这个决定反而让很多人大舒了一口气。因为这恰恰解决了他们的“痛苦之源”，不需要为是否吃腰果这件事上再“为难”自己了。

在这个例子中，如果没有主人强行介入把腰果收走，那么这些参加聚会的朋友们将继续游走在自控的两难痛苦之中。这个故事再次体现了上文提到的两个关键点：1) 很多人确实自制力有限，管不住自己；2) 有时候外部条件的改变（比如主人把腰果收走）可以有效的帮助我们更好的自律。

著名的心理学家 Dan Ariely 在他和同事发表的一篇文章（Ariely and Wertenbroch, 2002）中，提到过这样一个例子。

实验人员在校园里贴广告，招募文字编辑小时工。小时工的报酬取决于他/她是否能从别人写的文字中找出错别字和语法错误，以及是否按时把工作完成。

不同的小时工被编入三个不同的组别，其主要区别在于他们上交任务的方式。在第一组中，小时工们上交任务的时间表事先安排好，每隔一段时间定时上交一部分。在第二组中，小时工们可以事先自己选择任务上交的时间间隔。在第三组中，小时工们被告知一个最后的上交期限，他们只需要在最后期限前把所有的任务上交即可。

结果显示，第一组中的工作人员的纠错率最高，最后延迟上交任务的概率最低。而在第三组，即只有一个最后期限的组别中，其纠错率最低，任务错过期限需要延长的概率最高。

这个实验说明，人的自律性不太可靠。如果想要确保某项任务在最后期限前完成，那么我们最好把该任务分割成若干个子任务，通过循序渐进的方式慢慢积累完成。这样的方式更容易取得成功。有时候如果想要逼自己完成一项任务，或者达到一个目标，一个可以考虑的方法是在初期做出比较显著的投资，并且让自己在无法完成目标时受到惩罚。一个比较典型的例子是购买健身房年卡。很多人硬着头皮去健身房，其中一个主要原因是在年初付出了一笔数额不菲的健身房年费。付了钱以后如果不去的话，那可就亏大了。

一位美国心理学教授做过一个有趣的实验（Schwartz et al. 2014），来验证通过初期投资的方法提高个人自律性的效果。

实验中的对象是那些拥有“发现健康”（Discovery Health）信用卡的用户。如果用户使用该信用卡购买健康食品，那么他在每个月月末会得到一笔当月消费额的 25% 的现金回扣。研究人员将实验对象分为两组，其中一组需要签订一个合约。该合约规定，如果用户在当月没有完成预先设定的健康饮食目标，那么他的 25% 现金回扣会全部充公。

研究显示，那些签订合约的用户，其履行计划实现自己既定目标的百分比（上图绿线）要显著高于其他人（红线），并且持续时间更长。

有些朋友如果觉得自己的自律性比较差，不妨试试这个方法：先拿出一笔对自己来说数额不菲的钱放在一边，告诉自己如果无法在规定的时间内完成既定任务（比如要减掉 X 斤肉），就把这笔钱捐掉。这种类似于“割肉”的疼痛可能会激发出超越常人想象的行动力。

从政府层面来讲，政府官员在制定一些政策时，也会考虑人类缺乏自制力的天性。举例来说，很多国家都有公积金制度。公积金制度从雇员的工资中直接扣除，因此员工还没有看到这笔钱，它就已经自动转入养老储蓄账户。同时，各个国家对于公民什么时候可以取出公积金的规定各不相同。比如新加坡政府规定，公民在年满 55 岁后才能从公积金中提取现金，并且在提取前需要满足一系列要求，比如账户的最低余额等。这么多复杂规定背后一个很主要的考量，就是有一些人没有储蓄的习惯，无法为自己退休做出合理的规划。

当然，任何政策都有两面性。一些自制力比较强的公民，可能就会觉得政府的公积金制度限制太多，在个人财务规划方面指手画脚，干涉过多。因此各国政府也在不断探索并改进其公积金制度。比如英国政府在 2015 年通过退休养老金改革，允许英国公民在年满 59 岁以后一次性领取所有的退休金。当然，给予国民如此多“自由”的风险在于，可能会有一些人发生“人还在，钱没了”的窘境。所以，英国政府也允许国民选择继续把养老金存在退休账户中，以“年金”的形式按月定期领取。

在投资领域，能否管住自己也会直接影响到我们的投资回报。比如有很多证据显示，个人投资者在股市中的买卖频度越高，其投资回报越差。个人投资者想要通过在股市买卖来战胜市场，简直就是天方夜谭。但还是有很多投资者，对自己的炒股能力自信满满，或者无法忍受购买并长期持有指数基金所伴生的“无所事事”，忍不住去市场里进行搏杀，到头来花钱买教训。

一个聪明的投资者，需要意识到自己天生的弱点。在很多领域，不管是学习，还是工作，或者投资，能否管住自己是区别优秀和平庸的最主要标准之一。把自己管住，是我们迈向成功需要跨出的第一步。

林奇总结投资者的能力包括：耐心，独立精神，基本常识，对痛苦的忍耐力，坦率，超然，坚持

不懈，脑袋灵活，主动承认错误的精神，以及不受别人慌乱的影响。

现实世界是复杂的。抽象出来是要简单的。简单和复杂之间会出现矛盾。太简单了，不能反映现实，太复杂了，没有办法理解应用。

你的工作才是你生命的终极魅力所在。 —巴勃罗·毕加索

20.5. 永远学习勇于思考

成功法宝可能变成失败缘由

一般来讲，一个投资者通过建立起自己的一整套模式并获得了巨大的投资收益，会形成很难摆脱的路径依赖。当市场的格局发生了根本改变时，不会轻易放弃过往的投资逻辑，而去建立新的投资框架适应新市场。最后，他有可能败于自己过去的成功。那些在投资中一败涂地的人通常都是“老司机”，他们的性格决定了无法正确地处理“心理否认”。他们过往对某种投资模式投入了巨大的精力，对它倾注了心血和金钱。投入的越多，越难以舍弃。一个人在投资时，是如此，在从事其它活动时，也是如此。一个人是如此，一个企业是如此，一个国家也是如此。

这是一个急剧变化的股市，每一波行情最初都是由一种不起眼的事物点燃的，小的、新的趋势变化往往会改变大的、成熟的既有趋势，很少人能迅速顺应趋势的要求，逃脱被淘汰的命运。

成熟固然重要，但是保持好奇、活力和对于小的趋势的关注也至关重要。从更高的层次上看，不断改进自己的投资框架，需要发现生命中更多的可能性，延展生命的广度。

成熟如巴菲特与芒格这样的人，其实并非像我们想象的那样几十年如一日地坚守自己的投资框架不变，芒格是一个非常善于学习的人，他不断用新的知识与思考完善自己，而他事实上也改变了巴菲特。这样的思维习惯塑造了他与巴菲特之间的合作模式，芒格经常扮演一个“讨厌的说书者”的角色。他改变了巴菲特从格雷厄姆那儿学到的“只买便宜货”的局限，而转向关注高品质的公司。

一个理性的投资者，头脑里一般来说只有一套投资逻辑，当这套逻辑在过往的投资中越是有效，他就越是难以根据市场的变化而做出改变。也可以说，过往的成功越是辉煌，未来的失败有可能越是惨烈。

投资者的两难境地是：一方面你的能力圈决定了你擅长做什么，另一方面，你又被别人的成功所鼓动，试图跳出能力圈去获得更多的成功。

芒格告诫投资者，每个人都有他的能力圈。要扩大那个能力圈是非常困难的。芒格坦承，他们看准的次数很少，平均来说，每年可能只有一两次。所以说，并没有一套万试万灵、可以用来判断所有市场趋势的方法。连巴菲特与芒格这类“神一样的存在”都做不到，普通投资者就更难了。

芒格说他只是寻找那些不用动脑筋也知道能赚钱的机会。正如巴菲特经常说的，我们跨不过七英尺高的栏，我们寻找的是那些一英尺高的、对面有丰厚回报的栏。所以，投资中成功的诀窍是去做一些简单的事情，而不是去解决难题。

芒格说他能有今天，靠的是不去追逐平庸的机会。因为，只要几次决定便能造就成功的投资生涯。有性格的人才能拿着现金坐在那里什么事也不做。

可见，聪明与智慧从来就不是一个概念，比如说，聪明是“啥都知道”，智慧则是“啥都知道，但啥都不做”。

精明如索罗斯这样的大师，也有这样的前车之鉴。2000年互联网疯狂那阵子，他因为无法忍受其他人从科网股上赚到大钱而自己却没有赚到，也去跟风买网络股，结果亏得一塌糊涂。而在同样的时间，巴菲特也没有赚到互联网公司的钱，区别在于，他们根本就不在意别人赚了这种钱。

关注别人赚钱比你更快的想法是一种致命的罪行。妒忌真的是一种愚蠢的罪行，因为它是仅有一种你不可能得到任何乐趣的罪行。它只会让你痛苦不堪，不会给你带来任何乐趣。所以，满足于你已经拥有的。这里是一句真话，如果你已经衣食无忧了，而别人的财富增长速度比你更

快，比如说，在投资高风险的股票上赚了钱，那又怎样呢？总是会有人的财富增长速度比你快。这并不可悲，就此失去心理平衡才最可悲。

聪明不是投资成功的首要因素

有人曾经要求芒格用一个词来总结自己投资成功的原因，他想都没想就说是“理性”，我读过他关于他对于理性的解释，其实，更像是另一个词——耐心！

我们从来没有从巴菲特或者芒格的口中听到过“聪明”对于投资而言到底有多大的好处。查理·芒格有一种与众不同的思考习惯，那就是“逆向思维”，凡事都要反过来想想。比如说，如果要明白人生如何得到幸福，他首先研究人生如何才能变得痛苦；要研究企业如何做大做强，他首先研究企业是如何衰败的；大部分人更关心如何在股市投资上成功，芒格最关心的是为什么大部分人在股市投资上都失败了。

芒格的这种思考方法来源于一句农夫谚语中所蕴含的哲理：我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里啦。

芒格一直强调，他们赚钱靠的是记住浅显的道理而不是掌握深奥的秘籍。他从来不去试图成为非常聪明的人，而是持续地试图别变成蠢货，久而久之，这种人便能获得非常大的优势。

怎样才能培养那种毫不焦躁地持有股票的性情？光靠性格是不行的。你需要在很长的时间内拥有强烈的求知欲望。你必须要有浓厚的兴趣去弄明白正在发生的事情背后的原因。如果你能够长期保持这种心态，你关注现实的能力将会逐渐得到提高。如果你没有这种心态，那么即使你有很高的智商，也注定会失败。

寻找投资中的普世智慧

在自己的能力圈内做对了所有的事情，结果投资还是失败了，往往会导致两种后果：一是自信心被彻底击溃，然后全盘否定自己过往的投资逻辑；二是照搬成功者的经验，跳出能力圈去追逐别人的投资逻辑。

正视现实，即使你并不喜欢它——尤其当你不喜欢它的时候。投资中的常胜将军为何如此之少，正在于坚持自我的人通常陷入固步自封，而心态开放者往往流于人云亦云。

如何寻找“自我”与“开放”的平衡点？查理·芒格给出的建议是终身学习，不断拓宽自己的能力圈。学习的目的是为了了解多种学科，掌握多种思维的方式，遇事遇人能够从多重角度去进行思考。同时，对于一件事情的判断不仅仅从已知的方向出发，还能够反其道而行之，接受不同的思路。学习的过程应该是永无止境。

学习的过程中，不仅要努力寻找自己的能力圈，而且还要集中精力去认识自己的边界，尤为重要的一件事情是，要不断开阔视野，拓展自己的边界。

想要在投资上取得持续成功，理性、耐心、求知欲缺一不可，要有稳重的性格，理性的思考，耐心的等待，以及不断进步的求知欲。要有完备的逻辑和理性去找出高品质的公司，同时还要有足够的耐心等待它出现。

是否存在一套放之四海皆准的、颠扑不破的成功真理呢？读遍所有投资高手的经验之谈，你找不到有人真正到达过这样的真理彼岸，最优秀的人也只是在无限逼近这个境界。

1) 决定股价的因素

股价取决于市场需求，即变相取决于投资者对以下各项的期望：(1)企业的表现和未来发展前景；(2)新推出的产品或服务；(3)该行业的前景。其余影响股价的因素还包括市场气氛、新兴行业热潮等。

2) 股票市场是残酷的

“一旦有适当的利润，资本就胆大起来。如果有百分之十的利润，它就保证到处被使用；有百分之二十的利润，它就活跃起来；有百分之五十的利润，它就铤而走险；为了百分之一百的利润，它就敢践踏一切人间法律；有百分之三百的利润，它就敢犯任何罪行，甚至冒着绞首的危险。如果动乱和纷争能带来利润，它就会鼓励动乱和纷争。”这是马克思在其名著《资本论》一书“所谓

原始积累”中，对资本追逐利润深刻透彻的描述，广为流传。资本总是逐利的，永远也不会改变。

3) 在股票上涨时卖出，是一种自我欺骗的策略，这就好像把花园里的花拔掉，而去灌溉野草一样；股币就像玩扑克牌，只要手中的牌显示有胜算的可能，就要紧握在手里。——巴菲特也认同的林奇观点：紧抱好股票以获得大利

4) 罗杰爵士的悲剧

我们这个行业似乎始终缺乏批评性思考的习惯（生活中更是如此）。下面这奇特的故事也许最能说明这个问题

在妙趣横生的《福尔摩斯探险记》讲述了一个有关罗杰·第奇博恩爵士（Roger Tichborne）的真实故事。1854年，报界声称罗杰爵士坠海身亡。但他的母亲拒不接受自己一手养大的爱子永别人世的说法。于是，她四处打探，打听有关儿了下落的消息。

在罗杰爵士遭遇海难事件的12年之后，第奇博恩女士的祈祷似乎终于应验了。她接到一封从澳大利亚寄出的信件（出自名律师之手），这封信声称发现罗杰爵士的下落信中说。在遭遇海难之后，罗杰爵士幸运地活了下来，并最终流离辗转到澳大利亚，经历这次离奇的九死一生之后，他发誓一定要出人头地，于是，他先后涉足多项生意。但不幸的是，这些生意并没有像他希望的那么顺利，因此，失意落魄的罗杰一直羞于联系自己的母亲。

但是，当看到母亲在世界各地发出的寻人启事时，罗杰内心充满悔恨，他为自己这么多年给母亲带来的折磨而感到懊悔！信中还请求第奇博恩女士能为罗杰爵士及其妻儿提供一笔返回英国的路费。

第奇博恩女士听到这个消息兴奋异常，马上汇出这笔能让她和孩子重新团圆的路费。到达英国后，第奇博恩女士像接待亲生儿子那样接待了这位来自澳大利亚的罗杰爵士，并每年给他1000英镑的抚养费。

但是，并非第奇博恩家族的所有人都相信，这个新来者就是真正的罗杰爵士。在他们的印象中，罗杰爵士身材瘦小，体态轻盈，而这个从澳大利亚归来的罗杰却肥胖无比。尽管每个人都会随着时间推移而改变自己的体型，但纹身消失却是极其罕见的事情——罗杰爵士曾经有一些文身，而这个新来的人却没有。至于人的眼睛改变颜色，那就更不容易，罗杰爵士是蓝眼睛，而新来者的眼睛却是棕色的。此外，他的身高甚至比以前的罗杰爵士还高出1英寸，至于这个新来者糟糕的法语和罗杰爵士根本就没有的胎记，就更让人们怀疑他的真实身份了。

但第奇博恩女士还是说服自己，对这些证据视而不见。直到第奇博恩女士去世之后。她的家人最终证明，这个澳大利亚来的罗杰爵士是个冒名顶替者。最终，他因欺诈罪和伪证罪而被判10年。

新兴市场就是投资界冒名顶替的罗杰爵士

我为什么要用这个不是真人的故事来做例子呢，当然有理由，因为它对我触动极大，投资者在面对商品市场和新兴市场的那一瞬间，或许也会做这样的傻事。因此，我们不妨通过上面一个反面案例，说明投资者在新兴市场中表现出的盲目性。

20.6. 时代与国运

是时势造英雄，还是英雄造时势，这是类似“鸡生蛋”还是“蛋生鸡”的问题。巴菲特在股东信中是如此论述：如果不信，你去问问过去的238年中（即美国建国以来），有谁是押注国家衰落而成功的？将我们国家的现状与1776年（建国时）对比一下，你简直不敢相信自己的眼睛。就我有生之年来讲，美国人均产出翻了6倍。我的父母在1930年绝对想不到儿子今天所能看到的世界...我们市场经济的动力机制仍将继续发挥它的魔力。要收获总要经历挫折，不可能一帆风顺。但确定无疑的是，美国明天会更好。（2015年股东信）这个国家的成功源自那个令人困惑的危险时期，1941年至2012年，对通胀做出修正后的人均GDP增长三倍以上。这一时期从始至终，每一个明天都是不确定的。但是，美国的运数始终是确定的：富足程度将不断增长。（2013年股东信）尽管我们会开展海外投资，但公司发展机遇的主矿脉还是绵延在美国。我们深信，与

依然潜藏地下的宝藏规模相比，目前所开采的宝藏仅为沧海一粟。苍天垂青，我和查理生来就是美国公民，我们对这一天赐之福般的“美国人优势”永怀感念。（2014年股东信）巴菲特以超长的续航（长寿）+赌对美国国运，成为了投资界的英雄传说，盐碱地里长不出庄稼，必然是在一个上升的国运中，才有可能出现在伟大的投资机会。

作为中国投资者，我们可以通过海外投资分享他国的国运。但是，真正决定核心收益的，还是中国的国运。

一、上升的国运 毫无疑问，中国的国运是在上升趋势的。如果否定这一底层逻辑，那就根本不应该投资中国的股票，知行合一，清仓收队。改革开放至今，也就短短39年，如果按人来的话，兴许还没到油腻的中年，在过去的这么多年里，经济长期以全球领先的速度在增长，至今依然有7%左右的增速，全国有13亿人，以这种高速的狂奔，且无先例可循，过程中怎么可能没有问题？发现问题，解决问题，继续前进就好了。环视全球，哪个国家发展过程中是没有问题的？发展中的问题可以用发展来解决，这些年来，押注中国经济崩溃的人最后都崩溃了。因为，盘子太大了，聚焦真真假假的局部资料都可以得出危险的结论，但是资料背后是13亿人一致性的财富追求，只要这个主观能动性没被改变，坚持改革、开放的路线，国运就始终还是上升的。00后的小朋友，那就是看到一个相对富裕的时代了，如果不是共享单车的出现，兴许，他们也就见不到上个时代的产物了。巨大的代沟就是国运上升的标志，每代人都有每代人的问题，同样的每代人也有每代人的发展，“垮掉的XX后”就像中国崩溃论一样，常常出现，也常常被打脸。2008年开始，以“百人计画”、“千人计画”为首的各种引进政策把海外的人才往国内引，最近这几年，很多海外的专案也来中国融资，改革开放至今的经济发展红利和资本积累，能吸引来当年出国的专家，也能吸引来海外的融资项目，每个时代都有每个时代的打法。

二、龙头与国运 近几年人心惶惶的外汇没有崩溃，经济在魔幻般的节奏中复苏，如果说坚信中国的国运会上升，那中国经济也必然是会由一批优秀的龙头企业所带动。一如春夏秋冬，经济的发展规律也是有起有伏，不同的阶段的经济增长的驱动行业会切换，就像一条大河，支流可以很多，但主干道只有一条。做投资的就是要找这个主线逻辑，一如上个10年代表房地产经济的万科，又如最近10年的互联网经济的腾讯。中国优质的行业龙头企业在海外向来都享受着比中小型公司更高的估值，即使固执如A股，今年也迎来了龙头企业的估值修复。A股代表各行业头部企业的沪深300昂首阔步的吃着火锅、唱着歌跑赢了昏昏沉沉的上证指数，跑赢了积重难返的创业板综指。一切都是那么的熟悉，在新任领导班子定调防范金融风险的背景下，加上外部资金（外资、msci）的风险偏好，未来各行业的龙头公司还会享受流动性溢价。

在中国经济突飞猛进的这么多年间，大家都是拼了命的往前跑，比的是谁抢了更多的增量，但出口已经阶段性的走到了尽头，增量市场的争夺已经结束了，接下来的就是抢夺存量的阶段了，这次已经没有四万亿的续命伟哥了，该死的会死...各行各业的行业集中度在可见的将来都会大幅提高，不管是市场竞争行为，还是行政手段推动：经济的换挡期，正常的周期波动一下，消灭一批公司；不正常的供给侧改革去产能，也消灭一批公司；互联网行业，寡头公司的资本+流量输出，也消灭（收编）一批公司；在信贷不扩张的周期，加上资讯流通高度中心化的环境中，完全想不到一个行业中，行业老大有任何理由会被追上。在集中度提高的阶段，配龙头；大资金的流动性+风险偏好，配龙头。因此，配置中国经济的朝阳行业的龙头企业，就是在下注中国国运。年末又到各种券商策略会的时候，今年最有喜感的是一个段子：对于绝大部分人而言，投资其实更适合化繁就简，做点资产配置，在风险可控的背景下争取比指数跑得更好，但就是这个目标已经足够难了。其实只要坚持按常识投资，不要尝试去垃圾堆里找寻宝这种高难度操作，指数化的配置一些龙头企业，大概率能获得平均收益以上的稳稳的幸福。

今年龙头企业的业绩、估值双击，幸福确实来得很突然，但是，只要行业是继续向上的，用什么逻辑能得出未来风格要轮动？又有怎样的线索能推断这些龙头公司会被打败？指数化配置龙头企业，就是下注国运。然而，由于中国经济发展的阶段性，国内的优质企业分布在A股、港股、美股三个独立的市场，眼下虽然A股、港股在融合，但是始终没有这类的跨市场指数化产品...

三、十大核心资产 然而，活人怎么能被死问题卡住。当下，想办法配到中、港、美三个市

场的股票已经不存在什么技术问题。那接下来的就是，什么行业、什么企业是确定性最高的龙头核心资产？既然市场上没有产品，如果划定若干标准，筛选三地市场中的龙头企业，出个榜单，那就自己模拟配一下，问题不就解决了？ 1) 代表中国，要不怎么叫下注国运呢？ 2) 代表未来，必须行业周期是向上的； 3) 头部资产，必须是行业龙头企业，有绝对的竞争优势； 4) 明年大概率能实现 20% 的升幅，考虑估值水准；独行者速，众行者远，各行各业的龙头还是需要各行各业的人来选，因此希望各位能一同留言探讨，接下来几年，谁才是中国核心资产中处于上升周期的？ 在最为火热的互联网领域中，萦绕在整个行业之上的是：腾讯控股（700.HK）、阿里巴巴（BABA.N）两座大山，要钱有钱、要人有人、要流量有流量，而且两家在大多数领域都展开了惨烈的正面对抗，然而正是两家集团军的大规模战役，让整个赛道上满满的都是其他家的尸体，老大和老二打战，消失的永远是老三及其他，在以流量、资本为导向的互联网方向中，看不到任何企业能撼动两位大哥的绝对领先优势。尽管如此，行业有没有 X 因素呢？中国经济顶梁柱的房地产行业，杠杆狂魔：融创中国（1918.HK）、中国恒大（3333.HK）、碧桂园（2007.HK）；稳健三强：万科（000002.SZ）、中国海外发展（688.HK）、华润置地（1109.HK），在新任班子定调房子是用来住的不是用来炒的定调下，如果只选择一家，那又会是会是谁呢？在大消费板块，龙头企业的收敛效应更是极其显著，贵州茅台（600519.SH）也许就是用实力告诉你，中年人根本不油腻，就是有点醉；青岛啤酒（600600.SH）、华润啤酒（291.HK）也在沉默中寻找着年轻人的骄傲；达利食品（3799.HK）、伊利股份（600887.SH）等国产食品公司的崛起也符合行业发展的趋势，民以食为天，13 亿张嘴背后必有持续崛起的中国食品龙头。在大健康领域，虽然行业的改革阵痛还在进行中，但是真正在做实事的企业还是在寒冬中稳步向前，特别是两办档出台后，国内的坚持做创新药的企业都获得了巨大的资金认可，恒瑞医药（600276.SH）已经突破两千亿市值，市值也超过了全球仿制药龙头 TEVA，千亿军团也有：石药集团（1093.HK），中国生物制药（1177.HK），复星医药（2196.HK），众多带头大哥中，谁又能真正带领中国制药的创新发展？在制造业板块，家电三强：美的集团（000333.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）在纯市场化竞争的背景下，完成了集中度提高，不仅仅把外资都打爆了，还走出了国际化步伐。中国中车（601766.SH）、海康威视（002415.SZ）、比亚迪股份（1211.HK）、吉利汽车（175.HK）等中国先进制造业也在消灭外资品牌份额中崛起。在金融领域，香港交易所（388.HK）作为盘活香港经济的重要抓手，战略地位毋庸置疑；中国平安（2318.HK）做过中国保险行业的领军企业，在多业态整合方面也迸发出强大的动能；至于宇宙行工商银行（1398.HK）更是尽显老大哥风范，稳如泰山，中国经济的崛起，少不了金融板块的崛起。在半导体领域，国产替代之崛起不可逆，京东方（000725.SZ）已经证明了此路可行，新时代的中芯国际（981.HK）能否复现面板的荣光？在手机供应链领域，国产厂家的崛起是持续的，对标台湾，像舜宇光学科技（2382.HK）等国产厂家还没走到尽头。太多太多的行业，都有可能走出属于中国的伟大企业，发现它，需要你！



从日本过去 10 年的牛股中，我们能学到什么？

证券市场周刊特约作者：董量

很多投资人喜欢将中国的发展历程和日本进行对比，虽然明天的中国未必就是今天的日本，但是不妨将日本的资本市场当成一个借鉴，如果中国市场跟随日本，那么哪些行业和股票会是老龄化社会中最亮丽的那一抹彩霞？笔者选取了 2005-2015 年的日本股市涨幅前 10 名的公司，虽然整体涨幅和 A 股无法比肩，但也相当不错了。

10.日本 housing（4781）

是一家物业管理公司，兼房屋维护。其中管理公寓户数约为 50 万户，为日本第二大的物业管理公司。在日本，别墅是老年人的主要居所，步入老龄化社会，房屋维护成为今后稳定的收入来源。此外，收购了越南的一家清洁公司，在中国天津成立合资公司，可见，在日本市场饱和的前提下，海外的发展也是重点。10 年间累计升幅 386%，平均每年 14%。2015 年 PE 为 18 倍，PB 达 2.43 倍，净资产收益率（ROE）为 14%。市值为 35 亿元人民币。公司 2015 年度的营业额

为 55 亿元人民币，净利润 1.94 亿元人民币。物业管理约占每年营业收入的 60%，房屋维修维护约占 35%。雷曼危机后营业额上升很慢。

与此对标的企业是港股中的中海物业（02669.HK），2015 年 25 亿港元的营业额录得 1.17 亿港元的业绩，市值 36 亿港元，与日本 housing 差不多，可见香港市场也给出了相当的估值。管理公寓数，中海物业大概是日本 housing 的 1 倍，但员工竟然是后者的 10 倍。

个人点评：万科本有希望成功转型成中国最好的轻资产地产公司（物业、管理、文化、金融输出等），但.....

9.nitori 控股（9843）

是一家经营非常便宜家具的连锁店，营收和利润增长非常稳定，现在已经是日本家具贩卖业的第一了。nitori 在中国译为“宜得利家居”，几乎伴随着永旺超市开店。2015 年度营业额达 286 亿元人民币，净利润约 28 亿元人民币。家具走风格简约路线，和优衣库、无印良品类似。在通缩社会，比起面子来，低价朴素耐用的东西更受欢迎。

2015 年 PE 为 21.58 倍，PB 达 3.37 倍。10 年累计升幅 396%，平均每年 14.75%。ROE 为 16.5%。市值 687.5 亿元人民币。2016 年股价再度上涨 60%以上。中国没有与此对标的企业。

个人点评：中国的宜家在哪里呢？相对而言，苏宁作为家电连锁，和这个家居连锁有相似之处，苏宁上市至今也是超级大牛股。

8.天气预报（4825）

是世界最大的气象情报企业。主要收益源是船舶等交通部门、农业部门及面向化妆品公司的紫外线情报。在确立商业模式之前曾经长时间承受赤字彷徨过的公司，这几年渐渐确立盈利模式。专业的气象情报是一门需要极专业能力的细分行业。公司资本充足率达到 90%，ROE 达到 20%，是相当有护城河的垄断企业。中国暂时没有对应的标的。2015 年 PE 为 17.2 倍，PB 达 3.38 倍。10 年累计升幅 445%，平均每年 16%。市值为 30 亿元人民币。2015 年度营业额为 8.75 亿元人民币，净利润则有 2.1 亿元人民币。

个人点评：国内的该类行业暂时不可能上市。

7.Yaoko（8279）

以日本关东即首都圈为中心的大型超市。日本人有谚语，“今天晚上吃什么，去 Yaoko 看看就知道”，日语里叫“食生活提案型超市”，顾名思义，超市不但可以让你买到生鲜，更进一步可以直接按照顾客的喜好烧熟做菜。在一个忙碌的社会里，这种商业模式毫无疑问地大受欢迎。对这样贴心的好生意，社会也用连续 27 年净利成长来回答。其营业额/顾客数/一品单价都以每年 5%左右的匀速递增，这在日本可谓一个奇迹。现在共有大型店铺超市 148 家，其中 2016 年新设 6 家，2017 年预计会再添 5 家到 153 家，员工达 2683 人。

2015 年 PE 为 20.57 倍，PB 达 2.7 倍。10 年累计升幅 467%，平均每年 16.5%。市值 120 亿元人民币。2015 年度营业额 203 亿元人民币，净利润 5.66 亿元人民币。

个人点评：国内暂无沃尔玛、Yaoko 这样的大型连锁超市，原因是多方面的，最主要是地域差异（保护）以及极高的流通成本。

6.永旺设施管理（9787）

依赖于永旺超市的保全公司，负责超市的警备和清扫，以及自动贩卖机的运营等工作，营业额的 70%依存于母公司。在人口减少的社会里，永旺的对手伊藤洋华堂和铃木商店也纷纷关店，不太好的业务前景让这家公司估值偏低。每年会发放永旺的购物卡作为股息的一部分，加上现金，达到 2.2%的派息率，考虑到日本的零利率，这几乎算日本股市的现金奶牛了。

目前 PE 为 15.76 倍，PB 为 1.93 倍。10 年累计升幅 509%，平均每年 17.7%。市值为 100 亿元人民币。2015 年度营业额 175 亿元人民币，净利润 6 亿元人民币。

国内无对标企业。

个人点评：随着第三产业的继续发展，未来中国家政、保全等服务行业一定会出现大公司。

5. 科研製藥 (4521)

净利达到 22% (这在日本应属暴利) 的药企, 主要药品是关节机能改善剂, 以及用于伤科、外科和整形科的各种锭剂。在老龄化社会里大受欢迎。

2015 年 PE 为 12.54 倍, PB 达 2.9 倍。10 年累计升幅 609%。市值约 190 亿元人民币。2015 年度营业额 68 亿元人民币, 净利润 13.21 亿元人民币。

A 股公司中可参考云南白药 (000538.SZ)。市值约 648 亿元人民币, 2015 年营业额 207 亿元人民币, 净利润近 28 亿元人民币。其中药品部分的营业额占比约为 55%, 估值不低。

个人点评: 云南白药已经是超级大牛股了。

4. cosmos 藥品 (3349)

药店兼售化妆品和健康食品, 在日本排名第四。前三位以都市小型店铺为主, 而这一家公司以郊区中型店铺为主, 兼售食品来担当药店和超市的功能。

共有 737 家店铺, 其中近 500 家主要分布在日本的九州岛一带。因为在日本还有很大的扩张空间, 所以估值很高。考虑到九州岛一共也就 1200 万人口, 2.5 万人就有一家, 可以看出这家超商的密度。每家店铺每天的营业额近 10 万人民币, 即每人平均每天消费 4 元, 在地广人稀的九州简直让人咋舌。

2015 年 PE 为 32.37 倍, PB 为 5.19 倍。10 年累计升幅 752%, 平均每年 22%, 2015 年底至今再度上涨超过 50%。市值达 2500 亿元人民币。2015 年度营业额 200 亿元人民币, 净利润约 7 亿元人民币。

与之相比, 国药控股 (01099.HK) 的 PE 为 21 倍, PB 达 2.64 倍。2015 年营业额 2270 亿元, 净利润 37 亿元。流通市值 400 亿港元。相比较之下, 国药控股利润率太低。

个人点评: 国药控股的利润率不断提升, 也是市场给他高估值的主要逻辑, 相信国药控股未来仍会进一步做强做大。

3. 富士轮胎 (7605)

轮胎和钢圈的专卖店。跟小零件不同, 轮胎这样体积比较大的产品, 在日本是有专卖店负责换的。这个服务业比较细分, 日本人喜好飙车的很多, 飙车之余安全也不放过, 对各种地形下使用的轮胎有很专业的分类, 而且往往花钱大度。

10 年涨幅高达 1151%。2015 年 PE 为 9.6 倍, PB 为 1.64 倍。市值很小, 只有 10 亿元人民币。流通营业额 13 亿元人民币, 净利润近 1 亿元人民币。

港股里业务类似的永达汽车 (03669.HK), 50 亿港元的市值, 2015 年营业额有 360 亿元人民币之多, 但是利润非常薄弱, 仅 5 亿元人民币。这是伴随经济发展带来的消费细分需求, 相信这是一个不错的行业。

个人点评: 一个冷门的制造/零售业公司, 在十年涨了 12 倍之后市值仅有 10 亿元, 这说明是没问题, 大家要好好思考。

2. 圆珠笔株式会社 (pilot)

圆珠笔是个小生意, 但是做到极致也很厉害。这个公司发明可擦拭的圆珠笔, 算是文具界最大的发明。本来可擦拭没什么, 但是, 这种笔, 写起来跟普通签字笔完全一样, 但擦起来不费劲, 完全靠笔帽的发热, 且擦得干净, 又不擦不掉一点色。

做到极致, 用户还是愿意乖乖付钱的。该公司 50% 的收入都来自于海外, 主打品牌“百乐 (pilot)”。笔者本人刚好是这种圆珠笔的拥趸。中国国内京东上有售, 价格约 16 元。

10 年涨幅达 1174%, 2015 年 PE 为 22 倍, PB 为 3.4 倍。市值 150 亿元人民币。2015 年度营业额 50 亿元人民币, 净利润近 8 亿元人民币。

个人点评: 我们写晨光文具研报时, 刚好也把这个公司作为对比的标的, 我们相信晨光文具是具有高成长的潜力的中国文具龙头企业。

1.seria (2782)

最后的王座当然是被最贱的生意获得，就是一百日元店，一百日元折合人民币仅 6 元，但 seria 的摆放特点是，不是大杂烩的便宜货，而是你需要的东西以最精简的方式呈现在你的面前。光是从其充满田园牧歌式的洋气的主页，就没法和百元日币连接在一起。

经营效率超高，毛利率达 43.4%，净利润率 8.9%，ROE 为 20%。跟 1325 家店铺比起来，这家公司的员工只有区区 200 多人，加盟店应该很多。

2015 年 PE 为 29 倍，PB 为 6.43 倍。10 年涨幅高达 2132%，市值 150 亿元人民币。2015 年底至今又再度上涨近一倍，11 年来涨幅 40 倍！不过最近的上涨一半是依靠估值的提升，目前动态 PE 高达 50 倍了。

个人点评：中国有很多 2 元店、10 元店之类的，为何没有一家能做大的呢？日本商业模式、管理模式、经营效率等各方面值得我们深思。

总结

这些公司有几个特征，首先，均是细分行业。其次，围绕老龄化、穷人化做文章，让你老得有脸面，穷得有尊严。百元店、药店、房屋管理、廉价家具，支援穷人的生活方式占去半壁江山。第三，经营效率很高，净利的增长通常都超过主营收入的增长。主营是稳，净利是快。

进一步分析，仔细看股价涨幅，都比利润涨幅高不少，哪怕不考虑增发摊薄的影响，也可以说估值水平的提升对持有收益起到了极其重要的作用。Seria 在 10 年 20 倍的涨幅中，4 倍来自利润增长，5 倍来自估值增长。

仔细看其利润增长率就知道，大部分公司的利润在最开始是缓慢增长甚至下滑的，当时市场对公司的预期应该特别差，后来重新回归高速增长，预期改变带来估值大幅提升。

工业品虽然也有利润强劲增长 5 倍的，但估值就是上不去，才 2 倍，所以没有成为 20 倍股。所以，如果想拿到这种 20 倍股，要在别人都不看好的地方找到真正强劲的增长，这是非常考验投资者的。

日本 10 年的牛股再次告诉我们这样一个事实，那就是热门行业不一定是长跑冠军，一些冷门行业甚至夕阳行业，只要做到细分行业中的隐形冠军，依然是一笔非常优秀的投资。很多企业在十倍股之后收入规模可能都不是很大，但他成长的增量足够大就可以了。

中国未来的大的投资毫无疑问就是从“老人”和“穷人”下手，优质医药公司、优秀消费品公司、细分冠军制造业公司、极好生意模式的公司，这几大类行业，必然是我们公司未来重点投入研究的方向。

当然，我们不能忽视的一点是，上述这些日本公司他们在启动时的估值几乎都不足 10 倍 PE 甚至更低，而 PB 几乎都在 0.5-1 PB 之间，即便在成为优秀的公司之后，他们的 PE 也都没有超过 30 倍，PB 基本都在 3-4 倍左右。反过来再看看 A 股的一些新兴行业或预期极高的公司，即便这些公司成功的高成长 10 年，成为了未来优秀的企业，但它们现在动则百倍 PE，10-20 倍 PB，10-20 倍的 PS，这种估值早就透支了未来 5 年甚至 10 年的发展预期了。除了找到伟大的公司之外，你也必须找到合理的价格。

20.7. 股票投资策略

本节汇集所有被实践证明为有效的股票投资策略，有些内容前面提到过，但是描述的角度不同。这些策略，有些很大，是一套方法体系；有些很小，是一个构想或技巧。

A. 戴维斯双击与双杀

市盈率的定义是：市盈率 $pe = \text{股票价格 } p / \text{每股收益 } eps$ 。由市盈率的定义，可以推导出股票价格 = 每股收益 * 市盈率。

当每股收益与市盈率都较低时，股票价格也必然较低，此时买入称为戴维斯双击；当每股收益与市盈率都较高时，股票价格也必然较高，此时卖出称为戴维斯双杀。

戴维斯双击的案例之一：1988年，巴菲特买入可口可乐时，可口可乐市盈率近15倍。1988年到1998年十年间，可口可乐净利润复合增长率为14.7%（略低于15%），1998年底年市盈率46.47倍！净利润的增长加上估值的提升，让巴菲特十年的投资净值增长12.64倍，年投资回报率达28%，这是一个标准的戴维斯双击。1998年到2011年，可口可乐的净利润年复合增速仍然有10%，但十三年间股价没有变化，只是市盈率从46.47倍下降至12.7倍，失落的十三年。由此可见：低估值带来未来的财富；高估值是万恶之源。

戴维斯的策略很简单，即以低市盈率（一般要低于10倍PE）买入成长性潜力股（一般每年要增长10%~15%），待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，尽享EPS（每股收益）和PE同时增长的倍乘效益。戴维斯双杀与双击策略相反，为从双高到双低的负循环过程。

投资最令人激动就是找到“戴维斯三击”的股票，个股业绩增长、个股估值提高、市场总体估值回归就是“戴维斯三击”。

股票的收益率由两个因素的简单相互作用决定：投资收益，如股息分红和利润增长；投机收益，如股票价格变化，即市盈率。投资收益反映的是实实在在的那部分，投机收益反映的是投资者情绪的变化

B. 长期持有股票

如何做到不要亏钱，并不是必须低仓位，而是努力提高确定性。提高确定性的投资的方法很多：一种是持续满仓，因为股市时间轴拉长后是永恒上涨的，下跌和波动是短期表现。

长期投资是“理解难，做起来容易”，它是大家公认的最反人性的一种策略，要长期面对贪婪、嫉妒、浮躁等人性弱点，而这些又都是致命的，会让人在和伟大企业并肩的途中败下阵来。参透两大类问题，长期投资其实不难执行。

第一个问题是要搞清企业是什么，公司是什么，学会把握公司的好坏，这一点很关键。除了需要搞清楚企业是什么，投资者还要知道的第二个问题是股市是什么。格雷厄姆说过一句话，金融历史意识对投资人是非常重要的，但大部分人都忽略了它。那么什么叫金融历史意识呢？任俊杰指出美国股市发展了将近200年，欧洲股市发展了200多年，他们的规律就是A股的规律，只有相信这一点，才能在长期投资中拿得住股票。

西方做过很多实证分析，最终结论是不支持高抛低吸这个策略，但是很多投资者都想着股价高了就卖出，低了再抄底买进来。虽然逻辑上说得通，但实际上很难做到，因为全球的成熟市场在历史上的大量实证都不支持这个做法。

第二，投资者认为股价表现和公司业绩的表现不一致，于是认为价值投资是无效的，这就是不了解历史。股市短期是投票器，长期是称重器。有人提出股市今天是投票器，10年之后的某一天还是投票器，所以一直是投票器。但经过大量的实证分析，以3年、5年以及更长时间举证分析，发现企业业绩和股票价格都是正相关的。

第三，有人质疑长期投资的方式，说价值投资的正面例子确实很多，例如美国有一村人拿着可口可乐的股票，香港也有很多人拿汇丰银行的股票。但如果拿的是中国石油，岂不是要亏得很惨？这就是在长期持有之前没有选对公司，如果企业选错了，还一直拿着，这并不是长期投资的精髓。

第四，中国投资者认为A股市场不能长期持有，主要是中国股市存在着明显的系统性风险，例如政策市、没有退市制度等等。但如果研究金融历史会发现，股市的一个规律是系统性风险和时间的成反比，也就是说随着时间的拉长，系统性风险越来越小。西方按照1年、5年、20年做过研究，相对系统性风险越来越低。也就是说，如果投资者持有一个指数，拿的时间越长，系统性风险对投资收益的影响就越小。

如果能参悟股市长期持有的真谛，并且经过长期研究发现了一家好企业，那么接下来的‘做’就简单得多了，只要这家企业在你看来大方向没有变化，就可以长期持有”。

长期投资的另一个好处就是，最开始研究透彻了一家公司，之后只要公司的大方向不出现变化，就可以一直持有，这就将投资变成了“快乐投资”。

Jesse Livermore 的交易策略：赚大钱不是靠个股价起伏，而是靠主要波动，也就是说不靠解

盘，而靠评估整个市场和趋势。能够同时判断正确又坚持不动的人很罕见，这是最难学习的一件事情。但是股票作手只有确实了解这一点之后，他才能够赚大钱。巴菲特是买入并长期持有，是靠个股价起伏赚钱。越来越多的人认为长期看高抛低吸只是一个笑话，没人可以做到。

投资是基本面的变化反映到股价的变动中去，但基本面的变化是缓慢的，是需要时间的。长期投资的理论基点是两个：一是公司基本面长期向好最终会反映到股价中；二是指数长期是上升的；就是估值和利润总有一个推动股价上涨；长期投资的目的是获得长期收益率，如 1-3 年，而非关注短期收益率。长期投资的研究方向是公司基本面，而公司基本面的变化相对股价是缓慢的，经营数据以月为单位，公开的财务数据则以季度为单位；相比随时变化的股价和市场要低频，缓慢很多；股价的短期波动规律性很低，跟公司基本面相关性很小，因此研究股价短期规律基本是浪费时间和精力，并且让我们始终处于短期的焦虑之中；

C. ROE 选股

具体到选股标准，最关注的财务指标是资本回报率，一家公司上市后，拿了市场的钱去经营生意，公司做的好坏可以用结果回报来衡量，结果回报就是资本回报，也就是 ROE，所以要关注一家公司过去 5 到 7 年的 ROE 水平。巴菲特设置的 ROE 标准是 15%，A 股的长期平均 ROE 和美国差不多，12%是可以预期的。

“一个好的 ROE 说明有一个好的盈利模式，而轻资产则是一个好的资本模式”，如果一家企业需要很多资本支出，这样赚来的钱又去买房子、机器、土地、固定资产，报表上的收益其实不是股东的收益，是水中捞月的幻觉。

D. 不把有期限的资金投入股市

正确理解现金的价值。现金就像空气，当你需要的时候才知道他的重要，现金对应了机会！

E. 合理的年化收益预期

合理的给出预期，只要达到 15%的年化收益已经很高，年化回报的合理预期 12%，因为全球市场的长期回报是 10%左右，比一般规律高 2 个点，就是不错的投资回报了。当然目标回报和实际回报是两码事，如果最开始把目标定得很高，人会开始浮躁，如果设定的目标是 18%或 20%，那整个投资行为轨迹就完全不一样了。

F. 不要担心错过机会

不要担心错过机会，市场永远有机会。只要抓住自己确定的几个机会即可。

G. 什么时候卖出

三种情况卖出。1) 价格到了我们认为合理的位置，意味着公司未来风险调整后的超额收益已经没有了；2) 看到了一个性价比更好的投资机会；3) 基本面发生了变化，和我们当初预计的不同。

H. 不要频繁看盘

频繁看盘或者在开市时间全程盯盘，是投资生手的常见状态。而这种做法不仅无益于提高投资业绩，还会带来太多的负面干扰，导致操作失误。

频繁看盘的背后，是一种恐惧心理，投资者讨厌出现帐面损失，为了证明自己没有“犯错”而不断通过观察行情证实自己。而且还有一些投资者有所谓的“止损”误区，比如股价下跌 5%或 10%即卖出，及时停止损失的扩大。

事后后悔的表现通常是在操作完成之后，继续观察已操作股票的价格走势。如果没有买入而股价上涨了，就责怪自己之前没有“聪明地买股”，卖出而股价又上涨了，会责怪自己“愚蠢地提前卖股”，错失了这部分盈利。相反，则会沾沾自喜，认为自己非常英明。这样做的结果就是形

成固化的投资方法，把之前获得盈利的方法认为是正确的，并日后不断沿用；而把未得到盈利的方法认为是错的，日后杜绝使用。

频繁看盘和事后后悔的共同点都是对价格的暂时波动过于敏感。在投资过程中，最容易引发负面影响就是产生过多的不必要的情绪干扰，造成后续判断失误，被市场反复“打脸”，由此陷入错误的恶性循环之中。

人们在看到股票价格波动时，无法控制自己的情绪不发生波动，因为这个过程伴随着激素分泌，比如肾上腺激素，肾皮质激素等。人非机器，这些激素自然会调动人体器官，影响大脑判断，引发行为的冲动，进行买卖操作。这种不由自主是需要人为避免的，通常人们做不到在接受这类外界刺激的情况下，仍能保持情绪稳定。所以解决这个问题的核心是规定看盘的时间和频次，并严格遵守。

频繁看盘会导致投资业绩恶化，这是有实证依据的。行为金融实验和心理实验都有案例。行为经济学家理查德·塞勒研究过，频繁评估投资组合的收益会导致更强的损失规避心理，而最终结果是投资收益降低。

这里要指出的是，我们并不盲目鼓励买入后长期持有的所谓价值投资法。投资者要明确的是，你对所选择股票的价格或者估值判断应该是自认为合理的，即有能够说服自己的依据，而且止损点不是特别容易被触及，比如股票价格通常会上下波动 10% 左右。而且你的投资周期不是非常短，比如日内交易，或者打算在几天之内完成一个买卖循环。在这种情况下，投资者是没有必要过度频繁检查股票价格波动变化的。只要没有触及止损点，就应该视为随机波动，都不要过度去关注，而影响自己的心情和做出客观判断。现有的软件可以设置止损提示，投资者也可以根据自己习惯的投资周期，拉长察看股价的时间。比如，一般投资周期在 1 个月左右，那么每 3 天看一次是合适的；如果投资周期是几个月，每周看一次就足够了；投资周期更长的，甚至可以每月、每季度、半年看一次。这样就可以有效避免情绪影响。

而事后后悔除了会产生负面情绪干扰之外，还会让投资者产生严重的认知偏差。原因很简单，根据事后的股价表现总结出的“正确结论”，极有可能是错误的。投资者的“事后诸葛亮”式反思，并不能保证下一次采用相反的做法就能得到正确结果。股价波动一般是随机的，特别是在投资者做了细致研究之后，股价仍有很大可能在短时间内不会按照投资者希望的方向运动。比如说，在买入股票或卖出股票之后，股价出现相反走势的概率应该不会低于 50%，而这种运动并不能证明之前的做法发生了方向性错误。此时任何反思和总结经验教训都是不必要，甚至会起到适得其反的结果。

投资者应该了解这些心理学和行为金融研究成果，清楚了解作为个人，投资者无法依靠自身控制解决的情绪扰动和认知偏差是怎样产生的，通过规则和纪律，以及正确的方法避免陷入这类误区，持之以恒，应该能够养成良好的投资行为和习惯，对于改善投资业绩是有益的。

I. 行为金融学投资策略

行为金融学投资策略。市场参与者的非理性造成的行为偏差导致了市场价格的偏离，而若能合理利用这一偏差将能给投资者带来超额收益。这就形成了行为金融学的投资策略。传统投资策略还存在投资者搜集信息，处理信息能力的变动，而人类的心理决策特征是长期演化过程中逐渐形成的，所以某些行为是稳定的和跨文化的，行为金融投资理念的交易策略相应也就更具有相当的持久性。从国外看，基本市场异象的行为金融学投资策略主要有价值投资策略与反向投资策略：动量交易策略，成本平均策略和时间分散化策略等等。

J. 抱牢赚钱股

巴菲特告诉林奇，喜欢他的新书《彼得·林奇的成功投资》。想在年报中使用其中的一句话，认为自己有必要这样做。巴菲特想用的是这句：“抛掉赚钱的好股票，抱着亏钱的差股票，无异于拔掉鲜花浇灌杂草。”林奇对巴菲特的要求感到荣幸，“如同自己被邀请进白宫一样让人激动。”

林奇后来补充到，华尔街最古老的谚语就是“卖掉赔钱股，抱牢赚钱股。”（let your winners run, and cut your losers.）“拔出鲜花和浇灌杂草这种错误很容易犯，要逆向而行。”

如今，屡创新高的好股票让人有点望而却步，都说“大象会起舞”，至于这支舞什么时候停下来，没人知道，或许我们应该常常用林奇的话提醒自己，不要拔出鲜花浇灌杂草，市场不差钱，缺好资产，所以，好公司更值钱。

也不要接下落的飞刀，基本平衡后再介入。

K. 短线择时与波动把握效果不大

大部分投资者都用战术的勤奋来替代战略的懒惰，太多纠结于短期宏观因素，市场风格变化，资金流向，基本面噪音，缺乏耐心，不能静下心来考虑长远的事情。

这是人性使然。

我们的历史收益，大部分来自于我们投资的公司利润的增长和估值提升，而不是主要来自于我们短线择时的能力。我们相信中国有更伟大的未来，这是我们最基本的信念。

巴菲特曾经说过，他出生在美国，是他最大的幸运，如果他出生在非洲或者古代的蛮荒时代，他的资本配置能力将没有价值，可能早就饿死了。我们的时代，将是产生伟大公司的时代，用更长的视野来做投资会是我们长期的优势

L. 企业分析家

巴菲特说：“我们在投资的时候，要将我们自己看成是企业分析家，而不是市场分析师或经济分析师，更不是有价证券分析师，所以他将注意力集中在尽可能地收集他有意收购之企业的相关资料”。主要分为：（1）该企业是否简单易于了解（2）该企业过去的经营状况是否稳定（3）该企业长期发展的远景是否被看好

在考虑收购企业的时候，巴菲特非常重视管理层的品质。条件当然是诚实而且干练。明确的说，他考虑的主要因素有：（1）管理阶层是否理性（2）整个管理阶层对股东是否坦白（3）管理阶层是否能够对抗“法人机构盲从的行为”

- 1、利用市场的愚蠢，进行有规律的投资。
- 2、买价决定报酬率的高低，即使是长线投资也是如此。
- 3、利润的复合增长与交易费用和税负的避免使投资人受益无穷。
- 4、不在意一家公司来年可赚多少，仅有意未来 5 至 10 年能赚多少。
- 5、只投资未来收益确定性高的企业。
- 6、价值型与成长型的投资理念是相通的：价值是一项投资未来现金流量的折现值；而成长只是用来决定价值的预测过程。
- 8、投资人财务上的成功与他对投资企业的了解程度成正比。
- 9、“安全边际”从两个方面协助你的投资：首先是缓冲可能的价格风险；其次是可获得相对高的权益报酬率。
- 10、拥有一只股票，期待它下个星期就上涨，是十分愚蠢的。
- 12、不理睬股市的涨跌，不担心经济情势的变化，不相作任何预测，不接受任何内幕消息，只注意两点：A.买什么股票；B.买入价格。

20.8. 大道至简

人的时间、经历、智商都是差不多的，高手之所以比普通人做的更好，其中一个秘诀就是“专注”，或者说是一种价值定位并敢于舍弃的能力，对人来说，这往往是反本能的。具体到股票投资上，要根据你自身的情况，只抓住几个重大的方面，舍弃诸多细枝末节。



99年519行情入市至今，转瞬即逝，18年就这么过去了。来，对自己复复盘。前6年，追涨杀跌，频繁操作，大起大落。后12年，大道至简，耐心坚持，百倍收益。

首先，研究各种技术指标。这辈子我装过的指标应该不下3万个，曾经看一个股票要去看看100个指标是不是共振，现在回想起来，令人唏嘘。至今我盘面还保留着一个自创的成交量指标以表纪念。

然后，研究各种理论。例如K线，波浪，江恩，筹码，量价，道氏，趋势，均线，通道，趋势线，临界点，缠中说禅，黄金分割，甚至五行、八卦、周易、易经、二十四节气等等。如痴如醉，废寝忘食。

之后，研究庄家和资金流。对各路庄家进行长期的跟踪，与各路庄家和配资公司进行交流。深入挖掘重组，高送转，题材，概念，热点等。坚持每天复盘选股。研究游资，机构，公募，私募，盘口，龙虎榜，营业部，股东，建仓，拉升，试盘，洗盘，出货，托单，压单，夹单，对倒，程序单，操盘手法习惯等。

再之后，研究量化和对冲。各种模型，各种组合，各种策略，各种因子。震荡系统，价值周期系统，趋势交易系统，神经记忆系统，形态捕捉系统，对冲交易系统等各种全自动和半自动程序化智能交易。市值策略，市盈策略，市净策略，市销策略，价格策略，股息策略，债务策略，ETF策略，价值策略，成长策略，换手策略，成交策略，振幅策略，涨跌停策略等各种单因子和多因子组合策略。

最后，研究价值成长投资。自上而下和自下而上筛选所有股票，进行立体化精确估值，研究财务报表，细研上市公司所有资料，进行实地考察，研究企业的上游中游下游产业链，与企业研发、生产、渠道、销售、管理等部门进行交流，与企业的主要竞争对手进行交流，与产业资本和市值管理资本进行交流。

这么多年以来，不仅仅只是中国股票市场，港股和美股都做过详细的研究。甚至不仅仅只是股票市场，全球主流金融衍生品基本都做过研究。

读万卷书，行万里路，识万般人，听万人言。在各种研究当中，国内外各种股票书籍看了应该不下1000本。年轻的时候走遍大半个中国，结交了很多各行各业的朋友。身是菩提树，心如明镜台，时时勤拂拭，勿使惹尘埃。菩提本无树，明镜亦非台，本来无一物，何处惹尘埃。人生最重要的也许是开悟二字。

在经历了长时间的大赚大亏之后，特别是2004年到2005年从1783跌到998这波下跌行情亏掉数百万之后，记得是有一天晚上睡不着觉陷入了长时间的思考，之后连续7天早起围绕着一个三角形的路一圈一圈的跑着，边跑边在脑子里一遍又一遍的回忆这么多年以来的点点滴滴，大彻大悟，悟透了自己，也就悟透了一切。一切都是最好的安排。

2005年到2017年这12年，大道至简，耐心坚持，百倍收益。998到6124这波大牛市，我拿着一个现在大家都耳熟能详的股票耐心坚持着，2000点不为所动，3000点不为所动，4000点的时候，周围的人开始疯狂的谈论股票了，我准备落袋为安，接近5000点的时候，我拿着的股整整翻了10倍，我全部卖出空仓！后来大盘最高涨到6124，很多人会说如果，哪有那么多如果。那个时候我已经学会了逆向思维，学会了只赚自己确定的钱，学会了中国股市一半时间上涨一半时间下跌的自然规律（这12年里，我有接近一半的时间是空仓的）。对了，这支股票是万科。

空仓之后，静静的看着股市继续上涨到了6124，记得当时铺天盖地的10000点不是梦的传说，现在回想起来，觉得颇为可笑。

5000点，4000点，3000点，大家谈股色变，但是大部分人还抱着幻想，我不为所动。2000点的时候，突然觉得没什么人谈论股票了，我开始抄底，由于资金量已经不小，而且深刻理解了资金管理和风险控制的重要性，所以分开买了保利和浦发，一买就套。大盘继续下跌，一路跌到1664。依旧是耐心坚持着，那个时候大部分人套着50%以上，身边很多朋友因为生意上需要用钱不得不狠下心来割肉离场。记得是不久之后市场开始好转，慢慢的涨起来了，在涨过3000点之后，周围的人又开始活跃起来了，我一看保利和浦发都盈利150%左右了，就又全卖掉了，又开始了空仓。

空仓之后，又静静的看着股市继续上涨到了3478，很多人又在幻想又一次大牛市的到来，

可惜事与愿违，迎来的是整整长达4年的漫漫熊市，这4年让我无数次回忆起2001年到2005年的那4年漫漫熊市，两次熊市不分伯仲，都几乎让人看不到希望。在这里，你有想到什么吗？想想当下？

在这之后，我萌生了一个很有意思的想法，至今受用，也许有可能会受益终身。有一句名言，据说是巴菲特说的，大家应该都听说过：在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。3轮牛熊下来，我深刻的理解了这两句话。但是，有没有一个标准去衡量什么是贪婪和恐惧呢？于是，我长年坚持调查统计散户仓位，除了超级牛市，65%左右的散户仓位就是阶段性顶部，45%左右的散户仓位就是阶段性底部，一次都没有错过。

3000点空仓后大概一年左右时间，在2500点左右开始抄底，一直到2015年6月18日彻底空仓，在这中间的5年时间几乎都是满仓操作，主要持有过的股票有格力，伊利，长城，保利，茅台。2014年下半年到2015年上半年这一轮牛市跟06、07年的牛市差不多，又是铺天盖地的10000点不是梦的传说，这一次我从4000点左右开始逐步减仓，一直到6月18日收盘4800点左右彻底空仓完毕，这5年的利润在400%左右。

空仓之后，这一次再也不是静静的看着股市继续上涨了，而是惊讶的看着股市疯狂的下跌，这个疯狂的程度前所未有！我一边看着指数从5178跌到2850，一边看着散户的仓位从75%左右减到40%左右，我看着我股票池子里面的45只很优秀的股票跌到了安全边际底部区域。

但是这次出于谨慎我没有动手抄底，一直等到2015年10月8号才开始慢慢买入股票，在2015年12月23号大盘创出新高3684之后，我根据多年的经验和散户的高仓位判断是一个阶段性顶部，然后开始逐步的减仓，在2016年1月4号开盘的几分钟空仓。

空仓之后，有生之年第一次见识奇葩的熔断机制。

跌了大概两个月之后，我又看着我股票池子里面的45只很优秀的股票跌到了安全边际底部区域，而且散户的仓位也减到了45%左右，又开始慢慢的买入股票。在2016年11月底和2017年3月底散户的仓位再次达到了65%左右，再次验证了两个阶段性顶部。最近这1年多时间，主要持有茅台，格力，海康，万华，鄂武商，信立泰。

未来的中国股市，大部分股票会长期下跌，越来越多的股票退市，会有股价低于1块钱的股票出现，漫漫熊市才走到一半！

但是，也会有小部分股票会长期上涨，两极分化会越来越严重，大部分股票现在这个价格你不卖掉持有10年也不见得能涨回来！小部分股票现在这个价格你卖掉了10年也不见得能跌回来！

12年一轮回，大道至简，耐心坚持，淡然处之，一切都是最好的安排。

通过股市投资实现财务自由其实是一件很容易的事情，但是能做到的人真的不多，究其根本，是大部分人的自我认识和理念思维是错误的！

这么多年走过来，周围的亲戚朋友同学同事也好，亲戚朋友同学同事介绍的朋友也好，网上认识的股友也好，问得最多的一个问题就是怎么在股市里面赚钱？

我深思熟虑之后，觉得只有3条路：

学，自己学习怎么在股市里面赚钱，除了天才之外，大部分人需要10年左右，前提是要极其勤奋并且有一定的悟性，如果没有过来人指点，一定会走很多的弯路，如果选择的路不对，别说10年，我见过很多炒股20年以上的人还是长期亏损。

跟，跟随一位经过长期跟踪，而且确实能在股市里面长久稳定盈利的人。选择了跟随，就完全信任，简单，相信，照着做，耐心坚持。

托，把账户委托给一位经过长期跟踪，而且确实能在股市里面长久稳定盈利的人，最好人品也不错。选择了委托，就完全信任，不要三天五头要看账户或者是出现一点点亏损就开始怨声载道。

无论你在别的领域多么优秀，进入股市都是同一起跑线，在钱面前，你人性中的种种弱点会体现得淋漓尽致！绝大部分人高估了自己能力，股市从古至今，从国内到国外，始终就是一个少数人赚多数人钱的地方。

修身心，立业，齐家，助天下。



投资的境界

和做人一样，投资也是有不同境界的。巴菲特的境界很高，高山仰止，我们应该有信心见贤思齐。有一天我看《庄子》里的《庖丁解牛》，豁然开朗，觉得我们做投资能达到的境界，原来和庖丁没有分别。

《庖丁解牛》故事很精彩。文惠君要找庖丁讲讲他是如何解牛的，为什么水平如此之高，听完之后，文惠君说：“善哉，吾闻庖丁之言，得养生焉。”

庖丁说，宰牛之初，“所见无非牛者”，三年之后，“未尝见全牛也”；下刀时，“依乎天理”，“因其固然”。任何事物都有脉络可寻，对每一个重要节点，都要认真把握，掌握其规律。例如投资，是一件很复杂的事情，宏观面、波动性、公司经营、估值体系这些节点都很重要，我们要全盘考虑，发现规律。

普通屠夫宰牛，一个月就要换刀，好的屠夫宰牛，一年就要换刀，因为他们总是猛割猛砍，当然刀很容易就折了。庖丁不一样了，十九年了，一把刀没换过。

他说，“彼节者有间，而刀刃者无厚；以无厚入有间，恢恢乎其于游刃必有余地矣”。他对骨头关节这些地方，不是一轮猛砍，而是用非常薄的刀，游走于“有间”（空隙）之中，自然游刃有余。

我的理解是，投资是件很寂寞的工作，很多时候是自己对自己心灵的拷问，会遇到很多困难，股价的涨跌，也会对我们的心理产生很大的压力和影响。我们要力争发现一些重大的趋势，包括宏观面的、或者公司经营层面的，在困难堆积如山的茫茫前程中寻找一条坦途，尽可能回避一些非常痛苦的选择。

垃圾堆里找黄金，非常困难；大势很不好，有些聪明人横刀立马，火中取栗搏反弹，很不容易；巴菲特一位很有智慧的好朋沃尔夫曾教育巴菲特：“沃伦，如果你在一个黄金堆里找一根黄金做的针，那么找这根针就不是一个更好的选择。”可是看一看周围，到处都是拿着放大镜去寻找这根针的聪明人。简而言之，我们要去挣一些容易挣的钱，不要去挣一些很难挣的钱。容易挣的钱呢，容易挣很多倍。很难挣的钱呢，即使我们很努力，付出非常多，但还是很难挣钱。

庖丁解牛毕，“提刀而立，为之四顾，为之踌躇满志”，这种感觉太好了，有志于投资的各位，让我们一起努力，共同达至庖丁的境界。

参考书目

（暂略）

股票投资智慧，欢迎多提宝贵意见，以便再版。QQ896045460，微信 18689432188。