

# 《安全边际》

作者：塞思.卡拉曼

## 导言

### 第一章 投资者哪里最易出错

- 1、投机者和失败的投资者
- 2、与投资者对立的华尔街本质
- 3、机构表现竞赛：客户是输家
- 4、价值错觉：20 世纪 80 年代对垃圾债券的迷失和错误观念

### 第二章 价值投资哲学

- 5、明确你的投资目标
- 6、价值投资：安全边际的重要性
- 7、价值投资哲学起源
- 8、企业评估艺术

### 第三章 价值投资过程

- 9、投资研究：找到诱人的挑战
- 10、价值投资者的机会所在：催化剂、市场无效和机构限制
- 11、投资储蓄机构转制
- 12、投资理财陷入困境和破产的证券
- 13、投资组合管理和交易
- 14、个人投资者的投资替代品

### 附录一 《安全边际》读书笔记-桔荣【非原书内容】

### 附录二 晚上睡得香比什么都重要-卡拉曼

### 附录三 卡拉曼访谈录：永远不要停止阅读【非原书内容】

### 编后记 张志雄

# 导 言

投资者所采用的投资方法尽管种类繁多，但这些方法几乎很难带来长期成功，只会带来巨大的经济损失。它们中不具备合乎逻辑的投资程序，更像是投机或赌博。投资者经常经不住想赚快钱的诱惑，结果成了华尔街短暂疯狂的牺牲品。写本书的初衷有两个。其一阐明了诸多投资者面临的陷阱，通过突出许多投资者的错误，我希望能够学会避免损失。其二我推荐投资者遵循一个特定的价值投资哲学。价值投资是以可观的折扣买入内在价值低估的证券交易策略，以最小的风险获得较好的长期投资回报。本书阐述了价值投资的哲学，或许更重要的是，解释了为什么当别的方法都失败的时候它却成功了。

本书开篇，并未谈及价值投资是如何做的，主要罗列了许多投资者的错误，尽管有很多投资者虽然并未遵循价值投资也达到了他们的投资目标，长期来说，这些操作时很容易误入歧途的。避免别人犯过的错误是达到成功投资重要的一环。事实上，也是完全可以避免的。

你可能有种疑虑，为什么我要写这本书，鼓励更多的人成为价值投资者。我的许多朋友也有此顾虑。这样一来，我不是招徕了更多的竞争者，间接地降低了我的投资绩效吗？也许是的。但我不认为这种事会发生。首先，价值投资并不是首次公开讨论。尽管我在书中列举的案例与我的前辈不尽相同，尽管我自己的严格的投资哲学也与其他价值投资者的不尽相同，但是其中一些观点早在 50 多年前就被本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在他们著名的、被认为是价值投资的圣

经——《证券分析》中阐述过了。这本著作作为几代价值投资者指明了前进的方向。稍晚一些出版的、由格雷厄姆撰写的著作《聪明的投资者》更是用浅显易懂的语言描写了价值投资的方法。伯克希尔·哈撒韦公司的主席——沃伦·巴菲特，同样撰写了大量的文章、致股东的信、致合伙人的信，条理清楚和极为出色地介绍了价值投资。那些对如此至理名言置若罔闻的投资者不见得会特别青睐于我。

真实的意图还在于我被许多不理性、不自律的投资者所遭受的灾难性损失深深地刺痛了。如果我能劝说其中的一些人放弃危险的投资策略，采用那些早已被设计好的能够保全他们辛苦钱的方法，那么，我将感到非常的满足。如果我能对投资人的行为有所触动，那么我将很乐意在我自己的绩效上适当地减去几分。

但是无论如何，单凭本书是不可能将任何人转变为成功的价值投资者。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的投资视角。只有极少数人愿意和能够为成为价值投资人付出大量时间和精力，而价值投资人中又只有一小部分拥有较强心理素质的人，才能取得成功。

在本书中肯定无法提供一个确保成功的神奇公式。世界上不存在这样的公式。相反，如果仔细领会书中的内容，则本书仅仅能提高冒有限风险而获得投资成功的可能性。我认为这应该是理性投资者所理应期望得到的全部。

如果你将本书视为一本传授如何思考投资，而不是教授投资本身的书，那就再理想不过的了。一些投资者的行为就像是初中生学习代

数一样，只记得一些公式和规则，或者极其肤浅的表面知识，但对他们所做之事并未真正通晓。要想跨越资本市场和实体经济的循环周期取得长期成功，仅仅捧着一些规则是远远不够的。在投资世界里太多的事情变化迅速，以至于没有哪种方法能够持续成功。因此，成功的关键是理解规则背后的基本原理，以便彻底理解为什么依计行事就能成功，不照章办理就会碰壁。我可以简单的告诉你，价值投资能够成功，但是同时我希望它能成功，而其他方法却会失败。

如果星际访客光临地球，参观我们的金融市场的运转情况，顺便考察一下资本市场参与者的行为，他们无疑会质疑这个地球上居民的智力水平。华尔街，这个将资本洒向全世界的资本市场，从许多方面来看都像一个巨大的赌场。对每笔交易进行前端收费的事实明白无误地表明，相比交易的内在经济价值，华尔街更关心交易发生的次数。养老基金和慈善基金（或称捐赠基金）为了长期退休资金、教育和慈善资金的安全和增值，负责任地聘请投资经理，而这些经理却以疯狂的短线交易来对待本应该长期投资的证券，每个人作着同样的事，却企图猜透和胜出竞争对手。另外，几千亿的资金采用完全虚拟的、彻底忽略公司基本面的指数化投资策略，以付出注定平庸的代价换取避免大幅落后的尴尬。

个人投资者与机构投资者很相似，他们经常在需要依据公司基本面做出长期投资决定时表现得相当无能。造成这种局面有如下的原因：机构投资者面临的成绩压力，华尔街的奖励机制，金融市场的狂热气氛。因此，投资者，特别是机构投资者纷纷卷入这场追逐短期相

对业绩的竞赛中，短期价格的波动成为决定胜负的因素。以相对业绩为导向的投资者必然关注短期业绩，不可避免地会被市场的流行时尚所吸引，并以这种时尚作为取得卓越相对业绩的助推器。赚取快钱的冲动是如此强烈，以至于许多投资者发现要做到与众不同真是太难了。

有时，投资者就是自己最大的敌人。举例而言，当股价上升时，贪婪驱使投资者参与投机，做出大数额、高风险的赌博，其依据仅仅是乐观的预期，以及忽略了风险的回报。而在情绪的另一个极端，当股价下跌时，对损失的恐惧让投资人只注意到股价继续下跌的可能性，而根本不考虑投资标的的基本面。许多投资人完全不顾市场环境，执着地依靠一个公式来追求成功，但是无情的现实是，数学等式或计算机程序无法带来成功的投资。

本书的第一部分包括了第一章到第四章的内容，主要说明投资者一般会在哪里跌倒。第一章的内容探讨了投资与投机的区别，成功投资人和非成功投资者的不同之处。阐述了市场价格在投资者行为中的特殊角色。第二章的内容则着眼于华尔街，介绍它的定位短期化、利益冲突、上涨偏见、追求自身利益最大化等等其他投资者完全不需要的行为。第三章的内容解释了统治当今金融市场的机构投资者的投资行为。

第四章的内容是以垃圾债券的研究案例来说明在前三章中强调的投资陷阱。因新发行的债券源源不断地加盟而使得整个垃圾债券市场蓬勃兴旺，而这一现象很可能是那些放弃了质疑原则的投资者共同

串谋的结果。垃圾债券的买家贪婪地接受关于免费午餐的承诺，欣然接受全新的未经证实的分析方法。华尔街和机构投资圈齐声欢呼这些有瑕疵的投资品的到处泛滥。

投资人必须认识到这种垃圾债券的疯狂行为并不是千年一遇的癘病发作，而是投资者的情绪在贪婪和恐惧间周期性潮起潮落的结果。投资人不仅要意识到垃圾债券是有瑕疵的（它们本身就是如此），更重要的是从这场完全可以避免的崩溃中汲取教训，远离下一场注定要到来的迷人的市场流行色。

仔细检视其他投资者和投机者的行为的第二个原因就是他们的行为会在不经意间为价值投资者创造出投资机会。举个例子，机构投资者的行为经常像一只庞然大物，在完全忽视证券内在价值的情况下，将证券价格打压到远离其价值的地步，而在买入时又表现为另一个极端。他们所买的东西来源于偏好，而这些东西的价格常常被极度高估，以至于更像是一次出售（也许是卖空）的机会。而个人投资群体的行为则表现的像一层层的波浪，前赴后继地将一些证券的价格推升到令人乍舌的地步，其性质和他们不顾一切和随心所欲地抛售是一样的。在华尔街和投资银行家的鼓动下，个人投资者的行为就像机构投资者一样，不理睬，甚至是蓄意忽视企业内在价值的存在，完全将股票作为一张纸牌买进卖出。

这种对投资品基本面的忽略倾向有时会充斥整个股票市场。思考一下在 1987 年 1-8 月股票价格的急速飙升，以及随之而来的 10 月崩盘的案例。用红杉基金公司的主席和董事长，威廉姆·瑞恩和理查德·

坎尼弗的话说，那就是“我们无须理会 1987 年 1 月 1 日的股票市场的具体价格是否合理，我们能确定的是美国企业的总体价值不会在 8 个月里上升 44%，而更加不可能的是在 10 月 9 日，一天之内美国企业的价值下降了 23%”。

投资者最终必须为自己选择立场。一边当然是错误的选择，似乎是一条容易一些的道路，能够获得被认同的满足感。这趟旅程中包含了对早已征服了大多数市场参与者的某种势力的屈服，由恐惧和贪婪引导的情绪化反应，由相对业绩竞赛所催生出来的短期行为。沿着这条路前进的投资者会逐渐形成将股票视为可以买进和卖出的普通商品的观念。而这种方法在最后必然会引导投资者花去大量时间猜测其他投资者将要做的事情，并企图捷足先登。问题在于，在这场“股票只是你手中可交易的纸牌”的游戏中，对获得令人兴奋的短期高回报的追逐常常会蒙蔽投资者的眼睛，对自己的愚蠢视而不见。

正确的选择对投资者而言是显而易见的，但是它要求投资者作出一定的贡献，而这显然是大多数人不愿意做的。这种选择就是人所共知的基本面分析方法，这种方法认为股票是它们所代表的企业所有权的凭证。我推荐的投资方法是基本面分析的一个分支——价值投资。

价值投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。而最大的挑战来自于始终保持不可缺少的耐心和纪律，只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出，坚决避免卷入那种吞噬市场人士的追逐短期业绩的狂热之中。



大多数市场人士的关注点与价值投资者的关注点不同。它们首先关心回报——它们能赚多少，而甚少关心风险——它们会损失多少。人们常常用相对业绩来评估投资者，尤其是机构投资者，当然，投资者也是如此自评的。这个业绩可以是相对于市场的，也可以是相对于市场中的某一板块的，甚至可能是它们的竞争对手。

相反的，价值投资者第一目标是保证资金安全。很自然地，为了避免未来较大的损失，价值投资者会寻找安全边际，以便为不准确、坏运气、逻辑上的错误留下缓冲地带。由于估值是一项非精确的艺术，未来是不可预测的，投资者也是人，难免会犯错，所以安全边际是万万不可少的。固守安全边际的理念是区分价值投资者和其他不关心损失的投资者的试金石。

如果投资者能够预测出市场未来的变动方向，那么，它们永远也不可能选择成为价值投资者。当证券价格稳定上升时，价值方法通常变成了累赘；那些失宠的股票其涨幅要小于那些大众情人。当市场估值偏向过分高估的时候，价值投资者又会卖出太早而陷入尴尬的境地。

价值投资者的黄金时间是市场下跌的时候。这时候，下跌的风险已经释放，而其他投资人正在担忧，那些过度乐观的产物中哪些能够幸免。价值投资者则以安全边际作为护身符，勇敢地进入下跌的市场中大胆投资。

那些能够预测未来的投资者应该在市场即将启动时满仓，甚至是借钱买入，而在市场即将下跌时及时撤出。不幸的是，这些声称能够

预测市场走向的投资者常常显得口气比力气大。（迄今为止，拥有预测能力的人我一个也没见过）。我们自认为无法预测证券价格的走势，我们接受劝告从事价值投资，这是一种在所有投资环境下都是安全的和成功的投资策略。

在本书的第二部分，第五章到第八章，探讨了价值投资的理念和实例。在第五章中检视为什么绝大多数价值投资者都是风险的厌恶者，以及与这种态度相对应的投资应用之法。第六章则描述了价值投资的理念，以及安全边际的含义和重要性。第七章讨论了价值投资的三块基石：自下而上的投资选择，以绝对收益为导向，将风险和回报一视同仁。第八章介绍了一些价值投资者常用的企业估值方法。

本书第三部分，第九章到第十四章，主要描述了价值投资的过程，以及价值投资理念的应用。第九章探讨了当价值投资者得到了投资想法，他们是通过那些研究和分析的步骤来评估这些想法的。第十章则介绍了一些不同的价值投资机会，如公司清算、分拆和风险套利。第十一章和第十二章分别探索了两个特殊的投资品种：互助储蓄银行转换盒财务危机和破产证券。第十三章则提示了良好的组合管理和交易策略的重要性。最后，第十四章就如何选择投资专业人士管理你的财产提供了一些建议。

这条价值投资的戒律看上去很简单，但是很显然，对多数投资人而言它太难了，以至于无法掌握和坚持。巴菲特曾经说过，价值投资不是一个在一段时间里让人逐渐学习和采纳的理念，要么立即领会和马上付诸实施，要么永远无法真正学会。

我很幸运在开始我个人投资生涯时，能师从最成功的投资人中的两位大师学习价值投资：共同股份公司的迈克尔·普莱斯和马克思·海涅。虽然我在儿时就被股票市场所吸引，在青少年时也偶尔涉猎其中（成绩还可以），但是直到马克思和迈克尔一起工作，接触到不可思议的瑰宝，我才明白，同价值投资简单但是明白无误的逻辑性相比，我原先的投资显得多么天真幼稚。一旦你采用了价值投资的策略，那么其他的投资行为确实变得如同赌博一样。

在本书中我就投资公司的所作所为的某些方面提出了批评。许多对业界的批评具有普遍性，针对的是投资公司的整个系统，而不是其中犯错误的个人。

书中我提供了许多特殊的投资案例。许多案例是我们公司在过去 9 年为客户的利益而策划的，事实证明也的确有利可图。然而，我们赚钱的事实其实无关紧要。我的目的是想说明在过去的 10 年里，有许多各种各样的投资机会出现，而我也捕捉到了。当然，还有许多案例未能列在书里。

我认为价值投资是一种刺激的、挑战智力的、动态变化的，同时，也是有财务回报的方法。我希望你投入一些时间去理解书中的内容。

# 第一部分

## 多数投资者会在哪里跌倒

- 投机者和失败的投资者
- 与投资者对立的华尔街本质
- 机构表现竞赛：客户是输家
- 价值错觉：20 世纪 80 年代对垃圾债券的沉迷和错误观念

## 第一章 投机者和失败的投资者

### 投资与投机的对比

马克·吐温说过：一个人的一生中在两种情况下他不应该去投机：当他输不起的时候，当他输得起的时候。正是由于如此，理解投资和投机之间的区别是取得投资成功的第一步。

对投资者来说，股票代表的是相应企业的部分所有权，而债券则是给这些企业的贷款。投资者在比较证券的价格与他们被估测的价值之后做出买卖的决定。当他们认为自己知道一些其他人不知道、不关心或者宁愿忽略的事情时，他们就会买进交易。他们会买进那些回报与风险相比看起来有吸引力的证券，同时卖出那些回报不再能抵御风险的证券。

投资者相信从长远来看，证券价格趋向于反映相应企业的基本面。因此，股票投资者期望至少以下述三种方式之一获利：企业运营所产生的自由现金流，这将反映在更高的股价或者被分配的股息上；投资者愿意以更高的比率（市净率或者市盈率）来购买股票，这将反映在更高的股价上；或通过缩小股票价格与企业价值之间的差距。

相反，投机者则根据证券价格下一步会上涨还是下跌的预测来买卖证券。他们对价格走向的预测不是基于基本面，而是基于对其他人买卖行为的揣摩。他们将证券看成是可以被反复换手的纸张，通常对投资的基本理念一无所知或者漠不关心。他们买入证券是因为这些证券的市场表现好，反之则卖出。的确，假设明天就是世界末日，一些

投机者仍有可能根据他们对今天市场走向的猜测来继续进行证券交易。

投机者总是被预测股票走向所困扰。每天早晨的有线电视、每个下午的股市报告、每个周末的《巴伦周刊》、每周无数的市场通讯，以及每次商人的聚会，人们总是对市场走向狂乱推测。许多投机者试图通过使用技术分析，即以往股票价格的波动曲线，而不是相应企业的价值决定了股票未来的价格。实际上，没有人知道市场下一步将如何走：设法预测只是浪费时间，而根据这样的预测来进行投资则是投机性的操作。

市场参与者并不会佩戴徽章来标示他们是投资者还是投机者。如果没有详细地研究他们的行为，要区分投资者和投机者是很困难的。单单看他们持有的证券并不说明什么，因为任何一个证券都可以被投资者或投机者，或两者所持有。许多“专业投资者”在多数时间里执行的是投机操作，这从他们设定目标的方式上可见一斑，他们通过预测市场走向来追求短期交易利润，而不是通过研究企业基本面来获得长期投资回报。正如我们将看到的，投资者极有可能获得长期投资成功，相反，投机者则有可能随着时间的推移而赔本。

## 交易用沙丁鱼和食用沙丁鱼：投机的特性

有一个关于市场疯狂的古老故事。说的是沙丁鱼交易。当时沙丁鱼从位于加利福尼亚蒙特利尔的习惯水域消失了。商品交易商们乘机哄抬价格，致使每罐沙丁鱼的价格一路高涨。一天，一个买家决定用

一顿昂贵的大餐来款待一下自己，他打开了一个罐头吃起来。他立刻感觉不适，于是他对卖主抱怨这罐头变质了。卖主说：“你不了解，这些沙丁鱼不是用来食用的，它们是用来做交易的。”

就像沙丁鱼交易商，很多金融市场的参与者沉迷于投机，他们从未品尝过正在交易的沙丁鱼。投机给人一种获得快速回报的前景，如果你能快速致富，那为什么还要慢慢变得富有呢？而且，投机是追随大流，而不是逆流。多数人认可的东西总是让人感到放心，他们从多数中获取信心。

今天许多金融市场参与者已经有意或者无意地成了投机客。他们可能还没有意识到自己正在参与一个“博傻”的游戏，他们买进估值过高的证券，盼望有一个更傻的傻瓜以更高的价格从他们手上买下这些证券。

人们控制不住地将股票当做是一张可交易的纸头。当你这样看待股票的时候，你既不必进行严格的分析，也不需要了解相应的企业。而且，交易本身就可以很刺激；同时只要市场在上升，还可以获利。但从本质上来看，这是投机，不是投资。也许你可以找到一个买家，一个更傻的傻瓜，愿意出更高的价钱，也许你找不到，这样你就成了那个最后的傻瓜。

价值投资者在作出投资决定时着重于财务现状，而投机者则没有这种束缚。因为许多今天的市场参与者是投机者，而不是投资者。企业的基本面不一定是证券定价的限制因素。由此导致股市周期性地被持续高估，真正的投资者更需要仔细谨慎，以避免拥有那些估价过高

的、需要卖给一个更傻的傻瓜的证券。

投机活动随时可能在华尔街爆发，通常人们一开始并没有意识到什么，直到投机活动已经走得很远，大量金钱被蒸发。援引一个例子，1983 年年中，资本市场赋予 12 家公开交易的、风险投资支撑的温彻斯特磁盘驱动器制造商超过 50 亿美元的市值。在 1977-1984 年间，共有 43 家不同的温彻斯特磁盘驱动器制造商获得了风险投资。哈佛商学院的一个题为“资本市场的近视症”的研究，推测产业的基本面（1983 年年中）当时不可能、在可预见的未来也不可能支持这些企业的总市场价值。这个研究得出结论说，少数几家企业也许能最终获得成功并控制整个产业，而多数其他的企业将挣扎或失败。从最后的赢家身上，如果有的话，可能获得的高回报还不够抵偿其他企业的损失。虽然投资者在当时没有意识到这一点，这些磁盘驱动器企业的股票本质上来说就是“交易用沙丁鱼”。这个投机泡沫很快就破裂了，这些企业的总市值从 1983 年年中的 54 亿美元下滑到 1984 年年底的 15 亿美元。

另一个投机活动的例子发生在 1989 年 9 月，西班牙基金是一个投资于公开交易的西班牙证券的封闭式共同基金，价格从近似于净值（NAV，即所投资资产的市场总值除以基金份额）被哄抬到了 2 倍多的 NAV。许多购买者来自日本，那里的投资者显然更关心其他因素，而不是价值。虽然可以在西班牙股市里以一半的价格自由地买入一个与西班牙共同基金相同的投资组合，这些日本投资者并未被吓到。价格涨至 2 倍于 NAV 的西班牙基金是另一个交易用沙丁鱼的例子；购



买西班牙基金而不是相应的证券的唯一可能的理由，就是相信它的价格仍将上涨到一个更高的水平。在投机活动进行了几个月后，基金价格大幅跳水，回归到接近 NAV 的水平，而 NAV 本身从未显著波动过。

再举一个华尔街投机的例子吧，让我们看看美国国债市场，交易商每天都在买卖亿万美元的 30 年期美国国债，即使长期投资者也很少持有 30 年国债至到期日。根据艾伯特·吴泽鲁尔（Albert Wojnilower）所指，10 年或 10 年以上到期的美国国债的平均持有时间只是 20 天。职业交易商和所谓的投资者一样，因 30 年期国债的流动性而喜欢这类债券，并利用这些债券来投资短期利率的走势，从未想过持有它们至到期日。那些买入长期证券意欲迅速卖出而不是持有的人是投机者，所以 30 年国债实际上也已经成了交易用沙丁鱼。我们大家都感到好奇，如果 30 年期国债不再是一个受人欢迎的，造成那些短期持有人立刻匆忙卖出，并将 30 年期国债变回到“食用沙丁鱼”的投机工具，那又会发生什么事情？

## 投资品和投机品

正如金融市场的参与者可以被划分为二组：投资者和投机者。资产和证券通常也可以被辨别成投资品或投机品。对大多数人来说，这种区别并不清晰。投资品和投机品一样可以买卖，两者通常都有价格波动，因而似乎可以产生投资收益。但是，这里有一个重要的区别：投资品会为持有人带来现金流，投机品则不会。投机品持有人的回报完全取决于扑朔迷离的买卖市场。

人们贪婪地想要拥有任何进来价格上升的物品，这种倾向驱使许多人买入投机品。股票和债券价格上下波动，就像莫奈的油画和纽约洋基队的一代巨星米奇·曼托尚未成名前使用过的卡片，但我们不应该搞混什么才是真正的投资品。收藏品，例如艺术品、古董、稀有的硬币和棒球扑克牌不是投资品，而应归类于投机品。对大通银行来说这个分别并不重要，在 20 世纪 80 年代末期银行为客户成立了一个投资艺术品的基金；或者对现已破产的辛托拉斯储蓄贷款协会（Cen Trust Saving and Loan Association）的前主席大卫-保罗来说也不重要，他花费合作社 1300 万美元的钱只购买了一幅画。甚至是应该知道得更多的华尔街也时常选择混淆这两者的区别。例如，所罗门兄弟公司发布各种资产类别的投资回报率，在同一个列表中有美国国债、股票、印象派绘画和古典大师的绘画，以及中国瓷器等等。在 1989 年 6 月的发布中，后几类资产的排名位于前列，远远领先于真正投资品的回报。投资品，即使像新近种植的人工树林那种非常长期的投资最终都会产生现金流。一台机器能生产可供销售的物品，一幢大厦可以由支付租金的客户居住，人工树林里的树木最终也能被采伐和销售。相反，收藏品不会产生任何现金流，它们提供现金的唯一途径是最终被售出，未来买家同样也只能依赖于转手买卖。

因此，收藏品的价值完全随供求关系而波动。收藏品在历史上并没有被当做保值物，它们的价格取决于品位的千变万化。收藏品的表观值基于其流通理由，人们购买它们是因为其他人最近也买了。这种行为起到了哄抬价格的效果，因而引起公众媒体的关注，造成了诱人

回报的假象。这样的思维随时可能让我们赔本。

成功投资要求我们有适当的心智。投资是一种严肃的工作，不是娱乐。如果你真的参与金融市场，至关重要的是你应该作一个投资者，而不是一个投机者，并确信你理解两者的区别。不用说，投资者能区别百事可乐与毕加索，理解投资品和收藏品的差别。当你辛苦赚来的钱以及未来的财务安全悬于此线时，混淆两者的代价是在是高的无法接受。

## 成功的投资者和失败的投资者的区别

成功的投资者倾向于不情绪化，并利用其他人的贪婪和恐惧为自己服务。由于对他们自己的分析和判断有信心，他们对市场力量的反应不是盲目的冲动，而是适当的理智。例如，成功的投资者在充满泡沫的市场里会小心谨慎，而在充满恐惧的市场里会坚定信心。的确，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。

## 利用“市场先生”

我在前面提过，金融市场参与者必须在投资和投机之间做出选择。那些（明智地）选择投资的人又面临了另一个选择，这次是在金融市场两个对立的观点之间做出选择。一种观点广泛地在学术界人士和越来越多的机构投资者之间流行，认为金融市场是有效的，试图超越市场平均回报是徒劳的。取得市场回报是你所能希望的最佳表现。

那些试图战胜市场的人将承受高额交易费用和税赋，反而输给市场。

另一种观点则认为一些证券的定价是无效率的，从而为投资者创造了低风险盈利的机会。格雷厄姆也许对这种观点做出了最好的表述，他假定一个“市场先生”存在，作为一个有用的伙伴，“市场先生”在每个交易日都时刻准备着以自己所定的价格买进或者卖出无限量的各种证券。他免费提供这项费用的服务，有时定价在一个你既不想买进也不想卖出的水平上。但是，“市场先生”常常失去理性，有时会变得乐观，以高出证券价值的价格买入；有时又变得悲观，以远低于证券内在价值的价格卖出证券。价值投资者则利用“市场先生”的非理性以低于内在价值的价格买入证券。

有些投资者实际上是投机者，错误地以“市场先生”为投资指导。当他们看到“市场先生”降低某一证券的价格时，往往忽略了他的非理性，也不顾自己对其内在价值的评估而仓促卖出所持有的证券。在另一些时候，他们看到“市场先生”提高价格，于是便信任他的线索，在更高的价格追进，好像他比自己知道得更多。现实状况是那个“市场先生”什么也不知道，他只是市场里千万个并不总是被投资基本面所推动的买卖者的集体行动的产物。情绪化的投资者和投机者不可避免地会亏本，相反，利用“市场先生”周期性的非理性行为的投资者，则有很大机会享受长期投资的成功。

“市场先生”的每日波动好像为投资者的最近决定提供了反馈。对一个最近的买入决定来说，价格的上涨提供了正面的强化效果，下跌则提供了负面的强化效果。如果你买入了一只价格随后上涨的股

票，你会很容易让“市场先生”提供的正面反馈来影响你的评判。你也许开始相信这只股票比你之前认为的更值钱，于是忍住不卖，实际上是让“市场先生”左右了你的判断。你甚至可能预测“市场先生”的未来行动而决定更多的买入这只股票，只要价格看起来可能继续上涨，你也许选择拿住它，或许甚而忽略其恶化的企业基本面或降低内在价值。

类似地，当你买入了一只价格随后下跌的股票，多数投资者自然会变得焦虑，他们开始担心“市场先生”也许比自己知道得更多，或许他们最初的买入评估师错误的。人们容易感到恐慌，并在错误的时候卖出股票。其实，如果当初买入这只股票确实是廉价物，理性的行为应该是利用这个更廉价的机会买入更多的股票。

路易斯·鲁文斯坦已经警告过我们，不要混淆股市中真正的成功投资与它的表象。一只股票的价格上涨并不代表其企业运作良好，也不代表价格的上涨有相应的内在价值提升为理由。同样，价格下跌就其本身并不一定反映企业发展发生逆转或者其价值发生退化。

区别股票价格的波动和相应的企业实体对投资者来说是非常重要的。如果大众的普遍倾向是追涨杀跌，投资者必须抵抗这种倾向。你不能忽略市场，忽略一个投资机会的来源显然是错误的，但是你必须自己独立思考，不能被市场左右。你的投资决定必须取决于价值与价格的对比，而不仅仅是价格。如果你以“市场先生”作为投资机会的创造者（当价格与内在价值背离时），你就具有了一个价值投资者的素质。然而，如果你坚持以“市场先生”作为投资指导，你大概最

好聘用其他人来管理你的资金。

证券价格因为两个基本原因而上下波动：反映企业实体状况（或投资者对它的感觉），或者反映供求关系的短期变化。实体状况会以许多方式发生变化，一些与特定的企业有关，另一些则牵涉到宏观经济。如果可口可乐的业务拓展了或者前景改善了，股价相应地会上涨，其上涨也许简单地反映了企业价值的提升。如果一次飓风造成了数以亿计美元的灾难性损失，健康人寿保险公司（Aetna）的股价会下挫，其市值的合理下降幅度大致上应等于预测的损失。当美国公司基金因意外宣布以很高的价格出售其旗下主要的子公司——消防员基金保险公司，而导致其股价飙升时，其价格的上涨反映了其内在价值被突然和几乎全部地兑现。在宏观经济层面，利率的普遍下降、企业税率的降低、或者预测经济增长速度的上升等等都可以促使证券价格的普遍上涨。

证券价格的波动有时并不是基于任何实体状况的明显改变，而是因为投资者感觉的变化。例如，许多生物公司的股价在 1991 年最初的几个月中涨了 1 倍或者 2 倍，尽管当时并没有任何企业或者行业基本面的变化能够解释那种暴涨。价格上涨的唯一解释是投资者突然间愿意以比之前更高的价格购买同样的资产。

短期内，供求关系独自决定了市场价格。如果有许多大的卖主和很少的买主，价格会下跌，有时甚至非理性地下跌。供求关系的不平衡可能由于年底税赋的原因，或某个机构投资者在企业宣布令人失望的业绩后选择卖出股票，或一个令人不安的谣言。大多数市场价格的

日常波动是由于供求关系的变化，而不是由于基本面的发展。

投资者常常不知道证券价格为什么会波动。价格的波动也许是由于内在价值的变化，或者缺乏内在价值的变化，或者与内在价值的变化毫无关系。短期来说，投资者的感觉对股价的决定作用也许与实体状况一样重要。人们从来不清楚到底是哪些未来事件被投资者预期到了，并已经反映在今天的价格之中。由于证券价格可能因为任何原因而波动，也由于不可能知道任何一个特定的价格到底反映了什么预期，投资者必须在证券价格之外看到相应企业的价值，并且总是把对两者的比较作为投资过程的一部分。

## 失败的投资者和他们昂贵的情绪

失败的投资者被情绪所控制，他们对市场波动的反应不是冷静和理智，而是贪婪和恐惧。我们都认识这样的人，他们平时做事很负责任、很深思熟虑，但在投资时却变得疯狂。他们也许会在仅仅几分钟内便将很多个月，甚至很多年辛勤劳动和自制节俭积累的资金投资出去。这些人在买一台立体音响或一架相机之前会阅读几份消费者杂志，并去几家商店进行比较；而当他们买入一只刚刚从朋友那儿听说的股票时，他们反而不会花时间去作一番研究。那种在购买电子产品或照相器材时所展示的理性在投资活动中荡然无存。

许多失败的投资者将股市当做是可以不劳而获的挣钱机器，而不是投资本金以获得合理的回报。任何人都会喜欢快捷、容易的赢利，不劳而获的期望煽动了投资者贪婪的欲望，贪婪使得很多投资者通过

寻找捷径来取得投资成功。他们不是让时间去发挥复利的作用，而是试图通过热门的内幕消息来获得快捷的赢利。他们不会停下来仔细想想那个提供内幕消息的人怎么可能拥有那些不是合法获得的、有价值的信息，也不去想想如果这个消息真的有价值，又怎么可能让他们来分享。贪婪也会以一种盲目乐观的形式表现出来，或者更加微妙地，表现为在面对坏消息时满不在乎。最后，贪婪会让投资者把焦点从取得长期投资目标转向短期投机。

极度的贪婪有时会导致市场参与者提出新时代思维来证明买入或持有估值过高的证券是合理的，人们给出理由来说明为什么这次与以往任何时候都不同。当现实被扭曲时，投资者的行为就失控到了极点。保守的假设被重新审视和修改，以便证明越涨越高的价格是合理的，市场的疯狂可能接踵而至。在短期内，抵抗市场疯狂不仅在心理上而且在财务上都是困难的，因为参与者能挣很多钱，至少账面上是如此。然后，可以预见疯狂会达到顶峰，人们最终认识到这种疯狂，于是情势逆转，演变成恐慌性抛售。贪婪让路于恐惧，投资者可能损失惨重。

就如我后面将会详细讨论的，垃圾债券无疑就是这种疯狂的一个实例。在 20 世纪 80 年代之前，整个垃圾债券市场仅仅由几十亿美元“堕落的天使”所组成。虽然新发行的垃圾债券是 80 年代的发明，它们还没有经过一个完整的经济周期的考验，然而它们却被当作是很重要的金融创新而受到普遍接纳，总发行超出 2000 亿美元，购买者贪婪地偏离了企业估值和信誉的历史标准。即使在泡沫破裂后，许多



拥护者仍顽固地坚持它们的有效性。

## 20 世纪 80 年代的贪婪和“收益猪”

在最近的金融历史上有无数个投资者贪婪的例子，可是，像 20 世纪 80 年代那种历时十年之久、持续不断的“触手可及的获利”却很少。80 年代早期，双位数利率的政府债券挑起了投资者获得高名义回报（nominal returns，指未经复利计算或扣除通胀因素）的胃口。当利率下降到个位数时，许多投资者仍然被高收益所迷惑，在债券市场或股票市场里以牺牲资金安全为代价获得高收益。这些个人投资者和机构投资者被华尔街人士称为“收益猪”（yield pigs，或者许多更加嘲笑的名字），他们容易受到任何许诺高回报的投资产品的诱惑。华尔街则很乐意地作出了反应，创造了多种许诺高回报的投资工具，就如华尔街为了获取酬金而一贯所作的那样。

美国政府债券通常被当做“无风险”投资，至少就信用质量而言是如此。为了获得比政府债券高一些的当前现金回报，投资者必须或冒着损失本金的风险，或蒙受本金的必然损耗。低信用级别证券，例如垃圾债券，提供高出政府债券的收益，但有损失本金的风险。垃圾债券共同基金在 20 世纪 80 年代被销售给了投资者，这主要是通过高收益的承诺来完成的。就如同看魔术师表演戏法一样，投资者的眼睛几乎完全集中在有吸引力的收益上，而损失本金的高风险则隐藏在视线之外。

垃圾债券并不是 20 世纪 80 年代提供给“收益猪”的唯一的残羹

冷饭。华尔街发明了许多投资工具，通过将偿还的投资者本金合并到公布的收益中，这些工具呈献给投资者较高的收益率。Ginnie Mae 证券实际上是高评级证券，就是一个这样的例子。这些证券是按揭抵押集合基金，而这些抵押是由美国政府机构全国按揭抵押协会（GNMA，据此就成立了 Ginnie Mae）提供保险的。GNMA 集合基金收集房主们所付的按揭利息和归还的本金，并将它们分配给债券持有人。每个月 GNMA 的持有人会收到包括利息收益和小部分偿还的本金在内的分配额。本金部分包括了契约偿还和自愿预付。许多持有人倾向于将每个月收到的总分配额看做是 GNMA 的收益。真正的经济收益率实际上只是收到的利息除以未偿还的本金结余。每月所分配到的本金部分不是本金的收益，而是本金的偿还。因此，那些已经花费了所有现金流的投资者正在吃掉他们的种子玉米。

同样的模式也被用到了期权——收益的共同基金中，这些基金通常买入美国政府债券的组合，然后承保（出售）买入期权来对冲这个组合。（买入期权是在某个规定的期限内以指定的价格买入一个证券的权利。）这些基金付给持有人的现金分配包括了债券组合的利息收入和出售期权的收费，这个现金分配包括了债券组合的利息收入和出售期权的收费，这个现金分配被兜售成投资者的当期收益。但是，当这些用来对冲组合的买入期权被行权时，承保人就放弃了被行权的证券的增值部分。投资组合的上升潜力被出售的买入期权而缩小了，而下降的风险则不变。这种策略将投资者置于一个未买保险的房主的位置上，眼前他们可以省去付给保险公司的一点保险费，但却冒着很大

的未来损失的风险。只要证券价格继续上下波动，期权的承保人随着时间的推移注定要面临本金的损失，没有可能的本金收益来弥补损失。实际上，这些基金一边在蚕食着本金，一边又误导性地将本金的侵蚀报告成收益。

有些投资者太注重当期收益，为了高收益，他们不是买入一个华尔街新产品，而是一个老产品：普通股。他们觉得债券的收益率低的不可接受，于是在能想象的最坏的时机将钱砸进股市，这些投资者未能明白债券收益率是公开的信息，股市投资者已经将当前的利率水平考虑进了股票的价格中。当债券收益率低时，股票价格可能会高。那些当债券收益率低时而盲目冲进股市追求高收益的投资者不但不能看到免费的午餐，而且很可能在市场最高点或接近最高点时买入。

## 寻找投资公式

许多投资者贪婪地坚持寻找投资领域版本的圣杯：企图发现一个成功的投资规则。人们的本性总是想寻找解决问题的简单方法，而不论这个问题有多复杂。考虑到投资过程中的复杂性，人们很自然地会觉得必须有一个规则才能通向投资成功。

正如很多将军坚持发起一场战争一样，多数投资规则将最近发生的事情投射到未来。一些投资规则应用技术分析，认为已往股票价格的运行可以被用来预测今后的价格走向。其他的规则考虑了投资的基本因素，例如：市盈率、市净率、销售或盈利的增长率、股息率和当前利息水平。尽管投入了很多精力在制定这些规则上，可是还没有一

个规则被证明是有效的。

某些投资者采用一个过分单纯的向后看的投资规则：买入低市盈率的股票。这个想法是支付一个盈利的较低倍数，投资者买入一个失宠的便宜货。在现实中，跟随这种规则的投资者其实是只看后视镜来驾车。低市盈率的股票被压低股价，通常是因为市场价格已经反映了盈利急剧下跌的前景。买入这种股票的投资者也许很快会发现市盈率上升了，因为盈利下降了。

许多投资者使用的另一个规则包括将他们最近的个人经验投射到未来，其结果是许多投资者带着从 20 世纪 80 年代的泡沫市场上所学到的错误的，并有潜在危险的经验进入了 90 年代；一些人认为 1987 年的证券市场暴跌只是一个失常的事件，更是一个绝好的买入时机。1989 年 10 月股票市场的震动和 1990 年垃圾债券市场的崩溃以后，市场的快速恢复更加固了这种目光短浅的经验。许多投资者像巴普洛夫的狗（Pavlov，俄国心理学家，首次通过对狗的试验，提出经典性条件反射这一重要心理学现象），愚蠢地指望下一个市场震荡作为另一个买入的“时机”，而不管发生震荡的根本原因。

金融市场太复杂了，不能简单地被归纳成一个投资规则。况且，如果任何成功的投资规则可能被人想出来，拥有它的那些人将利用它直到竞争消除了超额利润，寻求有效的规则的努力又将重新开始。投资者如果将花在寻求规则上的时间和精力转移到某一特定投资机会的基本面分析上，结果将会更好。

## 结论

金融市场为易受影响的投资者提供了许多诱惑。很容易去做错事、去投机而不是投资。多数投资者的情绪很危险地一触即发，当市场价格朝任何一个方向显著波动时，这种情绪会非常强烈。对投资者来说，至关重要的是理解投机和投资之间的区别，并且学会利用“市场先生”提供的机会。

## 第二章 与投资者对立的华尔街本质

除了与华尔街打交道之外，证券投资者没有多大的选择余地。然而，让人沮丧的是，许多投资者在同华尔街打交道时做的并不好。更加深入地了解华尔街的运作方式将使他们受益，问题是对华尔街有利的东西并不一定对投资者有利，反之亦然。

华尔街有三项主要业务：交易业务、投资银行业务和商业银行业务。作为交易商，华尔街公司是代理商，它们通过将买家和卖家集合在一起而赚取佣金（或者赚取点差）。作为投资银行，这些公司会帮助别人安排对整个企业的购买和销售，承销新发行的证券，提供金融咨询，以及对特定的交易给出公平的意见。作为商业银行，它们对自己的资金负责，同时在进行投资银行业务的交易时将这些资金作为本金。20 世纪 80 年代末，商业银行业务在华尔街中的重要性与日俱增，但在 1990 年和 1991 年初，这项业务几乎完全停止了。

华尔街上的公司在我们的经济中起到了重要的作用。它们为扩张中的企业提供融资，（有时）为市场提供流动性。然而，因华尔街从事着不同的业务，利益冲突和短期倾向常常让它深感困扰。投资者无需因此而谴责华尔街，只要它们能时刻牢记这一点，并在任何一项自己可能参与的交易中保持谨慎怀疑的态度就可以了。

### 预付费用和佣金：华尔街的主要利益冲突

华尔街上的从业人员主要根据他们做什么事情而获得报酬，而不是根据他们做事的效率。华尔街传统的报酬形式就是预付费用和佣

金。经纪业中按每项交易收取佣金，不管投资者获得怎样的结果。投资银行业务和承销业务的费用也都是预先支付的，在得知交易最终成功或者失败很早之前就已经支付了这些费用。

所有的投资者都认识到股票经纪人所带来的利益冲突。尽管客户可能已经拥有了最好的（佣金最低的）美国短期国库券或者（免佣金的）以资产净值出售的共同基金，出于经济方面的考虑，经纪人依然有动机来销售收取高佣金的证券。经纪人也有动机代表那些可以自由支配的客户账户（经纪人可以对此类账户自由交易）进行过度的短期交易（这既是挤油交易），以及鼓励那些自己没有自由支配权的账户进行更多的交易。许多投资者也习惯了华尔街交易活动中的利益冲突，在这些零和博弈中，公司与客户之间相互对立。

证券承销业务中也出现了巨大的利益冲突。这一业务就是通过将企业新发行的证券出售给客户来为企业客户进行融资。不用说，高额费用可能刺激一家公司承销价格过高或者风险过高的证券，以及更喜欢数量有限的进行承销业务的客户，而不是那些数量众多、购买这些证券的个人客户。

在商业银行业务中利益冲突更加明显。华尔街上的这些公司成了自己承销客户和经纪客户直接的竞争对手，用自己的账户买入和卖出整个企业或者大型企业的子公司。这些公司并没有成为证券发行人和证券买家之间的中间商，而是自己成了证券的发行人和投资者。如今，当电话铃响起，听筒中传来你的经纪人的声音时，你甚至不知道他能做什么，或者代表了谁的立场。

提供服务，然后收取费用，这并没有什么错。医生、律师、会计师以及其他职业都是这样获得报酬的。他们获得的报酬并不依赖自己提供服务的最终结果。我想说的是，投资者应当警惕那些正与自己打交道的人的动机；预付费用了产生了偏好频繁交易的倾向，而不是倾向于进行能够获利的交易。

华尔街对承销业务的喜欢甚于二级市场交易业务

通过既扮演投资银行又扮演经纪人的角色，多数华尔街的公司创造出了自己的产品来进行销售。股票或者债券的承销能够为一家投资银行提供高额费用。将这些承销的证券销售给客户的股票经纪人也会分享这些费用。例如，整个华尔街从 1 只股票的承销中获得的总费用为融资总额的 2%~8%。在承销 1 只价格为 10 美元的股票中，经纪人自己往往可以获得总佣金的 15%~30%。

相反，经纪人在二级市场交易中——即证券从一名投资者转手到另一投资者——赚取的佣金就少得多了。通常大型机构只支付 5 美分/股的佣金，有时最低只支付 2 美分/股。成交量较小的个人投资者往往需要支付相当多的佣金。尽管如此，经纪人从承销一只新证券中赚钱的佣金是二级市场中规模相当的交易中所获佣金的好几倍。承销新证券所能获得的高佣金成为股票经纪人将这些证券卖给客户的强大动机。

投资者不仅要担心经纪人在吹捧新发行证券的强烈金钱动机，证券发行人的动机也让人怀疑。买家必须全面调查这一动机。长期内前景明朗而短期内缺乏资金且别无选择的企业，才会发行新证券的日子



已经一去不复返了，投资者手上的现金可以为这样的企业提供急需的资金，发行证券也成为一项合作。如今，首次公开募股（IPO）市场就是将希望和梦想用高估值转换成资本的地方。事实上对一种新证券的承销可能是一项价格过高或者缺乏考虑的交易，且常常通过“金融工程”对一些资产进行洗牌，而不是为企业内生性增长进行融资。

那些很容易在似是而非的影响下购买新发行证券的投资者必须问问自己，当每次承销中的对手都是那些精明能干的发行人和贪婪的承销商时，你如何才可能获得成功。事实上，当发行人和承销商不仅拥有信息优势，还掌握了对时间、定价以及股票或者债券分配的控制权时，任何一种证券的承销能有多大的吸引力呢？甲板上几乎总是挤满了买家。

有些时候对承销费用的渴望会驱使华尔街创造出承销客户，这么做的唯一目的就是为了获得可以出售的证券。例如，多数封闭式基金的成立几乎仅仅是为了给股票经纪人产生佣金，以及给投资经理人提供费用。几年前曾有一篇报道，说一则发给华尔街一家颇有声望的公司的销售人员，有关成立一只封闭式债券基金的公告受到了热烈欢迎。通过直接购买同样的证券，客户能够支付低得多的佣金，但如果通过封闭式基金购买，经纪人能够赚取的佣金就会增加许多倍。

封闭式共同基金往往最初以每份 10 美元的价格进行发行，其中承销商获得 8% 的佣金，只留下 9.2 美元可进行投资。在封闭式基金发行的几个月后，他们的价格往往会低于最初的 9.2 美元的净值（所持资产的市场价值）。这意味着那些一开始就购买了封闭式基金的投

投资者很快就会让自己的投资蒙受 10%-15% 的损失。如果非要在一开始购买，那么可以通过买入以资产净值出售的开放式共同基金来实现相同的目标，而且更便宜。开放式基金可以进行与封闭式基金一样的投资，但不收取承销费或者管理费用。同封闭式基金不同，开放式基金总是可以用净值来买卖。

在 1989-1990 年间，新型封闭式国家基金的发行热潮反映了华尔街与客户之间的紧张关系。我在第一章中曾提到，对封闭式基金的投机导致许多基金的价格远远高于本身的净值。买入新发行的封闭式基金似乎是一种简单、快速而且几乎是十拿九稳的赚钱方法。例如，1989 年 6 月，西班牙基金（Spain Fund）的价格为净值的 92%，相当于打了 9.2 的折扣，而在短短的 3 个月之后，这只基金的价格就已经是净值的 260% 之多，在 1990 年 2 月之前，价格一直维持在净值的 2 倍以上。那一年的夏末，这只基金的价格再次接近净值，而此时的净值略低于一年前的水平。并不是只有这基金的价格才出现这样的走势，其他几只国家基金也有类似的走势。

投资者对国家基金的热情得到了共产主义的突然崩溃和东欧地区实现民主的支持，似乎全球各地都在爆发和平。投资于这些诱人地区的基金相继成立，这些地区包括奥地利、巴西、爱尔兰、泰国和土耳其。具有讽刺意外的是，在封闭式国家基金达到顶峰的几个个月后，伊拉克入侵了科威特，原油价格大幅上涨，经济衰退的担忧开始蔓延，全球股市大跌。找到愿意以相较净值而言更高溢价购买基金的买家的前景突然之间消失了。因此刚刚转而看空的投资者开始抛售价格已经

大幅低于净值的国家基金，直至所有的这类基金的价格都大幅低于净值。

封闭式共同基金发行的周期性繁荣是衡量市场信心时的有用的晴雨表。当投资者情绪乐观和市场正在上涨时，新基金大量发行。毕竟华尔街上的公司并不逼迫投资者购买这些基金。他们只是准备着提供实际上不受约束的供应量，因为唯一真正的约束就是买家的易骗性。繁荣之后是破灭，在此期间那些价格与净值出现足够多折扣的基金成为了投资者群体的目标，那些基金要么遭到清算，要么被迫转成开放式基金，然后允许根据净值来赎回基金，让这些基金生命周期走向终点。承销商会从中获利，有时淘便宜货的投资者也会获利。那些在发行时就购买，或者之后以支付大幅高于净值的溢价购买基金的蠢货最终必会蒙受损失。

### 华尔街的眼前利益

华尔街预付费用的定位导致了人们只关注短期利益。经纪人、交易员以及投资银行家发现，当眼前的一笔交易不管价值如何都能获得非常丰厚的利润时，难以将眼光放在下一次交易上。这种情况在 20 世纪 80 年代末期和 90 年代初期较以往更加普遍，这段时期内的交易费用非常高，多数华尔街的从业人员自己在证券行业中的工作表现缺乏安全感，甚至对自己在该行业中的职业生涯也感到不安。1991 年年初掀起的“资产证券化”风潮展现了华尔街令人作呕的伪善，那些债务高举的企业在这一波风潮中通过发行股票所得资金来支付债务。当那些企业被收购方使用高杠杆垃圾债融资进行收购时，华尔街收取

了投资银行业务和承销业务费用，并在将债务替换成刚刚进行承销的股票时又收取了巨额费用。

一些人之所以为华尔街工作仅仅是为了赚取高收入，希望能在几年之后离开华尔街。其他一些对自己最终能否取得成功感到怀疑的人——也许这种怀疑是有道理的——不愿因那些可能永远也不会实现的长期收入而放弃短期内的报酬。华尔街给出的报酬太丰厚了，一个人甚至只要在华尔街干上几年就可以确保自己的一生衣食无忧。

虽然如此，华尔街上有着少数人保持着长远的眼光。华尔街上的一些合伙公司在鼓励自己的雇员不要只顾眼前的交易时做的如何出色。然而，在华尔街工作的许多人将与客户之间的友好关系或者客户的金钱利益放在第二位，而把短期内最大化自己的收入放在了第一位。

许多华尔街的从业人员，尤其是股票经纪人已经开始相信客户很自然地会在几年之后离开自己，实际上他们是在通过指责客户来为自己注重短期利益的定位找借口。华尔街上没有什么事情是确定的，即使是最有目标和最有洞察力的建议都可能不会取得成功。蒙受损失的客户确实可能会换掉自己的经纪人。但这不能成为那些假设客户的流动很正常，因而寻求短期佣金和费用最大化，让客户流动成为自证预言的人的借口。

## 华尔街的看涨倾向

投资者永远不要忘记，华尔街有着强烈的看涨倾向。而这种倾向与其自身利益相一致。华尔街上的公司可以在市况好的时候完成较市

况差的时候更多的证券承销。同样，经纪人能在上涨的市场中获得更多的业务，并拥有更多感到更快乐的客户。甚至那些为了促进交易而存放在库存中的证券也往往会在牛市中出现价格上涨。当一名华尔街的分析师或经纪人表达乐观的看法时，投资者必须保持谨慎。

华尔街的看涨倾向可以从多个角度加以证明。例如，华尔街所做的研究大部分会给出买入建议，而不是卖出建议。也许这仅仅是因为任何持有现金的人都可能买入一只股票或者一种债券，而只有那些已经拥有了股票或者债券的人才有可能选择卖出。换句话说，一份乐观的研究报告较之一份悲观的报告能带来更多的经纪业务。

此外，华尔街的分析师不大可能给出卖出建议，因为可以理解为何他们不愿对自己跟踪的企业给出负面的研究，而这些负面的内容可能确实是事实。当这些企业是自己公司的理财业务客户时，他们更加不愿意这么做了。1990年 Janney Montgomery 公司一位名为马文·洛夫曼的分析师，因对公司大客户唐纳德·特朗普所拥有的亚特兰大城市酒店&赌场写了一篇负面的研究而丢掉了自己的工作。

华尔街上的从业人员很容易就能乐观起来。一些乐观的假设几乎会让任何一种股票或者债券成为一项合理的投资。问题是因太过关注于上涨，人们很容易忽视了风险。

其他人同华尔街有着一样的看涨倾向。投资者更喜欢上涨的证券价格而不是下跌的价格，喜欢获利而非亏损，这是人之常情。思考上升潜力较之思考下跌风险更让人感到快乐。企业也更喜欢看到自己的股价上涨，股价上涨被看做是对管理层投了信任票，是管理层个人持

有的股票和期权的价值上涨的源泉，也是财政灵活性、提高企业筹集更多股本能力的源泉。

即使是监管证券市场的政府监管人员也对市场持有看涨的倾向。上涨的市场会伴随着投资者信心的增加，这也是监管人员希望维持的。根据监管层的观点，市场的下跌应当有序，且不能引发恐慌。（市场的无序上涨显然不会引起关注）

市场监管者所制定的特定股市规则已经加剧了华尔街从业人员的看涨倾向。首先，禁止包括所有共同基金在内的许多机构做空股票或者债券。（做空是指卖出借入的股票或者债券，与被称之为做多的买入证券的传统投资策略正好相反。）第二，尽管对购买股票没有限制，但要求做空上市交易的股票时需要借入所希望的股票，然后以高于上一交易价格的价格执行一份卖出订单。这可能从很大程度上限制了投资者进行做空交易的能力。限制性的做空规则，以及既有意愿又有能力承受做空的无限风险的投资者的人数有限，这些都增加了证券价格可能被高估的可能性。做空的投资者数量不多，且受到很多限制，他们介入可能会修正过高的股价。

在 1987 年股市崩盘之后，推出了一些“熔断”机制，以限制一天内价格的下跌幅度。这些熔断机制对股票、指数期货的价格波动给出了限制，同时也给程式交易设定了限制。熔断机制可以暂时性中断期货交易，也可以让市场完全关闭。

纽约证券交易所的两个熔断机制只有在市场下跌时才会使用。如果道琼斯工业平均指数较前一交易日下跌 250 点，交易将暂停 1 小时。

如果继续交易之后再下跌 150 点，将暂停交易 2 小时。值得注意的是，对于股价的上涨则没有制定类似的熔断机制，不管涨幅有多大。这再次表明监管规则更喜欢看涨而不是看跌，进而对推高股价产生了影响。尽管无法通过立法来确保高股价（华尔街上的许多人可能私下里都希望有这样的法案），政府的监管让价格更容易被高估，同时让修正高估价格的难度加大，从而使高估的价格能持续存在。熔断机制的不对称应用展示了市场监管者的看涨倾向，它本身可能鼓励了投资者购买并持有价格高估的证券。

其他许多造成看涨倾向的相同因素也能让金融市场被高估，并且维持高估状态，尤其是股市。修正高估的市场较修复低估的市场难度更大。例如，当遇到一只被低估的股票时，一名价值投资者可以购买越来越多的这只股票，直至获得控股权，或者更好，直至以打折价格拥有整个企业。如果对价值的评估是正确的，这名投资者将获得诱人的回报。相反，修正高估的市场并不容易，之前提到的做空操作并不是一个行之有效的矫正方法。此外，投资者、分析师或者管理层并不总能明确地认识到价格已经被高估。因为证券价格反映了投资者对现实的认知，而并不一定反映现实本身，高估可能会维持很长一段时间。

## 金融市场创新有利于华尔街但不利于客户

华尔街公司中的投资银行家一直都在创造新的证券品种提供给客户。有时这种新证券不仅能解决发行人的财务问题，也能满足投资者的需求。然而，多数情况下，这些新的证券品种仅仅能满足华尔街

的需要，即满足对费用和佣金的追求。

金融媒介——华尔街的投资银行家和机构投资者——准备从金融市场创新中获取最大的利益，华尔街赚取无风险的费用和佣金。通过创造出新的投资工具对创新证券进行投资，机构投资者也许能吸引更多的资金加入。如果第一批投资者在金融市场创新中取得不错的成绩，就可以筹集到更多的资金，发行更多的证券，产生更多的管理费用、承销费用和佣金。实际上买方和卖方变成了同谋，任何一方都可以从创新的持续成功中拥有既得权利。对发行人或者新证券的实际持有人而言的长期利益则相当不确定。

20 世纪 80 年代的金融市场充斥着各种各样新型的债务和衍生品证券。这里只举部分例子，一名投资者可以购买固定利率债券或者浮动利率债券，采用荷兰式拍卖发行的债券、零息债券、以实物或者股票进行支付的债券，可以转换成发行人的股票或者其他人的股票，或者转换成商品的债券、可卖出债券、可赎回债券、可重新调整的债券、到期日期可以延长的债券、可转换成其他证券的债券，或者一种外币定价的债券和以一篮子外币定价的债券。这些证券中有些已经名誉扫地，如拍卖利率优先债券或零息垃圾债券。其他许多的证券可能已经像科学展览上的展品一样实现了各自最初的目标，但几乎没有人真正关心这一点。

投资者必须承认，一项创新最初所获得的成功并不意味着最终这项创新是有价值的。买家和卖家必须相信，他们会在短期内受益，否则这项创新就不会由设计方案转变为实际产品了。然而，人们可能并



未仔细考虑此类创新在更长一段时期内可能造成的后果。在发行新类型的证券时，这种证券就像新推出的消费品一样能够增加价值。更低的风险、更高的回报、更好的流动性，持有人或者发行人同时拥有了镶嵌在其中的看涨或者看跌期权，以及其他一些创新让这种证券看起来较之前出现的任何证券都要优秀（更新和更先进，就看你怎么说了）。尽管开始时获得了明显的好处，但随着时间的推移，问题就开始暴露出来了。不管是对资金有着迫切的需求的发行人还是贪婪的投资者，都没有根据可以想到的任何一种经济情景来对每个金融市场创新进行必要的分析。今天看起来更新和更先进的东西可能在明天就被证实是有缺陷，甚至是错误的东西。

华尔街从不满足于所取得的成绩。如果一项交易成功结束，华尔街就会认为下一个交易肯定会成功。实际上在所有的金融创新和投资狂潮中，华尔街都创造出了更多的供应，直至市场达到供需平衡，然后供应超过需求。华尔街公司的盈利动机和这些公司之间的激烈竞争意味着只能出现这样的结果。

当华尔街的狂热让市场最终达到饱和的时候，投资者的热情也开始冷却。当一个特定的行业开始流行时，成功就成了一种自证预言（Self—fulfilling Prophecy）。只要买家推高价格，就能维持自己的热情。然后，当价格触顶，然后开始下跌时，价格的下跌也能成为一种自证预言。买家不仅停止购买，同时一转身变成卖家，从而恶化了每个风潮打上峰顶烙印的供应过剩问题。

## IOs 和 POs: 抵押贷款证券市场的创新

20 世纪 80 年代中期的一项金融市场创新对仅付利息抵押贷款 (Interest Only, 或为 IOs, 只支付利息) 和仅付本金抵押贷款 (Principal ONLY, 或者 POs, 只支付本金) 这种混合型抵押贷款证券产生了兴趣。IOs 和 POs 就是将抵押贷款中的两项资金进行了分拆: 分成利息支付和本金支付。

一种传统型抵押贷款支持证券的价格与利率呈反向波动, 原因有两个。第一, 在利率上升时, 一种抵押贷款的价值之所以下降, 是因为同其他产生利息的证券一样, 当每隔一段时间进行支付的现金流以最新的、更高的利率进行贴现时, 其价值就会出现下降; 第二, 随着利率上升, 一项抵押贷款的预期寿命会增加, 与此同时, 可选的预付款出现了减少, 因此吸引力相对下降的利息支付就会持续更长的时间。

将 IOs 和 POs 分拆之后, 利率改变对它们所产生的影响与对一项完整的抵押贷款支持证券所产生的影响有非常大的区别。从抵押贷款中剥离出来的只支付利息抵押贷款, 即 IOs 的价值同传统的抵押贷款一样, 会随着利率的变动而呈反向波动。原因是, 如果利率上升, 一项 IOs 贷款中的利息支付将需要更长的时间。经验表明, 大量利息支付的现值高于少量利息支付的价值, 即使是使用更高的贴现率。因为这种相反的波动关系, 像储蓄银行或者保险公司这样的抵押贷款投资者会更喜欢 IOs, 可以将此作为对利率变化进行的潜在对冲。相反, POs 的价格会对利率的变化作出与传统的抵押贷款一样的反应, 但波

动性更大，因此，对任何希望就利率进行投机的人而言，它们可能是一种潜在的有用工具。

通过创造出这样的混合证券，华尔街能够赚取丰厚的费用和交易利润。同其他任何一种金融市场创新遇到的问题一样，不知道是否有其他人也赚到了钱，特别是在剔除了佣金、费用和交易商涨价之后。买家下的赌注就是自己有能力理解一种崭新的证券，这些买家常常是那些储蓄银行和保险公司。为避免遭剥削，它们需要较其他市场参与者更了解这些新证券，至少应同华尔街一样了解这种证券。它们寄希望于自己所购买的证券能形成一个持续的、具有流动性的市场。它们含蓄地假设，分拆出来的两种证券至少会与一个完成的抵押贷款证券拥有同样的价值，也许更高——这明显是一种乐观的假设。

如果 IOs 和 POs 无法在一个拥有流动性、有序的市场进行交易，且买卖价差很小，那时会怎样？如果无法持续准确、及时地获得有关这些证券的信息，那会如何？如果利率的波动造成这些证券的波动高于预期，那会如何？那时这些证券的持有人就会陷入麻烦，因为将一项抵押贷款分拆成两个部分较之将两个部分重新合并在一起要容易的多。不能保证拥有其中一部分的持有人会对另一部分的持有人所提出的将两部分重新合并的提议感兴趣，甚至没有理由认为存在这种可能性。换句话说，有可能这两部分的价值将低于整个抵押贷款的价值，至少一个或者两个部分都会以低于理论上的潜在价值的打折价进行交易。

投资狂潮

当一种特定的证券引起了华尔街的兴趣时，就会产生数十亿美元的价值。然而，不是只有证券才能帮华尔街的忙。整个行业也能帮上忙。20 世纪 80 年代，像能源、科技、生物技术、博彩、仓储商店购物，甚至是国防这样的市场也一度成为关注焦点。针对某个特定行业的证券发行激增能够为华尔街带来丰厚的利润，因为每个领域内早期的成功会吸引成群的投资者涌入这些领域。IPO 陆续发行，封闭式共同基金相继成立。投资者的资产转向了最新的流行领域，为华尔街提供了利润，这些利润在投资者热情消退之后依然维持了很长一段时间。

那些被认为拥有了“商业特权”的企业在 20 世纪 80 年代末一度非常流行。很快出现了“亮丽 50”股票，几十家机构非常喜欢这些股票，并愿意以大幅高于市场上其他股票的估值标准来交易这些股票。投资者很快找到了将几乎任何东西都看成是特权的理由。在 20 世纪 80 年代初尚不存在的一些企业中，如 Silk Greerholise 公司和 TCYB 公司等，在 80 年代末时都被投资者认为拥有了巨大的特权价值。自那以后，所有这些股票都失去了投资者的宠爱，他们的特权价值也不再被提及，只是有时在讨论这些企业时才会以轻蔑的口吻提到这些特权价值。

讽刺的是，许多真正拥有消费者特权的企业在 20 世纪 80 年代丢掉了这些特权。天空对美国东方航空、泛美航空、大陆航空或者 TWA 航空公司并不友善。Crazy Eddie 公司破了产。证券咨询公司 E. F. 赫顿公司（E. F. Hutton Inc.）不再说话，客户也不再聆听他们的建

议。B. Altman 公司破产，新英格兰银行被监管者所接管。当然，一些企业确实拥有颇有价值的商业特权，但这些特权持续时间和活力均不如许多投资者的预期，甚至相当健康的公司在近几年也遇到了竞争对手对他们的特权所发起的猛烈进攻。

随着家庭购物网络公司 IPO 的进行，通过电视在家中购物马上在 1986 年成为一股投资热潮，投资者认为这家公司拥有了巨大的增长潜力。到 1987 年年初，尽管蒙受了巨大的营业亏损，这家公司的总市值达到了 42 亿美元，这较多数经营着数百家店铺的有口皆碑的百货连锁店的市值还要高出许多。只有对收入增长、盈利和未来商业价值最乐观的预期才能支持这家公司如此高的估值。这种乐观预期无法得到保证，因为这家公司经营时间尚短，且家庭购物行业的盈利能力有待证实。最终表明，最初的热情显然非常过分。尽管这家公司存活了下来，但仅仅一年之后，公司股价已经较其最高点下跌了超过 900%。

一家出售如电视购物等时尚产品的企业的价值依赖于产品的盈利能力、生命周期、竞争障碍和公司推出新产品以保持目前所获成就的能力。投资者经常对趋势的持续能力、最终的市场渗透程度以及利润率给予过于乐观的预期。因此，股市经常把对可口可乐的估值标准用在了一种时尚概念上。

所有的投资狂潮都会结束。证券价格最终会变的非常高，供应会随着价格上涨而增加，然后超过需求，价格达到顶峰后开始持续下跌。投资时尚总是呈现周期性波动，就像投资者会受这些周期影响一样确定。

应该注意到，区分投资狂潮与真正的商业趋势并不容易。事实上，许多投资狂潮源于真实的商业趋势，而股价应当反映的是这些真实的商业趋势。然而，当股价上升至无法得到对潜在价值保守评估的支持时，这种热潮就变得危险起来。

## 结 论

对投资者而言，华尔街可能是个危险的地方。除了在华尔街中进行交易外你别无选择，但你必须时刻保持警惕。华尔街从业人员的标准行为就是追求自身利益的最大化，并且只注重短期利益。投资者必须认识、接受并应对这种行为。如果你同华尔街打交道的时候能时刻牢记这些教训，那么你就能获得成功。如果你寄希望于华尔街来提供帮助，那么投资可能永远也无法获得成功。

### 第三章 机构表演竞赛：客户是输家

追求稳健投资回报的退休基金和捐赠基金队伍的壮大让投资世界在过去 30 年里取得了最为重要的发展：机构投资者获得了支配地位。不幸的是，机构投资的发展方式对锁管理资金取得的回报带来了伤害。绝大多数的机构投资者因追求短期内相对回报的定位而深受折磨，同时也缺乏退休基金和捐赠基金所应有的长期眼光。无数的规定和限制也损害了机构投资者实现出色投资业绩的能力，这些规定和限制常常都是他们自愿接受的。

几十年前，金融市场被那些自己做出投资决定的个人投资者所支配。那时的投资世界比现在要简单，股票、政府债券以及高等级的企业债券就组成了整个投资市场。那样的投资世界应加以防范，因为有关 1929 年股市崩盘以及随后出现的大萧条的记忆挥之不去。

然而，在第二次世界大战之后，企业养老金退休储蓄的增加为职业资金管理人进入这一行业创造了机会。由职业资金管理人所管理的资金规模从 1950 年的 1070 亿美元增加到了 1968 年的超过 5000 亿美元。在过去的 40 年里，机构投资者在所有美国公开交易的股票中的持有比率从 8% 上升至 45%。

根据 1974 年通过的美国雇员退休收入保障法的规定，要求机构投资者成为未来退休雇员的信托人，在有限的风险下获得令人满意的回报。谨慎投资者标准的采用是为了确保对资金进行保守的管理，这一标准要求养老基金只能投资那些“谨慎的投资者”才会进行的投资。

然而，时间一长，机构投资者的操作方法开始偏离规定。1979年，美国劳工部裁定谨慎投资者标准适用于整个投资组合，而不是投资组合中的单个证券，这一裁决为忽略每项投资风险、以投资组合为中心的投资策略敞开了大门。此外，大量机构投资者已经堂而皇之地就短期内的相对表现展开了竞争，这一定位与谨慎投资者标准不一致。

如今，机构投资者统治了金融市场，并占据了证券交易市场近3/4的交易量。所有投资者都受到机构行为的影响，因为机构巨大的资金影响力能对证券价格产生影响。了解它们的行为有助于了解为何特定的证券会被高估，而其他一些证券价格会出现打折，并可能让投资者找到潜在的机会。

### 资金管理业务

如果认为机构投资者的行为并不那么吓人，那么这种想法实际上是异想天开。机构投资者会像例行公事般拿着人们辛辛苦苦赚来的数千亿美元在各项投资之间进进出出，而依据仅仅是有限或者肤浅的研究和分析。他们普遍根据多数意见和集体思考进行操作。采取同多数人一样的行动能够确保获得让人可接受的中庸回报，而独立行动就会冒着表现不及别人的风险，而表现不及别人是让人无法接受的结果。实际上，许多资金管理人所持有的短期相对回报定位已经让“机构投资者”成为了一个自相矛盾的术语。

据推测，机构投资者的动机应来自于取得优秀的投资回报，以及因加入赚钱的资金管理业务而让自己取得金钱上的成功。不幸的是，这些目标经常与客户的目标不一致。多数资金管理人的报酬是根据所



管理资金的规模的一定比率来支付的，而不是根据所取得的业绩。为了产生更多的费用，这些管理人有动机扩大所管理的资产规模。尽管一项资金管理业务往往会随着所管理资产规模的增加而赚更多的钱，然而获得出色投资表现却越来越难。资金管理人最大的利益与客户最大利益之间的冲突往往以有利于管理人的方式收场。

资金管理业务能够产生丰厚的利润。这项业务对资本投资的要求非常低，但却能提供丰厚的报酬和快速增长的年金。一旦一项投资管理业务成为了高利润业务，只要没有出现大量的客户流失，这种利润将一直保持下去。在资金管理业务中，新客户所支付的费用几乎都是纯利润。同样的，客户流失造成的费用减少会对利润带来实打实的影响，因为几乎没有可变成本用来抵消收入的下降。

留住客户的压力给机构投资者施加了巨大的影响。因为客户经常会换掉表现最差的经理人（也因为经理人生活这样的恐惧中），多数经理人试图避免脱离大众。那些仅仅能得了平均回报的经理人失去客户的可能性大幅低于那些表现最差的经理人。这导致多数经理人认为可以接受普普通通的表现。尽管那些证明是成功的反常规决定可以带来更好的表现，也能吸引更多的客户，但出错的风险通常相当大，一旦出错可能会削弱自己的表现，并有可能导致客户流失。

## 短期相对表现竞赛

就像狗会追自己的尾巴一样，多数机构投资者已经就短期相对回报展开了竞赛。同一机构内的基金经理人们因分心计算每小时的表现

而深受困扰，他们每天的业绩都会与其他机构的经理人的业绩进行对比。频繁的名次排序只会让经理人更加关注短期内的投资前景。当专注长期投资的眼光可能导致短期业绩表现糟糕时，这就可以理解为何难以保持长期投资的眼光了。

养老金顾问的日益流行可能会加剧资金管理人只注重短期表现的定位。这些顾问会对大量的资金管理人进行评估，比较他们的业绩，概括他们的投资风格，然后对客户提建议。因为这些顾问所给出的建议能够对一家资金管理企业的健康情况产生巨大的影响，为了给养老金顾问留下深刻的印象，资金管理人面临的注重短期表现的压力可能会加大。

什么是相对表现定位呢？相对表现是指不是以一种绝对值标准来评估投资业绩，而是根据与股市指数，如道琼斯工业平均指数或标准普尔 500 指数，或者其他投资人的业绩的比较来衡量业绩。多数机构投资者以相对表现来衡量自己的投资是否成功。希望取得较指数或者其他经理人更好地表现的资金管理人可能不会关心自己的投资是否诱人，甚至不关心投资的绝对回报。

追求相对表现的投资者制定决策时的依据并不是独立和有目的的分析，他们的行为实际上就像是在投机。他们试图猜测其他人下一步打算做什么，然后抢先一步先做，而不是理性判断哪些股票和债券具有吸引力。问题是，当一名经理人正试图猜测别人下一步将怎么做的时候，其他人也在做着同样的事情。这让这项任务变得越来越复杂：猜测别人不能猜测些什么。依此类推。

谁应该为这种注重短期表现的投资焦点负责呢？是那些不关心风险水平或者任务能否完成、相信客户只关心短期表现的经理人的错吗？或者是那些事实上确实频繁更换资金管理人的客户的错吗？双方都有错。

没有人在短期相对回报竞赛中获胜。试图在短期内跑赢市场的尝试徒劳无功，因为股票和债券价格短期内的波动是随机的，也因为为了实现这一目标而已经使用了大量的体力和脑力。这种努力只会让一名资金管理人偏离找到稳健的长期投资机会并采取行动的跑道，因为他将资源都用在了实际上无法获胜的比赛上。结果导致客户只获得普普通通的回报。因资金被分配到了短期交易而不是长期投资上，整个经济利益的表现也一般，只有经纪人从活跃的交易中获得了好处。

其他人的资金对比你自己的资金

你可能不会去一家连自己的厨师都到别处用餐的饭店就餐。你应对不吃自己煮的食物的资金管理人感到不满。值得注意的是，很少有机构的资金管理人会将自己的钱投资于自己客户所购买的基金中。这么做让这些经理人可以只关注于追求自己公司的利益最大化，而不是客户的利益最大化。

经济学家保罗·罗森斯坦·罗丹（Paul Rosenstein rodan）曾指出理解人类动机时的“焦虑因素（tremble factor）”：“在古罗马时期修建建筑时，当脚手架搬离已经完工的罗马拱门时，罗马工程师就会站在拱门下面。如果拱门倒塌，他就是第一个知道的。因此，他对拱门质量的关心实际上是出于对自己的关心，因此如此多罗马拱门如

今依然屹立不倒也就不足为奇了。”

为何投资就应该有所不同呢？资金管理人拿自己的钱同客户一起进行投资，能很快地放弃只关注相对表现的定位。因职业投资者的关注焦点会从猜测别人的想法转向最大化回报的同时又将风险控制控制在合理水平，智者的忠诚将重新回到机构的投资过程中。如果越来越多的机构投资者致力于取得出色的绝对回报而不是相对回报，股市出现高估的可能性就会降低，市场上也不会出现过分狂热的行为。投资只有在出现了诱人的机会才会进行，而不会仅仅是为了随波逐流。

## 机构取得出色投资表现所面临的障碍

机构投资者取得出色投资表现所遇到的一个主要障碍就是时间有限。有关证券、企业和宏观经济发展方面的消息较之任何一个人所能消化的信息都要多。光是仔细查看一遍堆积如山的年报、华尔街研究报告和金融刊物就能用掉一天的时间，当然，思考并吸收所有这些资料将需要更长的时间。

一名投资者的时间需要用来观察当前持有的证券，同时也要调查潜在的新投资。然而，因为多数资金管理人总是在寻找更多的资产来进行管理，除了管理现有的客户外，还在会见潜在客户上花了大量时间。讽刺的是，如果所有的客户，不管是现在的客户还是潜在的客户，都不占用资金管理人的时间，他们也能变得更加富裕，然而要求每隔一段时间召开会议会让每个客户感到安心。单独的一次会议不会给一名资金管理人造成无法忍受的负担，然而，会议次数一多，用于市场

营销上的时间累积起来也不少，这可能会给投资业绩带来伤害。

另外一个让机构投资者感到烦恼的难题是官僚化的投资决策过程。尽管成功管理资金对任何人都不容易，然而遵守规则的倾向让许多机构投资者实现这一任务的难度加大。出错的成本远高于金钱上的损失，包括可能会造成不利的销售暗示，以及自己的职业生涯受到影响。这解释了为何很少有机构投资者进行非常规的投资，也展示了为何他们倾向于持有那些已经完全反映了价值或者是价格高估了的投资，而不愿给出卖出建议，除非市场对卖出已经形成了基本一致的看法。过久持有所遇到的诸多风险往往低于过早卖出所遇到的风险。

还有另外三个理由可以解释为何资金管理人会在卖出时遇到麻烦。第一，多数投资的流动性不足，对机构规模的头寸的处理不仅仅依赖于处理头寸的欲望，还要看其他因素。第二，卖出会带来额外的工作，因为必须随后进行另外一项购买以对卖出所得进行再投资。而持有当前的头寸则要容易得多。因为时间有限，资金管理人为自己找更多事情来做的动机不大。最后，作为对共同基金负有监督责任的政府机构，美国证券交易委员会（SEC）不希望投资组合有太高的调仓率。因此，共同基金的经理人又多了一条避免卖出的理由。

许多大型机构投资者将分析任务与投资组合管理任务分开，投资组合经理人的地位高于分析师。投资组合的经理人经常使用从上往下法，并将市场各方观点与分析师的建议结合在一起来制定特定的投资决策。这种方法容易出错，因为制定决策的那些人没有对自己买入和卖出的证券亲自进行分析。另外，那些确实对相应企业有着直接了解

的分析师可能会在给出建议时受到由投资组合经理人所表现出来的从上往下的偏见所影响。

机构投资者取得优秀投资表现所遇到的另外一个障碍是：机构投资者也是人。除了会受到投资行业的影响外，尽管资金管理人时专业投资者，但那些能对个人投资产生影响的因素也会对他们产生影响：对又快又轻松获利的贪婪，对基本一致意见的满足，对股价下跌感到害怕，等等。他们很难克服机构包袱与人类情感这两大负担。

## 投资组合规模的暗示

机构投资者陷入了恶性循环。他们管理的资金规模越大，自己就赚得越多。然而，所管理资金规模的增加并没有给投资回报率带来规模效应，也就是说，当总资产增加的时候，每投资 1 美元所获得的回报出现了下降。这主要是因为出色的投资机会供应不足。

为了说明这一点，我们假设在一家规模非常大的机构中有一名经理人管理着一只 10 亿美元的投资组合。为了合理有度地多样化投资，这名经理人可能会投资 20 只股票，每只股票的投资上限为 5000 万美元。为了避免持有缺乏流动性的股票，对任何一只股票的持有量最好不超过对应公司流通股的 5%。为了满足这些要求，只能购买那些市值最少为 10 亿美元的股票（10 亿美元的 5% 为 5000 万美元）。1991 年年初，市场上只有 559 只股票的规模达到了这一市值要求，这个范围相当小。

我将这种类型的限制看成是机构投资者自愿接受的约束。然而，

这并不是一个所有经理人都必须遵守的专制规定，是投资组合的规模制定了这样的限制规定。然而，大型投资组合经理人们的客户是不幸的，就像这个例子中的客户一样，成千上万的企业自动被排除在投资考虑范围以外，这样做完全没有考虑到客户的利益。

## 机构投资者自愿接受的约束

多数机构投资者被其他许多自愿接受的约束所限制。为了应对谨慎投资者标准和其他可接受的规定，许多机构都对自己的投资组合设置了一些限制。一些机构为投资组合中持有的现金设置了限制。其他一些机构可能将不会考虑对价格低于 5 美元的股票、没有上市的证券、遇到财政困境或者陷入破产的企业的股票和债券，以及目前没有支付股息的股票等进行投资。

## 任何时候都保持满仓投资

在任何时候都满仓投资的这条自愿接受的规定经常限制了机构投资者的灵活性。许多机构将自己的任务看成是选择股票，而不是选择市场时机。他们相信，客户已经根据市场时机作出了判断，并付钱让自己对处在管理下的资金进行满仓投资。

在任何时候都保持满仓投资肯定简化了投资任务。投资者只要选择能找到的最好的投资就可以了。相对诱人成了惟一的投资准绳，无需满足绝对的标准。不幸的是，当依然只是满仓持有不符合标准的投资时，投资价值的重要标准变得模糊不清，或者不复存在。此类投资

顶多只会带来普通的回报，最糟糕的情况就是会产生高昂的机会成本——指错过了下一个出色的投资机会——并承受了出现巨大损失的风险。

在任何时候都保持满仓投资与追求相对表现的定位相一致。如果一个人的目标是在没有落后太多的情况下打败市场（尤其是在短期内），那么保持满仓投资就是有道理的。为了不让自己输给市场，必须将那些闲置下来的资金再次投入市场进行投资。

追求长期回报的投资者则不同，只有当投资符合价值的绝对标准时，他们才会进行投资。只有当获得的机会不仅数量充足，而且非常有吸引力时，他们才会选择满仓投资，而在没有满足这两个条件的时候，他们不愿满仓投资。在投资时，许多时候最应该做的事情就是什么都不做。然而，机构中的资金管理人不会采用这种替代方法，除非多数的竞争对手也倾向于什么都不做。

## 过于细化的分类

机构投资者经常犯的一个错误是将自己的资产分配在过于细分的类别上。例如，一只以股票投资为主的投资组合中不能明显持有破产企业的债券。投资垃圾债的投资组合只能投资垃圾债，而不能投资其他资产，即使当缺乏诱人的投资机会时。一只市政公债投资组合通常不能持有应征税的债务工具。如此强调定义严格的分类毫无道理。例如，只要价格合适，一家破产企业的债券也有可能具备同股票投资一样的风险和回报特征。如公用事业类股这样的股票可能展示出同高



等级债券一样能产生稳定现金流的特征。“烟蒂式”股票——低价、使用高杠杆的股票——可能非常像认股权证（Warrant），拥有了获得巨大回报的潜能，同时也存在相当大的风险。

将资金配置在严格定义类别中能够简化投资决策，但只会让你付出回报下降的代价。一方面，许多诱人的投资可能位于常规类别以外。此外，诱人的历史回报吸引投资者涌向某一特定类型投资，但这种诱人的回报可能在人们认同这一投资之前就已经实现了。例如，当杠杆收购（LBOs）成为机构投资一项非常流行的类别时，将无法再获得同最初几次交易中一样丰厚的回报了。

## 账面粉饰

账面粉饰是指为了让投资组合在季报中看起来表现出色而采取的操作。为了让投资组合在发给客户的季报中看起来表现不错，一些经理人会刻意买入当季市场表现最好的股票，同时卖出表现大幅落后的股票。他们可能会卖出有着大量未实现亏损的头寸，如此客户就不会在几个月后想到这些严重的错误。这种行为明显不合算，也是对客户智商的侮辱，同时也加剧了价格的波动。尽管如此，因承压的证券的价格会进一步下跌，这种行为可能会为价值投资者创造出诱人的机会。

也许是对成功管理机构投资组合所遇到的难题作出的回应，许多专业投资者已经完全放弃了基本面分析。然而，他们并没有克服职业资金管理人所遇到的问题，相反，引发了更多的问题。本章剩下内容

将讨论这些人作出哪些行为。

## 机构投资者放弃基本面投资分析

过去几年来，由故意忽略所投资标的基本面的人所管理的资金大幅增加。理论性概念支持了这些新的投资策略，如有效市场假设和资本资产定价模型（对这一理论最坚决的三位支持者都获得了 1990 年诺贝尔经济学奖）。指数化投资是相信这些理念的投资者的主要出路。战术性资产配置、投资组合保险以及程序交易等这样的交易或多或少都不依赖于每个公司的基本面。

## 投资组合保险策略

许多机构投资者一直都在寻找一种能获得投资成功的魔法公式。一个成功的公式可以大大简化他们的生活，投资将变得毫不费力，营销将是十拿九稳的事情，他们会马上变得极其富有。机构投资者坚持希望找到这种公式，但他们的这一使命不仅构想拙劣，而且让客户成为试验品并付出昂贵的代价。

举个例子，1987 年一种据称可以消除股票投资组合下跌风险的技术方法非常流行，而成本只不过是略微降低了潜在的回报。这种方法被称之为投资组合保险策略，并深受华尔街上从业人员的欢迎。他们将这种方法看作是一种能够降低风险的工具。它鼓励机构投资者买入股票并保持满仓投资。尽管 1987 年秋季之前市场估值很高。

事实上投资组合保险策略只是一个用数学和计算机术语伪装起

来的简单概念。简单地讲，当股市下跌 3%时，投资者就会卖出股指期货（将于未来某个时候交割的一篮子股票）来消除未来由市场所带来的风险，投资组合保险就是这么运作的。从理论上讲，投资者最大的损失就是最初 3%的下跌，不管市场跌幅多大。当价格开始复苏时，投资者会重新买入期货合约，并再次暴露在市场风险之下。

这种方法有一个明显的缺陷，那就是股市过去的波动无法对未来走势提供有用的指引。下跌 3%并不一定意味着市场将进一步下跌。如果市场随后持续下跌，那么投资者将会因消除了市场风险而受益匪浅。然而，如果股市在下跌之后紧接着开始复苏，投资者将被迫重新买入期货，并锁定亏损。当市场波动大幅超出预期时，投资组合保险理论崩溃了，因市场一再出现 3%的跌幅。

此外，市场涨跌无序。有时开盘时许多股票的价格会较前一交易日的收盘价高或者低几个点。当出现这样的“缺口”时，使用了投资组合保险的投资者也许发现不大可能根据公式来卖出或者重新买入期货合约。

就像投资组合保险策略对任何一个投资者没有实际操作意义一样，当有太多的人使用了这种方法的时候，情况就变得相当危险了。当有太多的人使用这种方法时，他们对股指期货的大量卖盘会让股指期货的价格低于对应的股价，从而带来了盈利空间，吸引套利交易者买入价格便宜的期货，同时卖出对应的股票。套利交易者的这种卖盘会给股价带来更多的压力，也许会让采用投资组合保险策略的投资者卖出更多的期货。如此就形成了一种恶性循环。

1987 年 10 月 19 日的那个周一就发生了这一幕。在前一周股市大跌之后，采用了投资组合策略的投资者在这一天疯狂卖出了数十亿美元的股指期货，导致股指期货较对应的股价低了 10%，从而引起了套利交易的兴趣。他们开始买入股指期货，并卖出股票。这些卖出操作让股价进一步下跌，从而促使采用了投资组合保险策略的投资者卖出更多的股指期货。通过卖出股指期货能够逃脱下跌风险的想法在那一天短短的几个小时之内信誉尽失。投资组合保险策略诱使那些对股票风险感到不满的人买入并持有股票。在近代金融史上这次最严重的市场崩溃中，这种原本被设计成用来防止亏损的保守策略扮演了重要的角色。

## 战术性资产配置策略

到了 1989 年，因投资组合保险策略信誉尽失，机构投资者重新使用电脑来寻找新的公式。现在，他们的目标是找到一种能够显示是股票还是证券更值得购买的明确信号。尽管多年来投资者一直试图找到这一答案，然而此前不可能通过编程让电脑作出明确的判断。战术性资产配置策略在机构投资者中变得非常流行，然而，如果个人投资者采用了这种策略，人们会认为这种策略是一种不切实际的计划。

战术性资产配置策略开始时有一个合理的前提：有时债券较股票更值得买入，其他时候股票较债券更值得买入，优秀的投资者应该关注其中的机会以在两者之间进行切换。不幸的是，债券收益率与股价之间的合理关心无法体现在电脑程序中。投资者需要对今天的许多变

量作出判定以确定两者之间在未来各种情况下都能适用的关系。

战术性资产配置策略遇到的另外一个问题就是它的执行。不管是股市还是债市，它们的市场规模都不是无穷大的。无法将大量资金即刻从一个市场转移到另外一个市场。同时又不引发市场波动和发生巨额的交易成本。不能仅仅因为一个资产配置模型显示了一种投资组合策略而认为这一决策是可行的。

为了证明这一点，可以看一下文艺复兴投资管理公司（Renaissance Investment Management）在1989年10月24日所采取的行动。文艺复兴投资管理公司的电脑那一天发出指令，将大约10亿美元的资金从美国短期国库券转入股市。不管电脑对时间点的判断是否准确，但电脑的交易程序显然不够好。公司电脑指示经纪人以低于当日收盘价的平均价格买入每一只指定的股票。不难想象，得到了这一指示的经纪人会在当天临近交易结束时才会冲入市场，从而推高了当天的收盘价。文艺复兴投资管理公司的电脑所给出的买入信号以及发给经纪人的错误指示造成了当天这家公司所购进的60只证券的价格大幅上涨。《巴伦周刊》写道，“在主板市场（纽约证券交易所）中，当天涨幅前20名中有11只股票是文艺复兴公司的购买目标。”这些股票的价格的上涨不是出于公司的基本面因素，而是因为电脑给出了坚定的信号，即在当天下午4点之前买入10亿美元的股票。

## 指数基金：不用脑子进行投资的倾向

过去几年来，股票市场中一个重要的变化就是机构投资者都争着

进行指数化投资。事实上正是这造成了 1983-1990 年间大盘股与小盘股表现出现巨大分化的一个主要因素。

指数化投资就是买入一个指数中的所有股票，并且投资组合中各个股票的权重与这些股票在指数中的权重一致，然后积极持有。这些指数包括标准普尔 500 指数等。一只指数基金的经理人甚至不用关心以诱人的价格买入或者卖出股票。更与众不同的是，指数基金的经理人可能永远也不会阅读自己所投资公司的财务报告，甚至可能不知道这些企业从事什么业务。

几个理由让指数基金在养老基金、捐赠基金以及其他注重长期表现的投资中越来越流行。指数化投资确保能取得同指数中证券一致的表现（尽管投资表现不会超过这一指数）。因为普通的机构投资者在过去 10 年来都跑输市场，也因为所有的投资者表现取得同市场一致的表现，因为投资者全体拥有了整个市场，取得与市场一致的表现看起来很诱人。指数投资的另一些好处就是交易成本非常低（因为几乎没有交易），以及管理费用很低（因为这种投资实际上并不需要思考或者行动）。

形成指数投资倾向的另外一个原因是，许多机构投资者和养老金相信有效市场假设。这一理论认为所有与证券市场有关的信息都是已公布的，并立刻充分体现了证券价格之中。因此，试图跑赢市场的努力徒劳无功。由这一假设得出一个必然的推论，即增加的投资研究毫无价值。根据路易斯·鲁文斯坦的说法，有效市场理论可以描述成“是一个过于简化的假设，就像是每个股票都很优秀，因此，一个人买入

成千上万只股票与买入其中的一只股票其实是一样的。”

然而，价值投资的基础就是认为市场并不是有效的。价值投资者相信，股价会脱离潜在价值，通过买入低估的证券，投资者可以实现高于市场的回报。沃伦·巴菲特曾说过：“在任何一种类型的竞赛中——金融、智力还是体能方面——那些认为尝试一下都没有价值的反对者的存在就是一种巨大的优势。”我相信随着时间的推移，价值投资者将跑赢市场，选择取得同市场一样的表现是一种懒惰和短视的行为。

指数化投资是一种既危险又有缺陷的策略，理由有以下几点。首先，当越来越多的投资者采用这一策略时，这种策略就会弄巧成拙。尽管指数投资的基础是基于有效市场的假设，指数化投资者占有投资者的比例越高，市场就会变得越无效，因为越来越少的投资者会进行研究和基本面分析。实际上在极端情况下，如果每个投资者都进行指数投资，股价将永远也不会出现波动，因为没有人会推动股价波动。

当指数中需要替换一只或多只股票时，就会产生另外一个问题。当指数中的一家企业破产或者被收购时，指数中的股票组成就会有所调整。因为指数投资者希望在任何时候都全部投资于组成指数的所有证券以取得同指数一样的表现，成百上千，也许是成千上万的投资组合经理人会马上买入替代原来那只指标股的新指标股。指数投资中有些暗示性的假设，即证券市场充满流动性，指数投资者的行为不会影响到正在交易的证券的价格。然而，即使是超级大盘股的流动性在任何时候都是有限的。因为流动性有限，当一只新股加入到一个指数中

的那一天时，因指数投资者蜂拥买入这只股票，其股价经常会大涨。这家公司的基本面没有出现变化，没有任何理由让这家公司今天的股票较昨天更加值钱。事实上，人们之所以愿意以更高的价格买入这只股票仅仅是因为它成为了一个指数的一部分。

举个例子，当Blockbuster Entertainment Corporation公司的股票在1991年年初进入标准普尔500指数的时候，这家公司的市值在一天之内增加了超过1.55亿美元，涨幅高达9.1%，因为许多基金经理人“被迫”购买这只股票。事实上根据《巴伦周刊》的统计，进入标准普尔500指数的股票在进入指数的第一周内会跑赢市场近4%。

当大量资金流入或者流出那些专注于小盘股的指数基金时，会出现类似的问题。（如今这类基金很多）。这类股票通常流动性有限，即使小规模买盘或者卖盘都能给价格产生巨大的影响。当小盘股指数投资者获得更多的资金时，买盘会推动股价上涨，当他们遭遇赎回时，卖盘会迫使价格下跌。因无法避免追涨杀跌，小盘股指数投资者几乎一定会跑输自己所投资的指数。

如今，由指数投资所带来的负面影响的出现频率正在增加。当购买股票仅仅是因为它们是指数中的一部分，而购买者的唯一目标就是取得同指数一样的表现时，管理这些证券的投资组合“经理人”实际上对影响指数的波动毫无兴趣。他对指数的价值是涨是跌毫不关心，只关心以怎样的比例根据所管理资产的市场价值来收费。

这意味着在“委托书竞争（proxy contest）”中，是反对者还是尽职尽责的管理层赢得了胜利，对一只指数基金的经理人而言没有实



质区别，尽管竞争结果可能会对指数化投资者的客户的经济利益带来巨大影响。（通过选择进行指数化投资，投资者实际上就是相信在“委托书竞争”中的投票不会给自己的经济利益带来任何影响。）讽刺的是，即使指数化投资者希望能以利益最大化的方式进行投票，也完全不知道该如何投票，因为指数基金的经理人通常不了解自己所拥有的股票的基本面。

值得注意的是，指数投资的盛行是在牛市中。1980-1990 年间，指数基金所管理的资金预计从 100 亿美元增至 1700 亿美元左右，其中 90% 的资金跟踪了标准普尔 500 指数。据《巴伦周刊》报道：“尖锐的事实就是，标准普尔指数在 80 年代将传统的经理人打得落花流水，尤其是在过去的 5 年内更是如此，许多刺激因素形成了这一发人深省的趋势。例如，根据利普分析中心 (Lipper analytical service) 的调查，在过去的 31 个季度中，标准普尔有 24 个季度击败了普通的股票型共同基金。”自 1983 年下半年以来，标准普尔指数的表现就大幅领先于涵盖范围更广的威尔士 5000 指数 (Wilshire 5000index)，在 29 个季度中有 23 个季度领先于后者。在那段时期内，标准普尔指数的复合年增长率为 12.7%，威尔士 5000 指数为 10.7%。

我相信指数投资最终只会成为另一股华尔街上的投资热潮。当这股风潮吹过之后，流行指数中的指标股的价格几乎肯定会像那些被剔除出指数的股票那样出现下跌。更重要的是，正如《巴伦周刊》所指出的，“一种自我强化的反馈环已经形成，指数化投资的成功已经支持了指数自身的表现，而指数的表现又推动了更多的指数化投资”。

当市场趋势逆转，取得同市场一致的表现不再具有吸引力的时候，卖盘会给指数投资者的表现带来负面影响，并进一步使更多的人撤出指数化投资。

## 结论

投资者必须试图了解机构投资者的心理，理由有二：第一，机构主导了金融市场中的交易，那些忽视机构行为的投资者会周期性地受到伤害；第二，在被多数机构投资者排除在外的证券中可能存在充足的投资机会。从投资大象们所丢弃的碎屑中挑选股票能够带来回报。

在不了解机构投资者行为的情况下进行投资，就像在没有地图的情况下在国外开车一样。你可能最终会达到目的地，但你可能开了更多的冤枉路，并冒着迷路的风险。

## 第四章

### 价值错觉：20 世纪 80 年代对垃圾债的迷思和错误观念

如果得不到金融市场参与者的热情接纳，垃圾债繁荣就不会出现。个人投资者的贪婪以及可能是无知，机构投资者注重短期表现的定位，以及华尔街最大化自身利益的倾向，所有这些都在 20 世纪 80 年代一起将一个刚刚起步的市场发展成为一个 2000 亿美元的市场。尽管尚未得到一个完整经济周期的测试，但新发行垃圾债受到了人们的热情欢迎，并被看成是能够给投资者带来非常诱人的回报。然而，到 1990 年新发行垃圾债已经暴露了严重的缺陷，违约率创下了记录，许多垃圾债的价格大幅下跌。尽管如此，垃圾债市场在 1991 年年初意外出现了复苏，造成数百亿美元损失的许多缺陷再次被人们所忽视。

历史表明，在暴露出缺乏考虑的缺陷之前，许多金融市场创新都被广为接受。垃圾债的不同之处就是扩张速度和幅度，它们强烈的负面影响力对其他证券、金融市场以及商业行为所造成的影响，以及在造成投资者大量亏损之后依然深受欢迎。也许最重要的是，垃圾债给企业评估带来了正向的推动力，因为经过时间考验的分析性标准和深受信赖的评估准绳已经被投资者所忽视，或者因人们采用了新式的、尚未加以证实的新标准而遭抛弃。本章就像一则警示故事，将展示受到误导的投资者思维会带来何等严重的后果。

垃圾债的崩溃并不让人大感意外。《格兰特利率观察家》(Grant's Interest Rate Observer) 的编辑詹姆斯·格兰特 (James Grant)、

《华尔街怎么了》(What's Wrong with Wall Street)的作者路易斯·鲁文斯坦、伯克希尔·哈撒韦公司主席沃伦·巴菲特以及我本人等都预测到了这一结果。在持续的指责和警告声中，垃圾债市场不仅存活了下来，实际上还取得了繁荣。然而，市场参与者的利己主义对垃圾债市场的屹立不倒起到了巨大的作用，人们将个体的影响力联合了起来，以此有效地在多年内挡住了不断增加的不利垃圾债的证据。

## 垃圾债市场简史

为了了解垃圾债市场及其在 20 世纪 80 年代所取得的巨大增长，必须首先从迈克尔·米尔肯 (Michael Milken) 谈起，他是这个市场的总指挥。大学毕业后，米尔肯在 20 世纪 70 年代初来到了费城大学沃顿商学院，并开始研究大学教师布雷多克·希克曼 (W. Braddock Hickman) 的著作。20 年前，雷多克·希克曼已经证实一个充分多样化的低等级债券组合能够较一个高等级的债券组合赚取更多的回报。换句话说就是，低评级的证券所带来的更多的回报能够补偿由违约所造成的损失，并还有多余的盈余。这种机会之所以会出现是因为，风险规避型投资者会无视潜在的回报而避开那些低等级的债券。因此，正是这种以交易价格缺乏生气、价格较低，且没有提供丰厚息票的低等级债券成为了取得诱人回报的背后推动力。我们应看到，当米尔肯将历史上的一种关系推导至一种崭新类型的证券时，这种被其他人所忽视、价格受压制、数量众多的证券中存在的正统机会出现了泛滥。

从沃顿商学院毕业之后，米尔肯在德雷克赛—世通公司 (Drexel

Firestone)找到了一份工作，交易有“堕落天使”之称的债券，即那些信用评级降至投资级别以下的企业所发行的债券。根据民间的说法，米尔肯每天坐公共汽车穿梭于位于费城外的住处与位于华尔街的办公室之间，途中他会在头上戴上一盏矿灯，然后在昏暗的灯光下花几个小时的时间来阅读企业的财务报告。很快，他成为了华尔街高收益市场中知识最渊博的一名投资者——这是显而易见的。

对高收益债券投资的支持体现了在20世纪80年代初对传统智慧所作出的根本性抛弃。在1974-1975年经济衰退与熊市之后，投资者通常会对承担信用风险感到厌恶。《美国雇员退休收入保障法》(ERISA)导致许多机构采用了能够排除风险的严格信托人标准。据称，通过展示对低评级证券的投资可以提供较投资级别的证券更高的回报，米尔肯克服了投资者的这种抵抗情绪。

低等级债券的回报显然很高。而一个新出现的激进观点则宣称，这种债券的风险也很低：累积收益在抵消由违约所造成的损失时绰绰有余。对低违约率的声明是造成了垃圾债牛市行情的主要原因——这一行情甚至会在偶然的一次全面审查中轰然倒塌。

有堕落天使之称的债券往往缺乏流动性，对资金会被困在这些投资中的恐惧心理阻挡了潜在的投资者购买这些债券。新发行垃圾债市场得以创立的另外一个前提条件就是米尔肯对流动性所作出的承诺。他向买家保证，他会使用自己所有的交易来造市，以确保这个市场的流动性。在新发行垃圾债市场成立之初，大量债券在米尔肯许多追随者之间买进和卖出。这让这个市场看起来充满了流动性，实际上这就

像米尔肯变化多端的口袋那样不可捉摸。

在迈克尔·米尔肯出现之前，市场上仅仅存在着面值总额为几十亿美元的垃圾债。投资者不会以账面价格（印在债券上的价格，是契约中规定的债券持有人的权利金额）购买新发行的垃圾债，就像不会购买一家破产企业所发行的新股一样。通过开创垃圾债发行的新领域并掩盖了堕落天使债券与新发行垃圾债之间的主要差别，米尔肯创造了金融史。这要求信心能出现跳跃，米尔肯做到了这一点，并能说服其他人的信心也出现跳跃。

不幸的是，新发行垃圾债并不是当初让买家信以为真的低风险工具。实际上，这种债券与“堕落天使”债券有着非常大的风险和回报特征区别。尤其是新发行垃圾债没有给投资者提供安全边际。当交易价格处在账面价值附近时，这类债券的上涨潜力非常有限，但不同于以接近于账面价格交易的高等级债券，它们有着巨大的下跌风险。相反，一种“堕落天使”债券的交易价格大幅低于账面价格，因此其下跌风险低于相同等级的新发行垃圾债。换句话说，以大幅低于账面价格交易的债券较之那些以账面价格交易的债券具有更大的上涨潜力。如果对应的信用评级出现改善，或者利率下跌以打折价格交易的债券就具备了大幅上涨的空间。然而，以账面价格交易的债券通常会提前要求进行清偿，因而上涨潜力非常有限。其他一些情况则一样，但是同“堕落天使”债券相比，新发行垃圾债风险更大，潜在回报更低，这是两种债券之间的重要区别，米尔肯没有提到这一点，至少没有公开提到。

## 违约率计算中的缺陷

米尔肯宣称，20 世纪 80 年代末发行的垃圾债违约率与那些至少是 10 年前发行的规模小很多的“堕落天使”债券的违约率相类似。但事实上这一声明缺乏合理的依据。然而，这一声明成了米尔肯销售团队强有力的销售工具，也是新发行垃圾债广为流行并最终取得成功的重要因素。

当然，即使杠杆使用情况最严重的垃圾债发行人也不会马上出现违约，资金的消耗需要一定的时间。（许多发行人在没有支付一笔利息的情况下成功宣布破产，包括 Braniff 公司和飞行运输公司（Flight Transportation corporation）。这些公司所发行的债券称之为 NFCs——即没有首期息票的债券。）在 20 世纪 80 年代的大多数时期内，违约率的分子（在某一年内出现违约的垃圾债的数量）的上升速度低于快速增大的分母（同一年内尚未到期的垃圾债总量）。只有在垃圾债于 1990 年停止发行时，信用质量的恶化才反映在了违约率统计中。

与此同时，为了推迟财富结算日的到来，垃圾债承销商也使用了许多其他的方法。一种诡计就是筹集较发行人眼前所需资金多 25%-50% 的资金，以应对未来将出现的现金流短缺。不用说，这种提高信用额度的方法帮助违约率保持在低位，同时银行会延迟统计那些欠发达国家（LDC）款人的违约，这也有助于保持低违约率。

没有现金支付（零息证券或者实物付息债券——即 PIK 债券）证券的大量发行也暂时降低了报告中的垃圾债违约率统计数据。理由很

明显，同那些支付现金的可能性更低，因为无需支付利息减轻了发行人的债务负担。然而，尽管此类证券降低了一些发行人的违约概率，并没有永远降低违约概率。实际上这类债券最终出现违约的可能性大于那些支付利息的证券，因为那些没有从流动现金流中予以支付（经常是没有支付能力）的债务负担会不断累积。在一段时期内不会出现违约，但这仅仅是推迟了违约的发生，因此这段时期内没有出现违约很早之前，一家非现金支付垃圾债的发行人可能早就已经陷入了麻烦。

20 世纪 80 年代中期，几名学者进行了一些研究，并得出结论，认为垃圾债是具有吸引力的投资。1990 年年初，即使市场出现了崩溃，艾德·艾尔特曼 (Ed Altman) 编写了《高收益债券市场》(The High yield debt market)，这本文集挑选了超过 12 篇近期发表的高度赞扬垃圾债发行和投资的文章。这些乐观的分析没有考虑到违约率统计中存在的严重缺陷，而且有时这些研究得到了一些主要的高收益债券承销商的赞助。

违约率由承销商所提供、学者认同、并被投资者所接受，正是违约率数据让投资者因那些信用质量恶化的垃圾债而蒙受了亏损。对违约率的计算不仅像虚构的故事，也忽视了违约率与客户损失其实并不是一回事这一事实。例如，一只出现违约的“堕落天使”债券的下跌空间小于一只以账面价格交易的垃圾债。违约率也没有体现出主动性证券交换和重组给财政带来的影响，在这些情况下，债券持有人将接受自己的权利受到损失的事实，而实际上债券并未发生违约。



## 垃圾债改革运动

路易斯·鲁文斯坦曾说，垃圾债就像是一种金融炼金术。持有由利息支出高于税前利润的企业所发行的垃圾债的投资者能够宣称自己获得的利息收入高于对应企业所赚取的利润。只要投资者愿意据此而购买债券，新的承销活动就会继续进行。只要收益错觉依然存在，投资者就会持续买入这种债券。

垃圾债市场的快速增长伴随着华尔街上垃圾债基础设施的形成。如果投资者自己无法看到垃圾债的诱人之处，华尔街上的分析师以及推销人员就会向他们展示一幅美妙的画面。通过抛弃旧有的评估方法并创造出新的评估方法，以及通过掌握了将眼前的结果乐观地推导至未来前景的艺术，华尔街就能够创造出相应的需求，有时甚至能让需求超快速增加的供应。

20 世纪 80 年代中期，为了能从债券销售中产生费用和佣金，出现了一场针对道德的改革运动。投资者希望相信自己能够取得较之前都要高得多的回报，同时又不必承担更多的风险，甚至承担更小的风险。准备从垃圾债中获利的各方成了“信徒”——他们是个人投资者和机构投资者、承销商和经纪人——并祈祷垃圾债会像米尔肯所鼓吹的那样带来奇迹。与此同时，这些人的说教从以往的低违约率转向了一个新主题：垃圾债是对美国经济的救赎。美国因增长缓慢、生产力下降和国际竞争力减弱等问题二深受责备，但通过增加垃圾债发行，这些问题马上会迎刃而解。他们认为，垃圾债可以给那些无法吸引到资金的小型不知名企业提供融资，这些企业会进行创新，然后实现增

长，并创造就业机会，进行投资，然后进一步增长。尽管在所有的垃圾债发行人中只有一小部分的企业完全符合这一描述，同时，尽管这类企业在支付规模巨大的高收益率债务上明显遇到了困难，但米尔肯及其同僚、许多的学者和媒体只向人们着重描述了这些特征。

与此同时，垃圾债被描述成了无法通过其他途径进行融资的小型企业的挚友，同时也逐渐成为了经营良好的大型企业的敌人。在获得了数十亿美元的现金之后，那些从事垃圾债融资收购的艺术家和金融行家突然之间可以购买这个国家内几乎任何一家公司。为了证明在企业收购时使用垃圾债的合理性，大型企业被描绘成了无效、管理臃肿，甚至管理层腐败，并迫切需要输入新鲜的管理血液的组织。尽管这些对美国企业的描述确实都是事实，但对承担规模庞大的债务负担是否就是解决这一特殊疾病的灵丹妙药却缺乏考虑。此外，没有人注意到或者关心垃圾债不再像原来那样主要专注于为小企业提供融资。

似乎任何人都会将垃圾债看成是金融行业中一剂能够治愈让你深受折磨的疾病的止痛药。尽管如此，米尔肯拥有众多的忠实追随者，其中许多人在他的帮助下变得异常富有。即使是一度受到米尔肯迅速增长的垃圾债帝国威胁的华尔街贵族，如摩根斯坦利、第一波士顿和高盛等，也已经在 20 世纪 80 年代中期建立起了垃圾债承销、推广和交易等各种业务。除了规模不及米尔肯外，它们也是蓬勃发展的垃圾债市场的受益者。在整个垃圾债故事中最具讽刺意味的可能是，作为有史以来规模最大的一次金融欺诈，新发行垃圾债在 1980 年已经让华尔街上的每一家大公司都围绕在德崇证券（Drexel Burnham

Lambert) 周围。在德崇证券倒闭很久之后，华尔街将舔那些由垃圾债所造成的伤口，提醒人们普遍存在的贪婪不会给追求权力的创始人留下可靠的金融创新。

## 垃圾债投资者早期的成功引发了脱离现实的预期

自证预言造就了垃圾债在 20 世纪 80 年代初所取得的成功。无追索权垃圾债（债权人只关心为了获得回报的借款给实体企业）的增加导致对企业资产的评估使用了越来越高的估值标准。这是因为同那些使用自有资金进行收购的买家相比，那些使用别人的资金进行收购的买家对风险和回报产生了一种歪曲的观点，因此愿意支付越来越高的价格。与此同时企业的估值开始上升，经济开始从 1982 年的衰退中复苏，而利率则从 20 世纪 80 年代初的高点下跌。经济增长给许多垃圾债发行人的营运业绩提供了支撑，利率下跌让许多发行人能够以有利的条款进行再融资。即使糟糕的交易也能因经济增长和企业评估上升而得到保障，从而强化了低违约率的观点。早期的投资者取得了不错的业绩，这让其他人有了勇气。此后进行的交易依然使用了更高的价格与盈利和现金流之比的倍数。例如，Dr Pepper 公司、Jack-In-The-Box 公司和 Colt Industries 公司的买卖价格都持续上涨。

多数垃圾债买家和发行人可能都没有意识到自己正假设经济和垃圾债市场将继续保持健康。例如，许多垃圾债发行人只拥有极小的或者根本不存在的利息覆盖率（指税前利润与利息支出的比率），且

没有足够的现金来支付即将到来的债券本金支付。发行人和投资者都假设，现金流将一直增加，即将到期的债券可以通过再融资来进行支付。如果预期中的经济增长并没有实现，或者无法获得信贷，那么结果就是进行财务重组或者申请破产。然而，购买高收益债券的并不是谨慎的投资者，而是那些只注重短期表现、乐观且易受骗的投资者。垃圾债持有人不会认为经济会下跌或者会出现信贷紧缩，这一点不让人感到意外。如果他们真的这么做了，就不会购买垃圾债了。

投资者根深蒂固的乐观情绪导致投资标准出现了放松。高盛公司的有限责任合伙人巴里·威格莫（Barrie Wigmore）进行的一项研究表明，新发行垃圾债的利息覆盖率在 1980-1988 年间大幅下降至 1.0 的水平——这意味着平均而言，新发行垃圾债的企业所取得的税前利润低于利息支出。而同期内的债务与净有形资产之间的比率上升了 3 倍，所处的水平相当于发行人拥有的资产价值 2 倍于实际的资产账面价值。换句话说，不管早期发行的垃圾债是否具有价值，20 世纪 80 年代末发行的垃圾债注定会失败，理由很简单，因为发行人一再对企业资产支付过高的价格。

## 垃圾债主要买家

### 高收益率债券型共同基金

20 世纪 80 年代初时，个人投资者希望保持近期所习惯的名义高收益率。这些只关心收益的人很容易受到垃圾债市场中各种骗局的影响，而媒体对高收益债券进行的正面报道更让这些人容易受到影响。

许多这样的投资者从大量的高收益率共同基金中找到了出路。这些基金看起来能够提供专业化管理，多样化投资，低交易成本，以及谨慎小心的作风。而在它们的说明书中（假设任何人都会看这些说明书）对垃圾债投资的风险轻描淡写，甚至忽视了其中的风险。

共同基金之间的竞争集中在管理公司（例如富达和 T. Rowe Price 公司）的地位以及公布投资者当前所获得的回报率上，因为资金往往会流向那些公布了最高回报率的基金。因此，追求相对表现的基金经理人有强烈的动机购买更多的低等级垃圾债，以强化报告中的回报率。“格雷森（Gresham）垃圾债法则”正在运转：越来越多的垃圾债正在驱逐高等级债券。

共同基金经理人通常会受到满仓投资的制约。他们的思维逻辑就是客户已经作出了资产配置决定，基金经理人的工作就是让这些钱运作起来。因此，共同基金有时会购买并持有容易出问题的垃圾债，尽管投资组合的经理人能够作出更好的判断。

## 储蓄银行

20 世纪 80 年代初，管制的放松让储蓄银行能够进入一些有着更高风险的新贷款领域。尽管大多数的储蓄银行并不投资垃圾债，但有几十家储蓄银行成为了垃圾债市场中的大型参与者。

支持储蓄银行投资垃圾债的理由有许多。除了垃圾债的低违约率这一观点外，支持者提出，同对企业直接提供贷款相比，储蓄银行能从投资垃圾债中获得更高的回报，这种债券有着显而易见的可销售性

和低交易成本，而直接贷款业务需要有大量有经验的贷款职员。如果对直接从小型储蓄银行获得贷款的企业的规模进行合理的假设，那么投资垃圾债似乎允许小型储蓄银行能够有效地将资金借给规模较这些企业大得多的企业。垃圾债的高收益率也让储蓄银行的投资者通过承受本金风险而大幅提高自己短期内的利率差（资产收益与负债成本累积的收益）。此外，直至 1989 年年末，储蓄银行才被要求在财务统计的时候以市场价格来评估投资组合。在此之前，储蓄银行可以在不考虑垃圾债投资组合中不断增加的巨额未实现亏损的情况下，继续公布高额的净收入数据。承担更大的风险能在短期内让储蓄银行看起来有着更强的盈利能力，如此就能提高管理层的薪资，并给所有者提供更高的红利。

从理性的角度来看，有一个理由可以解释储蓄银行为何投资垃圾债：储蓄银行的所有者和经理人有着强烈的金钱动机来进行这种风险投资。储蓄银行能够以相对较低的成本吸收存款。因为这些银行得到了联邦储蓄和贷款保险公司每个账户最高 10 万美元的保险，多数存款人无需留意这些机构及其资产的潜在信誉，只需要关心存款利率。因为存款获得了保险的保障，市场不会也没有对储蓄银行机构的投资行为作出约束。只要垃圾债没有出现大面积的违约，投资垃圾债的储蓄银行就能公布属于所有者和经理人的高回报。如果投资的债券出现了违约，联邦储蓄和贷款保险公司会承担损失。

到了 1990 年，持有垃圾债最多的那些储蓄银行要么已经破产，要么正处在破产边缘，这些储蓄银行包括哥伦比亚储蓄和贷款协会、

辛托拉斯储蓄和贷款协会、帝国储蓄和贷款协会、林肯储蓄和贷款协会和远西金融公司。多数的这些机构通过只将经纪人存款（指在华尔街的帮助下获得的存款）投向垃圾债以及其他风险资产而获得了快速增长。投资垃圾债所带来的后果就是，这些投资让储蓄银行陷入了大麻烦，而原本这类机构所遇到的麻烦会相当有限，且陷入麻烦的可能性更小。

## 保险公司

1980 年年初，大量的保险公司也被这项耗费资金的投资所吸引。为了满足追求高收益率的投资者的需求，它们开始提供投资保证合约（GICs），这种合约的诱人之处在于可以根据合同上规定的利率进行再投资，从而有效消除了再投资风险。

当美国政府债券的收益率处在两位数时，保险商能够对投资担保合约提供诱人的利率，同时又承担很少或者不用承担任何的信用风险。当利率下降时，为避免资金流出，保险商继续提供高收益率的投资担保合约。为了维持正收益率差，保险公司被迫需求高收益，许多保险公司，如第一执行公司（first executive corporation）和第一资本控股公司（first capital Holding corporation）等，在诱惑下投入了垃圾债市场。不幸的是，这些公司的许多竞争对手感到自己被迫竞购了 GIC 业务，尽管这会让它们面临成为垃圾债投资者的风险。到 1990 年，许多大型的保险公司不得不对垃圾债投资减记了数百万美元，第一执行公司和第一资本控股公司处在破产边缘。1991 年 4

月，政府监管者接管了第一执行公司已经破产的位于加州和纽约地区的保险子公司。

## 放松投资标准

垃圾债的发行人、承销商和投资者都放弃了现有的价值标准，转而采用了刚刚出现的宽松标准。买家给企业支付了过高的价格，这些企业能够发行充满风险的证券给投资者，而投资者反过来放松自己原来惯用的分析标准来证实自己所支付的价格是合理的。新的创新，如非现金支付债券和可以调整利息率的债券等，对标准的放宽提供了掩护。将对现金流的分析替换成对企业其他指标的分析也造成了投资标准的放宽。重要的是投资者不知道标准放宽是如何发生的，因为这一过程非常隐蔽，许多垃圾债买家可能甚至没有意识到投资标准有所松动。

## 零息债券和 **PIK** 债券允许金融上的鲁莽行为

市场对无追索权零息债券和 PIK 债券（即实物付息债券）的接受让从事企业收购的艺术家能够在金融上采取大胆的行动。如果收购了一家使用了高杠杆的企业的买家预计到会在收购之后第一天就需要支付由这项收购而引发的债券利息，那么他的收购价格就可能已经根据时间日期对未来债券现金支付做好了调整。零息债券和 PIK 债券也属于这一范畴，它们只是将利息累积了起来，而不是现在就用现金予以支付，能够将支付日期推迟到未来的买家不会受到当前财政状况的



约束。因此，在 20 世纪 80 年代中后期允许使用从未有过的高估值标准来购买企业中，无追索权的零息债券以及 PIK 垃圾债融资起到了重要的作用。

零息债券和 PIK 债券融资能够成为企业的生命支持系统，维持已经病入膏肓的病人的生命。此类发行人的负债可能超过了自己的资产，且没有能力履行用企业中的现金进行偿债的义务，但表面上看起来这些企业的财务状况都是健康的。就像巴菲特说的，“如果欠发达国家的政府在 20 世纪 70 年代只发行长期零息债券，它们可能现在就成了没有污点记录的债务国了”。

历史表明，债券投资者喜欢对偿付能力、安全性，甚至是优越性进行假设。例如，一名美国短期国库券或者“零息美国政府债券”（当美国一家公司将一种美国短期国库券的现金利息支付剥离出来，然后连续卖出每一期的利息支付时，就合成了这一名词）的投资者可以满怀信心地认为，收益和本金将在债券到期时得到支付。然而，对一只零息垃圾债进行投资就成了赌博，在到期之前，这种债券不会支付任何现金，即使到了到期日也不知道是否能得到支付，或者会出现违约。许多购买零息垃圾债或者 PIK 垃圾债的买家相信自己能在到期日获得诱人回报，但结果现实是这些人都在赌博，而且赌输了。事实上多数零息和 PIK 工具更像是一种与企业未来业绩有关的期权，而不是一种与企业当前价值有关的固定收益且安全的权利主张。称这些零息证券和 PIK 证券为债券并不代表它们与其他债券有着相同的风险和回报特征，但这样确实能够更容易地将这些证券卖给投资者。

利息率重设只会朝一个方向运行

20 世纪 80 年代末期，利息率重设成了新发行垃圾债中一个普遍存在且广受欢迎的特征。利息率重设是指发行人承诺，在未来某一特定的时间重新设定债券的利息率，以使这一债券以预先设定的价格进行交易，通常这一价格为账面价格。这种成为一项金融担保的重设特征实际上是一帖金融安慰剂。看起来这种特征为保值提供了意义深远的保证，但实际上这种保证毫无价值。在几乎所有人都能够借到大笔现金的时代中所创造出来的这种具有重设特征的垃圾债表明，利息率重设特征暗示这种承诺只不过同作出这一承诺的实体一样糟糕。

为了能让利息率重设顺利运作，对应的发行人必须要有信誉。然而与此相矛盾的是，如果发行人有信誉，那么就不需要重设利率（除非是为了对经济中利率的大幅波动或者发行人信誉的细微波动作出调整）。然而，任何一种利息率都不会使困境窘迫的发行人所发行的债券以账面价格进行交易，无论债券利息率上调多大，因为那些认为存在下跌风险的买家会持续压低这只债券的市场价格。此外，在重新设定息票时将利息率设得越高，就会对发行人越不利，因为增加的债务支付负担将恶化发行人的财务困境。

20 世纪 80 年代末，大量的重设垃圾债都失败了，只有少数此类债券获得了成功。Maxxam 公司的债券接近成功，为了让债券以账面价格进行交易，公司重设了债券的利息率，但这些债券的交易价格没能超过 95 美元，尽管当时公司的业绩表现强劲。当西联公司(Western Union corporation)一只脚已经踏入坟墓的时候，这家公司将公司债

券 16% 的利息率重设为 19.25%，但债券的价格并未对此作出反应，从 80 美元上方跌至近 40 美元，并继续下跌。1989 年，Drexel Brunham Lambert 公司无法重新设定吉姆沃尔特公司 (Jim Walter corporation) 债券的利息率，之后这家公司被迫申请破产。

买下了雷诺兹-纳贝斯克公司 (RJR NabsCo) 的 KKR 在 1989 年作出了大胆的举动，将票面价值为 50 亿美元的利息率重设 PIK 债券塞 (即分配) 给了那家公司的前股东，以此作为给这些股东的报酬。看起来诱人的重设证券可能已经让 KKR 公司的报价领先于竞争对手的报价，尽管整个利息率重设债券市场的规模远小于这一笔发行规模，且此前此类债券的发行记录非常糟。利息率重设特征激起了买家对 RJR 公司这些“填塞”债券 (Cramdown debt) 的热情，这些买家接受了这种证券，并将其看作是一种几近铁定的承诺。那些通常不够买垃圾债的投资者也受因公司承诺将债券价格“确定”在账面价格而对这只债券产生了兴趣。

对雷诺兹-纳贝斯克公司的债券和优先股的收益率提及最多的并不是传统的当期收益率或者到期收益率，而是刚刚出现的“重设收益率”。大量资金因这一未经证实的概念而被投了出去，只有雷诺兹-纳贝斯克公司的财务状况保持健康以及垃圾债市场没有陷入混乱时，这一概念才会奏效。结果显示，即使在将 15 亿美元的新股本注入雷诺兹-纳贝斯克公司之后，在重设收益率那天，债券的交易价格也未能超过账面价格的 93%。只有在公司大幅削减债务之后，债券的市场价格才达到了账面价格。

## 垃圾债投资者的一个分析错误

在垃圾债投资者放宽标准的同时出现了一个危险的错误想法，即在一家企业的资本结构中，债券和股票较一个人在这家公司中的投资的级别低多少，那么他就能对自己的投资提供多少保护。这就像是一家企业的价值因资产负债表中的负债而存在，而不因表中的资产。如果知道一家企业中的一些投资者的权利低于你的权利，虽然这从表面上看起来很可靠，然而，这一信息在评估你的投资价值的时候并没有多大的价值，如果这一信息确实有价值的话。

在动用 250 亿美元资金杠杆收购 (LBO) 雷诺兹-纳贝斯克公司的时候，华尔街的分析师认为，“填塞”债券和优先股的发行提高了 RJR 公司的高等级债券的信誉。为了支持这一荒谬观点，假设 KKR 公司收购时支付了 129 美元/股，而不是 109 美元/股外加 40 亿美元的优先股。高等级债券的债权人不会因这些等级低于他们所持债券的优先股而获得更多的回报。属于公司的有形资产不会较之前有所增加，只有被称之为商誉的无形资产的价值才会通过记账方法而增加。另外，负债与股本之间比率的改善将与高等级债券人的安全性无关。对低等级权利的强调是一种更加愚蠢的观点，那时一个人的满足感来自于别人可能采取的愚蠢行动，而不是自己的聪明才智。

## 对现金流和 **EBITDA** 有缺陷的定义造成了高估

上市公司的投资者根据公布的盈利数据来评估这些公司。与此不同的是，买下整个企业的私人买家则根据自由现金流来评估企业的价

值。在 20 世纪 80 年代的后 5 年内，买卖整个企业几乎同买卖证券一样快速，投资证券的投资者自然而然会开始以买下或者卖出整个企业的身份来进行思考。然而，重新审查旧有分析工具的有效性并没有错，或者换掉那些过时的分析方法也没有错。因此，因投资者完全放弃了过去的标准，在 20 世纪 80 年代的后 5 年内，许多股票和垃圾债的买家将价值的分析指标由收益数据替换成了现金流数据。

为了快速分析自由现金流，20 世纪 80 年代的投资者找到了一种简单的计算方法，用一个数字来量化一家企业的现金产生能力。绝大多数的投资者都是根据 EBITDA（扣除利息、税收、折旧和摊销之前的利润）来计算现金流。事实上，对高杠杆公司进行的所有分析都依赖于 EBITDA，并将其看作是企业价值主要的决定性因素，有时是唯一的决定性因素。甚至对那些没有使用杠杆的公司也使用相同的评估方法，因为实际上在 20 世纪 80 年代末的时候，每一家企业都被看作是潜在的收购对象。不幸的是，分析时使用的 EBITDA 存在缺陷，并造成企业价值长期被高估。

应该如何衡量现金流呢？在垃圾债时代到来之前，投资者关心两个数据：税后利润，即一家企业所获利润，加上折旧和摊销减去资本支出，即一家企业对固定资产的投资或者收回投资。大量无追索权融资的获得让情况有了改变。因利息支出是免税的，企业使用税前利润而不是税后利润来支付债券的利息，从而使那些原本应该缴税的利润流向了债权人。因此，使用高杠杆的企业可以较使用低杠杆的同类企业得更多的现金流。

尽管如此，EBIT（息税前利润）并不一定都是可以自由获得的现金。如果利息支出用掉了所有的 EBIT，那么公司就不用支付任何的所得税。然而，如果利息支出较少，税收将消耗掉很大比例的 EBIT。在垃圾债繁荣的鼎盛时期，企业可以借入大量的债务，因而经常使得所有的 EBIT（或者超过所有的 EBIT）都被用于支付利息。在泡沫程度较小的贷款环境中，企业无法随意承担高债务。因此，EBIT 并不是这些企业合理的现金流近似值。税后利润加上 EBIT 中用于支付利息支出的那部分利润就是一家企业真正来自于收益流的现金流。

之前提到，现金流也来自于折旧和摊销支出超过资本支出的那部分现金。重要的是理解其中的原因。当一家企业购买了一台机器，根据通用会计准则的规定，公司需要根据这台机器的使用寿命来进行支付，这在会计中被称之为折旧。折旧是非现金费用，它会降低报告中的利润，但不会影响现金。折旧提成能够产生现金，但最终必须将这些现金用于资本支出，对破旧厂房和设备进行必要的替换。因此，资本支出直接抵消了折旧提成，前者使用现金，后者则提供现金。但发生的时间可能不同：一家企业可能在某个时间点大量投资于厂房和设备，之后产生大幅高于当期资本支出的折旧提成。然而，无论何时厂房和设备需要替换时，必须有可以使用的现金。如果资本支出在很长时间内低于折旧，那么这家公司就在逐步进行清算。

对商誉的摊销也是非现金费用，然而不同的是，摊销更像是会计上的伪造，而不是一项真实的商业支出。当一家企业以高于有形资产账面价格被收购时，会计准则要求买家在资产负债表中设定一项被称

之为商誉的无形资产，并在 40 年内进行摊销。因此，商誉摊销是一项并不一定能反映经济价值出现真实下降的费用，也无需在未来为维持企业的生存而在这项资产上产生支出。商誉摊销的费用确实经常代表了自由现金流。

不清楚为何投资者突然之间就开始使用 EBITDA 来衡量企业的现金流了。EBIT 无法准确衡量一家企业从收益流中获得的现金流。加上 100%的折旧和摊销就得到了 EBITDA，但这样做甚至更没有意义。例如，那些使用 EBITDA 作为衡量现金流的指标的人要么忽略了资本支出，要么假设企业不会有任何的资本支出，也许他们相信厂房和设备永远也不会有损耗。实际上，许多在 20 世纪 80 年代进行杠杆收购的人都预测，现金流稳定产生部分来自于资本支出跟预期一样出现大幅下降。然而，现实情况是，如果资本支出不充分，企业几乎不可能产生稳定的现金流，且业绩几乎肯定会下降。

确定一家企业所需的资本支出并非易事。企业之所以对实际存在的厂房和设备进行投资的理由有很多：为了生存，为了竞争，为了增长，以及为了多元化。为了生存和竞争，支出绝对是必须的，而出于多元化目的的支出则经常是没有必要的。为了分辨出哪些是必要的支出，投资者需对一家企业有深刻的了解，并获得通常只有内部人士才能获得的信息。因为投资者无法轻易得到具体的资本支出信息，他们也许就会简单地选择忽视这些信息。

有观点认为，没有必要在 EBITDA 中减去资本支出，因为一家企业所有的资本支出都能获得外部融资（通过租赁融资、设备信托、无

追索权债券等)。一些分析师和投资者采用了这一观点。因此，所有的 EBITDA 都可以用于支付债务的税前现金流，企业再投资不需要资金。当然，这一观点是有缺陷的。任何一家企业都不能对租赁资产的改良和一台机器的零件进行融资。此外，陷入财务困境的企业获得外部融资的空间会受到限制，不管他们的目的是什么。在将折旧提成用于支付债务之后，一家使用了过高杠杆的企业可能无法替换破旧的厂房和设备，最终被迫宣布破产或者进行清算。

EBITDA 可能已经被当作一种评估工具来使用，因为没有其他工具能够支持当时普遍非常高的收购价格。这显然是一种循环论证。没有高价的收购案，就不会产生高昂的预付投资银行业务费，无法因发现新垃圾债而获得承销费，也不会对垃圾债投资组合收取管理费。采用一些方法来证实最终结果的正确性，这也不是华尔街第一次做这样的事情了。如果证实之前被广为接受的一项投资标准过于保守，那么使用新标准来进行投资组合的阻力就会小得多。

EBITDA 分析模糊了好企业与坏企业之间的区别

EBITDA 不仅是一个有缺陷的现金流衡量指标，也掩盖了企业现金流中几项内容的相对重要性。税前利润和折旧提成组成了一家企业的税前现金流，利润就是投资于一家企业的资本所带来的回报，而折旧实际上就是投资于企业的资本回报。为了展示 EBITDA 分析所造成的混淆，可以看一下表 1。

表 1 X 公司和 Y 公司 1990 年的损益表 (单位：百万美元)

---



——	服务型公司 X	制造型公司 Y
收入	100	100
现金费用	80	80
折旧和摊销	0	20
EBIT	20	0
EBITDA	20	20

---

将 EBITDA 看成是唯一的分析工具的投资者会认为这两家企业的价值是相等的。然而，在价格相等的时候，多数投资者更喜欢持有利润为 2000 万美元的 X 公司，而不是利润为零的 Y 公司。尽管这两家公司拥有同样的 EBITDA，他们的价值却明显不同。X 公司可能是一家并不拥有贬值资产的服务型公司。Y 公司可能是某一充满竞争的行业中的一家制造公司。Y 公司必须准备好对折旧提成进行再投资，以替换破旧的机器（或者可能会需要更多的现金，关键看通胀）。这家公司在一段时间内将没有自由现金流。相反，X 公司没有资本支出，因此，随着时间的推移，公司将累积大量的自由现金流。

任何使用杠杆收购 Y 公司的人都会陷入麻烦。公司 2000 万美元的 EBITDA 都将被用于支付利息费用，这意味着当需要替换厂房和设备时，公司将缺乏现金。Y 公司最终将破产，既没有能力偿还债务，也无法维持经营。相反，X 公司可能是诱人的买断购买对象。投资关注焦点从税后利润到 EBIT，再到 EBITDA 的转变掩盖了企业之间的重要区别，导致许多投资者蒙受了损失。

## 垃圾债券抵押债券

垃圾债市场的最后一个创新就是垃圾债券抵押债券 (Collateralized Junk-bond obligation, CBOT), 它是一种使用垃圾债作为抵押物而发行的有着不同投资级别的证券。通常可以使用不同的债券创造出几种 CBO, 每一种都与对应的垃圾债有着不同的风险和回报特征。

让承销商和投资者对垃圾债 CBO 感兴趣的是, 评价机构会作出非常随意的决定, 对那些高级别的 CBO 给出了投资级的评级, 通常这类债券占到总 CBO 数量的 75% 左右。这意味着这一发行人可以组成一只回报率为 14% 的垃圾债组合, 然后假定以 10% 的收益率将由这些债券支持的高等级 CBO 卖给投资者, 所得收入可能相当于这一组合成本的 750%。发行人然后通过提供高得多的收益率将风险更大的那部分 CBO 卖给投资者。

CBO 的存在基础是对这些高级债券给予了投资级别的评级。贪婪的机构买家在高级别债券中赚到了较其他投资级别的证券高许多个基点的回报。同往常一样, 这些只关心收益的人会为了获得更多的眼前回报而牺牲了信用质量。评级机构进行的研究现实, 投资级别的评级是有保障的。估计这些研究都使用了以往的违约率分析, 且没有考虑经济放缓期延长或者信贷紧缩可能最终削减再融资空间, 以及由此造成的影响。如果出现这些情况, 大量垃圾债会出现违约, 即使高等级 CBO 也会蒙受大量亏损。换句话说, 组合在一起的垃圾债依然是垃圾债, 不管你用何种方式进行组合。

## 结论

同承销商的承诺相反，垃圾债是一项糟糕的投资。垃圾债风险很大，而提供的回报则非常有限。为了按期支付契约上规定的利息和本金，许多事情都必须朝着有利于发行人的方向发展，但容许出错的空间却很小。尽管垃圾债每年的潜在回报高出美国短期国库券几百个基点，但却需要承受可能血本无归的风险。

受自私自利和贪婪的推动，垃圾债的承销商和投资者都对自己的行为找到了合理的理由。他们认同了低违约率的观点，并将由 EBITDA 所衡量的现金流看作是评估价值的主要决定性因素。他们甚至宣称，经过充分多样化的垃圾债组合时安全的。当这个市场在 1990 年崩溃的时候，垃圾债就成了金融市场中的“昆虫捕捉器”，投资者可以进入这个市场，但却无法离开这个市场。看涨的假设被看跌的假设所替代。投资者的关注焦点从哪些事情可能进展顺利转向了哪些市场可能出错上，价格也大幅下跌。

为何 20 世纪 80 年代垃圾债市场的历史应会有利于今天的投资者呢？如果你自己没有投资新发行垃圾债，那么其他人亏钱对你而言应有什么差别么？答案是垃圾债给金融市场中的其他领域以及多数金融市场参与者的行为带来了负面影响。过高的垃圾债价格让许多人以虚高的价格采取了收购行动。被收购企业的股东所获得的超额利润实际上低于购买了这些垃圾债的买家所蒙受的损失。股票投资者把从垃圾债融资收购中获得的现金再次投入股市，推高了那些依然没有被收购的企业的股票。由债券市场所造成的高估值会给涉及到套利交易、

证券交换或者企业重组的证券的市场价格带来巨大影响。结果导致那些即使没有购买垃圾债的人也很难完全逃脱垃圾债所带来的影响。

我们可能会信心满怀地认为，未来必将会出现新的投资狂潮。这种狂潮会超过一种创新所允许的合理范围。就像这种狂潮一定会发生一样，届时肯定不会对市场的过激行为敲响警钟。研究垃圾债崩溃的投资者也许能够分辨出这些新的狂潮，并予以规避。我们将在下一章中看到，避免损失是投资获得成功最重要的先决条件。

## 第二部分价值投资哲学

- 明确你的投资目标
- 价值投资：安全边际的重要性
- 价值投资哲学起源
- 企业评估艺术

## 第五章 明确你的投资目标

沃伦·巴菲特喜欢说的第一条投资原则是“不要亏钱”，第二条规则是“永远也不要忘记第一条原则”。我也认为防止出现亏损应是每个投资者的主要目标。这并不意味着投资者应永远也不要承担任何可能出现亏损的风险。实际上“不要亏钱”意味着经过几年之后，投资组合中的本金不应出现明显亏损。

尽管没人希望蒙受损失，但你却无法从多数投资者和投机者的行为中证实这一点。存在于我们多数人体内的投机欲望非常强烈，能够获得免费午餐的诱惑非常吸引人，尤其是当其他人似乎已经分享到了免费午餐的时候。当其他人正贪婪地追求回报，经纪人正在电话中向你推荐近期“炙手可热”的 IPO 时，你很难将注意力集中在潜在的损失上。然而，避免损失是确保能获利的最稳妥的方法。

避免损失的策略与近期市场上的传统智慧格格不入，今天许多人相信风险不是来自于拥有股票，而是来自于没有购买股票。这种想法认为，从长期角度来看，股票将取得较债券或者现金等价物更高的回报，就像过去一样。指数也证明了这一点。多数机构投资者在任何时候一直满仓操作的倾向则从另外一个角度证实了这种观点。

这一观点中确实有一项内容是正确的，股票确实能在长期内取得较债券和现金更高的回报。因在企业资本结构中地位较低，没有固定的利息支付和到期日，股票天生就较债务型工具具有更高的风险。例

如，在企业进行清算的时候，只有在偿付了所有的债务之后，股票持有人才可能获得余下的资产。为了说服投资者冒险投资股票而不是更安全的债务工具，股票必须用更高的回报前景来诱惑投资者。然而，正如在第七章中花很长篇幅讨论过的，无法根据历史数据来决定一项特定投资的真正风险。风险得视支付的价格而定。如果有足够多的投资者相信股票将在长期内提供更高的回报，他们可能会将钱投入股市，并将股价推高至无法提供更高回报的水平。由股票在资本结构中所处的地位所带来的亏损风险因购买时支付的价格上涨而恶化。

另外一种普遍的观点是，风险规避和投资成功风马牛不相及。这种观点认为，只有承担高风险才能取得高回报，且只有通过获得并承担风险才能取得长期的投资成功，而不是规避风险。我的观点正好相反，为何我认为风险退避是投资中唯一最重要的元素？如果你有1000美元，你会愿意在一场公平的掷硬币赌博中用它进行赌博，让它翻番或者变得一无所有吗？也许不会。你会用一生的财富进行这样的赌博吗？当然不会。如果在亏损30%和赢30%的概率均等的情况下，你会承担这种风险吗？许多人不会这么做，因为亏损30%会破坏他的生活质量，而赢30%却无法让自己的生活标准获得相应的提高。如果你是绝大多数有着风险规避意识的投资者中的一员，那么规避损失必须是你投资哲学中的基石。

贪婪的短线投资者可能忽略了解释为何需要避免损失时的一个重要数学理由：即使回报率一般，但时间一长，复利效应所带来的回报即使不会让人惊呆，也会让人大吃一惊。表2显示了奇特的复利效

应会让规模相对较小的投资产生多大的回报。

表 2 不同复利和不同投资期限内 1000 美元的投资价值

复合回报率	5 年	10 年	20 年	30 年
6%	1.338	1.791	3.207	5.743
8%	1.469	2.159	4.661	10.063
10%	1.611	2.594	6.727	17.449
12%	1.762	3.106	9.646	29.960
16%	2.100	4.411	19.461	85.850
20%	2.488	6.192	38.338	237.376

坚持获得哪怕是相对一般的回报率是让你的资产实现复合增长的最重要因素。由复利的重要性可以推断出一个必然的结论，那就是即使只出现过一次巨额亏损，也很难让你恢复过来，因为这种亏损会让之前好几年所获得的投资成功的巨额回报毁于一旦。换句话说，与获得波动很大的回报，有时甚至可以获得巨额回报，但却需承担本金出现损失的巨大风险相比，通过在风险有限的情况下取得不错的回报更能让投资者取得出色的回报。例如，一名在 10 年内连续获得 16% 回报率的投资者最终的财富，居然比一个连续 9 年获得 20% 年回报率却在第十年损失 15% 的投资者的财富要多，这一结果可能会让人感到意外。

虽然从经济的角度来看说不通，但还是可以理解为何后面一种回报模式更吸引人。第二名投资者将在 10 年的 9 年中取得较第一名投资者更好的回报，并从他明显具有优势的表现而获得了相当多的精神



收入。如果这两人都是职业资金管理人，第二名经理人可能会拥有许多更感快乐的客户（他们会在 90%的时间内取得更好的回报），因此他所在的公司将更加成功。这可能解释了为何多数机构投资者没有将主要精力放在规避风险上。

本书中一再强调一个观点就是，未来是不可预测的。没有人知道经济是否会萎缩或者增长（或者增长速度多快）。通胀率将会是多少，以及利率和股价是否会上升或者下跌。因此，那些试图避免损失的投资者必须让自己在各种情况下存活下来，甚至实现繁荣。霉运可能会降临到你头上，你可能会犯错。河水漫过堤岸的情况一个世纪内可能只出现一两次，但你依然每年会为自己的房屋购买防洪险。同样，经济大萧条或者金融恐慌一个世纪内可能只出现一两次，且恶性通胀可能永远也不会破坏美国经济，但因知道确实可能会发生金融灾难，稳健、有远见的投资者会据此来管理自己的投资组合。如有必要，投资者必须愿意放弃短期内的回报，以此作为对意想不到的灾难所支付的保险费。

选择避免蒙受损失并不是一个完整的投资策略。它完全没有告诉我们应该买什么和卖什么，哪些风险是可接受和不可接受的。规避亏损的策略并不意味着投资者应当在投资组合中持有所有，甚至是一半的美国国债或者拥有大量的黄金来缓冲。相反，投资者必须意识到世界会发生意想不到的变化，有时这种变化非常剧烈。未来可能与现在或者不远的过去有着很大的区别，投资者必须为任何可能发生的事情做好准备。

许多投资者错误地投资设定了一个具体的回报率目标。不幸的是，设定目标并不会对实现目标提供任何帮助。事实上，无论目标是什么，它都可能无法实现。假设你宣称希望获得每年 15% 的回报率，但这一声明没有告诉你该如何实现这一目标。投资回报与你工作时间多长、工作多么努力或者赚钱的愿望有多强烈无关。挖沟的工人可以通过加班 1 小时而获得额外的报酬，产量越多，计件工所赚到的钱就会越多。投资者无法通过更努力的思考或者工作更长时间来实现更高的回报。投资者所能做的一切就是遵从一种始终受到纪律约束的严格方法，随着时间的推移，最终将获得回报。

为投资回报设定目标会导致投资者只关注上涨潜力而忽视了下​​跌风险。根据证券价格所处的水平，投资者可能不得不承担巨大的下跌风险才能有机会实现预先设定好的回报目标。如果美国短期国库券的收益率为 6%，那么久无法从持有这种证券中获得更高的回报率。如果 30 年期的政府债券收益率为 8%，通过利率下降所引起的价格上涨，持有这种债券的投资者可能暂时实现每年 15% 的回报率目标，然而，如果将这些债券持有至到期，那么回报率仍是 8%。

同以契约形式固定下来的支付现金的高等级债券不同，股票没有稳定、确定无疑的现金流。例如，股票没有到期日或者到期价格。另外，尽管股票的价格最终与对应企业的表现有关，从股票中获利具有更多的不确定性。尤其重要的是，股票的持有者不会从企业中获得现金流，他们通过股票价格的上涨来获利，这可能是因为市场将对应企业的基本面发展体现在了股价之中。因此，投资者往往通过预测未来

的股价来预测他们在股票中的投资回报。因长期内的股价不会以一种可预测的方式上涨，而是会出现不规则的波动，几乎可以做出任何一种预测，并得到证实。因此，只要通过摆弄对未来股价的预期，还是有可能预测到会实现任何一种希望达到的回报率目标的。

然而，长期来看股价也受到企业表现的束缚，尽管这种束缚可能较之对债券的束缚要宽松。如果热门股的价格得不到潜在价值的支持，股价最终会跌下来。那些在反映了过于乐观假设的价位买入的人会蒙受损失。

投资者应当对风险设定目标，而不是给回报设定一个目标，哪怕这个目标非常合理。美国短期国库券是最接近于无风险投资的资产，因此，美国短期国库券的利率被看作是无风险利率。因投资者总是可以选择将自己所有的资金投到美国短期国库券上，只有在取得较那些无风险回报更高的回报的前景非常明确时，才可以进行有风险的投资。这并不是说对美国短期国库券有投资偏好，相反，你会更愿意投资出色的替代工具。只有当对风险完全做出补偿之后还有更多的回报时，这些替代工具才是出众的。

多数投资方法并没有将焦点放在规避损失上，或者在同回报相比较的基础上对投资中真正风险的评估上。据我所知只有一种方法是这么做的：价值投资法。第六章对价值投资进行了描述，第七章详细阐述了这种方法的三个中心支柱。这两个章节都是在亏损规避的主题上加以展开的，并考虑到了实现这一目标所使用的各种方法。

## 第六章 安全边际的重要性

价值投资是一门关于以大幅低于当前潜在价值的价格买入证券，并持有至价格更多地反映这些价值时的学科。便宜是这一投资过程的关键。用价值投资者的话来说就是，便宜是指用 50 美分买下价值 1 美元。价值投资法将对潜在价值的保守分析，与只有在价格较潜在价值足够低时才购买的这种必不可少的纪律和耐心结合在一起。便宜货的数量时多时少，任何一种证券的价格与价值之间的缺口可能非常小，也可能极其大。有时价值投资者可能会对大量的潜在投资机会进行深入研究，但却没有找到一个足够吸引人的投资机会。然而，这种坚持是必须的，因为价值经常会隐藏的很好。

在寻找便宜货时需严格遵守纪律，这让价值投资法看起来非常像一种风险规避法。价格投资者面临的最大挑战就是保持这种所需的纪律。成为一名价值投资者往往意味着和不同人群站在一起，挑战传统智慧，并反对时下流行的投资风格。它可能是一项非常孤独的任务。在市场高估期延长的时候，一名价值投资者的表现可能不及其他投资者或者整个市场，甚至更糟。然而，从长期看价值投资法非常成功，这使得这一投资哲学的倡导者很少放弃这一方法。

### 等待合适的投球

沃伦·巴菲特拿棒球这一比喻阐明了价值投资者所应遵守的纪

律。一名专注于长期投资的价值投资者就像是一名正在参加比赛的击球手，比赛中没有出现好球，也没有出现坏球，击球手对几十个，甚至几百个投球都能无动于衷，而其他的击球手会对其中许多的投球挥动球杆。价值投资在研究比赛，他们从每个投球中进行学习，包括那些他们挥杆击球的投球和放过的投球。他们没有受到正在参加比赛的其他人的影响，他们只会根据自己的计算来展开行动。他们非常有耐心，愿意等待，直到他们等到自己可以击中的那个投球——一个被低估的投资机会。

价值投资者不会对自己不了解，或者他们认为风险非常大的企业进行投资。因此，很少有价值投资者会拥有科技类公司的股票。许多价值投资者也会避开商业银行，他们认为这类企业的资产很难分析，以及财产保险公司，这类企业的资产和负债都很难加以分析。

同价值投资者不同，多数机构投资者感到自己被迫在任何时候都进行满仓投资。就像有裁判员正喊着好久和坏球一样——多数是好球——他们被迫击打了几乎每一个投球，并放弃了选择性击球。像棒球运动中的业余选手一样，许多个人投资者无法分辨出哪些是好球，哪些是坏球。无鉴别能力的个人投资者和受到约束的机构投资者可以获得安慰，因为他们知道多数市场参与者同他们一样，也会被迫频繁出击。

对一名价值投资者而言，球不仅要在他的击球区内，而且必须是在他的“最理想”的击球区内。当投资者没有迫于压力而过早投资时，所取得的成绩是最好的。可能有些时候投资者没有举起球棒，在高估

的市场中，最便宜的证券可能依然被高估了。在相等的安全条件下，如果你认为马上可以从另外一项投资中安全地获得 15% 的回报，你就不会满足于一项能安全地提供 10% 回报率的投资了。

一项投资必须是低于潜在价值的打折价购买的。这回让这项投资拥有很好的绝对价值。然而，光有不错的绝对价值还不够，因为投资者必须在当前可获得的这类投资中选择有着最好的绝对价值的投资。一只价格仅为潜在价值一半的股票可能很吸引人，但另外一只仅为潜在价值的  $1/4$ ，因而更加便宜。同其他多数投资者相比，这一双重纪律让价值投资者的任务变得更加困难。

价值投资者会不断地拿潜在的新投资机会与自己当前持有的投资进行比较，以确保他们拥有眼下可获得的低估程度最大的投资机会。当新机会出现时，投资者永远也不应对重新审视当前持有的投资而感到害怕，即使这可能意味着对现在持有的投资进行止损。换句话说，当出现更好的投资机会时，没有一项投资应当被看做是神圣不可侵犯的。

有时几十个好球会连续投向一名价值投资者。例如，在恐慌性的市场中，被低估的证券数量会增加，且低估程度也会上升。相反，在牛市中，低估证券的数量及其低估幅度都会下降。当诱人的机会很多时，价值投资者能够仔细从所有这些便宜货中找到最吸引人的投资机会。然而，当诱人的机会稀少时，投资者必须严格自律，以保持价值评估过程的完整性，并限制所支付的价格。最重要的是，投资者必须一直避免回击那些坏球。

## 企业评估的复杂性和易变性

如果认为表述一项特定投资的所有事实都是已知或者是可以被获知的，那么你就犯了一个严重的错误。这不仅是因为一些问题可能依然没有得到解答，甚至有可能还没有人问过所有那些该问的问题。即使可以非常全面地了解这项投资当前的情况，但多数投资都依赖于那些无法准确预测的最终结果。

即使能够知道有关一项投资的一切事情，复杂的现实情况就是，企业价值并不像刻在石头上的印记那样永恒不变。如果企业价值确实一直保持不变，而股价围绕着价值以可预测的方式波动，就像行星绕着太阳一样，那么投资将简单得多。如果你无法确定企业价值，你如何能够肯定自己所支付的价格是打折价呢？事实是你无法肯定。

企业价值出现波动有很多解释，例如“信贷周期”——信贷周期性地出现收紧和放松——是主要的一个因素，因为它会影响到借款成本以及借款条款。这会反过来影响买家愿意对企业支付怎样的价格。很简单，如果可以获得无追索权的低利率融资，买家愿意支付的价格将高于没有使用杠杆时支付的价格。

通胀或者通缩趋势也会造成企业价值的波动。换句话说，价值投资法可以在通胀环境下取得非常好的成绩。如果你以 50 美分的价格买下价值 1 美元的资产，如自然资源资产或者房地产等，这些资产的价值就会随着通胀而增加，那么 50 美分的投资今天可能上涨至大幅超过 1 美元的水平。然而，在通胀环境下，投资者可能会变得有些粗心。只要资产价值仍在增加，可能会诱使投资者放宽标准，以“70

美分或者 80 美分（或者甚至 1.1 美元）的价格购买价值 1 美元的资产，而不是用 50 美分。然而，在多数投资者都预期到通胀的时候，这种放松标准的做法可能让人付出昂贵的代价，那些投资者会推高证券价格以做出回应。随之而来的通胀下降可能造成价格下跌。

在通缩环境下，资产价值往往会下跌。如果资产价值继续下跌，那么以 50 美分购买到的价值 1 美元的资产可能并不是便宜货。过去投资者已经发现，一些隐藏着巨大资产的企业提供了诱人的机会，这些“隐形资产”包括提供了许多资金的养老金、资产负债表中低于市场价值的房地产资产、或者可以通过出售而获得巨额利益的盈利性金融子公司。然而，在企业价值和资产价值全面下降的环境中，一些隐形资产的价值会下降，在某些情况下甚至会成为隐形负债。股市下跌会降低养老金资产的价值，此前资金过剩的方案可能变成资金不足。以历史成本记录在资产负债表中的房地产资产可能不再被低估，那些一度曾是隐藏着的珠宝的被忽视的子公司可能就会失去了光泽。

企业价值持续下降的可能性是插在价值投资心脏上的匕首（对其他投资方法而言，它也不是什么好笑的事情）。价值投资者对评估价值，然后以打折价买入的法则给予了巨大的信任。如果价值遭受大幅贬值，那么多大的折扣才算足够呢？

投资者应当对企业价值可能下跌的可能性感到担忧吗？完全应该！他们应该对此作些什么呢？有三种反应可能是有效的。第一，因为无法预测何时价值会上升或下降，投资者应总是给出保守的评估，并对最糟情况下的清算价值以及其他方法给予相当大的重视。第二，



对通缩感到担忧的投资者可以在进行新投资或者保持当前头寸的时候，要求获得较正常情况下更多的价格与潜在价值之间的折扣。这意味着在正常情况下选择性击球的投资者可能会放过更多的投球。最后，资产贬值前景提升了投资时间和能实现潜在价值的催化剂的重要性。在通缩的环境中，你可能不希望进行投资。然而，如果为了股东的利益而让潜在价值短期内得以实现，那么那些能减少的价值的长期因素就变得没有实际意义。

## 安全边际的重要性

本杰明·格雷厄姆认为，今天价值 1 美元的资产或者业务可能在不久的将来值 75 美分或者 1.25 美元。他也知道自己甚至可能对今天的价值作出了错误的判断。因此，格雷厄姆对 1 美元的价格购买 1 美元的资产毫无兴趣。这么做没有任何优势，并可能会招致损失。格雷厄姆只对以大幅低于潜在价值的打折价购买资产感兴趣。他知道使用打折价进行的投资不大可能让他蒙受损失。打折价提供了安全边际。

因为投资是一门科学，更是一种艺术，投资者需要安全边际。当以足够低于潜在价值的价格购买证券，允许人们犯错，遇到霉运或者复杂、难以预测且快速变化的世界出现极其剧烈的波动时，才能获得安全边际。根据格雷厄姆的说法，“安全边际总是依赖于所支付的价格。不管哪种证券，安全边际在某个价格时较大，在一些更高的价格时则较小，在一些更高的价格时甚至不存在。”

巴菲特以承受力来描述安全边际这一概念：“当你修建一座大桥

时，你坚信它的承重量为 3 万磅，但你只会让重 1 万磅的卡车通过这座桥。这一原则也适用于投资。”

投资者必须具备什么样的安全边际？每个投资者的答案都不一样。你愿意以及能够承受多坏的运气？你可以忍受企业价值出现多大的波动？你对错误的忍受极限是多少？所有这些问题都视你对亏损的承受能力而定。

多数投资者在自己的投资中并不寻找安全边际。那些把股票看成是可以交易的纸张而买入股票，并且依然在任何时候都满仓投资的机构投资者没能获得安全边际。跟随市场趋势和潮流，贪婪的个人投资者也是如此。那些购买华尔街上的保险业或金融市场创新工具，只进行杠杆交易的投资者通常会获得危险边际。

即使在价值投资者之间，对究竟多大的安全边际才算合适仍存在分歧。包括巴菲特在内，一些非常成功的投资者已经越来越强烈地意识到，无形资产价值——如广博执照或者软饮料配方——可以在无需进行投资以维持其价值的情况下继续增长。最终这些无形资产所产生的所有现金流都是自由现金流。

我相信无形资产遇到的问题是，它们的安全边际有限，或者根本没有。Dr Pepper 或者七喜公司最有价值的资产就是它们的软饮料拥有独特口味的配方。正是这些无形资产让人们用相比有形资产账面价值更高的估值标准来评估 Dr Pepper 或者七喜公司的价值。如果出现了问题——人们的口味出现了改变，或者竞争对手发起了进攻——这些无形资产提供的安全边际相当低。

相反，对有形资产的评估能更加准确，为投资者防止出现亏损提供了更多的保护。有形资产通常在替代用途中拥有价值，因此这类资产提供了安全边际。例如，如果一家连锁零售店变得无利可图，连锁店的库存可以进行清算，应收账款可以被回收，租赁的场地可以转租，房地产可以卖给其他人。如果消费者不再喜欢 Dr Pepper 公司软饮料的口味，公司的有形资产不会给投资者遭受到的损失提供多达的缓冲作用。

投资者如何才能获得确定的安全边际呢？一直以大幅度低于潜在价值的打折价进行购买，以及更看重有形资产而不是无形资产。（这并不意味着那些无形资产价值巨大的企业不是出色的投资机会。）将当前持有的股票替换成新出现的更好的便宜货。当任何一项投资的价格开始反映其潜在价值时卖出，以及在必要的情况下持有现金，直至可以获得其他有吸引力的投资。

投资者不应只将注意力放在当前持有的投资“是否”被低估上，还应包括“为什么”被低估。重要的是知道为何你进行了这项投资，以及当支持你继续持有这项投资的理由不复存在时卖出。寻找那些拥有能直接帮助实现潜在价值的催化剂的投资，优先选择管理层优秀且管理人员在这家企业中拥有个人金融利益的企业。最后，多样化你的持股，如果你从财政角度来看有吸引力的话，还可以进行对冲。本书剩下的章节将对这几点分别予以讨论。

让我们用 Erie Lackawanna 公司股票 1987 年年末的表现来展示安全边际的魅力。当时该公司的股价近 140 美元/股，且还有大量的

由美国国税局批准的退税款项。而该股的股价最低仅为 110 美元/股，即使没有算上退税因素，股价依然低于每股净现金。该股下跌风险似乎为零。短期内的损失可能仅仅来自于股价的短暂下跌，而股价下跌只会为买入提供更好的机会。最终 Erie Lackawanna 公司获得了退税。1991 年中期，公司共支付了 179 美元/股的清算分配 (liquidating distribution, 1988 年支付了 115 美元，从而偿清了 1987 年年末买入该股时支付的所有费用)，同时，该股的股价依然约为 8 美元。

1989 年年初，新罕不什尔服务公司利率为 18% 的第二抵押债券也出现了类似的情况，这些债券的交易价格处在账面价格附近。尽管已经正式宣布破产，但这家公司仍在支付这些债券的活动利息，因为公司为这些债券提供担保的公用事业资产价值数倍于这些债券的本金。根据合同上的规定，这些债券的到期日为 1989 年 6 月，但投资者并不确定如果这家公司届时依然处在破产状态，这些债券能否得到支付。与利息可能接近翻番的可能性不同，除了短期的价格波动外，投资这些债券没有实质风险。新罕不什尔服务公司最终于 1989 年 11 月筹集资金赎回了这些债券。投资者可以获得每年 18% 的回报，而由债券赎回时间不确定所带来的风险则非常低。

也许近期使用安全边际进行投资的最好的例子是 Texaco 公司的债务证券。1987 年，因在于 Pennzoil 公司的法律纠纷中法院判决 Texaco 公司支付 Pennzoil 公司 100 亿美元，这让 Texaco 公司面临许多的不确定因素，公司申请破产。尽管 Texaco 公司的资产价值似乎即使在最糟糕的情况下也依然多余所有的负债，但在公司申请破

产之后，公司股价和债券价格马上大跌。就像这家公司已经正式破产一样，许多投资者突然之间都不愿意拥有 Texaco 公司的证券。尽管公司公告称，债券持有人将获得所有的本金，以及破产申请前后所有的利息，但这并没有提振价格。在 Texaco 公司发行的证券中，将于 1994 年 5 月 1 日到期的利息率为 11.875% 的债券是一个很好的机会。因 1987 年 10 月的股市崩盘，这些债券以九折的价格在进行交易（交易价格与票面价格一样，但价格中累积了约 18 个月的利息）。假设公司摆脱破产困境之后能完全支付河蟹债券的本金和利息，如果从 1987 年 11 月 1 日开始分别持有 1 年、2 年和 3 年，以九折价买到的这些债券将分别提供 44.1%、25.4% 和 19.5% 的年回报率。这些债券的价格会进一步下跌吗？当然，但这只会提供更好的买入机会。由破产所带来的不确定性为价值投资者创造了绝好的机会，他们使用大量的安全边际而在各种情况下都取得了很好的回报。

## 价值投资在下跌的市场中闪闪发光

当整个市场表现强劲时，上升的浪潮能托起所有的船只。投资很容易获利，犯错的代价也不大，高风险带来了高收益，当回过头来看这些的时候，似乎都说的过去。俗话说：“只有当潮水退去的时候，你才能知道谁在裸泳。”

下跌的市场是对一种投资哲学真正的考验。在强劲市场中表现不错的证券通常是那些投资者给予最高预期的证券。当这些预期没有实现时，这些证券就会大跌，它们通常不具备安全边际。这一类型的股

票有时被称为“雷管股票”，这一术语描述了拥有这类股票会给一个人的投资业绩带来怎样的灾难性影响。1991年3月6日时，康柏电脑公司的股价为72美元。4月24日，股价已经下跌至61.875美元。接下来的一天又跌了9.375美元。5月14日，股价大跌13.25美元，收于36美元。3月6日的股价反映了人们预期该公司的盈利将实现高增长。当公司高管随后宣布第一季度的盈利下降之后，这只股票就成了雷管。

价值投资者所拥有的证券无需非常高预期的支持。相反，它们通常不会为如此高的预期而欢呼，或者干脆忽略这些预期。在金融市场承压时，你不能放弃那些非常不受市场喜欢的证券。一些股票的价格不及每股营运资金净额，一些股票的价格不及每股净现金（剔除所有负债之后持有的现金）。许多股票的股价与当期收益和现金流之间的比率均处在非常低的水平，且大幅低于账面价值。

价值投资一个突出的特征就是能在整个市场下跌时期取得优异的表现。无论何时，只要金融市场没有将基本面价值完全反映在证券价格中，投资者就会获得高安全边际。股票或者债券的价格可能反映出市场预期企业将继续公布糟糕的业绩报告，然而，已经反映了那些令人沮丧的基本面的证券价格，进一步下跌的空间有限。此外，市场对一些证券的定价就像是这些公司将事事不顺，而认知的改变会让此类证券的价格受益。如果投资者重新将注意力放在这些企业拥有的优势，而非他们所遇到的困难上时，证券的价格就会上涨。当基本面确实改善的时候，投资者不仅可以从业绩提高中受益，也可以从这些证

券的估值上升中获利。

1987 年年初，Telefonos De Mexico SA 公司的股价最低位 10 美分。这家公司的基本面不坏，分析师当时预计这家公司 1988 年的收益为 15 美分/股，账面价值约为 75 美分/股。投资者似乎只关心由每个季度 6.25% 的股息支付以及给新的电话订户发行股票所带来的稀释效应，而发新股是为了给电话安装进行融资。事实上投资者忽视了所有的估值指标，以极低的股价与收益和现金流比率来给这只股票定价，且完全忽视了这家公司的账面价值。

1991 年年初，Telefonos 公司的股价超过了 3.25 美元。这只几年前被市场遗弃的股票成为机构投资者的最爱。公司经营业绩所取得的一些改善确实为股价大涨做出了贡献，但最主要的原因是投资者愿意对这只股票赋予更高的估值。估值的上升反映了投资者心理的改变，而不是这家公司基本面的改善。

## 价值投资的基础是有效市场假设是错误的

投资者不仅应了解什么是价值投资，还要知道为何这是一种成功的投资哲学。这一投资法之所以能够获得成功，非常关键的一点就是市场中证券的价格会周期性地出现错误。事实上价值投资是基于有效市场假设经常出错的一种投资方法。一方面，如果证券的价格可以被低估或者高估，而我认为确实如此，那么价值投资者就会壮大。另一方面，如果未来某一天所有的证券的价格都是合理且有效，那么价值投资者将无所事事。那时重要的事情就是考虑金融市场是否有效了。

有效市场假设有三种状态。弱式有效市场假设主张股价过去的走势无法对未来的价格走势提供任何有用的信息。换句话说，技术分析（对过去股价波动的分析）无法给投资者提供帮助。半强式有效市场假设认为，所有公开的信息都无法帮助投资者选中低估的证券，因为市场已经将所有的公开信息都反映在了证券的价格之中。强式有效市场假设认为，任何信息都不会让投资者受益，无论是公开的还是未公开的信息。半强式和强式有效市场均暗示，基本面分析毫无用处。投资者可能只需随机选择股票就可以了。

在有效市场假设的三种形态中，我相信只有弱式有效市场假设是成立的。技术分析确实是在浪费时间。

至于另外两种形态：是的，市场确实倾向于在价格中反映新信息——证券价格既不随机波动，也不完全忽视获得的信息——然而，市场远远没有达到有效的程度。毫无疑问，遵守纪律进行分析的投资者能够分辨出没有有效定价的证券，然后据此买入和卖出，并取得超额回报。尤其是通过找到那些价格大幅偏离潜在价值的证券，投资者可以频繁地取得高于平均水平的回报，而承担的风险却低于平均水平。

对大盘股的定价较之小盘股、问题债券以及其他不受欢迎的投资标的更有效。尽管数百名投资分析师都在跟踪 IBM 公司，只有少数几人在分析数以千计的小盘股和不受关注的垃圾债。因此，投资者更可能从标准普尔 100 指数指标股外找到无效定价的证券，而不是在这些指标股中找到此类证券。然而，即使在资本化程度很高的证券中，投资者也经常被群体思维蒙蔽了眼睛，从而产生了无效的价格。



有理由认为未来一些证券将不时地被错误定价吗？我想是的。有效市场假设的言之凿凿与金融市场运行模式的现实情况格格不入。

光这个话题就可以写一本书，但一篇具有启迪意义的文章聪敏地利用依然健在的投资者的例子反驳了有效市场理论。巴菲特在《格雷厄姆——多德都市的超级投资者们》中通过例举了不同的投资者来阐明本杰明·格雷厄姆的9条价值纪律如何在长期内让投资成功成为一种现象。

有可能这些投资者杰出的表现是随机的，就像掷硬币所得到的结果一样，或者有可能在文章中讨论的投资者都是一些偏差样本，他们模仿而不是效仿了格雷厄姆的投资策略，巴菲特对这两种可能性进行了思考。巴菲特坚决认为还有另外一种可能性。他认为，许多价值投资者中的唯一共性就是以低于潜在价值的打折价购买证券的哲学。存在如此多独立的成功案例与有效市场理论不一致。如果市场是有效的，那么为什么巴菲特能指出这么多有着相同投资哲学但投资组合中很少有相同股票的投资者都取得了非常好的成绩呢？根据我的理解，巴菲特的观点从来没有得到来自有效市场理论学家的回答，他们更喜欢继续证实被现实所驳斥的理论的正确性。

为何股价往往会偏离潜在价值，并因而造成市场无效呢？理由很多，最明显的理由就是短期内的证券价格由供需关系决定，任何时候供需力量都无需与价值有联系。此外，许多买家和卖家会考虑除了潜在价值以为的因素，并据此采取行动，他们愿意买卖的价格可能与一名价值投资者的价格存在非常大的区别。

例如，如果一只股票是市场上某一主要指数的指标股，指数型基金就会购买这只股票，而不考虑相比潜在价值的股价是否被高估。同样，如果一只股票近期的成交量增加，技术分析师可能认为这只股票具有吸引力。顾名思义，潜在价值并不是技术分析师考虑的内容。如果企业近期展示出了快速的增长力，其股票将以“成长”股的标准来定价，这种价格大幅高于一名价值投资者愿意支付的价格。相反，近期公布了失望业绩报告的一家企业可能遭到那些只关注盈利数据的投资者的抛售，从而迫使股价跌至大幅低于潜在价值的水平。一名无法支付保证金追缴的投资者无法维持所有的头寸，他或她会被迫以一般的价格卖出。

受约束的机构投资者的行为有时会让股价偏离潜在价值。例如，机构投资者对低定价、小市值拆分股票的卖出行为可能造成短期内的供需失衡，导致分拆出来企业的证券价格被低估。如果一家企业公布的分红政策不及预期，机构投资者可能会减持这种股票。债券型基金只允许持有投资级别的债券，如果评级机构将一只债券的评级调低至低于 BBB 的级别，这类基金就会马上卖出这只债券。还有如年底时出于税收因素的卖盘以及季度末的账面粉饰行为也会造成市场无效，因为价值以外的因素会得到优先考虑。

本杰明·格雷厄姆和大卫·多德对股票的错误定价作出了如下解释：“市场并不是一杆可以准确称取重要的秤，无法通过一种准确且客观的机制来称取每种证券的价值……市场是一台投票机，无数个体给出选择，这些选择部分是理性的，而部分是感性的。”

价值投资的一个中心原则就是随着时间的推移，潜在价值总是趋向于反映在证券价格之中，或者股东们最终认识到这一价值。这并不意味着未来股价将于潜在价值完全一致。一些证券的价格总会偏离潜在价值，而其他一些证券的价格则会更接近于潜在价值，任何一种的价格都可能被高估或低估，也会与潜在价值一致。然而，预计长期内证券的价格将朝潜在价值移动。

当然，证券的价格很少完全脱离潜在价值。造成证券价格偏离潜在价值的许多因素都是暂时性的。另外，也存在能帮助证券价格与潜在价值保持一致的许多因素。管理层所拥有的特权也会缩小价格与价值之间的差距，这些特权包括股票发行、股票回购、拆分子公司、调整资本结构以及最后一招——清算或者出售企业等。敌意收购和委托书争夺战（Proxy Fight）等外部因素也会成为修正价格与价值差距的催化剂。

从某种意义上说，价值投资就是在证券价格与潜在价值之间进行的大规模套利。套利交易就是利用不同市场之间的价格差。如果黄金在美国的售价为 400 美元/盎司，在英国的售价为 260 英镑/盎司，英镑兑美元的汇率为 1:1.5，即换算之后英国的黄金价格为 390 美元/盎司，套利者就可以在英国买入黄金，同时在美国卖出等量的黄金，如此便可以赚取 10 美元/盎司的差价，再减去交易成本。然而，同典型的套利交易不同，价格投资并不是没有风险的，这种套利不仅不会马上获利，同时能否获利也存在不确定性。

价值套利有时非常简单。例如，当一只封闭式基金的价格大幅低

于潜在价值时，这只基金的多数持有人可以迫使这只基金成为开放式基金（此时可以用净值来赎回基金）或者进行清算，将潜在价值直接返还给持有人。将一只封闭式基金转换成开放式基金或者进行清算是价值套利中最完美的例子。

通过购买一家依然健在的企业被低估股票来进行套利以获取利润就要难的多了。一项价值套利的艰难程度依赖于价值与价格的差距、管理层能力，大股东身份及其所有权地位，以及企业收购活动中信贷的可获得性。

## 警惕价值骗子

“价值”是投资行业中滥用程度最高的术语之一。各种各样的策略都冒用了价值投资之名。许多策略与最先由格雷厄姆所提出的投资哲学关系不大，或者根本毫无关系。20 世纪 80 年代中期对价值投资这一术语的滥用开始加剧，因为人们开始越来越多地认识到真正的价值投资者所取得的长期成功，如伯克希尔·哈撒韦公司的巴菲特、Mutual Series Fund 基金公司的迈克尔·普莱斯和近期的麦克斯·L. 海涅、红杉基金公司的威廉姆·卢恩和理查德·卡尼夫等等。这些人所取得的成绩吸引了大量的“价值骗子”，即那些为了吸引资金而频繁调整策略的投资变色龙。

这些价值骗子并不是真正理解并接受价值方法智慧的价值投资者和遵守纪律的手艺人。他们只会吹牛，破坏价值投资中的保守规则，使用了夸张的企业评估，对证券支付了过高的价格，且没有为自己的

客户提供安全边际。尽管这些人行为轻率（或者正是由于他们的这种行为），他们能够在上涨的市场中取得不错的投资回报。20 世纪 80 年代的后 5 年，价值投资骗子获得了广泛的认同，并获得了高回报，有些甚至取得了惊人的回报。他们当中的许多人从夸大的私人市场价值中受益，这种评估方法在当时非常流行。然而，当企业评估在 1990 年恢复至历史水平的时候，多数价值骗子蒙受了巨大亏损。

就一定程度而言，就像情人眼里出西施一样，事实上每种证券都可能成为某人严重的便宜货。很难在短期内证明一名过分乐观的投资者是错的，因为无法对价值给予精确的度量，还因为股票可以在很长一段时间内被高估。因此，几乎是购买任何一种证券的买家都至少可以在一段时间内声称自己是价值投资者。

讽刺的是，20 世纪 80 年代末，许多真正的价值投资者并不受欢迎。因为拒绝购买那些价值骗子认为是便宜货，但实际上已经完全体现价值或者已经高估的证券，他们当中许多人表现都暂时落后于那些价值骗子。最保守的价值投资者实际上被人指责为“过于”谨慎，这些审慎的立场在 1990 年被证明是非常有根据的。

即使在今天，还有许多价值骗子没有褪去价值投资的伪装。1990 年，金融期刊中的许多文章还在记录许多所谓价值投资者糟糕的业绩。不用说，排在最前面的都是些价值骗子。

## 结论

价值投资知易行难。价值投资者并不是超深奥的分析大师，并没

有发明和使用复杂的电脑模型来找到吸引人的机会或者评估潜在价值。难就难在要遵守纪律，要有耐心和判断力。投资者需要遵守纪律以避免许多扔过来的毫无吸引力的投球，耐心等待合适的投球，并判断该在何时击球。

## 第七章 价值投资哲学起源

价值投资哲学有三个要素：一、价值投资是自下往上的策略，使用这种方法可以分辨出特定的被低估的投资机会。二、价值投资追求的是绝对表现，而不是相对表现。三、价值投资是一种风险规避方法，对会出现哪些错误（风险）和哪些会进展顺利（回报）给予同等关注。

### 自下往上投资法的优点

我在第三章讨论机构投资时曾提到，许多职业投资者使用自上往下的方法。这种方法包括预测未来，确定对这项投资的推断，然后据此展开行动。这种方法不仅有难度，而且有风险，且每个步骤都可能出错。使用这种方法的人需要准确预测宏观经济条件，然后准确判断出这些条件对整个经济中各个部门的影响，尤其是对各个行业的影响，最后判断对特定企业的影响。似乎还不是太复杂，那么对采用自上往下方法的投资者而言，至关重要的是不仅要快，而且要准确，否则其他人可能会捷足先登，通过买入和卖出使价格反映出预期中的宏观经济变化，从而消灭了后来者的盈利潜能。

例如，一名使用自上往下方法的投资者必须正确判断出宏观前景（如，世界正进入前所未有的和平与稳定期吗？），从中准确地得出结论（如德国统一对德国利率以及德国马克利多还是利空），在诱人的投资领域中正确应用这些结论（例如，买入德国债券，买入美国跨国企业的股票），买入正确的正确（例如，买入德国 10 年期政府债券，买入可口可乐公司的股票），最后就是要较早买入这些证券。

因此，采用自上往下方法的投资者面临着让人望而却步的艰难任务，即要较其他成千上万试图做同样事情的聪明人更准确、更快捷地预测到那些无法预测的东西。不清楚自上往下的投资法是不是一种博傻游戏，在这种游戏中，只有当有人愿意支付更高的价格时，你才会获胜。这是一种比谁更聪明的游戏，在这种游戏中，只有具有更高超洞察力的少数人才会获得更好的成绩。不管是哪种游戏，对希望规避风险的投资者而言都没有吸引力。

自上往下投资法中没有安全边际。使用这种方法的投资者并不以价值为购买依据，而是根据一种概念、主题或者趋势来购买。他们的支付价格没有明确的限制，因为价值并不是他们做出购买决定时考虑的内容。我们甚至不清楚使用自上往下方法的买家是投资者还是投机者。如果他们买入相信别人很快会买入的证券，实际上他们可能正在进行投机。

自上往下方法面临的另外一个难题就是评估有多少预期已经体现在了企业当前的股价中了。如果你根据自己从上往下的预测而预期一家公司的年增长率为10%，并根据这一增长预期购买这只股票，如果市场上的价格已经反映了投资者对这家公司将增长15%的预期，但实际增长率低于这一决策的时候，必须考虑到其他人的预期。（参见第六章对雷管股票的讨论。）

相反，价值投资使用自下往上的策略，通过这种方法，投资者每次对一个单独的投资机会进行基本面分析。价值投资者一个接一个地寻找便宜的证券，并根据实际情况分析每个证券的基本面情况。只有



在影响到对证券的评估时，才会考虑使用自上往下的方法。

让人感到意外的是，自下往上策略的实施在许多方面都较自上往下策略要简单。在一名采用自上往下方法的投资者必须连续作出几个准确的预期的同时，采用自下往上方法的投资者对企业没有作出任何预测。这一策略可以被精确地描述成“买入便宜货，然后等着”。投资者必须学会评估价值以在看到时知道遇到了便宜货。然后他们必须要有耐心，并遵守纪律，直至等到便宜货的出现，并买入，而不去考虑市场当前的走向或者自己对宏观经济的看法。

自下往上和自上往下这两种策略之间一个重要但并不明显的区别就是，为什么有时需要持有现金。当无法找到诱人的投资机会时，采用自下往上的投资者会持有现金，当这样的投资机会出现时，他们就会动用这些资金。只有当可以组建拥有诱人投资机会的多样化投资组合时，采用自下往上法的投资者才会满仓投资。相反，采用自上往下的投资者可能试图判断市场的时间，而采用自下往上的投资者不会这么做。对市场的时间作出判断就是要判断整个市场的走向。当采用自上往下的投资者相信市场会下跌时，他们会卖出股票持有现金，然后等待市场转强。

这两种方法之间的另外一个区别是，采用自下往上的投资者能够简单、准确地确定他们正在押注什么。他们面对的不确定因素有限：这家企业的潜在价值有多少？这种潜在价值是否能持续至股东从潜在价值的实现中获利？价格与价值之间缺口缩小的可能性有多大？以及鉴于当前的市场价格，潜在的风险和回报是什么？

采用自下往上法的投资者能够轻而易举地判断出当初作出投资决定的理由或者出现腐败，或者当价格超过了潜在价值的时候，一位遵守纪律的投资者能够对情况重新进行评估，如果合适，他会卖出这项投资。因继续持有那些丧失了持有理由的证券，投资者已经蒙受了巨大的损失。在投资中，改变主义永远不会错。只有当你改变了主意，但却没有相应采取行动的时候才是错的。

相反，采用自上往下法的投资者可能发现难以知道何时他们的赌注不再有效。如果你根据利率会下跌的判断而进行投资，而实际上利率出现了上升，你如何以及何时才会断定自己错了？你的赌注最终可能是正确的，但接下来可能又会是错的。不像对价值的判断可以轻而易举地重新进行确认一样，在根据从上往下法对未来作出预期而作出的决定中，是否能推翻这种决定存在很大的不确定性。

## 采用绝对表现定位

多数机构投资者和许多个人投资者已经采用了追求相对表现的定位（在第三章中已经有过讨论）。他们的目标是取得较市场、其他投资者或者较这两者都要好的表现，他们不关心是否取得了绝对正回报还是负回报。通过模仿别人正在做的事情，或者通过试图提前一步猜到别人将要采用的行动，人们通常能够取得不错的相对回报，尤其是短期内的相对回报。而价值投资者追求的却是绝对回报。他们只关心是否实现了自己的投资目标，而不是自己的投资回报与整个市场或者其他投资者相比有怎样的表现。通过买入低估的证券，然后当价格

越来越体现价值的时候卖出以获得出色的绝对回报。对多数投资者而言，绝对回报是他们唯一关心的事情，毕竟你无法从相对回报中获得实际的消费能力。

同以相对表现为中心的投资者相比，以绝对表现为中心的投资者通常眼光看得更远。一名追求相对表现的投资者一般不愿也没有能力忍受长期表现不佳，因此他们会投资当前流行的证券。如果不这么做，他短期内的业绩会面临危险。以相对表现为中心的投资者实际上可能会回避那些能在长期内带来诱人的绝对回报的、但短期内可能表现不佳的机会。而以绝对表现为中心的投资者更喜欢那些需要更长时间才能开花结果且损失风险更小、被市场遗弃的证券。

在对获得的现金进行投资的策略中，可以看到绝对表现与相对表现定位之间的一个主要区别。以相对表现为中心的投资者通常会选择在任何时候都满仓投资，因为持有现金可能会让他们的表现落后于正在上升的市场。因他们的目标是至少要取得同市场一致的表现，最理想的情况就是能打败市场，那些没有用在特定投资上的现金必须投向与市场有关的指数。

相反，当找不到便宜货的时候，以绝对表现为中心的投资者愿意持有现金。现金就是流动性，且能够提供适量的名义回报，有时也会提供诱人的名义回报，通常这些回报高于通胀。现金的流动性具有很大的灵活性，因为可以在支付最小交易成本的情况下马上将现金用于其它投资。最后，同其他的投资不同，现金没有产生任何的机会成本风险（指因无法在未来抓住便宜货而蒙受损失），因为在市场下跌时

现金的价值没有下跌。

## 风险和回报

当多数投资者将全部精力放在了能够赚多少钱上，而不是放在了可能会亏多少钱上的时候，价值投资者对风险给予了同回报一样的关注。从某种程度上讲，多数投资者也考虑到了风险，他们似乎搞混了什么是风险。一些人坚持认为风险与回报总是正相关的，风险越大，回报也越高。事实上这就是几乎所有商学院中教授的资本资产定价模型中的一个基本原则，然而这一原则并不总是正确的。其他一些人则错误地将风险等同于波动，强调证券价格波动的“风险”而忽视了可能作出定价过高、欠考虑或者糟糕投资的风险。

只有在有效市场中风险与回报之间的正相关才能保持一致，这种关系稍有偏离马上就会得到修正，这会让市场有效起来。在无效的市场中，有可能找到低风险高回报的投资机会。当信息的获得不是很畅通，对一项投资的分析尤其复杂，或者投资者进行买卖的理由与价值无关时，就会出现这样的机会。无效的市场也会提供高风险低回报的投资机会。在这样的市场中经常会出现定价过高和充满风险的投资，不仅因为金融市场倾向于给出过高的估值，还因为如果有足够多的投机者坚持支付过高的价格，市场力量难以修正高估的状态。此外，肆无忌惮的操作人员总是会给任何愿意购买的投资者提供定价过高的投资机会，法律没有规定他们必须以公平的价格出售这些投资。

因为金融市场多数时候是无效的，投资者无法简单地选中某个水

平的风险，然后相信这一风险将带来相应的回报。必须对每项投资中的风险和回报进行独立的评估。风险本身并不创造差额回报，只有价格能够创造差额回报。

## 风险的本质

可以将一项投资的风险描述成亏损概率，以及潜在亏损额。一项投资的风险——出现相反结果的概率——一部分是与生俱来的。同用于购买公用设备的 1 美元相比，花在生物研究上的 1 美元是一项风险更大的投资。后者出现亏损的概率以及亏损所占本金的百分比都要高于前者。

然而，在金融市场中，可交易证券与相应企业之间的联系并不确定。在投资者的眼中，一种可交易证券所产生的各种各样的亏损或者回报并不完全来自于对应的企业，他们也会依赖于所支付的价格，而价格是由市场制定的。风险视投资本质和市场价格而定的观点，与用 Beta 值所描述的风险观点（下一部分内容将讨论这一话题）有着非常大的区别。

尽管证券分析师试图精确地确定投资中的风险和回报，只有结果出来之后才能予以确定。对多数投资而言，究竟赚到了多少利润只有在到期或者卖出之后才能知道。只有那些最安全的投资才能在购买的时候就知道了回报：票面利率为 6% 的 1 年期美国短期国库券将在 1 年之后提供 6% 的回报。对那些风险更大的投资而言，必须在知道了结果之后才能计算回报。例如，你购买了 100 股克莱斯勒公司的股票，

你的回报几乎完全依赖于卖出时交易价格。只有那时才能计算获得了多少回报。

然而，同回报不同，投资结束时也无法对风险进行较投资开始时更加准确的量化。无法简单的使用一个数字来描述风险。直觉告诉我们，每项投资的风险都是不一样的：政府债券的风险低于一家高科技企业的股票。然而，不像食品包装袋上会标明营养成分一样，投资不会提供有关自身风险的任何信息。

相反，风险是每个投资者经过对一项投资的亏损概率和潜在亏损额进行分析之后所形成的认知。如果一口正在探测中的油井被证实是一口枯井，那么这口井就被称之为是有风险的。如果一种债券出现了违约，或者一只股票的价格大跌，那么它们被称之为有风险的。然而，如果那口油井是喷油井，债券如期到期，以及股票价格大幅上涨，我们可以在进行投资时就称它们没有风险吗？根本不会这么说。关键是多数情况下，在投资结束之后所知道的风险不会多于在进行投资时所知道的风险。

投资者只能做几件事情才能应对风险：进行足够的多元化投资；如果合适，进行对冲；以及在拥有安全边际的情况下进行投资。确实如此，因为我们不知道，也无法知道自己以贴现价格进行的投资中的所有风险。当出错的时候，便宜的价格给我们提供了缓冲。

## **Beta 值或更糟**

许多市场参与者相信，一些特定的证券与生俱来就有投资风险，

就像滑翔和登山运动天生就有风险一样。通过使用现代金融理论，学院派和许多专业市场人士已经试图通过使用一个统计数字来量化这种风险，它就是 Beta 值。Beta 值就是将一种证券或者一个投资组合过去的价格波动与整个市场的价格波动进行比较。他们认为，具有高 Beta 值的股票在上涨的市场中能较一般的股票取得更大的涨幅，而在下跌的市场中，跌幅也会更大。因为波动性更大，具有高 Beta 值股票的风险被认为高于低 Beta 值股票。

我认为，用一个反映过去价格波动的数字就能完全描述一种证券风险的想法真是太荒谬了。有关 Beta 值的观点仅仅考虑了市场上的价格，而没有考虑到企业具体的基本面或者经济发展。同时，价格所处的水平也被忽略，就像 50 美元 IBM 的股票不会较 100 美元的 IBM 股票风险更低一样。Beta 值没有考虑到投资者自己可以通过诸多努力给投资所施加的影响，如通过代理权征集、股东决议、与管理层进行交流、或者收购足够多的股份以获得企业的控股权，然后直接影响企业的潜在价值等。有关 Beta 值的观点认为，任何一种投资的上涨潜力和下跌风险是相等的，它们只跟这一投资相较于整个市场的波动性有关。这一观点也与我们所认识的世界相矛盾。现实情况就是证券价格以往的波动性无法对未来的投资表现（或者甚至是未来的波动）给出可信赖的预期，因此过去的波动性是一个糟糕的衡量风险的指标。

## 价格暂时性波动的实用性

一项投资除了伴有蒙受永久性损失的概率外，还伴有价格出现与潜在价值无关的暂时性波动的概率。（Beta 值没能区分这两者概率）许多投资者把价格波动看成是巨大的风险：如果价格下跌，这项投资就会被看成是有风险的，他们不考虑投资的基本面。然而，价格的暂时性波动真的是一种风险吗？这种波动与永久性价值损伤风险不同，只有在一些特定情况下才会成为特定投资者的风险。

当然，投资者并不总能轻而易举地区分哪些是与短期供需关系有关的暂时性价格波动，哪些是与企业基本面有关的波动。只有成为事实之后现实情况才可能变得一目了然。尽管投资者应明确避免对投资支付过高的价格，或者买入哪些因业绩恶化而导致潜在价格下降的企业，但他们不大可能避免短期内市场的随机波动。事实上，投资者应预期到价格会出现波动，如果无法忍受些许的波动，那么他们就不应该投资证券。

如果你以打折价购买了具有稳定价值的证券，那么短期内的价格波动要紧吗？长期而言，这种价格的波动不会有多大的影响，价值最终将反映在证券的价格中。具有讽刺意味的是，事实上长期投资的价格走向与受到市场影响的短期价格走向正好相反。例如，短期内价格的下跌实际上增加了长期投资者的回报。然而，在非常时期，短期价格波动确实会给投资者带来影响。那些需要急着卖出证券的持有人被市场上的价格所支配。成为成功投资者的秘诀就是当他们想卖出的时候卖出，而不是当他们不得不卖出的时候卖出。那些可能需要卖出证



券的投资者不应拥有除美国短期国债以外的交易性证券。

对投资问题企业的投资者而言，证券价格的短期波动也会带来影响。如果一家企业必须在短期内筹集更多的资金以维持生存，投资这家公司的证券的投资者可能通过这家企业的股票和债券的当前价格来决定这家企业的命运，至少会起到部分的决定作用（第八章中就将这一被称之为反射效应的影响展开更详细的讨论）。

长线投资者对短期内的价格波动感兴趣的第三个原因就是，“市场先生”能够创造出非常诱人的买入和卖出机会。如果你持有现金，你就能利用这些机会。如果你在市场下跌时满仓投资，你投资组合的价值会下跌，从而剥夺了你从更低的买入价格中获利的机会。这就产生了机会成本，即因放弃未来出现的机会而必然会引起损失。如果你持有的证券没有流动性，或者无法进行交易，机会成本就会进一步增加，缺乏流动性让你无法转而持有更便宜的证券。

投资者是否会背负机会成本的一个最重要的决定性因素就是他们的投资组合中是否持有现金。保持适量的现金，或者拥有那些能定期提供大量现金的证券会降低让机会流失的可能性。投资者可以通过优先选择一些投资来管理投资组合中的现金流（其定义为流入投资组合的现金减去流出现金）。短期证券较长期证券能为投资组合提供更多的现金流。那些能让潜在价值部分或者全部实现的催化剂也会增加投资组合中的现金流（将在第十章中进行更详细的讨论）。对依然健在的企业所进行的股权投资，只能从股息支付中获得最小限度的现金。相反，处在破产和清算中的企业的证券能够在购买之后的几年内

为投资组合提供相当多的流动资金。风险套利投资的生命周期往往非常短暂，通常在几周或者几个月内就转换成了现金、具有流动性的证券，或者同时持有这两类资产。风险套利、破产或者清算进行投资中更多的吸引力不仅来自于最初的投资能以现金的形式得到返还，还来自于所获得的利润也是现金。

限制机会成本的另外一种方法就是进行对冲。对冲就是预期所持有的两种投资的价格会朝相反的方向运动，以此来缓冲价格的下跌。如果对冲操作创造了价值，那么就可以卖出这项对冲投资，从而为抓住新创造的机会提供了资金（将在第十三章中就对冲进行更深入的探讨）。

## 结 论

价值投资者的主要目标是避免亏钱。价值投资策略的一个要素让这一目标的实现成为了可能。据我所知，自下往上法、通过基本面分析寻找一只低风险的便宜货是避免亏钱最可靠的方法。追求绝对表现的定位与规避亏损的目标相一致，而追求相对表现的定位却与这一目标不一致。最后，仔细关注风险——因价值永久性损伤而出现损失的概率以及潜在的损失额——将帮助投资者避免亏钱。只要投资组合中现金流的产生与赚取满意回报的目标一致，投资者就可以在实现长期投资目标的时候降低由价格短暂下跌所引起的机会成本。

## 第八章 企业评估艺术

许多投资者总希望给自己的投资给出一个精确的评估，一再让自己在不精确的世界中寻找精确，然而，我们无法对企业给出精确的评估。财务报表中公布的账面价值、收益和现金流等仅仅是使用了一系列相对严格的标准和规则的会计师们给出的最好的猜测，而那些标准和规则的设计初衷更多地倾向于让财务报告做到统一，而不是让财务报表反映企业的经济价值。预测出来的结果也是不精确的。你对自己房子的估价无法精确到几千美元。为何对复杂的大企业进行评估那么难呢？

企业价值不光难以被精确地衡量，它也会随着时间的推移，或者宏观经济、微观经济以及市场因素的波动而改变。因此，尽管投资者无法在某个时刻明确判断企业的价值，他们还是必须得时刻重估自己对企业价值的预测，以体现所有那些可能会给自己的评估带来影响的已知因素。

任何想精确评估企业价值的尝试都将带来不准确的评估。问题是人们很容易将作出精确预测的能力与作出正确预测的能力混为一谈。只要有一台简单的计算器，任何人都可以计算出企业的净现值（NPV）和内部报酬率（IRR）。对将未来现金流的预测通过贴现的方法折算成当前的现金流。使用未来现金流预期和支付价格的内部报酬率法就是计算投资报酬率，并精确到你所希望的小数点后几位。似乎可以给出精确价值评估的净现值法和内部报酬率法能让投资者对确定性产生一种错误的感觉，因为只有当他们对现金流的预期是正确的时候，他

们以现金流预期为基础的评估才是正确的。

计算机化电子数据表的出现让这一问题进一步恶化，并让人产生了能够进行全面且细致分析的错觉。投资者通常只认为最终的评估结果很重要，而对进行评估时作出的假设没有给予多大的关注。“垃圾进，垃圾出”是对这一评估过程的形象描述。

净现值法和内部报酬率法在对一系列给定的现金流计算回报时，能分别从绝对值和百分比的角度作出很好的总结。当现金流像合同一样被确定了下来，如债券中的现金流，以及当债务到期时所有的款项都已经得到了支付时，那么内部报酬率法可以给投资者提供精确的报酬率，而净现值法可以在给定贴现率的情况下给出某项投资的价值。如果这项投资是债券，这两种方法可以让投资者在一系列假设的基础上，即认为债券到期时所有的支付都已经被收到，来量化他们的回报。然而，这两种方法在决定投资者最终将获得所有的契约型报酬和实现预期回报的可能性时没能提供任何帮助。

## 价值范围

同债务工具不同，企业并没有契约式的现金流。因此无法像决定债券的价值那样对企业价值给出精确的衡量。本杰明·格雷厄姆知道精确定位企业和代表企业部分所有权的权益证券的价值有多么困难。在《证券分析》一书中，他和大卫·多德谈到了价值范围的概念：

关键的一点是，证券分析并不是未来精确决定某种证券的内在价值。证券分析的目的仅仅是确定价值是否足够——如是否足以支持一

种债券或者支持购买一种股票——或者价值是否大幅高于或者低于市场上的价格。对内在价值粗略和大致的衡量可能就已经足以达到这样的目的了。

事实上，格雷厄姆常常会计算每股的营运资金净额 (net working capital)，即粗略地估测一下这家公司的清算价值。他对这种粗略的近似值的使用表明。他承认自己经常无法更精确地确定一家公司的价值。

为了阐明正确评估企业的困难，投资者只需考虑一下华尔街对公司发行股票时给出的预期范围何等之大就知道了。例如，1989 年坎普公司将布鲁明戴尔卖给了有意购买这家公司的买家；Harcourt Brace Jovanovich 公司将旗下的 Sea World 子公司进行了拍卖。在这两个案例中，华尔街对这两项资产的价值预期相差很大，最高的预期是最低的预期的两倍。如果有着广泛信息的专业分析师都无法更确定地判断这些知名企业的价值，那么投资者不应自欺欺人，认为自己购买可交易的证券时有能力根据从公开渠道获得的有限信息作出更准确的预测。

投资者意见分歧是市场存在的根本。如果可以精确评估证券的价值，市场上的意见分歧将消失，价格的波动也会少很多，交易活动中也将随之减少。对于注重基本面的投资者来说，某个证券对于买家的价值必须大于支付的价格，对于卖家的价值必须小于卖出的价格，否则不会发生交易。买家与卖家之间对价值的认知差异可能源自于对未来、资产用途的不同看法和所使用的不同贴现率。每一项被买卖的资

产都有一个受限于买家价值和卖家价值的价值范围，实际的交易价格将处在买卖双方的价值预期中间。

例如，1991 年年初，Tonka 公司垃圾债券的价格大幅低于面值，公司股票每股只有几美元。这家公司的一些投资银行家建议出售公司，孩之宝（Hasbro）愿意支付较其他买家更高的价格买下 Tonka 公司，因为两家公司的结合能够产生经济效益。事实上，较之保持独立经营或者同其他多数公司合并，tonka 公司与孩之宝公司的合并让该公司孩之宝创造了更多的现金流。对于 tonka 公司的价值，金融市场与孩之宝公司分歧巨大，这种分歧随着孩之宝收购 Tonka 公司之后被消除。

## 企业评估

要想成为一名价值投资者，你必须以低于潜在价值的贴现价格购买证券。因此，对每一项价值投资机会的分析始于对企业价值的评估。

虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是有用的。一、对连续经营价值的分析，也就是净现值法（NPV）。净现值法就是计算一家企业可能产生的未来现金流的贴现值。一种使用普遍，但在评估持续经营企业的价值时存在缺陷的快捷方法就是私有市场价值法（Private Market value，或 PMV）。这种方法就是评估老练的商人可能愿意以怎样的价格购买一家企业。实际上投资者根据可比企业之前达成的交易价格来评估企业的价值。

第二种是分析一家将要结束并出售资产的企业清算价值。作为

清算价值分析法衍生出来的拆卖价值法（Break-up value）考虑的是企业中每项资产的最高估价，不管这家企业仍在经营还是即将结束。

第三种是股市价值法（stock market value），这种方法通过预测一家企业或者子公司在分拆之后会在股市上以怎样的价格进行交易来评估企业价值。这种方法的可靠性不及前两种方法，它只会偶尔成为有用的价值准绳。

## 现值分析法和预测未来现金流中的困难

当未来现金流很好预测，且能够选择合适的贴现率时，那么净现值法会是最准确和最精确的价值评估法之一。不幸的是，未来现金流通常情况下是不确定的，而且经常是高度不确定的。此外，对贴现率的选择可能有些武断。这些都让现值法成了一种不精确的分析法，让现值分析成为了一项高难度的任务。

年金是完美的现值分析法的简化版例子。年金每年产生稳定的现金流或者现金流每年稳定的增长。很不幸，即使是最好的实体企业都不是年金。很少有企业能占领其他企业无法涉足的缝隙市场并持续产生高回报，多数企业都处在竞争激烈的环境中。无论是收入还是支出的微小变化都会给企业的盈利造成更大的影响。出错的几率高于正确的几率。对企业面临的不确定性作出回应是企业管理层的工作。然而，控制或者防止不确定性通常超出了管理层的能力，投资者不应对管理层能控制或者防止不确定性抱有幻想。

尽管一些企业较其他企业更稳定，也更可预测，然而预测一家企

业未来的现金流通常只是一种猜谜游戏。本书中再出现的一个主题就是未来是不可预测的，除非是在一些限定条件下。可口可乐公司明年会销售苏打水么？当然会。今年该公司的销售会增加么？毫无疑问会的，因为自 1980 年以来，可口可乐公司每年的销售量都在增长。但它的销售量会增加多少不是很明确。可口可乐从销售苏打水中能获得多少收益则更不明确，诸如价格、需求对价格的敏感度、竞争对手的行动以及企业税率的改变等因素都会影响到该公司的盈利能力。预测未来多年内可口可乐的销售或者利润将更加不精确，大量的因素会让预测出现偏差。

许多投资者只根据自己对企业未来成长的预期来做出决定。虽然如此，一家企业的盈利或者现金流增长越快，这家企业的现值会越高。然而，成长型投资者遇到了一些难题，首先，此类投资者经常对自己预测未来的能力过于自信。其次，对那些快速成长的企业而言，人们对企业年成长率的预期即使出现微小的差异也会给价值评估带来巨大的影响。此外，因许多投资者都希望购买成长股，这些人一致选择的股票价格可能脱离基本面的支持。因为进入“企业名人堂”经常像穿过旋转门那么简单，投资者可能有时会在引诱之下根据暂时性的强劲业绩作出过分乐观的预期，最终让自己对那些普普通通的企业支付了过高的价格。当企业的成长性已经被广泛预测到，并已经在证券价格中得以体现，那么不及预期的成长将让投资者感到失望，最终导致股价下跌。沃伦·巴菲特曾说过：“对投资者而言，以过高的价格购买一家优秀的企业可以抵消未来 10 年该企业良好的发展所带来的效



果。”

成长型投资者遇到的另外一个难题是，尽管投资者往往过于简单地认为企业成长只是一个数字而已，而实际上企业的成长包括了许多变化的内容，这些不断变化的内容的可预测性也完全不同。例如，对任何一个企业而言，人口增长引发的单位销售增加、产品使用率上升、市场份额增加、产品覆盖面扩大或者价格上涨都能让收益实现增长。尤其是一家啤酒制造商可能希望随着饮酒适龄人口的增加而卖出更多的啤酒，但它也不会希望人均啤酒销量能有所增加。百威啤酒会希望能较米勒啤酒公司获得更多的市场份额。啤酒制造行业可能希望能让喝威士忌的人改喝啤酒，或者给饮食有度的人群提供无酒精啤酒。随着时间的推移，企业会寻求将价格提高至能增加利润的水平。

在这些推动企业收益增长的来源中，一些来源有着更高的可预测性。较之消费习惯改变，如喝威士忌的人改喝啤酒，所带来的收益增长，由人口增长所带来的收益增长要确定得多。消费者对价格上涨的反应总是存在不确定性。总的来说，找到可能让企业收益增长的来源，较之预测最终企业收益将增长多少以及这些来源会如何影响利润要简单得多。

出现了一个不可解决的矛盾：为了进行现值分析，你必须对未来进行预测，然后对未来的预测并不可靠。1990 年使用高杠杆融资的企业未能实现几年前所作出的信誓旦旦的预期的事实就突出了预测未来有多么困难，哪怕仅仅是预测几年的未来，这些公司包括美国南方公司和 Interco 公司——这两家公司的业绩都不及自己预期的一

半。

投资者经常对自己就未来的预期过于乐观。投资者对企业注销所作出的常见反应就是一个很好的例子。注销是一种会计行为，它让企业根据自己的判断进行内部清理，即时摆脱那些表现不佳的资产、无法收回的应收账款、坏账和伴随着注销一起进行的重组中所产生的成本。企业这样的行动受到了华尔街分析师和投资者的热烈追捧，进行注销操作之后的企业通常会有更高的股本回报率和更高的利润率。随后这些改善的业绩会被认为将在未来一直存在，并证明可以给这家企业更高的股价。然而，投资者不应太过慷慨，也不要忘记这些企业之前的所作所为。当以前的错误被抹去的时候，人们很容易认为这些企业的无过错历史将延续至未来，并作出不合适的预测，认为当前盈利的业务不会变质，企业也不会再进行糟糕的投资。

价值投资者如何通过预测不可预测的事情来进行分析呢？唯一的答案就是保持保守立场。因为所有的预测都会出现错误，乐观的预测往往会让投资者处在不确定的情形下。必须诸事正确才能确保盈利，否则可能蒙受持续亏损。保守的预期可以更容易实现甚至被超越。投资者都知道只可做保守的预测，然后只能以大幅低于根据保守预测作出的价值评估的价格购买证券。

## 贴现率的选择

现值分析法中的另外一项内容，即选择贴现率，很少得到投资者的足够重视。事实上，贴现率是指让当前的现金流与未来的现金流一

致的利率。非常喜欢当前预期而非未来预期，或者喜欢当前的确定性而不喜欢未来的不确定性的投资者，可能会使用高贴现率来贴现自己的投资。其他投资者可能更希望自己的预测是正确的，他们会使用一个较低的贴现率，这种贴现率让未来的现金流几乎具有同今天的现金流一样的价值。

不存在适用于所有未来现金流的正确单一贴现率，在选择贴现率时也不存在精确的方法。对一项特定投资所选择的贴现率是否合适不仅依赖于投资者对当前预期和未来预期的偏爱程度，投资者的风险偏好、对处在考虑之中的投资的风险认知和从替代投资中可获得的回报等因素也会带来影响。

投资者往往将事情看得过于简单，选择贴现率的方法就是一个很好的例子。许多投资者会很自然地使用 10% 作为适用于一切投资的贴现率，而无视正在考虑中的投资的本质。10% 是一个奇妙的整数，方便记忆，也易于使用，但它并不总是最好的选择。

在对一项投资选择合适贴现率的时候，必须考虑这项投资的未来现金流所面临的潜在风险。一项短期无风险投资（如果确实存在这样的投资）应当使用美国短期国债的收益率来进行贴现，之前曾提到，美国短期国债的收益率可以被看做是一种无风险利率。相反，市场用 12%~15% 甚至更高的利率来贴现低等级的债券，这反应了投资者无法确定这些债券在合约中规定的现金流是否会得到支付。

重要的是投资者应当像预测未来现金流时一样，谨慎选择贴现率。根据现金流的时间范围和规模的不同，即使差别很小的贴现率也

能给现值计算带来相当大的影响。

企业价值会受贴现率变化乃至利率波动的影响。尽管如果利率乃至贴现率保持不变时能更容易地确定一项投资的价值，但投资者必须承认这样一个事实——即它们确实会有波动——并采取行动，将利率波动给自己投资组合带来的影响降至最低。

在选择贴现率的时候，投资者如何才能知道何种水平的利率才是“正确的”呢？我相信不存在“正确”的利率。利率由市场决定，没有人能预测到利率将走向何方。多数时候我会对当前无风险利率朝好处想，并假设这些利率是正确的。同其他许多金融市场中的现象一样，利率的波动也呈现一定的周期性。高利率导致经济出现改变，而经济的改变最终让利率出现下降，反之亦然。然而知道这一点并不能帮助人们作出尤其正确的预测，因为在经济周期成为现实之前，预见经济周期几乎是不可能的。

然而，有时当利率非常低的时候，投资者可能发现股价的市盈率非常高。支付如此高市盈率的投资者所依赖的是利率继续维持在低位，但没有人能保证利率会一直保持在低位。这意味着当利率非常低的时候，投资者应当尤其反对长期投资持股，除非是出现了突出的投资机会，否则就应当持有现金或者进行能在出现更有吸引力的投资机会时能重新配置资金的短期投资。

投资者可以用两种方法来使用现值分析法。投资者可以计算一家企业的现值，然后使用算出的现值对证券进行估价。或者投资者可以计算出证券持有人将获得的现金流的现值，这些现金流包括债券持有

人所获得的利息和本金支付，股东所获得到股息和未来股价预期。

对约定利息和本金支付的现值计算是评估一只债券最好的方法。对企业的分析可以帮助确定获得那些现金流的概率。相反，对企业现金流的分析师评估股票最好的方法。投资者唯一从股票中获得的现金流就是股息。评估时使用的股息贴现法并不能在评估股票时提供帮助，因为对多数股票而言，股息只占企业所有现金流很小的一部分，且必须至少预测未来几十年后的情形才能对企业价值给出一个有意义的近似值。股息贴现率法就是计算未来股息支付的现值。准确预测时间跨度如此之久的企业价值是不可能的。

一旦对未来现金流作出了谨慎的预测，并选择了一个合适的贴现率，接下来就可以计算现值了。理论上讲，投资者可能会对众多的现金流预期给出不同的概率，然后计算这项投资的预期值，将各种现金流预期下的现值乘上各自的概率并加总。在实践中，鉴于给不同预期分配概率极其困难，投资者只会对少数几种可能的情况分配概率，然后必须进行敏感度分析，即评估不同现金流预期和贴现率给现值所带来的影响，投资者将谨慎使用这种价值评估法。

### 私有市场价值法

同净现值法相关的一种价值评估法就是私有市场价值法，这种方法以乘数估值法为基础，即根据老练且谨慎的商人最近购买的类似企业来评估企业的价值。私有市场价值法根据过去达成的交易给投资者提供了一些有用的经验法则，以指导他们对企业进行评估。然而，这种评估法并不是没有缺点。在一个行业中，所有的企业都各不相同，

但私有市场价值法未能辨别出同一行业中不同企业之间的差别。另外，收购企业时所使用的乘数会不断变化，自最近一次交易完成以来，同类企业的估值可能已经出现了变化。最后，企业的买家并不一定需要支付合理且明智的价格。

私有市场价值法的有效性依赖于商人知道自己正在做什么样的假设。换句话说，当商人始终如一地对一家企业的收入、收益或者现金流给予一个特定的乘数时，那么久可以假设他们是在深入分析之后作出了收购决定。他们确实也经常进行深入的分析。毕竟如果支付的价格过高，最终出现的亏损会告诉后来的买家，他们应该在未来收购同类企业时支付更低的价格。如果支付的价格过低，买家将获得高回报，看到这一景象之后，其他人最终会将竞价抬高至消除这种超额的利润水平。不管怎样，事实是买家所支付的价格同那些企业的潜在经济价值间的分歧将长期存在。

例如，20 世纪 80 年代末期，投资者开始用以评估企业价值的“私有市场价值法”使用的价格不再是老练且谨慎的商人为购买企业所支付的价格。金融家从发行无追索权垃圾债券中赚到了钱，并使用着几乎都不是自己的钱。在风险和回报态度出现巨大倾斜以及巨额费用的刺激下，他们在进行企业收购时会支付过高的价格。事实上，在很多案例中，投资者对私有市场价值的评估中使用的价格，变成了一位从垃圾债券中获得资金的买家可能支付的价格，投资者没有考虑到这些收购者正开始走向破产，因为他们在收购时支付了过高的价格。

当为购买企业所支付的价格高于企业潜在价值的历史水平时，传

统的私有市场买家被关在了市场之外。一直以来对电视台的收购价格基本上是 10 倍于税前现金流，但最终对电视台的收购价格最高达到了税前现金流的 13-15 倍。其他许多有着类似客户的企业价格也出现了相应的上涨。

那些错误地将上涨的收购价格与可靠的私有市场价值混为一谈的投资者，在诱惑之下于 20 世纪 80 年代中期对股票和垃圾债券支付了过高的价格。当 1989 年和 1990 年难以获得无追索权融资时，私有市场价值中使用的估值倍数回落至历史平均水平，甚至更低，这让那些投资者蒙受了巨额亏损。

并不是只有无追索权债务扭曲了私有市场价值法中使用的估值倍数。例如，在 20 世纪 60 年代和 70 年代初期的整合风潮中，有着极高股价的企业将自己高估的股票作为现金来购买其他企业。没有严格遵守纪律的投资者在诱惑之下提高了对私有市场价值的预期（虽然他们当时并未使用这一术语），然而他们却忽视了这样一个事实，即这些高估值依赖于短暂的股价。当进行整合的企业的高股价大幅下跌之后，收购同类企业中所使用的估值倍数也开始下跌。

投资者必须忽略以上涨的证券价格为基础的私有市场价值。事实上，以使用证券进行收购时所支付的价格为基础对证券进行的评估是一种循环推理(circular reasoning)。在确定私有市场价值时，以保守的历史评估标准为依据的投资者将从真正的安全边际中受益，而其他人口中的安全边际将随着金融风暴的出现而灰飞烟灭。

老练的私有市场买家如何对自己可能购买的企业进行评估？总

的来说，他们会对自由现金流作出预测，然后计算自由现金流的现值，评估不同的假设对估值所带来的影响。换句话说，他们使用现值分析法。

私有市场价值分析法与现值分析法之间的差别在于是否有中间人的介入，也就是说是否出现了老练的商人，他可以带来正面的影响，也可以带来负面的影响。从正面的影响来看，如果这个中间人进行了一笔数额巨大的收购，这可能有助于让投资者对自己的现值分析得到验证。从负面的影响来看，买家确实有可能知识渊博却眼光独到，但也有可能并不如此，对买家判断的依赖可能让投资者变得自鸣得意，并忽视了自己应进行独立的评估以检查那些买家的判断。我自己定了条规则，投资者应当根据自己愿意支付多少价格以拥有这家企业来评估企业，而不是依据别人愿意支付多少价格。拥有这家企业来评估企业，而不是依据别人愿意支付多少价格。私有市场价值法顶多应作为价值评估过程中的一项内容，而不应将这种方法看成是最终的价值判断。

## 清算价值

清算价值法仅对有形资产的价值作出保守的评估，这种方法并不评估诸如持续经营价值等这样的无形资产的价值。因此，当一只股票的售价低于清算价值这一几乎是最低的估值时，通常这是一项吸引人的投资。

清算价值分析法是价值评估中的一种理论方法，但它通常并不是



价值实现中所实际使用的方法。企业中资产的价值高于这些资产在清算时的价值，因此清算价值是对处在最坏情况下的企业进行的评估。即使连续经营的企业最终倒闭了，企业中的许多资产实际上并没有被清算，而是以可运作的整体被完整地卖给了其他企业。拆卖价值法（break-up value）是清算价值分析中的一种方法，这种方法包括确定一家企业中各项资产的最高价值，不管这是一家持续经营着的企业还是一家正在清算的企业。多数宣布清算的企业实际上都是拆卖各项资产的。只要持续经营企业价值高于清算价值，持续经营企业价值就被保留下来。

投资者应该在清算价值分析中如何评估资产价值呢？有条不紊地分批清算资产肯定能较“低价甩卖”卖到更高的价格，但清算中的企业并不总是有着宽裕的时间。当一家企业陷入财务危机时，快速清算（低价甩卖）可能让资产价值实现最大化。在低价甩卖时，库存的价值必须较结存价值（carrying value）进行大幅打折，打折幅度将视库存的具体情况而定。应收款项（receivable）的价值也应大幅打折，企业本质、客户身份、应收账款总额，以及是否这项业务仍在进行等，这些都会影响到每项应收款项是否最终能够被收回。

当眼前并没有面临危机的时候，有序清算通常能最大化每项资产的价值。在有序清算的过程中，从所处置的资产中实现的价值将更接近于报告中的账面价值。在所有的清算价值分析中，无需对现金进行贴现处理。投资证券的价格应当按照市价来评估，并减去卖出这些证券时所产生 的成本预期。应收账款（accounts receivable）的估价

接近于它们的票面金额。库存的可实现价值——几万张程序化后的电脑磁盘、几十双紫色帆布胶底运动鞋，或者几百万块口香糖——并不容易确定，且可能大幅低于账面价值。对库存价值的贴现程度将视库存中是否有成品、半成品或者原材料，以及是否有技术落后或者款式落伍的风险而定。超市库存的价值不会出现大幅波动，但堆满了电脑的仓库的库存价值肯定会出现较大的波动。很明显，较之对库存进行清盘大拍卖，将库存有序出售给老主顾能卖到更高的价格。

企业固定资产的清算价格很难确定。例如，厂房和设备价值将视其产生现金流的能力而定，不管这些资产用于原来的用途还是用于其它用途。一些机器和设施可能只对现在的所有者具有价值。例如，酒店设备的价值较老化的钢厂更容易确定。

在粗略计算一家企业的清算价值时，一些价值投资者仿效了本杰明·格雷厄姆的做法，将“纯营运资金净额（net net-working capital）”计算看做是一种捷径。营运资金净额是流动资产（资金、可交易证券、应收款项和库存）减去流动债务（应付账款、票据和一年内支付的税收）。纯营运资金净额就是营运资金净额减去所有的长期债务。即使当一家企业的持续经营业务价值有限，以低估纯营运资金净额买入的投资者仍会受到流动资产清算价值估算值的保护。只要营运资金（working capital）没有虚报，业务没有快速消耗现金，这家企业可以清算它的资产，偿清所有的债务，并仍能给投资者提供超过市价的回报。然而，企业的持续亏损能快速消耗纯营运资金净额。因此，在购买之前，投资者必须时刻考虑这家企业当前的经营状况。

投资者也应当考虑表外债务或者同生债务（contingent liabilities），如资金不足的养老金计划以及其他在实际清算过程中可能产生的债务，如由工厂关闭或者环境保护法所引起的债务。

清算通常意味着业务失败。但讽刺的是，投资者可能从清算中赚到钱。理由是企业的清算或者拆卖是实现企业潜在价值的催化剂。因价值投资者希望以低于企业资产潜在价值的价格购买证券，企业清算此类投资者获取收益的途径之一。

从某种意义上说，清算是展现股市本质的界面之一。一张张的股票是否会永无止境地来回交易，或者股票是否代表了持有人在企业中的相应权力？企业的清算结束了这一争论，并将企业资产卖给出价更高的人中获得的现金收入分给了股票持有人。如此，清算为股市提供了一个范围，迫使高估或者低估的股价围绕在实际的潜在价值附近波动。

## 股市价值法

有时投资者必须依赖公开交易的股票市场和债券市场来对一只证券给出大致的价值评估。有时这是仅有的评估法，如封闭式共同基金。其他时候，尤其是如果必须在短时间内实现价值，股市价值法（stock market value）可能是几种无奈的替代方法中最好的评估方法了。

假设对一家投资公司的价值进行评估。1990年年中，封闭式基金沙菲尔价值信托基金（Schaefer Value Trust）计划举行股东投票，

以考虑是否需要进行清算。评估沙菲尔基金清算价值最合适的方法就是股市价值法，计算该基金如果在股票市场马上卖出所有的持股将具有多少价值。其他方法都不适用于这样的公司。

股市价值法也可以在其他情况下使用。例如，为了评估一家企业在一家不相关的子公司或者合资公司中所具有的权益，投资者肯定会考虑使用贴现现金流法（也就是净现值法）、可比企业在最近交易中的价值（私有市场价值法）和不包括债务的有形资产价值（清算价值法）。投资者也可以从考虑使用股市价值法来进行评估中受益，即在股市中对可比企业进行评估。尽管股市给出的建议并不一定都是正确的，尤其是在长期内的价值评估方面，但它确实提供了粗略的短期评估。

我知道你们肯定会想到，如果股市上交易的价格就是这些股票合理价值的近似值，那么这不就证明了股市是有效的这一与价值投资相对立的原则么？我的回答是很坚定，而且是否定的。对可比企业的股市价值评估仅仅是多种评估方法中的一种，它为如果明天卖出一只证券而不是一家企业将获得什么提供了一种准绳。

股市价值法是一项有缺点的评估方法。你不会希望用股市价值法来评估一个行业中的每家企业。你会发现，因为报业公司在市场上交易的价格往往是税前现金流的8倍，那么人们会推断它们必定值这么多，这就成了循环推理了。然而，当报业公司的子公司将分拆给一家综合性媒体公司时，知道股市对报业行业的评估将对预测这家子公司短期内的交易价格提供一些帮助。

## 选择价值评估方法

在这几项价值评估方法中，投资者应如何选择呢？什么时候其中的一种方法会明显好于其他方法？什么时候使用一种方法得出的评估会与其他方法得出的结果相去甚远，此时该相信哪种方法呢？

有时某种评估方法可能会成为最合适的方法。例如，对有着稳定现金流的高回报企业，如一家生产消费类产品的企业，净现值法将是最合适的评估方法，对这样的企业使用清算价值法得到的评估将大幅低于净现值法得出的评估。同样，对于资产回报率受到控制的企业，如一家公用事业类企业，净现值法可能是最好的评估方法。对于股价大幅低于账面价值的一家没有盈利的企业而言，最好的评估方法可能是清算价值法。一家封闭式基金或者其他只拥有可交易证券的企业应当通过股市价值法来加以评估，其他方法没有用。

我们应该经常同时使用几种评估方法。例如，在评估一家复杂的企业，如经营着几种不同业务的综合性企业时，部分资产可能最好使用一种评估法来加以评估，其他资产则使用另外一种方法来加以评估。投资者经常希望对一个单一的企业使用多种方法来进行评估，以获得这家企业的价值范围。这时为了稳妥起见，投资者应当采取保守的立场，采用最低的评估，除非投资者有确凿的理由来选择更高的评估。确实，保守的立场可能会让投资者错过一些成功的投资，但这种立场也会防止投资者因采用了太过乐观的评估而蒙受了巨额的亏损。

## 市场价格与潜在价值之间的反射关系

证券分析中一个复杂的因素就是证券价格与企业潜在价值之间的反射关系（reflexive relationship）或者互反关系（reciprocal relationship）。乔治·索罗斯在《金融炼金术》一书中称，“基本面分析试图确定潜在价值是如何反映在股价中的，而反射理论则表明股价是如何影响潜在的价值”。换句话说，索罗斯的反射理论认为股价有时可以给企业的价值带来巨大的影响。投资者必须记住这种可能性。

只要资金充沛，多数企业可以永远存在而无需担心自己证券的价格。然而，当企业需要更多的资金时，证券价格所处的水平可以显示出处在繁荣、勉强维持或者破产状态下的差异。例如，如果一家资本化率不高的银行股价很高，那么这家银行就可以发行更多的股票，并让自己充分资本化，这是自我实现预言（self-fulfilling prophecy）的一种形式。只要股市说没有问题，那就没有问题。例如 1991 年年初，花旗银行的股价涨到了几十美元，并可以轻而易举地为新发行的证券找到买家。然而，如果这家银行的股价仅为几美元，那么它可能就无法筹集到更多的资本金了，这将导致该银行最终倒闭，这是自我实现预言的一种负面形式，金融市场对一家企业生存能力的认知将影响到最终的结果。

债务即将到期且使用高杠杆融资的企业同样如此。如果市场认为一家企业信誉良好，如 1991 年年初的万豪酒店集团（Marriott Corporation），那么这家企业就可以进行再融资，并实现预言。然而，

如果市场认为这家企业没有信誉，如 1990 年的抵押和房地产信托公司（Mortgage and Realty Trust），预言仍会实现，因为这家企业将无法履行其义务。

当一家企业的经理人使用证券价格而不是企业基本面作为评估企业价值的决定性因素时，就出现了另外一种形式的反射。如果一家企业的管理层相信低估的股价确实正确地反映了企业的真正价值，可能会采取行动来向市场证明这一点。例如，这家公司会以非常低的价格增发股票或者与其他企业合并，而这样的价值会给现有的股价带来巨大的稀释作用。

再举一个反射关系的例子，一家破产企业的重组计划能否成功可能依赖于债券人所认识到的价值。如果当这家企业进行重组时金融市场走势低迷，如果债权人对这家公司的评估依赖于重组公司的债务和股票的市价预期，债权人很难就这家企业的价值达成一致的看法，也许根本不可能产生一个一致的评估。这可能会进一步打压这家破产企业的证券价格。

多数时候反射理论是评估多数企业时的一项次要因素，但有时它也会成为一项重要因素。这种现象是一张百搭牌，这种评估因素并不由企业基本面决定，而是由金融市场本身来决定。

## **Esco 电子公司：证券评估实例**

让我举一个有关证券评估过程的详细例子。Esco 电子公司是一家国防企业，它于 1990 年 10 月从爱默生电器公司 Emerson Electric

company)分拆了出来。Esco 公司从事多个与国防相关的业务，包括电子、武器、测试设备以及移动战术系统等。爱默生公司的股东可以以 1:20 的比例获得 Esco 公司的股份，也就是说一名拥有爱默生公司 1000 股股票的持有人可以获得 50 股 Esco 公司的股份。Esco 公司股票刚刚开始交易时的价格为 5 美元左右，但很快便跌至 3 美元，这家分拆出来的公司的市价仅相当于 15 美分的爱默生公司股价（爱默生公司的股价当时是 40 美元左右）。不用说，许多爱默生公司的股东很快便卖出了 Esco 公司的股份。

当被分拆出来的时候，Esco 公司值多少钱呢？该公司的价值在市场中被低估了？如果真是这样，原因是什么？这是一次诱人的价值投资机会吗？要想回答这些问题，那就得使用价值投资者所采用的每一种方法来评估 Esco 公司的价值。

首先，Esco 公司是一家实实在在的公司，每年约有 5 亿美元的销售额，员工 6000 人，经营场所面积为 320 万平方英尺，其中的 170 万平方英尺归公司所有。Esco 公司最近的一次成长来自于在 1986 年年末以 1.9 亿美元(Esco 公司股价超过 15 美元/股)收购了 Hazeltine 公司。造成 Esco 公司被分拆出来的主要原因是：在支付了 820 万美元的非经常开支之后，该公司的税后利润从 1985 年的 3630 万美元(实际值)降至 1989 年的 670 万美元（估计值，一边反映与分拆有关的调整），此外，在支付了 1380 万美元的非经常开支之后，该公司在 1990 年亏损了 520 万美元（估计值）。这家公司被分拆时的资本化率比较保守，相对于 4 亿美元的净资产，公司只有 4500 万美元的债务。



Esco 公司有形资产的账面价值超过了 25 美元/股，减去所有债务之后的流动资产，也就是从纯营运资金净额超过 15 美元/股。

Esco 公司未来面临的两大问题让投资者感到担忧。第一个问题是，近期因承担了亏损的国防合同而让公司盈利大幅下降的趋势是否会逆转。第二个问题是 Esco 公司和美国政府之间两项悬而未决的合同纠纷结果会如何，不利的结果将让 Esco 公司损失几千万美元的现金，并迫使该公司出现巨额亏损。这些不确定性让爱默生公司决定分拆这家公司由第三者暂为保管的普通股信托收据，而不是普通股的股份，以确保 Esco 公司可以履行其义务并为爱默生公司提供补偿。

对 1990 年 10 月时 Esco 公司价值的评估的第一步就是试图了解这家公司的业绩：收益和现金流。预测 Esco 公司的非经常性支出。贝尔斯登的一位分析师预测该公司在 1991 财年将实现盈亏平衡。这一预期已经扣除了刚刚开始的对未到期的国防合同提供担保的 740 万美元，可能 Esco 公司从 1991-1995 年每年都要向爱默生公司支付这笔费用。虽然这笔费用会降低 Esco 公司这 5 年内的收益，但这笔费用并不是真正的业务支出，而是一项特别费用。

另外一项会对收益起到镇静作用的因素是，在收购 Hazetine 公司之后，Esco 公司每年收取 500 万美元左右的商誉价值摊销，且这笔费用是不可扣除的。因为商誉是一种非现金支出，单从这一项来源中获得的自由现金流为 500 万美元，或 45 美分/股。

为了使用净现值法来评估 Esco 公司，投资者需要预测 Esco 公司未来可能的现金流。每年 45 美分/股的商誉价值摊销是自由现金。从

1996 年开始，公司无需再支付每年 740 万美元的担保费，这意味着公司每年的税后收益将增加 45 美分/股。投资者可能不得不对未来收益作出一些假设。一种合理的假设就是当前为零的收益将在未来逐步上升，这也许是最有可能实现的预测。无利可图的合约最终将结束，公司将从累计现金流中获得利益。另外一种可能性是，公司的业绩将无限期维持在当前疲弱的水平。

除 TNN 未来收益外，投资者也需要预测 Esco 公司的未来现金投资或者从投资中撤出资金以评估其现金流。例如，这些年来的折旧近似于资本支出，假设这种情况将持续至未来应该是一种较为保守的预测。另外，被当前无利可图合约占用的营运资金最终将被释放出来，并可以投入其他用途，然而何时会出现这种转变还不确定。如果当前 Esco 公司过高的营运资金与销售之比回落至与之可比的其他国防电子公司的水平时，我预测这项来源中不会产生自由现金流。

如果 Esco 公司的业绩没有取得任何改善，那么这家公司将值多少钱呢？开始的 5 年内，Esco 公司的现金流为 45 美分/股，5 年之后当不再向爱默生公司支付担保费用后，公司的现金流为 90 美分/股。这些现金流的现值为 5.87 美元/股和 4.7 美元/股，所使用的贴现率分别为 12%和 15%，而这些贴现率本身具有很大的不确定性。如果最终的现金流高于这些预期，那么这家公司的价值当然会更高。

如果 Esco 公司成功在分拆之后的 10 年内将自由现金流每年只增加 220 万美元，或 20 美分/股，它的价值又是多少呢？分别按照 12%和 15%的贴现率来结算，公司这些现金流的现值分别为 14.76 美元和

10.83 美元。根据上述假设，Esco 公司的净现值最保守为 4.70 美元/股，乐观的预期为 14.76 美元/股，这一价值范围确实很大，但这两种情况下的价值都高于 3 美元的股价，也没有采用过于乐观的假设。

Esco 公司的投资者肯定会希望对未来的营运结果给出不同的假设。很明显，Esco 公司有可能在同美国政府 1-2 项合同纠纷中失利。有可能美国国防支出的下降会让公司丢掉有利可图的合同，或者无法再获得新合同。有可能这家刚刚独立出来的、规模小于多数竞争对手的企业将在脱离爱默生之后遇到经营上的困难。

还有其他的可能性，如 Esco 公司有可能在同美国政府的两项合同纠纷中获胜，或者同政府达成和解协议。事实上，公司的新管理层希望重新开始，将过去遇到的难题抛在脑后（同政府的合同纠纷在 Esco 公司获得了较为有利的条款）。此外，新管理层表示希望尽可能增加现金流而不是销售额，并将在低风险且有利可图的基础上签订合同，而不是以获得名誉或收入增长为基础。如此，有理由认为，随着无利可图合约的结束以及有利可图合约的增加，公司的收益将增加。

投资者也会希望用除净现值法以为的其他方法来评估这家公司的价值。然而，私有市场价值法并不适用于这一案例，因为近期没有出现过大规模国防企业的收购案。即使有这样的收购案例，Esco 公司悬而未决的合同纠纷也会让任何人丧失买下整个公司的兴趣，除非能以极低的价格购买这家公司。实际上早在 Esco 公司被分拆出来之前，这家公司就被挂牌出售，但没有人愿意接受爱默生公司提出的价格。

爱默生公司在4年前才以1.9亿美元的价格购买了Hazeltime公司，在Esco公司被分拆出去的时候，这家公司仅构成了Esco公司的一项业务。即使仅以收购Hazeltime公司时使用的估值水平接管Esco公司，Esco公司的价值也是其股市价值的许多倍，仅Hazeltime公司的价值就相当于15美元的Esco公司股价。

清算价值法也不是特别适用于这个案例。国防企业的清算并不简单。这类企业的资产用途有限，库存和应收账款只对一家持续经营的国防公司而言才有价值。然而，可以在逐步清算的基础上对Esco公司进行评估，也就是说正在执行的合同继续执行直至完成，公司也不再寻找新合同。这种情况下的企业价值是不确定的，但很难想象通过这种清算方式获得的收益会低于15美元/股的纯营运资金净额。

股市价值法是另外一种有用的准绳，尤其是在衡量刚刚上市交易的分拆企业该以什么样的合理价格进行交易中能提供帮助。这种方法无法确定股价是否高估或低估，它只是简单地拿这家企业评估与其他的国防企业进行比较。在这个案例中，Esco公司的股价就像是一家坐落在另外一个星球上的企业才有的股价。3美元的股价仅为该公司有形资产账面价值的12%，对一家有着正现金流、债务有限的有生命力的公司而言，这样的股价太低了。事实上，该公司的股价可以较当前的价格上涨400%而依然不足其有形资产账面价值的一半。当然，当时其他国防公司的股价走势同样疲软，多数国防类股的价格仅为收益的4-6倍。近期刚刚被分拆出来的另外一家国防公司阿里杨特技术系统公司（Alliant Techsystems）的股价仅为预期收益的2倍，然

而，多数国防公司的股价都为账面价值的 60%-100%，且此前一直高于这样的水平。尽管 Esco 公司的盈利不及其他多数的国防企业，然而，即使忽略商誉价值摊销和 740 万美元的特别费用，这家公司的股价仅为收益的 3 倍。对 Esco 公司极低的评估似乎超过了完全贴现了公司当前业务中的缺点后的价值。

虽然不是不可能，但确实能很精确判断 Esco 公司的股价价值究竟是多少。但要确定 Esco 公司的价值大幅高于当前的股市价值却要容易得多。3 美元的股价，25 美元/股的有形资产账面价值以及债务有限，这些都给投资者提供了巨大的安全边际。

看上去 Esco 公司的价值轻而易举就能较 3 美元的股价翻番，即使这样其价值也仅为调整后收益的 6 倍，为纯营运资金净额的 40%，也不足有形资产账面价值的 25%。这家公司值 10 美元/股吗？根据使用稍显乐观的假设的净现值法或者逐步进行清算的清算价值法，这是有可能的。

3 美元股价的 Esco 公司的奇妙之处在于，人们不必确切地知道这家公司的价值。这样的价格代表了公司陷入了灾难，只要公司没有陷入灾难，不管出现哪种情况，这家公司的股价都会上涨。最糟的情况是，由合同纠纷引起了巨额亏损，但即使如此股价也已经反映了这种可能性。Esco 公司的管理层肯定相信，这些纠纷可以通过和平的途径得到解决。根据公开披露的文件，在分拆之后不久，Esco 公司的董事会主席用自己的私人账户再市场中买入了该公司的股票。1991 年年初，由分拆引起的卖盘压力开始减弱，国防类股开始上涨，Esco

公司的股价上涨至超过 8 美元。

## 传统的评估准绳-收益、账面价值及股息收益率

### 收益和收益增长

有关企业评估的章节临近结束，但事实上我们尚未提到过收益、账面价值或者股息收益率。收益和账面价值都在证券分析中占有一席之地，但必须谨慎使用这两项指标，并将这些指标看做是更全面评估的内容之一。

一直以来每股收益是投资者使用最多的评估准绳。不幸的是，正如我们所看到的，每股收益并不是一种精确的衡量标准，它会受到人为操纵和会计行为的影响。每股收益并不是图衡量企业所产生或者使用的现金。同其他的预测一样，预测收益几乎是不可能。

总的来说，企业管理层知道许多投资者都在关注所公布的收益的增长率，许多管理层会在报告中逐步释放公司的收益，让收益数据形成一种持续上升的趋势。一些肆无忌惮的管理人员甚至会做假账，将恶化的数据做成正在改善的数据，将亏损做成盈利，将小幅盈利做成大幅盈利等。

即使不存在人为操纵，对所公布的收益数据的分析也会让投资者对这家企业真正的盈利能力产生误解。通用会计准则（GAAP）可能会要求企业作出一些并不反映企业实际情况的行动。商誉价值摊销就是一个例子，根据 GAAP 的规则，商誉价值摊销属于非现金开支，它可以在报告中人为压低收益数据，对现金流的分析可以更好地捕捉到一

家企业的经济状况。相反，非经常性收益可以将盈利推高至不可持续的水平，投资者应当忽略非经常性收益。

最重要的是，不管投资者在价值评估分析时使用收益还是现金流，重要的是要记住，数据本身并不代表一切，这些数字是了解企业正在发生的事情的途径。

## 账面价值

过去的成本并不一定能很好地衡量当前的价值。账面价值是对股东权益，即减去负债之后的资产的历史记录。有时过去的账面价值（结存价值）能给当前的价值提供准确的衡量，但通常情况下，它与当前价值之间存在较大差距。流动资产，如应收款项和库存等的价值通常接近结存价值，尽管一些特定类型的库存的价值会因过时而下降。然而，厂房和设备可能会过时或者变得陈旧不堪，因此这类资产的价值将大幅低于结存价值。另外，有着完全折旧后厂房和设备或者曾进行过注销的企业的结存价值可能大幅低于实际价值。

通胀、技术革新和规章制度等其他因素可以在影响到资产价值的同时又不被过去的成本记录所捕捉到。例如，几十年前所购买的，如今在资产负债表中被记录为历史成本的房地产可能较其账面价值值钱得多。环境保护方面的立法可能让今天建造一家石油精炼厂的成本变得非常昂贵，这让那些陈旧的炼油厂具有了稀缺价值。相反，同新建的钢厂相比，正在老化的综合性钢铁厂所使用的技术可能已经落伍了，因此，这类企业的账面价值可能被大幅高估了。

报告中的账面价值也会受到管理层的操纵。随意注销亏损的业务

至今仍能给报告中的账面价值带来巨大的影响。股票发行和回购也会给账面价值带来影响。例如，20 世纪 80 年代许多企业都进行了资本重组，企业大肆借钱，并将现金以高额股息的形式分配给了股东。这大幅降低了那些企业的账面价值，有时企业的账面价值甚至为负。即使合并时对会计方式的选择——是选用收购法还是权益结合法（pooling of interests）——也能影响到报告中的账面价值。

为了使用账面价值，必需得有一种与账面价值评估相一致的分析性工具。然而，会计规则和管理层的随意性让两家有着相同有形资产和债务的企业可以在报告中给出完全不同的账面价值。这说明账面价值并不是一种非常有用的评估准绳。与收益一样，账面价值给投资者提供的信息有限，投资者应当仅仅将账面价值看作是更加全面和透彻分析中的一部分。

### 股息收益率

为何我对股息收益率的讨论如此简短呢？尽管股息收益率一度成为衡量一家企业是否成功的标准，但如今它已经成了历史：不应简单地根据股息收益率来购买股票。有太多陷入困境的企业都会炫耀自己的高股息收益率，而股息收益率之所以很高并不是因为股息支付有所增加，而是因为股价出现了下跌。因害怕一旦不再分配股息之后，公司的股价会进一步下跌，那些企业的管理层会继续支付股息，这也进一步拖垮了企业。因这些表面看上去很高的股息收益率而购买这些股票的投资者可能不会获得丰厚的回报。相反，这些投资者可能成为可悲的人为操纵的受害者。这类企业所支付的高股息并不是对投资者



资本的回报，而是对代表了企业清算价值的资本回报。20 世纪 80 年代多数时候，银行广泛使用这种方法，并推高自己银行的股价（这正是它们希望看到的效果）。

## 结 论

企业评估师一个能产生不精确和不确定结果的复杂过程。许多企业变化多端且很难搞清楚，因此对这类企业的评估并不容易。一些投资者愿意进入未知的世界，购买这样的企业，他们并不具备价值投资所需要的耐心。投资者必须记住，无需在每项投资中都做得很好，事实上选择性投资无疑能改善投资业绩。虽然有无法进行评估的企业，但许多企业都是可以进行评估的。仅在自己知道的领域内进行投资的投资者会较其他人拥有更多的优势，虽然这可能有些难度。

## 第三部分

### 价值投资过程

- ❖ 投资研究：找到诱人投资的挑战
- ❖ 机会所在：催化剂、市场无效和机构限制
- ❖ 投资储蓄机构转制
- ❖ 投资财政陷入困境和破产的证券
- ❖ 投资组合管理和交易
- ❖ 个人投资者的投资替代品

## 第九章 投资研究：找到诱人投资的挑战

尽管知道如何评估企业对投资能否获得成功很重要，但投资过程中的第一步，就是知道再哪里寻找投资机会。投资者是在进行一项信息处理的业务，然而，尽管不断研究成千上万家上市公司的当期财务报告、华尔街分析师每月、每周甚至每天所写的成百上千份研究报告，以及股票和债券价值走势所体现出来的市场行为，但投资者最终只是将所有的时间都花在了那些没有研究价值、价格已经充分反映了潜在价值的证券身上。

好的投资机会不仅稀少，而且很有价值，必须刻苦钻研才能找到这种机会。它们不会放在你面前，也不会凭空出现。投资者不应认为，仅仅通过浏览华尔街分析师的建议就能不费吹灰之力找到好的投资机会，无论那些分析师有着多好的口碑，或者是哪套电脑系统给出了这些建议，不管这套系统的程序多么智能化，尽管有时分析师和电脑程序确实也会显示出一些可以进行搜寻的诱人领域。

有时会大量出现诱人的机会，那时唯一缺少的就是可以用于投资的资金，但多数时候更加缺乏的是诱人的投资机会。在探索少量激动人心的具体投资机会之前，通过分辨出哪里有可能出现最诱人的投资机会，投资者能够让自己免于对多数乏味的投资机会进行经常是徒劳无获的研究。

价值投资围绕着一系列特定的投资缝隙，并可以将其归为三类：以低于拆卖价值或者清算价值的打折价交易的证券；与回报率有关的情形；以及资产转换时所产生的机会。可以在这三个类别中寻找机会。

例如，电脑筛选技术能有助于分辨出第一类股票：交易价格低于清算价值的股票。然而，因为数据库的数据可能过时或者不准确，投资者应检验电脑的输出结果是否正确，这一点很重要。

风险套利和复杂的证券构成了第二类诱人的价值投资来源，投资者可以在进行投资时根据已知的退出价格和大概的时间范围计算出回报率。财经媒体——如《华尔街日报》和《纽约时报》——每天都会对合并、要约收购，以及其他类型的风险套利交易进行铺天盖地的报道，同时专业的时事通讯社和期刊也会对此进行报道。找到与复杂证券有关的信息则有些困难，但因为这种证券通常都是风险套利交易的副产物，跟踪这些套利交易的投资者可能对这些复杂的证券比较熟悉。

陷入财务困境和破产的证券、企业重组以及证券交换等都属于第三类的资产转换，在这一领域中，投资者当前持有的资产将被转换成一种或者更多种新证券。通常可以从财经媒体的报道中找到陷入困境和破产的企业，一些专业出版物和研究报告也会提供一些有关这些企业及其证券的信息。陷入麻烦的企业的基本面信息可以从公布的财务报告中找到，至于那些破产企业的基本面信息则可以从法院文件中找到。报价可能只有通过交易商才能获得，因为多数这类证券没有上市交易。仔细阅读每天的财经报道可以找到进行重组和证券交换的企业。证券交易委员会发布的公告则对这些企业的非常规交易提供了详细信息。

许多低估的证券并不属于这三类，找到它们最好的办法就是传统

的努力工作，然而，可以使用许多方法来提高找到定价错误的证券的几率。例如，查看《华尔街日报》上的跌幅排行榜和创新低名单，有时能找到一个不受欢迎的投资机会。同时，当一家企业不再支付股息，其股价经常会跌过头。当然，所有达到一定规模的企业都得编制年报和季报，并按照要求予以公布。年报和季报分别以 10K 表格 (Form 10K) 和 10Q 表格予以编制，并可以从证券交易委员会和发布报告的公司那里得到这些报告。

有时会在长期来出现了大量机会的领域中找到一小块诱人的投资领域。大量的互助储蓄机构转变为股份制储蓄机构的过程就是这样的投资领域（参加十一章）。投资者应当考虑对这一领域内的所有企业都进行分析，以找到那些低估的投资机会。专业时事通讯社和行业期刊是找到此类机会的绝佳源头。

## 市场与机构限制

研究工作并没有因为找到一只很便宜的证券而结束。投资者有责任试着搞明白这只证券为何变得这么便宜。如果你在 1990 年想寻找一栋位于波士顿郊区、有四个房间和具有殖民时代风格的普通房子，那么你就得至少花上 30 万美元。如果你知道一栋房子只要 15 万美元，你的第一反应不会是“好便宜啊！”而是“这栋房子怎么了？”

这种良性的怀疑主义也适用于股市。应当对便宜货审查审查再审查，看看是否存在缺陷。光是非理性或者冷漠的卖出行为就可能让价格变得很便宜，但价格这么便宜可能还与基本面有关。也许这家公司

背负着或者有债务，或者正陷入法律纠纷，只不过你不知道而已。也许是因为一家竞争对手争准备推出一款更好的产品。

当能够清晰辨别出造成低估的原因时，它甚至将成为一项更好的投资，因为可以对最终结果做出更准确的预测。例如，针对一些机构投资者不能购买低价格、分拆企业证券（参见第十一章）的法律约束可能就是产生低估的一个原因。这样的理由让投资者感到些许宽慰，因为价格的下跌并不是因为出现了尚未被披露的基本面原因。

其他一些针对机构投资者的约束也能为价值投资者创造机会。例如，许多机构投资者成为了牵涉进风险套利交易的证券的主要卖家，因为他们的任务是对那些持续经营的企业进行投资，而不是对可能的收购进行投机。因此，这种卖盘压力能够打压价格，从而提高了套利交易者的回报。

机构投资者通常不愿买入或者持有低价格的证券。因为任何一家公司都可以通过拆股或者并股来对股价施加一定程度的控制，从金融角度来看很难理解为何机构投资者会有这样的限制。如果一只股票在 15 美元时是一项很好的投资，那么为何在一股拆成 5 股、股价变为 3 美元之后就不再是一项好的投资了呢？反之亦然。

许多诱人的投资机会来自于市场的无效，也就是说信息并未完全散播开来，或者供需出现短暂失衡。例如，华尔街上几乎没有人会关心那些价格几乎不动且很少交易的小股票，更不用说对这些股票给出建议了，在这类股票中，顶多只有少量的做市商。根据股东的数量，这样的小企业甚至可能无需向证券交易委员会递交季报或者年报。身

份低位且交易量非常小的市场能够让股票以令人沮丧的价格进行交易。

年底时出于税收考虑而进行的卖出操作也能造成市场的无效。美国《国内收入法》的有关规定吸引投资者在年底前将账面亏损体现为实际亏损。由季节性因素而不是基本面变化所推动的卖盘能够让那些在年内已经大幅下跌的股票进一步下跌。这为价值投资者创造了机会。

## 价值投资和逆向思维

从本质上看，价值投资就是逆向投资。不受欢迎的证券可能被低估，而深受欢迎的股票几乎永远也不会被低估。因此，人群正在购买的都是那些深受欢迎的股票。那些深受欢迎的证券的价格已经因乐观的预期而出现了上涨，这些证券不大可能代表着那些已经被忽视的优秀价值。

如果价值不大可能出现在那些正被人群所购买的证券中，那么价值可能会在哪里出现呢？当遭到抛售、无人察觉或者被人忽视的时候，价值就会出现。当人群正在卖出一种证券的时候，价格可能会下跌至远远超过合理的水平。同样的，被人群忽视、身份低微或者刚刚才出现的证券可能也是低估的，或者变成被低估。

投资者可能发现很难成为逆向投资者，因为他们永远也无法肯定自己是否正确，以及何时能证实自己是正确的。因为要同人群对着干，逆向投资者在一开始的时候几乎都是错的，且有可能在一段时间内蒙

受账面上的亏损。然后，跟着人群一起操作的那些人几乎总是在一段时期内事正确的。逆向投资者不仅仅是在最初的时候是错的，同其他人相比，他们可能有着更高的出错率，且错误维持的时间可能更长，因为市场趋势能够让价格脱离价值持续很长一段时间。

然而，逆向思维并不总能给投资者带来帮助。当广为接受的观点不会对手上的证券带来影响时，无法从逆流而上的行为中获得任何好处。人们总是一致认为，太阳明天还会升起，但这一观点不会对结果带来影响。然而，当主流意见确实影响到结果或概率时，逆向思维就能派上用场了。当人群蜂拥买入家庭医疗保健股时，这类股票的价格被推高，因此也就降低了回报，此时多数人已经改变了风险/回报比率，从而让逆向投资者能够以有利的赔率与人群对赌。当投资者在1983年忽视或者抨击 Nabisco 公司，从而造成股价低于其他优秀企业的股价的时候，风险/回报比率就变得更加有利了，从而为逆向投资者创造了买入的机会。

多少研究和分析才足够？

一些投资者坚持试图获得所有与自己即将进行的投资有关的信息，并对企业进行研究，直至认为自己知道了所有应该知道的东西。他们会对行业和竞争情况进行研究，与前雇员、行业咨询人员和分析师进行交流，并了解公司的高级管理层。他们研究过去10年来的财务报告，并研究时间跨度大的股价走势。如此勤奋值得赞赏，但这种做法存在两个不足。首先，无论进行了多少研究，一些信息总是会被漏掉，投资者必须学会适应信息的不充分。其次，即使一名投资者能



够知道与某项投资有关的所有信息，也并不一定能够从中赢利。

这并不是说基本面分析没有用。基本面分析肯定有用，但信息通常遵循 80/20 原则。最初 80% 的信息可以在最初所花的 20% 的时间内获得。彻底的基本面分析会降低边际回报。

并不总能轻而易举地获得信息。实际上一些企业会阻止信息传播。不幸的是，企业专有的信息必须予以保密。对所有投资者都应获得平等待遇的要求也要求限制发布信息，那些只有少数拥有特权的人才能获得的信息就被当做是内部消息。不过对信息发布的限制会让投资者对信息的获得变得更加复杂。

此外，商业信息很容易出现变化。经济条件会改变，行业格局会有调整，企业的业绩会出现波动。对获得当前信息的追求永无止境，更不用说获得所有的信息了。与此同时，其他市场参与者也在收集和更新信息，如此便削弱了其他投资者的信息优势。

大卫·德勒曼 (David Dreman) 讲述了一个“非常了解高乐氏公司 (Clorox) 的分析师的故事，‘他能说出不同牌子的漂白剂在西南地区每个小镇上所占的市场份额，并告诉你高乐氏公司第三家工厂中第二条生产线的产出水平。然而，当这家公司开始出现大问题的时候，他没有注意到这些迹象……’ 股价从 53 美元跌至 11 美元”。

尽管许多华尔街分析师对行业和企业有着出色的洞察力，但采用了这些人的建议的投资者可能无法取得一流的回报。原因之一就是这些分析师面临着需要频繁给出建议，而非给出明智建议的压力，但这也表明将信息转化成利润有多么困难。在同其他替代投资进行比较的

时候，行业分析师无法对自己所跟踪的证券作出正确的评估。美林的制药行业分析师可能知道一切有关默克和辉瑞公司的信息，但他对通用汽车、美国短期国库券收益率以及琼斯-拉佛林钢铁公司的第一抵押债券（first mortgage bonds）一无所知。

由于为了做到确定和准确，并避免那些信息难以获得的投资机会，多数投资者都没有获得回报。然而，高不确定性经常伴随着低价格。当不确定性消除的时候，价格可能已经涨上来了。在没有获得所有信息的情况下所作出的投资决定常常能给投资者获利，同时承担由不确定性所带来的风险也常常能让投资者获得回报。其他投资者可能因花时间研究最后一些尚未得到答案的细节而错过了低价买入的机会，而且如此低的价格能够为他们提供安全边际，尽管他们所获得的信息并不全面。

## 内部人士买入和管理层股票期权能对机会给出暗示

在寻找所有与企业有关的信息的时候，投资者经常忽视一个非常重要的线索。在多数情况下，没有一个人能较管理层更了解一家企业及其前景。因此，当企业的内部人士拿自己与股东的钱一起通过公开市场买入股票来进行投资的时候，投资者应当受到鼓舞。华尔街上经常有这样一种说法，即一名内部人士卖出股票的理由可能有很多（需要现金来支付税收和费用等），但买入的理由只有一个。投资者可以在几个专业出版物上跟踪内部人士的买入卖出操作，如 Vickers stock Research）。

企业管理层的动机是决定一项投资最终结果的一个非常重要的因素。一些企业通过股票期权计划以及其他类似的工具来对企业管理层进行激励。通常这些激励计划会刺激管理层尽其所能来提高公司的股价。

尽管管理层无法控制公司的股价，但它可以对股价与潜在价值之间的差距带来巨大影响，时间一长也能对价值本身产生重大影响。如果一家企业的管理层的薪酬标准时收入，总资产或者甚至是净收益，那么管理层就会忽视股价而关注于那些反映企业表现的指标。然而，如果提供给管理层的激励措施与股价实现最大程度的上涨有关，那么管理层的关注焦点就会有所不同。例如，一家公司的股价为 25 美元，但潜在价值为 50 美元，那么几乎可以肯定这家公司的管理层就会通过分拆、调整资本结构或者出售资产来推高股价，以缩小价格与潜在价值之间的缺口。从公开市场上以 25 美元的价格回购股票不仅能提高股价，也能让潜在价值超过 50 美元。显而易见，投资者需要对那些对自己公司进行投资的管理层的动机保持关注。

## 投资研究和内部信息

公开信息和内部信息或者称特权信息之间的模糊界限让投资研究的过程变得更复杂。尽管使用内部信息进行交易时违法的，但对内部信息却一直没有明确的定义。当投资者试图分析一项投资并对证券进行评估的时候，就会遇到一个依然没有得到解决的问题，**即在寻找信息的时候走多远才是合理的**。例如，投资者能够假定由企业的一名

执行官所提供的信息是大家都信息吗？（当然，假定这里面没有金钱交易）同样，来自于一名股票经纪人的信息是公开的信息吗？来自投资银行家的信息又属于哪一类信息呢？如果这些都不是公开的信息，那么投资者为何还要冒险获得这些信息，为何投资银行家愿意说出这些信息呢？

投资者的基本面分析能够进行到何种程度呢？研究可能有多深入呢？他们可能会雇佣私人调查员，而这些调查员可能会从一家公司的垃圾桶中寻找线索吗？如果有底线，那么底线在哪里呢？

适用于股票的规则与适用于其他证券的规则有区别嘛？例如，问题债券市场受事件驱动。收购、证券交换和公开市场债券回购相当普遍。哪些是公开的信息，哪些不是公开的信息呢？如果你将债券卖还给了发行这只债券的企业，而这么做会让这些债券退出流通领域，那么有关这项交易的信息是内部消息吗？卖出了多少份债券或者何时卖出这些债券重要吗？如果这构成了内部信息，该如何对你进行约束呢？如果你持有大量的债券，这些债券的发行人同你取得联系以讨论证券互换事宜，这能被看作是内部信息吗？

何时内部信息因太过陈旧而无需再收到保护了呢？何时内部的财务预测会成为过时的预期呢？何时失败的并购计划不再是秘密？

这些问题没有确定的答案。当然，投资者必须尽最大努力来遵守法律，然而，如果法律能作出更加明确的规定，那么来遵守法律将要简单的多。因为法律中的规定并不明确，遵纪守法的投资者必须会因为无知而犯错，同那些不道德的人相比，他们可能会在所获消息更少

的情况下进行投资。当投资者不确定自己是否已经越界的时候，在进行交易之前，应该问问消息来源，也可以问问自己的律师。

## 结 论

投资研究是将大量的信息削减至易于管理的信息，从谷壳中分离出投资界中的小麦的过程。不用说，谷壳很多，但小麦却非常少。就像一家制造企业的一间工厂一样，研究过程本身不会产生利润。利润只有晚些时候才会实现，通常情况下会来得很晚，首先是将那些在研究过程中找到的低估证券纳入投资组合，最终由市场来实现其价值。事实上不会马上出现买入机会，今天的研究可能是对每天可能出现的机会预先作出准备。无论如何，就像在工厂没有生产出高质量的产品时优秀的销售团队无法取得成功一样，如果不能持续进行高质量的研究，一项投资计划就不会取得长期的成功。

## 第十章 机会所在：催化剂、市场无效和机构限制

一些价值投资的诱人之处就在于简单和直白：持续经营，能赚钱，以及业务不断增加而股价却大幅低于保守估计中的潜在价值。然而，通常情况下，分析越是简单以及打折幅度越大，其他人就越容易看到这些便宜货。因此，高回报企业的证券的价格只在少数时候才会跌至让人产生兴趣的低估水平。投资者通常必须通过更努力的工作和更深入的挖掘才能找出隐藏的价值或者充分了解复杂的情况，并找到那些被低估的机会。

一只股票以低于潜在价值的打折价被买下之后，如果股价上涨至更能反映潜在价值的水平，或者某一事件的发生让股东实现了这只股票的价值，那么这只股票的持有人就能马上获利。这种事件让投资者的回报不再依赖于市场力量。此外，因能马上实现潜在价值，这类事件能够大幅度提高投资者的安全边际。我把这类事件称之为催化剂。

能够实现潜在价值的一些催化剂来自于一家企业的管理层和董事会的判断力。例如，卖出或清算决策都是由公司内部制定的。其他的催化剂来自于外部，且经常与一家公司股票的表决控股权有关。控制了一家公司多数股份的人可以决定董事会中的多数董事。由股票收集所取得投票控股权，或者仅仅因为管理层害怕会发生这样的事情都会让企业采取行动，使股价更加全面地体现潜在价值。

每种催化剂的力量各有不同。对一家企业的有序出售或者清算能

够完全实现价值。企业分拆、股票回购、调整资本结构以及大型资产出售等通常只能实现部分净值。

一家企业摆脱破产状态对债权人而言是一剂催化剂。例如，为了满足高级债券持有人的权利，这些人往往能从重组后的企业中获得现金、债券工具以及（或者）股票。这些分配给他们的证券的市值总额可能高于破产债务的市值。重组企业的证券往往有着更好的流动性，并摆脱了多数恶名和破产的不确定性，因此这些证券的价格使用了更高的估值。另外，债权人委员会可能已经参与了对重组企业的资本结构的决定，希望能创造出一种有着最大市场价值的结构。

价值投资者总是留意着催化剂。尽管以低于潜在价值的打折价购买资产是价值投资的定义特征，但通过催化剂来部分或者全部地实现价值是投资者获得回报的重要手段。此外，催化剂的存在能够降低风险。如果价格与潜在价值之间的差距很快会消除，那么因为市场波动或者因企业走下坡路而蒙受损失的概率就会下降。然而，在不存在催化剂的情况下，潜在价值可能会遭腐蚀，而价格与潜在价值之间的缺口会因市场反复无常的行为而扩大。因此，拥有那些有着可以实现价值的催化剂的证券是投资者一种降低投资组合风险的重要方法，从而增加了由低于潜在价值的打折价所提供的安全边际。

当然，最理想的情形就是催化剂能够实现所有的价值。不管怎样，能部分实现价值的催化剂有两个重要的目标。首先，它们确实有助于实现潜在价值，有时是通过调整资本结构或者分拆来将价值直接输送到股东的手中，其他时候则是通过使用像回购这样的手段来缩小价格

与价值之间的缺口。第二，那些为股东利益而采取行动以部分实现潜在价值可能会在未来寻求进一步实现价值的策略。例如，多年来，Teledyne 公司的投资者不断从公司适时的回购和分拆行动中受益。

## 投资企业清算

一些陷入困境的企业在没有选择的情况下会主动进行清算，以防止股东的投资全部亏掉。然而，更多的企业会出于对税收、股价持续低估或者希望逃脱掠夺者的恶意并购等因素的考虑而进行清算。一家只有一项业务盈利的企业往往更希望出售企业而不是进行清算，因为这样有可能免掉两项税收（企业和股东所缴付的税收）。然而，经营着多项业务的企业可能会发现清算或者拆卖能更最大程度地实现价值，尤其是因为清算过程中能带来退税。过去 10 年来，一些最具吸引力的企业清算案例都来自于对一些多种经营的大公司和投资公司所进行的拆卖。

多数投资者更喜欢（或者实际上被要求）持有持续经营企业的股票。进行清算的企业并不是他们所希望的投资类型。甚至一些风险套利者（这些人以什么都买而闻名）也避免对企业清算进行投资，并相信清算过程存在太大的不确定性或者耗时太久。实际上对清算进行投资有时会被轻蔑地称之为“雪茄烟蒂投资”，指投资者捡起别人丢掉的只能吸几口的烟头并吸了起来。不用说，因为其他投资者的藐视和回避，企业清算可能会给价值投资者带来尤其具有吸引力的机会。

城市投资清算信托



1984 年，城市投资公司（city investing company）投票决定对公司进行清算。这家联合大企业有着各种各样的资产，最值钱的子公司是家庭保险公司（Home Insurance company），投资者对这一资产的评估遇到了尤其大的困难。出售这家公司的努力最终以失败而告终，取而代之的是将这家公司分拆出了城市投资公司。剩下的资产则组成了城市投资清算信托（city investing liquidating trust），这是一个出色的投资机会。

正如表 3 中显示的，城市投资清算信托公司有着各种各样的资产。很少有投资者愿意或者能坚持对这些资产进行评估，或者愿意拥有这些资产，因为这些资产的清算期可能耗时几年。因此，多数潜在的买家都忽视了这只信托的股票，股票最高价仅为 3 美元左右，这大幅低于它的潜在价值。

有许多理由可以解释为何城市投资清算信托股票最初的价格会这么低。参与城市投资公司清算的许多投资者都对从之前资产出售中获得的价格感到失望，同时也对这家公司明显无法出售家庭保险公司和完成对这家公司的清算感到失望。因此，许多对城市投资公司感到不满的投资者马上抛售了清算信托的股票，以寻找其他机会。当宣布分拆家庭保险公司之后，许多投资者买入了城市投资公司的股票，希望以此在家庭保险公司独立交易之前建立起头寸，并以自认为是打折的价格买入了城市投资公司的股票。这些投资者中的多数人对清算信托不感兴趣，在获得了分拆之后的家庭保险公司的股份之后，就卖出了清算信托的股票。此外，城市投资清算信托每一单位的市场价格

资产	预期价值（单位：百万美元）	价值来源
900 万美元现金	9.0	现金
通用开发公司的普通股和认股权证	46.0	市场价格
730 万股佩斯工业公司股票	36.5	成本
5500 万美元佩斯集团控股公司债券	40.0	现在的净价值预期
1700 万美元次级债	9.0	预测
1800 万美元巴西应收款项 （目前已收回的 1000 万美元未计入现金）	12.0	预测
1500 万美元各种票据和抵押贷款	10.0	预测
1100 万美元各种投资	6.0	预测
3500 万美元联邦所得税反税额预期	31.0	现在净价值
总资产	199.5	
减去已知负债	4.0	
净资产	195.5	
或者 每单位 5.02 不包括各种或有负债		
表 3：城市投资清算信托最初的资产（1985 年 9 月 25 日）		

低于许多投资机构者准入门槛。因为机构投资者大量持有城市投资公司的股票，因为分拆之后的价格很低，那些之前没有卖出的机构投资者自然成了清算信托的卖家。最后，在家庭保险公司分拆出去之后，城市投资清算信托退出了纽约证券交易所。清算信托的股份最初只在粉纸市场（Pink sheet）进行柜台交易，股票上面没有代码。无法获得这只股票的及时报价，也无法再多数的报纸上找到它的报价。这更进一步加剧了投资者的卖出，同时也打消了潜在买家的念头。

在表 3 中对城市投资清算信托潜在价值进行了相当保守的计算。最终的清算所得中有一个重要的组成部分，那就是公司对佩斯工业公司股票的投资，投资者多数会忽视这项投资（这是隐藏着的价值）。当时这项资产的价值几乎肯定超过了它的历史成本。佩斯公司是 KKR 公司在 1984 年 12 月杠杆收购城市投资公司的 Rheem, Rarco 和 World Color Press 业务时成立的。9 个月之后，这项杠杆收购仍在产生利润，并继续表现良好，此时城市投资清算信托宣布成立。

KKR 公司从城市投资公司收购这些业务时的金融环境与 1985 年 9 月的金融环境截然不同。在这 9 个月的时间内，美国政府债券的利率下跌了几百个基点。在这 9 个月的时间内，美国政府债券的利率下跌了几百个基点，主要股指出现了大幅上涨。几乎可以肯定，这些变化增加了城市投资公司对佩斯公司股票投资的价值。这让城市投资清算信托的价格明显高于预测的 5.02 美元，从而使这些股票成为了更加诱人的便宜货。

同其他任何一种价值投资一样，低估程度越大投资者获得的安全边际也就越多。此外，城市投资清算信托约一半左右的价值是由流动资产和可交易证券组成的，这进一步降低了价值大幅下跌的风险。如果投资者选择做空等量的通用开发公司的股票，以锁定城市投资清算信托对这一投资的价值，就能进一步降低风险。

最终，城市投资清算信托的清算进展很快。通用开发公司的股价大幅上涨，并直接分配给了信托持有人。Wood Brother Homes 公司也被卖了出去，许多应收款项被收回。佩斯工业公司将其 Rheem 和

Rarco 子公司高价卖出之后，城市投资公司分配到了大量现金，成为赚的最多的公司。佩斯集团公司的债券被提前赎回，城市投资公司从中获得了收益。与此同时，城市投资清算信托偿还了或有负债，且成本很少甚至没有。1991 年，一开始就购买了城市投资清算信托的投资者已经收到了几项清算分配，总价值约为每份 9 美元，是 1985 年 9 月市场价格的 3 倍，且在清算过程的前几年中就已经获得了多数的价值。

## 投资复杂证券

我把复杂的证券定义为那些有着不同寻常的契约式现金流特征的证券。同那些给投资者持续提供现金流的债券不同，复杂证券往往根据一些偶发事件的发生而分配现金，如盈利、某一特定商品的价格或者特定资产的价值在未来达到某个特定的水平。这类证券通常随着企业进行并购或者重组而出现，与生俱来的复杂性让它们被多数投资者排除在投资范围以外。事实上，尽管有些复杂债券是股票或者债券，但多数都不是这两类证券。因为复杂证券的晦涩难懂及其独特性，它们可能会在风险处在一个特定水平的情况下给价值投资者提供非常诱人的回报。

复杂证券存在于整个现代金融历史。例如，20 世纪 30 年代铁路公司的破产经常能产生一些收益债券，这种债券只有在发行人取得了一定水平的盈利之后才会支付利息。1958 年，密苏里州——堪萨斯州——德克萨斯州铁路公司（Missouri-Kansas-Texas Railroad

company) 进行了重组，并发行了参与凭证 (Participation certificates)，这一凭证唯一与金钱有关的好处就是有权组成一支偿债基金来赎回这些凭证。只有当累积盈利达到了契约上规定的水平之后，才需要对赎回进行支付。这些凭证在缺乏流动性的粉纸市场以非常低的价格进行交易，原因之一就是投资者忽视了这种凭证。1985年，密苏里州-堪萨斯州-德克萨斯州铁路公司并入了密苏里太平洋铁路公司 (Missouri Pacific Railroad company)，这些凭证成为了股权收购的目标，价格也较当年早些时候翻了好几倍。

另外一个复杂证券的例子就是，当美国银行在 1983 年收购 Seafirst Corporation 公司的时候，该银行发行了一系列的优先股，以此作为对 Seafirst 股东的一部分报酬。这些优先股的股息率在前 5 年是固定的，之后将随着市场状况而出现波动。赎回价格同样也能根据 Seafirst 公司投资组合中一些问题贷款的价值而进行调整。实际上，如果在 1.2 亿美元的问题贷款中出现的亏损超过 5 亿美元，美国银行可能最终只会以 2 美元/股的价格赎回这些票面价格为 25 美元的优先股。因为很少有投资者知道如何对这种不标准的证券进行评估，这类证券的价格有时会跌至即使出现最糟糕的情况时也依然具有吸引力的水平。

复杂证券的另外一个例子就是 1989 年陶氏化学公司 (Dow Chemical Company) 在旗下的默力陶氏医药有限公司 (Merrell dow Pharmaceuticals) 与马里昂实验室进行合并时发给马里昂实验室股东的或有价值权证 (contingent rights)。在 (以陶氏化学公司的期

权) 发行这些权证的 2-3 年后, 如果马里昂实验室的股价未能达到指定的水平, 这些可以分开进行交易的认股权就会以现金的方式被赎回。具体来说, 就是这些权证让其持有人有权在 1991 年 9 月 30 日, 获得 1991 年 6 月 19 日到 1991 年 9 月 30 日期间马里昂实验室股票均价和 45.77 元之间的差价的权力, 但每个权证可取得的差价最多不超过 15.77 元。事实上这些都是对马里昂实验室股票的卖出期权, 这限制了它们的价值。陶氏化学公司拥有马里昂默力陶氏公司 (Marion Merrell Dow) 约 67% 的股份, 公众拥有剩下的 9200 万股以及等量的或有价值权证。这些证券不同寻常的特征确保了同其他公开交易的期权相比价值被低估的可能性。

并不是所有的复杂证券都有投资价值。这些证券的价格可能会被高估, 或者很难进行评估。不管怎样, 这一领域常常是价值投资者寻找便宜货的肥沃土壤。

## 投资认股权配售

认股权配售 (rights offering) 较其他许多投资都更加深奥, 因此, 它有时可能会引起价值投资者的兴趣。一些认股权配售会提供诱人的便宜货, 但许多的认股权配售都完全体现了价值, 甚至被高估。投资者可能发现这是一个值得研究的有趣领域, 但同往常一样, 必须做好功课。

通过传统的承销方式发行股票时, 新投资者的加入会摊薄原有股东所持股份的比例。但在认股权配售时, 通过认购更多的股票, 股东

获得了保持原来的股份持有比例的机会。那些认购了股票的股东使自己对这家公司股票的持有比例保持不变，但会让自己更多的资金面临风险。那些没有行使认股权的投资者经常会持有现金，从而为那些警惕的价值投资者创造了机会。

认股权配售能有效迫使现有股东拿出更多的钱，以避免自己的投资被大幅稀释。顺便举个例子，假定 XYZ 是一只封闭式共同基金，基金份额有 100 万份，交易价格与 25 美元的净值一致。进一步假设，为了再筹集 1500 万美元资金，XYZ 基金给每个持有人发行了每份能以 15 美元的价格购买另外一份 XYZ 基金的不可转让认购权。如果所有的持有人都订购了这些基金，那么在实施认股权配售之后，XYZ 基金马上就能将基金份额扩大至 200 万份，管理的资产达到 4000 万美元，合每份基金价值 20 美元。如果有 5 万份基金的持有人没有行使认购权，尽管其他 95 万份基金的所有持有人都行使了认购权，但在认股权配售之后这只基金的份额仅为 195 万份，每份基金的净值将为 20.13 美元。那些认购了基金的投资者每份基金的平均成本为 20 美元，而那些没有认购基金的投资者的成本为 25 美元。因此没有认购基金的人会马上蒙受相当于净值 20% 的损失，所有的持有人都有强烈的动机来认购增发的基金。

一些认股权配售为股东提供了超过自己的持股比例认购其他股东放弃认购的股票的机会。在 XYZ 基金的例子中，那些选择超比例认购在最初的认股权配售中没有卖掉的 5 万份基金的投资者，可以通过以 15 美元每份的价格买入，然后以 20 美元的净值卖出而马上赚到

25 万美元。

企业有时会采用认股权配售来完成对子公司的 IPO。例如，1984 年，统一石油和天然气公司（consolidated Oil and Gas）在将自己的子公司普林斯维尔开发公司上市时就使用了认股权配售。统一石油和天然气公司是一家使用了大量杠杆的能源公司，它的子公司普林斯维尔开发公司是在夏威夷拥有一些诱人的房地产资产。为了将夏威夷房地产资产与公司的其他资产分离出来，同时将这些资产控制在股东的手里，统一石油和天然气公司股份的持有人有权购买一股普林斯维尔开发公司的股份。根据招股说明书，3.25 美元/股的 IPO 价格带来了套利机会，且这一价格远低于普林斯维尔开发公司的价值。

当这些认股权开始交易时候，由统一石油和天然气公司所公布的有关普林斯维尔开发公司的信息非常有限。公众还无法得到招股说明书。因找不到公开的信息，一些认股权的价格仅为 0.03125 美元/份和 0.015625 美元/份。那些愿意根据经验进行猜测的谨慎投资者能够从这种晦涩难懂的认股权配售中赚取丰厚的利润，在股票发行结束之后，普林斯维尔开发公司的股价很快就突破了 5 美元。以最低 1.5 美分交易的认股权在几周后就上涨到了近 2 美元。

## 投资风险套利

风险套利是价值投资者高度专业化的领域。之前提到过，套利是从不同市场之间无效的定价中获取利润的无风险交易。然而，风险套利是指那些对那些充满风险的收购交易进行投资。拆分、清算和企业



重组都属于这一类，有时这些投资属于长期套利。

风险套利与购买传统证券之间的区别在于，风险套利中的盈利或者亏损更多地依赖于企业交易的顺利完成，而购买传统证券的盈利或者亏损则依赖于对应的企业。决定投资者回报的主要因素是支付的价格与交易成功之后所获回报之间的差额。如果交易未能顺利完成，那么下跌风险就是这种证券的价格将回到之前的交易水平，通常这一价格将大幅低于收购价。

收购投资所具有的赚钱快和高风险特征吸引了许多的个人投资者、投机者和专业的套利交易者。在我看来，小投资者无法轻易克服那些拥有了规模最大的投资组合的套利交易者所拥有的优势。根据投资组合的规模，最大的套利交易者有能力聘请最好的律师、会计师和其他顾问来获取信息，其他投资者无法在获得信息的广度、深度以及实效性方面与他们相匹敌。我们从近期的刑事诉讼中看到，一些人甚至对寻找内部消息乐此不疲，尽管他们的信息优势甚至在没有钻法律空子时都很突出。

在诸如长期清算、拆分和大规模的善意股权收购这样的案例中，最大的风险套利者所拥有的信息优势并不非常突出。例如，在规模最大的善意企业收购中，专业的风险套利群体会以相对较快的速度消耗自己的购买力，从而将非常诱人的差价留给其他的投资者。一名谨慎和进行选择投资的小投资者也许能够从这样的机会中获利。

有时投资者无法予以肯定、存在风险套利机会的证券可能会成为非常诱人的机会。1987年12月，B-E Holdings 公司对 Becor Western

公司的收购案就属于这种情况。1987 年 6 月，Becor 公司以 1.093 亿美元现金卖出了自己的航空业务。这使得公司持有了 1.85 亿美元的现金（超过 11 美元/股的现金），负债仅为 3000 万美元。公司经营着一家不赚钱但有着大量资产的采矿机械的公司，这家公司的名字为 Bucyrus-Erie。

在有资格收购 Becor Western 公司的几个买家中，B-E Holdings 公司最后一个给出报价。给出的收购条件是，Becor Western 公司股东可以获得 17 美元/股的现金，或者接受下面一套方案：

3 美元 B-E Holdings 公司票面利率为 12.5% 的 1 年期高级票据；

10 美元 B-E Holdings 公司票面利率为 12.5% 的 15 年期高级债券

0.2 股 B-E Holdings 公司股票和 25 美元清算优先权；

以及 0.6 股购买 B-E Holdings 公司股票的认股权证，价格为 0.01 美元/份；

Becor 公司最多有 57.5% 的股份复合获得现金回报 的资格，假设所有的股东都选择让尽可能多的股份获得现金，拥有 Becor 公司每一份股票的持有人可以获得：

9.775 美元现金

1.275 美元的 1 年期票据

4.25 美元 的 15 年期债券

0.085 份优先股

0.255 份认股权证

几乎可以肯定，现金收购方案的价值高于另外一套方案。因此，

选择现金收购方案的股东所获得的回报的总价值高于那些没有选择这套方案的股东。不管怎样，Becor 公司一小部分股东没有选择现金收购方案，这增加了那些选择现金方案的多数股东所获得的价值。

1987 年股市崩溃之后，Becor 公司的股价跌破 10 美元，这让这只股票给投资者带来了尤其突出的吸引力。如此，投资者便能以低于账面现金的价格买到这只股票了，且购买的价格基本上相当于成功合并时会分配的现金额，预计这样的合并会出现在 1987 年 12 月或者 1988 年 1 月。

不管有没有进行合并，这只价格低于 10 美元的股票真的很便宜。合并对价的总价值肯定超过 10 美元的股价——光公司持有的现金就接近 10 美元/股了。此外，B-E Holdings 公司的账面上几乎有足够的现金在进行合并之赎回 1 年期票据。这些票据的价值似乎接近票面价格。根据与市场上其他相同证券的比较，15 年期债券的价值似乎至少为账面价值的 50%，有可能大幅高于这一水平。对优先股的评估则更困难些，同其他优先股相比，根据其清算优先权的 25%来评估似乎有些保守。无法对认股权证进行评估。然而，即使假设这些认股权证的交易价格可以忽略不计，合并对价的总价值看起来也至少有 14 美元/股。

更棒的是，投资者面临着最小的下跌风险。Becor 公司的账面价值为 12 美元/股，几乎全部都是现金。Becor 公司有几位大股东，这增加了通过一些方式来实现潜在价值的可能性。即使股东否决了并购要约，通过清算似乎也能产生类似的价值。只要股价不超过 12 美元，

投资者面临很小的下跌风险，却有可能马上获得巨额回报。结果显示，通过市价计算，合并对价的价值约为 14.25 美元。Becor 公司的股价因大盘崩溃而跌至低于潜在价值的水平，从而为价值投资者创造了机会。

## 投资市场之周期：风险套利周期

许多专业投资领域，如破产和风险套利等市场的参与者近些年来表现糟糕。理由之一是这些领域的投资者迅速增加。从某种意义上说，任何一种投资哲学或者市场缝隙中的投资结果都有周期性，因为一种投资方法会在某个特定的时期内相对受欢迎或者不受欢迎。

当风险套利或者破产投资这样的投资领域开始流行时，越来越多的资金会流入这一领域内专业人士的手中。增加的买盘会推高价格提升了投资者 短期内的回报，从某种程度上讲，也形成了一个自证预言。这种自证预言继续吸引更多的投资者投入这一领域，并进一步推高价格。尽管资金的流入帮助最早进入这一领域的投资者获得了非常丰厚的投资回报，但上涨的价格将降低未来的回报。

在这一领域取得出色投资表现的投资者多数是那些在这一领域尚未成为流行之前就加入的参与者。最终，出色的投资表现将走向终点，随之而来的是一段时期的平庸或者糟糕的投资表现。因糟糕的投资表现持续出现，那些涌入这一领域的人幡然醒悟。就像几年前投入资金时一样，客户快速撤出了资金，赎回压力迫使投资经理人通过降低投资头寸来筹集现金。这样的卖出压力迫使价格下跌，从而恶化

了糟糕的投资表现。最终，许多“热钱”离开这些领域，让留在这一领域中的多数投资者能挖掘现成的机会以及那些由被迫抛售所刚刚创造出来的便宜货，此时将经历另外一轮上升周期。

风险套利已经在过去的几年内经历了同样的周期。20 世纪 80 年代初，市场上只有几十名套利交易者，每个人都管理者相对较小的资金，他们不断获得的成功受到了大肆宣传，许多新套利组织相继成立。竞争的加剧并未马上摧毁风险套利的投资回报，因同期企业收购活动的加速增加了这类投资机会。

20 世纪 80 年代末，许多新参与者加入了风险套利的市场。那些经验相对有限的个人投资者和企业成为了这一领域中重要的交易商。他们往往会推高价格，这会缩小股价与交易价值之间的“差价”，最终会降低回报并承受更高的风险，那些原本可以从套利交易中获得的超额回报消失了。

1990 年，几项大收购案以失败告终，合并活动也大幅放缓。许多风险套利交易者蒙受了巨大损失，大量资金撤出了这一领域。华尔街几家大型公司关闭了旗下的套利交易部门，许多专门从事套利交易的组织也关门大吉。当然，这一改变将增加那些仍在这一领域内进行着交易的投资者在未来获得更高回报的概率。

重要的是，要知道风险套利投资并不是像家庭购物公司或者封闭式国家基金那样突然出现的投资狂潮。长期来看这一领域依然会充满吸引力，因为它会为投资者提供取得出色表现的正统机会。机会之所以会继续存在的原因之一就是所需分析的复杂性限制了有能力的参

与者的数量。此外，风险套利投资与追求短期相对表现的投资者的目标不一致，这类投资的回报通常与整个市场的表现无关。因为绝大多数投资者避免进行风险套利投资，有能力且愿意持之以恒的少数人从这种投资中获得诱人回报的可能性很大。

## 投资分拆企业

企业分拆经常给价值投资者提供诱人的机会。分拆是指将公司子公司的股份分配给母公司的股东，部分分拆是指分配子公司的部分股份（或者根据一些分析师的定义，IPO 子公司部分股份）。

分拆让母公司得以剥离那些不再适合公司战略计划、表现非常糟糕或者让投资者对母公司产生负面印象进行打压股价的业务。当一家公司的一项或者多项业务陷入了法律纠纷、信誉糟糕、业绩起伏不定或者要求使用一种极其复杂的财务结构时，这家公司的股价可能也会受到抑制。分拆这些业务的目标是为了创造出较当前整个公司更具市场综合价值的分公司。

许多获得了分拆出去公司股份的母公司股东会选择卖出这些股票，而且经常都是因为同样理由，即母公司首先剥离了这家子公司。获得分拆出去公司股份的母公司股东还能找到其他的卖出理由：他们可能对这项业务知之甚少，甚至一无所知，并发现卖出股票比了解这项业务更容易；大型机构投资者可能认为新成立的公司规模太小，因而无需为它而费心；如果分拆出来的企业不是指数基金所指定的指数中的指标股，指数基金就会不考虑价格而卖出这些股票。这些理由已

经足够，更不用说分拆出来的公司常常不会引起多数投资者的注意，其股票最初会以让人沮丧的价格进行交易，从而让价值投资者对这些股票尤其感兴趣。此外，同其他多数证券不同，当分拆出来的公司的股票在市场上遭抛售的时候，并不是因为卖家比买家知道更多的信息。事实上很明显，卖家知道的信息非常少。

通常情况下华尔街分析师确实不会跟踪分拆出来的公司，这些公司当中许多都是小市值公司，有限的交易量无法产生充足的佣金，因而无法引起分析师的关注。此外，因为一家分拆出来的公司可能从事与母公司不同的业务，跟踪母公司的分析师不必再跟踪分拆出来的公司。最后，多数分析师通常都有处理不完的事情，不愿承担更多的分析职责。

一些分拆出来的公司可能会选择不对自己股票的诱人之处进行宣传，因为他们更喜欢让自己的股票价格暂时被低估。这是因为管理层经常会根据最初的交易价格来获得股票期权，事实上在获得股票期权之前，他们有动机保持低股价。结果导致许多分拆出来的公司在让股价反映潜在价值方面没有作出努力，或者根本没有朝这方面作出努力。然而，有着令人沮丧股价 的公司的管理层通常会担心公司遭到低价的敌意收购，许多分拆出来的公司都会在规章制度中加入那些被称之为“抗鲨措施”的预防性措施，这些措施可以保护管理层免受企业掠夺者的掠夺。

分拆出来的公司的股价可能会很便宜的另外一个原因是，电脑数据库对这些公司信息的收集通常会滞后两三个月。一家分拆出来的公

司的股票在最初交易的几天内可能是世上最便宜的股票，但依赖电脑的投资者不会知道这只股票。

分拆出来的企业的股票通常无法满足机构投资者的限制性要求，因此机构投资者会马上卖出这些股票。Tandy Corporation 公司在 1986 年年末分拆 InterTan 公司就是一个例子。InterTan 公司的账面价值约为 15 美元/股，剔除所有负债之后的净营运资金净额(net-net working capital) 约为 11 美元/股，且公司在加拿大和澳大利亚的零售业务盈利状况很好。欧洲业务的巨额营业亏损掩盖了公司的盈利，并让公司总体财务状况出现了小幅亏损。很明显，任何透过总体亏损而看到了各项业务实际盈利的人都知道，公司的加拿大和澳大利亚业务的价值大幅高于 InterTan 公司 11 美元的估价。

一名管理着 10 亿美元资金的机构投资者可能持有 25 只股票，且每只股票价值约 4000 万美元左右。这样的一名投资者可能会以 40 美元的价格拥有 100 万股 Tandy 公司的股票。他可能会获得 20 万股分拆出来的 InterTan 公司股票，市值为 220 万美元。一项市值 220 万美元的头寸对这样的投资者毫无意义，要么 InterTan 公司股票的头寸规模增加至 4000 万美元的平均水平左右，要么卖出这些股票。卖出这些股票的阻力最小，因为典型的机构投资者可能对 InterTan 公司知之甚少，或者不关心这家公司。虽然如此，即使那名投资者希望了解或者关心这家公司，他也不大可能收集价值 4000 万美元的 InterTan 公司股票，因为如以当时的市价计算，如此规模的股票将占到这家公司的 45%（这可能会违反机构投资者的另外一项针对所有



权和控股权的限制性规定)。不用说, Tandy 公司绝大部分的机构投资者都会直接卖出所获得的 InterTan 公司股票。InterTan 公司没有得到华尔街的宣传, 经纪人对鼓吹这只股票也没有太大的兴趣。最终结构投资者的抛售浪潮让这只股票的供需情况出现了短期失衡, 从而使大量的价值投资者能够以诱人的价格收集了大量的 InterTan 公司股票。1989 年, 公司已经让原来亏钱的业务扭亏为盈, 原本忽视了这只股票的华尔街分析师突然之间对它爱不释手, 投资者不再担心哪些事情会出错, 并转而关注公司将会有哪些不错的表现。这只股票在当年最高涨到了 62.75 美元。

有时机会不是出现在了分拆出来的公司上, 而是母公司身上。例如, 1988 年年底时, 拥有一条大型铁路和自然资源的铁路公司 Burlington Northern 把对 Burlington Resources 公司的投资分拆给了股东。当时许多反常的市场因素在母公司身上创造出了机会。事情是这样的: 许多投资者持有 Burlington Northern 公司主要是因为这家公司拥有 Burlington Resources 公司, 后者价值占了整个公司的三分之二左右。这些投资者当中的许多人在分拆完成之前就已经卖出了 Burlington Northern 公司的股票, 随后买入了刚刚上市的 Burlington Resources 公司的股票, 从而令 Burlington Northern 的股价出现了下跌, 而 Burlington Resources 的股价出现了上涨。这为其他投资者在分拆之前买入 burlington northern 公司的股票, 然后卖出 Burlington Resource 股票, 以锁定分拆后新铁路公司 19 美元/股左右的成本创造了机会。因为分析师预测, 这家新铁路公司

的收益将为 3.5 美元/股，每年股息为 1.20 美元，无论是与价值的绝对标准还是其他可比企业的股价进行比较，以 19 美元的价格买入这家铁路公司看起来都是一项诱人的投资机会。到 1990 年，这家公司的股价是 1988 年的近 2 倍。

## 结论

本章详细列举了许多种价值投资者偶尔能找到诱人投资机会的缝隙市场。本章并没有罗列出所有的这些领域，也不打算这么做。事实上本章内容旨在展示各个市场中的证券如何会出现价格无效，从而为那些愿意寻找潜在便宜货的人创造机会。

接下来的两章内容将深入阐述价值投资者能找到机会的两个领域。第十一章介绍了储蓄机构从互助制转到股份制的转变，并展示了这一不同寻常的转变如何能给价值投资者带来频繁的机会。第十二章探索了陷入财务困境和破产的证券会给投资者带来的机会。这两章内容都详细阐述了这样一个主题：许多领域常常会提供以低估价格购买的诱人投资机会，这些机会可以被价值投资者所发现，并加以挖掘。

## 第十一章 投资储蓄机构转制

美国的互助储蓄机构最早成立于 19 世纪中期，如今的规模已经达到了数千家。共有属性让储户感到放心，认为自己能够得到公平的待遇，因为从理论上讲，拥有这些机构的就是这些储户。自 1983 年以来，成百上千家互助储蓄机构转换成了股份储蓄机构，这为价值投资者创造了大量的机会。负面的宣传加上储蓄机构转制经济学过度打压了许多储蓄机构的股价。

在 20 世纪 70 年代末放宽管制之前，就像一则老掉牙的笑话所说的，管理储蓄机构行业所使用的 3-6-3 原则：存款利率为 3%，贷款利率为 6%，3 点时出现在高尔夫球场。一名储蓄机构执行官的生活简单，但收入颇丰，且拥有很高的社会地位。很少有储蓄机构的执行官愿意面对互助转制为股份制中的不确定性，而管制的放松迫使他们采取了行动。

然而，到了 20 世纪 80 年代末，许多储蓄机构正流失大量的资金。金融管制的放松给多数储蓄机构带来了负面影响，因为支付给存款负债的利率突然之间允许与市场利率一起波动，而储蓄机构的多数资产，即家庭抵押贷款使用的是固定利率。许多储蓄机构的资金成本很快超过了资产的回报，从而出现了负利率差。

1982 年出台的《伽恩-圣杰曼法》(Garn-St. Germain Act of 1982) 允许储蓄机构从事具有高风险的贷款和投资新业务，最终致使这些机构蒙受了数千亿美元的亏损，大量储蓄机构因而破产。尽管 20 世纪 80 年代初用以支撑储蓄机构资产净值的会计手段层出不穷，许多储

蓄机构需要有更多的资金才能存活下来。亏钱的储蓄机构通常无法筹集新的资金，那些储蓄机构依然保持着原来的互助制。只有那些既赚钱又有着充足资金的储蓄机构才能通过转变为股份制而卖出股票，许多这些储蓄机构都试图这么做。

有一项典型的 Ipo 中，所有待发行的股票都归内部人士所拥有，这些人通常在早些时候就以大幅低于发行价格的价格买入了这些股票。为了说明一项典型的股票承销所带来的摊薄效应，如果内部人士已经以 1 美元/股的价格购买了 XYZ 公司 100 万份股票，随后以 11 美元/股的价格向公众发行 100 万份股票，那么总的流通股就是 200 万股，而公司从中获得了 1200 万美元的资金（不考虑承销费用）。假定这家公司的账面价值为 6 美元/股，那么公众投资的股票就被稀释了 5 美元（是购买价格的 45%），而内部人士则获得了一笔 5 美元/股的横财。

储蓄机构的转制则不同。一家资产净值为 1000 万美元的储蓄机构可能以 10 美元的价格发行 100 万份股份。如果忽略发行成本，那么这家储蓄机构的资产净值就会在原来的基础上增加 1000 万美元的收入，从而使账面上股东的资产净值达到 2000 万美元。因为只有那些通过 IPO 发行的股票才是流通股，因此资产净值为 20 美元/股。在这家储蓄机构原来的资产净值加上投资者自己的资金之后，每股的资产净值马上超过了投资者自己所作出的贡献。

从互助制转为股份制的机理非常简单。正在转制的储蓄机构中的储户对股票有优先购买权。同储户一样，管理层也有权购买股票。剩

下的股票则向公众发行，有时会优先发行给那些处在这家储蓄机构地理位置附近的客户或者其他任何人。

只要储蓄机构在转制之前有真正的商业价值，转制所带来的计算结果就对投资者有利。同其他的 IPO 不同，在一家储蓄机构进行转制时不存在原有股东，在转制时发行和卖出股票之后，这家储蓄机构中的所有股票都是流通股。转制所获得的收入会增加这家储蓄机构的原有资金，并会在不需要支付成本的情况下将原有资金间接输送给新股东。实际上就是，对一家储蓄机构转制进行投资的投资者是在购买自己的资金，并免费获得了这家储蓄机构中原有的资金。

储蓄机构转制中还有另外一个独特的地方。在许多 IPO 中，那些以非常低的价格买入股票的内部人士会在发行股票的时候卖出自己部分的股票，但在储蓄机构转制时进行的 IPO 中，内部人士实际上总是同公众一起以相同的价格购买股票。只有储蓄机构转制投资才会预先完全披露内部人士的购买规模和价格，且让公众有机会享受同内部人士相同的待遇。

能以内部人士相同的条款购买股票，以及转制时良好的计算结果这两大诱人因素让储蓄机构转制成了诱人的投资机会，只要这家储蓄机构在转制之前价值为正。当然，许多储蓄机构的价值低于所标称的账面价值，一些则资不抵债。储蓄机构在转制中筹集的资金将被用于解决原有的问题，而不是增加原有的价值。

为何储蓄机构的股票在 20 世纪 80 年代会非常低呢？华尔街的卖方之前雇佣了很少的储蓄机构行业分析师，而买方雇佣的此类分析师

则更少。为数不多的卖方分析师往往只跟踪 10-20 家的大型上市储蓄机构，主要是那些位于加利福尼亚州和纽约州的储蓄机构。没有一家大型的华尔街机构能够掌握所有的几百家已经进行了转制的储蓄机构的情况，甚至没有多少机构投资者朝这方面做出过努力。最终，刚刚进行转制的储蓄机构的股票往往以大幅低于其他上市储蓄机构的估值水平的打折价进行发行，以吸引投资者的关注，让投资者购买这些股票。

当然，对基本面的投资分析也适用于储蓄机构。应当规避那些承受着巨大风险的储蓄机构，如业务范围扩展至不同寻常的贷款业务，或者进行了过度的投机的机构，因为无法对这样的储蓄机构进行分析。基于同一原因，也应当规避那些对新创造出来的投资工具进行投机的储蓄机构，如垃圾债或者复杂的抵押贷款证券（例如那些根据只付利息或者只付本金抵押贷款而创立的证券）。这里有一个简单的应用规则：如果你无法快速了解一家公司正在做什么，那么管理层也许也不知道自己在做什么。这种初试能使投资者只关注于那些低风险的储蓄机构。这并不意味着投资者无法从高风险的储蓄机构中获利，而是说高风险储蓄机构中的潜在回报无法得到风险和不确定性的保证。因储蓄机构使用了高比例的财务杠杆，投资那些有着深奥难懂或者风险资产、资金有限的金融机构将无法获得安全边际。

尽管应当对所有的企业都进行保守的评估，但在评估使用了高杠杆的金融机构时，保守主义甚至显得更为重要，因为资本结构会放大这些机构的营运风险。在评估此类储蓄机构时，账面价值通常是对私

有市场价值较低的预期，多数储蓄机构会以高于账面价值的价格被收购。然而，投资者应当上调账面价值，以反映被低估资产的价值，如已经升值的投资证券，低于市场价值的租赁，以低于当前价值记账的房地产，以及稳定、低成本储蓄的价值。同样，应下调账面价值以反映那些无形资产、坏账以及回报低于成本的投资。

作为对一家储蓄机构基本面分析的一部分，其利润应当对非经常性项目作出调整，如证券盈利和亏损、房地产收益和损失、区域销售、房地产开发利润以及会计变更等。盈利质量极其重要，因为从存贷款之间的利息差中所产生的持续盈利较之那些一次性获得的收益或者波动剧烈的贷款发放费更有价值。管理成本低的储蓄机构要好于管理成本高的储蓄机构，这不仅是因为当前有着更高的盈利能力，也因为前者在利率差缩小时能有更大的灵活性。

尽管储蓄机构转制非常诱人，但世事无绝对。尽管 20 世纪 80 年代许多储蓄机构的转制最终证明给投资者带来了回报，但无法肯定一定能从中获得回报。任何一项针对储蓄机构的投资都面临着许多风险，如资产质量、利率波动、管理层的判断力，以及无法预测的竞争对手行为等。同往常一样，投资者必须根据实际情况来分析每一家储蓄机构进行转制时的潜在机会，而不是将它看作是一个经常具有吸引力市场中的一个组成部分来进行分析。

## 牙买加储蓄银行

1990 年 6 月，牙买加储蓄银行（Jamaica Saving Banks，简称

JSB) 通过新成立一家名为 JSB 金融 (JSB Financial) 的控股公司完成了从互助制到股份制的转变。重要的是看一下这家银行发行股票时所处的宏观经济环境。当牙买加储蓄银行进行转制的时候, 整个美国的房地产市场都已经出现了下滑。预期对储蓄银行行业的总援助成本将达到 5000 亿美元。几乎所有地区都提高了对房地产借款人的放贷标准。多数储蓄机构和银行的股票都出现了大跌, 许多陷入麻烦的金融机构已经被联邦监管者所接管。在这种情况下, 牙买加储蓄银行进行了不可能完成的尝试, 打算将公司转制成公有制。

牙买加储蓄银行并不是一家典型的储蓄机构。这家银行 1866 年成立于纽约, 1989 年 12 月 31 时总资产达到 15 亿美元, 未分配利润为 1.971 亿美元, 转制之前该银行的有形资产占总资产的 13.5%, 这一比率处在全国储蓄银行中的前列。牙买加储蓄银行 2/3 的资产为美国短期国库券、联邦机构证券或者现金等价物, 而只有 30% 的资产为贷款, 实际上所有的贷款都是住房抵押贷款。牙买加储蓄银行非常出色: 拥有流动资金, 资金充足, 且没有实质的商业风险。

牙买加储蓄银行的储户获得了以 10 美元/股的价格购买 1600 万股股票的机会。通过对这一储蓄银行转制的计算发现, 即使转制对牙买加储蓄银行明显有好处, 但投资者能以仅为账面价值 47%、10 倍市盈率的价格买到这些股票。房地产市场暗淡的前景以及储蓄银行类股的下跌无疑为低价 IPO 作出了贡献。

从任何一个方面来看, 投资牙买加储蓄银行的风险极低。这家银行有着最小的信贷风险, 而高资本比例反映了公司使用了较低的财务



杠杆，股价大幅低于其潜在价值，即低于有形资产的账面价值。

评估牙买加储蓄银行投资风险一个有趣的方法就是考虑转制时所得收入的一半，即 8000 万美元，将留存在控股公司中。这些现金就是可以用以在 IPO 之后回购股票的剩余资本。如果将所有的这些现金以  $\frac{2}{3}$  于账面价值的价格（较 IPO 价格溢价 40%）回购股票，这家公司就能回购  $\frac{1}{3}$  已经发行的股票。

尽管多数股东可能不会在那样的价格卖出股票，但几乎可以肯定的是，这种回购计划会提升牙买加储蓄银行的股价。事实上在对回购假设进行调整之后，牙买加储蓄银行的每股价值会从 21.12 美元增至 25 美元，增幅为 18%。这表明投资者获得了拥有一家资金上有能力、也有意愿（因为牙买加储蓄银行已经表示了这一点）以便宜价格回购股票的储蓄机构的机会。

牙买加储蓄银行的投资者可以有多种获利方式。随着这家银行开始配置那些剩余的资本，其利润看起来将增加。保留收益也会增加账面价值。此外，管理层致力于通过积极的股票回购计划来增加股东的价值，这会增加每股收益和每股的账面价值。事实上，管理层在 IPO 时就购买了大量的股票。最终，管理层以较 IPO 价格溢价 30% 的价格进行了第一次股票回购，即使是多年晚些时候股市大跌时，股价依然维持在 IPO 价格上方。

## 结 论

储蓄机构转制时金融版图中一副引人注目的场景，就像牙买加储

蓄银行的转制一样。更重要的是，他们展示了羊群心态如何使一个不受欢迎行业中的所有企业都被标上了相同的记号。

对一家储蓄机构转制中的利益计算肯定非常吸引人。然而，除了投资储蓄银行转制偶尔会在个人投资者之间流行外，这一领域一直被忽视。只有少数的专业投资者才会坚持在这一领域中寻找价值投资机会，并在许多年内斗在了解这些机会之所以存在的原因。

## 第十二章 投资财政陷入困境和破产的证券

垃圾债的历史告诉我们，投资者通常会给那些陷入财政困境的证券打上污点印记，认为它们是高风险的资产，因而会不加思考地采取行动。对陷入财政困境和破产的证券的分析并非易事，且此类证券缺乏流动性。重组的过程不仅缓慢，而且有着巨大的不确定性。找到诱人的机会需要进行艰苦的分析，投资者可能在评估了几十只证券之后才只找到一个有价值的机会。

尽管任何类型的投资都有着许多的变数，但在投资财政陷入困境和破产的证券时必须考虑更多更复杂的变数。除了同任何一种投资一样比较价格与价值之外，对陷入财政困境和破产证券的投资除了考虑其他因素之外，还必须考虑到财务困境给经营业绩所带来的影响、获得用以支付即将到期的债务的现金，同时有可能还需要对可能的重组加以考虑，包括详细了解不同级别的证券、未到期债权以及谁拥有了这些债权。同样，破产证券的投资者必须完全了解一般的重组过程，同时也要了解每个企业破产时的特殊性。

因为多数投资者没有能力分析这些证券，也不愿意对它们进行投资，财政陷入困境和破产的企业的证券能够提供诱人的投资机会。同新发行的垃圾债不同，这类证券的价格大幅低于票面价格，对那些知识渊博和有耐心的投资者而言，此类证券的风险回报率很诱人。

### 财政陷入困境和破产的企业

企业之所以会陷入财政困境至少是因为以下三个原因中的一个：

公司经营出现了问题，陷入了法律纠纷，以及（或者）财政出现了问题。一家情况严重恶化的企业可能造成经营持续亏损，最终陷入财政困境。像那些让 Johns Manville, Texaco 和 A. H. Robins 等公司受尽折磨的异常严重的法律问题会让企业的财政面临巨大的不确定性，导致它们最终寻求破产法庭的保护。财政困境有时几乎都来自于过多的债务负担，20 世纪 80 年代许多的垃圾债发行人就有这样的经历。

财政困境典型的特征就是现金几乎无法满足企业运作和债务支付的需求。当一家公司的现金耗尽时，公司如商业票据或者银行债务等短期债务可能无法在到期时进行再融资。因担心得不到支付，供应商减少或者停止发货，或者要求现金交易，从而让债务人的处境雪上加霜。那些希望与持续经营的企业建立起关系的客户可能会停止购买这家企业的产品。雇员可能弃他而去，转而寻找更加安全或者压力更小的工作。

因财政困境对每个企业的经营业绩有着各不相同的影响，投资者在分析陷入财务困境的证券时必须保持高度警惕。从长期来看，资本密集型企业的运营对财政困境有着相对较强的抵抗力，而那些依赖于公众信任的企业，如金融机构，或者依赖于企业形象的企业，如零售商，财政困境也许会给它们带来影响。对一些企业而言，财政陷入困境期间的经营业绩的下降是有限的。在成功进行证券交换，新资金注入，或者破产重组之后，这些企业的盈利能力能恢复至过去的水平。而其他企业则继续笼罩在此前的阴影之中。

企业的资本结构也会决定财政困境对企业经营造成多大的影响。

对于多数或者所有的债务控股公司的主要资产无关的债务人而言，财务困境所造成的影响将是最小的。例如，过度使用杠杆的控股公司能够申请破产保护，而它们具有生存能力的子公司仍在运行，且并未受到伤害。Texco 公司申请破产，而这家公司多数的子公司却没有申请破产保护。那些让经营性子公司承担债务的公司可能会面临更严重的混乱局面。

一家破产企业在媒体上的一贯形象就是封锁的大门远处一座满是锈迹的庞大工厂。尽管有时确实如此，但更多时候破产企业仍在继续经营。实际上，尽管可能需要重建受损的关系，一家申请破产的企业通常都已经度过了最困难的时期，许多这样的企业很快便开始恢复元气。一旦当新债权人的高级债权人地位能够得到保证，拥有资产所有权的债务人就可以进行融资了，所获现金将用于支付薪水、重新装满已经耗尽的库存以及给客户和供应商提供信心。因为债务人的供应商在破产申请提交后的权利申请高于无担保的债权人在破产申请提交前的预申请，多数供应商重新开始发货。因库存重建和信心增加刺激了业务的开展，也因为延迟进行维护且资本支出被推迟，业绩可能开始改善。通常现金会开始增加（稍后将讨论其中的许多原因）。如有必要，新管理层会被这家稳定且正在改善的企业的前景，以及重组后低价的股票或者期权所吸引。尽管第十一章没有给出所有的答案，但破产确实能为一些陷入麻烦的企业提供受到保护的机会，让它们的财务状况恢复至健康水平。

## 发行人对财政困境的回应

遇到财政困境的债券发行人主要有三种选择：到期时继续支付本金和利息；提议用新证券交换持有人目前持有的未到期债券；或者违约并申请破产。在动用资金之前，一名可能会投资问题证券的投资者必须考虑到所有这三种可能性。

陷入财政困境的企业可以试着通过削减成本、出售资产或者外部资金注入等途径在不申请破产的情况下存活下来。这些努力是否能取得成功，具体得视债务人遇到了哪些问题而定。然而，短期内的缓和措施可能会腐蚀长期内的企业价值。例如，通过削减库存、延长应付款项支付期限或者调低薪资等来保存现金的努力能够帮助企业度过眼前的危机，但长期来看，部分措施可能会伤害到企业与客户、供应商和雇员之间的关系，并造成企业价值下降。

这家企业的第二个选择是提议交换证券，用新的证券替换原来的债务和相应的优先股。进行证券交换的可能性使针对财政陷入困境的企业投资增加了一层多数主动型投资所没有的战略意义。

证券交换是一家财政陷入困境的发行人为了避免破产而作出的尝试，希望通过发行承担更少义务的新证券以交换那些尚未到期的部分或者所有的证券。证券交换可以被看作是不经过法院的重组计划。有些证券交换方案中只提议交换一种证券，也许发行人只需要延长一种即将到期证券的到期日。除此以外，多数或者所有的未到期债券或者相对应的优先股都有机会进行交换。

证券交换很难完成，通常在进行证券交换的时候，需要说服债务

持有人（以及优先股持有人）接受用价值低于 1 美元的新证券替换每份价值 1 美元的债权。完成一项证券交换最困难的地方就在于，同股票持有人不同，无法强迫债券持有人做任何事情。根据法律，只要有 50%或者 67%的股东投了赞成票，公司就可以进行合并，少数股东只能被迫接受这一决定。然而，多数债券持有人不能迫使少数债券持有人接受进行证券交换的决议。这就形成了一个“搭便车”问题，因为“死守”立场的那些人的价值往往高于赞成重组的那些人的价值。

假设 X 公司需要将债务从 1 亿美元减少至 7500 万美元，并向债券持有人提供一个将自己现在持有的、交易价格为 1 美元的债券换成一种有着相同等级、价值为 75 美分的新债券。这一提议可能会得到所有持有人的认可，从个人利益出发，他们都愿意放弃自己权利的所有价值，以避免破产程序所带来的不确定性和延期支付，以及避免让自己资金的时间价值有所损失。然而，他们可能担心如果自己同意交换，而其他人不同意进行交换，当其他人坚持要求以完全价值来获得支付的时候，自己将牺牲 25%的价值。此外，如果他们做出了牺牲而其他人没有，债务人可能无法获得足够的好处，且最终无论如何都会破产。当这家企业破产的时候，那些交换了证券的人会较那些没有交换证券的人获得更少的回报，因为他们持有的证券的票面价格更低，导致在破产中的权利也更少。

证券交换提议有点像“囚徒困境”。在这个模型中，要求两名被单独囚禁的囚犯做一场认罪游戏。如果两人都不认罪，他们会被释放。如果两人都认罪，他们会受到严厉的惩罚，但没有人会送命。如果一

人认罪，另外一人则坚持不认罪，不认罪的那名囚犯就会被处死。如果两人可以进行交流，这两名囚犯都会坚持不认罪，并获得自由。当被分开关押之后，每个人都担心对方会认罪。

“囚徒困境”可以直接应用在证券交换中债券持有人的身上。如果知道其他人也会赞同交换证券的提议，每个人都会支持这一提议，然而，因为没有一名债券持有人可以肯定别人是否会合作，每一名债券持有人在经济利益的驱动下会坚持不同意这一提议。证券交换提议经常需要获得非常高的认可才能缓和这一问题。如果能将所有的债券持有人聚在一起，他们可能自发地予以合作。然而，历史表明债券持有人是一群相互没有联系的人，甚至有时连债务人也不知道对方的身份，且很难将他们聚在一起进行谈判。

克服这种“搭便车”问题的一个方法就是使用一种被称之为“预先包装的破产”的技术性手段，即在申请破产前需要债权人同意重组计划。因已经进行了谈判，预先包装的破产一般会在几个月内完成，而不需要几年时间，所需时间不会比完成一项证券交换长多少。预先包装的破产较证券交换的优势就是，破产计划的通过必须得到多数人的通过，且在每个级别的债务中，投赞成票的债权人持有该级别债券 $\frac{2}{3}$ 的债券，其他每个级别顶多持有 $\frac{1}{3}$ 债务权利的持有人将被迫赞同其他债权人，从而有效消除了“搭便车”问题。为了加快对高债务公司的重组进程，避免承担由破产申请所引发的高昂管理费用，以及解决“搭便车”问题，看起来对预先包装的破产的使用将在未来日益增加。



如果维持措施未能奏效，第三个选择就是根据《联邦破产法》第十一章内容申请法院保护，然后试图对债务人进行重组，让其拥有更加可行的资本结果。然而，这往往是最后一种选择，因为申请破产会给企业名声带来严重的污点。

## 破产申请的暗示

申请破产会暂时中止债权人（出借人）从债务人（借款人）手中获得支付的努力。除了那些担保充分的债务的利息和本金，其他所有的利息和本金支付都将暂停。对进货客户甚至雇员的支付也将停止。在由多数债权人和债务人一方或者双方提出并支持的一项计划或者多个相互抵触的重组计划中，需要处理不同等级的债权人——有担保的债权人、高级和次级债权人、进货客户、雇员以及其他入——之间的关系。之前提到，如想一项重组计划获得批准，不仅需要获得多数债权人的同意，而且在每个级别的债务中，投赞成票的债权人持有的债券总额达到该级别债券的 2/3。

破产的债务人及其债权人的利益经常会出现巨大的偏差。希望尽可能保存更多实力摆脱破产的债务人可能试图在重组之后最大化现金，并最小化债务。同样，债务人可能试图在破产保护期间维持高水平的资本支出，以确保重组之后企业能继续生存下去。相反，债权人通常更希望能获得最多的现金分配。如果认为债务人在重组期间进行了过度的资本支出，他们可能会加以反对，他们更希望企业能累积最终将分配给他们的现金。这些利益上的冲突将在重组计划的谈判过

程中，以及最终法院判决破产之后得到解决。

一家公司可能会利用破产申请使租赁合同和待执行合同成为无效合同，如长期的供应安排等。在过去，陷入破产的企业甚至会终止劳资合作协议。在 1978 年 Food Fair Stores 这些租赁的当前价格成了债务人的债务。1985 年 wheeling Pittsbursh steel 公司的破产导致公司拒绝执行原有的铁矿石和煤炭采购合同，之后通过再次谈判，以更低的价格执行了这些合同，像 Cleveland-Cliffs 公司和 Hanna Mining 公司这样的供应商成了这一破产案中真正的权利主张者。在 1983 年，大陆航空公司通过破产申请宣布劳资协议无效，将工会工人替换成非工会工人，但如今已经不允许做这样的事情了。

由于债务人可以拒绝执行几乎所有类型的合约，一家破产的公司经常能借重组成为行业中的低成本竞争对手。高成本、没有盈利的部门被关闭或者被出售，高于市场水平的租赁成本被降低至正常水平，公司高估的资产往往会通过减记而降低至公允市场价值，从而降低未来的折旧费。破产程序有时能成为一种有益的精神发泄疗法，可以让陷入麻烦的企业获得改善业务操作的机会。

有几大理由可以解释为何破产企业往往会累积大量的现金。通过拒绝履行合同或者通过常规的降低成本的努力，破产企业的成本可能会降低，从而导致现金流增加。因未担保债券的利息、普通股和优先股的股息都暂停支付，这家企业将保留更多的自由现金流。许多破产企业都拥有大量的净营业亏损结转。这些净营业亏损结转来自于此前的税务亏损或者破产期间所进行的注销，能被用于抵消当期税收，而

这也会增加现金。资本支出减少，尤其是减少在不相关领域进行多元化经营和在刚出现的或者有风险的领域内展开活动等方面的支出。无关联性、没有利润，或者不适合的业务可能会被剥离出去，这同样会增加现金。因为在重组计划获得通过并完成之前，现金不会用于分配，现有现金所产生的复利以及利息支付所产生的利息将增加现金的持有量。所有这些让一名处于领导地位的破产顾问提出了破产的货币市场理论：如果累积了足够的现金，设计出让所有各方都接受的重组方案的过程就会简化，因为没有人对现金的价值持有异议，也因为将有更多的债权人会得到足额支付。

## 破产投资的诱人之处

对破产证券的投资自然而然不同于对企业所进行的投资。一个明显的区别就是，在破产企业中，一名投资者可以相对肯定地知道哪些东西归谁所有。在破产中，应该由法院来决定该如何处理有效的权利主张：资产分配将由债务的所有者来决定，这些人将与股东一起直接获得资产，或者获得重组后债务人所发行的新证券，后者更加普遍。

在第十章中曾提到，破产投资的诱人特征之一就是重组过程能成为实现潜在价值的催化剂。一只低估的股票可能永远维持便宜的价格，对一只诱人的债券的投资可能只有持有至遥远的到期日之后才能获得支付，但一家破产企业往往会在受到破产保护法的两三年内进行重组。在摆脱破产之后，这家企业的债权人往往会将自己原来的权利交换成重组后债务人的现金、新债券和股票等的组合。

摆脱破产也能增加权利主张人所持债务的流动性。持有小规模、没有流动性的商业索赔或者大规模银行债务的所有者会看到自己所持有的这些债务的流动性大幅增加。分配所有的现金能提供最高的流动性，但即使是债券或者股票也能为持有人提供较破产债务更高的流动性。

破产投资的另外一个诱人之处就是，破产债券对股市或者债市的波动非常不敏感，尤其是那些高等级债券。对破产证券的投资有点像风险套利投资，这些证券的价格波动与重组进程有关，与整个市场走势无关。

## 破产投资的三个阶段

共同系列基金（Mutual Series）的迈克尔·普莱斯（Michael Price）提出了破产投资的三个阶段。第一个阶段，即根据《美国破产法》第十一章规定申请破产之后，这一阶段的不确定性最高，但也许也是投资者机会最多的一个阶段。债务人的财政状况一片混乱，财务报告推迟公布或者根本未能公布，无法马上看到表外负债，同时主营业务也可能出现了波动。除此之外，债务人的证券在市场上的表现也是混乱一片，许多持有人被迫不计价格地卖出所持有的这些证券。

破产的第二个阶段是就重组计划进行谈判的阶段，可能会在递交破产申请的几个月或者几年后开始。到那时，分析师可能已经对债务人的业务和财政状况进行了详细的研究。对债务人的情况了解越多，证券价格就能体现更多可以获得的信息。然而，最终将公布怎样的重

组计划依然存在巨大的不确定性。依然需要解决不同级别债权人的利益问题。

破产的第三个阶段，也就是最后一个阶段，是指重组计划的结束和债务人摆脱破产期间的这一段时期。除非重组计划引起了争论，遭到一个或者多个级别的债权人的反对，或者因未能满足关键的条件而失败，否则这一阶段通常耗时 3 个月至 1 年。尽管时间框架和法律程序存在不确定性，但最后一个阶段最接近于风险套利投资。

破产的每一个阶段都为投资者提供了不同的机会。最好的便宜货出现在了充满不确定性和高风险的第一阶段。重组计划公开后的第三个阶段可以提供最低但最可预测的回报。

## 财政陷入困境和破产的证券的投资风险

对财政陷入困境和破产的证券进行投资要求投资者具备等待出现合适条件、合适证券和合适价格的耐心，并拥有恪守价值投资标准的纪律。只要完全按此操作，对问题企业的投资可能会比较传统投资更安全，但却能提供高得多的回报。但如果没有按此操作，对问题证券和破产证券的投资可能带来灾难性的后果。例如，次级债券可能会被彻底摧毁。问题证券和破产证券的市场缺乏流动性，交易员可以玩弄那些没有经验的投资者。报价可能与实际的交易水平没有多大的关系，一名不了解情况的买家可能会支付非常高的价格。在多数买家都是经验丰富的投资者的市场中，普通投资者必须牢记“谨慎”二字。

许多事情可能会让破产投资出错。首先，回报率对时间点的选择

有着很强的依赖性。在企业申请破产之后，无担保但“全额保障”的权利主张（那些在重组之后能够获得足额支付的权利主张就被称之为全额保障的权利主张）实际上变成了零息债券，买家会在重组过程末期以票面价格获得支付，他们的回报率视破产的持续时间而定。为了获得相同的回报率，预期这将是一个漫长破产过程的一名投资者自然而然会较一名乐观的投资者支付更低的价格。

财政陷入困境和破产的证券的投资风险各不相同。风险最高的是那些高竞争力或者以流行为导向的业务依赖于数量有限的几名关键职员且几乎没有有形资产的企业，是那些销售个性化产品或者给特定客户提供产品的企业，以及那些特别依赖于投资者和市场信心的金融公司。具体的例子包括竞争激烈的折扣店市场中的 Ames Department Stores 公司，以及使用高杠杆的金融服务公司 Integrated Resources。

风险最低的是那些过度使用了杠杆的资本密集型债务人，也许这些企业在所处的行业中处于垄断或者近乎垄断的地位，以及那些生产同质产品或者无差异化产品的企业。低风险的破产也指那些不会陷入同公共政策有关的法律诉讼的破产。电力公用事业公司新罕不什尔州公共服务公司（Public Service company of New Hampshire）的抵押债券，或者综合性钢材生产企业 LTV Corporation 的子公司 Jone & Laughlin Steel 的抵押债券久属于低风险的范畴。

投资者应当对购买或者持有业务快速恶化的企业的固定收益类证券保持警惕。很容易只看到一种债券中显而易见的资产担保，而忽

视这家企业的盈利或者现金流中的问题。当一家企业的现金甚至在支付利息之前就因业务经营而减少时，这样的企业经常会加速消耗现金，尤其是如果这家公司使用了高杠杆。如果转机并没有马上出现，那么这家企业可能永远也不会迎来转机。

尽管任何一名投资者都无法忽略价格，投资问题证券或者破产证券的投资者必须让价格成为主要的关注对象。非专业的观察家和专业的学者倾向于认为金融市场是有效且连续的，且价格由企业发展所决定。然而，一种问题证券或者破产证券的市场可能只由几名买家和卖家所组成，有时甚至只有做市商自己组成。在一个缺乏流动性的市场中，反映证券在哪个价位发生交易的价格并不是由投资基本面决定的，而是由参与者的交易头脑所决定的。在缺乏流动性的问题债券和破产债券市场中，有时成为一名聪明的投资者可能会比成为一名聪明的分析师更加重要。

#### 对财政陷入困境和破产的证券的投资进程

投资财政陷入困境和破产的证券的投资者必须将精力集中在企业的资产负债表上。就像在棒球比赛中知道对方的队形一样，对一家公司负债的总额以及各项负债的优先等级的了解能告诉投资者许多事情，不仅可以从中知道各种证券的持有者会受到怎样的待遇，也能知道可能会用何种方法解决财政困境。

第一步就是评估债务人的资产。只有知道了一块馅饼的大小，才有可能考虑这块馅饼可能会被如何分割。为推动这一进程，一名投资者必须将债务人的资产分为两类：维持业务所需的资产，以及可用于

在重组中分配给债权人的资产，如剩余现金，待售资产以及证券投资。拥有 Am International 公司高等级债权的投资者在重组中获得了该公司大量的剩余现金。对 1983 年 Braniff Airlines 公司的第一次破产进行投资的投资者获得了清算信托凭证，这些凭证直接受飞机资产所支持。

在评估处于破产保护下继续经营的企业时，投资者应当使用第八章中所描述的每一种评估方法。在许多案例中，因债务人的业务不稳定，有时甚至一片混乱，投资者在分析这种飘忽不定的目标时遇到了困难。投资者应考虑到损益表以及由破产程序自身所造成的现金流分配，这一点很重要。例如，破产期间增加的现金所产生的利息并不是一家重组公司的收益来源。同样，摆脱破产之后，破产期间暂停支付的债券利息将恢复正常。接着随着企业走出破产程序，高昂的投资银行业务、法律和管理等方面的支出将终结，这些费用累积起来可能占到债务人资产价值的百分之几或者更多。破产企业甚至可能会“丑化”自己的财务报告（例如，通过将某些特定的费用记为开销而非记为资本，或者通过建立过剩的准备金等手段），使表面上能分配给债权人的资产降至最低水平。在重组之后，这一价值最终将暴露出来，但那时内部人士已经获得了便宜的股票或者期权。

然而，对财务陷入困境和破产企业的资产负债分析必须超越资产负债表。表外资产可能包含了以低于当前价值记账的房地产资产、一项资金过剩的养老金计划、企业所拥有的专利权以及类似的资产。表外负债可能包含了资金不足的养老金计划，对美国国税局、环境保护



局和养老金担保公司（PBGC）等的负债，以及因拒绝执行待执行合约和租赁合约而产生的负债等。例如，在最近发生的几起钢铁公司破产案中，Wheeling Pittsburgh Steel 公司和 LTV Corporation 公司将资金不足的养老金计划移交给了养老金担保公司，导致养老金担保公司拥有了 Wheeling 公司的破产债权，并延长了 LTV 公司与养老金担保公司之间的诉讼案。

一旦债务人的资产得到了评估，投资者应当将注意力转向资产负债表中的负债上。最好根据债权等级从高至低的顺序来评估一家破产企业的负债。应当首先评估有担保的债务（Secured debt）。如果担保权益（security interest）的价值相当于或者高于债务的价值，不管是使用谈判还是评估的方式确定了这种关系，那么就说这一债务得到了全额担保，或者超额担保。一种获得超额担保的债务让持有人的待付利息（指破产过程中产生的利息）达到同超额担保权益一样的价值。如果担保债务没有得到全额担保，那么持有人往往会获得一份相当于担保权益价值的债务，以及一份相当于担保权益不足部分的高等级但无担保债务。

在每个级别的债券中都可能存在一些投资机会。风险厌恶型投资者往往更喜欢持有高等级证券，高等级证券的潜在回报常常低于次级证券，但风险也更低。高等级证券具有排在第一的优先地位，而次级证券不大可能获得大量的价值，除非这些证券得到了全额支付或者近似全额的支付。

“支点证券（fulcrum securities）”——指资产价值只覆盖了

部分价值的证券——也能成为诱人的投资，只要价格合适，且风险处在中等水平。支点证券将从价值增加中获得最大的利益，同样，价值的下降会带来最严重的伤害。

投资次级证券能带来丰厚的回报，但也可能会出现灾难性的后果。这些证券经常像一种“价外”期权——实际上就是押注企业的经营业绩会改善，或者企业价值会增加。

破产企业普通股的交易价格常常大幅高于经常接近于零的重组价值。尽管投资破产企业的普通股有时能带来丰厚的回报，但投资者应当将以任何价格回避这类股票看成是一项规则，这类股票的风险巨大，且回报很不确定。缺乏经验的投资者因以高估的价格购买了破产企业的普通股而蒙受了巨额亏损，哪怕是在市场已经普遍反映了重组计划中不利条款的情况下也是如此。

应当记住，结构调整和破产重组都是进行谈判的过程。不同级别债权人之间相对强势和弱勢的谈判地位、谈判人的技巧以及资金规模等都会影响到这些谈判。

举个例子，伦·莱伯（Ron Labow）领导的一个投资者群体买下了 Wheeling pittsburgh Steel 公司多数的银行债务，他提出的重组计划让其在重组后的公司中获得了控制权。在一种规模较小、都被集中持有的债务中获得了可以阻扰重组进程的地位——即获得了 1/3 这类未到期的债务——可能使这类债务获得较那些有着类似规模，但被分开持有的债务更好的待遇。甚至在多数的次级破产证券中，拥有了具有“阻扰地位”的持有人可能让自己的债务获得好于根据优先等级

而应有的待遇，因为他有能力推迟债务人摆脱破产境地。阻扰地位的“阻扰”价值体现在两方面：阻扰地位的所有者能够阻扰（推迟）破产进程，同时能拦截（抢劫）其他级别的债权人，从那些近乎没有价值的权利中获得超付价值。

## **HBJ 公司的陨落：财政陷入困境证券中的一个机会**

Harcourt Brace Jovanovich 公司（HBJ）的陨落充分体现了问题证券市场中存在着机会。HBJ 公司曾是垃圾债投资者的最爱，在 1989 年 8 月时，该公司的债券和股票的总市值为 46 亿美元。其垃圾债交易价格高于票面价格。当时 HBJ 公司经营着一项著名的出版业务、一家保险公司和几家主题公园，公司准备出售这些主题公园。1989 年 9 月，HBJ 银行宣布以 11 亿美元的价格（除去税收后为 10 亿美元）卖出了这些主题公园，这一售价令华尔街分析师感到失望，他们预期售价应该为 15 亿美元。公司用税后所得支付了银行债务。从理论上讲，这家公司的市值应当从 46 亿美元降至 36 亿美元。然而，到 1990 年 1 月 31 日时，这家公司的总市值仅为 10 亿美元，较 4 个月前的总市值下降了超过 2/3。出现如此大的跌幅只能用投资者对公司“优秀垃圾债”印象的破灭来加以解释。一旦当人们清楚地看到了这家公司使用了大量的杠杆之后，大规模的抛售就开始涌现，证券价格一路下跌。

单靠价格下跌无法让一种证券成为便宜货，要想成为便宜货，还需要满足价格大幅低于潜在价值的条件。在 HBJ 公司的案例中，次级债券如今成了便宜货，因为在 1990 年 1 月，几乎可以肯定的是，这

家公司的价值为 14 亿-7 亿美元之间，甚至有可能更多。（1 年之后 General Cinema Corporation 给出的 15 亿美元收购报价证实了这一估值，每 1 美元的这些次级债券将获得近 50 美分的回报。）高级债务 6-9 亿美元，而这些债券的实际价值为 9.5 亿美元。因在企业业绩恶化的情况下，这些债券依然极其诱人。实际上当企业申请破产后，这些次级债券的价值最终将增加，因为支付给高等级未担保债务持有人的利息将推迟，现金储蓄对次级债券最为有利。

### **问题债券对比乐观股票：**

#### **对新英格兰银行证券进行市场间套利**

许多时候股市上的证券价格与债市上的证券价格不一致，就像是某个市场中的投资者不与另外一个市场中的投资者交流一样。财政困境为新英格兰银行（BNET）的债券和股票创造了沟通的机会。1990 年 1 月公布的巨额亏损报告造成新英格兰银行的次级债券价格从 70 多美元暴跌至 10-13 美元。与此同时，这家银行的普通股价格为 3.5 美元左右。

新英格兰银行总共拥有票面金额约为 7 亿美元的高级债券和次级债券，而这些债券的总市值不足 1 亿美元。该银行普通股的总市值为 2.5 亿美元，当然，普通股的权利等级低于债券。

机会投资者买入了新英格兰银行的债券，卖出了普通股，以锁定两者之间明显存在的估值差距。具体操作是这样的，投资者能以 10-13 美元的价格买入债券，并做空等额的普通股。为了获得相等的净收益，

以 10.5 美元的价格买入了票面金额为 100 万美元（实际使用了 10.5 万美元）次级债券的投资者可以以 3.5 美元的价格做空 3 万股普通股。不管出现何种情况，同时进行这些交易看起来都是一种低风险策略。

例如，如果新英格兰银行最终破产（该银行确实在 1991 年年初破产），债券持有人最多损失自己所有的投资，并可能收回一些本金，而普通股肯定毫无价值。投资债券中的亏损至少可以被做空普通股中所获收益相抵消。此外，投资者可以从做空所得中赚取利息，并可能从新英格兰银行中获得一两次的利息支付（实际上这家银行支付了两次每半年支付一次的息票）。

如果新英格兰银行存活了下来，债券的涨幅可能会超过普通股。例如，如果因这家银行意外复苏，普通股的股价翻了三番达到 10.5 美元，债券的价格可能会大幅超过 30-40 美元的盈亏平衡点。此外，投资者不仅能从债券中获得利息支付，也能从做空股票时所持有的现金中获得利息收入。

另外一种可能性就是进行财务重组，此时新英格兰银行会给债券持有人提供一个将债券换成股票的机会。这一替代方案对那些既做多债券又做空股票的人非常有利，这家银行也曾仔细考虑过这一方案，但最终证实这一方案不具操作性。为了使债券持有人将手中的债券交换成股票，这家银行可能会给出高于市场的价格，这将令债券从中受益，而普通股则可能会下跌，因为向债券持有人发行的大量普通股会带来摊薄效应和卖盘压力。

## 结论

对破产证券和财政陷入困境证券的投资是一项复杂、高度专业化的活动。每种证券都拥有自己的分析难点、风险和机会。少数一些精明、有头脑和经验丰富的实践者会对这些机会发起挑战。因为破产的企业有着不好的名声，财政陷入困境的企业最终会落得何种下场存在不确定性，且对这类企业的分析很复杂。实际上，这一领域中的投资机会主要来自于其他投资者的非理性行为。当这一领域在 1991 年年初广为人知时，投资者必须确保不要支付过高的价格。

当迈克尔·米尔肯（Michael Milken）将财政陷入困境和破产的证券中的投资机会推广至他所承销的垃圾债时，也许他并没有疯，他只是太贪婪了。讽刺的是，许多此前的垃圾债投资经理人和分析师已经成为了今天的问题证券和破产证券市场的参与者。

本章只提到了为何财政陷入困境和破产的证券可能给投资者带来吸引力的部分原因。本章肯定不是有关如何成功投资此类证券的入门读物，我也并不希望读者能马上成为成功的破产投资者。我的主要观点是，通过见解独到的分析方法和大范围搜索，投资者可以在所有有趣的地方找到诱人的投资机会。

## 第十三章 投资组合管理和交易

每本有关投资的书籍都会谈到交易和投资组合管理。交易——即买卖证券的过程——能给一个人的投资结果造成巨大的影响。出色的交易决定有时能增加一项投资的盈利，其他时候则能体现出不同质量的交易决定所带来的区别。投资组合管理包括交易活动和对所持头寸进行定期检查。此外，一名投资者的投资组合管理责任包括保持合适的多样化投资，作出对冲决定，以及管理投资组合中的现金流和投资组合的流动性。

所有投资者必须对投资过程的持续性作出妥协。尽管一些投资有着起点和终点，投资组合管理将永远存在。同在其他许多领域中所做的努力不同，投资不存在能产生持续现金流的盈利业务，也没有能够在未来带来投资回报的储备。亨氏番茄酱公司（Heinz Ketchup）能对一年内的销售作出合理的预测。从某种意义上说，当这家公司建立起了自己的特权之后，公司明天的利润来自于前天所做的努力。然而，投资可交易证券的投资者无法预测每年的回报，即使他们拥有了代表着同一家公司所有权的股票。此外，亨氏公司所取得的回报与投资这家公司股票的投资者所获得的回报可能没有联系，这些投资者的回报由支付的价格决定，而不仅仅由公司的业绩决定。

### 管理投资组合时流动性的重要性

因为没有投资者能够做到绝对不出错，也没有一项投资是完美的，能做到改变主义意义重大。如果一名投资者买入像 IBM 这样的流

动性很强的股票的理由是，他认为公司的一项新产品将大获成功，或者认为公司下一季度业绩强劲，那么他可以改变主意，并在这些事情发生之前的任何一个时刻卖出这些股票，也许可能会蒙受些许亏损。然而，当一名投资者购买了一家非上市公司股票或者一家有限合伙公司中不可转让的权益时，他就无法改变主意了，实际上他被困住了。当投资者没有因自己的投资缺乏流动性而希望获得补偿时，他们通常会因此而感到后悔。

多数时候流动性并不是长期投资组合管理中的重要因素。很少有投资者要求投资组合具备完全的流动性，能够快速将投资组合转换成现金。然而，确实会对流动性产生出乎意料的需求。尽管投资组合缺乏流动性的机会成本很高，不过投资组合无需具有充足的流动性。多数投资组合应保持一种平衡状态，当市场为缺乏流动性提供了很好的补偿时，可以选择让投资组合具有更少的流动性。

在权衡回报与流动性时，一个可考虑从轻处置的要素（Mitigating factor）就是时间周期。尽管你必须总是因牺牲了流动性而获得很好的回报，但所需的补偿依赖于你在多久之后才需要流动性。10 年或者 20 年没有流动性所带来的风险较一两个月内缺乏流动性要高得多，实际上，一项持续时间较短的投资本身就创造出了流动性。例如，风险资本投资必须获得非常高的补偿才能抵消巨大的亏损概率、在风险投资中所占的巨大比例（亏损经常意味着血本无归）、以及投资期间缺乏流动性。在这种情况下，没有流动性的成本非常高，风险投资者无法改变主意，他们也难以将自己的投资兑换成现金，哪



怕是在所投资的企业取得成功时。

流动性可能是幻觉。就像路易斯·鲁文斯坦所说的，“在股票市场上，流动性是针对个人而言的，而不是针对整个市场。一家企业的可分配利润才是对这个市场唯一的回报”。换句话说，尽管任何一名投资者可以通过将证券卖给另外一名投资者而获得流动性，所有投资者的集合体只能通过意想不到的外部事件才能获得流动性，如收购和股票回购。除了这种来自于外部的交易外，每一种证券的一名买家必须找到对应的一名卖家。

在市场总体稳定的时候，一种证券或者一类证券就会表现出很高的流动性。实际上流动性与投资潮流联系密切。在市场陷入恐慌时，那些在上涨的市场中看起来非常充裕的流动性就可能所剩无几了。一些证券在受市场追捧时有着巨大的交易，但在失去市场宠爱之后，这些证券可能就没有交易了。

当你的投资组合都是现金时，不存在亏损的风险。然而，也不存在赚取高额回报的可能性。获取高回报和规避风险之间的关系可能会很紧张。永远无法轻而易举地确定如何在流动性和缺乏流动性、获取回报和规避风险之间取得平衡。

从某些方面来看，投资就是一个永无休止的管理流动性的过程。投资者往往从流动性开始进行投资，也就是说，他将利用这些现金。这些最初的流动性被转换成流动性更小的投资，以取得累积回报。当投资开始开花结果的时候，流动性就会重新建立起来。然后就将重新开始原来的那个过程。

投资者组合中的流动性周期有两个重要的目的。首先，正如第八章中讨论过的，投资组合的现金流——流入一只投资组合的现金——能够降低投资者的机会成本。其次，每隔一段时间了结投资组合中的部分头寸会产生一种排堵效应。容易对当前持有的头寸感到自满，并随着这些头寸的波动一起沉浮。没有价值的证券会越来越多并被忽视，同时损失也在增加。然而，当投资组合中的证券经常被兑换成现金，投资者就会一直面临着将这些现金投入运作、寻找最有价值的投资的挑战。

## 降低投资组合风险

成功管理一只投资组合的挑战不仅仅是作出一系列出色的投资决定。对投资组合的管理就是要求将注意力放在整个投资组合上，考虑多样化投资、潜在对冲策略以及管理投资组合中的现金流。实际上尽管在作出单个投资决定时应考虑风险因素，但投资组合管理是一种进一步降低投资者所面临的风险的手段。

## 合理的多样化投资

即使相对安全的投资也会有一些下跌风险，只不过风险较小而已。可以通过谨慎的多样化投资将下跌风险降至最低水平。将投资组合中的风险降至可接受水平所需的证券数量不会很多，通常只要5-10只证券就能做到这一点。

为了多样化而多样化投资则并不明智。这种做法采用了指数基金

中的观点：如果你无法打败市场，那么就应该取得同市场一样的成绩。极端多样化投资的鼓吹者生活在对公司特定风险的恐惧之中——我认为这是一种过分的多样化投资——他们认为，如果单个头寸的持仓规模不大，由意料之外的事件所引发的损失也就不会很大。我的观点是，与对许多所投资的企业一知半解相比，熟悉少数几个企业的许多事情会更有价值。一些非常好的投资在特定风险水平下产生的回报能高于成百乃至上千个好投资所产生的回报。

多样化投资有可能成为“特洛伊木马”。垃圾债市场上的专家大声疾呼，进行了多样化投资的垃圾债组合几乎没有风险。相信了他们的人最终用多样化投资代替了分析，更糟糕的是，多样化投资蒙蔽了他们的判断力。包含了价格高估的次级债券的多样化投资有着巨大的风险，且投资者对组合中的每一种证券都知之有限。对几个行业中的垃圾债进行多样化投资并不能保护投资者免受宏观经济下滑或者信贷紧缩的影响。毕竟多样化投资不是你拥有了多少种不同的证券，而是你拥有了多少种有着不同风险的证券。

## 对冲

无法通过多样化投资来消除市场风险——指整个股市可能会下跌的风险——但可以通过对冲来限制这种风险。对冲策略有很多，一名投资者选择哪种对冲策略应该视其所持头寸的特征而定。例如，一只投资于大盘股的多样化投资组合可以通过卖出等量的标准普尔 500 指数期货来对冲风险。这种策略能够有效消除由整个市场波动所引起

的亏损和收益。如果一只投资组合通过卖出指数基金进行对冲，那么投资的成功将依赖于所持头寸相对于整个市场的表现。

一只对利率波动敏感的股票进行投资的投资组合可以通过卖出利率期货或者买入或者卖出合适的利率期权进行对冲。一只投资于矿产股的投资组合可以通过卖出黄金期货来对冲金价可能出现的波动。一只对出口或者进口敏感的股票进行投资的投资组合可以通过在外汇市场上的合理交易来对冲部分风险。

对冲并不总是明智的选择。例如，当可以获得足够的回报时，投资者应当愿意承担风险，且坚持不进行对冲。进行对冲可能既耗费资金，又耗费时间，若在对冲时支付了过高的价格，那么无异于对一项投资支付了过高的价格。然而，当对冲成本合理时，对冲策略可能让投资者抓住机会，否则这种机会就会有过高的风险。最好的情况就是，有价值的对冲资产也可能因自己的特质而成为一项诱人的投资。

举个例子，从 1988 年年中到 1990 年年初，日本股市持续创新高。股市的估值已经超过了美国的估值标准，但在日本，人们普遍认为，政府间接控制着股市，股市并不一定受到企业基本面的限制。那些已经习惯于每年获得越来越多的大量投资资金的日本金融机构非常自信，认为股市会继续上涨，因而他们愿意以非常低的价格出售日本股市的卖出期权，对他们而言，出售卖出期权能马上产生收益，因为在他们看来，市场几乎肯定会继续上涨，他们所售出的卖出期权到期时将毫无价值。如果市场应该出现短暂下跌的话，他们有信心可以轻而易举地使用大量流入的现金来支付那些卖给他们的股票，他们已经习

惯于预期会有大量资金不断流入自己的手中。

华尔街上的经纪公司成了中间商，他们在日本创造了这些卖出期权，并在私下的交易中将这些期权卖给了美国投资者。从理论上讲，对如何一只股票型投资组合而言，这些便宜的卖出期权都是诱人的对冲工具。因为同美国股市相比，日本股市的卖出期权来对冲自己所持国内头寸中的风险。这些卖出期权较美国市场上的卖出期权便宜得多，但如果日本市场的估值跌至历史水平附近的话，它们却能提供高得多的回报潜力。

最终，1990 年年中，日本股市较几个月前的高点重挫 40%，持有日本股市卖出期权的投资者根据合约中的具体条款赚到了好几倍的利润。具有讽刺意味的是，日本的这些卖出期权并不是一项必须的对冲工具，当日本股市暴跌的时候，美国股市并未出现大幅下跌。这些卖出期权就是一项好投资，并可能出现其他情况时起到对冲风险的作用。

## 交易的重要性

没有一种证券或者一家企业天生就具备了成为诱人投资的因素。投资机会与价格有关，而价格是在市场中形成的。一些投资者会根据企业或者概念进行投资，他们希望投资于特定的行业、高科技企业或者无视价格而去追逐投资时尚，但一名价值投资者只会根据价格来进行有目的的投资。一名价值投资者不会在早上起床的时候知道了自己当天应该设置怎样的买入或者卖出订单，这些决定将视当时的价格以

及对潜在价值的持续分析而定。

因为在合适的价格进行交易至关重要，交易时价值投资取得成功的中心内容。这并不意味着买卖或者交易本身很重要，最好的情况是，交易成了一种娱乐，而最坏的情况是，交易让一个深思熟虑和严格遵守纪律的投资计划偏离了方向，并为此付出了昂贵的代价。投资者必须认识到，尽管从长远角度来看投资通常是一种正和游戏，但一天之内发生的多数交易都是零和游戏。如果一名买家买到了一种便宜的证券，那是因为卖家开出了太低的价格。如果一名买家以过高的价格购买了一种证券，那么受益人就是卖家，他获得了高于潜在价值的价格。

当其他人作出轻率行为，因而为那些采取明智行动的人创造了回报的时候，就会出现最好的投资机会。当其他人愿意以过高的价格购买一种证券的时候，他们就为价值投资者提供了溢价卖出这种证券，或者在高估水平做空这种证券的机会。当其他人感到恐慌并以大幅低于潜在价值的价格卖出的时候，他们为价值投资者创造了买入的机会。当他们的行为受到套利规则或者制约因素的支配时，他们会忽视那些显著的投资机会，或者也许会在不经意间为其他人创造了机会。交易就是利用这种价格错误的过程。

## 与市场保持联系

一些投资者会在买入之后持有很长一段时间，将自己投资的证券隐藏好几年。尽管这种策略在过去的一些时期内可能是有道理的，但

在今天看来这种策略已经被误导了。这是因为金融市场是多产的投资机会创造者。脱离市场的投资者将发现难以接触到市场不时创造出来的买入和卖出机会。今天，因许多市场参与者对自己所投资的企业的基本面信息知之甚少，甚至一无所知，买入和卖出机会的出现步伐非常快。鉴于我们在 20 世纪 90 年代初时面临着地缘政治局势以及宏观经济局势方面的不确定性，且这种不确定性可能未来还将存在，克制交易怎么会较每隔一段时间检查自己的投资更合适呢？

然而，与市场保持联系确实会带来危险。例如，投资者会沉溺于市场的每一次上涨和下跌，最终会进行短线交易。人们会随着市场的波动而出现波动，并愿意跟人群一起行动。而不是与人群对着干。无法抵挡这种冲动的投资者可能不应与市场保持密切的联系，他们最好是能将投资交给一位金融专家来打理。

接近市场的另外一个风险就是给股票经纪人提供了可乘之机。经纪人可能成为市场消息、交易想法甚至有用的投资研究等的来源之一。然而，投资者可能选择听从经纪人的建议，但肯定无法证实他们说的每一件事。永远不要将整个投资组合依赖于一名经纪人的建议，该说“不”的时候就说“不”。

## **买入：为以低于平均价格买进留出空间**

交易时唯一最重要的一个关键因素就是应对价格的波动作出合适的反应。投资者必须学会抵制恐惧、贪婪，以及当价格上涨时变得过于热情的这种倾向。交易的一半是学会如何购买。在我看来，投资

者通常应避免马上“满仓”（指他们打算最大限度投资多少资金）持有一种证券。没有听从这一建议的投资者到时可能只有无助地看着下跌的价格了，而手头上已经没有了可以进行投资的储备金。建立一部分仓位能够保留储备金，如果价格出现下跌，投资者可以使用这些资金“以低于平均价格买进”，从而降低每股的平均成本。

评估自己进行摊薄成本交易的意愿能帮助你将前景投资与投资区分开来。如果你认为某个证券确实是一项优秀的投资，而不是投机机会，那么你肯定会希望以更低的价格买入更多的这种证券。在购买之前，如果你意识到自己不愿以低于平均价格买进，那么你可能不应在一开始就买入。在那些管理不善、使用高杠杆、业务缺乏吸引力或者难以理解的企业中所存在的潜在投资机会可能会被辨认出来，并遭到否决。

## **卖出：最艰难的决定**

许多投资者都能找到便宜货，但知道何时卖出却比较困难。理由之一是难以精确地知道一项投资的价值。一名投资者在购买的时候会有一个价值范围，并以能够提供相当大安全边际的价格买入。然而，当价格上涨的时候，安全边际就开始下降，潜在回报开始减少，而下跌风险开始增加。因不知道这项投资的确切价值，投资者自然无法像作出买入决定时那样自信地作出卖出决定。

为了应对在何时卖出上所遇到的困难，一些投资者根据价格与账面价值比或者价格与收益比（即市盈率）制定了一些卖出规则，一旦



这些比率达到某个水平，他们就会卖出。依然有些人在买入的时候就设定好了卖出价格，就像在整个投资期间不会发生任何会影响卖出决定的事情一样。这些规则毫无道理。实际上，只存在一个有效的卖出规则：所有的投资都应当在合适的价位卖出。

同买入决定一样，卖出决定必须以企业价值为基础。究竟何时卖出——或者买入——依赖于是否可以获得其他投资机会。例如，你应当为实现部分或者全部的价值而继续持有吗？当市场提供了许多便宜货的时候，为了能在一只价格略低于潜在价值的股票中获得有限的额外回报而坚持持有的做法是愚蠢的。相反，如果你的股票依然大幅被低估，或者如果找不到更好的便宜货，那么你就不会希望对这只股票继续获利了结。

一些投资者会设定具体的止损价格来卖出证券，通常这一价格略低于他们的成本。如果价格上涨，这些订单不会执行。如果价格小幅下跌，根据对价格将进一步下跌的假设，这些止损订单就会得到执行。尽管这一策略可能看起来是一种限制下跌风险的有效手段，但实际上这是一种疯狂的做法。使用这种策略的投资者并没有利用价格下跌来增加自己的头寸，他们的行为就像是市场比他更了解这一特定投资的价值。

在卖出决定中，对流动性的考虑也很重要。对许多证券而言，市场深度以及报价都是一个重要的考虑因素。毕竟在没有买家的情况下，你是无法卖出的，因此，存在买家的可能性必然成为卖出决定中的一个考虑因素。一家专门在缺乏流动性的场外市场（也称粉纸市场）

从事股票交易的小公司的总裁曾对我说：“当小鸟饥饿的时候，你必须喂它们吃的。”

如果遵从了价值投资哲学的投资者依然认为何时卖出有些困难，那么我就会问下面这样一些问题：如果你不是根据那些价格高于潜在价值作出购买决定，你如何决定何时卖出？如果你正对那些价格高于潜在价值的证券进行投机，你会在什么时候进行获利了结，或者进行止损？除了“它们正如何波动”外，而事实上这根本不是一个能够提供指引的标准，你还有其他的指导依据吗？

## 利用把你看作重要客户的经纪人

无论是买入还是卖出，找到有着长期投资定位的股票经纪人并与他们打交道能让你获得明显的优势。这些经纪人知道，同客户之间建立起互利的合作关系对自己有利。如果客户感到自己最大的利益得到了经纪人的尊重，而经纪人将佣金放在了第二位，那么双方就可能建立起长期的关系。相反，那些收取了高昂的佣金，或者一再推荐只产生更多佣金而不带来更多投资回报的交易的经纪人最终将失去客户。问题是要找到一名或者多名让自己感到满意的经纪人。

一名合适的经纪人会在经验和欲望、佣金和投资业务之间作出权衡，并愿意为了建立起长期关系而牺牲短期内的佣金。你希望一名经纪人在所处的公司内有足够的能力让你接触到分析师和交易员，希望他有着丰富的经验，能够合理的操作你的账户，并知道何时该给你打电话，何时不要浪费你的时间。

你不希望看到毫无经验的经纪人通过牺牲你的利益来获取经验，不希望经纪人对平庸的业绩感到自满，或者不想看到因为这位经纪人很成功而不重视你的账户。迈克尔·普莱斯和比尔·卢恩 (Bill Ruane) 会轻而易举地获得任何一名经纪人的全身心关注，他们对任何一名经纪人而言都是非常重要的客户。其他投资者必须更加努力地工作，以找到一名或者多名把你看作重要客户的经纪人。一种方法就是与一名相对年轻但有能力、未来将在公司内取得更多权利和地位的经纪人建立起关系，对这位经纪人而言，你是他眼前非常重要的客户。

## 结论

本章提到了投资者在管理投资组合时应当考虑的许多问题。尽管个性和目标能够对一个人的交易和投资组合管理方法造成一定程度的影响，但稳健的买入和卖出策略、合理的多样化投资以及谨慎的对冲对所有投资者而言都很重要。当然，当采用了一种不合理的投资哲学时，良好的投资组合管理和出色的交易毫无帮助，只有与一种价值投资法融合在一起，它们才会具有最大的价值。

## 第十四章 个人投资者的投资替代品

如果这是一本童话故事书，那么就会有一个更加让人感到快乐的结尾。不幸的是，留给个人投资者的投资替代品非常有限。现在应该明确认识到，投资是一份专职工作。鉴于所需浏览和分析的信息数量庞大，且投资任务很复杂，一名个人投资者通过偶尔作出的零星努力取得长期投资成功的可能性很小。没有必要，甚至不值得成为一名专业投资者，但时间是个先决条件。那些无法在自己的投资上花大量时间的投资者有三个选择：共同基金、全权股票经纪人或者资金管理人。

### 共同基金

从理论上讲，对个人投资者而言，共同基金是一个诱人的替代选择，它能提供专业的管理、低廉的交易成本、马上可以兑现的流动性以及合理的多样化投资。从实践角度来说，多数共同基金在管理资金方面表现平平。然而，也有一些共同基金是例外。

首先，投资者肯定应该更喜欢不付费的基金，而不是那些付费基金，后者会收取大量的预付费用，这些费用将用于支付销售人员的佣金。同基金份额固定、价格随供需情况而波动的封闭式基金不同，开放式基金会根据投资者的需求发行新基金或者赎回基金。开放式基金的价格总是与根据所持头寸的市场价格所计算出来的净值保持一致，因为有了这种能保证流动性和实现当前净值能力的赎回特性，开放式基金通常较封闭式基金更具吸引力。

但开放式基金的持有人是不幸的，因为开放式基金的资产增加或

者减少与基金近期的表现保持一致，许多基金经理人因而参与了短期相对表现的竞赛。同其他机构投资者一样，共同基金的利润来自于根据资产管理规模所收取的一定比例的管理费，这些费用与投资业绩没有直接的联系。如此，对因糟糕的相对表现而导致资金流出的恐惧给经理人带来了巨大的压力，迫使他们跟随潮流。

另外一个问题是，开放式基金这些年来吸引了大量来自于投机客的“热钱”（甚至鼓励这些资金流入），这些投机份子希望能赚快钱，但又不希望承担风险，或者无需费心直接购买股票。为了抓住最新的市场风潮，许多高度专业化的共同基金（例如专注于投资与生化科技、环境或者第三世界有关的公司）相继成立。共同基金内进行市场营销的组织不辞辛劳地鼓励，甚至煽动投资者爆发出热情，并成立了共同基金零售店，且每隔一个小时提供基金价格，还允许投资者通过电话来在公司所有的基金之中进行转换。他们并未组织对共同基金的新闻报道，也没有阻扰那些为了适应热钱投资者的“需求”而建立起来的转换服务业务。

有些开放式基金确实有着长期投资的理念。这些基金拥有深厚的忠实于长线投资的投资者基础，这会降低出现巨额赎回的风险，从而可以避免在市场低迷被迫了结低估证券。共同系列基金（Mutual Series）和红杉基金（Sequoia Fund）是我最喜欢的基金，红杉基金这些年来不再接纳新的投资者，而共同系列基金中还有部分基金会不时对新投资者开放。

## 评估全权股票经纪人和资金管理人

有些股票经纪人实际上就是资金管理人，他们被授权全权管理客户的部分或者全部资金。这会带来巨大的利益冲突，因为佣金是根据交易而不是投资业绩来收取的。不管怎样，你应该像选择一名资金管理人那样选择一名全权股票经纪人。需要提的问题也几乎是一样的。无论是选资金管理人还是全权股票经纪人，尽管可供选择的人很多，但选中能谨慎并负责地管理你资金的人并不容易。

在选择一名股票经纪人或者资金管理人时，最大的挑战就是准确地理解他们是做什么的，评估他们投资方法的效用（这些方法是否有道理？）以及他们是否正直（他们是否言行一致，是否将你的利益放在了第一位？）。

你最初从哪个角度来评估股票经纪人和资金管理人呢？需要对一些重要的领域展开调查，进行一到两次的会面绝对至关重要。没有比个人的道德品质更适合作为这一评估的开始了。他们吃“自己煮的食物”——将自己的资金和客户的资金放在一起进行管理吗？我认为他或她对自己在代表客户时所使用的投资方法的信心时评估一名管理人正直和投资成功概率时最重要的测试方法。有趣的是，很少有垃圾债经纪人会将自己的钱投资于垃圾债。换句话说，他们都吃别人煮的东西。

另外一个需要审查的地方就是他们是否一视同仁地对待所有的客户。是否所有的客户都受到了公平的待遇？如果不是，那么理由是什么，以及在哪些方面会出现不公平的待遇？是否同时执行所有客户

的交易？如果不是，他们使用何种方法来确保公平？

第三个需要关心的地方就是取得优秀投资业绩的可能性。具体说就是，这名经纪人或者资金管理人管理着一只规模合理的投资组合吗？或者所管理的资产规模是否过大？判断方法之一就是检查这名管理人此前所管理的资产规模达到当前水平后的历史记录。投资者也可以检查其他管理人的记录，以大致判断出规模的增加会给业绩带来何种影响。根据我的经验，资产管理规模的大幅增加会给投资回报产生负面效应。具体多大的资产规模才能获得成功依赖于具体的投资策略，以及经理人的水平。

第四个需要关注的地方就是经理人的投资哲学。这名经纪人或者资金管理人有着能够带来长期投资成功的明智策略吗？（在我看来，最好的一种策略就是价值投资策略）。他对绝对回报、可能出错的情况感到担忧吗，或者被相对表现竞赛所吸引吗？没有套利限制或者像每时每刻都保持满仓投资这样的愚蠢规则吗？

### 评估投资绩效

只有对备选的个人或者机构过往的投资表现进行了全面分析之后才能做出雇佣一名专业投资者的决定。一些问题显而易见：历史记录有多久？是否在经历一轮或者几轮的市场周期和经济周期后取得了这些成绩？这些成绩都是由那名将要管理你资金的管理人所取得的吗？这些是否代表了这名管理人整个投资生涯的业绩？或者仅仅代表了在有利的市场环境中所取得的成绩？（当然，在平庸的长期表现中，每个人都有可能在某个时期取得不错的成绩。）这位管理人在

市场业绩表现稳定吗？还是业绩的波动很大？这份记录是由一到两次非常可观的成功投资所组成的，还是由一系列中等水平的投资业绩所组成的？如果剔除那一到两次非常可观的投资回报之后的业绩变得平淡无奇，有理由认为这名管理人还会在未来取得更多类似的突出表现吗？这名管理人是否还在使用之前让他取得成功的同一种策略？

很明显，不能雇用一名长期业绩表现乏味的管理人来管理你的资金。不管怎样，你可能也没有必要雇用一名近期表现最优秀的管理人。必须总是将回报和风险放在一起加以检查。可以问一下是否这名管理人每时每刻都满仓投资，或者通过借款来超额投资。（对多数投资者而言，利用杠杆进行投资不仅没有必要，也不合适。）反之，如果这名管理人在即使持有大量现金及现金等价物的情况下依然取得了优秀的成绩，这可能意味着他使用了一种低风险的方法。投资组合中的投资有着特别大的风险吗，如使用了高杠杆企业的股票？相反，这名管理人通过多样化投资或者对冲，或者通过投资高等级证券而降低了投资组合风险吗？

事实上比较资金管理人之间的投资业绩很简单。正如第七章中曾讨论过的，评估资金管理人为获得成功而承担的风险则要难的多，而且这是不可能的，除非是评估过去所承担的风险。

当然，短期内的投资回报受到运气因素的影响。概率论告诉我们，几乎任何一个人都能在某个时期取得显著的成就。评估资金管理人的任务就是确定他们过去取得的成就中有多少来自于运气，有多少来自



于投资技能。

许多投资者错误地以挑选赛马的方法来选择自己的资金管理人。他们会看谁近期表现很好，并对他们下注。认识到投资潮流具有周期性能够提供帮助，不同的投资方法会受到追捧和抛弃，使用了相应方法的投资者的业绩会出现相应的波动。如果已经有着长期优秀投资表现的管理人近期的表现不佳，那么他可能正专注于近期被市场遗弃的领域。如果真是这样的话，当周期转变的时候，他们所取得的回报会削弱长期来的平均表现，但在经历了几年的糟糕表现之后，接下来肯定会出现连续几年的强劲表现。

最后，投资者需要考虑最重要的一件事就是自己与一名管理人之间的融洽程度。如果自己与一名金融专业人士格格不入，那么双方的关系将无法持久。同样，如果具体的投资方法无法达到令人满意的水平，那么对这名管理人的选择就是一个糟糕的决定。一名保守的投资者可能对一名职业的做空人士感到满意，不管投资结果如何。相反，一名激进的投资者可能无法容忍一名买入证券之后一路持有的管理人。

一旦雇佣了一名资金管理人，客户必须持续关注他的行为和业绩。在雇佣了管理人之后，那些在雇佣管理人时所考虑的问题依然有用。

## 结论

一旦你选择投资于美国短期债券以外的证券，不管你进行怎样的

投资，风险总是如影随形。你没有选择的余地。无论你拥有多少的财富，都需要经过很长的时间才能积累起来。绝对不能将金融财富视同儿戏。因此，我建议你们采用价值投资哲学，或者找到有着成功价值投资记录的专业投资者，或者花大量时间和精力来自己进行投资。

## 附录一

### 《安全边际》读书笔记——枯荣

#### (一)

赛思·卡拉曼是 Baupost 基金公司总裁，也是一名长期取得了优秀业绩的投资高手。另一方面，卡拉曼本人对价值投资有深刻研究，曾经是格雷厄姆《证券分析阅读指南》一书的主要作者。《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。但在国外好像还比较有名。

卡拉曼投资入门是在共同股份公司开始的，而著名的成长股投资大师普莱斯就是当时公司老板，所以继承了其价值投资一派的风格。

#### 1、价值投资知易行难

卡拉曼指出，投资者单凭阅读一本书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**。实际上，只有极少数人愿意和能够为成为价值投资人付出大量时间和精力，而价值投资者中又只有一小部分人拥有较强的心理素质从而取得成功。

一般投资人只是知晓了基本的公式或规则，或者肤浅的表面知识，但对他们所做之事并未真正通晓。要想跨越资本市场和实体经济的循环周期取得长期的成功，仅仅捧着一些规则是远远不够的。在投资世界里面变化太快，因此成功的关键是理解规则背后的基本原理，以便彻底理解为什么不照规则就会碰壁。

赚取快钱的冲动是如此强烈，关注短期业绩必然不可避免会被市场的流行时尚所吸引，并以这种时尚作为取得业绩的助推器。许多投资人发现，要做到与众不同真是太难了。

有时候，**投资人最大的敌人就是自己**。股价大幅上升时，贪婪驱使投资人参与投机，做出大数额、高风险的赌博，而依据的仅仅是乐观的预期而忽视了风险。在股价大幅下跌时，情绪又走向另一个极端：对损失的恐惧让投资人只注意到股价继续下跌的可能性而根本不考虑投资标的的基本面。甚至还有投资人试图使用一个公式来试图追求成功。

价值投资戒律看起来很简单，但是很显然，对多数投资人来说沿着这条路坚持下去实在太难了。**巴菲特曾经说过：价值投资不是一个在一段时间里让人逐渐学习和采纳的理念，要么你立即领会和马上付诸实施，要么永远也无法真正学会。**（卡拉曼语，不知其真实性）

卡拉曼指出，对于一旦坚持价值投资下去并逐步取得成功的人来说，同价值投资简单但是明白无误的逻辑性相比，原来的投资策略是多么天真幼稚，一旦你采用了价值投资的策略，那么其他的投资行为的确变得如同赌博一般。

#### 2、投资与投机的差异

马克·吐温说过一句名言：**一个人的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，股票代表的是相应企业的部分所有权，债券则是对这些企业的贷款。投资者在比较市场价格和估测的价值之后做出买卖的决定。投资者相信从长远来看，证券价格趋向于反映相应企业的基本面。因此**股票投资者至少期望下面三个方式获利：企业营运所产生的自由现金流，这将反映在更高的股利和分配的股息上；其他投资者愿意以**

**更高的比率（市净率或市盈率）来购买股票，这反映在更高的股价上；或通过缩小股票价格与企业价值之间的差距。**

而 投机者根据预测证券价格下一步会上涨还是下跌，并以此来买卖证券。他们对于价格的未来走向预测不是基于基本面，而是试图揣摩其他人买卖的行为。他们大多将证券看做可以反复易手的纸张。投机者总是被预测股价走势所困扰，每天的新闻、报导、通讯、市场传言，无数人每天对未来 市场走向做出狂乱的推测。

但投资者和投机者没有佩戴标示来区分，很多专业的投资者实际上从事的就是赤裸裸的投机行为。如果没有长期详细的观察他们的行为，区分投资者还是投机者实际上非常困难。

就 如同那个沙丁鱼的故事一样，当时沙丁鱼从加利福尼亚州蒙特里的习惯水域消失了，很多商品交易商乘机哄抬价格，致使沙丁鱼罐头价格一路高涨。有一天有个买 家成功交易后决定打开一罐来犒劳自己，但吃下去立刻觉得不适，因为早已经变质了。买家马上找到卖家要求对方解释。卖家很奇怪的反问：你不知道这些沙丁鱼不 是拿来吃的，而是拿来交易的吗？投机者也一样，从未品尝过交易的沙丁鱼，投机给人一种快速获得财富的前景，如果你能快速致富，那么为什么还要慢慢变富呢？ 因此，投机者总是追随大流，而不是逆流。多数人认可的东西总是让人感到放心，他们从大多数人中获得信心。

投资者和投机者持有的标的，有时也是一样的，但含义却是完全不同：**投资者持有的投资品可以为投资者带来现金流，而投机者却只能依赖于变化无常的市场。**

### 3、成功投资者和失败投资者的区别

卡拉曼认为，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。由于他们对自己的分析和判断充满信心，因此对市场力量的反应不是盲目的冲动，而是适当的理智。**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**。格雷厄姆先生提出的市场经常无效率，证明了“市场先生”的存在，市场先生经常会失去理性，时而乐观，时而悲观。价值投资者必须善于利用这一点。

**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。** 当 他们看到市场先生提高价格时，于是越发相信他的分析线索，并在更高的价格追进，好像证明市场站在他的一边，证明市场先生比他自己知道更多，但实际上市场先生有时什么也不知道，只是千千万万不总是被基本面推动的买卖者集体行为的产物。因此，情绪化的投资者不可避免的和投机者一起遭受巨大损失。

因此，**股价上涨往往会强化投资者分析判断的正面效果，股价下跌往往会提供负面的强化效果。** 而且，投资者最后还可能逐渐被市场先生所控制，甚至去预测市场先生的未来行动来决定是否买卖该证券。也许价格在不断上涨，可能还会继续上涨，使得你坚持持股，而忽略了企业基本面的变化以及价格和内在价值之间不断拉大的差距。而当价格不断下跌时，投资者可能会变得焦虑，并且质疑自己的分析判断，认为市场先生 可能知道更多自己不知道的信息，或者当初的判断是错误的。

卡拉曼警告说：不要混淆股市中真正的成功投资与它的表象。**一只股票的上涨并不意味着其企业一定运作良好，也不代表价格的上涨有相应的内在价值提升为理由。同样，股价下跌也并不一定反映企业发展发生逆转或者其内在价值发生消退。**

查理·芒格曾经用池塘里的鸭子来形容这个观点：池塘里的鸭子在下雨时坐享随水面上升，以为是自己在上升，而不是水面。巴菲特也曾用一句名言概括这样的混淆 差异：只有在潮水褪去，才可以知道谁没有穿裤子。卡拉曼的警告有非常实际的意义：很多信奉价值投资的投资者实际上做的，却是投机行为，但自己却浑然不知。

卡拉曼指出，投资者必须抵抗大众追涨杀跌的趋势，投资者不能忽视市场，但必须独立思考，

并不随市场左右。**如果投资者始终以价值和价格作为判断的依据，而不是仅仅是价格，那么投资者就具备了价值投资的基本素质。**如果你将市场先生作为指导或评价投资的重要标准，那实际做的，就是投机行为。

#### 4、失败投资者和他们昂贵的情绪

卡 拉曼认为，失败的投资者容易受到情绪的控制，他们对市场波动的反应不是理智和冷静，而是贪婪和恐惧。他说：“我看过很多这样的投资人，他们平时做事负责，深思熟虑，但在投资上有时候变得很疯狂，也许仅仅几分钟就将自己甚至很多年辛苦积累的身家全部投资出去。也许他们平时买一台音响，也会花上好几天来熟悉和选择。”

**失败的投资者都会将股市作为不劳而获的挣钱机器，而不是资本金合理的回报。**任何人都喜欢快捷、容易的赢利，不劳而获的期望煽动起投资者贪婪的欲望。贪婪使得很多投资者通过寻找捷径来取得投资成功。最终，**贪婪会让投资者的焦点从取得长期投资目标转向短期投机。**

卡 拉曼指出，有时候极度的贪婪会使得市场参与者提出新时代思维来证明买入或持有估值过高的证券是合理的，并总是寻找理由来证明“这一次与过往完全不同”。当现实被扭曲后，投资者的行为就会失控到极点，所有保守的假设都会被重新审视和修改，以便于证明越涨越高的股价是合理的，于是疯狂接踵而来。在短期内，投资者试图抵抗市场这种疯狂是非常困难的，因为参与者都能挣很多钱，至少账面上看是这样。等到市场最终认识到趋势的不可持续，疯狂的市场马上就会演变成恐慌性的灾难，贪婪开始让路给恐惧，投资者可能损失惨重。

约翰·邓普顿爵士也曾这么说过：在英语里面，“这一次有所不同”可能是最昂贵的一组单词，每一次听到人们这么欢呼，结果全部都是这样。所以，每当我听到所投资的哪个新兴市场国家欢呼自己国家景气高涨，已经有所不同时候，我总是毫不犹豫抛光这个国家的所有股票。

#### 5、华尔街的贪婪和垃圾债券的狂潮

卡 拉曼回忆了 80 年代美国开始的垃圾债券狂潮，当时的投资者普遍受到高收益产品的诱惑，例如垃圾债券这样以牺牲资金安全性获得高收益的品种盛行。华尔街投行人士戏称这些人为“收益猪”，他们总是容易受到许诺高回报投资产品的诱惑，而华尔街正乐意做出了回应。他们创造了大量许诺高回报的投资工具，就如同华尔街为了获得薪酬而一贯做的那样。于是，垃圾债券这样低信用级别证券就诞生了。

这还不是华尔街的最终发明，例如房地美就是这样的例子（注意卡拉曼 写此书时间是 1991 年），房地美为住房抵押贷款提供保险，房地美将这些抵押贷款集合起来，形成证券，并将抵押者交付的每期本金和利息一部分支付给该抵押证券持有者。许多该抵押证券持有者将这部分收到的本金和利息作为该证券的额外收益，但实际上这部分收到的本金，并不是额外的收益，而只是本金的偿还。房地美抵押证券的持有者，就这样被眼前的高收益所蒙蔽了。于是这些销售抵押贷款证券的基金，一边蚕食着本金，一边又误导性的将本金的侵蚀作为收益报告给持有人。

卡拉曼指出，华尔街在 80 年代后创造出越来越多的衍生品工具。这些新发行的新类型证券往往看起来被老的任何证券都优秀，就像是新的消费产品一样，更新也更先进，至少表面上看是这样。这些新发明在短时期内看起来有明显的好处，但随着时间的推移，问题就开始暴露出来了。不管是发行人还是贪婪的投资者，都没有依据可以想到的任何一种经济情景



来对每一个金融市场创新进行必要的分析，今天看起来更新更先进的东西可能在明天就被证实是有缺陷，甚至是错误的东西。

卡 拉曼警示说：华尔街从来不能满足所取得的成果，在金融创新和投资 狂潮中，华尔街创造了过多的供应，随后就必然是供应超过需求。因为华尔街的盈利动机和公司之间激烈竞争必然导致此结果。当华尔街的狂热让市场最终饱和后，投资者的热情就会开始冷却。这就是一种自证预言（**self-fulfilling prophecy**，和索罗斯的自身-反射性类似概念），只要买家不断推高价格，谎言就能继续维持。然而，当价格触顶，开始下跌的时候，价格下跌也是一种自 证预言：买家不仅停止购买，而且马上转身成为卖家，从而极度恶化给每个风潮打上峰顶烙印的供应过剩问题。

卡拉 曼回顾了 80 年代中期的另一项金融创新：将普通抵押贷款进行分离，把利息支付和本金支付从同一抵押债券中分离开来。这样的剥离造成不用需求偏好的投资者选择了不同的部分，而且还乐观以为自己购买的这部分甚至比合并之后的整体抵押贷款价值更大。但实际上，随着这样的剥离，投资者可能无法及时准确获取这些证券的全面信息，对于这些证券市场的流动性也没有任何考察。也没有考察过利率或者经济周期对这些证券造成何种后果，有时候这样的结果可能是很糟糕。

卡拉曼非常睿智的察觉到华尔街不断膨胀的金融创新带来的投机泡沫以及更严重的后果。但他当时（1991 年）还无法 预测到华尔街不仅将普通住房抵押贷款进行 本金和利息收入的剥离，还利用评级机构，将不同信用级别的债券剥离成 N 重信用差异的不同证券。巴菲特曾戏言：华尔街一份关于 CDO（住房抵押贷款）产品的 报告竟然高达几百页，投资者如果阅读全部相关产品说明，需要多长的时间和精力？最终，巴菲特和芒格口中强烈批判的大规模武器终于在 2007 年爆发，现在华 尔街供应过剩的局面，还在痛苦的消除中。

有些共同的是，价值投资大师们，总是能够明锐的看穿这些打着投资之名，行投机之实的泡沫狂潮。如同巴菲特说的：如果一轮牌打下来，你还不知道谁是傻子，那毫无疑问，你就是那个傻子。投机者却总是沉溺在泡沫狂潮中无法自拔，成为每一次泡沫破灭后的最大牺牲品。

## 6、如何明确投资目标

卡 拉曼认为，防止出现亏损是每个投资者的主要目标，但这并不意味着投资者永远不要承担任何风险。实际上不要亏损的含义是经过几年后，投资组合的本金不应出 现明显的亏损。这是巴菲特为什么说投资第一原则就是“不要亏钱”，第二原则就是永远不要忘记第一点。避免损失是确保能长期获利的最稳妥的方法。很多人认为 只有承受更高风险，才能取得更高回报，但卡拉曼并不这么认为，他说：我的观点恰好相反，**风险规避才是取得长期投资成功中唯一最重要的元素**。并且，**如果你想成为价值投资者中的一员，那么规避损失必须成为你投资哲学中的基石**。这一点上看，卡拉曼和所有价值投资者是一致的，即投资的基石必须考虑规避风险，控制安全边际。

卡拉曼指出，贪婪的短线投机者可能忽略了解释为何需要避免损失的一个重要数学理由：**即便回报率一般，但时间一长，复利的效应也会让人大吃一惊**。从复利的重要性可以推断出一个必然的结论：**那就是那怕只出现过一次巨额亏损，也很难让回报恢复过来**。一般来说，承受更高风险获得的巨大回报和承受较小风险取得一般回报相比，后者长期的收益率更高得多。例如连续 10 年取得 10%正收益的投资者，会比连续 9 年取得 20%正收益，但第 10 年亏损 15%的投资者财富增加多得多（卡拉曼举的这个例子应该有误，后者总计收益率仍高出前者较多，但意思并没有太大问题， 每一次巨额亏损，特别是投资后期，都将大大降低投资者的总体回报率）。

## (二)

### 1、投资者对待风险的态度

卡 拉曼认为，一再强调的是，未来是不可预测的。那些试图避免损失的投资者必须让自己在各种情况下存活下来，直至实现繁荣。霉运也可能会降临到你的头上，投资者都可能犯错。就如同河水漫过堤岸的情况一个世纪内可能只出现一两次，但你依然每年会为自己的房屋购买保险一样，经济大萧条或者是金融恐慌一个世纪内可能也只出现一两次，有远见的投资者据此愿意放弃短期内的回报，以此作为对意想不到灾难所支付的保险费。

有时候投资者会错误的为自己的投资设定具体的回报率目标，卡拉曼指出这样的错误说：投资者并不能通过更努力的思考或工作更长的时间来实现更高的回报。投资者所能做的一切，就是遵从一种始终受到纪律约束的严格方法，随着时间的推移，最终将获得回报。投资者设定具体回报率目标只会使目光更多关注到上涨的潜力上，从而忽略了风险。

卡拉曼指出，相反，**投资者应该着重做的事情是对风险设定目标，而不是回报率**。多数投资方法并没有将焦点放在规避损失上，只有价值投资这一种方法是这么做的。

### 2、安全边际的重要性

卡拉曼指出，价值投资将对潜在价值进行保守的分析，与只有在价格较潜在价值足够低时才购买的这种必不可少的纪律和耐心结合在了一起。**价值投资者在寻找便宜货时需严格遵守纪律，这让价值投资法看起来非常像是一种风险规避法**。价值投资者最大的挑战就是保持这种所需的纪律。**成为一名价值投资者往往意味着和不同人群站在一起，挑战传统智慧，并反对时下流行的投资风。它可能是一项非常孤独的任务。**

对一名价值投资者而言，球不仅要在他的击球区，而且必须是在他“最理想”的击球区内。当投资者没有迫于压力过早投资时，所取得的成绩是最理想的。有时候会有好几十个好球连续投向投资者，例如恐慌性的市场中，被低估的证券会增加很多，而且低估程度也越来越大，投资者必须仔细从这些便宜货中找到最吸引人的投资机会。然而在牛市中，低估证券会越发稀少，价值投资者必须严守纪律，以保证价值评估过程的完整性，并限制所支付的价格。

实际上所谓“安全边际”就是以保守的态度评估企业内在价值，并将其与市场价格进行比较，从而判断出这一差距的大小。安全边际的重要性在格雷厄姆和巴菲特那里得到了极高的重视，并视为价值投资的根基。

卡 拉曼提醒投资者，确认企业内在价值是很困难的，并且不会一成不变。宏观经济和行业竞争等因素都会改变企业的潜在价值，那么当企业价值持续下降的可能性则是插在价值投资心脏上的匕首，价值投资者对评估价值，然后以一定折扣买入的法则给予了巨大的信任，但如果企业价值遭受较大贬值，那么多大的折扣才算足够呢？

价值投资者应该对企业价值可能出现的下跌感到担忧，并且有三种反应应该是有效的：首先，投资者总是给予保守的评估，并对最糟糕情况下的清算价值以及其他方法予以重视。其次，对通缩感到担忧的投资者可以要求获得更多的安全边际折扣。最后，资产贬值前景提升了投资时间和能实现潜在价值的催化剂的重要性。

卡拉曼认为，投资是一门科学，更是一门艺术。投资者需要安全边际，这允许人们犯错，遇到霉运或者是复杂难以预测的世界出现极其剧烈波动时，投资者才能获得安全边际。查理芒格曾经说过：**投资就是一门拿价格换取价值的学问，窍门就是最低的价格换到最高的价值。**

卡 拉曼又指出，投资者需要具备怎样的安全边际答案并不一致，每个人承受损失的能力不一样。究竟多大的安全边际才算合适仍存在分歧，但有一些要素可以帮助我们更好的判断。例如，对企业有形资产的重视应该超过无形资产的重视程度。而对于无形资产的评估则需要一些艺术。实际上包括巴菲特等越来越多的卓越投资者都 意识到无形资产的巨大价值，它们能在极少资本再投资的基础上持续增长，最终这些无形资产产生的所有现金流都是自由现金流。但毫无疑问，对于无形资产的评估 难度更大。

**投资者不应只将注意力放在当期持有的投资是否被低估上，还应包括“为什么”被低估。**

对 于安全边际的理解，表面上看就是确认投资企业内在价值。但实际上存在较大的理解偏差。安全边际似乎并不同于企业价值评估。这一点我以前始终存有疑惑，因 为不管是基于资产负债表的评估，还是基于未来现金流折现的评估（例如麦卡锡最早推出的股权自由现金流折现评估模型），看起来都像是一门严谨的科学。但我理 解基于安全边际概念上的评估企业内在价值与之并不相同：价值投资者评估安全边际，是建立在保守预期基础上的。严谨的价值投资者，总是挑剔的判断企业资产价 值的合理性，对未来的预期总是偏向于保守。在投资历史长河中，最初的投资者都是寻找基于有形资产的安全边际，例如格雷厄姆提出的净营运资本（净流动资产） 折扣提供的安全边际。但随着市场的逐步成熟，价值投资得到普遍认可，这样的安全边际越来越稀少。除了几个少数极端时期，美国股市很少能再大规模提供这样的 机会。而随着第三产业的崛起以及工业的现代化，轻资产运作的公司越来越多，使得**投资者不得不将注意力转移到无形资产评估上来。一方面这提高了价值投资的难度，另一方面也容易催生更大规模的市场泡沫**（因 为无形资产的难以评估使得投资者在投资时更加依赖未来的预期，而预期往往导致不切实际的盲目）。就目前 A 股而言，2008 年 10 月份提供了大量接近于净资 产价格的股票，特别是 B 股市场，提供了一些基于净资产 5 折的安全边际股票，但整体市场而言，仍然没有提供低于 1 倍净资产价格的机会。但从此次世界范围内的 金融海啸影响而言，有极大的理由相信，此次全球股票市场能提供给价值投资者未来数十年所难以遇到的机遇：很大可能是类似 1974 年巴菲特高呼的：他所能遇 到唯一一次以格雷厄姆式的价格买入费雪式的优秀股票机会。相信严谨的价值投资者在顺利度过 2007 年巨大泡沫后，有足够的时间和空间去挑选未来潜力巨大的 便宜货。市场的恐慌正是价值投资者最辛苦繁忙的时刻：无数好球也许会一个个投向你。

### 3、价值投资在下跌的市场中闪闪发光

卡拉曼认为，**价值投资者所持有的证券无需非常高预期的支持，相反，他们通常不会为如此之高的预期而欢呼，或者干脆忽略这些预期。**价值投资的一个突出特征就是能在整个市场下跌时期取得优异的表现。无论如何，只要市场没有将基本面价值完全反映到价格中，投资者就能获得高安全边际。**下跌市场对一些证券的定价就像是这些公司将事事不顺，而认知的改变会让此类证券的价格受益。如果投资者重新将注意力放到这些企业拥有的优势，而非他们的困难上时，价格就会上涨，当基本面得到改善时，投资者不仅能从业绩提高中获益，也可以从这些证券的估值上升中获利。**

卡 拉曼的意思很简单：只有市场大幅下跌时，才有可能为价值投资者提供较多的机会，因为恐慌性的下跌市场中，人们的注意力往往都放在了当前的困难上，并将短 时期（这个短时期也许是数年，甚至长达 10 年）的困难推广至未来。一旦趋势扭转过来，价值投资者就能从业绩回升以及估值恢复双重好处中获利。而在一般的上 升市场周期中，价值投资者试图找到具有安全边际的投资标的是非常困难的。这些时候的投资者，反而相对更轻松些。因此从另一个角度看，在正常市场 中的价值投资者需要极大的经验和自律才能寻找到“相对低估”的具有安全边际的品种。但在一个恐慌性崩溃的市场中，价值投资 者更需要的则是胆



略了：例如 60 年代香港暴乱和金融房地产崩溃下，李嘉诚之所以敢于买入大量土地扩张，就是认定了香港未来只会越来越美好，这似乎无法从事 实 的角度进行严谨的推理。而从历史上看，每一次经济浩劫过后，此时的乐观者总是能获得更大的成功。

#### 4、价值投资哲学三个要素

卡拉曼指出，价值投资哲学有三个因素：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表现，而不是相对表现。最后，价值投资是一种风险规避方法。

从自下而上投资策略来说，很多职业投资者都选择自上而下选择股票，即预测宏观经济走向和行业公司前景，以及分析其他投资者将会有何反应，来决定是否投资以及投资何种品种。采用自上而下投资策略的投资者必须信息判断预测准确，而且要快。

价值投资者总是追求绝对回报，而不太关注短期内投资相对回报。大多数基金经理显然追求相对回报，特别是短期业绩好坏，因此，有时候被迫跟随市场走势买卖股票。而价值投资者无需担忧这些问题，他们可以大胆追求那些长期回报诱人，但短期可能表现不佳的品种。

高风险高回报的观点是错误的，卡拉曼认为市场很多时候都是无效的，高风险有时候并不会带来高回报，同样，低风险有时候会带来高回报。很多投资者对风险的认知是错误的，一个债券在违约时是有风险，但一个债券到期支付并不意味着没有风险。投资者确定低风险可能是在投资结束后知道的风险不会多于投资决策时。卡拉曼认为投资者只能做好几件事情来应对风险：进行足够的多样化投资；如果合适，进行对冲；以及在拥有安全边际的情况下进行投资，当出现错误时，便宜的价格可以提供缓冲。

投资者必须意识到，价值投资的基石——安全边际也是个相对模糊的概念，准确点说，**真正的安全边际只有在极少数时期才会出现**。这也是格雷厄姆晚年宣称自己放弃价值投资信仰的原因之一：那个时代美国已经难以寻找到非常低廉的股票了。在一个国家股市出现大量蓝筹股市值低于净资产，甚至是净营运资本的情况下，价值投资能真正发挥其理论作用。但**大多数时候，价值投资者必须面临尴尬的境地：被迫提升“安全边际”的要求标准，或者转向为趋势投资者**。这也许也是价值投资理论最大的悲哀之处。

#### 5、企业评估艺术

卡拉曼将企业价值评估直接定义为“艺术”，可见他认为企业评估并非一门严谨的科学，更多取决于投资者个人的经验、知识甚至直觉。卡拉曼甚至指出，**企业价值不仅难以精确衡量，而且它会随着时间推移、宏观微观经济波动而改变，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**。任何想精确评估企业价值的尝试都将带来不准确的评估结果，简单来说就是“垃圾进，垃圾出”。这一点，格雷厄姆早已明确过，在《证券分析》中，格雷厄姆曾说到：**证券分析的目的在于确定价值是否足够支持购买一种债券或者股票，对内在价值粗略和大致的衡量就可能足以达到这样的目的了**。

卡拉曼提出了三种价值投资评估企业价值的方式：第一种是对连续经营价值的分析，也就是净现值 NPV 法，即计算企业未来可能产生的全部现金流的贴现值。也有将可比企业之前的并购交易价格作为衡量标准。第二种是清算价值法，即考虑企业每项资产的最高估价，不管是否破产。第三种是股市价值法，即通过预测一家企业分拆后在股市上以何种价格进行交易，并以此来作为评估价值标准。

对于第一种重要评估方法，**预测企业未来现金流或盈利增长是一件危险的工作。投资者切忌陷入盲目的自信，或对成长股给予太高的预期**。但一些来源有更高的可预测性，例如由人口增长带来的收益增长要确定的多，另外，消费习惯不易改变的企业收益增长稳定性会稍

高些。总的来说，找到可能让企业收益增长的来源，较预测最终企业收益将增长多少以及这些来源会如何影响利润要简单的多。

**投资者如何通过预测不可预测的事情来进行分析呢？唯一的答案就是保持保守立场。然后只能以大幅低于根据保守预测做出的价值评估的价格购买证券。** 贴现率的选择也是具有主观性，很多时候，投资者会在低利率周期中给予太低的贴现率，而实际上利率周期总是波动的，投资者不应该将某个特定时期的市场利率作为贴现率。总的说来，即便贴现率也应以保守态度为主。较高的贴现率，例如 10%-12%的贴现率将会更安全一些。巴菲特据称喜欢使用 10%的贴现率，也有称其喜欢将长期美国国债收益率作为贴现率。

## 6、市场价格与潜在价值之间的反射关系

卡拉曼特别指出，证券分析中一个复杂因素，就是证券价格与潜在企业价值之间的反射关系（Reflexive relationship）。即索罗斯所信奉的反射性原理：**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。**例如银行在其资本化率（资本充足率）不足时，如果其股价较高，那么这家银行可以发行新股，并实现自我的充分资本化（提升资本充足率），这是自我实现预言的一种形式（Self-fulfilling prophecy）。这个时候，只要股市没有问题，那就没有问题。

然而，**如果这家急需补充资本金的银行股价处于低位，甚至可能出现无法补足资本金导致银行直接破产的情况，这样，负面的自我实现预言就实现了。**有时候，使用高杠杆融资，且债务快到期的企业也是如此，市场价格直接可能导致基本面变化，从而为市场价格提供更加充分的理由。

注意到**银行反射性问题，可以说是最充分反映反射性原理的案例之一。**从汇丰的市场“利基”来看，莫不是利用市场火热时发行新股，并以此收购其他银行，而收购带来的协同效应（当然，这也是汇丰优秀之处，擅长于并购且能实现较好的协同）提升了公司资产和收益，反过来又刺激股价向好。但如今的汇丰却又陷入了负面的反射性陷阱：资本减值带来的收益大幅下挫，接着股价向下跌落，公司资本不充分，被迫在低价位发行新股补充资本金，反过来又刺激股价进一步下行。但总的来说，只要汇丰补足资本金，并掐住失血的部门业务，随着收益的平稳，正向的反射性又会重新发挥作用。当然，此次危机持续的时间和深度比历史上汇丰面临的任何一次危机都要更大。

赛斯·卡拉曼此书不愧为极具收藏价值的价值投资经典著作之一，个人认为足以与《聪明的投资者》一书并列价值投资入门典范。但在严谨度上，仍不足以与《证券分析》相提并论。他最后在2007年10月麻省理工演讲的一篇文章，我想应该是那种可以打印放在床头的经典。文章题目也很经典：“晚上睡得着比什么都重要！”，最后一句话也是警言：“**投资者应该时刻牢记一条——最重要的衡量标准不是所取得的回报，而是相对于承担风险所取得的回报！对于投资者而言，晚上睡个安稳觉，比什么都重要！**”

### (三)

#### 1、价值投资和逆向思维

卡拉曼认为，**价值投资从本质上看，就是逆向投资。**他指出，**不受欢迎的证券可能被低估，而深受欢迎的股票几乎永远不会被低估。**那么，如果价值投资不太可能出现在那些正被人群所购买的证券中，那么价值可能会出现在哪儿呢？卡拉曼认为，当遭到抛售、无人察觉或者被人忽视的时候，价值就会出现。

但是，投资者可能很难成为逆向投资者，因为他们永远也无法肯定自己是否正确，以及何

时能证实自己是正确的。因为要同人群对着干，逆向投资者在一开始的时候，几乎都是错的。而且可能在一段时间内蒙受帐面上的亏损。然而，跟着人群一起操作的那些人几乎总在开始的一段时期内是正确的。逆向投资者不仅仅在最初的时候是错的，同其他人相比，他们甚至有可能有着更高的出错率，且错误维持的时间可能更长。因为市场趋势能够让价格脱离价值持续很长一段时间。

逆向思维并不是总能给投资者带来帮助，当广为接受的观点不会对手上的证券带来影响时，无法从逆流而上的行为中获得任何好处。但是，当主流意见的确影响到结果或者概率时，逆向思维就能派上用场了。例如当人们在 90 年代初蜂拥买入家庭医疗保健股时，这类股票价格被大大推高，因而也降低了回报，此时多数人已经改变了风险/回报比率，但却沉溺其中毫无察觉。而当多数投资者在 1983 年忽视和评击 Nabisco 公司时，公司股价低于其他优秀企业股价时，风险/回报率就变得更加有利了，从而为逆向投资者创造买入的时机。

卡拉曼口中的逆向投资，并不是轻松的语调，这一点在约翰·涅夫笔下也得到共鸣，这位价值投资大师曾这么描述价值投资的本质：“价值投资就是买入后承受阵痛”，他说，那种认为价值投资就是买入后等待成功收获的想法是何等幼稚。逆着主流大众的思维有时候会让投资者陷入非常尴尬的困境，但还是查理·芒格认识的深刻，他指出，逆向思维总是有益的，但你成功的关键，并不是你逆着大众思考，也不在于其他人是否赞同你的观点，而在于你的推理是否正确，推理所依据的事实是否真实。

## 2、价值投资者需要多少的研究与分析才够？

卡拉曼提出这个非常引人深思的问题，他指出，一些投资者坚持试图获得所有与自己即将进行投资有关的信息，并对企业进行深入的研究，他们会对行业和企业竞争情况进行研究，与雇员、行业人士以及分析师进行沟通交流，并了解公司管理层，并对公司过往历史财务数据进行研究。这样勤奋的研究值得赞赏，但这种做法存在两个不足。第一，投资者不管如何努力，总会有一些信息被漏掉，因此投资者必须学会适应信息的不充分。第二，即使投资者能够知道所有与某项投资相关的信息，也并不一定能够从中获益。

卡拉曼这个论断乍一看似乎让人非常迷惑：如果如此努力研究和竭力获得全部信息还不能保证投资的成功，那价值投资者应该如何做呢？他继而分析说：“这并不是说基本面分析没有用，但信息通常遵循 80/20 原则：最初 80% 的信息可以在最初所花的 20% 时间内获得。商业信息很容易出现变化，试图收集所有信息只会降低投资者的回报。”

通常情况下，高不确定性经常伴随着低价格。但是，当不确定性逐步消除的时候，价格可能也已经涨上去了。因此，尽管价值投资者可能未能掌握最后尚未得到答复的答案，但低价格能够为他们提供安全边际。而其他投资者可能因为研究这些剩余的旁枝末节而错过低价买入的机会。

卡拉曼认为，价值投资研究，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，投资者只需要找出研究过程中找到的低估值投资机会，最终由市场来实现价值。他的意思颇有些“弱水三千，我只取一瓢饮”的意思。这也是很多机构分析师，尽管对研究的企业如数家珍，但多数仍不能将自己的研究成果转换为利润。投资之难，可见一斑。

### 附录：“晚上睡得着比什么都重要”节选

塞斯·卡拉曼在麻省理工斯隆管理学院的演讲（2007 年 10 月 20 日）



近期金融市场风波动荡，次级债引发巨额亏损，对冲基金和动量基金遭受重创，**市场当前的紧张气氛将为那些有耐心的投资者创造机会**。然而，尽管精确的投资需要以纪律为基础且必须着眼于长期走势，但短期的市场波动仍不容忽视。

很不幸，投资者面临巨大的压力，不仅来自于他们焦躁不安的客户，自负和恐惧也给他们带来了不小的压力，他们必须在短期内获得出色的回报。尽管这种压力会让投资者偏离重视长期业绩的轨道，可能会让自己错过非常不错的长期回报。但要想降低这种压力谈何容易，人类本性和投资者极端情绪在同一时间融合在一起，这就是贪婪和恐惧，对大多数人而言，很难克服自己的情绪，做出理智的行动。**多数投资者往往会将近期的趋势，包括有利和不利趋势推断为长期趋势。**

丧钟可能已经敲响了，近期抵押贷款市场和对冲基金发展表明了这一点。如今的杠杆融资比例远远超出历史平均水平。我们现在可能正处于信用收缩的初级阶段，毫无疑问，消除过高的杠杆融资可能需要一段时间。美联储的干预似乎为人们进一步进行投资开出了许可证，但没有根本解决问题。如宽松的贷款标准，糟糕的信用状况，杠杆融资的过度使用等。事实上，很多市场参与人员相信，解决的办法就是发行更多的债务，近期成立了很多新基金，这些基金使用杠杆购买那些交易价格低于票面价值 95%左右的贷款。现在所提供的办法，正是当初造成如今这个麻烦局面的罪魁祸首。

许多投资者并不具备在市场波动性上升和市场下跌时进行投资的策略。**当市场下跌和坏消息充斥媒体头条的时候，投资者此时采取行动已经为时已晚**，重要的是在问题出现之前就应当制定好策略。没人能准确预测股市或未来经济的方向。价值投资策略即以低于价值的打折价格购入股票可以为投资者带来安全边际——为判断不精确或失误以及运气不佳等预留了空间。价值投资是唯一一种可以真正规避风险的策略，尽管几乎所有人都说应该规避风险。过去 25 年内，我们已经为客户提供了丰厚的回报，25 年之中，仅有 1 年是亏损的，我们努力的实现不亏钱的投资原则，通过谨慎投资和不亏钱，我们创造了 20%的年均复合回报率。我们之所以取得这样的回报并不是因为我们承担了高风险，而是我们刻意避免或对冲了那些被分辨出来的风险。

我们的投资方法就是找到出现紧急抛售，恐慌性抛售或者盲目抛售的情形。正如巴菲特所说那样，如果你在打牌时没有找到傻瓜，那么那个傻瓜就是你。在投资时，我们从来都不希望自己成为傻瓜，所以，**我们不是从那些聪明的消息灵通的卖家那里而是从那些恐慌性抛售或者受到情绪影响的卖家手里购买股票**。这个理念适用于一切资产。

在过去 25 年中，我们试图每天为客户作正确的事情，从不使用杠杆融资，且有时持有大量现金。当其他许多人不知所措的时候，人们会进行投机而不是投资，会根据动量指标来指引自己的投资而不是根据估值，会使用不合理的杠杆融资比例，会打赌那些从未发生过的事情永远也不会发生，会信任那些过于简化了现实世界的电脑模型，但仍有许多持续不断的压力会让你屈服。

股市围绕周期以及人类行为而展开，人类行为在股市下跌或上涨时，起到了推波助澜的作用。股市中的成功故事会引发市场过度波动，这是因为在看到朋友或邻居变得富有之后，旁观者也会被吸引到股市中来，反对者会遭到热心参与者的评击。当最后一个新投资者加入进来，通过杠杆融资获得的最后一个美元也被用于投资以后，一些人可能决定或被迫卖出，情况发生 180 度的转变，使用杠杆的投资者收到追加保证金的通知，恐慌的投资者开始不计成本的抛售自己的股票，接下来，市场再度弥漫谨慎的情绪，而不亏钱也成为每天的口号。

**投资者应当时刻牢记这一条——最重要的衡量标准不是所取得的回报，而是相对于承担风险所取得的回报。对投资者而言，晚上睡个安稳觉比什么都重要！**

## 附录二

### 晚上睡得香比什么都重要

卡拉曼在 MIT 斯隆管理学院的演讲

2007 年 10 月 20 日

近期金融市场风波动荡，次级债引发巨额亏损、对冲基金和动量基金遭受重创、对众多的金融机构和结构性工具或采取了紧急融资或进行接管，这些都显示市场上资金面突然出现了麻烦，凸显风险的过度承担和使用杠杆融资已经在近期渗透了我们的金融系统。市场当前的紧张气氛将为那些有耐心的投资者创造机会，然而，尽管准确的投资需要以纪律为基础且必须着眼于长期走势，但短期内的市场波动仍不容忽视。事实上，市场每天的波动非常剧烈——对多数投资者而言，他们无法从这种剧烈波动中看清方向。

很不幸，投资者面临着巨大的压力——不仅来自于他们焦躁不安的客户，自负和恐惧也给他们带来了不小的压力——他们必须在短期内获得出色的回报。尽管这种压力会让投资者偏离重视长期业绩的轨道，可能会让自己错过非常不错的长期回报。但要想降低这种压力谈何容易，人类本性与投资者的极端情绪在同一时间融合在一起——这就是贪婪和恐惧。对多数人而言，很难克服自己的情绪，作出理智的行动，多数投资者往往会将近期的趋势——包括有利和不利的趋势——推断为长期趋势。具有讽刺意外的是，正是这种短期压力鼓舞人们承担了过多的风险，通过几种途径扩大了对投资者的影响——让投资

者一直满仓；许多人会使用很高的甚至极高的杠杆比例；以市场为中心会让投资者难以摆脱羊群效应，无法着眼于长期收益。

言归正传，让我们朝前看。巴特菲经常说，投资的第一条法则就是不要亏钱，第二条法则就是不要忘记第一条法则。然而，很少有投资者能严格遵守这个法则以规避风险。25 年来，我的公司一直都在努力做到不亏钱——在这 25 年中有 24 年成功做到了这一条——通过谨慎投资以及不亏钱，我们已经创造了丰厚的回报，如果我们致力于获得高回报，我们的投资组合将承担过高的风险——最终风险会让我们蒙受损失。一些投资者将目标定位于获得特定的回报，例如，一只养老基金可能将目标定位 8% 的年回报率，但如果他们所持有的资产无法产生这样的回报率，他们可能只有降低目标——在大多数情况下这样的目标都是不可能实现的——或者投资自己所不喜欢的风险更大的资产。希望赶上同行的压力甚至让制定决策变得更加困难，然而，你无法保证通过承担更高的风险最终可以实现取得更高回报的目标。最优秀的投资者不会为回报设定具体的目标，他们首先关注的是风险，只有那时他们才会判断自己所承担的每一种特殊的风险会否带来回报。

当一心一意只关注于回报时，人们经常会抬高竞价，回报则出现下降。尤其是当使用杠杆融资时更是如此。杠杆融资并不一定就是危险的，某项资产的无追索权债务可以用来增加购买力，扣除已经拥有的资产的无追索权贷款确实能降低风险，因为你借入的资金就成了你自己的资金，虽然亏损的风险转嫁给了放贷人。然而，有追索权的债

务完全不同，如果你购买了一些投资，然后通过追索权债务借入资金并购买更多的投资，你所拥有的资产会按照按市值计价并出现亏损。根据债务的具体条款，你持有头寸的价值下跌会迫使你提供更多的抵押品——可能你没有可供抵押的资产了——或者卖出你所喜欢的一些投资来满足保证金追缴要求。一旦借款进行投资，你的命运就不再受你自己的控制，放贷人控制了你的命运——或者说市场主宰了你的命运。为了生存，听命于市场的要求而卖出你所喜欢的投资，此前正是市场给你提供大量的投资机会，这真是太讽刺了。

保证金或者追索权债务的获得和使用会带来巨大的伤害，如果你在没有使用保证金的情况下购买的投资产品出现下跌，你就能使用手头可获得的现金购买更多的这类投资，或者也可以卖出一项没有下跌或者跌幅较小的资产来购买如今更为便宜的一项投资。事实上，这是一种不错的纪律，它会迫使你选择拥有自己最喜欢的投资，并强迫你决定何时持有现金以及何时进行投资。有追索权的杠杆融资改变了这种平衡，因为你可以通过简单的借款购买所有你想拥有的投资，购买股票或者你希望购买股票的预期并不会带来健康的投资组合纪律。这有点像滑坡理论（Slippery Slope），如果少量使用杠杆融资可以产生不错的效果，为何使用更高的杠杆融资不会产生更好的效果呢？你何时回结束使用杠杆融资？

大规模的杠杆融资使用通过华尔街的证券化进程被引入金融市场，20 世纪 70 年代末期，为了帮助金融机构实现多元化和流动性的目标——至少理论上是如此，华尔街开始将抵押品聚集在一起（最近

又将企业和其他消费债务聚集在一起)，然后将这些抵押品打包、分割成深奥难懂的金融工具。这些交易受到信心十足的评级机构的眷顾，这些机构对一些十分可疑的抵押品给出了投资级别的评级，只要作为抵押品的资产表现良好，这些证券就会得到资金的追捧，投资者也能从中获得满意的回报。对资产证券化的需求与日俱增，贷款的初始持有人被迫降低标准以推出新的投资产品。房产市场的稳步上涨消除了人们对信贷风险的担忧，如果抵押品的价值只涨不跌——这里指的是房产市场——每个人的信誉都不会出现问题。宽松的信贷状况让人丧失了警惕，没人注意到或者担心正在稳步上涨的房价。在极端情况下，放贷人甚至迫切希望给那些在无文档贷款申请中撒谎的人或者被鼓励撒谎的人提供贷款，这种贷款被交易员称之为“说谎者贷款（liar loan）”。有一项调查显示，95%申请此类贷款的人在自己的收入或者净资产上作出了不实的陈述。

同华尔街的许多创新一样，这些以次级抵押贷款为基础的证券并不是为逆境中的市场设计的，当房价下跌和对再融资情况的假设被证明有瑕疵的时候，多数交易员和投资者用来对这些证券进行评估和分析的模型就变得越来越不可行，随着亏损的增加，市场状况变得更加混乱，这个市场的流动性降至几乎为零的水平，最后，持有此类证券的人难以对这些资产给出正确的估值。我们现在所看到的债务市场所发生的事情就是这项出错的金融创新所带来的后果。

我们不仅在华尔街上使用杠杆融资，在市井街巷中也使用杠杆融资，信贷已经变得越来越普遍，人们比祖辈更容易接受信贷。在我们



祖辈的时代，没有信用卡，没有房屋贷款或次级抵押贷款，也没有债务抵押债券，人们用现金购买东西，通过努力工作，然后购买你想买的东西。联邦政府也实施平衡的预算案——除非是在战争时期。当到了我们父母以及我们自己这一代，信贷变得越来越普遍，申请标准不断放宽，如今，信用卡和欠费账单会不请自来地塞入你的信箱，你的房屋成了自动取款机，人们争着给那些有着不良信用记录的人提供贷款，投资者蜂拥买入垃圾债和摇摇欲坠的公司，投资基金也获得了可以通过结构性产品、衍生品和奇特的融资来放大投资回报的机会，所有这些都使用了高比例的杠杆融资。向给你提供贷款的银行家偿付债务的道德律令，已被使用信贷风险评分的匿名放贷人——他会马上将你的贷款转卖给那些你永远也不会遇到的人——以及那些对你可能违约的概率熟视无睹的人的道德缺失所取代，信用评级机构用宽松的标准和不成熟的模型对债务市场泛滥乐此不疲，这些机构一手策划了各方之间的利害冲突，并在拿了巨额费用之后给那些有害的垃圾贴上了“可投资”的标签。

因分配在风险资本、私人股权基金和对冲基金这些另类投资中的资金正在快速增加，市场上出现了类似的风险，虽然渴望获得回报的捐赠基金和养老基金已经开始关注这些另类投资以增加超额收益并多元化投资，但这些另类投资并不是万能药，从事这些另类投资的一些经理人确实曾取得了相当不错的回报，但也有一些人的回报很糟糕。就整个另类投资行业而言，高额的管理费用和提出削弱了增长的潜力，竞争加剧迫使许多从事另类投资的经理人通过承担更高的风险

来获得他们曾经获得过的回报。对一些经理人而言，这意味着他们将承担更高的信用风险，而对其他经理人而言，他们会使用高比例的杠杆融资。

丧钟可能已经敲响了一一近期抵押贷款市场和对冲基金市场的发展表明了这一点。如今的杠杆融资比例远远超过历史平均水平，我们现在可能正处在信用收缩的初级阶段，毫无疑问，消除过高的杠杆融资可能需要一段时间。美联储的干预似乎为人们进一步进行投资开出了许可证，但没有根本解决问题，如宽松的贷款标准、糟糕的信用质量和杠杆融资的过度使用等。事实上，许多市场参与人员相信，针对当前的杠杆融资过度和信誉不好的问题，解决的方法就是发行更多的债务。近期成立了许多新基金，这些基金使用杠杆购买那些交易价格为票面价值 95%左右的贷款，他们会使用 5 倍甚至更高的杠杆融资比例以获得 15%-20%的收益。现在所提供的解决方法正是当初造成如今这个麻烦局面的罪魁祸首一一即发行更多的债务，似乎债务危机尚未临近结束。

许多投资者并不具备在市场波动性上升和市场下跌时进行投资的策略，当动量减退的时候，动量投资者蒙受了亏损；当预期中的成长并未实现的时候，给那些增长最快的企业支付溢价的成长投资者不知所措；当使用的投资方法让亏损大于盈利的时候，使用高比例杠杆融资的投资者最近被迫不计成本地抛售资产，如一些数量基金。将希望寄托在政府会救市似乎非常冒险，尤其是当原本认为不可能发生的事情每隔几年陆续发生时更是如此。

当市场下跌和坏消息充斥媒体头条的时候，投资者此时采取行动往往已为时晚矣，重要的是在问题出现之前就应当制定好策略，因为没人能准确预测股市或者经济未来的走向。价值投资策略，即以低于价值的打折价购买股票的策略，在行情好与不好时都能提供正确的路线图。以打折价格购买股票可以给投资者带来安全边际——为判断不精确、失误、运气不佳或者市场波动和经济交替等预留了空间。采用价值投资法并不容易，尤其是当今媒体发达、只注重短期表现的市场环境下更是困难，因为价值投资要求具备坚韧的耐心和严格遵守纪律。价值投资是唯一一种可以真正规避风险的策略，几乎所有的人都会说应该规避风险。

我有一位朋友名叫克里斯·布朗，他是一名价值投资者，也是美国基金管理公司 Tweedy Browne 的总裁。他的一个故事说出了价值投资者应该做些什么。一天他对一位新交易员进行面试，面试结束后，他们两人穿过办公室来到电梯旁，此时这名交易员发表了如下一番评论：“在华尔街其他公司中，你只要走过他们的办公室就能判断出市场是涨还是跌。而在 Tweedy Browne 公司，你甚至无法判断市场今天有没有开盘交易！”这个故事确实凸显出每分钟都会作出一个决策的狂热公司与真正注重长期回报的投资者之间的差别。

作为价值投资者，我们的任务就是购买那些被金融市场理论认为并不存在的便宜货，在过去的 25 年内，我们已经给客户提供了丰厚的回报——如果你在我们最大的基金成立之前就进行了投资，当初的 1 美元如今已经超过了 94 美元，复合年净回报率为 20%。我们之所以

取得了这样的回报并不是因为我们像金融理论建设的那样承担了高风险，而是因为我们刻意避免或者对冲了那些被分辨出来的风险。换句话说，标准的金融理论与现实世界之间有着巨大的差异。现代金融理论告诉你应该计算一只股票的 Beta 值来判断它的风险，在我 25 年的职业生涯中，我从未计算过 Beta 值，这个理论敦促你让自己的投资组合更接近于效率边界（efficient frontier）。我从来没有这么做过，也不知道该如何做，我从来没有计算过我们公司投资业绩的 Alpha 值或 Beta 值，而一些人会通过计算这些值来判断我们是不是做得很出色。

虽然这些金融理论确实没有解释现实世界，但一些人仍对这些精美的理论抱着不放。芝加哥经济学派（Chicago school of Economic）曾表示，金融市场是有效的，他简单地用失常来解释巴菲特所取得的那些让人难以置信的投资回报记录，这位全美第二大富翁是名价值投资者，通过近 50 年来的成功投资逐步累积了自己的净资产，而且他的净资产仍在大幅增加。需要多少个失常才能获得 500 亿美元呢，他们并没有丢弃自己的理论来专门研究巴菲特的成就以得到些启发，有太多的人无法重新认识自己的错误理论。

思维惯性一直存在，让我们来看看一位才华横溢的人物所具备的洞察力，如果他在一个世纪前选择了投资，他将成为一位杰出的价值投资者，他就是维尔伯·莱特（Wilbur Wright）在詹姆斯·托宾（James Tobin）所写的《征服天空》（To conquer the Air）一书中，对莱特在航空业上所取得的成绩进行了详细的描述，莱特以自己与奥利弗

(Orville)通过亲自实践来学习飞行的方法与当时任史密森 (smithsonian) 博物馆馆长的塞缪尔·兰利 (Samuel Pierpont Langley)通过理论来学习飞行的方法进行了比较。兰利是莱特兄弟在有人驾驶飞机领域最强大的竞争对手, 莱特将人类朝飞行迈出的第一步比喻成人们更为熟悉的学习骑马, 他称:

驾驭烈马可以有两种方法: 一种方法是跳上马背, 通过实践来学会该使用那些技巧。另一种方法是坐在栅栏上朝这种动物凝视一会儿, 然后回到屋里并在闲暇时刻思考出一种能克服它蹦跳和踢腿的最好方法。第二种方法最安全, 但总的来说, 如果使用第一种方法, 成为优秀骑手的概率更大。学习操纵飞行的机器同样如此, 如果你只想着安全, 可以坐在栅栏上看着那些鸟飞来飞去, 但如果确实希望学会如何飞行, 你必须坐上这部机器, 通过实际实验来熟练掌握飞行的技巧。

股票市场也是如此, 可以很容易地从舒适的办公室或者起居室内仔细观察股票并宣布市场是有效的。或者你可以拿别人的资金投资几年, 然后知道市场是无效的。正如莱特兄弟一样, 让我吃惊的是, 提供证据的责任落在那些实践者的身上, 他们需要证明自己做到了那些被所谓的专家们认为是不可能做到的事情(即使那个时候你也会发现自己会用失常来解释自己的成功)。举证的责任几乎都没有落在学院派的身上, 即使在面对足以证明他们错了的证据面前, 这些人仍会坚持自己的理论。

当本杰明·格雷厄姆在 20 世纪 20 年代首次提出价值投资法则的

时候，他肯定没有想到此后的 80 年内投资世界出现了非常巨大的改变——令人惊奇的技术进步、财富的大量累积、投资的制度化以及出现了新的金融工具。因为出现了如此多的不同的投资方法，我敢肯定他会对价值投资方法成为今天最主要的投资纪律而感到非常高兴。是的，确实存在其他的投资方法——成长投资法、动量投资法和黑盒子电脑程序法等，但只有一种投资方法或者投资纪律可以简单到人人都可以使用，人人可以明白，这种方法确实会带来回报。

价值投资购买便宜货，即用 50 美分购买 1 美元，与那些正在交易的证券看成是一张纸的投机商不同，价值投资者会从拥有部分所有权的角度来评估这些证券，他们会从购买一家企业部分所有权或者整个买下这家企业的角度来进行评估。购买这样的便宜货可以给投资者提供安全边际，让投资者为不精确、错误、运气不佳或者经济和企业的兴衰预留空间。价值投资是一种长期投资法——永远也不要把它与短期投机混为一谈——这种方法要求投资者需要有相当的耐心、严格的纪律。

价值投资是对心理学和经济学的综合运用。经济学很重要，因为你需要了解资产或者企业值多少钱。心理学同样重要，因为价格是决定投资风险和回报的投资方程式中极其重要的组成部分。当然，价格由金融市场决定，一种证券的价格会随着供需关系的改变而出现变化。

重要的是投资者不仅需要知道什么是价值投资以及它是如何取得成功的，还需要知道为何它是一种成功的投资哲学，这种投资方法

取得成功的关键就是市场上的证券价格会周期性地出现错误定价，事实上，价值投资的依据是有效市场假设经常是错误的，一方面，如果证券可以被低估或者高估，我相信事实确实如此，价值投资将蓬勃发展。另一方面，如果所有证券的价格在未来某个时候都变得公平且有效，价值投资者将无事可做。那时就得考虑市场是否是有效的了。

制度上的约束以及市场的无效性是市场上出现便宜货的主要原因。投资者更喜欢简单的企业和证券，他们对成长抱有幻想，喜欢听让人兴奋的故事，会规避那些财政出现问题或者陷入官司的企业。他们讨厌不确定的时间选择，喜欢流动性而不喜欢没有流动性，喜欢对成功的大型企业所公布的完美信息抱有幻想，而不喜欢那些出现丑闻、欺诈、意外亏损或者管理混乱的企业发布的有限信息。例如，受制度的限制，一些投资者会卖出那些价格较低、分拆出来的低市值官司的股票，这会造成短期内的供需失衡。如果一家公司公布的分红政策不及市场预期，那些根据规定只能持有支付股息的股票的机构可能会抛售这只股票。当一只债券的评级被评级机构调低至 BBB 级别时，那些只能购买投资级别债券的债券基金马上会卖出这只债券。同核税抛售（Tax selling）和粉饰账面一样，市场的无效性也会导致盲目的抛售，而指数中成分股的调整也会产生同样的影响，这些引起价格错误的原因深深地扎根于人类行为和市场结构之中且不会很快消失。

我们公司的投资方法就是找到出现紧急抛售、恐慌性抛盘或者盲目抛售的情形。正如巴菲特所说的那样：“如果你在玩牌时没有找到傻瓜，那么这个傻瓜就是你。”在投资时，我们从来都不希望自己成

为傻瓜，因此我们不是从那些聪明的消息灵通的卖方那里而是从那些恐慌性抛售或者受情绪影响的卖家手里购买股票。这个理念适用于任何一种资产：债务、房地产、私人股权以及公开上市的股票。

作为价值投资之父，本杰明·格雷厄姆 1934 年曾提出了这样一条建议，聪明的投资者并不认为市场是行动的引导者而是机会的创造者，由其他人的过度兴奋和恐慌所引起的定价错误可以被那些有能力对这些错误定价保持清醒的人所挖掘出来。在 3/4 世纪中，这条建议已经帮助许多的价值投资者变得非常富裕，不是一夜暴富，而是在牛市和熊市中财富持续稳定增长。

在过去的 25 年中，我们试图每天为客户做正确的事情，从不使用杠杆融资，且有时会持有大量现金。可如今我们依然被迫解释自己所取得的成绩，因为我们所做的听起来非常简单的事情看起来非常古怪。当其他许多人不知所措的时候，人们会进行投机而不是投资，会根据动量指标来指引自己的投资而不是根据估值，会使用不合理的杠杆融资比例，会打赌那些从未发生过的事情永远也不会发生，会信任那些过于简化了现实世界的电脑模型，但仍有许多持续不断的压力会让你屈服。当然，在这个“你为我做了什么”的世界中，客户希望能像别人一样赚钱，在市场下跌时却希望自己不要亏钱。谁会告诉他们这些愿望实际上是相互矛盾的，那些承诺为他们赚钱的人并不是那些可以让他们免于亏损的人呢？

股市围绕周期以及人类行为而展开，人类行为在股市下跌或者上涨时起到了推波助澜的作用。股市中的成功故事会引发市场的过度波



动，这是因为在看到朋友和邻居变得富有之后，旁观者也会被吸引到股市中来，反对者会遭到热心参与者的抨击，因为杠杆融资强化了最初所获得的成功。最终情况出现了变化，也许出现变化的时间比反对者希望的要迟得多，当最后一个新投资者进入进来，通过杠杆融资获得的最后 1 美元也被用于投资之后，一些人可能决定或者被迫开始卖出，情况马上发生了 180 度的转弯，使用杠杆的投资者收到了保证金追缴通知，恐慌的投资者开始不计成本地抛售自己的股票。接下来，市场上再度弥漫着谨慎的情绪，而不亏钱也成为每天的口号。

投资者应当时刻牢记一条——最重要的衡量标准不是所取得的回报，而是相对于承担的风险所取得的回报。对投资者而言，晚上睡个安稳觉比什么都重要。

## 附录三

### 卡拉曼访谈：永远不要停止阅读

本文原文刊登于9/10 月的 Financial Analyst Journal，是今年 CFA 年会时(5 月16-19)华尔街日报著名记者 Jason Zweig 对 Seth Klarman（塞斯卡拉曼）的专访。Seth Klarman 为《安全边际》作者，为《证券分析》作序，被认为是新一代传奇色彩的价值投资者。

问：你是怎样按照 Graham 和 Dodd 价值投资方式来做，有哪些做法已经偏离了最正统的价值投资？

答：Baupost 一直贯彻价值投资，但这不仅仅体现在投资方法，还影响到我们怎样看待投资。Graham 和 Dodd 的价值投资让我们养成一种思维模式，市场的波动对我们不但不构成威胁，反而对我们有利，我们就是要从中找到 bargains。在精力有限的情况下，我们更容易说服自己买入 bargains，而不是高估的品种。

但是我们现在也有些偏离原价值投资的地方，毕竟现在的很多投资工具在当时并不存在。我们发现很多投资机会蕴藏在很“惊险”或“奇怪”的地方，例如 financial distress（财务出现危机的公司）和 litigation（官司缠身的公司）。这是我们现在关注的重点，估计也超出 Graham 和 Dodd 当时想象。在他们的年代，商业竞争远没有今天激烈，也没有这么多“砖家”整天分析各种商业模式。现在公司和投资者都拼命使业绩最大化，出现“以极低价格买入，等待其回归中值”的

几率，比过去小很多。

另外，过去我们不用像今天这样怀疑看到的一切，尤其是各类财务报表。现在我们总要多问个为什么，探究背后的“故事”。总之，Graham 提供给我们的只能是模板，而不是具体的路线图。

问：你从之前的老板 Mike Price 和 Max Heine 身上学到了哪些？

答：Mike Price 教会了我要不断挖信息，找价值。记得有一次发现了一只很便宜的煤炭股，于是他画了一张这家公司的股权详图，把上上下下的关系全部找了出来，借此找到了不少相关的上市公司。正是这种坚持不懈，顺藤摸瓜的做法让我们更加彻底地挖掘了每一次投资机会。Max Heine 则教会了我接人待物。他对每个人都很 kind，无论是刚进公司的年轻研究员，还是前台的接待员，他总是微笑待人，好像每一个人在他眼中都很重要。

问：08 年和 09 年的金融危机，传统意义上的价值投资者都很惨，是哪里出了问题，为什么这些聪明人都没有躲过去？

答：历史上价值投资者在大部分时间都是跑输的，他们只会在一年中例如百分之一或二的时间内跑赢，所以 08 和 09 年他们跑输并没有特别意外。关于价值投资在危机中的表现，我有两点分析。首先，08 年以前，市场对很多公司的估价模型中，隐含着 LBO（杠杆收购）因素。这就意味着股票不会很便宜，大家都认为总会有人出更高的价格，比如出价高百分之二十的买家（下家）。而我们忽略了一个事实，并不是每一个行业都会出现 LBO 的情况。虽然我不否认有些行业的确存在一定价值，例如消费品牌公司和比较稳定的行业，但是当这些

业务模式出现问题后，“隐形”的 LBO 并不会发生，于是股价就回到了应有水平。其次，周围的一切都在改变，我们已经不能简单的认为银行的账面回报率（return on book value）是12-15%，也不能简单地

把建筑商类股作为关注抵押贷款市场和房地产市场的晴雨表，也不能再一味认为所有 AAA 评级的标的都有同样的投资价值。对股票投资者而言，07 年和08 年要格外警觉，要习惯按照多米诺骨牌效应预见连锁反应，要像拼图一样把所有环节串联起来。具体地讲，他们要认识到次贷市场情况恶化，会引发房地产市场崩盘，会引发金融机构倒闭。如果没有看到这些联系，价值投资者会认为银行股很便宜，即便银行资本出现严重问题，其盈利能力会构成“护城河”。

问：那可不可以这样理解，对传统价值投资者而言，他们关注的是股票市场，对股票市场的泡沫是熟悉的，但是信贷市场超出了他们的关注范围。

答：其实还有另一个所有投资者的“通病”（不仅针对传统价值投资者），大家都不愿意持有现金，总是恨不得每一刻都是满仓操作（fully invested at all times）。市场热情很高时，大家倾向买入不算很贵的股票，而不愿再去寻找真正的 bargain。一旦整个水池的塞子拔掉，大家都无法幸免。

问：我发现一个很有趣的现象，你的基金从组织架构到投资方式，都是建立在长期框架的基础上，但你有些投资表明只是对短期非常乐观，比如 08 年，在 distressed debt（问题债务）和

residential mortgage-backed securities（住宅抵押支持证券）上，在几个月内，你的仓位从零升到了基金的三分之一。怎么解释？

答：事实上，到2009 年初，你刚才提到的这些标的，我们的仓位已经升到了基金的一半。这的确与我们的组织架构有关，我们没有医药，石油或金融行业的研究员，我们是按照“机会”进行人员配置。我们关注的方向主要是 spinoff（母子公司分离），distressed debt（问题债务），post-bankruptequities（破产后的权益）。这样我们一方面不会错过机会，另一方面不必浪费时间阅读大量季报和 年报，很多公司我们根本不会去投资。我们可以全力以赴挖掘被市场错误估价和错误抛售的投资机会。

举例来讲，当时我们首先问自己，在萧条时期，还有什么可以买？

答案是汽车金融公司，最低的时候跌倒了4 折。其中我们最看好的是 Ford Motor Credit，因为福特在三大巨头中存活可能性最大。而我们发现，即便是违约率提高8 倍，也就意味着公司全部债务组合40%将蒸发。即便这样，当时的买入价还提供了足够的安全边际，这就是我们要找的抗萧条投资标的。同时我们这样分析：汽车 贷款并不像房地产贷款那样范围广，虽然很多人看到房贷出现问题后首先想到汽车贷款也会爆发危机，但事实上06 和07 年房贷违约达到高峰时，汽车贷款市场并没有发生严重问题，08 年违约率也没有出现明显上升。

插播：摘自2010 精译求精第一期 Seth Klarman--Market is not a weighing machine, but rather a voting

machine（2009 年3 月17 日的一段演讲）我们最擅长的投资策略概

括起来就是挖掘被市场错误定价

的品种。

造成任何证券产品大幅折价通常有几个原因，持有者被迫卖出，而很少人接盘，造成供需严重失衡，价格暴跌。而被迫卖出的原因可能由于公司信贷评级被降低（基金章程规定不能投资评级低于某个级别的品种），可能由于指数成份股调整（指数型基金只好卖出）等等。当然，也有可能遇到持有者不明就里地卖出，对于我们来讲，这属于“白送”（当然这样的机会很少）但这也告诉我们要知道是从谁的手里接的货，如果是比我们高明的投资者卖出，我们就要三思了。毕竟没有无缘无故的恨/爱。另外一种造成股价大幅折价的原因可能是母公司剥离子公司，可能是业务调整需要，也可能是“母嫌子丑”（子公司债台高筑？管理层糟糕？ROE低？）。总之在这些事件发生时，一定要想办法弄明白背后的原因，因为这可能意味着对母公司解脱或者子公司重生，可能是两者同时的机会，股价当天的反应未必说明问题，因为大家想到的通常都是卖出（特别是基金投资者，由于公司模型变化，通常会选择出局，这就造成了前面我们分析的一幕，即供需严重失衡）。但是随着长期效果的显现，这往往价值投资者最好的机会。比如我们现在持有一家生物制药公司，原来的公司由于很多科研投入，所以业绩不是很突出，但是公司单靠新药的版税就可以每年坐收30%的回报。后来公司分离，母公司帐上保留大量现金，专门负责新药研制，业绩不好；而子公司就是坐收版税，子公司虽然是一家很不起眼的制药公司，但有这样的背景，我们认为它的风险很小。

综上所述，首先我们认为当前股市价格的暴跌，并不是投资者经过谨慎分析对公司基本面得出的结论，而是由于市场抛压过大，而接盘的资金太少，供需严重失衡导致的结果。其次，我们最喜欢的就是市场上各种的催化剂（catalyst）事件，这就使 我们投资的最好机会。我们的基金08 年初现金比例为35%，并不是因为自上而下看得准，而是按照我们的安全边际确实找不到投资品种，目前我们的现金比例为20%，为了买入新品种，我们在不断地卖出，因为现在市场上依然存在不少 dead instruments（已经失效的投资工具，或者会致我们于不利境地的投资工具），手里掌握现金主动性会比较高。我们并不认同现在是世界末日的观点，我们依然在很活跃的进行交易。投机者被市场淘汰，未来一段时间内，竞争者会逐渐减少。我们没有宏观经济确定的观点，但是每一笔交易我们会做敏感性分析，在不同的经济条件下，选择那些即使经济严重衰退，但是依然安全的投资。

问：1932 年，Benjamin Graham 说过，“当股票很便宜的时候，有胆（enterprise）的没钱，有钱的没胆”。你是怎么做到在危机最严重的时候，还有勇气去大举买入？

答：我说不难，你相信么？投资者首先要明白，证券不是一张纸的买卖，更不是财经媒体每天上上下下红红绿绿的数字；而是某个公司的部分权益，如果你担心会由60 跌至50 或者40，自然不会继续买入，而如果你知道这些权益是被 covered，将来会回到80，甚至100 以上，那么下跌得越多，吸引力就越大。当然，你需要考虑这些债券的价格，需要考虑客户带来的赎回压力，但只要你确定自己的分析不是一时乐

观，能够经得起各种经济环境的压力测试，一时的下跌不会让你 panic。

我不认为那是勇气，而应该是 arrogance（傲气）。因为你的每一次投资，都是在宣称“我了解的比市场上任何人都多，所以我的买卖时点可以也应该跟别人正好相反”。当然我们也是谦卑的，事情总会发生变化，总有比我们聪明的对手。所以我们才会有所准备，看上去总是很保守，我们会完全按照 discipline 买入，也会在达到合理估值后卖出，只有避免坐电梯（round trips）和短期灾难，才可以继续做下去。

问：怎么看现在的经济大环境？

答：6-12 个月之前，政府几乎操控着一切，市场的一切都不那么自然。我们不知道政府后续还有怎样的救助计划，但我们很明确政府希望大家买股票，希望市场进一步走高，希望随着财富效应，大家心里会好受些，希望所有人对经济复苏的信心逐渐增强。所以我担心的是如果这个过程“中间”，当大家意识到一切不过是瞬间的闪光，该怎么办？我想连政府也没有答案。欧洲就是例子，政府在做的事情就是在鼓励投资者买入垃圾债券并长期持有。而我们的政府也在说，“我们会长期实行零利率政策，所以为什么不买入股票和垃圾债券，回报率有5-6%呢。”政府实际上是在强迫单纯（unsophisticated）的投资者和经验丰富的机构投资者买入已经严重高估的证券，而后者是因为短期的收益排名压力。

问：现在最担心什么？



答：我一直认为我们的投资流程很顺，但是最近不得不担心“美元是不是会一文不值”？如果我们没有节制的印钞，政府会不会在金融体系每次出问题的时候，都出手干预？除非大幅贬值，否则哪里来那么多美元？我相信大部分人理解世上没有免费的午餐，但我们一直被谎言包围者，通胀率并不是低到零的水平，我们见到的所有数据都是在为政治诉求铺路。我希望人们有一天会认识到，不能一味地依赖政府发放“红包”和减税，但我不确定这次危机是不是足以引发大家思考做些改变。我担心我们并没有得到应有的教训。我小时候常听长辈谈到“萧条思维”（depression mentality）。经济萧条的环境固然不好，但可以让大家远离投机，不要过度借贷，要踏实工作，不要冒无谓风险。但金融危机过后，我们的思维方式并不是萧条思维，而是“会碰到非常糟糕的几周”的思维，这并不足以让我们回避未来的泡沫，也不足以保证我们可以迎接可持续的强劲复苏。

问：美国何时会陷入最严重的（破产）危机？

答：作为自下而上的投资者，我们不是专家，也不知道美国究竟发多少债才会到达“临界点”。不过就像希腊问题，这样的点（所有人都不愿意购买美国国债的时候），一定是此前一切正常，直到突然一切都不正常。正如盖特纳公开表示，他认为美国的信用评级会永远是AAA，但是一个国家AAA评级的前提是资产价格稳定，教育体系完备，基础设施健全，法令得到很好贯彻，但是如果一个国家基础设施老化，问题层出不穷，政府一到危机就采取临时措施，对财政赤字毫无节制，那应该是怎样的结果？

问：基金怎样避免 groupthink？

答：最近我们举办的高峰论坛上，几乎所有演讲嘉宾都谈到了纸币泛滥会引发严重问题，的确应该配置些 黄金，欧盟的问题不会得到解决等等，于是大家都意识到，“要小心了，不是因为大家都这样认为，就一定要发生这些。”这更加需要我们“诚实”（intellectual honesty）。事实上我们在招聘的时候就会着重考察这点。我们问应聘者他们犯过的最严重的错误（不仅局限在投资方面），以此了解，首先他们是否会坦承 错误，其次能否从中汲取教训。我们都会带有某种倾向性或者偏见，比如我们对经济和市场持悲观态度，但是投资者或者机构一定首先在一件事情上做出抉择：究竟 是要保证在牛市中赚大钱，然后时不时在有些年份亏钱呢，还是保证在暴跌时不承受巨大损失，而牛市时不过分贪婪呢？Baupost 显然选择了后者。说到招聘，我们还会问一些关于 ethics 的问题，希望他们能够看出其中可能产生利益冲突。另外我们还会抛给应聘者一个 idea，看他们是否能够顺藤摸瓜，从中推出10-15 个不同的 ideas。找到那根“线”很重要，因为他们一定要学会独立寻找下一个机会。

问：说说现在的操作？

答：我们现在看好非公开交易的商业地产，因为现在这个市场面临很大压力，基本面很差，而且近期看来不会有好转，所以我们 觉得有很多 bargains。现在政府通过 TARP，PPIP 等各种渠道希望这个市场复苏，FDIC 也似乎暗地里对银行保证会承担最后风险，希望银行不要急于出手。而商业地产证券和抵押证券的持有者抛压也逐渐减缓，

他们更希望能够进行债务重组。与之相比，公开交易的商业地产收益率可以达到5-6%，但我们觉得长期看吸引力并不大，我们宁愿现在不赚钱，提前布局非公开交易商业地产。这是我们一直以来赚钱的方式，比如现在我们2年前买入的 distressed debt 开始见效获利，从之前的40-60 上升到90。

问：未来十年最看好的资产类别是什么？

答：这取决于哪种资产是最受市场唾弃的。

问：你们平均的持有期是多久？

答：除了套利一定是短期行为外，基本上我们买入的债券都本着要持有到期为止的想法，股票的话，应该是一—永远（当然也会换手）。但如果三年内到期的债券，一年之内就达到我们的目标，我们也会因为吸引力降低而卖出。我们不认为有所谓的价值投资公司，投资中，价格才是最关键决定因素（essential determinant）。在合适的价格（some price），任何标的都可以买，卖或者持有。

问：面对可能出现的意外通胀和美元贬值，你怎样保护客户资产？

答：我们不仅关心投资的内在价值，同时要极力避免出现，危机中净值暴跌 30-40%带来的“瘫痪”。所以现在这个时点要考量很多因素。比如分析美元依然是，以及不再是世界储备货币的情况；黄金继续飙升，以及维持现有水平甚至出现下跌等等。这些情景分析，不是科学，而是艺术。

问：推荐几本书吧

答：其实我认为 Graham 的 The Intelligent Investor 比 Security Analysis

要更加易懂，当然第六版的 Security Analysis 更新了更多评论。

Joel Greenblatt 的 You Can Be a Stock Market Genius 里面有很多具体的策略；

Marty Whitman 和 Martin Shubik 的 The Aggressive Conservative Investor 也不错；

Jim Grant 虽然经常预测不准，但是他写的东西总是很值得读；

Michael Lewis 写的 Moneyball 是关于价值投资，而 Big Short 这本书 20 年后我们再看，会更加认同其历史地位。虽然是本微观角度的书，但微观可以解释一切；

Andrew Ross Sorkin 的 Too Big to Fail 和 Roger Lowenstein 的 The End of Wall Street 也值得读。

永远不要停止阅读，虽然历史不会重复，但是 it does rhyme（历史总有节奏可以把握）。Jim Grant 说过，科学的进步要靠一点点积累，而金融的进步是周期性的（螺旋上升）。虽然不同阶段总会流行不同主题，且投资者会认为自己在玩新概念，但没有什么是全新的，如果我们通过阅读了解过去，也许我们也会预测未来的发展。

摘自东方证券《精译求精周报》（2010/11/1~11/7）

## 编后记

### 投资真的不简单

张志雄

2007年12月的《Value》刊登了一篇有关塞思·卡拉曼的《安全边际》的读书札记,便有读者上门与我们谈生意,说该书没有再版,在e-Bay上的售价超过1,000美元,他想以1,000美元卖给我们。我当然拒绝了,这价格明显不符合安全边际嘛。但这也让我有所好奇,设法搞到这本书,看个究竟。看完这本书,觉得它对中国现今的投资者极有针对性,便想以内部报告的形式译成中文,让《Value》的读者独家分享。

《安全边际》字数不多,译成中文也就13万字,分三部分。我读第一部分《多数投资者会在哪里跌倒》时,眼前一亮,因为根据我近20年大量阅读投资书籍的经验,让读者感到投资是件不容易的事情的书和人,凤毛麟角。中国股市的历史虽然不长,但已经出现过两波投资(机)方法热潮,第一波是技术分析热,它告诉你只要掌握股市价格走势的基本要素和指标,熟记各种图形模式,再加以变化,便可战胜股市。这对投资人来说是极大的诱惑,因为世上没有比仅看图形就能赚钱更容易的事了。当然,这波潮流在2001年开始的大熊市中遭到彻底失败,因为残酷的行情几乎把所有的技术分析迷信者害惨了。

回顾往事,我们发现技术分析的成功者都是“老师”,他们只是靠教授技术分析知识和出书赚钱而已,不过,其中的佼佼者下场未必妙,像畅销书《短线是银》的作者唐能通就遭“受害人”举报,被证监会登

报“请他来喝茶”,后者逃之夭夭。第二波价值投资热则从 2005 年延续至今。在 20 世纪 90 年代中期,价值投资就被比较系统地介绍到中国内地来,我和《上海证券报》的同事做过不少工作,但 仅是潜流而已。这波热潮与前一波技术分析热看似截然相反,背后的思维方式却是相似的,那就是投资还是简单的,只要你信奉“价值投资”,一定能赚大钱。而且 我注意到,在民间鼓吹“价值投资”最热烈最夸张的人不少是从技术分析的信奉者转变而来的(他们的解释是巴菲特最早也相信技术分析)。 要形成群众性的热潮,首先要简单易懂,其次是可以自我循环论证,消除怀疑。

例如价值投资被人概括成“买入(好公司)持有”,多么简单啊。要找好公司还不容易嘛,任何一家商业媒体上都会介绍一些好公司,它们往往是行业的龙头或老 二、老三,认同度极高。持有,更是简单,那就是安心睡大觉不卖啦。 问题是,买入后股价暴跌怎么办?尤其是买入的股票价格被过分高估,一路下跌个 50%乃至 70%怎么办?这些“价值投资者”照样有办法,他们高喊考验自己信 念的时候到了,现在如果谁动摇了,把股票卖了,就是“甫志高”(叛徒)或是“伪价值投资者”。一旦股市大跌,他们就会聚在论坛或某些著名“价值投资者”的 博客里,相互鼓励呐喊,倒也热闹。 这种对资本急剧损失毫不在意,反而做出快乐状的姿态,让人想起宗教中有关魔鬼试练的说法。不过,他们比宗教信徒更为狂妄,在股价高涨时,有不少人就狂喊暴 风雨来了也不怕,跌个 50%也没问题。而宗教徒在祈祷时一定希望上帝“给予我们的试练不要多于我们所能承受的”。

见祖国大陆的“价值投资”如此热闹,台湾人也来混个脸熟,世界知识出版社 2008 年 3 月出了一本《超越巴菲特》,作者周皇仁和梁凯恩英姿勃勃,做背靠背 状,颇有好莱坞警匪片的派头,手中就缺两把枪。封面上有两行字颇为醒目,一行是“我的人生目标是 30 年平均复利 35%”,稍懂投资专业这一行的,都会吓一跳,因为当年巴菲特 30 年的平均复利不会超过 25%吧。“我”是作者之一的周皇仁,介绍是“台湾华波超巴投资公司董事长,上海同亿富利投资管理公司执行合伙人兼基金经理人,巴菲特投资研究团队执行合伙人。15 年证券市场经验,近 7 年复利投资报酬率 17.4%,近 3 年复利投资报酬率 35.5%。研究沃伦·巴菲特价值投资法至今 12 年,超过 60,000 小时。”周先生在股市里做了 15 年,近 7 年年复利投资报酬率 17.4%,近 3 年复利投资报酬率 35.5%,这样的业绩我周围的不少朋友都超过了,可没有谁自夸要“超过巴菲特”啊,更不会以此命名公司啊。不好意思,笔者虽没细算过自己的投资业绩,但肯定要比周先生 好,投资只是我的业余爱好,在我看来,只是自己运气较好而已。最新鲜的说法是他研究巴菲特“超过 60,000 小时”,巴菲特变成一门外语啦。 另一行字是:“这是股神沃伦·巴菲特高度关注并正在阅读的一本书”。好啊,受到价值投资大师的首肯了。

2007 年,国内有一本“价值投资”书籍很畅销,有崇拜者献计献策,是不是翻译成英文,让巴菲特瞧瞧,礼尚往来。这回,巴菲特终于直接看中文书了。怎么回事?原来 2006 年 6 月底“与巴菲特午餐慈善义卖会”全球竞标,作者之一梁凯恩以 100 美元之差“饮恨”输给了段永平。“我们转而将出价竞标传真给 沃伦·巴菲特的秘书,告知我们正在着手写

这本书,后来得到的响应是:“沃伦·巴菲特先生很关注,并且允诺一定会好好地阅读本书!”“呵呵,亲爱的聪明的读者,你们认为滥用别人的礼貌是件礼貌的事吗?当年我得知段永平以 620,100 美元的代价与巴菲特共进午餐,就认为这不是一个价值投资者的行为,可能是“别有用心”的宣传吧。我的议论马上遭到网友的攻击,而上述的手法再次仅供参考。梁凯恩花大价钱要与巴菲特吃饭干什么?看看他的介绍吧——“台湾亚洲超越极限公司总经理,著名行销大师,亚洲超级演说家,曾获得国际大师马修·史维、罗杰·道森、安东尼·罗宾等授予的 14 张国际讲师授证。著述《别说不可能》被译成多种语言,在两岸三地发行量超过 100 万册。”励志大师啊。

励志大师与价值投资有何关系?这个奥妙我有机会再聊,有兴趣的朋友可以看看那些内地所谓著名价值投资者的博客,你会发现他们内容大多是励志,吸引了一批批急着想发财致富的人。而《安全边际》的内容风格与《超越巴菲特》之流恰恰相反,孰是孰非请读者明察。在附录一的《做一个有思想的投资者》中有对《安全边际》的详尽导读。

附录二的《晚上睡得着比什么都重要》是塞思·卡拉曼 2007 年 10 月 20 日在麻省理工斯隆管理学院的演讲。在过去的 25 年里,卡拉曼所管理的基金年复合回报率为 20%,客户当初的 1 美元如今已经超过 94 美元。卡拉曼虽然没有超越巴菲特,却牢记了他最重要的法则——“不要亏钱”,在 25 年中有 24 年成功地做到这个法则。卡拉曼是如何做到这一点的?他坦承从不为回报设定具体的目标,他首先关注



的是风险,只有那时他才会判断,是否所承受的每一种特殊的风险 会带来回报。具体到今天中国人,面对高通胀,如果你为了战胜通胀而急于出手买房或买股票,这就是为投资回报设定具体的目标。若具体到各种基金与理财产品,在你的印象中,又有几家是不暗示自己可能达到某某回报目标的?而结果又有几家能持续地在业绩不大幅波动的情况下获得如卡拉曼那般优异的回报的? 两年前,我曾写过一篇《投资不简单》的读书笔记,而《安全边际》还是告诉大家,投资真的不简单。