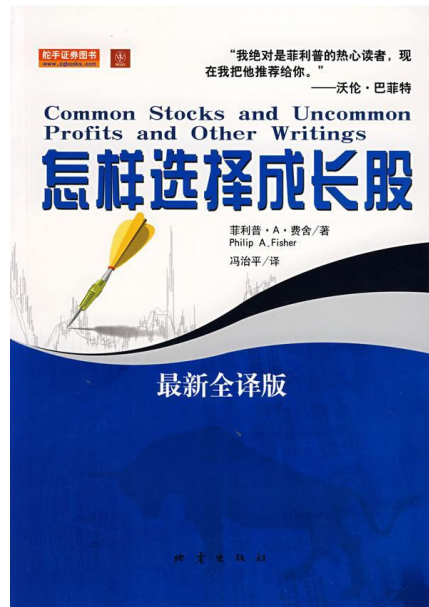


怎样选择成长股

Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings
by Philip A. Fisher



序言 从父亲的著作中学到的

（肯尼斯描述了自己小时候和年轻时候阅读父亲著作的经历。在这里，前言部分用肯尼斯来称呼肯尼斯 L 费舍，他是作者的第三个儿子。在正文中，用费舍来称呼菲利普 A 费舍。）

● 15 点原则

通过 15 点原则，我可以大体上推测出一家公司能否在这个世界占据一席之地，以及它是如何成功或者失败的，如果它失败的话，那么问题出在哪里？

父亲的 15 点原则规定了应该买入什么股票。这些原则描述了一家具有巨大的产品和市场潜力的公司，同时该公司需要有一个决心继续开发潜能、并且远远超过产品当前水平的管理层。这一规定表示现行的研究要能有效地创造未来的产品，这和销售人员数量和效率有关，而在将现有的和未来的产品投放市场的过程中，销售人员需要克服所有的困难，这是非常未来化的想法，这意味着要具有足够的原产品的盈利能力，并结合销售利润率来支付管理的成本。这就表示需要一个现实的、具体的计划来保持和改善盈利能力，所有级别的员工都感到满意，能够对公司忠诚和保持生产的积极性，此外，员工需要具有未来化可开放的思想，追求永无止境。另外，严格控制成本，有些方面在行业中具有独特性，以保证可达到的目标能够超过同行业的其他竞争对手。最后，所有这些都需要开放的、能紧密团结成一个整体的管理层的领导。

想想那些陷入麻烦的公司的股票，或者其他一些股价过高的投资组合，这些公司都无法通过

闲聊的检验，因为如果你和顾客、供应商或者竞争对手交谈，他们都不会对这些公司留下什么深刻的印象，或者感到过分地畏惧。顾客不会留下什么印象是因为相比较而言，这些公司的产品并不总是最好的。由于供应商拥有可以订购更多产品的更好顾客，真正的销售量并不取决与这些公司，因此供应商也不会留下什么印象。竞争对手也不会感到畏惧，因为这些公司没有使它们在竞争中陷入不利的位置。

（肯尼斯描述了 20 世纪初的网络科技股很难满足 15 点原则而失败的例子，以及在十年来满足 15 点原则的公司成功的例子。）

- 目标与闲聊

（肯尼斯描述了自己与父亲相同和不相同的观点和想法，以及同样应用 15 点原则投资纽克钢铁成功的例子。）

（肯尼斯描述了一个伟大的问题：“你正在做哪些竞争对手还没有做的事”，这也是公司成功发展的推动力。）

（肯尼斯说明了可以同时通过跟顾客、竞争对手、供应商的沟通来研究这家公司的情况。）

- 更多有用的内容

（肯尼斯描述了父亲的作品中关于公司研究分析的重要性，当然还不厌其烦的说了许多别的事情。）

引言

- 早年的生活

（肯尼斯描述了自己曾祖父，曾祖父的大女儿卡丽，成为一位高尚的医生的祖父，还有父亲十几岁和上大学期间的的事情。）

- 成年后的生活

（肯尼斯描述了父亲参军，遇见母亲，生下 2 个哥哥和自己，回归商业领域，出版著作，成为投资大师以及晚年的事情。）

- 他是那种人？

（肯尼斯描述了父亲不善于跟人相处，不喜欢改变以及一些其他关于父亲性情的事情。）

- 三个 W

（肯尼斯描述了父亲喜欢步行，担心和工作以及父亲晚年的生活。）

- 意义——镜子中的形象

他在让别人明白用其他方式无法明白的事情上有一个诀窍。父亲通过使人们思考，而不是直接告诉的方式，使他们产生了一些在没有受到父亲影响时不相信自己会拥有的想法。有时，他就像一面把你的智力显现出来的镜子。

（肯尼斯用了很长的篇幅写了关于父亲和父亲的思想的种种事情，显然我们能感觉到他对父亲的崇敬和爱戴。）

第一部分 普通股和不普通的利润

Common Stocks and Uncommon Profits 1958



引言

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

第一章 过去提供的线索

（费舍说明了投资者可能是为了抵御通货膨胀避免降低货币的购买力而选择一些没有风险的投资，比如投资债券；也有可能想和国家的经济一起发展和成长，比如投资股票。）

在考虑买入任何普通股之前，似乎必然要首先了解过去投资者使用什么方式最赚钱，甚至顺便看一下美国股票市场的历史，就能看到有两种截然不同的积聚大量财富的方法。19 世纪到 20 世纪初期，一些数额巨大的许多零散的财富主要是由经济周期产生的。在某一时期内，不稳定的银行体系致使繁荣与萧条交替出现，在萧条时买入，而在繁荣时卖出股票的做法包含了很浓厚的价值原理。对于那些熟悉金融领域的人来说，这种做法是尤其正确的，因为一旦银行体系的压力变得有些沉重的时候，他们可能会提前知道。

但是或许人们认识到的最重要的结果是：在股票市场上（从 1913 年联邦储备体系的成立，到罗斯福政府执政早期通过了有关证券与交易的法令这一时期），那些使用其他方法的人赚

到了更多的钱，承担的风险也更低。实际上在早些时期，如果能找到确实优秀的公司，即使在上下波动的市场中也一直持有它们的股票，结果证明，这样做而赚钱的人数越来越多，而且他们的收益比那些交易更加频繁，相比总是试图以低价买入，高价卖出的人更高。**（费舍说明：成功的股票投资大体上有两种方法，一种是根据宏观经济的变化，在经济萧条时期买入股票，然后在经济繁荣时期卖出股票；另一种是找到优秀的公司投资，并且在相当长的时间内一直持有，而不去理会宏观经济和资本市场的变动。结果是，后一种做法获得的投资回报要好于前一种情况。）**

这看上去有些让人惊讶，那我们就详细描述一下这个问题来证明这种说法，同时也提供一把钥匙，用来打开成功投资的第一道大门。在大多数投资者的一生之中，他们拥有大量打下良好基础的机会，这些机会能使得自己或者子女获得大笔的财富。这些机会并不意味着要在市场最为恐慌的某一特定时期买入，每年我们都能以可以赚到大笔利润的价格买入某些公司的股票。这要求我们具备把相对较少的具有极好投资可能的公司，和那些数目众多的一般成功或者完全失败的公司区分开的能力。

（费舍以下的描述说明了现在存在的投资机会要好于从前，并且说明了这样三个原因：1-公司管理层观念的改变；2-研究的增长；3-政府的宏观经济政策）

之所以发生这种变化，原因之一是公司管理的基本观念发生了改变，并且处理公司事务的方式也相应地发生了变化。在上代人掌控公司时，大公司的管理层通常都是同一家族的成员，他们将公司看作是私人的财产，很大程度上忽视了外部股东的利益。如果真的要考虑管理层的续接问题，那些年龄过大的领导者就会培养出一个年轻人来接班，这样做的目的主要是帮助他的儿子或者侄子将来继承他的位置。管理层很难最先考虑发挥别人最大的才能来保护普通股股东的投资。在那个专制的时代，陈腐的管理层倾向于反对革新或者进步，并且屡次拒绝接受批评和建议。这和今天不停地在竞争中寻找更完美的做事方式是不同的，今天，顶尖的公司管理层通常不断地进行自我分析，从不停止寻求进步的脚步，甚至经常向公司外部的各种专家咨询，以求得到好的建议。

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

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

（费舍描述了从 20 世纪 20 年代到 20 世纪 50 年代末工业研究的增长情况。）

这对投资的影响几乎不会被夸大。研究成本是如此浩大，以至于如果公司不能在商业的立场上明智地运用，就可能在运营费用的负担下步履蹒跚。此外，对管理层或者投资者而言，缺少能快速而简单地衡量收益性的评价标准，甚至像能力最强的职业棒球运动员也不指望每三次击球就至少击出一次安打，所以，仅仅是平均数定律就能限制一项规模相当大的研究计划，使之无法产生利润，而且从理论和机会上说，在一个特定的时期，甚至在杰出的商业实验室

也会出现一堆无法产生利润的计划。最后，一项计划从酝酿到对公司的利润产生重要影响需要 7-11 年的时间，因此，即使是利润最多的研究计划，也会在它最终实现了增加股东利润之前成为财务上的负担。

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

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

（费舍描述了从 1929-1932 年的大萧条之后，美国政府在应对经济衰退时采取的政策转变。包括降低税率，降低失业率，增加所得税，支持农产品，增加失业补助金。当然这些措施都会带来政府支出的增长甚至赤字，最终产生通货膨胀。）

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

另一个基本的金融趋势起因于人们对固有型通货膨胀的偏见，这种偏见已经深入到了法律和公认的政府经济职责的观念里。对于普通的个人投资者而言，如果他们希望严格地长期投资，那么债券就变得不再是理想的投资。任何重要大的经济衰退来临时，几乎每次都会造成货币利率的下降和债券价格的相应上涨，同时股票很难出现上涨的行情。这就使我们的结论：高等级债券可能对投机者更有利，而不利于长期投资者。这一观点似乎和我们通常的思维直接对立，然而，一旦理解了通货膨胀的影响，就会明白为什么会发生这样的事情。

（费舍描述了债券的利率大部分或者全部都会被通货膨胀吞噬掉这样的事实。真正理解费舍的描述可能需要学习一下宏观经济学）

对于债券在作为长期投资时的吸引力来说，真正重要的是预期未来一段时期内是否会发生利率和通货膨胀变低的趋势。对我而言，如果仔细地研究一下整个通货膨胀的机制，那么就能很清楚地看到，通货膨胀的增长是由于贷款的大规模增加引起的，而贷款的大规模增加又是大量的政府赤字极大扩张了信用机制的货币基础的结果。赢得第二次世界大战而带来的巨额

赤字已经为后来的结果奠定了基础，结果是战前就买入了固定收益证券的债券持有人失去了一半以上的真实投资价值。

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

在继续深入讲述其他内容之前，最好先简短地概括一下各种各样的投资线索。站在投资的立场上，这些线索可以从对过去的研究中，对过去和现在之间主要差别的比较中一点一滴地搜集起来。这样的研究表明，运气好或者辨别力强的人偶尔能找到一家销售额和利润远高于行业整体水平的公司，以获得最好的投资回报。它进一步表明，当我们认为自己找到了这样一家公司的时候，最好在很长的一段时间内持有。它强烈地暗示我们，这样的公司未必是年轻的和规模小的。相反，不管规模如何，真正重要的是管理层能够实现更重要的成长和具备完成计划的能力。过去提供的另一个线索是：管理层的成长通常和了解如何在自然科学的不同领域组织研究，以便为市场带来经济价值和相关的生产线有关。这就使我们清楚了这种公司的普遍特征，也就是管理层不会因为自己关注的长期计划，而放松对执行日常事务的警惕性；它们在平常的商业运作上表现的很好。

（费舍更注重公司管理者使公司成长的能力，包括对未来计划的实施、对日常管理的警惕等。这样的公司可能会因此会实现很好的利润水平，投资这样的公司需要投资者在很长的一段时间内持有才会获得十分好的投资回报。）

第二章 “闲聊”的用处

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

（费舍说明了如果可能的话，一个在管理各方面都十分熟练的人能在了解公司每一个环节之后得出一个有价值的结论，不过实际上这是很不现实的投资方法。同时，还说明了投资者还可以采用另一种做法来寻找到真正成功投资的必须线索。由于缺少一个更好的专业术语，他把这种做法叫做“闲聊”法。）

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

然而，竞争对手只是一个方面，未必是最佳的信息来源，和公司存在交易的供应商和顾客同样能让人吃惊地了解到一些信息。

还有一种群体能非常好地帮助未来的投资者寻找到能获利的公司。不过，如果投资者没有进行很好的判断，没有大量地反复查证他被告知的消息的可靠性，那么该群体的害处就会大于益处，这一群体指的是公司的前雇员。对于前雇主的优势和弱点，他们经常有着真实的观点。一样重要的是，他们一般在谈论时毫无拘束。无论是否正确，很多前雇员都认为，前雇主由于自己认为正当的抱怨，或者没有合适的理由就解雇了他们，因此仔细地检查和研究雇员离开公司的原因是很重要的。只有那样，才有可能确定可能存在的偏见程度，以便考虑前雇员所说的话。

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

第三章 寻找优良普通股的 15 点原则

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

我认为，投资者应该关注 15 点原则。如果一家公司仅仅不能满足其中很少的几点，那么你对它的投资就能得到很好的回报。如果不能满足的太多的话，我就认为它不符合我对“值得投资”的定义。这些原则中，有一些是关于公司的策略，还有一些是关于如何有效地执行这些策略，有些原则关心的事情主要是利用公司外部获得的信息进行研究；还有一些最好通过公司员工的直接探索来解决。15 点原则如下：

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

对于那些销售额曲线呈静止，甚至下降趋势的公司来说，获得相当大的一次性利润是绝不可能的。更好地进行成本控制可以节省运营费用，有时会创造出充足的净收入，从而导致公司股票的市场价格的上涨。许多投机者和四处寻觅购便宜货的人热切地追求着这种一次性的利润，它并没有为这些人提供更多的机会，然而，那些想从投资中获取最大可能盈利的人对它很有兴趣。

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

的股票就变得有吸引力了。（费舍简单描述了产品的生命周期）

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

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

美国铝业公司是“由于幸运而有能力”组的一个例子。公司的创立者有着深远的目光，他们对新产品在商业上的使用做出了正确地预见。然而在那时，他们和其他人没有想到，铝制品会在 70 年之后大量地占据市场。将技术的进步和成本的节约结合在一起，为公司带来了更大的收益。在鼓励和利用行业的趋势方面，美国铝业公司拥有并持续显示出很强的能力。在像提高空中运输要求的这样的背景条件下，如果其改变所产生的影响并没有完全超出公司对开发广阔的新市场的控制，那么公司仍然会保持增长，但是增长的速度会变慢一点。

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

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

投资新手可能在刚接触到化工行业时认为，有些公司在商业的很多方面都一直拥有最高投资比率，同时也生产行业内最具吸引力的成长型产品，而这只是一个幸运的巧合而已。这样的投资者混淆了原因和结果。就所关心的销售额曲线而论，对杜邦，陶氏化学，联碳公司等这类公司的历史进行研究，就能清楚地表明它们为什么会成为“由于有能力而幸运”的公司。

（费舍描述了美国通用运输公司的例子。）

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

对投资者来说，正确判断一家公司的长期销售额曲线是极其重要的，肤浅的判断会导致错误的结论。**（投资者还需要预先估计公司的销售额增长情况，并跟踪公司管理者为保持或者提高销售额增长情况做出的努力。）**

（费舍描述了旧电视将可能被彩色电视替代的、摩托罗拉公司的情况，这些由于研究和技术进步给公司带来的新的销售增长。）

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

（费舍描述了摩托罗拉公司的情况。）

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

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

（通过费舍的描述，我能明白公司需要不断的提供一些新的产品或者服务，才能不断带来利润的增长，整个经济体也是这样，科技的发展最终引领了时代的进步和经济的发展）

如果公司的新产品和公司现有的产品存在一些商业上的关系，而工程或者研究在相当大的程度上已致力于开发新产品，那么这样的公司可以使投资者获得最好的结果。这并不表示一家令人满意的公司的部门不多，而且其中一些部门拥有和其他部门完全不同的生产线，它表示的是，每一个部门都以研究为中心，就像一片树丛，每一课树都从树干向外生长着树枝，这样通常比一家生产大量不相关的新产品的公司做得更好。如果成功的话，公司就会涉足一些和现有生意不相关的新行业。

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

● **原则 3：考虑到规模的大小，公司在研究和发展上付出的努力是否有效？**

（费舍说明了可以使用上市公司的研究费用除以总销售额来比较某家公司或者某个行业的研究成就和了解竞争程度）

（费舍描述了不同的公司在研究费的成本和产生的收益之间有很大的差别，原因是由于多种人才的协调，每个专家的技术水平只是产生结果所必备的一部分。怎样协调多种人才的效果决定了研究费用的成本和收益。这就必须拥有能协调好不同背景下的员工的工作，并使他们向着共同目标努力的领导者。）

管理层需要把不同的技术人员协调成一个紧密结合的队伍，同时激烈队伍中的每一个专家发挥自身最大的生产力，最理想的研究结果就依赖于这种复杂的协调，管理层必须具备这种能力。紧密和详细地协调每一个发展项目的研究人员与完全熟悉生产和销售问题的研究人员也同样重要。对管理层而言，在研究、生产和销售之间建立紧密的关系并不是一项简单的任务。除非做到这一点，否则最终开发的新产品要么不能尽可能低成本地生产，要么在设计完成以后无法实现最大销售，这样的产品通常是不具备竞争力的。

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

（费舍描述了有些大公司更倾向于用限期完成的计划打断正常的研究项目，而最终缺乏竞争力。同时，费舍描述了研究范围和国防合同有关的情况。）

市场研究被认为是发展性研究和销售之间的桥梁。高级管理层必须注意，不要在华丽的产品或者工艺的研究和开发上花费太高，一旦完成，虽然存在市场，但是利润很低。关于利润太低，我的意思是没有足够的销售量以收回研究成本，对投资者来说就不值得投资。如果在一个即使技术上成功也无法收回成本的项目中，市场研究机构能够控制好主要的研究成果，而在另一个项目中为了满足更大的市场需求而愿意支付三倍的费用，那么该机构就能在公司的科研力量方面为股东大幅度地增加价值。

一个更简单，通常有价值的方法是近距离地研究在过去一段特定的时间内，比如说十年之内，研究机构的成果对销售额或者净利润有多大的作用。相对于活动的规模大小，通过在这段时间内生产可以产生利润的新产品，公司也可能在未来达到一定的生产力，只要它继续利用一般性的方式运营。

（关心公司管理者协调研究的成果，以及研究结果对销售额的促进作用。）

● 原则 4：公司是否拥有高于平均水平的销售队伍？

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

之所以如此，可能有这样一个原因，构造简单的数学比率是相对简单的。通过和竞争对手相比较，这些比率能够为一家公司的生产成本、研究活动或者财务基础的吸引力提供了一些指导。关于销售和分配效率的含义，我们很难找出对应的比率。在研究方面，我们已经看到这些简单的比率由于太过粗糙，除了告诉我们要寻找的是什么之外没有任何意义。我们会简要地讨论一下它们在生产和财务基础方面的价值。然而，不管这些比率是否具有在金融界频繁使用的价值，它们仍然是投资者喜欢依赖的对象。由于在类似的公式中难以考虑销售成绩，因此不管它们在决定真正的投资价值时重要性如何，许多投资者根本没有对其进行评价。[\(看到这里，我不得不思考自己在研究公司的时候到底错过了什么，我应该研究和认识公司通过什么样的方式来实现销售额和销售额的增长，而不是单纯去计算增长率。\)](#)

相比相对销售能力的问题而言，我在相对研究能力的问题上花费了更多的时间。这并不表示我认为相对销售能力不重要。在当今竞争激烈的世界，有很多事情对公司的成功很重要，然而，公司的成功建立在对生产、销售和研究这三方面的考虑的基础上。说其中某个方面比另一个重要，就好比说心脏、肺或者消化系统是身体内功能最重要的单个器官。它们都是生存所必需的，都必须为健康发挥重要的作用。看看你周围那些已经证明是成功投资的公司，它们一定具备积极进取的销售态度和不断完善的销售队伍。

（费舍描述了陶氏化学和国际商用机器 IBM 的例子，说明公司想要稳定地长期增长，一个强有力的销售队伍至关重要。）

● 原则 5：公司是否具备有价值的利润率？

至少本原则是一个重要的话题，很多金融人士认为它实际上提供了数学分析的形式，是可靠的投资决定的支柱。从投资者的立场来看，销售只有在能带来利润的时候才有价值。如果多年来利润没有相应增长的话，世界上所有的销售额增长都不是正确的投资手段。检查利润的第一步是研究公司的利润率，也就是每一美元的销售额能带来多少美分的利润。不同公司之间的差别立即变得明显起来，甚至包括那些同行业的公司。这样的研究无法在一年内完成，而要经过多年才能实现。然后更加明显的是，当工业处于繁荣时期时，几乎所有的公司都能达到更高的利润率和总利润。然而同样明显的是，在繁荣时期，和利润率也会增加但幅度不大的低成本公司相比，利润率较低的小公司通常增加的利润率更大。这通常导致在经济景气的时候，较为弱小的公司每年增加的利润率比较同一领域中更为强大的公司更高。不过我们也要记住，当经济趋势反转时，这些利润的下降速度也相应更快一些。[\(费舍这里描述的利润率是指销售利润率，当然我觉得同时还要检查一下税前利润率。与林奇描述同一问题时一致，费舍也同样说明了：利润率较低的公司，在经济发生周期变化时，相比利润率较高的公司，它们的利润率波动程度要更大。\)](#)

由于这个原因，我认为投资小公司无法获得最长期的投资回报。考虑对一家利润率很低的公司进行长期投资的唯一原因是：关于公司的基本面正在发生变化，可能存在很强的暗示。利润率的增长是由某些原因导致的，而不是由于销售量的临时增长，换句话说，既然买入的真正原因是公司在效率或者新产品上的进步使其脱离了小公司的范畴，那么该公司就不是真正意义上的小公司的了。对于一家在其他方面很好地具备了长期投资资格的公司来说，如果其内部发生了这种内在的变化，那么它就可能非常吸引人们去买入。

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

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

（费舍提醒我去搞清楚公司到底是因为什么原因而实现了利润率的提升或者降低，注意公司花费在研究和销售上的努力所取得的成果。）

● 原则 6：公司正在为维持或者增加利润率而做些什么？

投资一只股票的成功不依赖于你在买入时对公司的了解情况，而是取决于买入股票以后对公司有怎么样的了解。因此对投资者来说，重要的是公司在未来，而不是过去的利润率。

在我们生活的这个年代，利润率有着连续不断的威胁。薪水的成本逐渐上升，现在很多公司都有长期的劳动合同，要求薪酬在未来几年持续上涨。增加的劳动成本导致原材料价格和供给费用相应增长，税率似乎也有稳定增长的趋势，尤其是不动产和地方性税率。在这样的背景下，不同公司的利润率趋势有着不同的结果。有些公司好像比较幸运，可以通过提高价格维持利润率。这通常是由于它们所处的行业对产品的需求很强，或者是竞争对手的产品的价格比它们更高。然而在我们的经济中，用这种方式维持或者改进利润率是相对短暂的做法，这是因为这种做法为竞争对手创造出了额外的生产力。这种新的生产力产生的利润足以超过之前增加的数额，那时价格不会再像成本那样增加下去，于是利润率开始下滑。

（费舍描述了 1956 年铝市场的不利情况。）

当整个行业的利润率由于价格再三地增长反而增加时，对长期的投资者来说不是一个好消息。（这种情况可能较多的发生在周期型公司的身上。）

相比之下，包括铜行业几家公司在内的其他一些公司，试图以更多巧妙的方法，而不仅仅是通过提高价格来增加利润率。通过维持资本改进和产品工程部门，一些公司取得了很大的成功。这些部门的唯一作用是设计出能够降低成本，并因此抵消或者部分抵消上升的工资趋势的新设备。很多公司不断地探讨着降低成本的步骤和方法，看看哪里能够节约成本。这些活动使用了特别多的财务功能和对记录的处理。

（费舍描述了运输行业公司削减成本的例子。）

这些事情都不是一天之内就能完成的，它们都要求准确的研究和事先制定相当完备的计划。在削减成本和改善利润率的新观点方面，未来的投资者要注意已经完成的工作中的巧妙之处。这里，“闲聊”的方法或许有些价值，但是远远比不上直接向公司员工询问。幸运的是，公司的大多数高级管理人员会告诉我们一些关于公司的细节。按照这一方针从事最有成就的事业的公司，很有可能用技术建立起一些组织，在未来继续进行有建设性的工作，它们极有可能为股东带来大量的长期回报。（第六点原则提供了研究公司成长性一个近乎完美的描述。）

● 原则 7：公司是否具备出色的劳动和人事关系？

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

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

（费舍描述了一些方法来评价公司的劳动和人事关系的质量：与工会的关系是否融洽，外部人员希望进入这家公司的意愿，公司解决不满的效率以及高级管理层对一般雇员的态度等方面。显然对这些评价不好的公司通常不值得投资。）

● 原则 8：公司是否具有很好的行政关系？

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

管理氛围和谐的公司具有最佳的投资机会。高级管理人员对他们的总裁和（或者）董事长很有信心，这表示在某些事情上，公司内部从普通员工到高级管理人员都会感觉到，晋升是由能力，而不是党派之争决定的，管理层家族不会比其他有能力的人先得到晋升。定期检查工资的调整情况，以保证高级管理人员在员工提出要求之前就对他们的工资进行理所应当的增长。薪水至少可以和行业内或者当地的标准看齐。只有在组织内部无法找到合适人选来填补位置空缺的情况下，管理层才会从公司外部聘用人员进行工作。高级管理层认识到，无论如何组织员工在一起工作，都会产生一定程度的党派之争与不和，但是他们不能容忍在队伍中

不合作的人，以使摩擦与党派之争保持在最小程度。和一些具有不同程度的责任感的高级管理人员的闲聊中，投资者不需要过多地直接询问，就可以掌握以上信息。公司距离这些标准越远，成为真正的成功投资的可能性越小。

● 原则 9：公司的管理是否有层次？

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

不过，值得投资的公司是那些将来能持续增长的公司。一家公司的规模迟早会发展到使它不能利用小规模的管理层让公司获得进一步发展的机会，除非它在一些层面上开始培训管理人员，这一点不同的公司会由于所从事的行业和个人管理技能而有所不同。正如第 8 点原则所讲的，此时拥有和谐的管理氛围成为主要的投资意义。

当然，在第 8 点原则中讨论的问题需要管理层真正地全面发展，但是除非还实行某些额外的政策，否则管理层难以发展，其中最重要的是管理者的授权。如果公司从最高到普通级别的管理人员没有真正执行所分配的权力，那么优秀的年轻管理者就会像关在笼子里的年幼动物一样无法得到锻炼，仅仅由于没有足够的使用机会，他们未能发展自己的技能。

如果高级管理人员干涉并试图操纵日常的运营事务，那么这样的公司很难成为最具有吸引力的投资魅力。在处理公司所有的事务上，无论哪一两个最高级别的领导多么能干，一旦管理人员的数量达到了一定规模，公司将会在两方面遇到麻烦，一是有太多的琐碎问题需要领导处理，二是有能力的人不能得到发展，也就无法控制即将到来的进一步增长。

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

● 原则 10：公司在成本分析和财务控制方面做得有多好？

如果公司不能足够精确和详细地分解总成本，以表明运营中每一个小步骤的成本，那么它就不能在一段时期内持续获得显著的成功。只有做好成本分析，管理层才能了解到什么是最需要注意的，才能判断出是否能恰当地解决需要注意的每一个问题。此外，大多数成功的公司都生产一系列而不是单一的产品，如果管理层对每一种产品及其相关产品的真实成本没有精确的认识，那么公司就处于极其不利的形势。在不允许过度竞争的情况下，想制定能确保最大限度地获得全部利润的价格策略几乎是不可能的。除了知道哪些产品值得专门在销售上花费力气之外，别无选择。最坏的可能是，管理层并不知道一些表面上看能取得成功的活动实际上可能亏损，可能降低而不是增加总利润，制定明智的计划就更不可能了。

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

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

按照定义，这是一个有些包罗万象的问题。因为这种问题必定会由于行业的不同而不同，在某些行业可能非常重要，而有时在其他行业不太重要甚至根本没有意义。举例来说，在大多数涉及到零售业的重要运营之中，一家公司处理不动产事务的能力——例如租赁业务的质量——是非常重要的。在很多其他行业内，这个能力不太重要。同样，一家公司对待信誉的相对能力对有些公司来说很重要，而对其他一些公司来说就没有那么重要。在这些情况下，我们的老朋友闲聊法一般为投资者提供了一幅相当清楚的画面。如果这一点原则对保证认真研究有重要的意义，那么他的结论就应该能经得起一些数学比率的多次检验，包括每一美元销售额的相对租赁成本，或者坏账损失率。

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

公司之间专利的重要性不同，这是另一个问题。对大公司来说，拥有很好的专利地位通常是一个额外的而不是基本的优势。它通常能使公司的某些部门避免没有专利时在市场中可能遇到的激烈竞争，并且让公司的生产部门享受到比没有取得专利时更高的利润率。反过来，更高的利润率趋向于增加整个行业的平均水平。同样，强大的专利地位有时赋予公司独有的权利，使之以最简单或者成本最低的方式生产特定产品。竞争对手只有花更多的力气才能赶上，因此赋予专利的所有者一些具有实际竞争性的经济利益，尽管一般数额不大。

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

失。

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

（费舍描述了一个年轻的电子制造公司的例子并说明了这样一种看法：保护的基本来源是持续的领导地位，而不是专利。）

在一些特殊的场合评价值得向往的投资吸引力时，专利保护是一个主要的因素，至少投资者必须谨慎地认识到专利保护在这些场合的重要性，但是不能对其过于看重。

● 原则 12：公司是否拥有短期或者长期的利润前景？

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

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

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

典型的投资书籍花大量的篇幅来讨论公司的现金状况、公司结构、不同等级证券的资本化比率等等，可能会有人问到：在 15 点原则中，这些纯粹的金融层面为什么没有占到更大的篇幅。原因在于我的基本论点是，理智的投资者不能仅仅因为便宜就购买股票，只有它们有希望为你带来回报时才应该考虑。

在所有的公司中，只有一小部分能够全部或者接近全部地满足列出的其他 14 点原则。任何能满足这些原则的公司，都能以规模大小类似的公司中较为普遍的比率轻松地得到贷款，最高可以达到行业内允许的最高负债比率。这样的公司一旦达到了最高的负债限制，但是还需要更多的现金（我们现在只考虑这种情况，而不管进一步的销售额增长、利润率、管理层、研究和各种其他因素），那么它的股票价格还可以在一定范围内地得到提升，因为投资者通常热衷于投资者类公司。

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

如果贷款能力目前处于不足状态，股权融资就变得不可避免。在这种情况下，投资的吸引力依赖于仔细计算下面的问题：因为发行在外的大量股票而导致的稀释，将在多大程度上减少当前股东由于融资造成的收益的增加。和直接发行普通股的兑换特点一样，通过发行高级证券而产生的股权稀释是可以计算出来的。这是因为这种兑换的特点是能以比发行时市场价格高一些的价格行使权力，高出的幅度通常从 10%-20%。换句话说，在计算发行在外的普通股的真实数量时，最好考虑一下可转换的高级证券已经全部转换，而且所有的权证、期权等等都已经行使。

如果在持有普通股的几年之内发生股权融资，并且普通股东随后的每股收益只增加了一小部分，那么只能得到一个结论，也就是公司的管理层在财务判断上做的很差，该公司的普通股不值得投资。除非这种情况十分普遍，否则投资者不必受到纯粹的财务考虑的威胁，因为公司如果在其他 14 点原则上表现很好，就有希望上演优异的表现。相反，从未来几年获得最大利润的立场来看，投资者一定不要投资那些其他 14 点原则中任何一点评价很低，而仅仅拥有强大的财务实力或者现金地位的公司。

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

即使管理最好的公司有时也会发生不可预期的困难、利润的减少，以及产品需求的不利变化，这是商业的特征。此外，如果有些公司通过技术研究的努力，一直尝试生产并销售新的产品和工艺，在很多年里不断地获得很大的利润，那么投资者就应该买入这种公司的股票。根据平均数定律，其中一些公司极可能失败，让投资者付出巨大的代价。还有一些会在设备处于适应期的时候出现不可预期的耽搁和令人心碎的花费。从生意的整体来看，几个月之后，这些额外的预算外成本将破坏最谨慎的利润预测。即使在最成功的行业中，这样的失望也是不可避免的。如果能够直面现实，加上良好的判断，失望只不过是最终成功的一部分。这往往是一家公司的优势，而不是弱点的标志。

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

- **原则 15：公司是否具有一个毋庸置疑的诚实管理层？**

管理层通常比普通股东更了解公司的资产，在不触犯法律的情况下，管理层通过以普通股东

为代价，使自己或者家人受益的方式几乎是无穷多的。一种方式是不做任何解释，使亲戚在薪水账册中的工资源于高于实际工作所产生的正常价值。另一种方式是将自己的财产以高于市场价格的形式卖给或者租给公司。在规模较小的公司中，这种做法很难察觉，因为控制着管理层的家族或者关键的官员有时会买入或者租赁公司的不动产，这不是为了获得不公平利润，而是确实为了公司的其他目的而释放有限的运转资金。

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

如果出现这种滥用权力的情况，只有一种真正的保护措施，那就是把投资对象限定在那些管理层得到股东高度信任，具有很强的道德责任的公司。这个观点认为闲聊法是很有帮助的。关于已经涉及到的 15 点原则，如果该公司没能满足其中任何一点，但在其他方面评价非常高，那么这样的投资是值得考虑的。然而，无论在其他方面评价多么高，如果管理层缺乏股东的信任，那就是一个很严重的问题，投资者绝对不要涉足这样的公司。

第四章 根据你的需要使用

普通投资者不是投资领域的专家，他们通常都只为处理投资事务花费很少的时间和努力，结果就是具有代表性的投资者通常收集了大量不正确的观点，这些都是公众在有关投资成功方面逐渐积累起来的。

学者似的投资专家整天不受打扰地坐着，钻研大量的资产负债表、公司利润报告等财务数据。依靠着非凡的才智和对数学的深入理解，他能在其中搜集到普通人无法获得的信息。这种与世隔绝的研究对寻找绝佳的投资没有产生任何有价值的认识。（费舍在描述同一问题时跟林奇的看法一致，钻进这些数据里对投资者帮助不大，尽管不能没有计算这些数据就去投资。）

正如在考虑 15 点原则时所讨论的，除了运气之外，有很多原因决定了谁是较大的投资赢家，有些原因主要是由与世隔绝的数学计算决定的。如果有足够的能力，投资者想要通过投资，在很长的时间内赚钱，有时甚至赚很多钱的方法不止一种。我不是指出每一种赚钱的方式，而是指明其中最好的方式，通过最好的方式是指在风险最低的情况下获得最大的总的投资回报。如果足够努力的话，这种被公众设想为投资成功的核心的会计统计活动，将产生一些表面上看来买入了便宜股票的结果。其中一些可能确实买到了便宜股票，而另一些或许存在纯粹的统计研究还不可分辨的严重的商业麻烦。其结果并不是买到了便宜股票，实际上在几年以后可以证实，当时的交易价格是相当高的。

同时，即使在真正便宜的例子中，低估价值的程度一般是有限的，调整到真实价值所花费的时间总是相当长的。就我所能观察到的而论，这表示需要足够的时间才能进行公正的比较，比如说需要 5 年的时间。有些人利用合理的信息来评价管理出众的成长型公司的商业特征，和统计技能非常优秀又四处寻找便宜股票的人相比，他们获得的回报要多得多。当然，这一结论既考虑了成长型股票的投资者在投资中不如预期那样时的损失，又考虑了四处寻找便宜股票的人在结果证明并不便宜的股票上的花费。

（费舍描述了两类投资思想的不同，不妨可以称为价值型投资和成长型投资。我的看法是对这两种思想的争执其实没有什么太多的意义，因为他们都只描述了一枚硬币两面中的其中一面。我支持或者说信奉这样的观点：价格围绕价值波动。只不过在投资领域，价值也是在变化的，当然不断增加的价值会为投资者带来丰厚的回报。）

成长型股票的表现如此之好的原因在于，它们的利润价值可能每过 10 年增长 100%。相比之下，这是一种被低估了 50% 的价值的并不常见的便宜股票。这种简单的算术累计效果应该是很明显的。

（费舍描述了参与投资的具体方式：与各种各样的商业人士接触和交谈，观察研究公司经营情况，寻求投资顾问的帮助等。）

（费舍描述了这样两个问题：大公司、年轻的小公司和介于他们之间的有前途的成长型公司，他们在投资上应该注意的地方；不同资金规模的投资者应该注意的地方。）

任何人能否运用这些原则获得成功的投资，取决于两件事情，一是运用原则的技巧程度，二是运气的好坏。在当前这个时代，某个与你投资的公司无关的研究实验室能在明天拥有预料不到的发现，不相关的研究开发也能在 5 年之后使你的投资回报变成原先的 3 倍或者一半。所以就任何一笔投资来说，好运气显然起了巨大的作用，这就是为什么中等规模的投资者在这方面要比小规模投资者更有优势。如果精心选择投资的话，运气的好坏能在很大程度上得到平衡。

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

更惊人的是，同一段时间内，成长型股票通常会提高股利，尽管和已经上涨的股票价值相比，回报仍然较低，但是和仅仅根据收益情况来挑选的股票相比，此时原先的投资获得了更多的股利回报。换句话说，成长型股票不仅在资本增值方面体现出优势，而且在一定时间内，随着公司的成长，股利回报也有着优异的表现。

第五章 什么时候买

前面试图说明成功投资的核心是知道如何寻找在未来几年利润将惊人增长的少数公司的股票。因此，有什么理由不将时间和精力转移到这个主要的问题上呢？那么什么时候买入的问题是不是就变得不那么重要？一旦投资者确信自己一定发现了优秀的股票，是不是任何时间买入都是很好的时机？答案有些依赖于投资者的目的，同时也取决于他的性格。

（费舍简单举例描述了 1929 年极端情况下的投资。）

如果买入了正确的股票，并且长时间地持有，那么通常会产生很可观的投资回报，然而为了

尽可能产出惊人的回报，必须考虑一下对时机的选择。

（费舍描述了众多投资者和经济学家对选择买入股票的时间上习惯做法：预测经济趋势的周期变化。他认为研究浩如烟海的经济数据并没有为选择合适的买入股票时间提供正确的方法。提供正确答案的答案在于成长型公司自身。）

冒着唠叨不休的风险，让我们短暂地回顾一下前面所提及关于值得拥有的投资具有哪些基本特征，那些公司一般采用科学技术中最前沿的工作方式。在商业生产的早期，它们通过试生产，在研究室开发各种新的产品或者工艺，这需要花费一定量的成本，同时会耗费商业的其他利润，甚至在这一时期，为了生产足够数量的新产品以达到要求的利润率。额外的销售花费造成的预算外损失可能超过了试生产阶段。

从投资者的立场出发，这里一共有两个方面具有特殊的意义。一是在新产品的发展周期方面，不可能依靠任何确定的时间表。二是即使在管理最出色的公司，失败也是从事商业所花费的成本中的一部分。

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

可能公司在利用原有产品获得收益增长上做出了很多努力，而普通股的股东没有注意到利润的损耗，然而事实上多次出现相反的状况。当一家运营良好的公司泄露出消息，说它的实验室研究出了引人注目的新产品，急切的买方将拉动公司的股票价格上涨。如果成功地进行了试生产，价格会进一步攀升。很少有人考虑到，进行试生产就像以每小时 10 英里的速度开车行驶在蜿蜒曲折的乡间小路上，而运作产品进入市场就像用一条路上将速度提高到每小时 100 英里。

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

在这一点上，股票可能是一种凭感觉的购买。一旦额外的销售努力产生了足够的销售量，能抵消最初的生产费用，那么正常的销售努力足以使销售额曲线在很多年内持续向上增长。由于使用的是同样的技术，所以第 2、3、4、5 次的试验几乎在没有推迟和特殊花费的情况下完成，这些都发生在第一次试生产之后的延长期内。到了第 5 次试验时，公司已经具备了一定的生产力，并且成长得如此壮大，以至于公司在股票不受向下打压的作用，或者说不降低

收益的情况下，就能对另一个牌子的新产品重复整个生产周期。投资者那时要求的投资是能够多年一直增长的。

（费舍描述了美国氰胺公司经营和股票价格变动、机构投资者选择买入和卖出时间的例子。）

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

然而，在投资改变的背后还有第二个动机，事后的认识可能不太可信。这就是和最优秀的竞争对手相比，公司的生意并没有像希望的那样，在扩大利润率和建立可获利的新生产线方面取得很大的进步。

（费舍说明了选择卖出氰胺公司可能是一个错误的投资决定。因为它有一项业务拥有光明的前途。他告诉我，研究可能出现的错误相比回顾过去的成功，回报更多。）

对长期投资者来说，为什么这种问题很重要？首先，我们得到了很强烈的确信，排除整体商业活动的趋势，这样一家公司的利润将会增长多年。考虑到收益的上升趋势对股票价格的影响，加上市场中每一美元的收益在上升趋势中的价值，对股东来说，没有什么比这些更值得向往了。

（费舍描述了这样一个例子：一家管理非常不错的公司因为改变处理问题的方法而让劳动关系变得较差，能干的管理层解决了这个问题并让公司利润继续提升。这样带来股票价格的下落和出现好的买入时间。）

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

不是所有的好的买入时间都出现在公司陷入麻烦的时候。如果公司的投入费用的工程大到足以影响公司的整体利润恰好在获利能力的改善反应到股票市场价格之前买入，同样是在正确的时间选择了正确的公司。

上述每一个例子的共同点是什么？那就是公司选择恰当，收益价值就会提高，但是收益的特定增长并没有引起公司股票价格的上涨。我认为无论何时发生这种情况，这就是正确的买入时间范围。相反，如果没有发生，只要投资者买入的是优秀的公司，从长期来看他仍然能够获得投资回报。然而，他最好更有耐心一些，因为获得好的投资回报需要的时间更长一些，和他最初的投资相比，回报也会相对较少。

这是不是意味着如果一个人有一些资金用来投资，他就应该完全忽视商业周期的未来趋势，用第3章讲述的原则把资金全部投入到发现的正确股票上，并且用本章的方法确定理想的买入时间？可能在他投资之后发生经济的萧条，因为在一般的商业萧条中，即使是最好的股票

也很容易从最高点下跌 40%-50%，所以是完全忽视商业周期还是采取一定风险的策略呢？

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

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

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

这就产生了一个问题，不过该问题的解决办法不是特别难，和股票市场中许多其他事情一样，只需要我们更多一点耐心。我认为这样的投资者一旦确信找到了一只或多只合适的普通股，就应该开始买入。不过一旦完成了这类买入，他们应该仔细考虑进一步增持的时间。他们应该认真计划，几年之后再将他们的最后一部分资金用于投资，这样做的话，即使市场在那一段时间发生了严重的下跌，他们也能保持一定的增持能力。如果价格没有下跌，并且恰当地挑选了最初的买入股票，那么他们至少会持有几只能获得相当丰厚利润的股票。如果在他们的处境最糟糕的时候——也就是刚刚投入全部资金的时候，市场发生了严重的下跌，这也能起到缓冲的作用，早期购买的股票即使不能全部，也能在很大程度上抵消最近发生的下跌，这样最初的资本就不会受到严重的损失。

所有类型的普通股投资者大概都在心中保持着这一个基本的想法，除此以外外金融界总是在担心和关注着商业周期衰退的危险，那会使很多有价值的商业获得陷入瘫痪。在 20 世纪中叶，当前阶段的商业周期是且仅是 5 种重要的力量之一，所有这些力量通过民众心理或者直接的经济运行作用，可以对股票价格产生极其巨大的影响。

另外四种力量是利率的趋势、政府对投资和私人公司的整体态度、通货膨胀的长期趋势，以及或许力量最大的——新的发明和技术对旧行业的影响。这些力量很少将股票价格在同一时间向同一方向拉动，而且没有一股力量的重要性必然在很长的一段时间大于其他力量。这些影响力是非常复杂和多样化的，似乎最危险的做法就是最安全的做法。当你认为一家公司值

得投资时就放手去做，不要因为猜测带来的恐惧或者希望，或者由于猜测的结论而止步不前。

（费舍概况了 5 种影响股票市场整体水平的力量：经济周期、利率水平、政府政策、通货膨胀、科技进步。）

（费舍用较长的篇幅描述这样一个伟大的观点：投资者应该关心公司的价值和利润，而不是要去预测经济的趋势等影响股票市场整体水平的力量。同时费舍也说明了应该用逐步增持股票的方法来应对股票市场存在的剧烈波动。）

第六章 什么时候卖出，什么时候不要卖出

我认为，如果卖出了根据前面讨论过的投资原则而选择的任何普通股，那么有且仅有三个原因。

第一个原因对于任何人来说都是很明显的，也就是原先的买入是一个错误。公司的真实情况逐渐变得清晰起来，利润也比最初的预计要低。恰当处理这种形势主要是感情自我控制的问题，从某些程度上说，它也取决于投资者是否对自己诚实。

（费舍描述在投资不利的情况下，人们面临的一些失望的情绪问题。）

第二个原因是，如果公司由于时间的推移而发生了变化，不再像买入时那么符合前面概况的 15 点原则，那么一般应该卖出公司的股票。这就是投资者总是要小心提防的原因，它解释了当你持有某公司的股票，时刻保持紧密地跟踪公司是那么的重要。

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

类似地，有时公司在显著增长了很多年之后，会进入一个市场增长到了尽头的阶段。从此时开始，它的发展最多只能和整个行业持平，它的进步只能和国民经济的增长率相近，这一变化不是由于管理层的堕落，在利用当前领域的增长来发展相关或者同类产品方面，许多管理层展现出很强的能力。然而，如果进入了不相关的领域，他们会认识到自己并不具有特有的优势。因此，如果一个年轻的增长型行业获得了几年的成功，随着时间的流逝，公司相对较多地耗尽了市场的增长，它的股票无法达到我们屡次提到的 15 点原则的标准，这样的股票应该被卖出。

在这种情况下，卖出的速度可能会慢于管理层开始堕落的速度，可能持有的部分股票要在找到更合适的投资之后才卖出。然而，我们已经不再把公司看成是合适而有价值的投资。

关于公司是否不再符合实现预期的进一步增长的资格，有一个很好的测试，这就是投资者要问一下自己，不管在未来一段时间里发生了什么，在商业周期的下一个顶部，相对的利润相比目前水平上的增长，是否至少和从上一个已知的总体商业活动的顶部到目前水平的增长一

样大。如果回答是肯定的，该股票可能要继续持有，反之可能就要卖出了。

第三个原因是投资者发现了更加值得投资的公司。对于最初买入时遵循正确原则的人来说，卖出股票的第三个原因可能很少出现，并且只有在投资者非常确信其观点的时候才会卖出，这种情况只发生于可以获得投资资金的时候。如果投资者已经在相当一段时间内拥有投资资金，并且找到了新的具有吸引力的地方以将资金投入，他或许会将部分甚至全部资金投入到他认为必然拥有增长前进的运营良好的公司。不过，和之后发现的一些似乎更具有吸引力的公司相比，这种公司的年增长率可能更低，已经持有的公司可能在其他一些重要的方面也缺乏吸引力。

关于为了将资金转移到更好的股票上而太过轻易地卖出一只股票，谨慎一些是没有错的，总是存在着错误地判断了当前状况的一些重要方面的风险。如果发生这样的事，那么投资的结果可能没有预期的那么好，相反一个已经持有一只优秀股票一段时间的机敏的投资者，通常同时了解有利和不利特征。因此，在为了得到更好的股票而卖出一只相当满意的股票之前，需要非常谨慎而准确地评价当时情形下所有的要素。在这一点上，有一项基本的投资原则，这也是极少数成功的投资者才理解的，这就是一旦选择了合适的股票，并且经受了时间的检验，就很难找到卖出的理由。

（费舍详细说明了对于股票市场整体下跌的时候以及优秀股票价格被认为“高估”的时候，仍然不要卖出的看法。而且他认为因为“股票价格已经上涨太多”而卖出一个未来有仍然有巨大潜力的股票，是一个非常愚蠢的决定。）

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

（费舍的思想让我感到，震撼！！我不得不使用这样一个词来描述我的感情。他用一种近乎完美的方式来表达了一个复杂的问题。在股票市场上，掌握精确或者哪怕大致的买入和卖出的最好时机是很多投资者希望获得的一种本领，并且衍生出来繁多、复杂、低效率的观点。而费舍告诉我，排除主观因素寻找未来具有巨大成长空间和发展速度的公司，才是投资者最需要具备的本领。在费舍看来，好的投资的本身的价值也在增长。）

第七章 股利的喧嚣

（费舍描述了投资大众对于现金股利和留存利润的混乱看法。）

每当利润没有以现金股利的形式发放给股东时，就必须检查这种举动的好处，看看究竟发生了什么。这里我们深入检查一下可能的情况，并且详细讨论其中的一些差别。

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

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

这两种情况都不可能遵循 15 点原则的投资者产生影响，他们买入股票是因为那些股票是优秀的公司发行的，而不是因为他们很便宜。如果管理层效率低，运营不符合标准，那么这样的公司就无法满足 15 点原则。同时，符合 15 点原则的管理层几乎肯定会为过剩的现金找到使用的方式，而不是将现金储存起来。

（费舍描述了为什么留存利润不可能为股东增加价值的 2 个原因：为了增加在竞争中的营业收入而额外的支出以及财务处理上对折旧的补充。）

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

（费舍详细的描述了关于公司留存利润之后用这部分利润继续运营以及采取什么样的现金股利政策的问题以及投资大众对各类现金股利政策的看法。他认为想选择优秀的股票，就要尽可能少地考虑现金股利问题。而且这些优秀公司长期的资本增长和分配的现金股利并不低。）

第八章 投资者的五个不要

● 1-不要买入创业型公司的股票

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

（费舍描述了投资大众对买入新发行的股票的热衷情况。同时描述自己认为新成立的公司不如稳定经营历史的老公司，以及判断新公司投资价值的难度。）

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

● 2-不要忽视一只“场外交易”的好股票

（费舍描述了投资大众结构和行为的改变、股票经纪人的改变以及场外交易的情况。）

- **3-不要仅仅因为你喜欢年报的“语调”而买入一只股票**

（费舍说明了投资者应该深入观察隐藏在表面下的事实。）

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

（费舍描述了两个公司来说明公司保持较高市盈率的原因和投资大众的错误看法。）

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

- **5-不要计较蝇头小利**

（费舍描述了这样一个真实的例子，一位投资者因为没有提高买入价格而错失了一个在许多年后有着巨大成长空间的股票。）

对于只想买入几百股的小规模投资者，规则是非常简单的。如果一只股票看上去是正确的选择，当前价格处于相当吸引人的水平，就应该随行就市。和一旦错失买入股票的机会而导致的失误相比，多花几分钱显得微不足道。公司股票如果没有这种长期的潜能，我认为投资者最初就不应该决定买入。

（费舍描述了想买入很多股票的投资者应该采取的办法。）

第九章 投资者的另外五个不要

- **1-不要过分强调多样化**

没有一种投资原则比多样化更受到称赞。投资者由于害怕一个篮子里放过多的鸡蛋而使投资过于多样化，这就导致他们远离那些熟悉的公司，而买入的都是那些根本不了解的公司。他们似乎不明白，买入不了解的公司比多样化不足更加危险。

（费舍描述了公司股票自身的多样化情况。）

关于要求获得最佳结果的普通股投资的最低多样化程度，公司股票内部多样化的不同是我们不可能建立起来严格和可靠的规则。下面的建议只是一个粗略的指导：

A-所有的投资只限定在根深蒂固的大公司中选择合适的成长型股票；

B-投资者的一部分或者全部投资，可能位于风险很高的年轻的成长型；

C-有可能成功，但也会由于失败而损失全部或者绝大部分投资资金的小公司。

（费舍描述在 B 类投资中描述了马洛里公司和玻金属公司的情况；在 C 类投资中描述了安派克斯公司。费舍认为对于 A 类公司每个股票投资不要多余 20%，B 类不要多于 8%-10%，

C类不要多于5%。)

(费舍在说明投资组合时与林奇表达的观点一致，他们更看重的都是投资者对于投资组合中的公司的熟悉程度以及注重定期检查，并不注重不同类型的公司在投资组合中的比例。我支持费舍和林奇的观点。)

● 2-不要担心在恐慌的战争年代买入股票

(费舍描述了投资大众对于战争的恐惧心理、通货膨胀对货币的打击，以及战争结果对金融的影响等，他觉得在这种情况下卖出股票变成现金非常愚蠢，而慢慢在下落中买入股票更好。)

● 3-不要忘记你的吉尔伯特和沙利文（不要受到不重要事情的影响）

(费舍引用了歌剧家“花儿在春天开放，却和春天没有任何关系”的文字，详细的描述了投资大众对于股票历史价格的肤浅统计的重视程度，因为这些价格数据并没有为公司股票的价值提供一个线索，所以让这些统计数据来指导投资是不合逻辑的。费舍描述了德州仪器的例子来描述上述观点。同时，费舍也认为考虑过去的每股收益对投资有帮助，因为可以了解到公司收益的周期性，也就是利润受到商业周期不同阶段的影响程度。更重要的是可以了解市盈率，并以此为基础考虑公司未来的市盈率。他强调决定市盈率的是未来而不是过去。费舍在考虑这个问题的时候与我的思路是一致的。)

● 4-买入真正优秀的成长股时，不要忘了考虑时间和价格

(费舍简单的描述了对于真正的值得投资的公司股票，买入的时间和价格的考虑，他认为应该不考虑价格而是考虑时间来买入。这个问题由于是经常会遇到的，所以我们都有自己的不同看法。)

● 5-不要盲目从众

(费舍简单说明了投资者心理或者观点的改变如何影响股票价格变动。他举例说明了金融界对于国防工业、医疗行业、化工行业和机械工具行业的不同时期增长和衰退的错误看法。)

普通股投资者如果希望买入最有优势的股票，他必须根据事实，分析当时金融界对整个行业和他打算投资的特定公司的普遍看法。如果他能找到当时金融界的一般看法不如实际情况有利的某一行业或者某家公司，就可以因为不根据群体行为而获得额外的回报。如果买入的公司和行业是当时金融界的最爱，就应该格外谨慎，要确保他们值得买入。有些时候的确很值得买入，而且由于对基本事实太过有力的解释，他不需要支付过高的价格，就能买到当时的投资时尚。

很多人对所有影响股票价格变化的看法可能过于偏激，或者目前还不偏激。聪明的投资者要想参与受影响的公司，必须确定进一步的基本面趋势如何，以及目前的时尚是什么。

这些投资时尚的和对事实的错误解释可能持续几个月或者几年。从长期来看，现实不仅仅将结束这些情况，而且往往导致受影响的股票朝着相反方向走得很远。一个人如果有能力通过理解大多人的看法发现事实的真相如何，那么他将由于投资股票而获得丰厚的回报。不过，我们身边的人不容易形成能够强烈影响所有人想法的综合性观点，但是有一个因素是我们每个人都看的出来的，可以帮我们不用总是跟随群体行动，这就是金融界通常需要花费很长的时间才能看出基本面已经发生变化，除非牵涉到名人或者重要的公开事件。在金融界修正它

的评价，导致价格剧烈上涨之前，对于没有经验的投资者来说，开始时最简单的方式是实践他的想法，而不是盲目跟随群体行动。

第十章 如何找到成长型股票

（费舍描述了寻找到真正值得投资的公司两个阶段：获得线索和投资决定。）

（费舍描述了获得原始研究线索的来源，包括自己的研究、有经验的其他投资者的观点、经验不足的其他投资者的观点、公开的书面材料和大型的咨询研究实验室的观点等。同时他说明了自己注重对公司财务、竞争力和研究方面的分析研究。）

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

（费舍详细地描述了自己如何应用闲聊的办法来了解所需要了解的内容，以及同公司的管理层接触中的一些事情。最后费舍鼓励投资者通过艰苦的工作来寻找到未来有巨大投资回报潜力的成长型公司。）

第十一章 摘要和结论

（费舍描述了当时的经济发展速度蕴含的勃勃生机以及现在公司管理、科学研究发展对于投资的影响。）

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

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

第二部分 保守型投资者高枕无忧

Conservative Investors Sleep Well 1975

在我的全部职业生涯中，我认为商业上的成功依赖于下面三条原则：诚实、独创和勤奋工作。

引言

投资者经常混淆了行为保守和行为传统，对于那些确实决定保护资产的人来说，需要解决这个问题，我们首先看一下两个定义：

保守型投资：在风险最低的情况下最有可能保护（或者维持）购买力的投资；保守地投资：理解保守型投资的组成，然后根据具体的投资，遵循符合需要的行为程序，以确定具体的投资方式究竟是否为保守型投资。

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

第一章 保守型投资的第一个特点：生产、市场营销、研究和财务技能的优势

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

● 低成本的生产

作为真正的保守型投资，一家公司——即使不是全部的产品线，也需要是绝大部分的产品线——必须是生产成本最低的制造商，或者和任何竞争对手差不多一样低，而且未来可望继续如此。只有如此，股东才能享受成本和销售价格之间较大的差异所带来的好处，并由此创造出两种情况。

第一种情况是，在大部分竞争对手的损益平衡点以下，有充分的回旋余地。一旦不景气袭击整体经济，价格可能长期处于这个损益平衡点以下。只要出现这种情况，不少成本较高的竞争对手会有很大的亏损，某些竞争对手将被迫停止生产。存活下来的低成本公司，利润会自动提高，因为关闭的厂房使以前的需求由他们接手，产量会增加。竞争对手的供应量减少，低成本公司享受的好处不只如此，它们不只是能够做更多的生意，而且由于供应量减少，价格还会有所提高。

第二种情况是，高于平均水准的利润率应该能让一家公司获得足够多的收益，从内部创造公司成长所需的大部分资金，或者是全部的资金。这样一来，就不需要筹措太多的长期资金，或者根本不需要额外另筹资金。筹措资金可能必须发行新股，使得已发行的股票价值稀释，或者发行债券加重债务负担，使得股东的风险增加。

应该认识到的是，尽管一家公司作为低成本生产商，能够增加投资的安全性和保守性，但是在繁荣时期的牛市中，它对投机的吸引力将有所降低。这段时间利润增长率通常远低于那些成本高，风险大的小公司。短时间来看，高成本公司有时在繁荣时期上升更快，在几年之后经济遇到困难的时候，低成本的公司虽然利润减少，但是仍然比较让人放心。但是高成本的公司即使没有破产，也有可能严重伤害到另一群自认为是投资者的投机者，他们认为出问题的是经济体制，而不是他们自己。（对于服务型公司，比如银行或者保险，应该用运营代替生产这个词。）

● 强大的营销组织

强大的营销商必须随时注意客户需求的变化，以便供应现在而不是过去的产品或者服务。了解到公众兴趣的改变，随后马上采取行动是不够的。由于商业的竞争，让潜在的顾客了解到某些产品或者服务的优势是非常重要的。只有掌握了潜在顾客的真正需求（有时顾客自己并不能清楚地认识到为什么这些产品或者服务对他有吸引力），并用顾客熟悉的，而不是卖方的术语进行描述，才能使顾客产生了解优势的想法。（费舍用马车和汽车、大型车和小型轿车以及捕鼠器的例子，来说明公众的需求和需求的变化。）

公司采取的每一种销售方法，管理层都要不断地衡量成本效益。

● 杰出的研究和技术努力

不久前，出色的技术能力似乎只对少数高科技行业十分重要，如电子、航空、药物和化学制造。随着这些行业的成长，它们不断增强的技术渗透到了差不多所有的制造和服务行业。

科技的努力目前有两个方向，生产更好的新产品以及用比过去更好的方法和更低的成本提供服务，优秀的技术人才对两种行业来说都很有价值。

与营销领域一样，在研究和科技领域，各公司的效率相差很大。在新产品的开发中，任务的复杂性几乎确保了效率必然存在差别。重要的问题在于，相对于其他公司的研究人员，一家公司的研究人员的技术能力和独创性程度只是影响公司从研究结果中获得收益的诸多因素之一。开发新产品通常要求集合许多研究人员的努力，每个人都有各自的技术专长。这些人能否团结合作（或者在一位领导者的带领下相互协作相互激励），通常和每个人的能力高低一样重要。此外，为了获得最大的利润，开发出来的产品必须是顾客需求大的产品，能够由公司现有的营销组织销售出去（几乎总是如此），卖出的价格可以确保创造出有价值的利润。所有这些都要求研究与营销、生产两个部门之间紧密联系。最好的公司研究队伍如果只开发不容易卖出的产品，那么将带给公司的只有债务而已。要成为真正出色的投资对象，一家公司必须要有高于平均水平的能力来控制所有这些复杂的关系，但是同时又不能过度控制，让研究人员失去了评价其出色程度的首要条件：干劲和独创性。

● 财务技能

财务人才高于平均水平的公司拥有一些明显的优势，准确了解每件产品赚多少钱，他们就能尽自己的努力来产生最大的利润。他们精通产品每一部分的成本，还包括销售和研究的成本，这样就能在理论上通过特别的努力、技术革新或者改进员工的具体职位，突出地表明可以降低

低成本的微小的公司活动。最重要的是，真正优秀的公司通过巧妙的预算和会计方式，能创造出早期警示系统，迅速察觉到威胁利润计划的不利影响，随后采取补救措施，避免像处于慌乱中的很多其他公司的投资者一样遭受损失的痛苦。公司优秀的财务技能带给投资者的优势不止这些，它们还能使投资者更好地选择能够产生最高回报的投资资金，它们也能更好地控制应收账款和存货，这是一个在利率较高的时期更为重要的问题。

我们可以概括如下：符合保守型投资第一个特点的公司，是在各自领域中成本很低的生产商或者运营商，它们拥有出色的营销和财务能力，通过运用从研究或者技术机构获得的有价值的结果，在处理复杂的管理问题方面表现出高于平均水平的技能。

这个世界发展变化越来越快，符合第一个特点的公司：

- 1-有能力开发出能够获得大量利润的新产品或者生产线，足以平衡由于其他公司的技术革新导致旧生产线的过时；
- 2-现在和未来都有能力以相当低的成本开发这些生产线，使得利润成长的速度至少和销售额一样快，即使在整体商业最糟的时期，利润也不会降低到威胁到投资安全的地步；**（费舍说明利润增长率要至少高于收入增长率，这是实现增长的保证。）**
- 3-有能力销售更新的产品以及或许未来可以开发出至少和现在的产品获利能力一样的产品。

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

第二章 第二个特点：人的因素

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

对于真正的保守型投资来说，第二个特点的核心是：公司的首席执行官致力于长期的增长，周围的队伍得到了相当的授权，能够负责公司的各个部门与职能。这些人不能无休止地进行内部的争权夺利，相反，他们应该为描述清楚的公司的目标而团结合作。要想通过投资这家公司获得成功，目标之一就是高级管理人员应花时间来发现和训练合格而积极性高的低级别职位者，使公司在必要的时候完成新老交替。同样，在管理链自上而下的每一个级别，管理人员应该仔细关注每个级别的人所做的是不是和低一个级别的人做的事完全一样。

一般来说，真正具有投资价值的公司通常从内部选拔人才。这是因为最适合投资的公司（不

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

投资者可以确定一件事:大公司需要从外部招聘执行官是一个失败的信号,不管只是一种表面现象的最近的收益状况是多么好,这都表示目前的管理层从根本上出了问题。如果新总裁把工作做得非常好,并利用一定的时间在周围建立起管理队伍,那么对于目前的组织来说,将来就没有必要从外部招聘执行官。因此,这样的股票一定会成为聪明的投资者的选择。但是这样的重建需要花费大量的时间,而且风险很大,投资者如果发现自己持有的股票中出现了这样的事情,最好检查一下所有的投资活动,确定他过去的行为是否建立在良好的基础之上。

关于管理层由一个人控制,还是由运行平稳的队伍控制,所有的投资者都能得出一个线索(但不能指出这个队伍有多好)。所有上市公司其高级管理人员的年薪都可以查到,要是公司一号人物的薪水远高于二号或者三号人物,就会发出警报;如果管理层之间薪水的递减相当缓慢,就是无关紧要的。

投资者如果想获得最好的结果,仅仅靠人员团结合作,并通过能力填补最高职位的空缺是不够的。精力充沛的人具有独创性和决心,不愿意维持即使相当令人满意的现状,而是渴望继续进步。在投资者眼中,所有类似的事情表明,如果使用的足够巧妙,甚至是增长率远高于平均水平的公司,也能够从内部发掘出人才,保持公司的竞争优势,而不一定要想很多成长迅速的公司那样,即使冒着产生摩擦和失败的高风险,也必须从外部招聘一定比例的人才。

(费舍描述了摩托罗拉公司从内部培养新的管理层的事情。)

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

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

● 1-公司必须认识到它置身的世界的变化速度越来越快

公司所有的想法和计划,都必须符合目前所做的事情,不是偶尔这样做,而是一次次地挑战。必须多次检查每一种公认的做事方式,在人们可接受的犯错误可能性之内,确保所用的方式确实是最好的。如果要使用符合正在变化的环境的新方法,公司必须承担一些风险。不管目前的方式多么让人放心,都不能因为它们过去有用,以及在传统上非常神圣就维持不变。做事死板,同时缺乏进取心的公司,只有走下坡路的选择。相比之下,一些大公司的管理层能够为股东创造出显著的利润,他们有意识地建立一种能使自身不断改变的结构。

（费舍描述了陶氏化学采取新的方式所获得的成功。）

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

如果不仅仅是少数高级管理人员，一般员工也从整体上认为管理层已经做了创造良好的工作环境和照顾员工的利益这些合理的事情，那么公司从生产力提高和成本降低等方面得到的回报，将远远超过实施这种策略所花费的成本。

这种策略的第一步，是确定（不是口头上说说而已，而是真正地确定）每位员工都得到了合理的尊重和关心。除了尊重和体谅员工，使员工的忠诚的方法有很多种，养老金、利润分享计划以及各级别员工之间良好沟通都可以起到很重要的作用。至于普遍关心的事务，不仅要让每个人准确了解公司正在做什么，还要让他们知道为什么要经常消除由于没有这样做而产生的摩擦。更加重要的，是明确公司各个级别的员工的想法，特别是有害的想法。要让公司的员工认为，任何人都可以向上级表达自己的不满，不用担心受到报复，这样开放的策略不容易维持，因为大量的时间会消耗在很多古怪的问题上，一旦出现不满，就必须迅速做出如何处理的决定，长期淤积不满一般会使公司付出昂贵的代价。

（费舍描述了德州仪器采取“员工效果”计划所获得的成功。）

上述计划如果使用不当，真的会毁灭这家公司。同时，如果能完善公司的员工导向策略和技巧，通常就能找到越来越多从中获益的方法。对这些公司来说，这样的策略和技巧就是面对问题和解决问题的特殊方式，它们在某种意义上是一种私有财产，正因为如此，他们对于长期投资者来说是非常重要的。

- **3-管理层必须愿意遵守稳定增长所要求的纪律**

我们已经指出，在这个快速变化的世界里，公司不能停滞不前。公司不进则退，要么取得进步，要么变得更差。真正的成长型投资的目标不但要获利，还要避免损失。几乎所有的管理层都宣称自己的公司正在增长，不过，管理层说自己的公司以成长为导向，实际上未必如此。很多公司似乎都难以抗拒地在每个财政年度结束时展现出最大的利润，也就是把可能赚到的每一分钱都计入利润中，真正以成长为导向的公司绝不会做这样的事，它在意的是充分赚取当前利润，以满足生意扩张所需要的成本。当要求赚到的额外资金完成调整时，如果遇到了开发新的产品和工艺，创建新的生产线，或者像今天花的钱能在未来赚到很多倍这种好机会，那么值得长期投资的公司将优先减少当前的最大利润。公司的做法包括雇佣和训练公司成长所需要的新人，以及放弃可能获得的最大利润，在顾客需要的时候积极满足其需求，建立起顾客的长期忠诚。对于保守型投资者，检验所有这些行为的好方法，是看看管理层有没有真正为公司谋取长期利润，而不是仅仅观察表面情况。无论一家公司多么有名，如果只是口头上说说某种策略，那么该公司就不可能成为令人满意的投资。试图遵循策略，却没有正确执行的公司也是如此，比如，一家公司花费了巨额的研究费用，但是努力的方向错误，可能就会一无所获。

（费舍说明了投资者需要检查公司的管理层是注重眼前利益还是长远利益。）

第三章 第三个特点：一些商业的投资特征

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

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

通货膨胀期间，获利能力的问题更加重要。价格上涨将导致成本增加，公司能够及时地把成本转加到产品自身的价格上，但是这种事情不是马上就能做到的。在过渡时期，利润率高的公司的受损失程度显然远低于成本较高的竞争对手，因为成本较高的公司的成本可能增加的得较多。

获利能力可以用两种方式表示，投资资产回报率是最基本的方法，大部分管理层以之为衡量标准。公司会根基这个因素，决定是否推出某种新的产品或者工艺。相对于以另一种方式运用同样的资金，以这种方式投资，预期的回报率如何？投资者运用这个衡量标准远比公司的高级管理人员困难。投资者注意的，通常不是一家公司的特定部门利用一定资金所能获得的回报率，而是这家公司的总收益相对总资产的比率。现在基本设备成本的上涨速度达到了40年来的最快增长速度，比较两家公司的总投资资金的回报率可能会遭到扭曲，因为不同公司的重大支出会产生让人误入歧途的财务数字和变化的价格水平。因此，只要牢记一个要点，比较利润率（这里指销售利润率）和每一美元产生的销售额（营业收入除以总资产，也叫总资产周转率），可能比较有帮助。这个要点是：相对资产来说，总资产周转率较高的公司的利润可能高于销售利润率较高，但是总资产周转率较低的公司。举例来说，某公司的年销售额是资产的3倍，和另一个家必须用一美元的资产才能取得一美元年销售额的公司相比，销售利润率虽然较低，但是获利（主要指资本收益率）高出许多。虽然从获利能力的观点来看，投资回报率应该和销售利润率同等考虑，但是从投资安全性的观点而言，所有的重点应放在销售利润率上。因此，如果两家的运营成本都上升2%，而且没有办法提高价格，那么销售利润率为1%的公司将因为亏损而被淘汰，而销售利润率为10%的另一家公司，成本的增加只会导致利润减少五分之一。（费舍说明了销售利润率对于一家公司来说是多么重要，同时他也提醒我不要忽略总资产周转率高并且销售利润率低的公司。）

为了正确观察保守型投资的这个特点，我们必须牢记一件决定性的事情：在今天流动性很强和竞争激烈的商业世界中，人们都迫切希望获得高于平均水平的利润率和总资产回报率，因此只要一家公司在经过相当长的时间后达到了这个目标，必定会面对许多潜在的竞争者。如

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

现在，让我们从对利润率的背景转而讨论保守型投资的第三个特点的核心：能使某些管理良好的公司无限期地维持高于平均水平利润率的具体特点。

最常见的特点可能是商人所谓的“规模经济”。举个关于规模经济的简单例子：一家运营良好的公司，每个月生产 100 万单位的产品，和另一家相同时间内只生产 10 万单位的产品公司相比，单位生产成本通常较低。这两家公司单位产品成本的差异，一家是另一家的 10 倍，可能相当大的原因是两家公司不同的生产线，也存在单位生产成本几乎没有差异的情况。此外，我们决不能忘记，任何行业中规模较大的公司，只有经营极为出色，才能发挥最大的优势，中层管理人员存在太多的官僚主义，产生的效率低下完全抵消甚至超过了规模的内在优势，结果耽误了决策，而且有些时候，由于各个部门距离遥远，大公司的高级管理人员似乎无法迅速知道它们需要注意的地方。

另一方面，当一家公司很明显地将要成为某一行业的领袖时，只要管理层仍然能够保证很强的管理能力，不仅在销售额，而且在利润上都很少会被其他公司取代这种领导地位。我们在探讨保守型投资的第二个特点时谈过，这样的管理层必须能够适应不断变化的外在环境，有能力改变公司的运营方式。

（费舍举例描述了一些具有领先地位的公司一直没有被竞争对手超越。）

为什么一家公司在一开始就能取得这种规模优势？通常是率先推出的某种新产品或者服务能够满足有价值的需求，然后有足够好的市场营销、服务和产品开发作为支持，有时候还需要做广告来保证现有顾客的满意度，使他们今后购买公司更多的东西。这往往会形成一种气氛，吸引新顾客转向领先的公司，因为领先公司已经建立了良好的信誉（或者很好的价值），没有人会批评所做的这一选择。当其他公司试图在计算机行业抢夺 IBM 的市场的时候，没有人确切知道有多少第一次计划使用计算机的公司员工被建议使用 IBM 的计算机，而不是规模较小的竞争对手的产品，虽然其他公司私下里认为它们的设备更加物美价廉。这种情况下的主要动机，可能是他们觉得万一设备在日后的运行中出了问题，选择行业内领先的公司不会遭到批评，但是如果选择了尚未建立声誉的小公司的产品，当运行出现问题时，就会受到大家的指责。

（费舍描述了制药业的公司，先进入市场的公司获得的市场份额和利润都要好，越晚进入市场的公司获得市场份额和利润都要变差，甚至不利的地位。）

更容易识别名称的商品往往生产成本较低，它们不仅仅能为公司带来竞争优势，更有能力吸引到更多的新客户。

（费舍描述了坎贝尔汤公司利用罐头工厂的规模优势降低成本和顾客对其产品的熟悉程度来实现销售的成功例子，展示出很强的内在力量。不过，这个公司也会因为顾客需求的改变而面临巨大的挑战。）

相对于其他公司，一个公司要长期维持很高的获利能力和投资吸引力，规模绝不是唯一的投资因素。我们认为特别有趣的另一个因素，是很难在科技领域中与经营非常成功、基础相当稳固的公司竞争，尤其是有关的科技不是依赖一种学科，而是两种，甚至多种完全不同的学科的相互作用。

（费舍假设一种新产品的开发可能同时在计算机或者仪器行业开拓巨大的市场空间，并且说明了在这个过程中成功的大公司会十分顺利的完成市场拓展，而年轻的小公司就会十分困难。并且说明如果这种产品需要结合更多这些大公司不具备的特别知识，那么经营十分出色的创新公司就有机会在特定的生产线取得领先地位，并获得很高的利润率。）

在一家公司的活动中，不同寻常的条件可能产生持续高利润的机会，并不是只依靠技术开发和规模这两个方面。有些情况下，市场和销售等领域也会出现这样的事情。举一个例子，一家公司已经让客户养成了在记录表中自动标明产品的习惯，竞争对手要想取代它的地位很不划算。

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

（费舍说明了让公司保持较高销售利润率的三个特点：规模优势、技术优势和营销优势）

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

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

（费舍说明了这样一个伟大的观点：这家公司能做哪些事情，是其他公司没法做的那么好的？这是公司取得竞争优势的推动力。）

第四章 第四个特点：保守型投资的价格

任何股票投资的第四个特点都涉及到市盈率，市盈率等于当前价格除以每股收益。

（费舍描述了投资大众对于市盈率的混淆，以及其他投资者持有正确股票获得成功，这样的股票市盈率突然间显得很高。）

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

（费舍举例说明了当每股收益增加以及有望在未来几年继续增长的情况下，市盈率的显著提高会让股票价格上涨好几倍。）

“评价”问题的中心是理解市盈率似乎难以预测的变化。绝对不能忘记评价是一件主观的事情，它和我们周围的真实生活中发生的事情并没有必然的联系。相反，它起因于进行评价的人认为正在发生什么事情，而不管他的判断和事实有多大的出入，换句话说，任何个别的股票不会因为公司正在发生以及将要发生的事情在当前达成一致，由此产生上涨或者下跌，而不管这种一致和正在发生或者将要发生的事情距离多么遥远。（显然费舍于我的观点一致，并不支持有效市场假说。）

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

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

金融界对一只股票的评价和真正影响该股票价格的因素之间存在巨大的差异，这种情况可能还要持续很多年，然而幻想总会破灭，有时在几个月内，有时在更长的一段时期之后。如果一直股票的价格由于不现实的预期而上涨过高，迟早会有越来越多的股东对等待感到厌倦。

虽然少数新增加的买方仍然对旧的评价很有信心，但是卖方的卖出很快就会耗尽他们的力量，那时股票价格就会急剧下跌。有时候接下来的新评价相当现实，但是，由于这经常是在价格下跌的心理压力下形成的再检查，因此又会过于强调负面的因素，结果导致金融界的新评价明显不如实际情况有利，并且新的评价或许会持续一段时间，但是这种情况发生时，引起的后果和评价与过于有利时很相似，唯一的差别在于整个过程是相反的。用更有利的画面取代现在的画面可能需要几个月或者几年的时间，不过，随着令人满意的收益不断上涨，这种情况迟早会发生。

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

（费舍描述了保守、风险小的投资是符合前三个特点的，但是目前金融界评价并不高或者大致相符的公司。）

按照我的观点，即使价格看上去很高，但是这些股票通常应该持有，这里有一些很重要的原因：如果基本面真的很好，这些公司的收益迟早会上升到不仅足以让目前的价格看起来很合理，并且能上涨得更高。与此同时，根据前面的三个特点，真正有吸引力的公司数量相当少，很难找到价值被低估的股票，对一般的投资者来说，在犯了错误之后转而买入看上去符合前面三个特点，但是实际上并不符合的股票，这样做的风险远大于持有本身很有实力，但是当前价格被高估的股票所产生的临时性风险，直到真正的价值达到当前的价格水平。赞同我的这一观点的投资者，要准备好这些价格暂时被高估的股票的市价偶尔会降低。另一方面，根据我的观察，卖出这种股票，然后希望有更适合的机会回购的投资者很难达到目的。通常他们期待下跌得更多，但是实际上从没出现过。结果几年后，这些基本面很好的股票达到的最高价远高于他当初卖出的价格，他们错失了后来出现的全部涨幅，而且可能转而买入了内在品质差很多的股票。

（费舍描述了金融界的评价与实际情况的差异带来的风险情况。）

关于对价格的影响，请牢记每一个潜在买方和卖方的影响决定于他们在每一次执行交易时买入或者卖出的力量大小。

第五章 再论第四个特点

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

我们先考虑一下金融界对整个行业的评价。每个人都知道，从市场潜力巨大的早期阶段，到后来可能受到新技术威胁的长期过程来看，金融界由于希望参与该行业而愿意支付的市盈率可能大幅度下降。这些事情都是很明显的，也容易彻底理解，但是金融界认为某一行业将要上涨或者下跌，并不是因为不可抵抗的影响力，而是因为特定的时间，金融界会强调某一

组而不是另一组的行业背景影响力，这样情况不那么明显，也相对不好理解，但是在一段时间内，可能两组背景条件都是有效的，而且它们的影响力都有可能持续到未来。

（费舍描述了金融界对化学行业的评价的变化，而事实上这个行业的特征并没有太大的改变。变化的是强调的重点而不是事实，同时，费舍也说明了有时事实也会改变。）

（费舍描述了计算机外设领域和服务行业的例子来说明金融界的行业背景的评价的彻底改变引起了更大的市盈率变化，而事实上行业本身和从前几乎没有不同。）

这一点在怎么强调都不过分：保守型投资者必须知道当前金融界对他感兴趣的股票所在行业的评价本质。投资者应该不断地探索研究，弄清楚金融界给出的评价与该公司的基本面相比，是有利还是不利。

第六章 三论第四个特点

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

（费舍描述了由于预料外的事情打乱公司的收益增长率以及预计未来收益增长率降低影响市盈率的变化。）

所有这一切可以总结为一条基本的投资原则：未来利润持续增长得越多，投资者能负担的市盈率就越高。但是，这一原则必须非常谨慎地使用。

永远不要忘记市盈率的实际变化并不是实际上发生的事情的结果，而是金融界认为将要发生的事情导致的。在整体市场的形式很乐观的时期，一只股票可能达到极高的市盈率，因为金融界相当准确地设想到未来很多年的巨大增长，但是完全认识到这个巨大的增长之前，我们还需要等待很多年。准确反应在市盈率的高成长率上，可能有时会“没有反应”。特别是公司的经营出现暂时的倒退，即使最优秀的公司，也会发生这样的情况。在整体市场的形势很悲观的时期，一些很好的投资可能会发生相当严重的“无法预料的”情况。这种情况发生时，有耐心并且有能力辨别目前的市场印象和真实情况之间差别的投资者，就能通过投资最具有吸引力的普通股，在风险相对较低的情况下找到一些长期利润相当大的机会。

在下跌的市场中，金融界对一家公司的印象变坏比变好更容易被接受，在上升的市场中正好相反。检验一直股票的价格到底是“便宜”还是“昂贵”的唯一真正标准，无论我们多么惯于以前的价格，都不是当前价格相对于以前的价格是高是低，而是公司的基本面显著高于还是低于目前金融界对该股票的评价。

（费舍描述了金融界对摩托罗拉公司或高或低的评价。）

正如前面所提到的，除了投资界对某个行业以及特定公司的评价，我们还必须考虑投资界评价的第三个特点，只有把这三个特点结合在一起，我们才能对一只股票在任意时间里是便宜还是昂贵做出有价值的判断。第三个评价是对股票市场整体的看法。

（费舍描述了 1927-1929 年的极端高估；1929-1932 年的极端低估；1946-1949 以及 1972-1974 这些极端情况下金融界对股票市场整体的评价。）

在影响整体股票价格水平变化的因素和影响一只股票相对另一只股票在整体水平上的市盈率的因素之间，存在着根本差异。根据已经讨论的原因，在任何时间影响一只股票相对于另一只股票的市盈率的因素，只是投资界对特定公司及其所在行业的当前印象，但整体股票价格水平不只是印象问题，有一部分来源于现实世界中某些纯粹的金融因素。

（费舍描述了现实世界中影响股票市场整体水平的一些纯金融因素，包括利率，总投资资金的增加和新股发行量等。）

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

（费舍非常全面地说明了金融界评价公司股票市盈率的三个层面，为精明的投资者提供了开启投资大门的钥匙。）

第三部分 发展投资哲学

Developing an Investment Philosophy 1980

第一章 哲学的起源

管理层必须具备一条可实行的政策，以使所有的意愿最终得以实现，这一政策就是长期利润比当前利润更重要。另外，有两个特点是必须具备的：其一是在商业运营的日常事务中有优良的表现，具备履行长期政策的能力；其二在于有时可能由于成功而自满而必然出现重大错误时，能够清楚地认识到这些错误并采取补救措施。

（费舍说明了自己熟悉制造业公司的特点，并把投资限定在制造业的公司中。但是相同的原则应用在其他行业，尤其是零售、运输和金融这些行业中时，并不成功。）

没有哪种投资哲学是在一天或者一年之中就能完全形成的，除非复制了另外一个人的方法。就我自己来说，我的投资哲学是在相当长的一段时期内发展出来的，部分是一种叫做逻辑推理所产生的东西，部分形成于对他人成功和失败的观察，但是更多是通过自己惨痛的失败经历学来的。

- **兴趣的产生**

（费舍描述了自己小时候对股票投资产生了强烈的兴趣。）

- **经验的形成**

（费舍描述了自己 1927-1928 年在斯坦福大学商学院学习的经历。）

- **学校的第一堂课**

（费舍描述了自己 1928 年第一学期之后成为一家银行的统计分析师，也就是证券分析师的经历。）

- **基础的建立**

（费舍描述了自己通过拜访几位无线电公司的人而对该行业的发展有清晰地了解，以及由于受到股票市场诱惑而没有深入了解所投资的公司的事情。）

仅仅通过阅读一家公司的书面财务记录来判断一家公司是否值得投资，永远都是不够的。谨慎的投资者的重要步骤，是找到熟悉公司事务并与之直接相关的人。

- **大熊市**

我的投资方法通过我从 1929 年犯的错误的教训而得以扩展。我知道了虽然一只股票的市盈率低可能会具有一定的吸引力，但是本身的低市盈率并不能保证什么，并且更倾向于作为一个警告指标，告诉人们这个公司的弱点。我开始认识到，决定这一只股票价格过高还是偏低的不是当年的收益率，而是未来几年的收益率。这个观点和华尔街当时的观点是相反的，如果我能以自己的能力在合理的范围内确定从现在到未来几年的利润，我就能避免损失，并且赚取丰厚的回报。

大熊市期间，我除了知道股票价格便宜，市盈率低很可能是一个投资陷阱，还敏锐地认识到我可怜的投资表现使我了解了一些可能更重要的事情：任何关于投资策略，或者关于任何特定股票，买入和卖出的正确推理，如果没有完成特定交易的行动，就一点价值也没有。

- **一个做自己的事情的机会**

（费舍描述了自己 1930 年受雇一个地区性证券经纪公司的事。）

- **灾难中诞生的机会**

（费舍描述了自己为何萌发了自己开创新事业的事。）

- **基础的形成**

（费舍描述了自己 1932-1935 年开始自己创业时的艰辛以及因此积累的坚实基础。）

第二章 从经验中学习

（费舍描述了 1928-1933 年，内部人士和投资大众对于食品机械公司的操纵和投机。）

- **作为一个投资机会的食品机械公司**

（费舍描述了食品制造公司的内在品质：规模大而且效率高低成本生产；市场营销地位强；拥有一流的工程部门和研究部门。）

无论事情本身看上去多么吸引人，都不是保证取得巨大成功的充分条件。公司人员的才能也很关键，我这里用到的“才能”一词，其中包括两种完全不同的特征，一种是商业技能。商业技能又可以进一步细分为以下两种完全不同的技能。一种是以高于平均水平的效率处理日常事务的技能。从不断寻找和发现更好的提高生产效率的方法，到十分密切地关注应收账款。换句话说，运营技能意味着以高于平均水平的效率处理很多与公司近期的运营有关的事务。

但是在商业世界中，要达到顶级的管理能力，还必须具备另一种完全不同的技能，这就是考虑将来和制定长期计划的能力，它能使公司在未来显著成长，同时避免可能引发灾难的财务风险。很多公司都有一个在上面某一方面出色的管理层，但是要想获得真正的成功，必须两方面都具备。

我认为，包括两种特征的才能的“人员”是真正值得投资的公司所必须具备的，商业能力只是其中一种特征，另一种特征则着眼于概况性的词语“正直”，它包含的意思是公司的经营者必须诚实和正派，公司的所有者和管理者永远都比股东更接近公司的商业事务，如果公司的管理者没有由衷地感到对股东的托管责任，股东不能获得他们应得的利润是迟早的事情。以自己利益为先的管理者不可能发展出一个热情而忠诚的队伍，如果一个公司成长到无法由一两个人控制的规模，管理层就必须做到正直。

（费舍描述了食品机械公司的管理层交替和令人向往的特征。）

- **曲折多变**

尽管如此，一向投资要想获得可观的回报，除了以上所说，还有些同样重要的东西，投资领域的最大利润是那些在金融界发生转变时能够正确行动的人获得的。在我看来，投资成功最

重要的基础在于：训练自己不要盲目从众，在群体方向发生转变时能够正确行动。

（费舍描述了自己低估时投资食品机械公司，并在 1933-1939 年获得成功。）

- **观点相反，但要正确**

（费舍描述了需要认真检验。到底是自己正确还是金融界正确。）

- **耐心和表现**

（费舍描述了自己最开始投资德州仪器和摩托罗拉公司的事，并在几年之后获得了相当大的成功。）

- **每一条规则都有例外，但是不会太多**

（费舍描述了自己投资罗杰斯公司的事。）

- **市场实际的实验**

（费舍描述了自己对周期性的认识，并且寻在找到不同时间分别阶段性投资，这样看起来可能是一件有价值的事。不过他反思之后，认为这是愚蠢的，并且决定把所有的精力都用来长期投资成长性公司，以此获得丰厚的回报。）

- **努力争取更好的价格，却失掉了机会**

（费舍描述了几次因为计较成交价格而失去好的机会的例子。）

第三章 哲学的成熟

（费舍简单地描述自己在二战中的情况和回归平民后决定投资陶氏化学。）

- **合众为一**

（费舍描述了自己发现陶氏化学公司杰出的在内品种。并且引用了公司建立者郝伯特 陶的话，“永远不要晋升一个从未犯过错误的人，因为如果你这么做，等于晋升了一个从来没有做过什么事情的人”，“如果你做一件事情不能比别人做得好，那么就不要再做它”来应用到自己的投资过程中。）

在商业世界真正有价值的成就几乎都需要相当大程度的开拓精神、创新精神和实践精神，通过顶尖的技术研究取得成就时尤其如此。不管人们多么能干，也不管他们的大部分想法是多么好，总会有努力归于失败的时候，而且是令人沮丧的失败。当这种事情发生时，而且由于失败导致成本增加，当年收益下降到之前的预计之下，于是投资界立即一致地降低了公司管理质量的等级，结果，当年收益的降低使得市盈率下跌至历史最低点，扩大了当年收益下降的影响，股票价格往往会非常便宜。但是同样的管理层，在其他时间可能获得了很大的成功，成功或者失败的平均几率可能会在未来持续不变。由于这一原因，在一个相当严重的错误曝光时，能力非凡的人经营的公司股票可能会相当便宜；相反，一个公司如果不是开拓者，没有把握机会，只是跟着群体行动，在这个竞争激烈的时代可能只会被证明是一个平凡的投资。

对我来说，除非公司是有强烈的竞争意识和进取精神，能以优于行业内总体水平做好事情，否则就没有必要承担持有这些公司的普通股的风险。只有通过这种方式，利润率才能满足公

司成长的需要，当然，在通货膨胀对公司报告的利润率产生显著影响的时候，尤其如此。

- **历史与机会**

（费舍描述了 80 年代可能同大萧条与 1947-1950 年一样，股票市场的下跌带来了又一次低估的机会。）

- **从丰年得到的教训**

好运气会滋生懒惰，错误的产生是由于不仔细应用正确的原则而引起的。

（费舍描述了自己投资一家并没有深入调查的公司的失败经历和在 1969 年因为投资一家新技术的设备公司而支付了过高的价格。）

- **做好少数事情**

（费舍描述了自己投资不熟悉的领域的错误经历。）

- **在预期到市场可能下跌时持有还是卖出？**

即使一家公司的股票似乎接近一个暂时的最高点，近期可能会发生相当大的下跌，但只要我相信它未来很有吸引力，我就不会卖出这家公司的股票。如果我估计股票价格会在几年后上涨到比当前水平高得多的最高点，我宁愿继续持有。我的信念源于对投资过程本质的一些基本考虑，真正前景非凡的公司很难寻找，因为这样的公司本来就不多。

（费舍说明了对短期内股票走势和商业周期几乎不可预测。）

对一只好股票来说，判断不利的短期变化要比预测强劲而长期的价格增长潜力更容易犯错误。如果在市场暂时大幅下跌的时候仍然坚守持有正确的股票，最多比前一个最高价下跌 40%，而且总有一天会扭转局势；但是如果你卖出而没有回购，那么预期到价格短期内的反转，错失的长期利润可能是卖出股票后获得的短期收益的好多倍。根据我的观察，很难准确选择一只具有吸引力的股票价格短期变化的时间，尽管有时在卖出之后以很低的价格回购，可是获得的利润和选择错误的时间导致利润的损失比起来，实在微不足道。许多人太早卖出股票，后来也没有回购，或者再投资的时间拖的太久，没有获得可能的回报。

（费舍描述了自己预计可能会大幅下跌但是仍然继续持有德州仪器的例子，之后这个公司的股票在几年后重新回到了原来的价格，并且达到了更高的价格。对于另一家公司，费舍由于没有进一步深入研究而遭受了投资失败。）

- **为了获得短期差价而频繁交易会遭受损失**

冒着重复的风险，让我再词强调一下我的信念：短期的价格变化本身是难以预测的，因此，我相信为了获得短期差价而频繁交易是不可能赚取巨额利润的，只有真正长期持有正确的股票才有这个可能。

- **长期的股利阴影**

（费舍描述了自己对现金股息的看法。同样，我也更喜欢不分配给股东现金股息而把这部分利润用来增加公司的具备投资价值的新的运营中。）

第四章 市场有效吗

（费舍回忆了过去 40 年来的投资和投机，引用法国谚语“事情变化得越多，越是保持原样”来说明即将进入的 80 年代依然如此。）

● 有效市场的谬误

（费舍简单地描述了基于随机漫步理论发展出来的有效市场假说。跟林奇一样，他认为这个理论相当荒谬，我支持费舍和林奇的观点。）

（费舍描述了自己 1961 年在斯坦福大学商学院讲授课程时，跟学生们做的练习，发现股票价格的表现是不同的。）

● 瑞侃公司

（费舍描述了在 20 世纪 70 年代，瑞侃公司因为看起来出色的竞争力而拥有的高市盈率。）

● 瑞侃——期望的破灭和价格的崩溃

（费舍描述了瑞侃公司因为一个投入巨大的研究项目的失败而让短期利润大幅下降，并且由于调整管理结构而出现暂时的低效率。金融界对公司的评价骤然下降，股票价格大幅度的下落。而金融界没有看到，公司在完成这些事务之后具有吸引力的未来。）

● 瑞侃和有效的市场

（费舍描述了瑞侃公司解决问题之后的利润跟公司管理层在公开会议上的描述一致。但是大多数人由于痛苦的回忆并不相信管理层的描述，之后短时间股票的价格也没有反应出公司的实际情况。费舍用这件事来说明有效市场假说荒谬而不符合逻辑。）

在每个时代，错误观念的出现会为那些投资识别能力强的人创造机会。

● 结论

以上就是我根据半个世纪的商业经验形成的投资哲学，它的核心或许可以概括为以下 8 点：

1-应该投资的公司是那些遵守能使利润长期迅猛增长的计划，而且具有很难让新加入所在行业的公司分享增长的内在特点的公司。

2-集中全力买入那些处于不利境地的公司，也就是买入由于整体市场状况或者当时金融界错误判断了真正价值，使得股票价格远低于更好理解的真正价值的公司。

3-持有股票直到公司的性质从根本上发生了改变（比如由于人事变动导致管理层能力降低），或者公司成长到某一点时，增长速度不再快于整体经济。只有在非常特殊的情况下，才会因为对经济或者股票市场走向的预测而卖出，这是因为走向的变化很难预测。绝对不要因为短期原因而卖出最具吸引力的股票。然而随着公司的增长，不要忘记许多公司在规模尚小时，运营相当有效率，后来却无法通过改变管理风格，满足大公司需要的不同技能。

4-主要目标在于寻求资本大幅度增值的投资者，应该降低对股利的重视程度。最有吸引力的投资最有可能发生在能获得利润，但是股利较低或者根本不发放股利的公司中。在给股东发

放的股利占利润的百分比很高的公司中，找到非常出色的投资机会的可能性要小得多。

5-为了获得丰厚的收益而犯了错误是固有的投资成本，就像管理最好的和利润最高的贷款机构，也无法避免不良贷款率。重要的是尽快发现错误，了解导致它们产生的原因，并学会如何避免再次犯错。愿意在有些股票上承担少量的损失，而让利润在更有前途的股票上持续增长，是良好的投资信号。在优秀的投资中获取微利，而让损失在不好的投资中增长，是投资判断极差的信号。绝对不要只是因为满足于获利而获利。

6-真正出色的公司数量很少。它们的股票一般无法以较低的价格买入，因此，一旦存在有利的价格，应充分利用当时的形势，资金应该集中在最值得拥有的机会上。那些涉及风险资本和小公司（比如每年的销售额不到 2500 万美元）的投资者，可能需要更高程度的投资多样化，至于规模较大的公司，适当的多样化要求投资在具有不同经济特征的各种行业，对个人投资者（可能和机构投资者以及一些基金相对应）来说，持有 20 只以上的股票是缺乏金融能力的标志，通常 10 只或者 12 只是比较合适的数量。有时考虑到资本收益税的成本，可能要花几年的时间才能将资金集中。个人投资者持有的股票在 20 只时，应该把资金从一些最缺乏吸引力的公司，转移到具有吸引力的公司。

7-优秀的普通股投资管理有一个基本要素：不盲目接受当时金融界的主要观点，也不要只是为了与金融界的主要观点相反而采取相反的行动，拒绝当时盛行的观点。相反，投资者应该拥有更多的知识，应用更好的判断力，彻底评价具体情况，并且在你认为你是对的时候，要敢于采取“与群体相反”的行动。

8-投资普通股和人们大多数领域的活动一样，成功主要取决于努力工作、智慧和正直。

有些人可能天生就在以上所说的某些特点方面好于或者差于其他人。只要严格要求自己和付出努力，我相信所有人都可以在上述每个领域提高自己的能力。

尽管在管理普通股投资组合时，总是有些地方需要靠运气，但是它不是最终的决定因素。要想持续成功，必须靠技能和持续运用可靠的原则。根据我的 8 点指导方针的框架，我相信未来主要属于那些自律并且付出努力的人。

附录 评价有前途公司的关键因素

我的哲学要求我只投资数量相对较少，但是前景非常好的公司。很显然，我在研究公司时寻找的是它们具有增长潜能的信号，同样重要的是，我试着通过分析避免风险。我希望确定公司的管理层有必要的资金利用潜能，并在这个过程中让我的投资风险降到最低。在从事财务分析、拜访管理层以及和相关行业的人士进行讨论时，我寻找的公司应该满足我的有关前途非同寻常的标准，下面概况了一些这种公司的保护性特征。

● 功能因素

（1）和竞争对手相比，这家公司必须是产品或者服务的成本最低的生产商之一，而且有望继续保持成本最低。

相对较低的收支平衡点可以在市场低迷的条件下让这家公司存活下去，并在较弱的竞争对手退出市场之后，增强它的市场和价格低位。

由于利润率高于平均水平，这家公司能从内部创造出更多的资金来维持公司的增长，不必通过发行新的股票稀释股权，或者因为过于依赖固定收入而造成财务上的压力。

(2) 一家公司必须具有很强的客户导向，能识别出客户需求和兴趣的变化，然后以适合的方式对这些变化做出反应。这种能力能使公司源源不断地推出新产品，以补偿成熟或者过时的产品。

(3) 有效的市场营销不仅要了解客户需要什么，也要用客户理解的语言向他们解释（通过广告、销售、或者其他方法）。应该紧密控制和不断监控公司要求的市场努力的成本与效果。

(4) 今天即使非科技公司也需要强大和方向正确的研究能力，以此生产更新和更好的产品，并以效果更好或者更有效率的方式提供服务。

(5) 研究的效果有很大的差异。研究要更有成效，必须具备两个要素，它们是市场和利润意识和有能力将必需的人才组合为一个有效的工作队伍。

(6) 拥有强大财务队伍的公司具有以下几项重要的优势：良好的成本信息能使管理层把精力放在利润贡献潜力最高的产品上；成本制度应该准确指出在运营、生产、市场营销和研究成本在哪些地方效率不足；严格控制固定和运营资金的投资，以保护资本。

(7) 至关重要的财务功能可以作为早期的警示系统，辨别出威胁利润计划的影响，让公司有充裕的时间制定补救计划，把不利的意外事件的威胁性降到最低。

● 人的因素

(1) 公司要想更加成功，领导者需要具备坚实的创业家性格，能将驱动力、原始的观点以及为公司创造财富所必需的能力结合起来。

(2) 增长导向的首席执行官必须围绕着一个能力很强的队伍，而且他们得到了充分的授权来运营公司的事务。合作是至关重要的，它和使得公司运转不良的权力争斗截然不同。

(3) 必须把注意力放在能力突出而级别较低的管理人员身上，并训练他们担负更大的责任。职位的接任者应该主要来自可以利用的人才库，从外部招聘首席执行官是一个特别危险的信号。

(4) 企业家精神必须渗入整个组织当中。

(5) 较为成功的公司通常有一些独一无二的特点，这些特点是指一些特殊的做事方式，对他们的管理队伍特别有效。这是一个积极的，而不是消极的信号。

(6) 管理层必须认识到并适应这样一个事实，即在公司所处的世界，持续增长的速度越来越快。

必须定期重新检查每一种公认的做事方式，并且寻找更好的新方式；管理方法的改变必然包含风险，应该认清这一点，把风险降到最低后再行动。

(7) 公司必须真诚、实际、有意识地持续努力，让每个级别的员工（包括蓝领工人）认为公司是一个工作的好地方。

必须以合适的行为对待员工，必须尊重员工；公司的工作环境和福利计划应该促进工作的积极性；必须让员工感到表达不满时不用害怕，而且能够合理地期待管理层适当的注意和行动；参与计划似乎运行得很好，而且是优秀观点的重要来源。

(8) 管理层必须愿意遵守稳定增长所要求的纪律。要想获得增长，有时必须牺牲当前的利润，为有价值的未来发展建立基础。

● 公司特征

(1) 虽然考虑新投资时，管理人员很重视资产回报率，但是投资者必须认识到：通过历史成本列出的历史资产，扭曲了对各公司的表现的比较。尽管周转率有差异，销售利润率可能是更好的投资安全性指标，特别是在通货膨胀较高的环境中。

(2) 高利润率会引来竞争，竞争则会侵蚀获利机会。减轻竞争的最好方式是以很高的效率运营，使得潜在的竞争对手没有加入的刺激因素。

(3) 规模效率往往被官僚主义的中层管理人员的低效率抵消。不过对一家经营良好的公司来说，领先地位可以创造出很强的竞争优势，这种优势对投资者很有吸引力。

(4) 第一个进入新产品的市场距离成为第一名还有很长的路要走。有些公司更适合第一个进入市场。

(5) 产品并不是孤岛。比方说，每种产品都在间接竞争，希望赚到消费者的钱。随着价格的变化，即使经营良好的低成本公司，有些产品也可能失去吸引力。

(6) 在竞争对手已经拥有强大地位的市场领域，很难推出优秀的新产品。虽然新加入的公司可以建立起竞争性的生产、市场营销的力量和声望，但是现有的竞争对手还是能够采取强大的防御行动，夺回受到威胁的市场。相对目前的竞争对手的能力，改革者如果能以新颖的方式结合不同的科技，如电子与核子学，那么成功的可能性会更高。

(7) 科技只是获得行业领先地位的方法之一。开发消费者的“特权”是另一种方法，卓越的服务也是如此。无论如何，拥有抵抗新的竞争对手，保护已经建立起来的市场的强大能力，是可靠的投资所必需的。

总结 怎样选择成长股

- 费舍说明了过去成功投资的线索、现在的投资环境变得更好的原因以及简单描述了公司管理层对于投资公司的意义。
- 费舍说明了寻找优秀公司的 15 点原则：
 - 原则 1: 至少在几年内，公司是否具有足够市场潜能的产品或服务，使得销售额有可能实现相当大的增长？
 - 原则 2: 对于当前引人注目的生产线来说，如果其中大部分潜在的增长率已经开发完毕，管理层是否有决心继续发展能够进一步增加总销售额的产品或者生产方法？
 - 原则 3: 考虑到规模的大小，公司在研究和发展上付出的努力是否有效？
 - 原则 4: 公司是否拥有高于平均水平的销售队伍？
 - 原则 5: 公司是否具备有价值的利润率？
 - 原则 6: 公司正在为维持或者增加利润率而做些什么？
 - 原则 7: 公司是否具备出色的劳动和人事关系？
 - 原则 8: 公司是否具有很好的行政关系？
 - 原则 9: 公司的管理是否有层次？
 - 原则 10: 公司在成本分析和财务控制方面做得有多好？
 - 原则 11: 关于竞争力的强弱，公司是否在商业的其他方面，尤其在行业内的领域为投资者提供重要的线索？
 - 原则 12: 公司是否拥有短期或者长期的利润前景？
 - 原则 13: 在可预见的未来，公司的增长是否需要足够的股权融资，以保证更多发行在外的股份能够在很大程度上通过预期的增长来抵消现有股东的利益？
 - 原则 14: 管理层是否在一帆风顺时才能坦率地与投资者谈论公司的事务，而在出现麻烦和失望情绪时就保持沉默？
 - 原则 15: 公司是否具有一个毋庸置疑的诚实管理层？
- 费舍说明了关于他对于价值型投资和成长型投资的看法。
- 费舍说明了他对于何时投资的看法，同时说明了投资者应该关心公司的价值和利润，而不是要去预测经济的趋势等影响股票市场整体水平的力量。
- 费舍说明了他对于何时卖出股票的三种看法：原先的投资是错误的、公司不再符合 15 点投资原则、寻找到了更好的投资。并且说明了投资者如果在买入股票时完成了正确的工作，那么卖出的时间几乎永远不会到来。
- 费舍说明了他对公司留存利润和分配现金股息的看法，同时说明投资者应该关心公司管理层把利润留存之后怎样使用现金使得公司的资本实现增长。
- 费舍说明了他对于普遍存在的一些错误的投资观点的看法，包括：买入看起来有美好前景的新公司、对较高市盈率的错误解释、对买入价格的计较、投资组合、从众行为等。

- 费舍说明了保守型投资（或者可以理解为：那些承担的风险小并且非常有潜力成为出色的投资）的 4 个特点：

特点 1：对目前和未来获利能力最重要的公司活动的出色的程度，包括低成本生产或运营、出色的营销（原则 4）、杰出的研究和技术努力（原则 3）、出色的财务能力（原则 10）；

特点 2：控制这些活动和相关策略的人员素质；（原则 7、8、9、12、14、15）

特点 3：在可预见的未来，公司有是不是可能获得高于平均水平的获利能力。投资者需要检查这家公司能做哪些事情，是其他公司没法做的那么好的；（原则 5、6、11）

特点 4：投资的价格。金融界对于特定公司和其所处的行业以及股票市场整体水平这三方面的评价，影响公司股票在特定时期的市盈率水平。

- 费舍回忆和总结了自己在长期的投资经历中所形成的 8 点投资哲学：

观点 1：投资那些利润会长期快速增长以及具有更多竞争优势的公司；

观点 2：在优秀的公司低估的时候集中买入；

观点 3：持有真正优秀的公司直到公司的内在品质从根本上发生了变化，轻易不要因为对未来走势的短期预测而选择卖出；

观点 4：真正优秀的公司更倾向于把利润尽最大可能留存在公司中而不是以现金股息的形式分配给股东；

观点 5：投资者需要学会从过去的错误中吸取教训；

观点 6：真正优秀的公司数量很少，当确信发现这样的公司时应根据当时的情况集中投资，尽管可能并不一定被低估，同时投资者可以谨慎地搭建一个简单的投资组合；

观点 7：不要理会金融界和学术界的观点，认真研究和检查公司的实际情况；

观点 8：投资的成功来源于勤奋、智慧和正直。

正如肯尼斯 L 费舍所说，他伟大的父亲，菲利普 A 费舍会影响我很久，很久。