



科文图书

◎ 科文证券点金丛书 ◎

THE ULTIMATE
INVESTOR

终极投资者

30位投资大师和他们的投资理念

〔美〕迪恩·利巴朗 罗迈什·瓦迪伦格姆 著

沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯、彼得·林奇……
30位投资大师和他们理念的最佳总结
投资者心理、市场有效性、技术分析、价值投资……
30个投资领域的经典理念之深入探讨

THE ULTIMATE
INVESTOR



中国标准出版社



科文图书

◎ 科文证券点金丛书 ◎

F830.59
532.22

THE ULTIMATE
INVESTOR

终极投资者

30位投资大师和他们的投资理念

THE ULTIMATE
INVESTOR

沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯、彼得·林奇……
30位投资大师和他们理念的最佳总结
投资者心理、市场有效性、技术分析、价值投资、
30个投资领域的经典理念之深入探讨

「美」约翰·利巴朗 罗迈什 一瓦迪伦格姆 著
金彦 张春晓 王文涛 译



标准出版社

著作权合同登记图字:01—2000—1965 号

图书在版编目(CIP)数据

终极投资者/(美)利巴朗(Le Baron, D.)等著;金彦,张春萌,王文清译. —北京:
中国标准出版社, 2005. 8

书名原文: The Ultimate Investor

ISBN 7-5066-2245-9

I. 投… II. ①利…②金…③张… III. 金融-投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 66589 号

The Ultimate Investor

The People and Ideas That Make Modern Investment

First Published 1999 by Capstone Publishing Limited

Copyright © Dean LeBaron and Romesh Vaitlingam 1999

No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic, chemical or mechanical, including photocopying, any information storage or retrieval system without a license or other permission in writing from the copyright owners.

Simplified Chinese edition by arrangement with Capstone Publishing Limited

中文简体字版版权©1999 科文(香港)出版有限公司

中国标准出版社

中国标准出版社出版

北京复兴门外三里河北街 16 号

邮政编辑:100045 电话:68522112

北京科文剑桥图书有限公司承销

北京安定门外大街 208 号三利大厦

邮政编码:100011 电话:64203023

网址:www.beijingkewen.com

北京市东方印刷厂印刷

各地新华书店经销

版权专有 不得翻印

开本 787 × 960 1/16 印张 16.5 字数 252 千字

2007 年 2 月第二版第一次印刷

ISBN 7-5066-2245-9/F·057

定价:38.00 元

前言

您现在拿在手中的这本书（或是在计算机屏幕上阅读的电子文本）是否真正是最重要、最根本的？当然不是。但是，我们的出发点是尽可能地去接近现代投资中的关键思想，以及掌握并运用这些思想的人们，并尽我们所能使这些思想易于理解。

我们只有在事后才会知道什么是最根本的。而此时，事物的发展又会出现一些新的特点，它们仍然有待于时间的考验，也许这些新的特点又会成为新的最根本问题的一部分。于是，就像云雾室里的粒子运动轨迹一样，当我们看到它的时候，那个粒子已经过去了。对于什么是最根本的问题，我们的观点不可避免地带有我们时代的色彩。观察者看问题的角度决定了所得到的实验结果，这是我们从物理学中借用的另一个观点。

我们已经尽了自己的所能去试图“接近一个运动中的目标”，本书中涉及到 30 种思想观点以及 30 个以上的人。这些思想并没有一个清晰的界定，所以它们的存在与其他要素之间并没有什么重要的有机联系。倒不如说它们是市场这一棘手问题的一部分，在不断激烈地变化着，在理性的分析与非理性的智慧交互作用下不断发展。为了进行描述性的分析，我们不妨假设每一个要素是孤立的。但是，最终在市场的每一个瞬间，每一位投资者都必须把这些要素结合起来，努力去预测那些极端重要的结果。

我们试图简化这些思想，我们不时地引用与这些思想有关名人或大师的文章——以及其他人的观点。作为投资方面的学生和从业者，我们没有哪个人是孤立存在的：我们每个人都是我们所分析的市场中的一分子。

有时我们看起来有些饶舌和随意。这只是因为我们在试图把无法精确描述的问题说得更简单易懂一些。

于是，现在我们带着这些局限性开始了这本书，我们靠什么来吸引你的注意力呢？答案是：给出有关于这些思想以及那些为我们

带来当今市场观念的人的背景。也正是这些人造就了明天的市场。他们自己也许还没有意识到，但他们——以及被我们所忽略了的其他人——奠定了新的发展基础。你需要了解他们和他们的工作。他们是你投资的未来——至少按照我们理解是这样。

尽管我们作者之间有大洋相隔，但我们的合作却非常紧密。我们有两次全体的集会（面对面）以及每天十几个回合的电子邮件往来。我们本可以坐在一起交换纸笔，只不过这些都用电手段所代替了。我们还把那些基本完成的章节放在迪恩的网站上，供大师们、潜在的读者们以及出版商们评论。这使得我们以及其他人都能够在这本书接近完成之时看到它的全貌。我们相信这种开放性有助于增加该书硬拷贝的销售量。今后我们还将继续采用这样的方式。

在讨论投资思想的同时，我们用同样多的笔墨谈及相关的人，因为正是这些人具有这样的思想。在我们看来，最佳的投资思想与拥有这样思想的人其精神是一致的。有这样一句人们听了很多遍的话，“并不是管理者挑选市场，而是市场挑选管理者”。这句话就是说，有可能当今的市场模式成就了某些最佳投资者，而不是反过来，最佳的投资者造就了当今市场的模式。能够取得成功的管理者绝大多数对自己的观点非常自信，但又不刚愎自用，他们不愿意看到其他人为求有所变化而随意篡改他们的思想观点（除非求变就是他们的思想观点），他们急于展现自己在市场方面的智慧。他们当中的绝大多数都很有个性，并且至少为我们之中的某一位所认识和喜爱。

在每一章中，我们讨论一种观点，然后我们谈及一两个与之有关的人。我们同样介绍相反的观点：该思想不完善的一面以及它的局限性。而且我们会请求我们所谈及的每一位投资大师（绝大多数情况下，他们都健在）对此作出评论——如果他们愿意的话：我们所谈到的很多投资大师都很友善地接受了这一挑战。每一章都对未来进行展望，有可能的话，还会给出一些可供研究和应用的思想观点，以及一些进一步的参考资料——印刷形式的或在线的。

除了主要章节，我们还有两篇引子：一篇是彼得·伯恩斯坦关于过去 50 年市场的历史，他很友好地允许我们重印了这些内容；另一篇是迪恩关于投资模式随着时间和空间不断变换的文章。本书中还包含了詹姆斯·华莱士所选出的 10 本投资方面经典书籍的简介，以及投资领域的 10 个关键性问题，外加 10 个更广泛的全球性问题。

最后，给出了一个互联网站列表，这里推荐了一些可供进一步研究参考的内容或一些有趣的东西。

在思考书中观点这几年来，很多人助了我们一臂之力，在此要感谢他们。对于迪恩来说，他从很多已经成为朋友的客户那里学到了不少东西，他们中间的：Gordon Binns, David Feldman, Robert (“Tad”) Jeffery 以及 William Wirth，都是投资大师。特别要感谢在本书的写作中给予我们直接帮助的朋友，家人和同事：当然，也包括我们所介绍的投资大师们——还有 Mark Allin, Richard Burton, Annemarie Caracciolo, Donna Carpenter, Stephen Eckett, Tom Fryer, Steve Gage, Kate Holland, Blake LeBaron 以及 Marilyn Pitchford。

我们非常希望您能够乐于读这本书，欢迎提出各种宝贵意见。

迪恩·利巴朗——deanlebaron@compuserve.com

罗迈什·瓦迪伦格姆——romesh@compuserve.com

2003 年 3 月

迪恩的网站——www.deanlebaron.com

序

开普斯通 (Capstone) 出版社出版了很多关于实业方面的书籍，但这还是首次出版投资方面的书。当然这二者是有紧密联系的。实业需要投资来驱动。获得投资的情况是评估实业成功程度的指标，通过计算投资不同实业所带来的回报的差别，投资能够对谁在什么时候获得多少钱起调节作用。

为了有助于探讨投资与实业的这种相伴相生的关系，我们邀请了两位朋友，同时也是开普斯通出版社的作者，同我们进行一番电子邮件对话。一位是罗勃特·芒克斯，我们将在“公司治理”一章中对其做简要介绍。另一位是克里斯托弗·迈耶尔，他和迪恩同是圣塔菲学院的受托管理人，他还是安永公司 (Ernst & Young) 企业创新部门的负责人。从某种意义上说，他们二位涵盖了实业市场中的两个极端，鲍勃的工作是甄别那些需要重新注入活力的公司，克里斯则是在同那些已经很顶尖、还希望能够更好的公司一起工作。

鲍勃和克里斯毫无保留地交换着电子邮件，这些邮件中强调了一个很重要的问题，那就是：在本书中所讨论的种种投资思想和风格（有些看起来不同寻常，很能够吸引我们的注意力）的背后，我们不要忘记实业的存在。本书的大部分内容着重探讨了外部对公司的影响：股东以及某些相应的机制，通过这些机制他们可以衡量公司价值、作出投资决定。但对于某一家公司来说，归根到底，股票价格是上升还是徘徊不前的关键制约因素在公司内部：管理的行为和质量。

鲍勃和克里斯的对话触及投资与实业交互作用过程中的很多关键性问题：

- 个人和机构投资者如何确定应该拥有何种股票及其他资产，以及怎样对待这种所有权？
- 投资者们是否仅仅把他们的股票简单地看作是几张纸，希望这些纸能够带给他们良好的短期回报？

- 或者他们希望能够真正地参与到公司中，也许是作为活跃的股东，促进公司经济更良好地运转，以期获得更高的回报？
- 也许有些投资者比管理者眼光更长远，没准甚至要求公司关注更为广泛的社会目标？
- 公司的拥有者、管理者以及社会三者的长期与短期的利益能否真正变得更加一致？

克里斯·迈耶尔

很明显，投资者们看重公司的一些非财务因素。我们的一项定量调查表明：大约有 34% 的买方分析家对某一家公司的估值受到诸如管理质量，研发效率等因素的左右。他们认为这些因素代表了能够在未来创造现金流的商业行动。但是看起来个人投资者却对于那些他们不喜欢的公司的证券不感兴趣。不喜欢某一家公司的原因是多方面的，有些时候是由于投资者的收益不能够以他们所希望的方式直接兑现；有些时候是由于人们不喜欢某些公司的主管。不管怎样，都会因此而减少这些证券的市场，于是，很有可能也会减少该公司的市值。所以，一家公司的社会定位和它的财务情况是有联系的。

但是，我觉得一般来说，养老金的参与者更倾向于要求获得尽可能高的回报而不是综合考虑各种因素。加州公共雇佣者退休系统（CALPERS）是个显著的例外，我认为，这说明这家养老金系统在投资行为中把政治和社会的因素考虑在内。尽管如此，我认为可口可乐公司和菲利普莫里斯公司之间数倍的差别更多的是和烟草行业的财务状况下降有关，而并非人们对沾有尼古丁的利润不屑一顾。

鲍勃·芒克斯

在英国，金融中心和产业界一直争论不休，产业界的公司经理们认为他们受到投资实体短期主义的严重制约。实际上，真正的股东——固定收益的养老金计划和指数基金——具有最长远的眼光，比任何一届管理者的任期都要长远。这些固定收益计划的出发点是什么？对于这些退休者来说，难道不需要经历一些必要的步骤就能够在一个文明、清洁、治安良好的环境中退休，并且有足够的钱来维持所需的生活水平？怎样才算是真正为养老金拥有者着想的安排？

不同的人有不同的看法，这其中必然会含有主观的价值判断。

克里斯进一步深入探讨了管理者与 股东之间利益一致性问题

出现对短期盈利行为的抱怨是管理薄弱的征兆。高级管理人员拿着薪水，被指派做一些难以衡量其成效的工作。股票的价格是分析家和投资者之间相互交流的一个话题，这是一种他们看得见的指标，所以他们中的有些人对此反应过于强烈。强干的管理者认为在需要的时候能够增加资本才是最重要的，我们在前面提到的那项研究表明：人们对你的评估不只和你的短期行为有关。那些屈服于华尔街压力的管理者就像某些 MIS 经理那样懦弱，选择明明是较为低级的 DOS 操作系统，因为 IBM 要他们这么做。而有些公司，比如通用电气公司（GE）似乎就比较理智，不太在乎短期投资者的观点。

鲍勃指出了几个弱点

在公司全体的参与者中，每一个人——管理者、套利者、长期拥有者——都希望能够控制决定自身所得回报的那个时间段。只有长期拥有者的利益与社会整体的利益较为一致。活跃的股东必须充分参与公司的事务，以保证：一、劳动合同中应严格地把管理激励和增加的所有权价值一致起来。二、他应当监视董事会的职能以保证其独立性和适当的“自我批评”。最后需要指出的是，他的合法性的保证是他继续持有该股票的实际所在。

迪恩的评论

上面谈到，使雇佣合同和所有权价值相一致，以期获得与“社会整体利益相一致”的利益……但愿如此。有太多的社会利益无法以任何形式被确定到雇佣合同中去（比如，受雇佣者的身心健康）而且每个人都被各种不同的利益因素所驱使。正如鲍勃所指出的那样，只有长期投资者才能算得上比较接近于代表社会整体的利益；交易者和套利者不会和银行站在同一立场上。

短期金融市场势力的影响很难避免，这对经理者们产生了强烈

刺激，即使对于那些心中牢记股东利益的管理队伍来说，也很难摆脱这种影响。他们担心收益低于预期值将不能得到金融市场的理解，而不管他们创造长期价值的潜力如何。

迪恩建议，讨论可行的解决方案

如果某位投资者希望能够被选入董事会，并且提出了不同的计划，那么这就是一种信号，应当唤起董事会的注意，它意味董事会必须评估自己是否在依照投资者和公司的利益来治理公司。确切地说，董事会应当把它看作是个机会，要么考虑新的观点，要么向股东及其他成员阐明自己的原则。如果董事会不能经受住这样的考验，它就会彻底失败。这种情形就好比在面对游动资本和具有攻击性的交易者时力图保持货币坚挺——谁能够利用所有的有效信息，谁就能够最终获胜。向全体股东发布各种消息变得越来越容易，使得这种“竞选董事会”的策略极为可行。

鲍勃讨论他作为董事候选人的角色

作为自我提名的董事候选人有一些特别的好处。在召集股东的时候，你不要任由股东们各持己见、争论不休，使会议陷入一种白热化的混乱局面。支持我作为董事候选人是股东们向管理层传递重要消息的根本途径。在整个机构投资者世界中只有少数的活跃实体——那些公开表达对管理状况不满的大股东。需要指出的是，我不一定要被选上才能够达到我的目的。为董事会服务就像作为国家政治协商会议的代表一样：每个人都应当担任一次，也许有第二次，但不应当总是当选。我的目的就是要让管理者明白：他们既不能无所作为，也不能“按照我们的游戏计划从事”。

克里斯进行了总结

如果股东们能够正确估计未来，在前景问题上意见一致，并将此付诸于投资行为，那么就不会有市场混乱，从经济意义上讲就不需要政府。

也正是因为如此，本书作为开普斯通出版社终极系列图书中的一部新作，力图使大家能够对市场有最佳的理解，希望本书能够对

当今的投资者有所帮助。

克里斯·迈耶尔 鲍勃·芒克斯
迪恩·季利巴朗 罗迈什·瓦迪伦格姆
1999年3月

参考文献

印刷版

- Stan Davis and Chris Meyer, *Blur: The Speed of Change in the Connected Economy* (Perseus Books/Capstone Publishing, 1999)
- Bob Monks, *The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation* (Perseus Books/Capstone Publishing, 1998)
- Hilary Rosenberg, *A Traitor to His Class: Robert AG Monks and the Battle to Change Corporate America* (John Wiley, 1999)

在线

- www.businessinnovation.com——安永公司的互联网站，与 Measures That Matter 研究相链接；
- www.santafe.edu——圣塔菲 (Santa Fe) 学院的互联网站

目 录

CONTENTS

前言 序

人们赖以生活的承诺	1
在时空跨度中不断变化着的投资模式	6
第一部分 投资大师和他们的理念	11
第1章 积极的投资组合管理	13
第2章 逆向投资	21
第3章 公司治理	26
第4章 公司重组	33
第5章 经济预测	39
第6章 新兴市场	44
第7章 金融工程	55
第8章 固定收益	61
第9章 外汇	69
第10章 全球化投资	75
第11章 成长性投资	81
第12章 对冲基金	87
第13章 指数投资	93
第14章 一级市场发行	99
第15章 国际货币	107
第16章 互联网投资	115
第17章 投资咨询	123
第18章 投资策略	130

第 19 章	投资者心理	137
第 20 章	狂热、恐慌和崩溃	145
第 21 章	市场有效性	152
第 22 章	共同基金	159
第 23 章	业绩评估	167
第 24 章	政治与投资	171
第 25 章	定量投资	175
第 26 章	风险管理	182
第 27 章	卖空	188
第 28 章	技术分析	193
第 29 章	价值投资	199
第 30 章	风险投资	205
第二部分	附录	209
附录一	詹姆斯·华莱士的书包：十本投资经典书籍	211
附录二	未来的焦点 I：关于投资的十个关键话题	214
附录三	未来的焦点 II：十个全球性的关键问题	221
附录四	AIMR 的百佳投资站点	227

人们赖以生活的承诺*

——我 记得从我的大学时代起，这一话题就常被人们提起，不过现在我对其中的内容已经淡忘了。如今这个话题仍然常被人们提起，但原因还不甚清楚。

我们从历史中可以看出其中的含义。这里我们谈及的历史是大家所熟悉的，但我们的焦点和角度将与以往的方式不同。实际上，我们的目的在于提供一个假说，这种假说也许能够解释这一超级牛市的历史。

从最初到 60 年代

在金融市场历史上的大部分时间内，机构投资者和信托投资者投资于债券，而富有的个人投资者投资于股票。公共投机如昙花一现，而且富有的个人投资者也投资于债券，但股票市场绝大部分是富有的个人投资者的天下。

50 年代早期，当我以投资律师的身份起步时，这种结构仍然大行其道。我们所有的客户都是富有的个人投资者；机构投资者凤毛麟角，至少在接下来的 10 年中机构投资者在股票市场上仍是少数。保险公司、慈善基金以及信托机构仍然没有突破过去的限制，它们只持有最少量的股票。不那么富有的个人投资者仍然处在市场的外围，他们中的大部分还没有足够资金进入股票市场，有些人确实手头有些钱，只是没有足够的勇气。V-J 日过后的头 10 年左右时间是个规避风险的年代，无论是在社会、政治还是经济方面。从 1949 年~1954 年，从股票上获得的红利比从国债上获得的收益平均要高 365 个基本点，这一差距比 20 年代的两倍还多。

* 本文最早见于彼得·L·伯恩斯坦的通讯《经济与投资组合策略》，1998 年 12 月 1 日。感谢作者允许我们在这里重印了这篇文章。

那时人们总是担心随时有可能会再次回到大萧条年代，随着这种念头的逐渐淡漠，环境开始有了变化。这种变化从 50 年代的后期悄然开始，在 60 年代变得越发明显起来。在那些年里，留有 30 年代后遗症的那批人已经逐渐从历史舞台上消失了，要么退休，要么去世——这种发展变化有助于形成一种对未来更加充满希望的观点。资金流向市场，人们满怀期望，认为没准这就是能够使他们发财的地方，而不只是那些已经富了的人存放他们财产的地方。这是一个相当重要的转折点。

养老基金的影响

与此同时，在 60 年代期间，流入股票市场的养老基金不断增加，70 年代这种势头更加迅猛，给股票的投资过程带来根本性的变化。投资的全部目的始终就是为了赚钱，但是一个投资者到底能够从市场上赚多少钱呢？大家都在不停地思考这一问题。谁能回答这个问题，难道是华尔街的精算师？华尔街和精算师本来就是自相矛盾的！然而，没有一个对投资回报精确的估计，固定收益的养老金就无法操作。他们做出了一系列的承诺，违背这些承诺就意味着自毁前程。在 70 年代早期信用危机之后，实际上，ERISA 出现的目的就在于信守这些承诺。

慈善基金随后加入到这一过程中。与大多数的投资者一样，这些基金对投资回报很少有明确的要求；他们只是在面对任何情况时都尽自己所能。在 70 年代中我们所遇到的大部分基金（在该领域我们做成了很可观的咨询生意）都是通过华尔街的知名人士所组成的委员会来管理他们的投资，没有聘请专职的投资经理。

那时大量的基金都在不正当地利用税收系统的一个明显漏洞。这些家伙一般来说所持有的大部分是捐献股票（donor stock），这样可以使捐赠人继续控制他们的公司，同时也使他们的股份逃避了财产税，红利逃避了所得税。做善事只是次要的目的，随着大量的免税红利流入了基金的口袋，这一目的往往被完全忽略。

到 70 年代，国会采取措施堵住了这一漏洞。国会要求这些基金每年至少交出 5% 的资产或全部收益，取其高者。在通货膨胀的 70 年代，国会的这一要求是致命的，直到后来政府放宽了要求，要求

基金每年交出其总资产的5%。尽管如此，由于大多数基金认为他们应当永远经营下去，于是收益率超过5%（扣除通货膨胀因素）就成为必须达到的投资目标。不久，教育捐赠资金也开始考虑像养老基金和慈善基金那样，建立明确的投资目标及系统的费用原则，以便管理和控制资本从捐赠基金流向大学的预算中。

承诺在不断增加。到80年代来临的时候，更多的人获得了某种承诺，通常比过去获得的要多，这意味着依赖于一定回报率的新投资集团正在崭露头角。在80年代兑现这些承诺看起来比人们想象中要容易，投资组合中仍然含有通货膨胀年月所持有的付息票债券，股票市场的牛市还在以令人震撼的能量发展着。设计出能够恪守承诺的最小风险方法从来都不简单，但此时的计算还没有染上急功近利的色彩。

答案会产生出新的问题，敌人就是我们自己。为了兑现这些承诺，投资者大量集中于有望获得高回报的资产。除了经济环境中的增长因素外，这也极大地推动了牛市的进一步发展。经过了70年代那段黯淡时光以后，尽管股票和长期债券价格的上涨可能曾经一度大受人们的欢迎，但是投资者自己却使将来实现所要求的回报变得更复杂了。利息丰厚的债券即将到期，或者很快就被发行人回购。长期国债的平均回报率从80年代的10.5%下降到1990~1994年的8.7%。股票市场的平均收益率从4.2%下降到3.0%。

现在实现既定回报率目标（兑现这些承诺）的唯一办法就是冒更大的风险。机构投资者的投资组合中国债和高等级的公司债券的比重在不断下降，而现金则变得一文不直。发展时间很短的外国市场对投资者的吸引力大增，低质量债券的收益率与国库券收益率之差不断缩小，越来越多的非常规和流动性差的资产也不足为奇了。由于这些流动性差的资产与投资组中其他资产的相关性较低，因此它们看似能够降低投资组合的风险，但是实际上它们却隐藏了大量并且是极高的特有风险，并且它们与投资组合中其他资产的相关系数的稳定性也值得商榷。如果要获得投资者所要求的回报，除了提高效率之外就别无他法了。

欢迎个人投资者

在这个过程当中，出现了401(k)现象，最初是微不足道的，

但是随后逐渐显露端倪。其最强大的动力来自于人口高峰期，这些人现已年近 40。从前人们会说人生 40 岁才开始，但是在 90 年代，40 岁就已经是担忧退休养老问题的年龄了。突然出现了如此众多投资新手，别人告诉他们应当考虑具有一定回报的投资。现在轮到这些人作出承诺了，只不过这是向自己作出的承诺而不是向别人。最不会让你失望的人就是你自己。

从事金融策划的人增加，经纪人公司向潜在的客户推出了一个又一个投资研讨会，金融方面的出版社也加入进来，为这些面临养老问题的人士提出各种建议，现在离他们退休只剩下 20 年左右的时间子，而且时间在一天天地临近。私人机构对工作稳定性的忧虑以及公共部门对社会稳定性的忧虑则更加剧了这种危机感，并且使得这些人愈发地认为自己必须要对自己作出承诺。

于是，个人投资者加入了机构投资者的行列，他们也不得不相信承受风险是唯一的选择。然而，对于大多数投资新手来说，“承担风险”就意味着投资于股票市场，但是，这种投资于股票的决策是非常时髦的，并且广为人们所接受，他们并未真正意识到“承担风险”的实质：即资产回报率有可能大大低于所承诺的回报率。人们总是会得到这样的宽慰：不必担心价格的波动性，长远地看，一切都会变好。尽管事实上股票市场的上涨减少了投资者们信守自己承诺的机会，但是人们对价格的上涨感觉甚好以至于他们忽视了较高的价格对预期盈利的负面影响。还存在其他的选择么？

先离开正题，有两个相互关联的观点值得一提。这两个观点都能说明个人投资者当时的心态。

首先，最近我和 TIAA/CREF 的 Martin Leibowitz 及三位金融策划专家一起参加了一个访谈节目。我们面对的是一群天真的听众。在听过了几位听众使用“有趣”这个词来描述他们的投资活动之后，Leibowitz 感到有必要发表自己的见解，提醒这些个人投资者谨慎对待投资，冷漠视之，而不是把它当作娱乐的工具。

第二，公众仍然认为，能够在牛市中选择几支回报最高的股票——特别是具有相当风险的高科技股，是投资业绩显赫的证明。这就带来了另外一个现象。1998 年 11 月 16 日，华尔街日报给出的一个图表说明：相对于纽约证券交易市场（NYSE）的总成交量来说，大宗交易的比例由 1995 年的 56% 缩减到 1998 年 10 月的 48%。按照