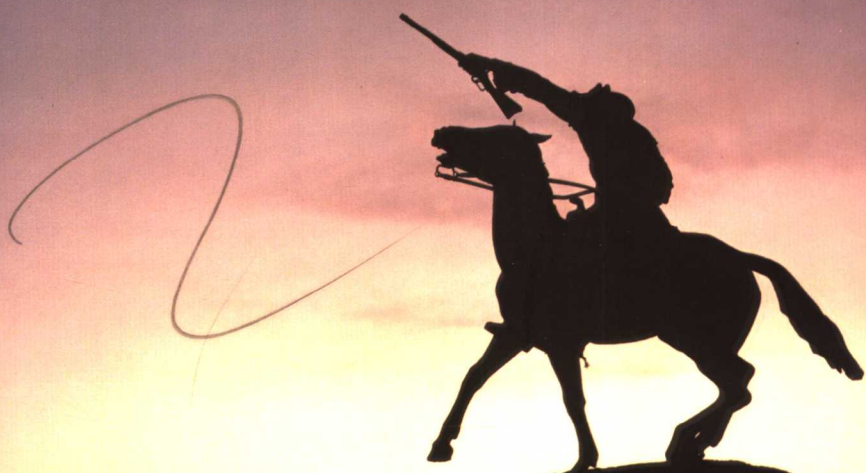




汇添富基金
世界资本经典译丛

攻守兼备

——积极与保守的投资者



The Aggressive
Conservative
Investor

[美]

马丁·J. 惠特曼
(Martin J. Whitman)

马丁·舒彼克
(Martin Shubik)

著

上海财经大学出版社



F830.91/134

2008


汇添富基金·世界资本经典译丛

攻守兼备

——积极与保守的投资者

[美] 马丁·J. 惠特曼
(Martin J. Whitman) 著
马丁·舒彼克
(Martin Shubik)

钦建伟 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

攻守兼备:积极与保守的投资者/马丁·J. 惠特曼(Martin J. Whitman)、马丁·舒彼克(Martin Shubik)著;钦建伟译. --上海:上海财经大学出版社,2008. 1

(世界资本经典译丛)

书名原文:The Aggressive Conservative Investor

ISBN 978-7-5642-0106-7/F·0106

I. 攻… II. ①马… ②马… ③钦… III. 股票-证券投资-基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 178147 号

- 责任编辑 李成军
- 封面设计 未名
- 版式设计 孙国义

GONGSHOU JIANBEI

攻 守 兼 备

——积极与保守的投资者

马丁·J. 惠特曼

(Martin J. Whitman)

[美] 著

马丁·舒彼克

(Martin Shubik)

钦建伟

译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 22.5 印张(插页:2) 368 千字

印数:0 001—5 000 定价:39.00 元

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍。（It's simple to be a winner, work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至彼得·林奇之后的华尔街当代杰出基金经理



人比尔·米勒,时间跨度长达百余年,汇添富基金希望能够藉此套丛书,向您展示投资专家的风采,让您领略投资世界中的风景。

丛书不乏经典之作。其中的《**伦巴第街——货币市场记述**》堪称是金融领域的传世之作。该书作者——19世纪经济学家沃尔特·白芝浩在书中总结了当时的经验与教训,时至今日,仍然值得我们认真回味。书中对于银行处理金融危机的意见——“初期警钟到来时,我们必须始终拥有随时可以动用的准备金,这样才可以轻松地走出恐慌。那些认为不需要准备很多的准备金的观念,不仅会引起恐慌,还会将恐慌升级成疯狂”,在今天仍不失其现实意义。美联储前主席格林斯潘和美国前财政部长鲁宾,都将该书作为经常翻阅的床头书,从中汲取经验和灵感。时隔百年,该书在1999年、2001年、2005年、2006年和2007年多次再版,可见其在今天仍然具有很高的借鉴价值。丛书中的另一本——《**攻守兼备——积极与保守的投资者**》,有助于投资人从纷繁复杂的信息中抽丝剥茧,形成自己对公司的财务状况、管理层经营能力、股票买入价是否低于公司资产净值等的独立判断,进而利用自己的结论做出投资与否的决策。该书自1979年首次出版以来,2006年再次重版。这也印证了耶鲁大学教授斯坦·加斯特卡的判断:“《攻守兼备——积极与保守的投资者》绝不会过时!”《**价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法**》一书通过市场风险和时机选择的介绍,为投资者提供了一种有效的公式化投资策略。著名金融史学家威廉·伯恩斯坦将该书与格雷厄姆的《智慧投资者》、麦基尔的《漫步华尔街》相提并论,认为:“自1991年首次出版以来,《价值平均策略》声誉鹊起,已逐步成为经典作品。”1996年、2006年该书不断再版。另一本经典《**浮华时代——美国20世纪20年代简史**》则追溯了从第一次世界大战之后的繁荣到1929年股市大崩盘的一段历史。《芝加哥每日论坛报》称之为“一部将历史记录和综合报道完美结合的伟大作品”。1931年出版后,该书迅速销售50余万册,并于1932年登上畅销图书榜(非小说类)的第二位。此后,该书于1959年、1964年、2000年、2007年不断重版,属于常青藤式的书籍。

丛书中汇集了投资大师们的智慧。《**忠告——来自94年的投资生涯**》一书记录了罗伊·纽伯格这位世纪老人神秘且精彩的人生。作为惟一一位经历华尔街1929年和1987年大崩盘却毫发无损的职业投资家,其自传中所介绍的有关投资技术与战略战术等诸多方面,不能不引起我们的重视。同时,除了其令人称道的成功投资经验之外,罗伊·纽伯格对于成功、

金钱、艺术和财富的价值观以及对于新技术的积极态度，也是支持其将近一个世纪处于不败之地的不可缺省的重要因素。如果您阅读了《**尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验**》，您就可以全面了解美国五位杰出基金经理——比尔·奈格伦、安迪·史蒂芬斯、克里斯多夫·戴维斯、比尔·弗里斯和约翰·卡拉莫斯的投资理念和投资策略。这些基金经理人的投资风格相去甚远，但他们的交集，即投资中均实践和坚守的共同原则，却具有普遍的意义。在另一本著作《**战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资**》中，叙述的是美国顶尖基金经理人比尔·米勒的成功之道。比尔·米勒所管理的莱格—梅森基金虽然近两年来业绩下滑，但其保持的1990~2005年连续15年战胜标准普尔指数的骄人业绩，至今无人望其项背。书中通过对比尔·米勒分析方法和投资策略的记述，揭开了比尔·米勒保持十余年成功投资的秘诀。《**伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析**》通过透视巴菲特旗下的伯克希尔·哈萨维公司，揭示了这个巨大财富王国背后兼具实用性和个性的投资哲学，浓缩了一个价值投资者30余年来的成功经验和心得。巴菲特在阅读该书后，认为作者“对伯克希尔·哈萨维公司了解得非常透彻”！

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践中应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效控制风险策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。2005年和2006年我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的明证。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守价值投资，肯定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实际相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的比尔·米勒，也是在反思传统价值投资分析方法的基础上推陈出新，才取得了超越前人的业绩的。

最后，有一点需要强调的是，我们比巴菲特、比尔·米勒等人更加幸运的是，我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境，我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，我们有一批成长非常快

速的优秀上市公司,这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的良好投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”十余年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍,获益匪浅。今天,我们和上海财经大学出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。我们还拟与上海财经大学出版社一起,推出后续的《华尔街的扑克牌》、《点津——来自大师的精彩篇章》、《福布斯英雄》、《华尔街 50 年》、《黄金简史》等 8 本图书。

“日出江花红胜火,春来江水绿如蓝。”悠远的新年钟声,宣告着 2008 年春天脚步的临近。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加美好灿烂的明天!

资本

经典译丛



The World
Classics
of Investment

张 晖

汇添富基金管理有限公司投资总监
2008 年 1 月 1 日

序

第一次见到马丁·惠特曼和马丁·舒彼克时，我们都还是普林斯顿大学研究生院的学生。我们经常聚在一起打牌，常常玩到深夜。我想，我们没有输钱，很可能是因为没人打赌。不过，每当回想起那段时光，我们都记得那时人人都想当大赢家。自那以来，惠特曼和舒彼克很少拿自己的钱或投资者委托给他们的钱去冒险。我们可能都冒过险。可当时，我并没有承认，而他们俩已经开始表现出有朝一日会成为成功投资者的迹象。他们知道什么时候该去冒经过精确计算的风险，什么时候的收益值得冒险，什么时候必须割肉清仓，什么时候又应该及时补仓。我想，这应验了一句老话：咬人的狗打小就开始。

显然，我认识本书的作者已久，尤其是马丁·惠特曼。我知道他聪明、诚实、卓有成效。作为事业上的合伙人和朋友，我很欣赏他的这三个特点。他获得成功应该说没有出乎意料，而且对于任何建议写一本投资读物的人来说，这也许是个有利的已知条件。毕竟，有谁会去买一本出自历史业绩平平的投资经理人之手的投资书呢？但是，与大多数处境困难的证券投资经理人相比，马丁取得了成功。例如，自1984年以来，他一直担任股票策略基金(Equities Strategies Fund)和第三大街价值基金(Third Avenue Value Fund)的首席董事，而马丁始终是这两个基金的独立董事。其间，在本书所介绍的投资策略的指导下，这两个基金的平均业绩在大部分时间里远远超过了任何相关市场的长期指数。



我还可以谈一些自己的个人感受。惠特曼一直在我担任首席执行官的两家公众公司的董事会里担任职务,现在还是纳伯斯实业公司(Nabors Industries)董事会的首席董事。他是一个学识渊博、见识非凡的人。我可以坦言,我从未采取过一次没有他参与的重大行动。他是一个非常勤勉、忠于职守的人,在开始任何交易之前总要花大量的时间搜集和分析信息。我曾经听说,他在某些投资决策上十分走运,但我注意到:他工作越勤勉,就越是幸运。

在很多不同的场合,他的建议帮了我的大忙。例如,他建议我对一家名叫“东京海上保险”(Tokyo Marine)的日本公司进行消极投资。结果,我净赚了平生第一笔大钱。此后,我就自己策划的首例收购案征求他的意见。由于我的自负淹没了我的理智,我居然同意以个人名义为一张我们签发给这起收购案卖方的票据作担保。惠特曼劝我放弃这项担保,或者说放弃这宗交易,并且对我说,如果我不听他的,以后就别再找他。幸好,我采纳了他的建议。我一直把这件事当作已成为其投资特点的实用观的典型事例来追忆。

最近,惠特曼在金融方面的才智和对市场的感悟力,在发行7亿美元零息票、无应计利息可转换债券的业务中发挥了不可估量的重要作用。他建议我们即使不需要,纳伯斯公司也应该利用这笔低成本资金。我们采纳了他的建议,从而获得了很大的资金灵活性。

那么,本书有哪些与众不同的特点呢?有一点可以肯定,本书没有迎合传统的观念。例如,安全、低价的投资理念忽视了证券价格浮动和其他市场风险,只关注投资风险,有时会导致公司出错,或者错误地解释证券合约。同样,一味把“50种一流普通股”或100家组织精良的大公司的顶尖普通股作为高质量投资唯一来源的做法,现在已经过时。一般风险概念有益于分析的观点也同样遭到了唾弃。只要投资是在政局稳定、无街头暴力的情形下进行的,宏观数据,诸如有关股票市场平均指数、利率、国内生产总值和消费支出的预测数据,因其不相关性而被弃用。

不过,这并不是一本讲述作者认为不该做什么的书。本书的精髓在于介绍作者认为应该做的事,如“够好”原则鼓励投资者在不能获得理想回报的情况下应该满足于“够好”的回报。坚持长期投资的理念,也是基本的投资忠告。作者本人也赞同这个理念,并且鼓励不同年龄的投资者坚持这一理念。另一条关键的原则关系到对当今公司扩大披露的信息善加利用的

问题,密切关注公司公布的、能指导或影响投资决策的信息。当然,购买低价安全股的原则是本书的核心内容,也是每一个严肃的投资者应该奉行的投资理念。

那么,哪些人应该阅读本书呢?答案显然是任何希望采纳合理投资策略的人士,或者任何试图把某些有望带来长期价值的有用思想引入证券管理的人士。不过,本书对于任何经营企业或渴望经营企业的人士也具有同样重要的价值。在指导纳伯斯公司的经营哲学和帮助我们克服市场周期性并取得成功的原则中,有很多直接来自作者采取的个人策略。这方面的例子比比皆是。与本书的作者一样,我们也不注重宏观预测数据,拒绝过分拘泥于商品价格波动。当价格上涨时,我们赚到了令人难忘的收益;当价格下跌时,我们利用自己的流动资金大肆建仓,或者在条件有利的情况下实现有机成长。遵照本书作者“在需要之前就准备好资金来源”的忠告,我们同样深知资金来源对于公司采取什么样的成长方式的重要意义。简单地说,“借钱”和“花钱”不要安排在同一时间。

对于任何希望发展一种合理的长期成长策略的投资者来说,《攻守兼备——积极与保守的投资者》是一本必读的书籍,并且应该出现在每家企业阅览室的书架上。本书的作者善于用人人都能理解的语言来解释复杂的金融概念。通过本书,他们在华尔街与“小镇的主要街道”之间架起了一座桥梁。我想,您会觉得这是一座值得跨越的桥梁。

纳伯斯实业公司董事长

尤金·M. 伊森伯格(Eugene M. Isenberg)

2005年7月

序

致 谢

本书经历了一个漫长的酝酿过程。其间,我们得到了很多人的帮助,他们审读了本书的整部或部分手稿,并且提出了很多宝贵的建议。由于人数太多,恕不一一指名道谢。不过,我们在这里一并向他们——我们的家人、朋友、学生,华尔街的实务工作者,会计师,税务律师,证券律师,以及耶鲁大学和其他大学的学术界同仁——表示感谢。

本书的编辑艾伯特·厄斯金(Albert Erskine)和惠特曼股份有限公司(M. J. Whitman and Co. Inc.)行政副总裁玛丽琳·艾恩斯沃思(Marilyn Hainesworth)为本书的出版付出了辛勤的劳动,在我们撰写本书的过程中承担了很多杂事。

当然,文责由我们作者自负。

致
谢

拨动琴弦
唱一首经典
资本脉络
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



千百年后
人们依然会穿过泛黄的书架
取下
这些书简
就像我们今天，怀念
秦关汉月
大漠孤烟
.....

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任

丛树海

编委会执行主任

张 晖 林 军

编 委

黄 磊	袁 敏
韩贤旺	钱 慧
魏小君	王 波
曹翊君	田晓军
柳永明	周继忠
骆玉鼎	崔世春

策 划

黄 磊 钱 慧

目 录

总序	1
序	1
致谢	1
引言	1

第一篇 方法

第一章 概论	27
第二章 股票投资财务健全法	37

第二篇 基本面分析和技术分析的用途与不足

第三章 市场表现的意义	55
-------------------	----

第四章 现代资本理论..... 65

第五章 风险与不确定性 76

第三篇 披露与信息

第六章 请关注规定文件 89

第七章 财务会计 101

第八章 公认会计准则 120

第四篇 金融与投资环境

第九章 合法避税、他人资金、会计扭曲因素和超额收益 137

第十章 证券分析与证券市场 149

第十一章 金融与企业 161

第五篇 证券分析工具

第十二章 资产净值 171

第十三章 收益 187

第十四章 现金股利在证券分析和资产组合管理中的作用 ... 195

资本

经典译丛



TheWorld
Classics
of Investment

第十五章 主要从公司角度考察的分红	208
第十六章 亏损与亏损公司	218
第十七章 资产转换投资简要入门:事前套利与事后套利	223

第六篇 附录——案例研究

附录 I 与 II 的引言	235
附录 I 让控股股东受益的创造性融资——谢尔菲公司	238
附录 II 适用于公司接管的创造性融资 ——李斯科数据处理公司	271
附录 III 证券交易委员会规定的公司文件指南 ——有哪些文件,它们会告诉您什么	288
附录 IV 财务健全法所利用的变量举例——赞成与反对	302



引 言

自本书于1979年首版以来,市场发生了巨大的变化。该书的基本命题——强调财务健全——至少在今天仍像当时那样有效,而且经过后续补充,现在甚至可能变得更加有效。此外,在我们看来,自1979年以来,信息披露方面的变革使得勤奋的投资者比在20世纪70年代末更容易成为成功的积极与保守的投资者。

这次再版,我们进行了以下六方面的修订:(1)修改术语;(2)增加业绩数据;(3)讨论信息披露迅速发展的问题;(4)阐述我们业已改变的观念;(5)阐述业已改变的环境;(6)探讨棘手的监管问题。

修改术语

在《攻守兼备——积极与保守的投资者》(第一版)中,我们把我们的策略命名为“财务健全策略”。现在,我们想称它为“安全低价策略”(这个名称听起来比较实在,并且更加直截了当)。

为使普通股成为更具吸引力的投资品种,《攻守兼备——积极与保守的投资者》总结了以下四个基本特点:(1)相关公司的财务状况必须稳健。无论现有资产和约定付款是属于由财务报表附注披露的资产负债表内容,还是任何财务报表都根本没有披露的信息,对公司财务状况的评价不应该