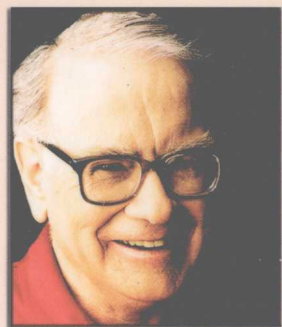


摩根银行2001年十佳商业读物



向格雷厄姆学思考

How To Think Like Benjamin Graham

向巴菲特学投资

Invest Like Warren Buffett

● 利润和现金流决定了企业价值的大小……这是整个投资链条中重要的一环。

—— 约翰·伯格，美国先锋集团创始人

[美] 劳伦斯·A·克尼厄姆 / 著
王庆 徐隽 / 译

124.8

1

国财经出版社
Education

F837.124.8

K670.1

F837.124.8

K670.1

向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

[美] 克尼厄姆 / 著

王庆徐 隽 / 译

How to think Like
Benjamin Graham and
invest Like Warren
Buffett

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

向格雷厄姆学思考,向巴菲特学投资/(美)克尼厄姆著;王庆、徐隽译. —2版.
—北京:中国财政经济出版社,2005.1

书名原文:How to think Like Benjamin Graham and invest Like Warren Buffett
ISBN 7-5005-7738-9

I. 向... II. ①克... ②王... III. 投资-研究 IV. F837.124.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第119600号

著作权合同登记号:图字01-2001-3073号

by L. Cunningham

How to think Like Benjamin Graham and invest Like Warren Buffett

ISBN 0-07-1369929

Copyright © 2001 by McGraw-Hill Companies, Inc.

Original language published by McGraw-Hill, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by China Financial & Economic Publishing House under the authorization by McGraw-Hill Education (Asia) Co., within the territory of the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan. Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书中文简体字翻译版由美国麦格劳-希尔教育出版(亚洲)公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内(不包括香港、澳门特别行政区及台湾)独家出版发行。未经许可之出口,视为违反著作权法,将受法律之制裁。

未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签,无标签者不得销售。

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: webmaster@ewinbook.com

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码:100036

发行电话:010-88191017

三河市世纪兴源印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×1092毫米 16开 18.5印张 250千字

2005年1月第2版 2007年1月北京第6次印刷

定价:39.80元

ISBN 7-5005-7738-9/F·6790

(图书出现印装问题,本社负责调换)

序：我们的游艇在哪儿？

张志雄

< 1 >

顾名思义，《向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资》（以下简称《学思考 学投资》）是一本有关格雷厄姆和巴菲特投资理论与原则的导读。但与一般的导读不同，作者没有亦步亦趋地简单介绍，而是将自己的研究心得和大量的当代投资观点和实例融入此书，颇有些“六经注我”的意味。

不管反对还是赞同，大多数金融财务投资书籍首先都得对有效市场理论表态，因为它是当代投资市场的显学，并被人称之为引发了一场当代的“投资革命”。《学思考 学投资》也不例外，它用了不少的篇幅论证有效市场理论在多大程度上是有效的，并为贯穿全书的主线——提倡投资的商业分析思想而反对市场分析思想——提供基础。

有效市场理论说复杂可以很复杂，说简单也很简单。简单地说，有效市场理论认为有关市场的一切信息已都反映在股价上，因此市场是完美的，投资人不可能持续地获得超过市场平均利润的业绩，不可能持续地战胜市场。说到这里，忽然想起一个有点插科打诨的例子：一个信奉有效市场理论的教授和他的学生走在校园中，发现地上有一张百元大钞，学生想去拣起来，但被教授阻止。因为如果它是真钞，早被人拣走了，轮不到便宜你。

比喻是生动的，但也会造成争议。因为这个例子会勾起我们这些都曾“拾金不昧”过的少年记忆，凭什么不是我第一个发现人家刚丢的钱呢？有效市场理论问世后确实造成了很大的轰动和“误会”，传统的投资经理和顾问发现这威胁了他们的生存，更别提抹杀了他们的成就感。倡导该理

论的经济学大师萨缪尔森就直言这些职业投资人和基金经理应该改行，成为水电工、希腊文教授或实业公司管理人，这样会为国民生产总值做些贡献，“如果没人推一把，很少人会甘心跳楼自杀”。

遭众人质疑的结果是，有效市场理论做出了修正，根据不同的市场，分成弱式、半强式和强式。即便如此，该理论对传统的投资理念杀伤力仍是不小。比如弱式理论强调的是不能根据过去的价格信息历史来判断今后的股价走势，很明显，这至少是对流行的技术图形派的轻视。如果没有了这个根基，技术派还谈什么头肩顶数什么波浪。

半强式有效市场理论则强调影响公司基本面因素的股利分红等信息也早已在股价上做出了反映。这一判断又使那些行业公司分析员失业。至于强式，也就是完美的有效市场理论，论证几乎所有的基金经理人和投资顾问只不过是金融市场的寄生者。因为他们只靠顾问费、管理费、手续费过活，而不是凭投资能力。

那么为什么如此毁灭性的革命理论会被投资业内人士接受，并在当代市场大行其道呢？

首先，这个理论修正者暗含的思路是辩证的，也就是说看似消极的实际上是“积极”的。因为如果市场要有效，就需要无数投资人积极地获取信息，让市场价格充分反映这种状况，然后才能有效。有人说这是狗咬尾巴的套套逻辑，但它有解释这么多贪婪和理智的投资人整天忙忙碌碌存在的道理，也就够了。

其次，市场的不可战胜无疑释放了大多数投资业内人士的压力。人的天性取向与怠惰，如果没有压力又能赚大钱，那何乐而不为？有效市场理论的出现让投资机构管理人找到了“科学”根据。他们的专业不是在于为投资者获取最大的回报，因为市场本身就是最大的回报者；他们的专业在于模拟市场，比如设立一个指数基金，被动地投资，这样他们不必研究宏观面、技术面、基本面，也不必去公司和行业调研，照样高枕无忧。

第三，有效市场理论相对应的是当代投资组合资本定价模型，它为大量的交易提供了数量化的基础。当代市场的基金和投资机构呈几何爆炸式的成长，使得原来传统投资组合无法应付。传统的投资组合规模比较小，且是手工作坊式的量身定做，比如为老年人设计股利型的公司保守组合，

为还想继续富裕的中年人设计激进的成长组合，还有根据人口统计数据设计的新兴行业的组合，等等。但若管理庞大的资金，且种类繁多，靠人力就难以作为了。如果能用高速运转的电脑数量化设计和操作，且有相对固定的理论模式，投资组合可以变化无穷。

我之所以如此絮叨，相信稍稍了解中国股市的人都会明白，这是我们很快面临的大趋势。

< 2 >

《学思考 学投资》当然也对有效市场理论作了充分的评价，我这儿不再赘述，只结合当今中国股市已有实践和可能出现的问题，做出一些探讨。

第一，我们没必要拘泥有效市场理论在多大程度上是“有效”的，你可以完全赞同本书作者克尼厄姆认为 1/5 的市场是无效的观点，也可以自认为市场 1/4 是无效的，关键是市场确实存在无效的地方。这似乎有点陶渊明先生“不求甚解”的意味，但我个人认为，有效市场理论体系与黑格尔的哲学体系一样，很有魅力，却像迷宫，看似开放实际是封闭的。比如，你质疑它的假设条件，它说理论只要解释力就够了；你质疑它的解释力，它可以不断进行分类修正。它完全可以说在不断的修正中完善自身，而且诸如此类的修正也似乎很有趣也值得探索。总之，它总能自圆其说。

所以，去证明市场有效的程度对拓展经济学疆域的人士而言，可能是值得鼓励的，但对一些市场的实践者来说，还不如看看市场的部分无效能给我们什么投资机会（其实，在格雷厄姆 20 世纪 60 年代的《证券分析》修订版中，至少也暗示了有效市场的部分存在，但这不是重点）。说得直接点，也正是市场部分无效，我们才能通过价格与价值的背离，获得获利机会。如果市场是彻底无序无效的，大部分人连后知后觉都不会，凭什么说价值回归呢？市场部分的无效只不过表明价格是无法迅速甚至很长一段时间内无法“正常”罢了。

第二，有效市场理论和现代投资组合和资本定价模型不仅强调了控制风险的重要性，也提醒了人们如何正确看待“运气”和“机会”的关系。也就是说，当你获得了超额利润或暴利后，要想想这是运气还是把握“机

会”的能力所赐。一般而言，包括商业在内的任何成功，运气必不可少，问题是运气的成分占了多少。如果你不能正确地评估，把运气都视为自己能力的体现，那么你一定要在今后有坎坷，如果不是沉沦的话。而据我观察，在市场上这类例子比比皆是。永远记住，天下没有免费的午餐，吃了一顿免费的午餐，只是运气。你若推而广之，有一天只能做饭店服务员或乞丐。

第三，有效市场理论很容易导致相对主义式的主观论。因为任何价格都是合理的，只要你有足够的分散组合能力和合理的风险与报酬目标，就可以入市。从小处而言，在十分重要的夏普资产定价模型中，只代表了市场的波动程度和风险，而我赞同格雷厄姆的观点，市场波动幅度只是股票价格风险的外在表象，它对短线客有用，却无助于说明背后的公司真正风险。如果你要评估公司的长期价值， β 值的作用很小。

从大处而言，现代投资组合理论虽然强调了系统风险和非系统风险，但它却消极地回避了系统风险。举一个例子，如果你购买一个楼房，物业管理公司告诉你它可以负责房屋的修缮和娱乐设施等，却无法对放火乃至偷盗负责，你会怎么想。我想你会惶恐不安吧。

同样，系统风险难以预防，却必须预防。我们不能推托大势是无法预测的，就可以推脱责任。大家都知道，市场真正可怕的是周期性的熊市和大的股灾，因为它让你过去所有的成绩化为乌有，甚至巨亏。在牛市或多头市场中，你委托不委托管理顾问，财富的变化充其量是多一点少一点，而在牛熊转折时期，却是质变。

这种说法可能太苛刻了点，但当代投资理论和技术确实有将市场波动视为证券投资惟一所在的嫌疑。正如前述，当代投资革命从过去“买入持有”的一个极端走向了另一个极端，就是鼓励过度交易。大交易量、高换手率让人们感到管理公司“物有所值”，因为他们很勤奋啊。殊不知，它也制造了诸多的假相。上个世纪早期出过一本《客户的游艇在哪儿》的小册子，值得一读。当客户望着停泊在曼哈顿港湾的经纪人游艇时，无比羡慕。继后茫然自问：“我的游艇在哪儿？”

第四，有效市场理论真正在世界金融市场受推崇是在 20 世纪 70 年代初的美国熊市之中，市场“无厘头”式地跌落，让传统的投资理念和模式

受到了剧烈冲击，使用现代组合投资理论来控制风险成为当务之急。目前中国股市的巨挫和混乱，在资产委托管理方面也引发了集中投资与分散投资的讨论，并有向分散投资组合模式转移的趋势。从赢利的角度而言，集中投资是比较快速而有效的途径，可是也有巨大的风险，尤其是在空头市场中。中国股市的资金大多采用集中投资，而且大资金喜欢采取坐庄的方式。关于坐庄的模式，大家都谈得很多。我也撰文讨论过，应该说它是集中投资的一种极端化方式，如果不是说畸形的话。而这种极端化方式的典型便是长庄，高度锁定股票筹码，持有时间长。现在大家都感到“流动性”问题了，也就是说长庄变现困难，而且一旦想变现，成本极高。

但这仅是通过市场价格波动表现出来的一个方面。长庄之所以表现得如此自信，至少还有两个投资理论基础。一是成长理论，那就是如果中国的经济持续成长，那么成长行业的优秀公司，股价虽然有些高，但随着宏观经济、行业、公司的成长，股价仍会不断攀升。事实上，关于此类理念，在世界股市中一直循环往复，历史上比较典型的三个阶段就是美国的20世纪20年代、60年代和90年代市场，它最终结果无不以股市的萧条告终。成长理论与任何投资理论都有其正确的一面，但过犹不及。过分强调成长性的一个致命的结果是，公司在整个行业乃至宏观经济体中不可能持续保持高速增长，它们很快就会碰到自己的极限。正如格雷厄姆所言，预测公司业绩最容易犯的误差是将它视为是线形上升的，过去的成绩并不代表未来也是如此。这本是常识，但人们往往由于贪婪或各种各样的错觉，会相信过去就是今天和明天。一旦这种预期破灭，市场突然清醒，就会走向事物的反面。

第二点就是对巴菲特理论的误读。庄家吕梁曾在媒体宣扬要将中科打造成巴菲特式的投资公司，但他却不求甚解到无知的地步。关于这点，下面再深入探讨。

所以，从过度的集中投资到适度的分散组合，当然是应当的。但痛定思痛后，我们仍应反省的是，仅仅是市场投资策略出了毛病？

< 3 >

除了模拟市场指数化式的被动投资外，任何带有主动投资特点的机构

或个人仍应记住投资的商业分析思想要比市场分析来得重要，我对本书作者克尼厄姆投资理念的总结是非常赞成的。

当然，我对克尼厄姆的观点稍稍作了修正，格雷厄姆和巴菲特师徒并没有“反对市场分析”，而是如何对市场正确分析。他们对市场分析有着丰富的理解力。格雷厄姆最常为人引用的两个比喻是，市场从长期而言是“称重器”，短期而言是“投票机”。另一个比喻更为有名，那就是“市场先生”。在格雷厄姆眼里，“市场先生”是个喜怒无常、浑浑噩噩的人，它每天要出个不知所云的价格，你同意了，他就成交，视心理情绪及各种意外的“噪声”影响而定。很明显，格雷厄姆对完美的有效市场是不以为然的。

格雷厄姆对市场的进一步认识是来自于对“投资与投机的区别”。我建议不管是对投资与投机区别抱着赞同还是反对的人，都应该认真阅读一下他的巨著《证券分析》，因为我们惯常的认识未必是对的，而格雷厄姆针对几种常见的区别都提出了自己的看法。比如报章上一提到投机就是短期的，投资就是长期的，这在通常情况下是如此，但它不构成投机与投资的本质区别。我曾举过这样一个例子，你买了一只股票，认为它严重低估，但不想一个月后，股价暴涨两倍，又严重高估了。这时，按格雷厄姆的看法，你获利了结了，才是正确的投资观。如果你认为它涨了还会再涨，这明显是趋势投机了。

更深层次而言，格雷厄姆对分不清投资与投机本质区别的所谓的“长期投资”至少是颇有微辞的，他曾著文指出1924年美国史密斯的《作为长期投资的普通股》一书终结了传统的谨慎的投资时代，为随之而来的大牛市做了理论准备，同时开启了1929年股市大崩溃的大门。因为史密斯总结了股票投资作为一个整体，在此之前的半个世纪中已被证明是远优于债券的购买对象，这也就意味着，只要长期持有股票，你可以稳赚大钱。

但是，这一看来是真历史结论，却隐藏了不少陷阱。因为它无疑告诉大家，不管股价有多高，长期而言总是赚钱。可是，我们想没想过，长期是个模糊概念，它没有指明具体的时段。如果你从1929年的道·琼斯指数高点买入股票，要到20世纪50年代才解套。这仅是从指数而言，你持有的股票对应的公司还是个未知数。因为即使构成道·琼斯指数的公

司，也不断在变化更新。而在1990年买入日经指数高点的投资者，10年过去了，还不知长期投资到哪一天。

这是比较极端的例子。但从一般的市场周期而言，你在牛市的高点买入股票，然后总算度过了公司可能被下市清算的风险后，几年过后，只落得个勉强解套的下场，你认为这是投资吗？一个正常人会问，为什么我就不能够在公司股票价值被低估时去买呢？为什么长期的等待不能换来丰厚的投资收益呢？

对这个问题的解答通常有两种答案，一是包括有效市场理论信奉者在内的人认为，因为我们不能预测未来，所以我们只能分散投资来抵御非系统风险，至于整个市场的系统风险就不可知了。我们早说过没法战胜市场。另一种答案是图形技术学派，他告诉你我只要敲一敲电脑，便知何时是顶何时是底。你照我的做，没错。

格雷厄姆对这两种答案都不满意。他认为虽然未来确实带有极大的不确定，但我们可以通过分析公司的内在价值找到低估的股票，如果给予恰当的分散投资组合，就能最终赢得市场的胜利。如果我们更谨慎，可以利用市场的不理性，在人气极度低迷的时候，找到比公司清算价值低的股票价格去投资。而对图形技术学派，格雷厄姆把它归类为趋势投机，认为是“时代的灾难”，它只会助长市场走向泡沫化。

那么格雷厄姆心中的投机与投资的区别究竟是什么呢？他在《证券分析》的第四章中定义道：“投资是根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作是投机”。

这里最值得注意的便是“详尽的分析”，它主要指的是公司价值分析，或按克尼厄姆的说法，是“投资的商业分析”。

< 4 >

《学思考 学投资》认为投资的商业分析方法包括三个方面的内容，即财务、会计和管理，这是很有见地的。其实我们在上述相当篇幅都在谈论作为管理资金和其他资产学问的“财务”。而格雷厄姆和巴菲特对有效市场理论最不以为然的，就是抹杀价值与价格的区别，而强调两者的区别也正是格雷厄姆财务学的基石。

至于如何确认价值的含义和对价值的衡量构成了第二部分会计分析的内容。包括《学思考 学投资》在内的各种公司价值衡量都有固定的公式和指标，将数据套入及理解这些指标的含义也没有多少歧义。一个智商正常的人，最多一个月就可以基本掌握。

可惜的是，作为企业语言的会计学，赋予了企业管理者对具体会计准则的自由决定权。而我们都知自由是件很好的东西，但一旦滥用，危害也极大。

由于2001年中国股市的上市公司业绩和财务数据的虚假性被频频曝光，银广夏、郑百文、麦科特、东方电子、亿安科技、三九医药、美尔雅等作假违规公司的事例让人们再次体认到会计欺诈这一古老手法的危害性。

如果把时钟往后拨个百年，那么美国股市亦是如此。在那个年代，一张薄纸几行数据就是年报，而且这已是信息披露的模范公司了。当时的问题股称之为“掺水股”，极为普遍。到了格雷厄姆出道的20世纪20年代，美国公司的会计欺诈依然十分严重，而且“业内人士”置若罔闻。格雷厄姆曾调研到一家上市公司存在恶劣欺诈问题，并将结果告诉了同事。没想同事恶狠狠地警告他：“你这样会毁了这个行业。”

当然，真正毁了这个行业的是1929年的大股灾，格雷厄姆虽在此前做了大量的分散投资，却仍逃不过此劫。劫后余生的他在其后的《证券分析》等著作中，对假冒伪劣的诸多手法作了仔细剖析。

在这方面，《学思考 学投资》的作者克尼厄姆看来深得大师真传，特辟“数据的制造”一章，对当代的会计欺诈案例作了大量的分析，而这在类似的价值分析书籍中是很少见的。

美国虽然在1929年的大股灾之后，对各种证券欺诈进行了严厉的监管，并制定了各种章程和法律文件。但正如一些负面的古老行业一样，包括会计在内的欺诈迎合了人性的弱点的需求，照样大行其道，只不过显得更为“文明”和“艺术”。更让人感叹的是，绝大多数当代会计欺诈案例的一个共同点还是给利润注水，与当年的“掺水股”无异。

在分析层出不穷的造假案例时，克尼厄姆深有体会地指出，“这些常受批评的处理技术方法并不总是不道德的，也并不必然违反一般会计准

则。然而，它们会经常地影响财务报告的真实性。更糟糕的是，如果公司采用一种宽容的态度允许这种攻击性操作行为的存在，那么会带来财务报告等级下降的危险，即开始极微小的虚假行为，最后可能演变成为一场灾难性的财务欺诈。”

更让人束手无策的是，许多造假行为是一个系统的工程，并不容易被发现。巴菲特就警告过：“被偷走大量数额的钢笔，要比被偷走少量枪支安全得多。”所谓神不知鬼不觉也。

< 5 >

这些问题最终要诉诸管理人员尤其是公司领导者的诚信了。

它当然是包括在企业价值分析的第三个内容管理方面。而关于管理，涉及的又是一个专门的学科。管理学与股东利益相关的，除了公司的正常体质外，还有就是诸如上市公司治理结构等方方面面的制度建设。不过，你只要认真思索又对企业有一定的经验，就会发现企业的管理者是最重要的。如果企业管理者心术不正，那么再多的内外制度也是白搭。也就是说公司高层管理者的态度性格，是决定企业是否诚信受人尊敬的重要标准。

可是，如果说我们不鼓励会计语言是一种艺术，那么评判公司管理人员可真是艺术，或者说是直觉。我采访过不少上市公司的领导者，也有判断大失水准的地方。我反复总结经验教训，大概有这么几条：第一，企业的领导人的气质偏向“生意人”要比“政治家”好，其中的理由很多，我现在却不想展开。第二，那些在“大跃进”等假大空运动中表现最为显眼的地域的公司，出毛病概率较大。第三，领导人在描述自己企业未来时，超越了市场经济规律的天马行空，是企业以后可能坎坷的重要信号。

关于最后一点，只要你具备足够的知识和常识，判断起来倒不必有太多的直觉。我们都喜欢谈中国的国情，不过，中国最大的国情就是处于市场经济的初级阶段，企业整体而言也无法逾越这个阶段。惊人的奇迹可能会有，但我建议投资者从谨慎乐观的角度，不要相信你会和创造奇迹的公司领导人很容易有缘。这正如你未来的女婿和你大谈想成为盖茨或李嘉诚，姑且听之比较好（当然你的儿子又另当别论，至少心理上有满足感。而女婿则容易赔了夫人又折兵）。比如中国股市中经常冒出整合行业甚至

几个行业所谓的企业家言论，一看就是要学金融寡头摩根，你能相信吗？

让人哭笑不得的是，取法巴菲特的庄家吕梁几乎囊括了上述所有的怀疑经验。第一，想做政治家，大谈做股票讲政治，要“做多中国”；第二，作为一个不成功的艺术工作者，将假大空的伪艺术用于商业运作；第三，超越了中国的企业现实，不清楚和巴菲特控制选择的企业目标是两码事。

关于巴菲特如何选择企业，是一个很大的题目，这里不可能展开。我只转引《学思考 学投资》中巴菲特的一段话：“一个好的管理记录（以经济收益来衡量）更多的是源自于你所登上企业那艘船的功能如何，而不仅是你的船划得如何出色（以智力和努力在对企业选择作出判断。尽管这也有一定作用）。”

即使在毁誉参半的20世纪80年代华尔街敌意购并浪潮中，购并者的目标物的基本素质是相当不错的，有的是百年老店，它们缺乏进取动力；有的是家族公司，领导人已厌倦商场忙碌，自己又缺乏合适的继承人，所以想出手；或者是企业的财务政策过于保守等等。而绝大多数中国企业需要一代甚至两代人的努力，才能达到美国企业目标物的水平。如果用美国购并者的期望和方法，并让中国企业也有类似的效果，那么最后的失败不可避免。我们相信不管中外，企业领导者并不是每个人下车伊始就准备欺诈的，而是能力与向公众期许的目标太远，才萌生不诚信念头的。也就是说，如果充分考虑自己的能力，不承受自己无法抵御的压力，不诚信的程度要减轻许多。

同样，一些人在目前的深沪股市鼓吹“蓝筹股”“新蓝筹股”“蓝筹股指数”的依据是不足的。《学思考 学投资》将美国的企业分为三类，经典企业、业绩卓越企业和新兴企业。

经典企业是那些建立了很长时间，走过了许多商业周期循环、经历了经济衰退考验、具备良好企业组织架构、拥有强有力的全球化产品和市场位置的企业，如通用电气、可口可乐和迪斯尼公司等。

业绩卓越企业是已存续一段时间，但发展历史仍相对较短的企业，它在一些新兴领域和行业内快速发展，如思科、英特尔和微软。

新兴企业则是企业品牌是新创立的，甚至所从事的行业也是新兴的，这类企业根本没有任何历史记录可以追踪，如网络中的“雅虎”和“美国

在线”。

严格来说，成功的经典企业才是蓝筹股，有代表性的业绩卓越企业也可以是新蓝筹。而中国内地到目前为止，是没有经典企业的，我们不能回避历史，因为在20年前，中国内地的所有生产单位不是真正企业，所以谈不上“经典”。

比较有歧义的是“业绩卓越企业”，笼而统之，我们会承认也许中国的内地股市有这么一类企业，但具体到个别公司，谁都没把握。

唯其如此，如果我们抱着谨慎的态度评估公司，那么把中国内地的上市公司归为新兴企业是比较妥当的。我们确实有不少老国企，但它们要艰难地与政府行为告别，要与市场结缘，要建立符合市场经济的企业组织，它们所要面对的问题并不比刚发展建立的企业少。同样，我们对“海归”的中国“红筹股”等国企资源垄断型公司也应有一定的谨慎态度，虽然它们确实最有希望成为中国的“蓝筹股”，而且像中移动、中联通已成为恒生指数的成分股。像这类企业中的代表，凭借着垄断或半垄断的优秀资源，相对于其他国内企业，目前可以说是“业绩卓越企业”，但肯定不属于经典企业。因为它们从庞大的政府单位切割出来也只是20世纪90年代后期的事情。也正因为如此，我们只能说这位未来的可能女婿继承了一笔殷实的家产，但如何合理理财，并将它们发扬光大，至少还可以观察个10年。也就是说，这类企业需要在相对持续的真正的市场竞争环境中证明自己的业绩卓著。

< 6 >

从格雷厄姆和巴菲特的价值投资的财务、会计与管理三方面的内容而言，它们确实没有有效市场理论衍生出来的许多当代投资理论那么系统化或体系化。所以不少人认为价值投资只是一种方法而不是一种理论。

问题是，投资学能不能与自然科学相比拟，有它的公理或定律，构成一种“社会科学”理论？有效市场理论是试图这么做的，比如著名的MM定律和金融工程之类的名称术语，而且这些理论的开拓者和后继者都是数学、物理等自然科学的爱好者或专家。

在这个问题上，另一位很有争议的投资家索罗斯因吃透了波普尔的科

学哲学的要义，对自然科学和投资学的区别很清晰。索罗斯有一本名作称之为《金融炼金术》，一个未对自然科学发展史有研究的人，可能会认为他在标榜阿里巴巴的芝麻开门式的神秘主义。事实上，索罗斯对“金融炼金术”有明确的定义，它是指“前科学”的状态。也就是说，在近代自然科学兴起的前一阶段的“科学”探索，比如炼金术是开启化学这门科学的前驱，但“炼金术”不是科学。

与化学这类炼金术不同的一点是，金融投资学的未来走向不是彻底的科学化，而是一种哲学和智慧。有效市场理论一如泰勒式的科学管理，它们都为各自的学科引入了十分模式化的量化实践，功不可没。可是当代投资理论家与格雷厄姆、巴菲特等人虽然都对不确定性这一困扰金融市场的核心问题着迷，但前者却希图一劳永逸的消除不确定性，这种姿态确实迎合了绝大多数人的心理状态，因此获得了很大成功，可也为1987年的投资组合保险与1998年的长期资本管理公司的失败“奠定了基础”。

格雷厄姆和巴菲特等人没有宣称能通过某种方法来为不确定性“保险”，恰恰相反，他们认为投资成功的要诀在于利用不确定性。对价值投资而言，价值和价格经常是脱节的，我们能够通过投资价值低估的股票获利；对索罗斯的对冲基金而言，全球资本主义的理想与现实世界经济也是脱节的，我们可以通过利用各个市场板块的缝隙和不协调来获利；还有对市场大趋势转换敏感的投资家兼经济学家凯恩斯，利用牛熊市不同的心理和操作思维来获利……

在积极的利用市场不确定性的同时，他们也对包括自己在内的人类思维的极限抱有相当的警惕。因为他们不约而同地发现了市场不时出现的非理性一面，正如当代混沌学指出的“亚瑟效应”和“挪亚效应”。前一个效应是指丰年七年灾年七年的市场周期性，后一个效应是指市场突发性的崩盘和大灾难。这两个出自于《圣经》的人类智慧总结恰恰是希望市场均衡的当代投资理论家不愿或不想学习的。

我再次提醒对价值有兴趣的人们注意，格雷厄姆不是不注意市场的分析，而是希望大家不要沉迷于市场，最后不能自拔。格雷厄姆是经历过1929年股灾的人，在他的许多文章中都详细分析了市场和个股的波动特征，绝非仅是个公司财务专家而已。只是，作为精通希腊神话的格雷厄

姆，不会不想到《奥德塞》中的那个有着魂牵梦绕歌声的海中女妖塞壬，她的歌声一如市场的价格波动，让英雄迷失了回家的路。

格雷厄姆认为，避免撩人的歌声的最好办法不是在耳中装塞子，而是一心一意地往灯塔游去。在股市中这个灯塔就是投资价值分析。

< 7 >

既然成功的投资是一种智慧，这就得主要依靠自己。中国的投资者被各种证券欺诈不诚信和各种以其昭昭使人昏昏的权威、顾问所困扰。我们认为，随着市场环境的不断严格，市场的监管者处于自保或各种压力当中，会在一定程度上有所作为；而欺诈者因得意忘形从欺骗他人演化为自欺，相当一部分也会在中迷失和毁灭。可是，如果认为这个市场环境会有彻底改善，而且进一步认为市场诚信和理性是唾手可得，那只不过是美好的愿望罢了。

我们认为人性是无法改变的，虽然对人性的表述与时俱进。说得乐观些，在我们的一生中，是看不到显露人性方方面面并由此构成的金融市场本质会有多大变化的。同样，我们也经常将市场的缺陷弊端归咎于各种制度安排，比如国家股和法人股不能流通。是的，制度安排很重要，可是解决了它，我们市场的问题就不存在了？说得大些远些，100多年来，我们的各种仁人志士大多认为是制度让中国落后，并找到了目标，但目标实现了，制度更改了，可还是需要不断的革命和改革。归咎于制度，不管是市场问题，还是别的，它只是让人对自己的作为无需负责而已。

不过，不管归咎于什么，世界上的哪个股市都会越来越不确定性，波动也会加大。按价值投资解释，是因为最终导致市场变化的上市公司处于一个剧烈动荡的世界，全球化或地缘市场的结盟与对抗都使得影响企业的因素复杂化多样化。而且企业作为20世纪最成功发展的组织将在21世纪受到各种意识形态目标不同的新兴组织的挑战，以利润最大化为目标的西方企业早已在社区责任自然环境等压力下做出修正妥协。

我们中国投资者有权也有必要要求政府、监管部门、司法部门对市场种种违法违规行为采取行动，但后者不可能也没必要对上市公司业绩和市场的确定性负责，对各类商家的不诚信负责。换句话说，政府及公共部

门的作用很重要，但范围很有限。

我们经常会发现一个奇妙的悖论，那就是一方面我们斥责中国股市是个“政策市”，朝令夕改让市场随之大幅波动；另一方面，我们又对政府和政策有着很强的依赖感。比较典型的论调是，政府有关方面要投资者长期投资，可上市公司一年一个样，三年大变样，越变越糟，我们只能短期投机了。其实，监管部门有教育投资者注意风险和各种市场规则的责任，可没有教会你投资成功的义务，即使让它做也做不到。恰恰相反，我们要时刻提醒督促政府改进上市公司质量这把双刃剑。因为我们经常提及的上市公司“变脸”，不是质量问题，而是上市公司包装掺水利润欺诈的结果。上市公司的质量提高只能有待于中国整体经济和企业本身的成长和努力。如果我们营造政府有必要改善上市公司质量的氛围，只会纵容各地政府和国家各部委资产重组的“积极性”，注入大量“油水”，最后水留在“壳”里，油流了回去。

也许我们最终会发现，无论市场改进得多么完美，还是上市公司的诚信度大大改善，要正确投资发现价值都是件极困难的事。如果我们继续沿用投资一家上市公司就好比选女婿的比喻，那么，好在每个人的女儿都不多，而且女儿的年龄不同，让你可以有时间和精力去挑选。只要你不是孤儿院院长（比如投资基金和顾问公司），就没必要为这么多的干女婿去设立过度分散的投资组合。

股市上没有救世主，我们自己投资理财亦好，托付给别人亦好，最后还是取决于我们自己的判断力，这需要苦乐参半的努力。否则，港湾上停靠的游艇永远是别人的。

二〇〇一年十月二日于浦东花木