



科文图书

MASTERING INVESTMENT

精通投资

全球投资前沿问题

在最广泛的商业话题上浓缩了最闪亮的商业思想

为职业投资者提供能用在刀刃上的思想精髓

宾夕法尼亚大学沃顿商学院、芝加哥大学商学院、伦敦商学院和
哥伦比亚商学院的顶尖学者的联合奉献

[英] 詹姆斯·皮克福德 (James Pickford) 主编

中国劳动社会保障出版社

MASTERING INVESTMENT

精通投资

全球投资前沿问题

[英] 詹姆斯·皮克福德 (James Pickford) 主编

朱军生 主译

RAS23/08



中国劳动社会保障出版社

著作权合同登记号：图字 01-2004-0666 号

图书在版编目 (CIP) 数据

精通投资/(英)皮克福德(Pickford, J.)主编;朱军生主译. —北京:中国劳动社会保障出版社, 2004. 4

(科文工商管理经典文库·财务系列)

书名原文: Mastering Investment

ISBN 7-5045-4565-1

I. 精… II. ①皮… ②朱… III. 投资-文集 IV. F830.59-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 055245 号

Mastering Investment Edited by James Pickford

©Compilation: Pearson Education 2002

This translation of Mastering Investment, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

中文简体字版版权©2004 科文(香港)出版有限公司

中国劳动社会保障出版社出版

中国劳动社会保障出版社出版发行

(北京市惠新东街 1 号 邮政编码: 100029)

出版人: 张梦欣

*

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)

购书热线: 010-64203023

*

北京市朝阳区东方印刷厂印刷装订 新华书店经销

787 毫米×960 毫米 16 开本 22.5 印张 422 千字

2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月第 1 次印刷

定价: 68.00 元

读者服务部电话: 010-64929211 发行部电话: 010-64911190

出版社网址: <http://www.class.com.cn>

版权专有 侵权必究

举报电话: 010-64911344

■ 内容提要

《精通投资》是英国《金融时报》关于投资的原则和实务指南的精华。本书提供了《金融时报》和来自芝加哥大学商学院、哥伦比亚商学院、伦敦商学院及宾夕法尼亚大学沃顿商学院的世界顶尖学术权威对于投资问题的合作成果，涵盖了从金融市场、投资策略和估价到资产组合管理和全球化投资的方方面面。

本书分为 11 个部分：原理；评估与回报；交易与价格；资产配置；全球投资；对冲基金；风险；投资心理学；公司治理；早期阶段的投资；监管。其中介绍了世界金融中心如何利用不同的金融工具进行交易，并考察了当前市场交易机制方面的问题，另外还涵盖了对冲基金、证券发行和道德投资等焦点问题。贯穿全书的是作者们采用活生生的例子来阐述他们的论点，并在适当的地方从国际化的角度对问题进行分析。

本书并非为投资领域的初学者所写。它涉及的是职业投资，因此作者假定读者已具备基本的投资概念。在股东价值变得越来越重要的世界里，公司经理和职业投资家在读完本书后会发现受益匪浅，并将它当成案头必备工具书。

■ 译者序

翻译完《精通投资》后,我们感到十分欣慰。在看到英文版原书的那刻起,就有一种介绍它的冲动,虽然本书是由《金融时报》的一些已经发表的文章汇集而成,但其中的投资原理和理念读来引人入胜、发人深省,对指导人们的投资活动会产生经久不衰的影响。应该感谢能够有这次机会,把这本集当今世界顶级投资大师真知灼见的经典奉献给中国读者。

在中国面临 QFII 和 QDII 的投资大融合的今天,国家逐步开放各个投资渠道和市场,大力发展投资基金和机构投资者,不断创新金融衍生产品,迅速更新着我们的投资理念。《精通投资》让我们又一次站在巨人们的肩上,用全球性的眼光较完整地看到现代投资丰富多彩的内容。

可以说,《精通投资》是一部既有丰厚历史理论积累,又有鲜活时代气息的佳作,它收集了世界顶级商学院和投资行业的商业学术带头人的最佳文章,几乎包括现代投资研究与实践的各主要方面。通过它,我们看到 20 世纪以来国外投资者和理论探索者面临金融市场的不确定性表现出的理性的和多角度的深刻思考。作者们都属于这个领域的世界级专家或实践者,他们对投资大众也都抱有投资指导和理念更新的热切期望。文章虽读来深入浅出,却令人回味无穷,其中的许多观念对投资的实践活动极具启发性。了解这些知识,会使每一个投资理论研究者 and 实践者受益匪浅。

在翻译过程中,我得到了我的研究生们的大力协助,参加翻译的主要有:成盈纬、陆晔、陈宇、杭雷鸣、陈小云。索多奇、王誉彬、薛宜、陈昕也参与了大量资料查找和其他辅助工作。没有他们,翻译工作不会这样顺利。同时我也要感谢所有为此书出版而做出贡献的默默无闻的人们。

由于我们知识有限,虽极尽努力、精益求精,在翻译中也一定还难免有错误和不足,欢迎读者批评指正。本书适合于广大的投资者,但理论探索的意义也不容低估。如果这本书能够给你的投资收益带来新的增值,那将是我们最大的收获。

译 者

译者简介:

朱军生,上海交通大学工商管理系硕士生导师,现代企业管理研究中心副主任。他所涉及的研究领域包括现代公司理财和账务理论研究。

《精通投资》是英国《金融时报》关于投资的原则和实务指南的精华。它是《金融时报》和世界顶尖的学术权威在这一领域的合作成果。这一系列的文章最初刊载于《金融时报》国际版自2001年5月起的10期连载中,覆盖了这种复杂和微妙活动的所有方面,从金融市场、投资策略和估价,到资产组合管理和全球化投资。

《精通投资》的到来非常适时。20世纪90年代,在某些部门的投资——科技和网络公司、媒体和电信市场——将股票价格推到了一个史无前例的高位,形成了对“.com”公司的顶礼膜拜,它们中的多数是通过对首次公开发行(IPO)的过度认购和大量投资于没有或几乎没有财务记录的公司实现的。美国的投资者享受了历史上最长的牛市,甚至许多市场评论家曾预言说不会再有经济周期了。

这种预言是毫无根据的。2000年春季全球经济开始走向低迷,在写作此书时这一现象仍然在继续。技术、媒体和电信部门深受其害,而传统经济部门发现自己同样处于压力之下。

就在这样一个时期,《精通投资》代表了向理智的回归,提醒读者良性投资的基本原则。本书分为11个部分,与金融学科的核心主题相对应:原理;评估与回报;交易与价格;资产配置;全球投资;对冲基金;风险;投资心理学;公司治理;早期阶段的投资;监管。其中一部分内容涉及解释世界金融中心如何利用不同的金融工具进行交易,并考察了当前市场交易机制方面的问题;另一部分则覆盖了焦点问题,例如对冲基金、证券发行和道德投资。贯穿全书的是作者们采用活生生的例子来阐述他们的论点,并在适当的地方从国际化的角度对问题进行分析。

本书并非为投资领域的初学者而写。它涉及的是职业投资,因此作者们常常假定读者具有一些基本的概念,例如买卖差价或者收益曲线。然而读者会发现书中有不同的风格和写作层次,一些是技术性的,另一些是叙述性的或历史性的。在股东价值变得越来越重要的世界里,公司经理和职业投资家会发现本书有很多东西可以吸引他们,使他们受益匪浅。

这些文章主要是由来自于四所商学院的顶尖学者所写:芝加哥商学院研究生院、伦敦商学院、哥伦比亚商学院和宾夕法尼亚大学沃顿商学院。这

些以专家投资意见而著名的商学院,为本书的完成慷慨地贡献了时间和精力,在此表示衷心感谢。我们也依靠了在此领域的实践者的真知灼见,例如彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)、霍华德·戴维斯(Howard Davies)和凯维·阿拉姆提(Kaveh Alamouti)。他们也一起开展了关于投资的非常有价值的调研工作,并对基本原理、投资实务和独到的想法进行了整理。

詹姆斯·皮克福德(James Pickford)

《金融时报》精通系列丛书主编

目 录

序 言	I
-----------	---

1 原 理	1
--------------------	---

投资的核心	3
-------------	---

 彼得·L·伯恩斯坦

怎样建立股票指数	9
----------------	---

 保罗·马什

探寻各种风格的投资价值	18
-------------------	----

 埃尔罗伊·迪莫森 斯蒂芬·内格尔

市场与经济周期	25
---------------	----

 杰里米·西格尔

低回报掩盖了投资者获得的红利	31
----------------------	----

 罗杰·埃德勒恩

债券投资组合管理的原则	37
-------------------	----

 斯蒂芬·谢弗

公司债券和其他债务工具	43
-------------------	----

 斯蒂芬·谢弗

金融衍生产品的使用和滥用	47
--------------------	----

 克里斯托弗·卡尔普

不动产的过去和将来	53
-----------------	----

 理查德·格奥尔吉

2 评估与回报	59
估计预期收益的模型加权游戏	61
卢博斯·帕斯托尔	
来自投资组合理论的见解	68
拉曼·厄普尔	
评估旧公司和新公司	76
奥伦·菲尔斯特 内厄姆·梅卢迈德	
评估公司：仿真模拟、期权和合伙关系	83
奥伦·菲尔斯特 内厄姆·梅卢迈德	
无形资产：没见过但一定听到过	89
克里斯·希格森	
3 交易与价格	97
过去的、现在的以及未来的股票交易	99
劳伦斯·格洛斯特恩 查尔斯·M·琼斯	
投资收益中股票交易成本的作用	106
唐纳德·B·凯姆 安纳斯·迈德海温	
租用股票：如何卖掉你没有的东西	113
克里斯托弗·格治 戴维·马斯托 亚当·里德	
统一的限价订单系统：未来的希望还是灾难？	118
肯尼斯·卡维吉治	
4 资产配置	125
怎样组合资产才能满足需求	127
苏雷什·桑德里山	
资产配置和积极投资策略的重要性	134
克雷格·麦金利	

股票溢价之谜	140
劳伊尼什·梅赫拉	
为更多的收益而辛勤工作	146
约翰·希顿 德博拉·卢卡斯	
面对死亡时的投资	151
查尔斯·金德勒伯格	
投资组合生涯中的股票和债券	155
史蒂文·戴维斯 劳伊尼什·梅赫拉	

5 全球投资 161

国际多元化投资中的逻辑学	163
罗伯特·霍德里克	
用外汇投资股票	171
罗伯特·阿利伯	
透视多元化投资组合	177
伊恩·库珀	
保护投资者的改善措施	184
戴维·贝姆	

6 对冲基金 193

风险意识中的最优收益	195
卡维赫·艾拉姆提	
从灵活性中获得成功	200
马吉德·马塔斯博	
创造性基金显示出真正价值	206
维克斯·安格瓦 纳拉扬·奈克	

7 风 险 215

风险经营中的一种正式方法	217
--------------------	-----

克里斯托弗·卡尔普	
波动市场的多变本质	223
梅纳凯姆·布伦纳	
个人投资者拥有很多机会	230
格雷格·埃尔米格	
应用技术的模型	236
特里·马什 保罗·普弗雷德纳	

8 投资心理学

投资者应吸取的教训	245
尼古拉斯·巴伯里	
套利	251
弗朗西斯科·戈梅斯	
人性投资者的危险	256
西蒙·热尔韦 特伦斯·奥迪恩	
Palm 和 3Com 的奇异案例	260
欧文·拉蒙特	
市场分析的艺术和技巧	266
布鲁斯·凯米克	

9 公司治理

从欧洲的变化中寻找价值	273
罗里·奈特 德博拉·普雷蒂	
披露：尽管是内幕信息	278
尤恩·卡梅伦·瓦特	
社会道德心的底线	284
杰弗里·希尔	

10 早期阶段的投资 291

暴发与破产之后业务依旧 293

阿马·比哈德

投资于私募股票 300

安德鲁·梅特里克

解读股票上市日的回报率 308

肯特·沃马克

11 监 管 315

监管和资产管理 317

朱利安·弗兰克斯 路易斯·科雷拉·达希瓦 科林·梅尔

经理人为何坚持冒险 324

查尔斯·希梅尔博格 格伦·哈伯德

税收筹划的方法 330

特里·谢夫林

单一金融调节器的出现 337

霍华德·戴维斯

1

原 理

《精通投资》以讨论投资活动的核心特征开始：寻求预测未知的将来。金融世界的一切工具——股票、债券、金融衍生产品、指数和基金——都是投资者可以根据精确的预测而获利的不同途径。在这一部分，作者们讨论了一些主要种类的证券、指数的构建和经济周期的重要性。

投资的核心

这是一篇有深刻见解的文章，阐述了不确定性、风险和人类理性的偏差，并提醒我们注意在做出决策时慎重使用过去的数据。



彼得·L·伯恩斯坦
(Peter L. Bernstein)
是纽约一家咨询公司的
总裁，他们为机构
投资者出版新闻通
报。他曾编著《与众
神作对：风险的故事》。

不确定性创造了对市场来说十分重要并且必然受投资者欢迎的机会。彼得·伯恩斯坦提供了一些思考的必要资料。

好的投资的本质到底是什么？一个简洁的答案是你付钱，然后得到你选择的东西。正如本书中的文章所揭示的一样，今天的投资者们可以采用的投资工具、战略、目标和控制方法层出不穷，能够得到的来自专家的建议和忠告不可胜数，可以得到的统计资料也是不计其数。糟糕的是，这些东西很快就失效了：昨天的答案往往是明天的错误数据。通货膨胀的出现或者消退，经济增长或者衰退，政策在变化，新的投资工具不断产生，市场在演变，收益差距不断打破惯例，新的信息如同潮水一般涌来。

然而在此背景之下，依旧存在着投资的本质：未知的将来。如果我们拥有打开这个未知将来的钥匙，我们根本就不需要非常精巧的投资工具，我们也可以抛弃专家和所有的统计资料。一个工具和战略就足够了。但是我们没有这把钥匙。我们惟一能够看到的是非常短暂的未来的影子。

那些自认为可以辨别一切的人是在欺骗他们自己。投资中的意外是无可避免的，而不是反常的偶发事件。如果我们对前方的路总是看得非常清楚，那么我们可以非常容易地根据我们的所见调整自己的方向，这样明天的价格将会永远等于今天的价格。

但是,资本市场时常会遭遇意外。否则我们怎么解释变动性?仅仅过去 30 年的历史就可以非常有力地证明这一点。

未知的将来

然而,不确定性是敌人,但也可以成为朋友。只有存在不确定性的地方才存在机会。如果我们知道整个未来,那么收益将同烘焙蛋糕一样简单,决策也成了过时的艺术。

投资者在考虑以下问题上所花的时间太少,即从确定的假想未来和我们每天所面对的充满不确定因素的现实世界之间的区别中我们可以获得什么。如果我们有能力将明天的不确定性因素消除会出现什么情况?尽管没有人到过那种世界,我们仍然可以从现实世界中发现一个清楚而简单的答案。

在投资者头脑比较冷静的时候,投资者知道他们没有能力预知未来。然而,在处于极端恐慌或狂热的心理状态下时,他们对其预测变得非常大胆:他们的行为使人感觉好像不确定性已经消失了,结果是毫无疑问的一样。现实突然转变成了那个假想的未来,其中结果是已知的。这种情况是很少发生的,但他们也是难以让人忘记的:市场的大起大落就是由投资者的心理从怀疑到确定的转变形成的。

这种心理的转变正是市场大起大落的原因:在这种时候,对未来的确信是如此之强,以致没有任何力量可以将当前的价格趋势朝其原有的方向进一步推进。蛋糕就这样烘好了,就好像在那个假想的世界里未来的一切都是已知的。如果在现实世界中,未来真的像投资者预期的那样变化,那么资产的价格将稳定不变。但是,如果预期被恐慌和狂热的心态夸大,资产价格将会走向反面。如果预期是错误的,把赌注下在多数人的反面(反向操作)将会获得非常高的回报。

以 1981 年秋季美国的长期债券市场为例,当时美国的年通货膨胀率已经越过了其接近 15% 的顶峰,开始下降到接近个位数的水平。我对这个时期的印象非常深刻,因为当时我在参加一个慈善基金会议的时候差点被赶出会议室,这是由于我向他们建议把他们手上的所有的短期国库券抛出,那时的短期国库券利率大约是 10%,然后去购买长期国债,当时的利率是 14%。我所遇到的投资委员会包括一家银行的总裁,其主要业务是投资管理;华尔街一家最大的公司的高级合伙人;一家著名咨询公司的管理合伙人。对这群不懂商业和金融业的胆小鬼,我没什么好说的了。从该银行总裁泛红的面色可以看出,他处于中风的边缘。

相反,我的建议理由很简单且不需要依靠预测,我很难相信美国的两位数的通货膨胀会再持续 30 年。在 14% 的收益率下,即便恐慌的投资者有非常充分的理由确信通货膨胀需要很长的时间才能控制下来,我的这种做法