

投资大师
经典译丛

The Aggressive Conservative Investor



攻守兼备

积极与保守的投资者

马丁·J.惠特曼 (Martin J. Whitman) 著
马丁·舒彼克 (Martin Shubik) 著
沈国华 译

上海财经大学出版社

投资大师
经典译丛

攻守兼备

积极与保守的投资者

马丁·J. 惠特曼 (Martin J. Whitman)

◎著

马丁·舒彼克 (Martin Shubik)

沈国华◎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/(美)惠特曼(Whitman,M.J.)等著;沈国华译. —上海:上海财经大学出版社,2016.3

(投资大师·经典译丛)

书名原文:The Aggressive Conservative Investor

ISBN 978-7-5642-2288-8/F·2288

I.①攻… II.①惠… ②沈… III.股票投资-基本知识
IV.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 257923 号

责任编辑 李成军
 封面设计 张克瑶

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]

马丁·舒彼克

(Martin Shubik)

著

沈国华

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

上海华教印务有限公司印刷装订

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 24.25 印张(插页:1) 401 千字

印数:0 001—4 000 定价:55.00 元

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：咬人的狗打小就咬。

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，而马丁始终是这两只基金的独立董事。其间，在本书所介绍的投资策

略的指导下,这两只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上市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，你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

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,会计师、税务律师、证券律师等华尔街的实务工作者,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.)行政副总裁玛里琳·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,文责由我们自负。

— 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。

术语修改

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像通常那样以现有资产状况或是否存在重大约定付款为依据。(2)相关公司应该由注重诚信的经理人和控股群体经营(特别是在内部人对待持有公司证券的外部人的利益方面)。(3)投资者应该能够获得大量的有关公司近似充分披露的相关信息,但这一点常常被忽略。(4)股票买入价应该低于投资者合理估计的每股资产净值。

以上四点就是财务健全策略和安全低价策略下的普通股投资特点。特别是由于可获得信息在质和量上得到了重大改善,因此,以上四个特点在今天就像在 1979 年那样明白无误。

另一个修改的术语就是首字母缩写词 OPMI(outside passive minority investor,少数

权益外部消极投资者)。该词被用来表示外部消极投资者和非控股无关联证券持有人。OPMI 包括短线交易者、大多数机构投资者以及不想通过持有股票掌握公司控股权的安全低价投资者。使用“OPMI”而不是“投资者”的原因就在于：“投资者”一词是在华尔街被滥用和误解最严重的名词。在大多数情况下，使用“投资者”这个词的人实际上是在指短线投机者——无论是个人还是机构，因此，我们通常不再使用“投资者”，而改用“OPMI”。

业绩数据

自 1984 年本书的作者担任“股票策略”和“第三大街价值”这两只共同基金的首席董事、独立董事或者托管人以来，这两只共同基金在证券投资方面始终遵循安全低价策略。

那么，在 1984~2005 年年中期间，这两只基金的业绩如何呢？从长期看，它们的平均业绩在大多数时间里远远好于任何相关的市场指数。有效市场论者会吹毛求疵，说这两只基金的业绩并不是一贯好于相关指数。这里的“一贯”实际上是一个恶意的措辞，其实就是“始终”的意思。在投资领域，“一贯”仅仅适用于短线交易者，而不适合长期购买并持有证券的投资者。

表 0.1 列示了股票策略基金业绩与标准普尔 500 指数业绩比较的结果。我们于 1984 年 4 月接收并管理股票策略基金。在这之前，这只基金只做期权。1994 年，股票策略基金以每股兑换 5.84 股“纳伯斯实业”普通股的价格并入纳伯斯实业公司。一名 1984 年 4 月投资 1 万美元于“股票策略基金”的投资者，到了 2005 年 4 月就能拥有市值超过 28.6 万美元的“纳伯斯实业”普通股，这相当于持续 21 年年复合回报率高达 17.2%。

表 0.1 股票策略基金业绩与标准普尔 500 指数比较

	股票策略基金			标准普尔 500 指数		
	回报率 (%)	投资额 (美元)	投资市值 (美元)	回报率 (%)	投资额 (美元)	投资市值 (美元)
1 年 4/30/84		10 000.00	10 000.00		10 000.00	10 000.00
1 年 4/30/85	5.08	10 000.00	10 508.00	-0.094	10 000.00	9 990.60
1 年 4/30/86	24.69	10 000.00	13 102.43	-1.126	10 000.00	9 878.11

续表

		股票策略基金			标准普尔 500 指数		
		回报率 (%)	投资额 (美元)	投资市值 (美元)	回报率 (%)	投资额 (美元)	投资市值 (美元)
1 年	4/30/87	18.87	10 000.00	15 574.85	22.435	10 000.00	12 094.26
1 年	4/30/88	3.02	10 000.00	16 045.21	-8.439	10 000.00	11 073.62
1 年	4/30/89	17.28	10 000.00	18 817.83	22.689	10 000.00	13 586.12
1 年	4/30/90	29.64	10 000.00	24 395.43	0.658	10 000.00	15 034.13
1 年	4/30/91	21.12	10 000.00	29 547.74	17.541	10 000.00	17 671.26
1 年	4/30/92	-2.61	10 000.00	28 776.55	13.980	10 000.00	20 141.71
1 年	4/30/93	41.25	10 000.00	40 646.87	9.193	10 000.00	21 993.33
1 年	4/05/94	-4.93	10 000.00	38 642.98	5.320	10 000.00	23 163.38

说明：标准普尔 500 指数是 1994 年 4 月 30 日的市值。

在被纳伯斯公司并购之前，股票策略基金是唯一一只始终完全作为“C 节”公司纳税的共同基金，而从来没有资格像其他共同基金那样作为“M 节”公司纳税。“M 节”公司只要将全部收入和净资本利得分配给股东，就不用缴纳联邦所得税。虽然按规定必须根据未实现增值把资本利得税的递延税金计入负债，但对“股票策略”进行 1 万美元的投资，到 1994 年 4 月 30 日，市值就增加到了 38 643 美元；而具有可比性的 1 万美元“标准普尔 500 指数”投资，到了 1994 年 4 月 30 日则只有 23 163 美元的市值。如果“股票策略”能像“M 节”公司那样报告自己的资产净值，那么，在把根据未实现增值计入负债的递延资本利得税金加入资产净值以后，“股票策略”1994 年 4 月的市值就接近 52 000 美元。截至 1994 年 4 月，“股票策略”投资在扣除未实现增值资本利得税准备之前的年复合回报率接近 16.2%。

“第三大街价值基金”创立于 1990 年 11 月 1 日。自创立以来，该基金的业绩紧追“股票策略”不舍，年复合回报率一直高达 16.8%。“第三大街价值基金”与标准普尔 500 指数年度业绩比较的结果如表 0.2 所示。

表 0.2 第三大街价值基金与标准普尔 500 指数年度业绩比较

	第三大街价值基金			标准普尔 500 指数		
	回报率 (%)	投资额 (美元)	投资价值 (美元)	回报率 (%)	投资额 (美元)	投资价值 (美元)
					10 000.00	10 000.00
1990 年	8.60	10 000.00	10 860.00	9.43	10 000.00	10 943.00
1991 年	34.41	10 000.00	14 596.93	30.46	10 000.00	14 276.24
1992 年	21.29	10 000.00	17 704.61	7.62	10 000.00	15 364.09
1993 年	23.66	10 000.00	21 893.52	10.08	10 000.00	16 912.79
1994 年	-1.46	10 000.00	21 573.88	1.32	10 000.00	17 136.04
1995 年	31.73	10 000.00	28 419.27	37.58	10 000.00	23 575.76
1996 年	21.92	10 000.00	34 648.77	22.96	10 000.00	28 988.75
1997 年	23.87	10 000.00	42 919.43	33.36	10 000.00	38 659.40
1998 年	3.92	10 000.00	44 601.88	28.58	10 000.00	49 708.26
1999 年	12.82	10 000.00	50 319.84	21.04	10 000.00	60 166.87
2000 年	20.76	10 000.00	60 766.23	-9.11	10 000.00	54 685.67
2001 年	2.82	10 000.00	62 479.84	-11.88	10 000.00	48 189.01
2002 年	-15.19	10 000.00	52 989.15	-22.10	10 000.00	37 539.24
2003 年	37.08	10 000.00	72 637.53	28.69	10 000.00	48 309.25
2004 年	26.60	10 000.00	91 959.12	10.88	10 000.00	53 565.30

除了股票策略基金与第三大街价值基金之外,其他采用安全低价策略的投资工具,业绩也好于相关指数。其中 3 只基金是第三大街价值基金旗下的姊妹基金,它们分别是“第三大街小盘股”(Third Avenue Small Cap)、“第三大街不动产”(Third Avenue Real Estate)和“第三大街国际价值”(Third Avenue International Value)。美国哥伦比亚大学法学院教授路易斯·洛温斯坦(Louis Lowensten)于 2004 年 10 月 11 日在《巴伦商业与金融周刊》(Barron's)上发表文章,对 1999~2003 年间 10 只最受关注的价值基金的业绩进行了回顾和评论。1999~2003 年期间,这 10 只基金的业绩都优于标准普尔 500 指数。其他被比较的基金是 FPA 资本基金(FPA Capital)、雄鹰全球基金(First Eagle

Global)、雷格梅森价值基金(Legg Mason Value)、长叶松合伙人基金(Longleaf Partners)、互惠指引基金(Mutual Beacon)、奥克价值基金(Oak Value)、奥克马克精选基金(Oakmark Select)、源头资本基金(Source Capital)和崔蒂布朗美国基金(Tweedy Brown American)。总之,这些奉行安全低价策略或合理模仿策略的基金在大部分时间里获得了很好的业绩。

因此,在过去的26年里,有效市场假说和有效资产组合理论因自诩能够描述股票市场一般表现而名声日下。有效市场假说和有效资产组合理论正好没有描述价值投资法——过去没有,将来也不会有。确切地说,有效市场假说和有效资产组合理论描绘了一种非常狭义的特例,那就是仅由严重受证券价格即期波动影响的短线交易者构成的金融市场。这些市场参与者是一些彻头彻尾的投机者,他们缺乏对有关公司或它们发行的证券的起码了解。大多数市场恰恰不是这样的,大部分投资者大概也不是如此。不仅有效市场假说和有效资产组合理论没能描述奉行安全低价策略的投资者,而且其他相关理论也无法如实描绘控股投资者——严重影响了大部分金融市场动态变化的投资者群体——的行为和技术。

信息披露激增

自1979年以来,信息披露方面获得了引人注目、意义深远的进展。主要的进展表现在两个方面:信息大量披露和传递方式改善。结果,信息特别是供实行安全低价策略的投资者使用的文献性信息披露数量大幅度增加,质量也得到了普遍提高。《攻守兼备——积极与保守的投资者》似乎对投资者通过公开发布的报告来了解发行证券的公司的程度只进行了保守的阐述。本书虽然详细阐述了1979年的信息披露环境,但没有充分介绍2005年可达到的信息披露数量和质量。

信息披露的任务应该是对外部投资者和有能力做出适当努力的有影响的投资者(如商业银行贷款人)一视同仁。从安全低价投资者的角度看,美国证券交易委员会(SEC)和财务会计准则委员会(FASB)似乎做了相当不错的工作。

对于绝大多数发行证券的公司[不包括安然公司(Enron)和世通公司(Worldcom)]来说,必须披露的文件似乎应该按照公司及其高管和董事都不想惹来官司特别是败诉的

原则来准备。因此,公开文献倾向于披露全部不利于己的真相,尽管这种倾向还比较模糊。这样的真相披露有助于安全低价投资者减轻估计某个因素出现问题的概率的负担。几乎任何一个安全低价投资者都会自问的首要问题是:哪个因素可能会出现?精心编制风险因素清单有助于回答这个问题。发行证券的美国公司必须按规定在10-K表、10-Q表、8-K表、招股说明书、合并委托书、证券交易文件和现金收购要约中详细披露各种风险因素。符合公认会计准则(GAAP)的财务报表也必须在报表附注中列明风险因素。

首席执行官致股东的信函和传递给股东的其他信息,似乎也变得内容比较全面、易懂,而且在经理人关于长期承诺和问题的想法等很多方面也变得比较真实。不可否认,经理人传递的大部分信息似乎集中在即期收益预期上,都是一些安全低价投资者不太感兴趣的东西。然而,信息传递自1979年以来得到了普遍改善。公司高级经理人必须按规定采取股东年报、股东季报、远程电信会议、投资者会议和一对一面谈等形式来传递公司的信息。自1979年以来,美国证券交易委员会和财务会计准则委员会颁布的惠及安全低价投资者的信息披露新规定主要包括:(1)依照《1933年证券法》和《1934年证券交易法》进行整合披露。(2)根据预测者免责(虽然预测失误,但出于善意)规定进行收益预测披露。(3)扩展型委托书披露,内容包括:①各种委员会的设立及其职能;②董事和其他委员会成员的会议出席记录;③详细反映公司及其内部人之间关系的扩展交易;④公司董事和高管辞职。(4)环境信息披露。(5)发行证券的石油天然气勘探和加工公司的准备金确认会计信息(reserve recognition accounting, RRA)。(6)经理人讨论财务状况和分析营运结果的执行和最终详细陈述(一般一季报一次)。(7)要求发行证券的外国公司加快使用20-F表(相当于发行证券的美国公司填报的10-K表)。(8)招股说明书和合并委托书摘要。(9)裁员记录。(10)评级机构的评级结果。(11)新的不动产处置方针。(12)埃德加和其他电子通信系统——非常有利于安全低价投资者的传输系统虚拟化革命。在1979年,要想获准在证券交易委员会登记备案而没有给证券持有人寄送的文件(10-K表、10-Q表和8-K表),往往比较麻烦,或者费用比较昂贵。(13)电力和煤气公用事业指南。(14)银行和银行控股公司财务报告规定。(15)区分担保子公司与非担保子公司的合并财务报表。(16)增加披露经理人的背景信息。(17)按产业部门分类的销售和收入信息披露。(18)按地域分类的销售和收入信息披露。(19)会计估计值披露

基本原则。(20)现金流报告。(21)扩展型 8-K 表报告。(22)综合所得报告。(23)资本结构信息披露。(24)所得税会计。(25)租赁会计。

证券交易委员会根据 G 条例规定需要披露的非公认会计准则指标。非公认会计准则指标包括周期性现金流数据以及各种评估值。但愿非公认会计准则指标作为公认会计准则的补充(而不是替代)能够继续增加。到目前为止,对非公认会计准则指标的披露无论如何都有利于安全低价投资者。

某些新的规定不是特别适合安全低价投资者。根据安全低价策略,应该尽量少用或不用令人费解的衍生工具。安全低价投资者不太关心信息披露的时机。FD 条例旨在保证重要信息向华尔街的各有关机构同时披露。安全低价的一个特点就是奉行这种策略的投资者通常最后才知道信息。安全低价投资的成功秘诀并不是优先(或早于别人)获得信息,而在于以胜人一筹的方式来使用可获得的信息。

我们的观念发生了变化

我们不再相信所有的市场甚或大多数市场趋向于即时有效。我们现在相信没有一个金融市场能够即时接近于有效,除非政府、准政府机构和不同私人部门强行实施适当而又严厉的监管。

我们现在相信稳健财务状况由三个要素中的一个或更多要素组成。稳健财务状况的第一个特征,就是负债相对较少,无论是在财务报表附注中根据资产负债表披露的负债,还是财务报表以外的负债。稳健财务状况的第二个特征就是存在高质量的资产,如现金或可变现资产。这样的资产采用把资产作为流动资产的会计分类法是无法计量的,而高质量资产的界定取决于相关资产的经济特点。例如,我们往往认为一幢维护良好、长期租给 AAA 级承租人的 A 级办公楼是一项高质量资产。按照会计分类,这项资产应该归入固定资产,而不是流动资产,即便它有可能很容易变现。稳健财务状况的第三个特点,就是公司拥有可分配给普通股股东的自由现金流。不过,这种自由现金流是一种相对稀缺品,因为大多数公司是持续经营企业,它们似乎有收益,而不是自由现金流。对于公司来说,收益可定义为“通过消耗现金创造的财富”。“通过消耗现金创造的财富”似乎是公司所从事的最有利的经营业务。

虽然政府确实经常制造而不是解决问题,但很多私人部门真的也会制造问题,而不是解决问题。例如,对很多公司的经理人实施保护,有可能大幅度降低整个国家的生产率,肯定会降低公司和普通股的价值。越来越多的证券法律法规旨在保护经理人的控股权,而不是向投资者提供保护。

只要投资环境的特点是政局相对稳定,没有街头暴力事件发生,那么,对于安全低价投资者来说,像股市一般走势、利率、经济和消费支出这样的宏观数据预测并不重要。

风险这个概念没有什么意义,除非前面加上某个限定性形容词。现实中存在市场风险、投资风险、信用风险、期限不匹配风险、商品风险、恐怖活动风险以及其他很多类型的风险。一般风险思想对于安全低价分析并无助益。当金融学者和卖方分析师谈论风险时,几乎总是指市场风险,而且往往是短期市场风险。

现在,我们认为应该提防投资风险,也就是防止有关的公司或证券契约出现问题。市场风险(即证券价格波动)对于这类投资来说不值得关注。

我们不同于格雷厄姆(Graham)和多德(Dodd),不再把蓝筹股定义为从 100 家顶尖公司股票中挑选出来的股票。信息披露工作现在做得很好,因此,对于 OPMI 来说,没有理由依赖 100 家顶尖公司。此外,100 家顶尖公司的很多普通股已被证明并不是可靠的投机品种,包括安然公司、通用汽车公司(General Motors)、柯达公司(Eastman Kodak)、施乐公司(Xerox)和美国钢铁公司(U. S. Steel)。那些普通股在 2005 年被我们视为蓝筹股的公司,包括布拉斯坎公司(Brascan)、森林城市企业(Forest City Enterprise)、MBIA 股份有限公司(MBIA Inc.)、丰田工业公司(Toyota Industries)、米拉控股公司(Millea Holdings)、长江实业(集团)公司(Cheung Kong Holdings)、投资者 AB 公司(Investor AB),大多数 OPMI 也许从来没有听说过。

我们现在认为,现金回报型投资者应该作为债权人(例如,债券持有人),而不是以普通股东身份去追求现金回报。

我们现在认为,购买一持有型投资者持有财务健全公司的普通股的主要好处,就在于这样的财务状况理所当然地允许有能力的经理人在 5 年或相当于这么长的时间里迅速抓住一切有利的机会(即经理人可以利用从 5 年的时间框架看必然无效率的市场)。例如,5 年内有时会出现行情看涨的股市或者利率大跌的信贷市场。在行情看涨的股市上,可以按(对于公司和内部人来说)非常诱人的价格发行普通股。

我们现在认为,最诱人的价值投资品种就是财务状况良好的公司的普通股。这些公司的普通股以大大低于可确定资产净值的折扣价出售。2005年这类交易似乎集中在金融机构以及拥有产生收益的房地产的公司,其中有很多位于美国境外。的确,美国的纳税人即使购买了海外证券,也处于不利的地位。因为,对于美国纳税人来说,这些证券的发行人很多是消极的外国投资公司(passive foreign investment companies, PFIC)。消极的外国投资公司普通股股东通常每年要按一般所得税率,就当年的未实现增值缴纳所得税。

由于知识、控制和价格意识等原因,多样化仅仅是一种替代方式,而且是一种应该遭到诅咒的拙劣的替代方式。

当以下条件得到满足时,公认会计准则将非常有用:(1)财务报表应该以满足长期债权人而不是股市投机者的需要为首要目标。(2)公司应该完全独立于其股东和经理人。(3)会计报表应该根据改良型保守传统来管理。(4)准则要比规则重要。准则就像是改良型保守传统,而规则就像《第133号财务会计准则》、衍生工具和套期保值业务会计。(5)公认会计准则财务报表更加有用,因为它们赋予训练有素的使用者以唯一可用的客观基准,而不是原理。一种近似于原理的东西有时可能包含在非公认会计准则财务指标中。非公认会计准则财务指标是公认会计准则财务指标的补充,而不是替代。(6)公认会计准则财务报表如果前后连贯并可调整的话,那么将是非常有用的。

为了满足特定相关者的需要,美国颁布了不同类型的会计制度。保险业的法定会计旨在保护保单持有人,适用于经纪人/交易商的监管会计(regulatory accounting)旨在满足顾客的金融保护需要,而所得税会计则旨在确定纳税人应该缴纳的税款。

只有愚蠢的人才会认为公认会计准则应该用来满足股市投机者所感知的需要。股市投机者可被定义为:任何无论由于什么原因都认为自己的收入和财富严重受证券价格逐日波动影响的个人或机构。这个定义的一个例外便是风险套利者。风险套利者就是根据某一结果相对比较确定的事件在某个相对比较确定的时期内发生的概率进行投资的个人或机构。风险套利的一个很好例子就是公布两家公司合并消息的情形。当我们根据每股近期收益趋于增长的预测投资于一家持续经营公司的普通股时,就不存在风险套利问题。美国的公认会计准则无法有效保护股市的短线投机者,仅仅是因为公认会计准则不能告诉他们股市的真相。更确切地说,制定公认会计准则的目的应该是满足有以