

第一部分

分析的方方面面

首先，所有的投资者都必须做好他们的功课，但仅做好功课并不意味着可以从老师那里得到金质奖章。它关系重大——因为它可造成赢得财富和损失财产的区别。在开篇文章中，沃伦·巴菲特声称，关于一个公司的财务事实和它的过去业绩是决定投资与否的关键。掌握了正确的事实你就会做得对，而其他人们所说的，不管他们是公司发言人还是媒体都必须忽略。在研究公司财务状况的基础上，读一些关于经济和政治的出版物也是很重要的。如乔治·索罗斯早期的合伙人吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）所提出的警告：“聪明的投资者学会了在听流行的说法时，另有一只耳朵随时在监听，提防着极端的金融大恐慌。”第一部分的这些文章说明了这件事：分析不应仅看市盈率（P/E）和账面价值。

沃伦 E. 巴菲特

(Warren E. Buffett)

1930—

据说还在孩提时代，这位如今的亿万富翁就已经“发现了钱”，如同“莫扎特发现了音乐”一样。他当时负责给两个街区上的人送报纸；他捡回人们打失在水塘里的高尔夫球然后再卖给他们；他毕业后在干其他活的同时还在一家理发店管理过弹球游戏机。他出生在奥马哈并在那里成长。当他取得巨大成功后，他仍然选择居住在那里。一位同事曾指出他这么做的好处：“由于住在奥马哈，沃伦可以使自己保持清醒的头脑，与华尔街的一切完全不同，他了解什么是重要的，而不是了解什么是最急迫的和最流行的。”他的哲学观是在保守的本杰明·格雷厄姆——无可争议的现代证券分析之父手下当了两年分析师的结果。

跟随格雷厄姆两年后，巴菲特返回奥马哈，并筹集 10 万美元建起了他自己的投资合伙公司。大约 30 年后，奥马哈就以有了 52 位“巴菲特式的百万富翁”而出名。1969 年，全是因为他的保守主义，他做了一件不可思议的事：在牛市行情中，他竟然解散了合伙关系。他相信整个市场的价格都被高估了，他不能找到或持有一支合适的股票。那时他也承认：“我的欲望过去常像尼亚加拉瀑布——我想拥有的比我能负担得更多。现在，这就像某人筑坝蓄水后却让水从眼药水滴管孔里流出一样。”

但不必担心，巴菲特通过在可口可乐、格科 (Geico) 和《华盛顿邮报》等公司的股票上保持大量的头寸而仍成了美国最富有的人之一。一个他因偶然而事实上控制了的公司是伯克西尔·哈舍威 (Berkshire Hathaway) 有限公司。当他 1962 年碰巧发现它时，它只是一家快完蛋了的纺织公司。当时它的股票价格在 8 美元以下，但巴菲特认识到，这家公

司仅运营资本一项每股就值 16.5 美元。其后的事已经成为历史了。在巴菲特的分析中，关键因素之一是那家公司过去的业绩和管理能力，在《过去业绩就是一切》中，他讨论了这个问题。为了支持他的观点，巴菲特讲述了一则既严肃也可笑的传闻。他的讲述中包括阿尔伯特·爱因斯坦、圣彼得和肯塔基德比马赛。



过去的业绩就是一切

沃伦 E. 巴菲特

我常感到，研究公司的失败比研究其成功所得到的更多。在我的企业里，我们努力研究人们在哪里走错了路，而且为什么有些规律不再奏效了。我们试图避免错误。如果我的工作是从道·琼斯平均指数中挑选出将来的表现会超过平均指数本身的10种股票，那么我可能不会去找10个表现最好的。相反，我会找出10~15个表现最差的股票，剔除出去，然后在剩余的部分中寻找。这是个反向过程。阿尔伯特·爱因斯坦说过：“转换，总是转换，在数学和物理中都是如此。”这对经营来讲也是大有帮助的：从失败开始，然后监督其排除错误，并最后走向成功。

不幸的是，在经营和投资上也常发生这样的事。人们本来很明白，但当他们听到某种传闻，特别是当他们听到的传闻来自于高层时，他们就忍不住要追随而去。

在伯克西尔·哈舍威公司1989年年报中，我写了一些我称之为“常见的弊病”的东西。我在商学院并没有学到这些东西，但它的确对实际经营有很大影响。其中主要的一条是



过去的业绩就是一切

所谓的“盲从机制”，其大意是：一位领导的任何建议，不管多么愚蠢，他的下属都会迅速准备战略和回报率研究以支持它。

举个例子，每当进入某一行业变得很时髦时，一些公司就会进入。然而5年之后又舔着他们的伤口退了出来。这是人类的共性，人们对股票也是如此。

我常常感到，研究公司的失败比研究其成功所得到的更多。

为了说明这一点，让我们讲一个故事，说的是一位石油勘探者在天国门口（Pearly Gates）遇到了圣彼得（天堂使者。——译者注）。在报出了他的职业后，圣彼得说：“噢，很抱歉。看起来你已经通过了去往天国的所有检测，但我们有一个大问题。你看看围栏那儿，那里是我们准备让石油勘探者进入天国的地方。而那儿已经满了，甚至连一间房都多不出来了。”石油勘探者想了一分钟说：“我对那些石油勘探者说句话，你不会介意吧？”“我看无妨，”圣彼得回答道。于是这位沧桑老人把手放在嘴边，做成喇叭状大喊：“地狱里发现石油了！”立刻，那些石油勘探者扭开围栏那儿房间的门锁飞了出来，他们尽可能努力地拍着翅膀飞往低洼地带。“哇，这真是个好花招，”圣彼得说：“去吧，那地方是你的了。你有足够多的房间了。”那位老人却挠着头说：“如果你不介意，我想我会随他们同去。那个传言背后可能有些的确是真实的。”

不幸的是，在经营和投资上也常发生这样的事。人们本来很明白，但当他们听到某种传闻，特别是当他们听到的传闻来自于高层时，他们就忍不住要追随而去。

这种事在华尔街不断发生，在那里你实际上陷入了狂热。



第一部分 分析的方方面面

回头看看，没人能很明白，为什么那一刻每个人都可能被煽动起来。华尔街人士在追捧某种概念时，就像一群旅鼠扑向它们的食物一样一拥而上。

我在哥伦比亚大学上研究生时，从证券分析之父本杰明·格雷厄姆那里得到了一个忠告：你不是因为其他人赞成你而对或者错。你是正确的，那是因为你基于的事实和你的推理是正确的，那也是惟一能使你正确的东西。

华尔街人士在追捧某种概念时，就像一群旅鼠扑向它们的食物一样一拥而上。

如果你的事实和推理是正确的，那你就不必担心别人了。查看过去的记录，我们对一个公司管理能力的正确判断并不依赖于人们说的，而只是简单地依赖于记录所显示的。在伯克西尔·哈舍威公司，当我们买下一个企业时，我们总是保留任何一个正在经营这个企业的人，不管他是谁，因此我们已经有了一個很不错的平均成功率。比如说B女士，她经营我们买下的那家家具商场已逾50年了，我们也看到了她以500美元起步，然后把这家商场经营成了税前利润达1 800万美元的商场，因此我们知道她很有能力。她现在已经97岁了，事实上她正与我们竞争。两年前，她又开始了一桩新生意，也是一家家具商场。谁会想到自己要与一位95岁的老太太签一份避免竞争的协议呢？很明显，这个教训就是：过去的业绩是最好的惟一的指南。

然后，如果你面临的问题是关于一匹14岁的马。我们假设你买了《每日赛马论坛》，它说这匹马在4岁时曾赢得了“肯塔基德比马赛”。看看过去的表现，你就会明白，对一匹马来讲这是非凡的历史。但现在它已经14岁了，几乎不能挪动了。因此，你不得不问自己，“对一位预测未来的人来说，



过去的业绩就是一切

某些过去的记录是否有指导意义呢？”

如果没有清楚的去记录时，也会出现这种情况。我们假设你离开大学时，得到了一个小小的奖励：从你们毕业班中任意选出一个来，你可以得到他或她将来收入的 10%。突然，你就要从各个方面来看这个群体了。你看到了他们在班上的表现，你知道了他们课程得分情况，也了解了他们的领导能力。综合考虑这些因素后，你问自己：“我选谁呢？”你认为你能作一个多好的选择呢？但如果你已经看到了他们的经营业绩，然后在你们第 10 次年级聚会时作此决策，那就会简单得多了，不是吗？

这就是伯克西尔·哈舍威公司自始至终对管理问题的判断原则。对我们努力寻找的公司，我们有一个原则是，我们真正感觉到拥有它是件好事。一个公司的股票在今天、明天、下周或下一年的表现如何，这没什么关系。重要的是 5 年或 10 年后这个公司怎么样。这与图表和数字毫无关系。它只是与经营和管理相关的事。

一个公司的股票在今天、明天、下周或下一年的表现如何，这没什么关系。重要的是 5 年或 10 年后这个公司怎么样。

我在商学院学到的另一件事情是：即使你只剩下最笨的竞争者了，你比他聪明，这并不是最高明的办法。诀窍是使你没有竞争者。这意味着本质性的改变。

假设一位顾客走进一家杂货店，想买一条荷氏巧克力。店员说：“我们没有了，但你为什么不试试另外一种巧克力条呢？它要便宜 5 分钱。”而那位顾客说：“哦，不了，我到街那边去看看吧！”就在顾客穿过街道时，你已经找到了一个了不起的公司——荷氏。

菲利普·费歇尔

(Philip Fisher)

沃伦·巴菲特称菲利普·费歇尔是投资界的“巨人”。“从他那里，”巴菲特说，“我学会了探求价值的方法：走出去与竞争对手、供应商和客户交谈，以便发现一个行业或公司的实际经营情况。”出生于圣弗朗西斯科的费歇尔偏爱研究人和组织而不注重去分析资产负债表，这是他对证券分析的先驱性贡献。“我已经强调了管理问题，但即使如此，我强调得仍不够。它是最重要的事情。”他寻找那些即将下台的公司领导人，他欢迎不同意见，并推崇革新。他鄙弃的管理办法是：以降低成本为由，整批地解雇职工。

费歇尔的父亲是一位医生，他亲自教育儿子。费歇尔 15 岁进大学，之后又在斯坦福商学院上了一年研究生。在那里，他随一位做顾问的教授一起工作，他学会了分析公司的管理问题。毕业后他的第一份工作是在圣弗朗西斯科一家银行当证券分析师。然后他又去了一家股票交易公司，只是 1929 年的大崩盘使他失去了工作。但这对他在 1931 年开办他自己的公司——费歇尔公司来说，却是一件最好的事，因为这种情况对他来讲有两大帮助：在最萧条时期，公司首脑们很少有事可做，所以都愿意和他谈谈他们的公司；另外，大多数潜在的客户对他们当时的顾问们相当不满。当他 89 岁时，费歇尔仍然管理着大量客户的资金。

他得益于萧条的制胜战略之一是看长期表现。“我投资的那些公司，都有足够的保持 3~5 年增长的势头。”他说。事实上，他会持有股票几十年；比如他持有的食品机械公司股票，是他 1931 年买进的第一批股票之一，直到 60 年代，他才最终卖出了一部分股票。其他他持有几十年的还有德州仪器公司和摩托罗拉公司的股票。然而，一般情况下，如果他

买进的股票 3 年后达不到他所预期的水平，他就会卖掉它。在《人的因素》一文中，他以摩托罗拉为研究案例，讨论了一个公司的管理对于投资决策的重要性。

人的因素^[1]

菲利普·费歇尔

简单概括，保守型投资者的第一个尺度，是由公司在生产、市场营销、研究开发和财务控制等基本管理领域中的管理胜任能力构成的。第一个尺度是描述一个企业的现状，本质上是一个结局性的事情。第二个尺度则是讨论产生这种结局的原因，更重要的是，讨论在未来会继续产生这种结果的原因。一个行业的某一公司表现出众，是理想的投资对象，而另一个企业却很普通、很平庸或很糟糕。导致这种事发生的根本原因是人。

早期的风险投资家爱德华 H. 赫勒 (Edward H. Heller) 在其事业生涯中所表述的一些观点对本文所表达的观点影响很大。他用了“朝气蓬勃”一词，来描述他准备提供重大财务支持的那种类型的人。他说每一个非同凡响的公司背后，都有那么一位有推动力、有创新的想法、有必要的技能的企业家，能使这么一个公司变成真正值得投资的对象。

如果一个小公司成长得相对较大，而且前景美好（这是他最大利益所在，而且在此他也获得了巨大成功），那么爱

[1] 本文参考了《怎样选择成长股》(罗耀宗译，海南出版社，三环出版社1999年出版)，在此感谢译者。



人的因素

德华·赫勒无疑是对的。但随着这个小公司逐渐成长，它变成较大的适合于做保守型投资的对象了。另一位优秀的企业家与这家公司的总裁是很亲密的私人朋友，他对此时投资于这家公司是否明智表示了深切的怀疑。这时爱德华·赫勒的观点就有待商榷了。他对此投资缺乏热情的理由是：“我的朋友是我了解的最优秀的人之一。他做的事总是正确的，这对于小公司或许很好。但随着公司的成长，有时你周围的人们做的也必须是正确的。”

简单概括，保守型投资者的第一个尺度，是由公司在生产、市场营销、研究开发和财务控制等基本管理领域中的管理胜任能力构成的。

这里给出了真正保守型投资的第二尺度的核心指标信号：一位致力于企业长期增长的企业首脑，应在身边聚集起一支能力很强的管理队伍，并让他们主持公司不同分支机构和职能部门的工作。这些人不能沉湎于公司内部永无休止的权力斗争，而应该携手共进，奔向已清晰勾画的企业目标。这些目标之一，也是要使一项投资成为真正成功的投资时绝对本质的目标，就是高层管理者应抽出时间来鉴别和培养合格且有朝气的初级管理者，以便在公司需要更换人员时，他们可以接替高级管理人员的工作。同时，在管理链的每一级层的管理人员都应注意，是否和他们的下一级管理人员在做同样的事。

这是否意味着适合于真正保守型投资的公司，除了其最基层职工和那些刚参加工作的人以外，只应从公司内部提升管理人员而永不从外部引进呢？一家公司如果成长非

第一部分 分析的方方面面

常迅速，那它可能就需要增添人手，但为所有的职位从内部培养人才，时间不够。而且，即使是经营最好的公司，有时也需要一些与公司日常业务相去甚远的高度专业化的人才，公司内部简直无法找到这种专才。在一些特殊领域如法律、保险和科技领域，可能这些领域与公司的主要业务范围相差很远，专业人才可能也需要从外部引进。此外，偶尔从外部引进人才有一个优点：能把新观点引入公司管理层，新理念的注入便会向公司已有的被认为是最好的管理方式挑战。

然而，一般来讲，真正值得投资者进行投资的公司往往是从公司内部提拔人才的。真正具有投资价值的公司（它们不一定是最大的和最知名的公司），都已经发展出了一套特别能满足他们自己需要的政策和工作方式。如果这一套方式真管用，那么再训练这些已经习惯于这种方式的人去接受新的方式，将会很困难，通常不可能。新加入的人在组织中任职级别越高，新方式的引入成本就越高。我无法引用统计资料来证实这一点，但我观察过，在那些经营较好的公司中，那些从外面招进来的高级主管，几年后就辞职的人很多。

投资者可以明确的一件事是：一个大公司如果需要从外面招进首脑人物，那么不管它最近的收益表所显示的表面征兆有多好，这都是它现存的管理体系有基本缺陷的不祥之兆。新任总裁很可能有一些重大举措，将来会在自己身边建立一支精英管理队伍，以便以后不必从外面找人，以至于冲击既存的组织。随后，这样一支股票就会成为精明的投资者的选择目标。但这种重建过程很漫长，而且风险性很大，因此，如果投资者发现他的持股中有这种事情发生，那么他会重新检视他的投资活动，以确定他过去的投资活动是否有良好的基础。



然而，一般来讲，真正值得投资者进行投资的公司往往是从公司内部提拔人才的。

对所有的投资者来讲，一个公司的管理活动是否由一个人或一个工作顺畅的队伍所主宰，有一个很有价值的线索可寻（然而，此线索无法表明那个管理队伍有多好）。所有上市的公众公司，其代理权说明书中公布了其高层管理人员的年薪。如果第一号人物的薪水比第二、三号人物高得多，那么示警旗就升起来了。如果酬金相当平缓地下降，那就没事。

公司的管理人员像一个团队一样携手合作，而且能填补他们上一级的职位空缺。这对于想获得最优投资结果的投资者来讲还不够。那家公司还应有尽可能多的像爱德华·赫勒称之为“朝气蓬勃”式的人才出现。这些人有头脑，而且意志坚定，即使现状可能还相当令人满意，他们也不愿让事情维持现状，他们希望对现状进行重大而深远的改进。这种人不容易找到。下面这件事发生在摩托罗拉公司，已经有一段时间了，但金融领域很少或根本没有人注意到，它在这方面会做的比一般人认为它可能做到的更好。

1967年，摩托罗拉公司管理层认识到，未来几年公司的成长会非常迅速，其高层管理人员队伍的持续扩大在所难免。它决定要事先解决这个问题。那一年，摩托罗拉公司在亚利桑那州的奥拉科勒开创了它自己的高级主管学院。它是这么规划的，在远离公司办公室和工厂日常事务的环境中，另外完成两件事：摩托罗拉公司里那些明显会得到破格提升的人，在这里接受超出他们当时职责范围的培养训练，以便胜任更重要的工作；高层管理人员可以得到更重要、更充分深入的证据，以辨明同一批人不同的提升程度。

一个大公司如果需要从外面招进首脑人物，那么不管它最近的收益表所显示的表面征兆有多好，这都是它现存的管理体系有基本缺陷的不祥之兆。

在高级主管学院建立的时候，内部管理层有些人抱怀疑态度，他们质疑花那么多钱干这件事是否值得。这很大程度上是因为：他们认为，站在公司立场看，在整个公司内部，值得提供给他们这种特殊训练的，具有足够才能的人还不到100人。后来事实证明这些疑虑完全错了。这所学院每年开5~6个班，每个班14人。到1974年中期，大约有400名摩托罗拉职工接受了训练；并且有很多人，包括一些现任的副总裁，发现他们的能力比他们被准予入学参加训练时有了很大程度的提高。而且，那些参与这项工作的人觉得，从公司角度看，最近所开班的训练结果比早期的训练结果更好。随着摩托罗拉公司的成长，公司雇佣的职工人数也在增加，现在可以找到足够多的值得提升的摩托罗拉公司职工来接受训练了，这项活动可以无限期地继续下去了。在投资者看来，所有这些都表明，只要多动点脑子，即使那些成长速度大大高于平均水平的公司，也可以从内部培养出所需的人才，以保持公司的竞争优势。而不必承担许多迅速成长的公司经常出现的那种风险：只能从外部找到几位有突出才能的人加入公司管理层，由此造成公司内部摩擦及经营失败。

每个人都有其个性——性格的混合物，这使他或她有别于其他所有人。同样，每家公司也有其工作方式——有些方式正规化了，且成了清楚的政策，其他的则没有——至少与别的那些公司略有不同。公司经营越成功，它的一些政策就越可能比较独特。这一点在那些相当长的时期里都经营成功



人的因素

的公司中显得尤为突出。个人的基本性格会变化，而一旦成熟，变化就很小了。与此不同，公司的工作方式不仅受外部事件的影响，而且受不同的个体对这些事件的反应所影响，随着时间的流逝，这些组织内部的人会有一个一个达到组织的高层职位。

然而，对保守型长线投资者来说，不管各公司的政策可能会有多大区别，若其股票值得持有，它必然有下列三个特征。

1. 这个公司必须认识到，它处身其中开展经营的这个世界，正在加速变化着。

公司考虑和规划的一切，都必须向现在正在进行的事项挑战——一再持续地挑战，而非偶尔为之。每一种既成的处事方式都必须接受再三的检验，以确定这些方式是否是最好的。以新的方式去适应变化的环境状况必须冒些风险。不管现成的方式看起来多么令人满意，也不能因它们过去工作很有效，并且一直以来都这样，就要保持这种方式。那些行为僵化，而又未不断挑战自我的公司，只有一条路可走，那就是走下坡路。相反，一些大公司的管理层，努力去创建一种能适应变化的组织机构，已经为他们的股东带来了丰厚的回报。这种例子是道氏化学公司，它过去 10 年所取得的成就，即使不是全球最优，也常被认为超过了这个国家其他任何一个大型的化学公司。可能道氏化学公司改变过去方式最重大的举措，是把其管理层按地域划分成了五个独立的管理单元（道氏美国、道氏欧洲、道氏加拿大等）。他们相信，只有通过这种方式，才能使各地的问题按最适合于当地的方式尽快处理，而没有大公司所常见的官僚制的低效率现象。道氏欧洲的总裁说明了这种方式的效果：“结果，今天向我们挑战

第一部分 分析的方方面面

的是我们在世界各地的姊妹公司（道氏）。它们虽不是我们的直接竞争者，但它们正在进步，这促使我们要争第一。”站在投资者的立场上讲，这次变革最重要的特征，或许不在于它实现这次变革本身。而在于，当许多别的跨国公司按既成的方式经营得很成功，而道氏的总销售量还远远低于这些公司时，它实行了变革。换言之，道氏的变革和改进来源于创新思维，即要使可行的管理体系变得更好，而不是迫于对危机的反应。

这只是这家先驱性公司摆脱过去以求取得竞争优势所采取的诸多方法之一。另一个方式是这家工业公司采取了前所未有的行动，在瑞士从零开始到最终完全成功地拥有了一家银行，以便满足这个出口市场上客户所需的金融服务。在这里管理层又一次毫不犹豫地摆脱过去的方式，尽管早期过程遇到了一些风险，而最终结局是强化了公司的内在力量。

关于这家公司的过去，还有很多例子可举。在这里我们仅再多举一例，以说明这类行动可能覆盖的多种多样的范围。远比大多数其他公司早得多，道氏就不仅认识到了要花费钱财以避免污染，而且也得出了一个结论：一个公司要取得巨大成就，仅靠高层管理人的循循善诱是不够的，还需要一些别的东西：得到中层管理者的持久合作也是必要的。公司认为，要做到这一点的最肯定的办法是唤起那些最直接参与者的获利动机。公司鼓励他们去寻找把污染物转化成可售产品且能盈利的办法。在高层管理人员、工厂管理层和高技巧的化学工程师的通力合作下，道氏化学公司在这些消除污染的项目上取得了一系列第一，赢得了许多环境保护组织的赞誉。这些组织一般都持有强烈地反对商业化的观点。可能更为重要的是，在它们工厂座落的社区，它们避免了大部分（尽管不是全部）敌意。它们以非常低的总成本做到了这一点，而



且有时还有一些经营利润。

2. 公司必须有意识地、持续不断地努力，让每一级雇员，从新雇佣的蓝领工人或白领职员到高级管理者，都觉得他们的公司是工作的好地方，这种感觉应以事实为依据，而非溢美之辞。

在这个世上，我们大多数人每周都得花大量的时间，做别人要求我们做的事，这是为了收到薪金支票，尽管我们可能更愿意把这些时间花在自我娱乐和消遣上。大多数人认识到了这么做的必要性。管理阶层如果不只是让少数高层管理者，而是让普通雇员们也相信，他们已经做了每一件合理的事，希望创造一个良好的工作环境，而且也照顾到了职工的利益，那么公司在生产力提高和成本降低方面得到的报偿可能远远超出实施这种政策的花费。

这种政策的第一步是（不只是口头说说，而是实际确定）每一位职工都会得到合理的尊敬和体谅。大约一年前，我在报上看到一位工会会员宣称这个国家最大的一家公司，其生产线上的工人们被迫满手油污地吃午饭。因为公司没有足够的洗手间，大部分工人在午餐前没有足够的时间去洗手。我对这家公司的股票不感兴趣，那是因为一些其他原因。因此，我不知道这种指责是事实还是由于劳资谈判上对立情绪激烈化的说辞结果。然而，如果此事属实，那么在我看来，这家公司的股票就不适合于谨慎的投资者持有。

除了尊重和亲善外，获得职工忠心的办法很多，也各不相同。退休金和利润分享计划就是一种很有效的办法。让各级职工之间有良好的沟通交流也是一种办法。注重大家普遍关心的事，让每个员工都准确地知道公司正在做什么，以及