

第 2 章 Chapter 2

专业投资者的劣势

有一系列十分有名的把互相矛盾的词合在一起的矛盾修饰词语 (oxymoron)。[⊖] 军事机器的机智 (military intelligence)、博学多才的专家 (learned professor)、震耳欲聋的沉默 (deafening silence)、巨大无比的小虾 (jumbo shrimp), 在这一长串名单之后我要再加上一个: 专业投资 (professional investing)。对于业余投资者来说, 非常重要的一点是要用一种适当怀疑的眼光来审视专业投资人, 至少这样做可以让你弄清楚在投资中所面对的是一些什么样的人。由于主要上市公司 70% 的股票都掌握在机构投资者手中, 因此不论你是买入还是卖出股票的时候, 你所面对的投资竞争对手是专业投资者的可能性越来越大。与专业投资者进行投资竞争的机会越大, 对业余投资者来说投资赚钱的机会也越大。让我们感到吃惊的是, 尽管身为专业投资者明知自己受到许多文化、法律以及社会方面的规定造成的投

[⊖] Oxymoron: 英文中称为矛盾修饰法, 是一种把互相矛盾或不调和的词合在一起的修辞手法, 如震耳欲聋的沉默和悲伤的乐观。汉语称作是“相反相成”的修辞手法, 表层看似不合逻辑, 深层却表达深刻的思想内涵, 具有强烈的感情色彩和辛辣的讽刺意义。——译者注

资限制（其中很多自我限制是我们作茧自缚），但作为一个整体我们这些专业投资人的投资策略还是跟过去一模一样，丝毫没有改变。

当然，并不是所有的专业投资人都受限于种种矛盾之中，那些伟大的基金经理人、创新的基金经理人以及独来独往标新立异的基金经理人都可以随心所欲地按照自己的意愿进行投资。约翰·坦普尔顿（John Templeton）是他们当中的佼佼者，他开风气之先，第一个在全球证券市场进行投资，也是第一批在全球市场投资获得成功的投资者之一。他很聪明地把其所管理的大部分基金都投在了加拿大和日本的股票市场上，因此他的基金股东们避开了1972~1974年美国股市的暴跌。不仅如此，他还是充分利用日本大牛市行情获得远远超过美国股市投资收益的成功投资者之一，在1966~1988年间日本道琼斯指数上涨了17倍，同期美国道琼斯指数只上涨了1倍。

掌管共同股份基金（Mutual Shares fund）的马克斯·海涅（Max Heine）（现已过世）同样十分睿智，是一个拒绝屈服于权威，自己理性思考的自由思想家。海涅的接班人迈克尔·普里斯（Michael Price）在海涅过世后接管了共同股份基金，他继续坚持海涅一贯的投资策略，以50美分的价格购买了价值1美元的资产雄厚公司（asset-rich）的股票，然后等待市场价格重新反映公司股票的内在价值，他的投资业绩非常出色。约翰·奈夫（John Neff）是一位投资于不再受投资者青睐的冷门股的最优秀的投资者，他经常敢于冒着巨大风险买入被市场抛弃的冷门股。Loomis-Sayles公司的肯·黑博纳（Ken Heebner）也同样敢于冒风险买入冷门股，也取得了骄人的投资业绩。

我的另一位朋友彼得·德罗特（Peter DeRoeth）在小公司股票投资方面做得极其出色。德罗特从哈佛大学法学院研究生毕业，但他却对证券投资产生了无可救药的狂热痴迷，正是他向我推荐美国玩具反斗城公司这只大牛股。他成功的秘密在于他坚决不到商学院读书——想象一下这样的话他可以节省多少时间和精力，不然他毕业之后不得不想方设法把他所学习的那些有害无益的课程全部忘掉。

乔治·索罗斯（George Soros）和吉米·罗杰斯（Jimmy Rogers）通过投资卖空黄金，买入看跌期权，对澳大利亚债券进行套期保值等金融产品，赚取了数以百万的财富，这些金融产品非常深奥难懂，我也无法解释清楚。沃伦·巴菲特则

是所有投资者中最伟大的投资者，他和我所寻找的投资机会类型完全一样，唯一的不同之处在于一旦他找到了这样的机会，就会买下整个公司。

这些大名鼎鼎、特立独行的成功投资者十分罕见，基金经理人中绝大多数属于以下类型：心智平平的基金经理人、愚笨迟钝的基金经理人、懒惰懈怠的基金经理人、溜须拍马的基金经理人、懦弱犹豫的基金经理人以及各种各样盲目从众的随大流者、因循守旧的老顽固、死搬照抄毫无主见的模仿者等。

业余投资者必须了解在基金管理行业中我们这些专业投资者的思维方式。我们阅读的是相同的报纸和杂志，聆听的是相同经济学家们的分析，非常坦白地讲，我们在很大程度上几乎是完全相同的一类人。我们的基金管理行业中很少有背景不同的人，如果听说有一位高中辍学的人在管理共同基金，我会非常吃惊。如果谁说共同基金投资管理人中有人以前做过冲浪运动员或者当过卡车司机，我也会对此十分怀疑。

在我们这一行，你不会看到许多乳臭未干的小年轻。我的妻子曾经研究过的一种流行说法认为，人们在30岁之前不会有什么伟大的创新才能和卓越的思想。另一方面，由于我现在已经45岁，还在掌管富达麦哲伦基金，所以我很想告诉大家，卓越的投资管理与青春年少无关——那些曾经历过各种各样的市场大风大浪的中年投资者要比没有类似经历的年轻投资者具有更大的优势。

然而，也正是由于大多数的基金管理者都是中年人，所以这一行业扼杀了青少年和老年人身上潜在的投资天赋。

2.1 华尔街专业投资者的滞后性

对于每一只我努力搜寻出来的盈利前景辉煌的好股票来说，这只股票的优点非常显而易见，如果说有100个专业投资者能够不受限制自由地将其加入到他们的投资组合中的话，我敢肯定这100个人中有99个会买入这只股票，但是由于种种原因，他们却不能这样做，下面我将一一说明这些原因，你看了就会明白，在专业投资者与那些10倍股之间存在着许许多多的障碍。

在现行的体制下，只有在许多大型机构投资者都认为一只股票适合于购买，

并且许多著名的华尔街分析师们（那些对各种行业和公司进行跟踪分析的证券研究人员）将其列入推荐购买的股票名单之后，一只股票才有可能真正地吸引投资者们的目光。由于如此之多的投资者都在等着别人迈出第一步才敢出手，因此如果有人竟然买入大家都没买的股票是非常令人吃惊的。

我将这种现象称为华尔街的滞后性（Street lag），我想The Limited公司的股票就是一个说明华尔街的滞后性的最好例子。1969年该公司刚上市时，几乎根本不为大型机构投资者和著名分析师所知，公司发行股票时的承销商是一家位于俄亥俄州首府哥伦布的名为沃克（Vercoe & Co）的小证券公司，而The Limited公司的总部也在那里。那时The Limited公司的主席莱斯利·威克斯纳的高中同学彼得·赫乐迪（Peter Halliday）是沃克证券公司的承销部门经理，赫乐迪把华尔街对The Limited公司的股票反应冷淡归因于俄亥俄州首府哥伦布根本不是一个非常吸引投资者的上市公司的麦加圣地。

第一位注意到这家公司的分析师是怀特·魏尔德公司（White Weld）的苏茜·霍姆斯（Susie Holmes），好几年都只有她一个人孤独地对The Limited公司追踪研究，直到1974年才有第二位分析师——第一波士顿（First Boston）的玛吉·吉莉姆（Maggie Gilliam）对The Limited公司产生了兴趣，如果不是因为遇到暴风雪使她被困在奥黑尔机场（O'Hare）期间偶然步入位于芝加哥伍德菲尔德（Woodfield）购物中心的The Limited服装专卖店，她也不会发现这家上市公司了，值得称道的是吉莉姆女士对自己工作之余闲暇时无意间的发现用心做了研究。

第一个购买The Limited股票的机构投资者是T. 罗·普莱斯新地平线基金公司（T. Rowe Price New Horizons Fund），而此时已经是1975年的夏天了，那时The Limited公司已经在全美国范围内开了100家服装专卖店，成千上万眼光敏锐的购物者在这期间本来应该开始对这家公司进行跟踪研究，遗憾的是他们并未如此。一直到了1979年，也才只有两家机构投资者购买了The Limited公司的股票，而这两家的持股量也仅占该公司总流通股本数的0.6%。The Limited公司里的员工和高级管理人员是公司的主要股东——这正是我们下文将会讨论的一个很好的投资信号。

1981年，The Limited公司已经开了400家专卖店，生意蒸蒸日上，而此时也仅有6位分析师对这家公司进行跟踪分析，这时距离吉莉姆发现这家公司的时间又已经过

了7年。1983年当该股票涨到阶段性的高位9美元时，那些在1979年股价仅为50美分（根据股票分割进行股价调整）购买了该股票的长期投资者的投资已经上涨了18倍。

当然，我知道在1984年The Limited公司的股价又跌到了5美元，下跌了将近一半，但是这家公司的经营状况却依然良好，因此这时又给投资者提供了一次趁低买入的好机会。（正如我在后面章节中将要解释的，如果一只股票的价格下跌时公司的基本面仍然良好，那么你最好是继续持有它，而比这更好的做法则是进一步买入更多的股票。）直到1985年The Limited公司的股票上涨到每股15美元时，大多数分析师才注意到这只大牛股并开始加入对这只股票大唱赞歌的队伍中。事实上，分析师们一个接一个竞相把这只股票列入推荐买入股票的名单，机构投资者也纷纷抢购这只股票，使股价一路狂涨到52.875美元——如此之高的股价已经远远脱离了公司的基本面。那时，已经有30多位分析师在对The Limited公司的股票进行跟踪分析（37位分析师），其中很多分析师刚刚蜂拥着加入跟踪队伍却马上看到The Limited股价掉头下跌。

我所喜欢的殡葬服务公司SCI（Service Corporation International）的股票早在1969年已经上市，但是SCI股票上市后整整10年间，竟然没有一位分析师对它表示过丝毫的关注！这家公司费了九牛二虎之力想要引起华尔街的注意，而最终注意它的却是一家名为安德伍德—纽豪斯（Underwood Neuhaus）的小型投资机构。希尔森公司（Shearson）是第一家对它感兴趣的大型证券公司，那时已经是1982年，而到那时SCI的股票已经上涨了5倍。

确实，如果1983年你以每股12美元的价格买入SCI的股票并在1987年以30.375美元的价格将其卖掉，那么你仍有机会获利上涨1倍以上的回报，但是这样上涨1倍多的投资回报，与你早在1978年就买入并持有到1987年获得上涨40倍的投资回报相比，二者给你带来的喜悦是天差地别的。

成千上万的投资者都应该十分熟悉这家公司，因为即使不考虑其他原因，只要他们曾参加过葬礼他们就会知道这家公司。这家公司的基本面一直很好，事实证明由于丧葬服务业不属于标准行业分类中的任何一种行业，既不属于休闲行业，也不属于耐用消费品行业，所以华尔街那些所谓的专业投资者们完全忽略了这家非常优秀的公司。

在整个20世纪70年代当斯巴鲁公司股票创出最大涨幅时，只有三四位主要证券公司的分析师追踪这家公司。1977~1986年间，Dunkin's Donuts 甜甜圈公司的股票上涨了25倍，即使如此目前也只有两家大型证券公司在追踪这只股票，而在5年前根本没有一家大型证券公司对这只股票感兴趣，只有一些地方性的证券公司，例如亚当斯公司（Adams）、哈克尼斯公司（Harkness）以及波士顿的希尔公司（Hill）在持续关注这只盈利能力很高的公司股票。作为业余投资者的你吃了该公司的油炸圈饼之后，你本应该开始依靠自己独立地对这家公司的股票进行跟踪研究。

Pep Boys汽车配件公司，这一只股票我在本书后面还会再次提到，1981年股价还不到每股1美元，1985年上涨到了9.5美元，但直到此时也只有3位分析师追踪这只股票。Stop&Shop公司股价从每股5美元上涨到了50美元，跟踪这只股票的分析师数量才从1个猛增到4个。

我还可以再继续列举出更多华尔街滞后性的类似事例，但是我认为你们都已经明白了我的意思。与上面所提到的表现优异的小公司很少有分析师跟踪的情况形成鲜明对比的是，通常情况下对IBM进行跟踪研究的证券公司分析师有56人之多，而对埃克森石油公司进行跟踪研究的分析师有44人之多。

2.2 机构投资的严格限制：4项检验全部合格

如果你认为一般华尔街专业投资者们寻找的是买入令人兴奋的好股票的理由，那么说明你肯定对华尔街的了解还不够多，基金经理人最可能寻找的不是买入而是拒绝买入这类好股票的理由，这样他就可以在这种股票上涨的时候能够拿出合适的理由来为自己没有买入的举动进行辩解。这些拒绝买入的理由可以列出一个长长的单子，其中第一个理由是“对我来说公司规模太小了所以没有购买”，接着是“这只股票历史记录可以追踪”、“这家公司处在没有成长前景的行业中”、“公司的管理能力未经证明”、“这家公司的员工加入了工会”以及“竞争会挤跨这家公司”。你还会听到以下理由，如“Stop&Shop公司永远也不可能成功，它会被7-11便利连锁公司击跨”，或者“Pic 'N' Save公司永远不可能成功，它会被西尔斯公司（Sears）击跨”，或者“租车代理公司（Agency Rent-A-Car）面临Hertz和Avis公司

的激烈竞争根本不可能有机会获胜”。这些理由也许都是合情合理的担心，值得进一步调查分析，但是在大多数情况下专业投资者利用这些理由只是为了强化他们根本没有认真思考就做出轻率判断以及他们这样那样的投资禁忌。

当生存的饭碗面临危险时，只有极少数的专业投资人才有勇气敢于购买像La Quinta汽车旅馆公司这种不知名的公司股票。事实上，如果面临两种投资选择，第一种选择是有可能投资于一家不知名的公司股票会赚到一大笔钱，第二种选择是可以确定投资于一家已被广泛认可的公司的股票只有少量的损失，那么无论是共同基金经理人、养老基金经理人，还是公司投资组合经理人都不会毫不犹豫地放弃赚大钱的可能性而选择亏小钱的确定性。对于专业投资人来说，能赚大钱固然是好事，但更为重要的是万一你投资失败时你也不会落得个悲惨下场。华尔街上有一条不成文的潜规则：“如果你购买是IBM的股票而使客户资金遭受损失，那么你永远不会因此而丢掉你的饭碗。”

如果你买了IBM的股票后它的股价下跌了，你的客户和老板的问题是：“该死的IBM公司最近是怎么搞的？”但如果你买的是La Quinta汽车旅馆公司的股票并且你买入后股价下跌了，他们就会这样问：“该死的你是怎么搞的？”这就是为什么当只有两个分析师追踪La Quinta汽车旅馆公司的股票时那些只关心饭碗是否安全的投资组合经理根本不会买入这只股票的真正原因，尽管当时这只股票只有每股3美元。当沃尔玛公司的股价只有4美元时这些专业投资者并不会购买，因为那时沃尔玛还是一家坐落在阿肯色州一个微不足道的小镇上的一家微不足道的小公司。但是很快沃尔玛公司业务迅速扩张，后来沃尔玛公司在全中国每一个人口密集的地区中心都开设了分店，并且有了50位分析师对这只股票进行跟踪分析，同时《人物》周刊还对沃尔玛的董事长进行了专访（他是一位行为怪异的亿万富翁，经常自己开着小型轻便货车去上班），这时那些专业投资人才购买了沃尔玛的股票，而此时股价已经上涨到了每股40美元。

银行的养老基金投资管理部门和保险公司在股票上的随大流行为最为糟糕，他们买入或卖出股票都要根据事先经过批准的股票名单进行操作。十个养老基金经理人中有九个是根据这种股票名单进行投资，这是一种防止“投资业绩多样化”（diverse performance）的毁灭性影响的一种自我保护方式，而“投资业绩多样化”

会引起很大的麻烦，正如下面例子所描述的那样。

两家公司的总裁史密斯和琼斯像以往一样正在一起打高尔夫球，他们两个公司的养老基金账户都在河城国民银行（National Bank of River City）进行管理。在等待开球时，他们谈论起一些重要的事情，谈到养老金账户时他们很快就知道了各自的收益情况，这些年来史密斯的养老基金账户上涨了40%，琼斯的养老基金账户上涨了28%，对于这样出色的投资业绩本来两个人都应该感到相当满意，但是琼斯却由于他的账户的业绩相对较差而气得脸色铁青。星期一大早他就给银行的一位官员打电话进行质问，为什么在他和史密斯两个公司的养老金账户都是由这家银行同一个部门进行投资管理的情况下他的账户的投资业绩却低于史密斯的账户？如果再发生这样的情况，”琼斯生气地咆哮道，“我就会把资金都抽走。”

只要各个账户的投资经理都从同一个经过批准的股票名单中进行选股，养老基金管理部门很快就可以从此避免这种令人不快的的问题再次发生。采取这种完全统一的选股名单的做法，史密斯和琼斯的账户很有可能会获得完全相同的投资业绩，或者说至少两个人的账户不会产生明显的业绩差异而使其中较差的那个人非常生气。一看便知，根据同样的股票名单进行选股，投资业绩肯定只能是普普通通的，但是由于每个账户的业绩非常接近，所以对这种普普通通的投资业绩客户们彼此都能欣然接受，而即使投资业绩出色但彼此差异较大反而会使客户们互相攀比而难以接受。

如果一个经过批准的选股名单是由30只精心挑选出来的股票组成，其中每只股票都是由不同的分析师或者基金经理人经过独立思考挑选出来的，则应该另当别论了，因为这样所形成的投资组合很可能充满活力。但是通常情况下并非如此，列入选股名单中的每一只股票往往必须得到30位投资管理人员的一致同意，但是既然根本不存在一部由全体委员会成员共同写成的名著或者共同谱成的名曲，那么也根本不存在一个由全体委员会成员共同选择出来的股票组成的投资组合会取得非凡的投资业绩。

在此我想起了冯内古特（Vonnegut）^①写的一则短篇小说，小说中那些各种各

^① 冯内古特：生于1922年，美国作家，作品在现代生活的暴力和变异中显示同情和幽默。他的小说包括《猫的摇篮》（1963年）和《五号屠宰场》（1969年）。——译者注

样才华横溢的专业人士故意抑制自己（例如优秀的舞蹈演员穿上了厚厚的衣服，优秀的画家们则把他们的手指紧紧绑在一起等），以免让那些才能不如他们的人感到沮丧。

我也想起了在新衬衫的口袋里都会装着一张写着“4项检验全部合格”字样的产品质量合格证，这种“4项检验全部合格”的方法正是那种从统一批准的名单中来选择股票的最佳写照。那些自以为是的决策者们几乎根本不了解他们正在批准购买股票的公司到底如何，他们并没有外出参观考察过这些公司或者研究分析过这些公司的新产品，他们只不过是看到别人推荐的股票之后再把这些股票推荐给别人而已。每次买衬衫时我都会想到这种经过层层审批选股名单才能出炉的过程与经过重重检查衬衫才能出厂的过程有多么类似。

难怪投资组合管理人员和基金管理人员在选择股票时都倾向于非常拘泥于选股名单。虽然做投资组合管理几乎与跳迪斯科舞或担任橄榄球教练一样工作非常不稳定，但是教练们至少还可以在两个赛季之间放松放松，而基金管理人员则根本没有放松的机会，因为投资管理这种“竞赛”一年到头都在进行之中，每过3个月就要评比一下基金投资管理人员是战胜同行还是输给同行，而客户和老板都要求立竿见影的业绩变化。

相比较而言我做投资管理要比同行们舒服一些，那些基金经理人是为了获得同样是专业投资者的上司和同事的认可而拼命工作，而我则是为了普通大众投资者而努力工作。富达麦哲伦基金的大多数股东都是资产规模较小的投资者，他们可以非常自由地随时把基金卖出，但是他们不会一只股票一只股票地逐一检查我的投资组合情况，然后再根据投资业绩好坏事后对我的选股大放一通马后炮，这样的事情却曾经发生在布兰德信托公司（Blind Trust）的布恩·道格先生（Mr. Boon Doggle）身上，这家银行受雇为怀特面包公司（White Bread, Inc.）管理养老基金账户。

布恩·道格非常了解他所选择的那些股票，他一度在布兰德信托公司做了7年的投资组合经理人，在那期间他曾做出过一些出色的投资决策，他所想要的一切仅仅是能够让他不受干涉地独立进行投资工作。但另一方面，怀特面包公司的副总裁萨姆·弗林特（Sam Flint）认为他自己也很懂股票，于是每隔3个月就要以怀

特面包公司的名义对布恩·道格所选择的股票进行非常苛刻的严格审查，每次检查都把道格折腾得筋疲力尽，不仅如此，在两次检查的间隔期间，弗林特每天都会给道格打上两次电话询问投资组合的最新情况。道格对弗林特简直可以说厌烦到了极点，他宁愿自己从来就没有认识过弗林特或者怀特面包公司，他把时间几乎全都浪费在与弗林特讨论究竟选择哪只股票才算是好股票上，以至于真正能够进行工作的时间几乎所剩无几。

一般说来基金管理者要花将近1/4的工作时间来解释自己最近如何投资操作——首先是向部门内部自己的顶头上司，然后是最终的老板也是他们的客户进行解释（就像道格的客户怀特面包公司的弗林特）。这里有另外一条不成文的规则，即客户的资产规模越大，投资组合经理人与这家客户的管理者进行交谈以取悦他们所需要的时间也就越多。当然也有福特汽车公司、伊士曼柯达公司以及Eaton公司等少数例外，但在一般情况下几乎都是如此。

让我们再来说说这位目空一切的弗林特先生吧。他在审查道格管理的养老基金账户最近的投资业绩时，看到了施乐公司股票在其投资组合中，施乐公司的股价目前为52美元，弗林特接着把目光转到了买入成本一栏，看到施乐公司的股票是以32美元的价格买入的。“太棒了！”弗林特叫道，“我自己也不可能做得这么漂亮。”

弗林特看到的下一只股票是西尔斯公司（Sears）的股票，这只股票目前的价格是34.875美元，而最初的买价则是25美元。“漂亮！”他向道格喊道。对道格来说，幸亏这些股票都没有注明购买日期，因此弗林特永远也不会知道这两只股票从1967年开始就已经进入道格的投资组合中了，早在喇叭裤在全国风行的时候他就已经持有这两只股票了。在持有施乐公司股票这么多年的时间里，所取得的投资收益率甚至连货币市场基金也比不上，但是弗林特从表面根本看不出这一点。

随后弗林特又看到了七棵橡树国际公司（Seven Oaks International）的名字，这恰好是我一直以来最喜欢的一只股票。大家都知道，报纸上会印一些优惠券，剪下来到超级市场购物时在收款台给收银员，就可以获得这样一些优惠，如亨氏番茄酱优惠15美分，Windex 优惠25美分等，那么大家是否知道超市如何处理这些优惠券吗？你购物的超级市场将把这些优惠券收集在一起，然后把它们寄到位于

墨西哥的七棵橡树公司，在那里工作人员要对这些成堆成堆的优惠券进行核对、处理和清算，就像联邦储备银行对各种各样的支票进行清算一样。这项工作非常枯燥乏味，却使七棵橡树公司赚了一大笔钱，并且它的股东们也获得了丰厚的回报。这种没有名气、令人厌烦、利润丰厚而且名字又晦涩难懂的公司股票，正是我最喜欢持有的股票。

弗林特从来没有听说过七棵橡树公司，他唯一知道的情况就是他所看见的投资记录：道格为基金买入的成本价格是每股10美元，而现在的股价是每股6美元。“这是怎么回事？”弗林特问道，“竟然下跌了40%！”他这样一发问，使得道格不得不用这次会面余下的全部时间来为自己选择这只股票竭力进行辩护。类似的事情一而再、再而三地出现以后，他发誓再也不买这类不知名的小公司的股票而是抱定施乐和西尔斯这些人人皆知的大公司的股票，他还决定一有机会就尽早抛掉七棵橡树公司的股票，从而使他能够在把这只股票从投资组合中永远删除的同时也永远地把他被严厉责问的痛苦经历从他的记忆中删除。

道格再一次从独立思考转变为“集体思考”，他不断提醒自己说只有与大家一起选择相同的股票自己的饭碗才会更加安全有保证。道格这样做时忽视了以下智慧名言，我记不清到底是剧作家埃斯库罗斯（Aeschylus），还是作家歌德或者是来自太空的电视明星阿尔夫（Alf）说的：

两个人是一对同伙，三个人是一群乌合之众；
四个人是两对同伙；
五个人是一对同伙和一群乌合之众；
六个人是两群乌合之众；
七个人是一群乌合之众和两对同伙；
八个人要么是四对同伙要么是两群乌合之众和一对同伙；
九个人是三群乌合之众；
十个人要么是五对同伙要么是两对同伙和两群乌合之众。

即使七棵橡树公司的基本面根本没有出现什么大问题（我认为这家公司的基本面根本没有任何问题，因为我至今还持有一小部分这家公司的股票），并且后来股

价上涨了10倍，这只股票也还是会从怀特面包公司养老金账户的投资组合中被剔除出去，因为弗林特本人不喜欢这只股票，而那些本应被卖掉却一直保留在投资组合中的股票，只是因为弗林特喜欢这只股票。在我们这一行，不分青红皂白就把目前暂时赔钱的股票全部卖掉的做法被称为“掩埋罪证”(burying the evidence)。

在那些老练的投资组合管理人员中，“掩埋罪证”这件事做得非常快速麻利，并且丝毫不留痕迹，以至于我开始怀疑，这种手段是否已经变成了投资组合管理人员赖以生存的基本手段，并且我还怀疑这是否也会变成一种与生俱来的本能以至于下一代投资管理人在“掩埋罪证”时会毫不犹豫——就像鸵鸟一生下来就学会了把它们头埋在沙子里一样。

实际上，布恩·道格如果没有一出现机会就把七棵橡树公司的股票卖掉以掩埋他手中持有赔钱股票的证据，那么他将会被公司解雇而丢掉饭碗，原来由他负责管理的投资组合将会由另一位愿意“掩埋罪证”的专业投资者来接管。一位继任者总是希望一开始就给人留下一个美好的印象，而这意味着继任者在他的投资组合中会继续保留施乐公司的股票而抛掉七棵橡树公司的股票。

在我的很多同事纷纷大吼“混蛋”之前，让我再次赞扬一下那些属于少数例外的并不会如此瞎整的专业投资者们。在纽约以外的许多地方性银行的投资组合管理部门长期以来在选股上都做得非常出色。许多公司，特别是中小型公司，在管理它们的养老基金方面的表现也非常出色。如果在全美国范围进行考察的话，一定会找到几十个在保险基金、养老基金以及信托公司表现非常出色的选股者。

2.3 机构投资潜规则：洛克菲勒牡蛎[⊖]

无论何时，当基金经理者们确实决定要购买一些让人兴奋的股票时（这需要

[⊖] 洛克菲勒牡蛎 (oysters rockefeller)：洛克菲勒牡蛎是19世纪新奥尔良餐馆发明的一道名菜，牡蛎加上菠菜、培根、奶酪以及Pernod茴香酒混在一起烤成金黄色，以当时美国第一大富豪洛克菲勒来命名，借指菜色非常丰富，在美国非常受欢迎。本书中根据林奇后面所说“不能购买名字以‘r’开头的公司的股票，或者是只能在那些名字中有‘r’的月份里买入股票，这条规定可能是借自牡蛎的吃法”，这里更接近于另外一种流行的说法：不要在英文名字中没有r字母的季节里吃牡蛎。秋季 (autumn) 是牡蛎繁殖的季节，不太肥美可口，故有此说。
——译者注

突破所有社会和政治上的阻碍),都有可能受到各种明文规定和法规的限制。有些银行的信托部门不允许购买有工会的公司的股票,而其他机构则不允许购买无成长性行业或者某些特定行业的股票,例如电子设备产业、石油产业、钢铁产业。有时这种清规戒律甚至可能达到极端荒谬的程度,比如,不能购买名字以“r”开头的公司的股票,或者是只能在那些名字中有“r”的月份里买入股票,这条规定可能是源自不要在英文名字中没有r字母的季节里吃牡蛎的说法。

除了银行或共同基金内部的限制性规定外,还有美国证券交易委员会(SEC)制定的种种限制性规定。例如,美国证券交易委员会规定,一家共同基金在任何一家上市公司的持股比例不能超过其总股本的10%,而且对于任何一只股票的投资总额也不能超过基金总资产的5%。

出台各种各样限制性规定的本意都是好的,主要是为了防止基金公司把“所有的鸡蛋都放进同一个篮子里”,同时也防止基金公司用卡尔·艾尔(Carl Icahn)的方式收购某一家公司(后面我们会对这两点进一步讨论),但这也产生了一种副作用,在1万家左右的上市公司中规模很大的基金公司被迫只能选择市值规模最大的前90~100家公司的股票。

假定你管理一个有10亿美元资产的养老基金,并且预防出现不同客户业绩不同的投资业绩多样化现象,根据规定你只能从40种运用“4项检验全部合格”的方法选择出来的并经过层层批准的股票名单中选择股票。由于根据规定你在每一只股票上的投资不能超过基金总资产的5%,因此你最少也得购买20只股票,每只股票投资5000万美元,而最多只能全部购买所有经过批准的40只股票,每只股票只能投资2500万美元。

在上述条件下,你还必须找到这样一些公司,即用2500万美元购买到的该公司的股票数不能超过其总流通股本数的10%。这些限制会导致专业投资者不得不放弃很多好的投资机会,特别是那些公司快速增长其股价有可能上涨10倍的股票。例如,在上述限制性规定下,你根本不可能购买七棵橡树公司或Dunkin's Donuts甜甜圈公司的股票。

另外一些基金还要进一步受到公司市值规模的约束:这些基金不能购买任何一家市值低于某一标准的公司的股票,比如说市值不能低于1亿美元(公司的市值

用股票现在的市价乘以流通股份总数进行计算)。如果一家公司流通股份总数为2 000万股,每股股价为1.75美元,那么这家公司市值就只有0.35亿美元(1.75美元/股 \times 2 000万股),因此基金就不能购买这家公司的股票,但是一旦这家公司的股价上涨了3倍达到5.25美元时,那么同样是这家公司,它的市值就变成1.05亿美元,那么马上基金公司就能购买这家公司的股票了。这样做的结果就导致了一个奇特现象的出现:只有当小市值上市公司的股票从很便宜上涨到价格很高时,大型基金公司才能够被允许购买这些小公司的股票。

通过上面的解释可以看出,养老基金的投资组合能够选择的股票只能是流通股本规模较大、买入后持股比例不会超过10%的公司,市值规模很大未来增长速度缓慢的公司以及名列《财富》杂志世界500强的著名公司,显而易见这种情况下形成的投资组合很难取得让人惊喜的投资业绩。养老基金几乎必须购买IBM、施乐和克莱斯勒汽车公司的股票,即使是克莱斯勒,可能也要等到公司的经营生产走出困境完全恢复元气并且股价也相应回到较高价位以后,才符合养老基金购买股票的标准。Scudder、Stevens、Clark这些一流的基金管理公司恰恰在克莱斯勒公司的股票跌到最低点之前(3.5美元)停止追踪研究这只股票,而且直到它再一次上涨到30美元时才又重新将其列入追踪研究的股票名单。

难怪如此之多的养老基金经理人根本无法战胜市场。如果是委托一家银行帮你管理投资,大多数情况下你只能得到普普通通的投资回报而已。

像我管理的这类共同基金受到的限制相对要少得多,我可以不用被迫从一个固定的选股名单中选择购买股票,并且也没有一位像弗林特先生那样的人对我指手画脚说三道四。但这并不是说我在富达公司的老板和顶头上司不监督我的工作,不向我提出一些有挑战性的问题,不检查我的业绩,而是说没有人命令我必须买入施乐公司的股票,或者不能买入七颗橡树公司的股票。

我最大的不利之处就是所管理的麦哲伦基金资产规模太大,因为资产的规模越大,投资业绩超过竞争对手的难度就越大。期望一个拥有90亿美元资产规模的基金能在竞争中击败一个只拥有8亿美元资产规模的基金,无异于期望拉里·伯德(Larry Bird)缠着一条5磅重的腰带仍能在篮球场上成为最耀眼的明星一样。资产规模大的基金跟所有体积庞大的物体一样存在着内在缺陷:因为物体体积越庞大,

移动时所需要的能量就越大。

然而即使是资产规模达到了90亿美元，富达麦哲伦基金仍然能在竞争中不断战胜对手。尽管每年都会有新的预言者预言它不可能再在竞争中一枝独秀了，胜利记录要终止了，但至今为止每年都还是麦哲伦基金能在竞争中获胜，取得超过其他基金的业绩。自从1985年6月麦哲伦基金成为全美资产规模最大的基金以来，它已经战胜了98%的普通证券共同基金。

能够取得如此出色的投资业绩，我必须感谢我寻找到的那些大牛股，包括七棵橡树公司、克莱斯勒汽车公司、Taco Bell公司、Pep Boys汽车配件公司以及所有那些快速成长型企业、困境反转型企业和那些不再受投资者青睐的企业。我想要买入的股票恰恰是那些传统的基金经理人想要回避的股票。换句话说，我将继续尽可能像一个业余投资者那样思考选股。

2.4 业余投资者要自己独立投资

你没有必要像一个机构投资者那样进行投资。如果你像一个机构投资者那样进行投资，你的业绩注定也会像一个机构投资者的业绩一样，在很多情况下机构投资者的业绩根本算不上出色，只不过是平平而已。如果你本身就是一个业余投资者，顺其自然自由自在地进行投资思考就可以了，没有必要强迫自己像一个专业投资者那样思考投资。如果你是冲浪运动员、卡车司机、高中辍学的学生，或者脾气古怪的退休人员，那么你就已经具备了一种投资上的优势，因为你所了解的许多公司正是10倍股产生的地方，而这些公司的股票已经超出了华尔街专业投资人选股的考虑范围。

当业余投资者进行投资时，不会有一位弗林特似的人站在你身边不停地对你的季度或半年投资业绩指指点点说三道四，也不会有人盘问你为什么非得买租车代理公司而不买IBM公司的股票。可能你不得不与你的配偶，或者经纪人交流沟通，但是经纪人可能会非常赞同你与众不同的股票选择，并且肯定不会因为你选了七棵橡树的股票而抛弃你这位客户，只要你还在支付佣金他就得继续为你服务。你的配偶（一位并不真正懂得投资理财的人）不是已经用允许你继续犯错的方式

表达了对你的投资计划的信任了吗？

（在一种几乎不可能发生的情况下，也就是万一当你的配偶对你所选择的股票非常不满时，你可以把证券公司寄来的每个月的股票交易对账单偷偷藏起来。当然我并不提倡这种做法，我只是想告诉大家对于中小投资者来说选择余地非常大，而对于证券基金的管理者来说毫无疑问就完全不同了。）

业余投资者没有必要花费1/4的工作时间来向同事解释为什么要买某一只股票，而且也不存在禁止买“r”字开头公司股票的规定，更不会有规定限制购买价格低于6美元的股票或者与货车司机有关的公司的股票。也没有人会抱怨说：“我从来都没听说过沃尔玛百货连锁公司”，或者“Dunkin's Donuts这个名字听起来很傻，约翰·D·洛克菲勒绝不会投资油炸圈饼公司的。”当业余投资者以19美元的价格买回一只先前以11美元价格卖掉的股票时（这有可能会是一个明智的举动），也不会有人跳出来进行指责。专业投资者们可能永远不会再以每股19美元的价格重新买回一只他们过去曾用每股11美元的价格卖出的股票，因为如果那样做的话，他们的饭碗就肯定保不住了。

没有人会强迫业余投资者去购买1400只不同的个股，也不会有人来告诉业余投资者要把资金分配在100只股票上。业余投资者可以自由地决定是买一只股票、四只股票，还是十只股票。如果找不到基本面良好、十分具有投资吸引力的股票，业余投资者可以什么股票都不买，然后等着更好的投资机会出现再行动，而证券投资基金管理人员就没有这么奢侈的选择了。我们根本不可能卖出所有的股票，因为如果我们这样做，别的公司就会一窝蜂地跟着我们一起行动，这样的话就不会有人愿意用一个让我们比较满意的价格购买这些股票了。

更重要的是，业余投资者可能会在你家附近或者自己工作的地方附近寻找到绝佳的投资机会，而且业余投资者发现大牛股往往要早在证券分析师得到信息并把相关公司股票推荐给基金经理人的好几个月甚至好几年之前。

最后我再说一次，也许你根本不应该与股票市场沾边儿，这是一个值得进一步详细讨论的问题，因为进入股市必须要有坚定的信念，没有坚定信念的投资者只会成为股市中的牺牲品。