

对话理财大师

Conversation With a Money Master

作者: BILL MILLER



对话理财大师

Bill Miller (CFA) 作为雷格梅森资产管理公司 (Legg Mason Capital Management Inc.) 董事长兼首席执行官, 被 *Money* 杂志评为 20 世纪 90 年代最伟大的理财大师。以下问答部分, **Fred H. Speece (CFA)** 就投资组合管理特别是价值投资这一主题对 **Miller** 进行了采访。

问: 作为投资组合经理人, 你的业绩长期以来很抢眼。在目前高效发展的市场中, 我们是否还有选股的空间?

答: 我们认为市场是务实而高效的, 这意味着市场竞争极其激烈, 积极型的资金经理人通常会被淘汰。例如, 2006 年 1 月 30 日之前 12 个月内, 只有不到 35% 的大盘资金经理人在市场中胜出, 过去五年中这一比例不到 30%, 过去十年中大约为 20%, 过去 15 年中大约为 22%。因此, 平均来说, 在一年多的时间内, 市场已经淘汰了 70% 多的积极型的资金经理人。资金经理人如果一开始就认为他们要积极地管理资金, 强于大势, 那么他们成功的几率就不高。但是, 对于积极型的资金经理人来说, 市场还是有他们施展才华的空间。消极型管理不能给投资者带来指数的回报, 而是指数回报减去成本。所以, 资金被消极管理的时间越长, 它们的表现与指数表现的差距就越大。反对积极型管理的观点认为这种做法会弱于市场表现。但是, 每年消极型管理的表现都弱于市场表现, 指数回报与投资者回报的差距也越来越大。为使资金的表现优于市场表现, 投资者应该对一部分资金采取积极型管理。在目前市场上, 我认为其中的一个变化是对冲基金的出现使得市场在短期内信息传递方面效率提高了。这样就提供了“时间套利”的机会, 这意味着, 从长远 (3 到 5 年) 内考虑公司的业绩, 而非仅仅考虑公司一年的业绩, 这样可以提高你优于市场表现的胜算。换句话说, 在一个短期内信息传播高效的市场中, 考虑三年要比考虑 3 到 6 个月会使你的投资行为更有效。当然, 其前提是投资者是受基本面驱动的, 而非投资技巧驱动, 技巧型投资中, 短期价格趋势驱动投资行为。

问: 你是一个价值型资金管理人, 你又是如何定义价值呢?

答: 我们对价值的定义直接来自教科书上。任何一笔投资的价值是未来自由现金流折价的现值。我们的独特之处在于大多数价值型资金管理人并不这样看待价值。他们使用了许多实用启发式算法, 如 P/E, P/B, 股价与现金流比率等。他们使用各种各样的历史量度, 竭尽所能评估价值, 但是他们事实上并没有衡量纯粹的、理论价值。所以我们的家庭作业还要包括在使用这些算法的同时, 也要学习理论并将它运用到各种投资中。许多价值型投资者过于看重历史资料。正如我曾对我们的分析师所说, 你所得到的关于一个公司的全部资料都反映它的过去, 而该公司的全部未来价值都取决于未来。所以, 只有在未来与过去相似或者未来复制历史的时候, 历史数据对于评估未来价值才有作用。

问: 投资者聘请你来承担风险, 提高收益率。有人把你面对风险的方法和与 **Weaver 伯爵** (前巴尔地摩金莺棒球队经理) 进行了比较。那么你是如何定义风险呢?

答: **Weaver 伯爵** 曾说过, 三连本垒打要比牺牲短打赢得更多的比赛。我同意他的看法。人们对频率和数量区分不是很充分, 即: 决策对错的频率和决策正确时获利多少、决策失误时损失多少的对比。许多人都希望决策正确的频率高一些。当他们确实正确的时候, 他们面临着哲学上所说的“高认知门槛”。他们需要大量的信息和资料以证实他们是正确的。结果, 他们集中精力于他们决策正确的次数而非成功时获利多少。可能在决策正确是他们的收益率率达到 10% 到 20%。当然, 他们肯定会重新投资。从数学上讲, 如果发生一次重大失误, 损

失可能会抵销许多次获利。我们并不是要看平均水平。如果我们的某些次投资使你的资产变成 5 倍甚至 10 倍，或者象我们在戴尔和 AOL 投资时，资产变成 50 倍，这时所获利润要用以补偿多次错误的决策，补偿多次投资失误时 10% 到 20% 的损失。

问：你的投资组合如何体现你说的方法？转折在哪里呢？

答：与过去相比，当今市场有一个有趣的地方，市场已不再因为异常估值让人满怀信心地投资而获得高额预期回报。这是因为各个行业的估值水平都处于 98% 区间估计。换句话说，只有 2% 的情况低于目前估值水平。所以，问题就在于，加大赌注而不能获得相应的回报。因为各个行业、部门渐渐趋同，从理论上讲获利水平降低。

问：你认为股利和股票回购是公司发出的信号吗？

答：我们是长期投资者，因此我对公司如何分配资本非常感兴趣。我们的周转率为每年 15% 到 20%，所需时间为平均 5、6 到 7 年。我们会对已经拥有 15 到 20 年的投资项目和拥有一到两年的投资项目做一次分配。但是，一般而言，公司分配资产的方式将决定我们未来收益情况。正如 Warren Buffett 所言，如果你是一家公司的 CEO，你拥有 15% 股本，股息发放比率为零，如果你在任 5 年，你就能获得该公司在历史上累计产生的总股本的一半，不管该公司历史有多长。如果你按照高于资本成本的回报率分配资产，那么你便创造了价值。反之，你则破坏了价值。所以管理层分配资产的方式是至关重要的。至于股息和股票回购，我们仅仅是告知我们的公司一些数学原则。例如：我们告诉公司，如果他们派发股息，他们的股东的这些股息的平均回报率将为市场回报率。这些股息被支付给许多不同的股东。一般来讲，股东会重新投资。他们的收益率将为市场平均回报率，不会获得超额回报。

另一方面，如果公司以低于公司价值的价格回购股票，那么股东将会获得高于平均水平的回报率，因为该公司价值与风险调整后的未来自由现金流的现值是相称的。所以，如果公司的股价大幅折价交易，那么管理层应该回购股票。如果公司的股票以平价或者溢价交易，那么管理层应该派发股息。以上是我们必定通告公司的内容。我的同事 Michael Mauboussin 出版了一本书，专门对这一问题进行了详细的分析。

问：公司的业绩和业绩质量对你来说重要吗？

答：我们希望并相信分析师能仔细研究各公司的业绩及其质量。关于公司业绩质量，我们没有既定标准（这既是优点，也是缺点），因为我们基本上不怎么重视业绩分析，如上所述，我们相信公司的价值在于未来自由现金流的现值。所以，我们基本上主要关注自由现金流。我们十分关注正常的自由现金流。不管公司报告什么，他们的会计惯例是怎麼样的，我们都透过报告去分析他们的自由现金流。从历史的角度讲，我认为这种做法让我们在几年中受益非凡。当然，这种方法也有缺点。在许多情况下，我们都会低估会计方面的异常变化对公司的影响。

例如：有些公司使用销售收益会计方法（gain-on-sale accounting）。我们会说：“我们懂销售收益会计，所以，谁在意呢？我们可以看懂并将其转化为组合会计（portfolio accounting），我们可以作调整。”但是事实如何呢？只要公司从销售收益会计法转变成组合会计法，公司股价就下跌。所以，我们最终认识到，仅仅我们自己看明白并不意味着其他人也这样想。

问：你用估值模型来制定目标价吗？

答：我们运用多变量模型。只要有人用过的估值方法，我们都会使用。只要有证据证明这种方法是有效的，我们就使用。这些方法可以是简单的历史关联，也可以是 DCF（折价现金

流)模型、DDM(股息折价模型)、或者LBO(杠杆收购)模型。事实上,考虑到市场的短期特征和私募股权的巨大影响,LBO在目前要比其他几个模型更有效。所以,与过去相比,我们现在更加重视LBO模型。

问: 私募股权规模大, 表现活跃, 其投资者已经不能找到足够多的未上市公司, 所以, 私募股权已经开始进入公众市场。那么, 私人市场估值和公众市场估值的传统差价会缩小吗?

答: 这种差距正在慢慢缩小。部分原因是私募股权非常活跃, 公众市场估值非常引人注目。按照目前的融资速度, 许多公司都进入了私人市场。当PETCO宣布要以49%的溢价进入私人市场后, 一定要注意他们相信可以以此获得超额回报率。各种各样的交易显示, 私募股权投资者投资于这些公司, 不用等到公司上市, 而仅仅是将公司转卖给其他私募股权投资者就已经获得巨额回报。因此, 我认为, 公众市场估值才有真正的吸引力, 特别是在大市值领域, 主要是因为超大市值的公司太大了, 不可能回到私人市场。

问: 基金经理人也许在估值模型的数学计算上花了很多时间, 以致没有时间去分析公司管理层。你认为和公司管理层一起探讨是否是一个重要的途径?

答: 你的时间跨度越长, 和公司管理层进行探讨效果就越好。仅短期投资的话, 我认为和管理层探讨不会给你带来很多利润。管理层在短期内, 是受《公平披露条例》约束的。如果你刚刚接触一个公司, 你就不那么了解公司的某个CEO和CFO过去的行为。我认为, 如果你持有某个公司的股票已经3、5年甚至达10年之久, 并且和该公司的管理层有广泛的接触, 你就可以注意到公司管理层回答问题的微妙之处和他们思考战略等问题的方式。

Buffett曾说“无知不是我们这一行的优点”, 我完全同意他的看法。所以, 对于任何知识、信息来源, 只要你了解它们各自的优点和缺点, 对你都会有用。公司对外总是尽量美化公司的现状, 管理层很少会告诉你公司的状况有多糟糕。但是, 通过长时间接触, 你可以了解到这一点。所以, 通过和管理层保持联系, 你可以试着了解他们如何看待公司, 他们的看法近几年内会有什么变化。

例如: 几年前, Amazon.com股价每股下跌7到8美元, 除了该公司的总裁Jeff Bezos外, 我们公司是他们的最大股东。在一次晚餐上, 我问他: “Jeff, 你最近在忙什么呢?” Jeff回答道: “去年我花大量的时间在我们的财务状况, 特别是现金流上, 今年不同了, 我在关注客户的体验。”

我想: “这种想法真好。”Jeff的回答告诉我他已经不再担心公司的发展状况和财务状况。简单地说, 过去12个月内他一直处在防御状态, 而从现在起, 他开始发起进攻。

Amazon的股价告诉你该公司正处于防御状态。所以, 现在回过头来看, 这个信息对那时的投资是何等重要。

问: 当你和公司经理交谈时, 你是事先准备好话题, 还是海阔天空, 泛泛而谈, 然后从谈话中洞察出一些东西?

答: 事实上是一定要洞察秋毫的。比如: Pfizer(辉瑞)公司来到我们公司, 带来了他们的整个管理队伍, 包括首席医药官。我们公司不是辉瑞公司的大股东, 持仓大概有几亿美元, 仓位不算很高。但是他们谈到的一个话题是制药行业正在研发的药品项目的性质。几年来, 我们医药股的持仓一直很低, 因为我们知道在过去10年中, 正在研发的药品项目的边际生产率在不断下降。这也正是为什么该行业的市盈率降低。因为, 实际上, 研发项目不断下降的边际生产率就意味着未来边际资本的投资回报率会降低。

我问道: “该项业务有什么不同之处吗? 有哪些我们需要了解的? 有哪些一般投资者不了解的?” Hank McKinnell答道: “他们不知道, 从处在研发的药品项目的周期性来看, 我

们研发的边际生产率正在提高。”

这要是真的话，那就太棒了。于是，我问道：“你有证据支持这些吗？”他答道：“当然。”他列出许多数据，说明许多药品经过第一阶段后，在第二阶段获得成功。过去，通过第一阶段的药品中，只有 40% 的在第二阶段获得成功。现在，因为使用了新的药品发现程序，70% 的在第二阶段可以获得成功。接下来，Pfizer 报告称，他们实际上提高了指导（Guidance），公司这一举动实在有意思，因为他们卖掉了消费产品业务部，该业务部的估值已经远远高于制药业务部的估值。在报告中，他们稍微提高了指导业务部，并且提及了处在研发阶段的药品项目。所以，有很多证据显示，目前边际生产率正在提高。

在几大制药公司中，Pfizer 的市盈率最低。目前，该公司是股息收益率最高的公司之一。Pfizer 宣布该公司将回购 170 亿美元的股票，但没有透露具体将如何处理股息。但是 Pfizer 发出的信号强烈显示公司股息增长至少是两位数。那么公司 13 倍（按明年的 EPS 计算，应该为 12 倍）的估值将会下降多少呢？我认为不会下降很多，特别是当边际资本生产率不断提高时。如果股息从 3.5% 开始以两位数增长，而且估值没有降低，那就意味着接近 14% 的内在回报率，而隐含的市场回报率是 7-8%。这似乎很容易。现在问题是目前没有人关心 Pfizer。过去几年中，该公司业绩表现不佳，所以每个人都认为：“没有紧迫感，谁在乎呢？”但是对我们来说，我们关心的是相对于市场的内在回报率，因为我们在那里投资的资金要比在别的地方投资的多。

问：那么，你认为提高股息是好消息吗？

答：10 年来，Pfizer 每年都提高股息，但更重要的是，公司相信他们能够继续提高股息，虽然从一开始，他们的股息就高于市场平均股息。25 年前我第一次见到 John Neff 时，我们比较了各自的投资组合，他说：“你的投资组合很好，但是，收益率如何呢？好像低于市场水平吧。”我说：“John，我知道你喜欢高于市场水平的收益率，但是，我们都知道一项资产的价值比不取决于它的派发股息的情况如何，除非你认为市场系统地误估收益，或者你能够配置投资回报以获得高于市场水平的回报率。”他说：“是啊，我相信两者都可以。”然后我说：“这就是为什么你的投资组合有很高的回报率。”所以说呢，John 在那时投资行为就非常的理性，正是这种理性成就了他作为一个出色的资金管理人的美名。

问：许多大股东去会见安然公司的 Kenneth Lay 时，Lay 对他们撒了谎。你是如何防止这种欺骗呢？

答：简单地说就是你无法保护自己不受欺骗。你可以在某种程度上保护自己不受那些掩饰公司状况的管理层的影响，或者你可以认为我没有在清晰地回答你的问题。但是 Enron 给我们留下了不可磨灭的阴影。我们刚买下 Enron 的股票，接二连之的就是这家公司的破产消息。我们想方设法去避免类似事情发生，就算是对我们相当感兴趣的公司也如此。我见过 Jeff Skilling 好几次。在富布斯（Forbes）杂志上，Enron 也被视为最受推崇的公司之一，而 Andy Fastow 也被评为最佳 CFO。但我们一直认为公司还是被严重高估了，无论它的收益如何快速增长，却始终不能覆盖它的资本成本。

这种情况就是红色预警，正如我 25 年前 CFA 考的 W.T Grant 的经典案例分析一样。所以很明显，Enron 不能持久保持这种情况。但是，当它开始减缓增速，看上去开始可以达到资本成本，我们于是在这个时候介入。

当公司的股价严重回落，我们开始搜索原因，解析每项硬资产（hard asset）和对应的债务。我们开始了解所有的帐目下的收支。虽然不完全透明，但我们知道发生了什么。我们假设帐面外合股人资产是零，同时我们也假设公司可以偿还它的债务。

我们将所有的资产都做了深入的分析除了交易这块。我们将交易估值在 20 到 30 之间，

假设在可融资和投资的前提下。鉴于此，我们给予买入评级。

开始时是十块不到，紧接着一路下滑至 3 美金——我们投入了 3 亿，之所以这么做是认为整体来说还有有收益的。这次下跌是在 2001 年——大致是 911 之后。

我们认为，下跌至零又有 10% 的可能性，根本没有想到会存在欺诈，但是不管如何，Enron 如果失去了融资的能力，变成零价值也不是不可能。

我们当时认为：“OK，好吧，就算它是零，我们是否还是可以选择它呢？投资多少是值得的？我们的投资组合还是可以优于大盘，当它到达零价值的时候？”然后我们调整了我们的仓位。结果是：我们平均买入价值是 7 元左右，却以 80 美分卖出。

在短短 60 天内我们损失了整整 3 亿美元——有史以来在最短的时间内的巨大损失。但是那年我们仍然跑赢了大盘，所以还算不上是个灾难，虽然也离灾难不远了。

问：对于价值投资者，最大的敌人就是时间，缺少耐心和“价值陷阱”——比如把一支垃圾股看成是有价值的。你曾说过你会无情地降低评级。对于有这样的见解的你是如何让自己的客户远离价值陷阱的呢？

答：几乎所有的“价值陷阱”都是由于人们用过去的资本收益率和估价来臆测今日的情况。人们会说：“噢，这只股票的历史倍数是 X，现在只有 0.8X 了。那么就有投资的机会了。”或者他们会说：“看看过去五十年制药公司发展得多好，现在它们的股价算便宜的。所以，现在有不错的投资价值。”

问题在于，在大多数“价值陷阱”中隐含的正是该行业基本面的恶化。市场通过逐渐降低这些股票的价格来体现这一事实。

所以，实质上我们一直注重的是未来的资本收益会如何而不是过去的表现。我们考察的是未来资本收益和管理层将如何积极而有效地使用资金来使我们避开那些“价值陷阱”。我们犯过许多其他的错误，然而在这点上大多数情况下是正确的。

问：报业股票的“价值陷阱”也许比制药业处于周期循环中的更早期阶段。您的姐妹旗下的一家机构——私人股本管理持有许多报业股票。对于这个行业，您持什么样的态度呢？

答：报业股票像是“价值陷阱”或者至少在过去几年中看上去像。他们的长远发展受到许多方面的严峻挑战。私有股本管理的团队也知晓这个情况，且他们的长期收益率保持着优良记录。对他们持严厉的批评态度是困难的，因为我们并不知道他们在报业股票上究竟获得了多高的收益。

我们持有的伊斯曼柯达公司（他们现在也以同样的方式持有）正面临着由于技术革新带来的长期挑战，这与报业面临的情况类似。有一点不同的是从胶卷到数码相机的变化太快了，使得柯达不得不迅速做出反应。这是非常有挑战性的，但是我们认为柯达公司已经度过了最艰难时期，未来几年会比过去几年发展的好得多。报业长期问题的显露要慢得多。那给了报业更多时间来做出反应，然而我认为这也导致许多人反应迟缓。

大概一年前，我出席一个关于新旧媒体的报告会。当时沃伦·巴菲特也在那里。他举手问道：“如果互联网的出现早于报纸，你认为现在我们还会有报纸吗？”

思考过后，答案很快给出：“不，我不这么认为。”我记得巴菲特这样答道，“那就是你对报业未来所应该知道的全部。”

一段时间前，易趣的 CEO 梅格·惠特曼告诉我，他们的分类广告业务开展的很不错。她指出在网上浏览分类广告要比看报纸来的容易得多。

而后还有电影业。我想对于一些重要的报纸来说，电影广告收入大概占了 10% 的广告收入。比起影片预告片花，报纸广告究竟能吸引多少客流量？我认为报业的电影广告收入将大幅减少。我能理解索尼公司正在考虑在网络时代是否应该把钱投在报纸广告上。所以，挑

战正在扩大。

许多报业股票以 8 到 9 倍左右的息税前摊销及折旧前盈余额在交易。但是，报纸的发行量在下降，他们的收入增长率在下降或者至多是增长不足的。那么，当你可以以 5 倍的息税前摊销及折旧前盈余额购买定购额不断上升的 Sprint Nextel 为什么要还买报业的股票呢？毕竟，Sprint Nextel 的定购业务与传统报纸是一样的。

问：有时候，分析师会不知不觉地从相信某事会发生陷入希望某事会发生。但是你所依赖的这位分析师自己并没有意识到。你会如何帮助分析师和你本人避开这种事情？

答：“希望”这个词是致命的。我们非常关注分析师的描述和语义。当“希望”这个词开始出现就糟糕了。我们希望看到的是“我想”，“我相信”，甚至是，“我有自信地感到”，而不是简单的，“我觉得”。当“我觉得”或者“我希望”开始出现，情感就占了上风。

问：这类空话充斥于华尔街卖方研究报告中。你是用你的那些研究来控制他们的偏见还是坚持采用机构内部的研究？

答：现在，我可能会浏览卖方研究报告，但几乎不去阅读任何一篇。只有在它们与一些特定的名字有关系时我才会注意。

大多数卖方的激励机制使他们既不把工作结构化，也不说明他们所做的与我们想要的是是一致的。我们很期待我们的分析师们，能够找到在某个行业、部门或公司里拥有最严密逻辑思维能力的分析师，并阅读他们的分析报告。

问：你好像非常依靠你的心理学和哲学背景来做投资分析。这是个特色吗？

答：每个人都带着自己的工具箱来工作，对吧？我没有 MBA 学位，也没有学过财务。跟我交谈过的多数人都能发现。

我是 CFA。这是我能从事这份工作的开端。但是事实上，我的技术工具箱里装的是分析性哲学。这就是我做这份工作所依靠的，并且我觉得很有用。但是，这些就是我所有的工具了。

我相信 Charlie Munger 所说的：“如果你对心理学 101 和经济学 101 两门学科中的大多数知识都有基本的了解，且你能够适当地将它们结合起来，那么它们能向你提供你所需要的一切。”我觉得这句话很对。你不需要对心理学很了解。只需心理学 101 就足够。

问：你认为跟踪误差、基准和信息比率对投资者来说是有用的工具吗？

答：客户们会问应该用什么基准来衡量我们，我们说可以用任何他们想用的基准。我们会做我们该做的。我们有一定要做的事情，无论他们怎么衡量我们都可以。

我们尽力让客户或潜在客户理解我们投资组合的建仓过程，那么信息比率可能比跟踪误差或基准较有效。信息比率可能在某些时候为客户提供相当好的指标，来判断投资经理究竟表现如何。

关注跟踪误差的人不应该雇我们。我们不去想或关注它。

问：你有基准指数吗？

答：我们雷格梅森价值信托基金的基准指数为标准普尔 500 指数，但我们在构建投资组合时并不参考标准普尔的“看好”、“看淡”和“预测”。如果我一定要在 S&P500 指数中的每个行业都持有一定的仓位，那么，在年底我就知道下一年我所面对的既有最好的行业，又有最差的行业。既然如此，我为什么还要经过这样一个一定会让我面临最差的行业的风险的过程呢？如果我确实是进入了最差的行业，那可能是因为我犯了错误，或者是因为我是出于长远

的考虑而非短期考虑才介入这个行业的。但是在 3 到 5 年内，我不想在真正糟糕的行业冒风险，也想最大限度地介入真正优秀的行业。

问：你有个单列的巨资账户，账户资金过大可能会影响你的选择。那么你又是如何将这一劣势转化为优势呢？

答：我们的组合大约有 650 亿美元，其中的 400 亿到 450 亿美元是投资在同一种风格的股票上，即美国的大盘股。大盘股可以吸收远远大于 450 亿美元（这既是优点，又是缺点）。在过去 5 年中，这是市场上表现最差的板块之一，所以可以预期这个板块未来回报率会很高。

我们告诉潜在的客户，我们所投资的板块既有好消息，又有坏消息。坏消息是，目前我们大幅弱于市场表现，因为这些大盘股今年表现不佳。好消息是，我们可以将客户委托给我们的资金翻番、甚至翻两番，我们相信在未来 5 年中，我们会做得很好。如果美国的大盘股和中盘股表现如 1999 年的表现一般，那么，从绝对数值上讲，我们可能不会做的那么好，但在目前，我们几乎可以无限制吸纳资金。

问：你进行操盘的时候是如何不让别人发现的呢？

答：我们的操盘组长和我们共事已经 15 年了，他是一个非常值得信赖的人。我们有一个年轻的交易队伍和他一起工作。

在早年，我们在“培训”（委婉地讲）经纪人不要向外人透露我们的名字时，碰到了很多麻烦。他们知道我们对泄密行为将给予严格的惩罚，一般来讲，几年之内，我们不会再给他们业务做。但现在，我们不用再担心人们对我们所从事的事情了解的太多。

当我们买入时，我们和其他投资者一样，给市场提供了流动性。我们买的大部分都是别人想卖的，我们卖的大部分都是别人想买的。我们倾向于和市场背道而驰，这样操作比较容易一些。

问：最近 Pfizer（辉瑞制药）和 Schering - Plough（先灵葆雅）公司业绩不佳，但我相信 Fred Hassan，2003 年 4 月以来一直担任 Schering - Plough 公司的 CEO，有能力随着时间推移，增加公司价值。对此你有何看法？

答：我们目前没有持有 Schering - Plough 公司的股票，但我们确实非常尊敬 CEO 和他过去的业绩。对于我们来说，更多是出于估值考虑，而非管理层的考虑。

过去，产业集中产生了良好的效果，但现在效果并不理想。对于任何产业和行业，我们一般要求我们的分析师放弃他们所信赖的风险和回报之间的最佳平衡。所以，理想的状况是，在同一个行业中，我们只持有一到两家的股票（不是现在，是过去）。所以，如果我们持有辉瑞制药的股票，我们一般就不会买 Schering - Plough（先灵葆雅）和 Merck & Co，或者其他公司的股票。

问：你会因为股票期权倒填日期改变投资吗？

答：我们是 United Healthcare Corporation（联合保健公司）的大股东之一，这个公司就发生了倒填日期问题。我们与董事会、公司的董事长兼首席执行官 Bill Maguire 以及主要负责调查这件事的人员都交谈过，尽管由于 FD 条例他们不能告诉我们全部消息，但是我们对发生的事情有了大概的认识。

我们无法预料这件事情的结局，我这里只能给你一个模棱两可的回答，那就是我们不能确定没有发生倒填期权日期的事情。

这与微软公司有些类似，他们每一个季度会以最低的价格给员工以期权奖励。如果这

是以公司规章的情况出现，那么就不存在倒填期权一事。也就是说 Maguire 有权决定期权日期，所以说这件事有些含糊不清的地方。

不过我们以前也意识到了倒填期权的存在，比如偶尔有的公司以超低的价格出售期权，对这件事我们会更加留意。所以总的来讲，倒填期权并不是什么秘密，早在六、七年前就有学术论文对此予以关注。

在相关会计法规出台前，我们总是对这种重新定价出售期权的做法作出强烈的反应，简直要被逼疯了——直到一篇发表的学术论文中指出，公司重新制定的价格通常都是或者接近最低价格。“好吧，明白了，这就是内部低价购买。”

此后，一旦公司重新定价我们都会吵嚷一番，然后再去买它的股票。而且这种做法屡试不爽。

问：在美国的大盘股估值问题上，你一直比较乐观，或者至少中立。而很多其他的分析师对美国的股票持悲观态度——毕竟总利润率和宏观层面都处于历史最高水平。请问你对美国股市总得看法如何？

答：我们的观点是这种从面到点的分析是非常危险的。利润率确实是处于高位，但有趣的是如果从长线的角度研究利润率，你会发现趋势是向上的。

Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC 的 Jeremy Grantham 对中值做了回归研究。我对中值从体系上认识一直是有问题的，因为中值不是一个静止的概念，而是处于不断波动之中。如果你可以确定中值并告诉我说这是稳定不变的，那我就回去买，但我并不能确定。

从历史的角度讲，美国股市中的大盘股比中小盘股价格要低，从资产收益率和再投资收益率角度来讲，也是如此。基本上再投资风险是大家比较担心的事情。

我们还拿微软来举例，公司宣布斥资 400 亿美元回购其股票。我认为此举将缓解投资者对于再投资风险的担心。由于微软公司有风向标的作用，我们预测其他公司会纷纷效仿。这也是我们对美国股票保持乐观的原因。

当然还有其他的原因，我认为判断哪些行业或公司具备未来高回报率的一项重要指标是看此前五年到六年投资回报率最低的情况出现在哪里。我们得到的结论是过去一段时间回报率最低的就是超级大盘股，而其他的品种如中小盘、商品期货、新兴市场都表现抢眼。

很多人指责家得宝 (Home Depot) 的 Bob Nardelli 和通用公司的 Jeff Immelt，因为这两家公司的股票的都缩水近半。但是这两家公司的业绩都是不错的，我认为这也不失为一项未来高回报率的指标。

问：您认为在您长期的投资生涯中所犯过的最大的错误是什么？可否于我们分享一下从中得到了哪些教训？

答：安然是我犯过的最大的错误，我在最短的时间内损失了最多的钱。

我相信你们都没有也不会再犯我犯过的错误。SALANT 公司是一家制衣公司，其下曾有 PERRY ELLIS，我们在基金创立之初也就是八十年代初就以每股 10 元的价格买入了这支股票。

随后美联储于 1984 年提升了利率，导致经济略微减速。SALANT 也面临包括国外竞争在内的一系列问题，终于倒闭。但是我们并没有卖出公司的股票。

我见到了公司聘请的新的 CEO，那时公司的股票以跌致每股 1 美元。这位新任 CEO 以扭转乾坤著称，他为我描述了一幅美好的前景图。我想，“不错，听起来很好。”我们在此时反而积极补仓。公司的股票从 1 美元升至 30 美元，我不禁非常得意。

但是到了八十年代末期，这位后来的 CEO 开始大举兼并，而此时美联储进一步提高

利率。随着经济的进一步恶化，这家公司第二次倒闭了。于是又一位 CEO 雄心勃勃地上任，“我们一定能够还清债务，毕竟我们有很好的品牌。”我安慰自己，“上一次我赚了 30 倍，这一次为什么不呢？”于是我又进行了补仓，如果我们记错的话，在公司第三次倒闭之前，股价也确实升到 20 美元，但是我们还是没有抛掉。

最后我抛掉了这家公司，并立下规矩，三次倒闭的公司坚决抛掉。

今天的风险控制就不会导致这样的事情发生，但是风险控制也要具体情况具体分析。

有一位世界上最大的对冲基金之一的高级经理最近对我说由于客户不喜欢振荡的市场，风险控制和风险管理已经占到举足轻重的地位。客户们不惜重金来回避市场风险。他给我举了这个例子，“三年前，我们以每股 13 元的价格买入麦当劳公司，当股价跌至 12 元的时候，风险管理委员会告诉我们已经跌了百分之十了，我们必须抛出这家公司。我们说服了他们让我们继续持有这支股票。几年后，随着菜单的更改和其他措施，公司的股票增长了两倍。

问：你的大部分基金没有购入能源类股票，但是很多投资者都认为能源类股票是有投资价值的，你会改变对这一行业的看法吗？

答：我们一直在反思自己做错的地方和今后要改进的方面。我们的投资组合里确实缺少能源类公司。

我们的投资组合是建立在可能性加权基础之上。我们错就错在过分重视长期数据而非短期数据。这与行为金融学中分析的投资者倾向性刚好相反。如果我更警觉一点就应该认识到，每一次全球性的衰退特别是伴随商品价格回后，需求曲线都会随着经济转好或商品价格反弹而发生转变。根据历史经验，这种上升的趋势将持续十八个月至四年。

事实上，我们的一位投资组合经理在 2003 年末是确实根据以上分析和有利的估值基础，提出买入能源类股票。我们差一点将它建立在价值信任体系中，但是 2003 年 12 月这些股票纷纷上涨——我们不得不付出更高的价格，所以我们就放弃了。

问：你认为在聘请投资经理时最容易犯的错误是什么，如何才能避免呢？

答：我的一个好朋友 Dick Strong，他现在已经不在这行做了。早在 20 年前他就告诉我对基金资助人来讲最重要的就是近期收益。所以能够获得最好的季度收益和年度收益的基金经理会获得最大的青睐。我们的经验也证明了这一点。

首先，假设你有 5 位基金经理候选人，他们的长期表现都很好，但是其中一位近期表现突出，为什么不聘请他呢？过分关注近期表现就是最大的通病。与之相关的一个通病就是过分关注短期的业绩表现。

这些错误都可以归咎于基金赞助人过分关注我们的结果——业绩，而不在意过程。他们应该认识到只有从长期角度来看，业绩才会等同于过程。

问：我的问题是关于分红和回购股票，一年前 DELL 公司的股票市盈率是 17 倍，而且由于公司几乎所有的收益都用于回购股票，其市盈率有逐年下降之势。你对此如何评价？

答：过去的 5 年中 DELL 的股票回购计划进行的并不成功。我们 1995 年到 2000 年初一直持有该股票，随后其股价一路下行，最近我们又进行了补仓。

DELL 和许多科技类公司都犯了回购股票的错误，他们定期回购股票以抵消摊薄的可能性。这样做错就错在实际上是将股份从公众投资者转移到管理层和员工手中。这样做完全没有考虑到转移股份的收益率。

我认为不应该为这样的资本利用方式找任何借口。

现在 DELL 已经改变了以前期权的做法，公司上个季度回购了 2.5% 的股票。根据我们多因素模型测量公司的估值达到 40 美元。我们认为如果此时介入该公司，收益率要比分红

更加可观。

有一点值得注意的是，公司从上世纪 90 年代末到一两年前回购股票的过程中，他们的创建者和总裁 Michael Dell 自己并没有参与回购，而现在他自己也开始买公司的股票。我将之视为一个信号，即管理层开始认识到公司的真正价值。

对于你刚才提出的问题，我认为任何回购股票的行为都应该首先清楚公司价值几何，未来自由现金流的现值是多少？

如果公司以低于其价值回购股票，管理层的行为是在创造价值，反之则是在贬低价值。

问：你对汽车行业的看法如何？你如何看待 GM, Nissan 和雷诺公司的联合意向？

答：我们曾经是 Chrysler 的大股东，事实上我们与 Kirk Kerkorian 打过多交道，包括 MGM 的赌场和影视公司，以及 Chrysler。通常情况下，和 Kirk Kerkorian 的同步操作一直有不错的回报。

我们这一次买入的是 GM 的长期债券，而不是股票，今年以来公司的股票走势很好。

我们对两家公司联合意向很感兴趣，但是对其长远前景尚不确定。GM 的养老金计划近期将浮出水面，我们对此也非常关注。

我们认为公司股票没有达到我们的安全边际要求，所以没有介入。另外从机会信托中购买了 LEAR 公司。我们对 GM 的股票不如债券那么有把握。

问：最后您有什么建议送给大家？

答：我刚入行的时候，遇到了巴菲特（Buffett）的一个朋友 Bill Ruane，他对我说曾经有人问他最好的投资策略是什么，他让那个人去读《证券分析》(Security Analysis by Benjamin Graham and David Dodd)和《聪明的投资者》(The Intelligent Investor by Benjamin Graham)，以及 Warren Buffett 的所有年报，那里面有投资者需要了解的所有信息。

我深有同感。两度世界扑克系列大赛冠军曾经说，“赌博只需要了解 3 点，第一你的赔率应该是 60: 40；第二管理好你的钱；第三，你要了解你自己。如此简洁的建议却已涵盖投资者需要了解的所有信息。

60: 40 的赔率意味着你知道自己胜算比较大，这一点一定要切记。

管理好你的钱就是说你打算投入多少，百分之 1，5，还是 10？在资产投资方面，比起均值方差分析，我更推崇《财富公式：你所不了解的击败赌博机和华尔街的科学赌法》。(Fortune's formula: The untold Story of the Scientific Betting System that beat the Casinos and Wall Street by William Poundstone)

最后，你要了解自己的心理以及自己在逆境中会作出何种反应。

回顾：

《投资经典翻译系列之一：虚幻的盛宴》

《投资经典翻译系列之二：投资低 PE 公司之策略》

敬请期待。。。

《投资经典翻译系列之四：眼见为实吗？——实地调研能否解决问题》