

眼见为实吗？

—— 实地调研能否解决问题

BEING THERE_ Are Company Site Visits a Delusion?

作者: Christopher Wright



一家是当时经营颇佳的公司，另一家是为股东带来丰厚回报的公司，但研究员到两家公司分别进行调研后却得出了意料之外而又情理之中的结论。

Cindy Sweeting 是位于佛罗里达州的 Templeton 投资咨询公司的执行副总裁兼全球股票研究部门的负责人，她也是一名 CFA 持证人。回忆起上世纪 90 年代初，对上述两家公司总部的调研，Sweeting 仍然记忆犹新。第一家是墨西哥的大公司，总部装潢宏伟、现代，墙壁上还贴满了价值不菲的艺术品。管理层更是招待她到一家奢华的餐厅用餐。而 Sweeting 对此得出的结论是这家公司的管理层不过是些中饱私囊，爱慕虚荣的人。

另一家也是总部位于墨西哥的大公司，公司租用一家不很起眼的银行大厦作为办公地点。Sweeting 回忆道，“晚上 7 点还有人在加班。”董事会办公室不久前进行了扩建，新旧地毯的接痕依稀可见。公司的管理层持有公司的股份，因此十分关注股东的利益。Sweeting 向投资者推荐了第二家公司，因为显然其管理层是股东利益更好的守护者。

有人质疑研究员到公司调研，不仅毫无意义，而且会产生反效果。也有些研究员认为公司的财务数据已足以表明一切，加上“选择性披露”规则的限制（参见文章最后部分），到公司调研很难获得有价值的信息。再加上调研等于为公司提供一个使用障眼法的机会，去蒙骗那些要么有些天真要么对公司怀有深厚感情的研究员。Sweeting 和其他研究员并不这样认为。

Michael Cumming 是一名能源行业的研究员，也是 CFA 持证人，他所在的公司是一家位于芝加哥的研究服务机构。他认为，“的确很难分辨哪些公司实事求是，哪些只是在编故事，”但是他还是坚信实地调研确有价值，“这对我帮助很大，特别是在起步阶段，它帮助我更好地了解整个行业的情况，以及各部分资产之间的关系。”

Cumming 对能源类上市公司的油、气设施以及总部都进行了调研，他说自己的目的是“了解公司的管理层是否胜任。”他认为，调研的重要意义在于观察公司在整个行业的背景下，是否制定了最佳的长远策略。Cumming 发现，在谈到整个行业的情况时，公司的负责人总会告诉前来调研的研究员一些常规的文件资料和盈利预测中没有包含的信息。这样一来研究员可以发现公司的管理团队是否在错失良机或者错误地发展那些对公司未来没有好处的领域。

公告之外的玄机

Francisco Alzuru 是 Hansberger 全球投资公司旗下新兴市场研究部门的主管，也是 CFA 持证人。他回忆了对上海的一家手表和首饰公司的调研情况，并认为这次调研令他“豁然开朗”。在此之前，他认为这家公司只是一家制造商，但是调研得出的结论是该公司成长机会在于其新建的分销渠道和零售计划。这家公司计划在全国范围内进行地毯式的分店铺设，主打时尚的中端市场，同时在其自营专卖店经营高档奢侈品牌。尽管公司在公告中已经对开设新店进行了说明，但是公司这项策略的绝妙之处还是要实地调研才会发现——新店的选址均在上海以及其他大城市的高档商圈——客流量高，而公司又不必支付周围高档商场的昂贵的租金——降低成本。

Alzuru 还走入一家分店亲自体验了店家为那些出手阔绰的客人营造的环境——酒窖、古巴雪茄……这并不多余，要知道这些客人对花 10 万美元买一块手表都不以为然。

“这些可是你在公司的公告里看不到的啊。”

还有一次在拉丁美洲，Alzuru 去调研一家新兴电信运营商，这家公司正在与一家已经扎稳脚跟的运营商争夺“最后一英里”的市场（从网络节点至用户的距离）。Alzuru 亲眼见证了这家新兴公司的技术优势——操作快捷、成本低廉。公司还准备提供一系列新附加值的服务——这些在公司的网站上没有说明。也就是说，这家公司能够提供比其竞争对手更新、更完善的服务。正是这样第一手的资料使研究员认识到了公司的投资价值。

据 Sweeting 回忆，Templeton 的钢铁行业研究员在 90 年代初也从调研方面获益匪浅。研究员考察了美国钢铁公司——占地有一座城市那么大，仍由工会经营，技术陈旧落后，物流一塌糊涂。而对迷你型的小厂 Nucor 公司的调研却让研究员大跌眼镜——所有的员工几乎都在微机室工作，一切都是机械化。“实地调研才让我真正明白了新技术的优势所在。” Sweeting 回忆道。

企业价值与文化

Chad Kilmer 与同事共同经营 William Blair 公司旗下的一家小市值基金，

他也是 CFA 持证人。他认为调研不仅仅是考察公司的硬资产，同时也是很好的机会了解公司的文化。Kilmer 对美国腹地的公司进行长期投资，成绩斐然。他会对公司进行价值分析，尤其对那些拥有正直、刻苦、节俭、不做作的管理者的公司情有独钟。“我是积极性基金经理，调研使我对自己的投资选择多了一份信心，可以放心大胆的加仓。”

2004 年，Kilmer 调研了一家位于明尼苏达州的保健品公司，这家公司业绩不错。公司位于一幢不是很显眼的仓储式大楼内，员工们彬彬有礼、热情友好，管理层诚恳真挚、足智多谋。这就是 Kilmer 对这家公司的印象。他认为，“如果我们对公司进行长期投资，那么公司的文化至关重要。你要确保自己投资的公司拥有积极的文化，利于员工发展的氛围，大家愿意投入到工作中去。每个人对自己每天的工作感到很兴奋。工作的最大动力不是挣工资，而是寻找其中的乐趣。”通过这次考察，他对这家公司的前景非常可观。事实证明，公司的股价已有当初的 10 美元上涨到了 37.5 美元。

2001 年 Kilmer 调研了一家位于爱荷华州的高端办公家具制造商，这家公司资本回报率很高，资产负债表又很保守。尽管公司定位于高端市场，但自身却非常俭朴——坐落于市中心一家简陋的大楼内，办公设施 40 年从未更换。这次调研坚定了 Kilmer 对这家公司的信心，股价已由当时的 20 美元升至现在的 50 美元。

侦探般敏锐的嗅觉

对公司进行调研的一项很重要的原因就是检验公司发表声明是否可信。我们前文提到的 Sweeting 曾经调研过一家基因药品制造商。这家公司被美国食品与药品管理局勒令停产，直至相关安全问题得到解决。在公司就此事发表的公告中，管理层信誓旦旦地表示情况将很快改善。但当 Sweeting 赶到那家公司却发现问题的生产车间已处于基本关停状态，整个厂区很安静，工人们纷纷被裁员，“这就让我对公司声明说问题将很快得到解决深表怀疑。”如果管理层言行一致，那么生产就应该照旧，试验药品也应该逐步下线。然而存货（标明生产日期为两年前）都堆放在角落里，上面已布满灰尘。据此，Sweeting 得出结论，公司管理层对于这种药品放行并不乐观，因此没有为重新开始生产做必要的准备。事实

证明 Sweeting 是正确的，而正是实地调研为她提供了重要的线索。

Sweeting 给出的建议是“要有像侦探一般的敏锐嗅觉，”每次调研前她都会问自己“怎样才能发现那些管理层不希望自己发现的问题？”

Alzuru 也认为调研可以检验公司公告的可信度。在向客户推荐新兴市场的公司前，他总是要亲自视察公司总部是不是在其声明的地方，店铺和厂房是否真实存在。

不仅新兴市场存在诚信问题，成熟市场也是如此。Alzuru 从 1998 年起开始投资一家大型英国零售银行。但是公司盈利欠佳，市场份额不断下降，对此管理层总是振振有词，投资者关系代表又总能巧舌如簧，打消你的顾虑。但是连续三年重复这种蹩脚的借口，使 Alzuru 决定放弃这家公司。如果不是坚持每年对公司进行一次调研，Alzuru 也很难识破公司的伎俩。

一切从这里开始

以上这些研究员和其他研究员的经验告诉我们，公司调研确实有时可以提供非常有价值的信息。Sweeting 总结道，“只要经过缜密的计划，找出关键问题，你就一定能够观察到别人没有观察到的事情，得出有力的结论，”但同时她也提醒道，“调研只是问题的一部分，它不可能解决整个投资案例。”

Christopher Wright 是一名自由撰稿人，主笔佛吉尼亚州阿灵顿的投资通讯。

最大限度利用调研

明确目标

Cindy Sweeting 不会去制订短期的工作目标。她会把注意力放在“公司未来五年的战略定位”上。公司能不能一直做到最出色？公司能不能合理地安排资金？她用调研来评估以上这些方面以及其它能影响公司长期价值的因素。

Francisco Alzuru同样有着自己的战略重点。他说：“告诉我为什么公司能在五年以后能比现在更好？”为了使他的预测更为准确，他同样希望知道公司是如何评价其定价的持续性。公司经理自己知道他们的竞争对手在新的生产能力上投入多少资金以及这些投入对于价格可能产生的影响。

准备充分

在调研以前，Chad Kilmer 通过分析报告，股东签署的委托书，业绩电话会议整理笔记以及其它一些手段来了解一个公司。他同样与卖方分析师和公司的竞争对手交谈。他说：“要让公司管理层知道你了解他们的业务。他们会因此尊敬你并愿意延长与你交谈的时间。Michael Cumming建议随身带着一份清单，上面列出你所感兴趣的问题。在会面过程中，你可能会被带离原先的主题，所以清单上列出的问题可以帮助你得到所有你想要知道的内容。Sweeting 会用一些常用的重要问题开始提问。Cumming会在访问之前通过电话确认所有安排，以确保参观工厂和与生产管理经理的会面都已经安排妥当。Kilmer 建议如果你是第一次去一个地方最好带上地图。

比一般投资者得到更多

Cumming说：“如果能直接与CEO和CFO交谈，肯定能得到更多有价值的信息。因为他们是决策者。负责投资者关系的人所能告诉你的只是他们被告知或者他们认为是对公司有利的信息。然而，从高层人士那里得到的消息是极为重要的。”Cumming同样喜欢与一些在工厂里实地工作的人进行交谈。他认为这些人能比负责投资者关系的人更好地带领你参观工厂。他说：“与那些管理资产的人交谈能让你从一个不同于传统的角度观察公司。”

Kilmer 尝试着与尽量多的人交谈，包括厂房工人和销售人员。他们能让你知道公司是不是为它所正在做的事情而感到兴奋。Kilmer 尝试着去观察这些人的肢体动作是不是与他们的语言相匹配。他说：“阅读人们的肢体语言是一种艺术。那些擅于观察非语言细节的人通常会有良好的投资记录。”

Sweeting也同样强烈支持与工厂现场的人员进行交谈。她在追踪一家英国的制药企业。这家企业一半的收入与大部门的利润来自于美国，但最近却被一些卖方的分析师抨击(他们认为这家公司的王牌产品的将受到专利技术保护到期随之而来的仿制药的负面影响，同时公司宣布由于替代产品的推出，销售成本将会有所升高)。Sweeting没有去与这家企业在伦敦的投资者关系部门打交道，而是直接去了美国，并与负责这一关键产品的销售、市场和研究人员见面。她发现没有一位英国的研究员来这里进行过调研，那些卖方的负面结论也是毫无根据。她给与这家公司买入评级，事实证明，这家公司的股价在过去4年中已经增长了3倍。

保持一定的距离

一些研究员认为，不必过多与管理层建立关系，因为这种关系会使得你很容易受管理层影响。Kilmer 却不这么认为“如果你要将你的受托资金投资于这家公司，难道你不想了解管理人员并知道他们是如何做出决策的？”作为一个长期投资者，自然是希望能建立长久关系，这样他可以抢先得到电话回复，或者在他们的口径和行为发生变化时，提早做出决定。

Kilmer: “所有公司管理层都或多或少会渲染一下自己公司的表现，所以他们通常会给你描绘出公司的美好前景。如何正确对待呢？那就走出去，摘下有色眼镜，以怀疑的目光判断公司健康与否。”如Sweeting所言“别被灌迷魂汤”。

Kilmer 还认为要客观地设定目标价，一旦超过这个价位，他会减仓或抛售这些已经到达合理估值的股票。“不管我们是否喜欢这些管理层”。这与Alzuru的做法雷同，Alzuru会毫不忌讳告诉管理层，他会在某个价位出售他们的股票。

了解文化情景

Cumming建议研究员参观国外公司时，如果不熟悉当地语言，最好有一名随行的翻译。Cumming回忆起曾在中国参加一次会议，公司为他安排了一名翻译，但是他还是希望有一名亚裔的同事，这样可以保证对方准确理解他的问题，而他也能得到一些比较微妙的信息。

如果你没有融入到情景中去，那么你很可能误读接收到的信息。Alzuru 在台湾访问时与一家化工/塑料厂约定 1 点钟见面。他提前 15 分钟赶到了召开会议的二楼，“我们走进去，发现楼道很暗，每个人都把脚放在桌上睡觉。一点钟一到，灯就打开了，大家各归各位。”对于出生在委内瑞拉的 Alzuru 来说并不算很奇怪，他父亲就会在上班前午睡 10 分钟。也不会因为看到钢铁厂咖啡厅里的红酒觉得任何新奇。在一些文化中，他解释道：你可以在中午喝上点啤酒，或是一小杯威士忌，没有人会觉得有什么不妥的。

公司调研及相关行为准则

美酒佳肴和内幕消息

作为一名研究员，你可能被邀请去调研一家在本国上市却在他国进行经营生产的公司。他们提出为你提供旅行及住宿费用，并诚邀你在世界级的高尔夫球场享受。你心里明白如果拒绝这个邀请就等于指责对方向你行贿，这样做颇为不妥，于是你接受了。在晚宴上，这家公司表示他们已经完全改善了工厂运作，并有望在未来提高收益，并说你是第一个知道这一消息的研究员。调研结束后，你和你的客户对此进行讨论，并且买卖这只股票。那么此时你是立足于道德之上，还是将之踩在脚下？

即便相关国家没有内幕交易规则，CFA 持证人也仍要遵守 IIA 关于非公开重要信息的道德行为标准。“若分析师有内部消息，他们本质上是被限制了 - 他们自己不能对这个消息做出如何反应，也不能让其他人对这个消息做出反应，” Jonathan Boersma 说，她是 CFA 机构的道德准则主管。

有些国家规定分析师不能有选择性地披露非公开重要消息（如，美国证监会 FD 条例[公平披露]；英国 FSA 准则）。分析师首先必须决定公司调研获得的信息是否为“实质性”的。Boersma 对此解释道，“这个消息是否有可能对估值或股票价格有影响，或者导致有人进行交易？”若是，那么这个问题就变成这个消息目前是否属于“非公开”。若答案是肯定的话，那么 CFA 机构就会建议分析师警惕该公司有可能存在‘选择性披露’，且要鼓励公司召开记者招待会或通过其他

方式对公众披露消息。

运营改善这个消息是“实质性”的吗？除了收益，净利率和收购，关于哪些属于实质性这一问题变得有些摸棱两可。“若你对此拿不准，不妨找监察部门，在他们告诉你答案前不能对这个消息做出反应”，Chard Kilmer, CFA。

礼物和其他好处

Boersma 认为礼物，住宿，膳食和娱乐只是提供了一些判断尺度。根据 CFA 职业准则行为 I (B)，持证人必须合理判断，保持自己的独立性和客观性。

一般来说，接受机票费用是不道德的，但也有例外，比如包机是去调查一个遥远的煤矿惟一的途径。关于礼物，CFA 机构已经废除礼物要在 100 美元以下的规定，持证人现在要做出自己的判断，即一个理性、独立、和客观的判断会否受到这个礼物的影响。Boersma 指出一定额度的钱，如 100 美元，在不同的国家代表的概念差别会很大。

分析师以及他们所在的公司，若想避免不当行为的出现，应该向被调研的公司支付进餐或高尔夫的费用。如果在某些文化里或因出于某种原因，确实盛情难却拒，那么应该对接受礼物，进餐，和其他类似的好处予以披露，让雇主和投资者作出客观的判断。相关指导请参见道德行为准则手册（2005 年第九版）20 页，例 1。

敬请期待。。。

《投资经典翻译系列之五：面对问题报表—证券分析师能够甄别盈余管理与真实财务数据吗？》