

■投资原典

原来常理靠不住

——读杰里米·西格尔《投资者的未来》

□中道巴菲特俱乐部 陈理

《论语·学而》中曾子曰：“吾日三省吾身：为人谋而不忠乎？与朋友交而不信乎？传不习乎？”股市或许是最健忘、最缺反躬自省的地方。投资虽然是投资未来，但如果没有反思，未来就是一场赌博。杰里米·西格尔的《投资者的未来》，就是一本反思的力作，也是投资者很好把握未来的指引。

杰里米·西格尔是沃顿商学院金融学教授，他1999年在《华尔街日报》上的那篇“大盘科技股是傻瓜的赌注”，因大声警示网络和科技泡沫引起网络概念股暴跌，遭到很多“爱上”网络股的投资者的痛骂，也因此得到了沃伦·巴菲特的关注和称赞。这为西格尔带来了进一步研究的动力，并最终催生了此书。

投资者的教训

西格尔在本书中一次次地带领穿越时光隧道，研究和反思过去半个世纪的美国股市，颠覆了许多传统理念：

1、指数投资的短板：从1957年标准普尔500指数诞生以来，陆续加入这个指数中的新公司超过900家，平均投资收益比不上最初入选该指数的500家公司。如果将投资成数于指数，不断用快速成长的新公司取代指数中增长缓慢的老公司，反而降低回报。

2、增长率的陷阱：与人们的直觉正好相反，投资高成长的新兴产业、公司或者国家并不能带来投资的高回报，反而要为创新和美好前景付出过高的价格。

3、投资者收益的基本原理：股票长期收益并不依赖于实际利润增长，而取决于实际利润增长与投资者预期利润增长间的差异。例如，投资者因为法律上的潜在阻力对菲利普·莫里斯公司前景预期较低，但实际上它仍然保持了较快增长速度。“较低的市场预期、较高的增长率和股利率，这三者为高收益率的形成创造了完美的条件。”

4、历久弥坚的胜利：投资回报率表现最好的公司来自拥有知名品牌日常消费品行业和制药行业。这印证了巴菲特的观察：“那些被又宽又深的壕沟保护着的产品或服务才能带给投资者最好的收益。”这就是作者所谓的“旗舰企业”，它们有三个基本特征：市盈率高于平均水平；股利率与平均水平持平；长期利润增长率远高于平均水平。表现最好的股票中没有一家平均市盈率超过27。

5、IPO的糟糕表现：首次公开发行的股票中失败者远远高超过成功者，不仅回报低于老股票，而且风险更大。对于企业家、风险投资家及投资银行家来说，新公司能够创造出巨大的利润，但是对于怀着热切希望捕捉机会的投资者而言，却得为这些驱动经济前进的公司付出了过高的价格。正如格雷厄姆所言：“大多数新发行的股票都在适宜的市场条件下销售——对股票销售者适宜意味着对购买者的不那么适宜。”

6、科技的双重性：以为通过购买带来新产品新发明的科技公司股票能使自己财富就伴随这些伟大公司的发展而增长的观点是错误的，经济增长和利润增长是两码事。事实上，科技是生产力的创造者和价值的毁灭者。最典型的例子是1999年至2003年，光纤技术的快速进步导致电信业大大供过于求，电信公司被迫大幅降价，三家电信巨头和其余113家电信公司陆续破产。

7、股利再投资的妙用：熊市保护和收益加速器。在过去十年，股利被轻视，因为投资者更注重资本利得，认为放弃股利让公司再投资能带来更高的回报。但是股票收益的历史揭示了现金股利的重要性。在熊市中，通



《投资者的未来》
杰里米·西格尔 著
李月平等译
机械工业出版社
2007年1月出版

过再投资股利积累更多的股份能够缓和投资组合价值的下降，所以是“熊市保护伞”；当股价上涨时，这些额外的股份能够大幅度提高未来收益，所以再投资股利还是“收益加速器”。此外，一般来讲，股东目标和管理层目标大不相同，除非把股利交给像巴菲特这样能够合理分配资本的管理者，否则把利润以股利的形式交给投资者会降低管理层浪费股东财富的可能性。

人口危机的挑战

“历史是我们拥有的全部”，西格尔深受其导师萨缪尔森的影响，注重长期历史数据的收集和研究，并得出一个非常重要的结论——“西格尔常量”：从1802年开始，在扣除通货膨胀之后，充分分散化的普通股投资组合具有65%至7%的年化收益率。尽管过去两个世纪里社会变化巨大，然而股票长期收益却是惊人稳定，而且相比其他金融资产拥有巨大的优势。在整个两百年里，债券年平均实际收益率为35%，仅为股票收益率的一半；票据和其他短期货币市场资产为29%，而在除去通货膨胀之后，黄金仅为0.1%的收益率。

具有惊人持续性的“西格尔常量”足以成为股票长期投资的基石。然而，在即将到来老龄化浪潮的冲击下，股权的优势会被破坏掉吗？婴儿潮出生的人们在不久后将开始出售其股票和债券，“卖掉？卖给谁？”谁将是过去几十年积累的上万亿美元资产的购买者呢？

西格尔的对策是全球化解决方案：中国、印度等发展中国家的年轻人将是那些生产商品和购买退休资产的人。这些国家保护的产品或服务才能带给投资者最好的收益。”这就是作者所谓的“旗舰企业”，它们有三个基本特征：市盈率高于平均水平；股利率与平均水平持平；长期利润增长率远高于平均水平。表现最好的股票中没有一家平均市盈率超过27。

基于这样的思路，西格尔主张构建世界投资组合，外国公司股票占股票资产40%，本国公司占60%；组合中的50%投入一个国际性指数投资组合，另外50%遵循收益提高策略。世界性的指数化股票投资策略是投资组合的核心。

他将自己的研究成果提炼为三个“指标”——D-I-V：

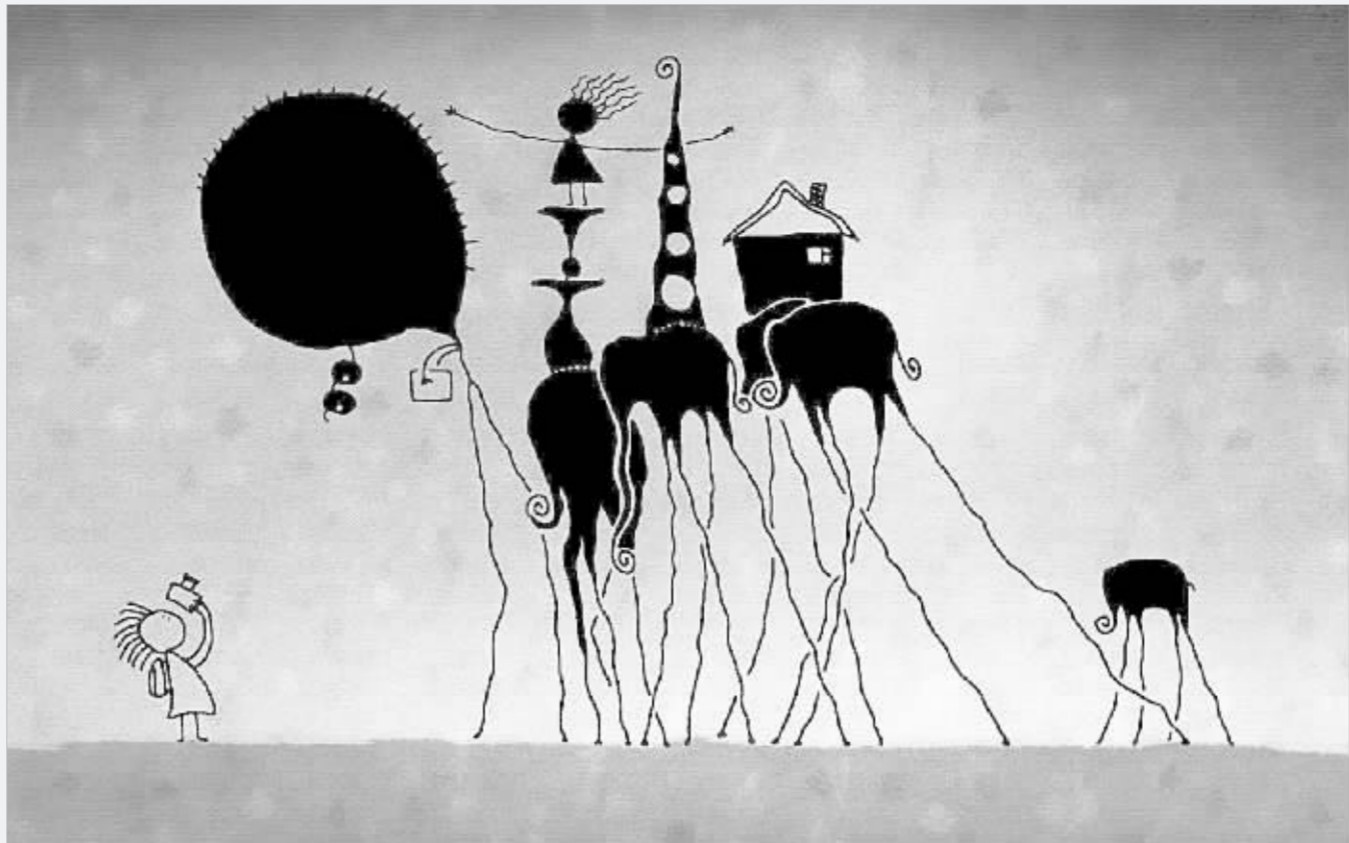
1、股利(Dividends)：购买那些拥有可持续现金流并将这些现金流以股利形式返还给投资者的股票。

2、国际化(International)：认识到那些将使经济力量的平衡从美国、欧洲、日本转移到中国、印度和其他发展中国家的力量。

3、估价(Valuation)：积累那些相对于其预期增长而言有着合理价格的公司股票，避免IPO股票、热门股票和其他那些普遍认为“必须”投资的公司和产业。

在部门策略中，西格尔推荐石油、卫生保健和日常消费品。他还推荐了最低市盈率策略、最佳幸存者 and 伯克希尔哈撒韦公司。

沪深股市仅有十多年历史，也有着许多教训需要吸取，但是吸取别人的教训成本是最低的。西格尔对美国股市的长期历史研究和深刻反思，能像一盏明灯那样，照亮我们的未来投资之路。



别紧盯头顶乌云忘了脚下水坑



□宗亮

20年前曾以那本在全球销售900多万册、给世人带来强烈震撼的《大趋势》而被人记住的约翰·奈斯比特，今天又让世人吃了一惊。在所有的媒体都在想方设法以“变化”两字吸引眼球、刺激神经，人人都在挖空心思地想着怎样赶上变化的潮流的时候，趋势大师在他的新书《定见》中却是要说明一个相反的观点：不是所有事都在改变。大部分的改变，不是发生在我们做了什么事情，而是如何做的方式。

在变化浪潮越来越高的时代，这倒是一个出人意料的新观点。在书中，奈斯比特援引了威尔·杜兰特关于文明是历史的不间断变化，充斥着杀戮和朝代的变更，而岸边的生活却千百年来恒静如一。奈斯比特认为后者才是真正的文明。在整个文明史上，也许能被称之为“趋势”的变化并不多，人类生活的本质并没有多大变化。

奈氏的用意，显然不仅仅是预测趋势，而更在于促使人们在变幻莫测的世界中摆脱不

合时宜的惯性心态，于全球化的变局中把握潮流，抢占先机。对于在变化中浮沉的现代人浮躁不安的无根心态，这倒不失为一帖颇为实用的清醒剂。

不能不出版机构把英文书名“mind set”翻成“定见”是个高招。这个词组若直译过来只是“心态”的意思，因为奈氏在书中总结了11条他认为世人面对未来时所应拥有的心态，有了这些心态的指引，未来应该尽在掌控。为此，他还引用了《小王子》中开篇的那幅图，大人为什么和孩子们看到是相同的图画，所得出的结论却迥然不同，正是因为他们的心态各异罢了。

让我们先看看这些被出版者称为定见的心态究竟有哪些吧。比如说“世界上绝大多数的事物都是有章可循的”。不管手机是否能够用来看电视，互联网是否能够通话，浴缸是否能够在你脱衣服的时候就自动放水，冰箱是否能够听到你肚子咕咕叫的声音的时候自动开门，所有这些被改变的都只是我们的生活方式，它们变得更加方便、快捷，但是我们生活的基本要素并没有改变。我们读书、结婚、生子，并把孩子送到学校读书，这并不会因为学校改革而发生什么变化。家庭和工作这些都是最重要的常量。我们总是唠叨“不是我不明白，这世界变化快”，可是实际上世界的变化并没有我们想象中的那么大，有了这样的心态，我们也许能更加适应这些所谓的“变化”。

还有就是“寻找机会比解决问题更重要”。奈氏认为当我们探寻未来时，应该去寻找、利用机会，而不是解决问题。为此，他还将当今美国政坛炙手可热的人物做了详尽区分，认为罗纳德·里根和比尔·克林顿是天生的机会寻找者，而阿尔·戈尔和希拉里·克林顿则是解决问题的人，希拉里则随克林顿入主白宫后一直致力解决全美的卫生保健问题，阿尔·戈尔努力想解决全球变暖问题就是明证。而现在执政的小布什则被奈氏称为一个拥有众多解决问题高手属下的机会寻找者。奈氏还把这一心态应用于商业世界，并以数码相机的发展为例，一批改进过旧技术（解决问题的企业失去了市场份额，而还有一些企业则靠投资研发新技术（发现机会）占据了市场。机会寻找者明白，未知的未来能够带给自己机遇，而问题解决者处理的都是昨天的问题。对于未来我们大可不必那么恐慌。

更令人神往的也许是奈斯比特发现趋势的方式：“我和众多员工一起开始对160种地方日报作了分类分析。我们的理念认为，各个地方所发生的事件的总和就是我们国家的现状。我根据自己的经历和当时的思维方式对众多事件进行分析和整理。通过高度地方化的数据库，我目睹着一个新型社会的大体轮廓在慢慢形成，也对世界未来的发展方向形成了一些看法。”这11条心态正是奈氏多年钻研趋势的心得，在纷繁复杂的信息洪流面前，世人更需要的是这些看似有些老调重弹的思维模式。就好比说幸福学吧，研究表明对未来的确定性以及掌控感能增加幸福感，相信拥有这些平实的定见，人们至少能对未来多几分踏实，少几分

不安，或者说人们能至少稍微接近一下幸福。除此之外，奈斯比特还分析了他对世界趋势的看法，内容涉及经济、欧洲、中国、视觉文化和创新的未来。他对诸如全球化中的各国文化认同、中国地方省份的发展、中国与印度的比较等问题都有自己的解释。他的第九条定见“成功的不是解决问题而是利用机会”，论据就是中国，这已是一个机遇寻求国，作为一个国家和民族的竞争优势，就是愿意适应任何必要的以及能够给自己带来利益的变革。

公元前3000年，所罗门王曾经写下过这样的名句：“已有的事，后必再有；已行的事，后必再行；日光之下，并无新事。”但身处鼓吹变化的环境，我们难免两眼直盯着未来，迫切想找到下一个改变的蛛丝马迹，以为每一朵小云彩都可能是暴风雨的前兆，却忘了脚下的水坑。《定见》无疑是一个冷静的声音，对于那些企盼令人困惑的世界里找到清晰未来目标的读者，从中找到改变事业的灵感，由此发现新的商机，倒也未可知呢。

会议纪实的范例，有利于纠正普遍存在的不良做法和习惯。再如，“议事规则中的一些权力和义务”，揭示了成员和主席之间、成员和成员之间互相制衡、各自推进和维护自身权益的各种正当而有效的手段。从内容上的悉心安排可以看出作者的用心。例如，“主持人如何运转会议”首先完整地描述了会议的过程，再进一步定义了决议处理的步骤，接下来，重点从主持人的角度，辅以大量的案例，给出了实践中的要领和技巧，最后，给出



《定见》
Mind Set!
(美)约翰·奈斯比特 著
魏平译
中信出版社
2007年3月出版

更令人神往的也许是奈斯比特发现趋势的方式：“我和众多员工一起开始对160种地方日报作了分类分析。我们的理念认为，各个地方所发生的事件的总和就是我们国家的现状。我根据自己的经历和当时的思维方式对众多事件进行分析和整理。通过高度地方化的数据库，我目睹着一个新型社会的大体轮廓在慢慢形成，也对世界未来的发展方向形成了一些看法。”这11条心态正是奈氏多年钻研趋势的心得，在纷繁复杂的信息洪流面前，世人更需要的是这些看似有些老调重弹的思维模式。就好比说幸福学吧，研究表明对未来的确定性以及掌控感能增加幸福感，相信拥有这些平实的定见，人们至少能对未来多几分踏实，少几分

会议纪实的范例，有利于纠正普遍存在的不良做法和习惯。再如，“议事规则中的一些权力和义务”，揭示了成员和主席之间、成员和成员之间互相制衡、各自推进和维护自身权益的各种正当而有效的手段。从内容上的悉心安排可以看出作者的用心。例如，“主持人如何运转会议”首先完整地描述了会议的过程，再进一步定义了决议处理的步骤，接下来，重点从主持人的角度，辅以大量的案例，给出了实践中的要领和技巧，最后，给出

会议纪实的范例，有利于纠正普遍存在的不良做法和习惯。再如，“议事规则中的一些权力和义务”，揭示了成员和主席之间、成员和成员之间互相制衡、各自推进和维护自身权益的各种正当而有效的手段。从内容上的悉心安排可以看出作者的用心。例如，“主持人如何运转会议”首先完整地描述了会议的过程，再进一步定义了决议处理的步骤，接下来，重点从主持人的角度，辅以大量的案例，给出了实践中的要领和技巧，最后，给出



《议事规则指引》
——公司治理的操作型基石
孙涤著
上海人民出版社
2007年1月出版
上海世纪出版股份有限公司
高等教育图书公司出品

会议纪实的范例，有利于纠正普遍存在的不良做法和习惯。再如，“议事规则中的一些权力和义务”，揭示了成员和主席之间、成员和成员之间互相制衡、各自推进和维护自身权益的各种正当而有效的手段。从内容上的悉心安排可以看出作者的用心。例如，“主持人如何运转会议”首先完整地描述了会议的过程，再进一步定义了决议处理的步骤，接下来，重点从主持人的角度，辅以大量的案例，给出了实践中的要领和技巧，最后，给出

■新书过眼



《现场力》
锻造一线执行力的7个条件
《可视力》
实现可视化管理的5种方法

(日)远藤 功著
林琳译
中信出版社2007年4月出版

与美式依靠制度、体系这类硬件来控制企业的方法相比，日本企业的管理制度更趋向通过个人价值观与组织同化后，由个人来控制。乍看之下，日本企业管理含有更多“默认”成分，即所谓“暗默的了解”。这种在理解游戏规则基础上，由组织成员自觉自主做事的管理方法，是日本企业成功很重要的方面。《现场力》、《可视力》可算两本较为完整介绍这种企业管理及其根源的完整文化著作。现场才是产出顾客价值的引擎，创造价值的主体，因为经营的执行力就在现场，“现场员工的反应”是战略目标能否实现的关键所在。可视化是现场力的核心部分，因为只有把所有问题放在“太阳底下”，在经营透明化的基础上增进现场力，才会有一流的竞争力。或许，从某种程度上说，“消失的10年”正是日本丧失现场力、可视化的10年。日企成功和失败的体验，对中国企业和企业家们意味着什么？



《南怀瑾讲演录》 《南怀瑾与彼得·圣吉》

上海人民出版社
2007年3月出版

文化是人类的精神所在，是生命中的根，但是今天科学技术的高速发展已经把我们的文化建设远远地甩在了后面，而痛腿的民族是无法真正步入现代化的。此时，研读一位巨儒和智者充满睿智的演讲和东西方跨文化对话，品味“无所住而生其心”的道理，一窥“经纶天下，济世救民”之堂奥，或许还能让我们的心灵找到一片宁静港湾。

《南怀瑾讲演录》收录了2004年以来南老先生在沪、琼等地对知识界、工商界、传媒界的五次重要讲演，内容包括东、西方文化发展的走向，中国经济发展的趋势，当代人文教育的现状与对策，中国传统文化与工商经济的关系，现代传媒业对社会和文化传播的责任，现代社会中个人的品格修炼和读书养性等方面所作的思考和见解。《南怀瑾与彼得·圣吉》记录了南老与西方管理学大师《第五项修炼：学习型组织的艺术与实务》作者彼得圣吉之间有关东西方文化的交锋，其中关于生命科学探讨的图可点。



《财报就像一本故事书》
刘顺仁 著
山西出版集团 山西人民出版社
2007年3月出版

司马迁在《史记·货殖列传》中说：“无财作力，少有斗智，既饶争时。”今天的中国，正是追随金融市场对经济发展抱持高度评价的好时机，而通往财富之路的关键密码，往往在企业的财务报表中。可是财务报表实在不好读，专业会计术语总让人头痛，很难让人亲近。凭着20余年在多个国家和地区从事会计师以及管理顾问、大学课堂教学的积累，台湾大学刘顺仁教授在本书中尝试将财报故事化，把历史传奇、邓丽君歌曲、李安电影、奥运冠军奋斗历程中但凡与财务报表有关的精彩故事，一一道来，将生活中的真切体会与故事中的简明道理巧妙融为一体，以期背景各异的读者在最短时间内，能又见树又见林，轻松买“对”股票，避开财报陷阱。