

[美] 克里斯托弗·迈耶 Christopher W. Mayer 著 王汀汀 译

100
BAGGERS

如何找到100倍 回报的股票

基于365只100倍
股的研究结果

STOCKS THAT RETURN 100-TO-1
AND HOW TO FIND THEM



这里没有个人偶然成功的经验
只有人人可复制的股市成功秘籍



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS



中文传媒

目錄

- 第一章 百倍股導論
- 第二章 人人都能成功——一些真實的故事
- 第三章 咖啡罐組合
- 第四章 關於百倍股的四項研究
- 第五章 過去50年中的百倍股
- 第六章 百倍股的關鍵因素
- 第七章 業主經營者：利益共享，風險共擔
- 第八章 局外人：最好的CEO
- 第九章 18000倍股的秘密
- 第十章 戰略大作戰：下大賭注
- 第十一章 股票回購：加速回報實現
- 第十二章 將競爭者排除在外
- 第十三章 與百倍股有關的各種心理活動
- 第十四章 如果發生了下一次大蕭條
- 第十五章 百倍股篩選：必要法則
- 附錄 歷史上的百倍股（1962—2014年）

圖書在版編目 (CIP) 數據

如何找到100倍回報的股票：基於365只100倍股的研究結果 / (美) 克里斯多福·邁爾
著；王汀汀譯. — 北京：中國青年出版社，2018. 3

書名原文：100 Baggers: Stocks that Return 100-to-1 and How to Find Them

ISBN 978-7-5153-4999-2

I. ①如... II. ①克... ②王... III. ①股票投資 - 基本知識 IV. ①F830.91

中國版本圖書館CIP數據核字 (2017) 第285839號

100 Baggers: Stocks that Return 100-to-1 and How to Find Them by Christopher
Mayer

Copyright © Agora Financial, LLC, 2015

Simplified Chinese translation copyright © 2018 by China Youth Press.

All rights reserved.

如何找到100倍回報的股票： 基於365只100倍股的研究結果

作者：〔美〕克里斯多福·邁爾

譯者：王汀汀

責任編輯：肖佳 於典

美術編輯：張燕楠

出版：中國青年出版社

發行：北京中青文文化傳媒有限公司

電話：010-65511270/65516873

公司網址：www.cyb.com.cn

購書網址：www.z.cn

版次：2018年3月第1版

開本：787×1092 1/16

字數：200千字

京權圖字：01-2017-1030

書號：ISBN 978-7-5153-4999-2

定價：35.40元

中青版圖書·版權所有·盜版必究

第一章 百倍股導論

這是一本介紹百倍股的專著。這些百倍股能讓投資者的每1美元投資都增長到100美元。也就是說，如果你在這些股票上投入10000美元，最終將獲得1000000美元的回報。在本書中，我將告訴你如何找到這些股票。

我知道，這聽起來似乎是一個不太可能實現的目標，成功的概率很小，就像在一副牌中抓到同花順一樣困難。不久之前我也許會同意你的看法，但當我開始深入研究這些百倍股之後，我確實發現了這類股票的一些明顯特徵。

讓我們來看看這本書能為你帶來什麼：

- 你能夠了解百倍股的重要特徵。上山的路就這麼多條，本書將為你指示這些上山的路徑。
- 你會明白為什麼所有人都可以挑選出百倍股，這確實是人人適用的方法。你不需要擁有工商管理碩士學位，也不需要從金融專業畢業。你所需要的只是一些基本的金融概念。
- 我會與你分享一些工具和技巧，幫助你從股票和投資中獲得更多收益。
- 實際操作是本書的重點，因此我引用了很多真實的故事和市場傳奇來論證書中的重要觀點。

如果你想從股票中獲得更多，那麼你應該讀一讀這本書。即使你永遠都找不到百倍股，這本書也會幫助你遠離那些一無所成的「懶股」，成為一個大贏家。但如果你喜歡投資那些成長空間有限的公用事業類股票，那麼這本書並不適合你。

這本書有助於改變你關於投資股票的思維方式，讓你對問題的看法煥然一新。希望這本書能夠讓你更加積極地看待市場上的各種可能性。

在介紹如何尋找百倍股的細節之前，我將首先介紹這本專著的寫作背景，以幫助讀者理解本書的框架。

這本書的故事開始於**2011**年。那一年，我有幸讀到了投資人查克·阿格拉 (**Chuck Akre**) ^[1]在當年召開的一次研討會上所做的演講 (阿格拉是一位偉大的投資人，我們會在本書最後一章再次談到他) 。他在那次會議上的演講題目是「一部投資人的奧德賽：尋找卓越的投資」。

下面這段話摘錄自其演講內容：

在**1972**年的時候，我讀了《巴倫週刊》評論的一本書，就是托馬斯·菲爾普斯 (**Thomas Phelps**) 所著的《股票市場中的百倍回報》。在他的書中，菲爾普斯分析了那些相對於最初購買價格成長達到**100**倍的股票。據我所知，菲爾普斯只是一位名不見經傳的波士頓投資經理，但是他確實發現了一些東西，並在這本書中進行介紹。他的這本書確實幫助我更加關注資本複利增長的問題。你們都知道同樣來自波士頓的彼得·林奇 (**Peter Lynch**) ，他經常談論**10**倍股。現在是菲爾普斯談論**100**倍股，這有什麼區別呢。菲爾普斯列舉了很多例子，在這些案例中投資者都獲得了**100**倍的投資回報。他還進一步總結了這些**100**倍股的特徵。

我讀過幾乎所有的投資經典，甚至包括很多名氣不太大的著述，但還從沒聽過這本書。所以我很快找來一本開始閱讀。

這本書成為了我最喜歡的投資著作之一。 **2011**年**12**月，我在自己的專欄中寫了下面這個故事，為讀者介紹菲爾普斯，以及本書中會深入挖掘的一些投資觀念。

每一個問題都是投資的機會

「如果能夠預知答案，那麼人們所遇到的每個問題都意味著投資的機會。」一位老紳士這樣說，「如果沒有小偷，誰還會裝鎖呢？」

我剛剛才知道這位鮮有人知但卻富有投資智慧的傑出紳士，他的名字就是托馬斯·菲爾普斯，一位事業有成的投資者。他曾擔任《華爾街日報》華盛頓分部的總編、《巴倫週刊》編輯、某家經紀公司的合夥人、一家世界500強公司的研究部門負責人，斯卡德、史蒂文斯和克拉克公司（Scudder, Stevens & Clark）（後被德意志銀行收購）的合夥人。在經歷了42年的職業生涯後，菲爾普斯在美國南塔基特島退休。

在其職業生涯中，菲爾普斯形成了一些投資思想。他完成了一項針對百倍股（就是那些讓1美元的投資增長至100美元的股票）的驚人研究。菲爾普斯發掘了數以百計的此類股票，每年都會有不少這類股票出現，只要你找到並持有它們，就可以享受百倍收益。

這就是我們討論的主要觀點：重點不僅僅在於找到這些股票，更在於持有。菲爾普斯的策略簡而言之就是「買對的股票，然後持有它們」。

菲爾普斯認為：「投資就像釣魚。魚餌之所以吸引魚，是因為它們被裝在旋轉的吊鉤上。」投資者就像魚兒一樣，緊緊盯住有上漲空間的股票。他們往往對股票的正常波動失去耐心，頻繁地進行交易但是卻從來享受不到鉅額的回報。

投資者們喜歡採取行動，這恰恰是華爾街存在的基石。媒體推波助瀾，好像每天都有重要的事情發生一樣。結果就是，每天都有數以億計的股票易手。

但是投資者需要區分交易和結果。菲爾普斯的書中寫道：「年幼時，我跟隨父親學做木工，父親教導我，『好的木工身邊並不會有多

少刨花』。」如我們所知，菲爾普斯正是一個充滿傳統智慧的人。

菲爾普斯認為，投資者僅憑藉一個季度或年度的片面信息來決定股票的買入或賣出，投資分析師或是投資組合經理也會因為股票一年或兩年內的疲軟表現而放棄這隻股票。

投資者應該聚焦於公司業務，而非市場價格。菲爾普斯列出了公司的一系列歷史財務指標，如**EPS**、**ROE**等，但是這些指標裡面沒有股價。在舉例之後，菲爾普斯說：「一個投資者是否會僅僅基於這些數字就決定買入或賣出一隻股票？我對此深表懷疑。」但事實上，如果他們依賴於這些指標做決策，他們確實會變得更富有。

這是菲爾普斯投資策略的核心，他不贊成賣掉好的公司。

他列舉了一個朋友，卡爾·佩蒂特 (**Karl Pettit**) 的故事，卡爾·佩蒂特是一位實業家、發明家，也是一位投資者。許多年前，他賣掉了自己持有的價值**100萬美元**的**IBM**公司的股票以開創自己的經紀業務。這些股票現在價值**20億美元**，遠遠超過他作為經紀商賺得的收益。

菲爾普斯還回顧了自己的親身經驗。他在**1954年**賣掉了自己持有的價值為**7415美元**的寶麗萊公司 (**Polaroid**) 股票以支付一位價格昂貴的醫生的賬單。他一直以此事為戒，提醒自己不要做荒唐事，因為這些股票現在價值**843000美元**。對於菲爾普斯來說，這的確是一次昂貴的求診。

菲爾普斯也反對進行市場擇時。他在職業生涯中曾多次預測熊市，但他說：「如果我不去正確預測熊市，而是把精力都放在尋找這些有百倍回報的股票上，我將比現在更加富有。」

因為自己的失誤，他錯過了許多入市的機會。菲爾普斯強調：「熊市會矇蔽一個人的雙眼。過分在意市場走勢反而會錯過入市的時機。」

「以劍為生的人終將會死在劍下。」他補充說，「當經驗豐富的投資者不為市場中的股價波動而動心時，並不是因為他們不喜歡錢，而是歷史和現實使他們確信，這不是持久的生財之道。」

菲爾普斯向我展示瞭如下的表格，表中列出了一家公司的股價實現**100**倍增長的年回報率和對應的時間。

回報率	股價漲至100倍所需時間
14%	35年
16.6%	30年
20%	25年
26%	20年
36%	15年

可以看到，實現**100**倍回報需要很長的持有時間，尤其是在如今這樣一個股票的平均持有期按月計算的時代。這才是重點。鉅額財富來自於咬緊牙關堅定持有。

要實現**100**倍收益難度很大，需要長時間保持高收益率。比如，拖拉機供應公司（**Tractor Supply**）盈利每年增長**23%**，僅用**12**年就完成了增長百倍的目標。接著是怪獸飲料公司（**Monster Beverage**），這隻股票只用了**10**年就完成了百倍目標，年增長率達到驚人的**50%**。

菲爾普斯建議，尋找新方法、新材料和新產品——投資那些能夠提高生活質量，有助於解決問題，以及能夠提供更好、更快、更廉價服務的產品。這也正是菲爾普斯先生的投資特點，他強調要投資那些能夠為人類做出貢獻的公司。這需要有長遠的眼光。

菲爾普斯在書中寫道：「華爾街有句名言：環境和形勢要比數據統計更有說服力。」僅僅關注公司公開的增長趨勢、利潤率和市盈率是不夠的，投資者更應該關注這家公司在未來是否能夠創造出更多的價值。

菲爾普斯強調他並不是要倡導投資者盲目地持有股票。「我建議選擇對的股票，根據公司發展狀況選擇性持有，而非單純買進就放在一邊不管不顧。」

如果按此方法你無法獲得百倍回報怎麼辦呢？菲爾普斯絕妙的投資方法重點其實在於，投資者應當關注收益的複合增長，而不是每天的股價波動。畢竟就算你只是找到了接近百倍的股票，也能夠為退休之後的生活儲備足夠的基金。

有些人曾持有這類股票但並沒有獲得百倍收益，因為他們總想預測市場時機或是頻繁買賣。有的時候，股票需要很長時間才會啟動。菲爾普斯持有的很多股票都說明，即使一隻股票長時間內不上漲（甚至下跌）仍然有機會成為百倍股。

「投資的一條基本規則是，如果不是情非得已，不要為了任何非投資因素而採取投資行動。」這是菲爾普斯的建議。不要因為股價波動就買賣股票，也不要為了獲得資本利得以彌補虧損而採取行動。只有確定自己之前的決策是錯誤時，才應該謹慎賣出。按照菲爾普斯的觀點，你可以認為賣出其實是在承認之前所犯的錯誤，你持有一隻股票的期限越短，說明你購買時所犯下的錯誤越嚴重。

我非常認同菲爾普斯先生的理論。當然我也知道，執行起來難度很大，但有一些人確實做到了。菲爾普斯列舉了他的一些老客戶和老同事的例子，這些人都通過購買正確的股票並且持有它們而變得很富有。菲爾普斯先生希望自己年輕的時候就能有這樣的洞察力和眼光。

現在我要講述一些關於菲爾普斯先生的事情。

我其實並未與他謀面。他於**1992**年過世，享年**90**歲。關於他的每一處引用，並非來自於和他的對話，而是來自於**1972**年他出版的專著《股票市場中的百倍股：股票分析師教你如何獲得更高收益》。

2011年，我以**22**美元的價格買到一本接近全新的二手書。這本幾乎被人們遺忘的書應該被奉為經典。在股票上獲得百倍回報聽起來確實不可思議，但是不要被這種想法干擾。投資者應該集中思考這類回報如何產生，以及採取何種投資方式來獲得百倍回報。只要緊緊盯著這個目標，就一定會提升投資的效果。

菲爾普斯在書中寫道：「高爾夫球手擊球、握杆方式的微小變動都可能增大獲勝的概率；投資亦然，更注重買入持有或許可以使你的投資組合收益更高。在《愛麗絲夢遊仙境》的故事中，你必須跑得越來越快，才能保持在原地不動。在股票市場上，有證據表明，一個人如果買了正確的股票，就必須靜靜持有才能獲得高額的回報。」這無疑是一個極好的建議。

我向大家推薦菲爾普斯的這本書，非常值得一讀，而且書中還有大量精彩的觀點、推理和有趣的故事。在很長一段時間裡，這本書都已經絕版。但是在**2015**年**1**月，迴音谷出版社（**Echo Point**）再版了這本書，現在你可以很容易地在亞馬遜上買到它（順便說一句，第五章我們將會看到，亞馬遜本身就是一隻百倍回報股）。

沿著菲爾普斯的道路前行

菲爾普斯的這本書研究了**1932**年到**1971**年期間的百倍回報股。當然，書中並沒有囊括所有的百倍回報股，因為他可能排除了最小的股票（我懷疑他也沒有足夠的資源去識別每一隻百倍回報股）。要獲得一份確切的股票名單也比我們想象中的困難很多，度量收益本身就很不複雜（例如，你是每年或每季度記錄一次股價，還是每天、每小時看一次股價？不同的時間窗口會得到不同的結果，一些股票達到**100**倍回報後持續的時間很短暫）。

即便如此，菲爾普斯的書中也涵蓋了**365**只股票。最近的百倍回報股開始於**1967**年，這隻股票僅用了四年時間就完成了任務。但是這隻股票**1971**年就終止交易了。

我決定更新他的研究。

我開始和斯特林諮詢公司（**String Advisors**）的斯蒂芬·瓊斯（**Stephen Jones**）合作，創建從**1962**年起到**2014**年之間的百倍回報股數據庫，我們假設股息用於再投資並且有選擇性地剔除那些規模最小的股票。我們篩選的對象是那些市值大於**5000**萬美元（按當前幣值計算）的股票。這是一個浩大的工程。本書出版商為獲取這些數據支付了超過**5**萬美元的代價。

我的目標一直很簡單：我想知道這些股票的共性，弄清楚這些高額的回報究竟是如何產生的，並且希望將這些知識在目前的市場上實踐。

我所做的研究是菲爾普斯工作的更新。我想重申菲爾普斯的許多觀點，我也相信我們會得到一些新的見解，畢竟我們目前的科技水平遠高於菲爾普斯寫書的時候。

最開始，我想就此研究寫一本書，題目就是百倍股，並以此書向這方面的前輩菲爾普斯先生致敬。

現在，我們終於完成了。

人人適用的法則

在我小的時候，我對什麼是偉大的投資有著先入為主的理解。這是一份長期的工作，聚焦於基本面，並且在一定程度上是本傑明·格雷厄姆（**Benjamin Graham**）和戴維·多德（**David Dodd**）那本極為著名的《證券分析》思想的延伸。這本書的理論體系培養出了沃倫·巴菲特

(Warren Buffett) 以及很多優秀的投資者。如果你沒有繼承這樣的精英傳統，那麼你的投資方法很可能是錯誤的。

後來，我開始變得不那麼教條主義。我承認，在市場中獲利的方法有很多，就像你有一萬種方法可以做好一個披薩餅。儘管如此，有了正確的食材，還要有好的方法才能烘焙出一份非常好吃的披薩。

在市場中，你能夠發現各種各樣瘋狂的成功案例，比如那些有著「金融奇才」頭銜的傳奇交易員，包括吉姆·羅傑斯 (Jim Rogers)、保羅·都鐸 (Paul Tudor)、邁克爾·斯坦哈特 (Michael Steinhardt)，還有那位古怪的舞者尼古拉斯·達瓦斯 (Nicolas Darvas)，他出版了一本名為《我是如何在股市中賺了200萬美元》的書，從此一炮而紅，一起走紅的還有他獨創的交易方法。這些我從來不感興趣，原因有很多，最主要的原因是我認為這是一種畸形的獲利手法。這些案例中投資者的收益都是巨大的，但是過程卻不可複製，當然不可能人人適用。我花了很長時間，才讓自己明白，股市中並非人人都能利用這些金融奇才的智慧獲得收益，更可能的是，跟隨這樣的投資理念，終將導致鉅額的損失。

但是，這就是菲爾普斯先生的過人之處。在下一章你就會明白，任何人都能投資百倍回報股，很多人已經做到了。每個人都能找到它們，或者發現相似的高回報股。畢竟沒有人會因為自己只投資了50倍回報股或10倍回報股而不斷抱怨。可惜的是，大多數投資者在幾年內獲得雙倍的收益就已經大喜過望了。

研究這些成功的案例和百倍股背後的規則有利於我們去發掘包括百倍股在內的高回報股。在深入探討本書的重點之前，我想談談本書的研究內容。

研究成果：365只投資獲利百倍的股票

我們的研究也是**365**只股票（巧合的是，雖然是不同的時期，但我們找到的股票數量和菲爾普斯發現的一樣）。這是我們建成數據庫後六個月內找到的主要股票。

我想先談一下本研究想做的事情，以及不想做的事情。

像這樣的研究也會有致命的侷限性。一方面，我只考慮了這些極端成功的樣本。這有事後諸葛亮的嫌疑，因為這些成功在現在看來是顯而易見的。另一方面，這也存在生存偏差，因為或許在某一時點，其他的一些公司和這些百倍回報股公司看起來很相似，但是卻沒能獲得百倍回報。我認識到這些問題的存在，但是很難糾正。

有一位統計學家，同時也是我時事通訊的讀者，他很慷慨地為我提供幫助。我與他分享了我的百倍回報股數據。他很吃驚，在給我的郵件中，他用一則小故事向我表達了他的擔憂：

這麼說吧，假設我很想知道籃球運動員為什麼這麼高。所以我從**NBA**球隊的首發陣容中提取了**DNA**和血樣進行研究。但是這裡漏掉了一個重要的東西，那就是所有沒那麼高的人。

當然，這在一定程度上是正確的。我只關注百倍回報股，而不是那些沒有達到百倍收益的股票。然而，在這本書中我要展示的並不是一系列的統計推論，而是一系列可以用於鑑別高倍回報股票的方法。如果你看過邁克爾·劉易斯（**Michael Lewis**）的《點球成金》這部著眼於優秀棒球運動員背後規則的電影，你就會明白這是一種有價值的嘗試。

我將和你們分享的這些原則在邏輯上是完全正確的，沒有它們你就無法找到百倍回報股。看完本書你就會明白。

在基於數據分析得出結論時，需要非常小心。可以說，我是遵循著菲爾普斯原著精神完成了本書的研究。他的書更多的是軼事而非實證，整本書構建在常識和一些基本的概念之上。（這使我想起了另一

本重要的專著，威廉·桑代克 (William Thorndike) 的《商界局外人》，後面我們會提到這本書。)

我認為本研究具有廣泛的實用性。但這並不意味著這就是一個科學的或是統計的研究。相較於科學，投資更偏向於是一門藝術。如果投資就是統計，那麼最好的投資人一定是統計學家。事實上則不然。

我們追尋的是眼界和智慧，而非硬性的法律和證據。

讓我們開始吧。

[1] 查克·阿格拉是阿格拉資本管理公司 (ACM) 的創始人，從1968年起從事證券投資行業。1989年，他成立了阿格拉資本管理公司。1996年12月，他成為FBR公司小盤基金經理，並一直管理該基金至2009年8月。在此期間，該基金年均回報率高達12.5%，而同一時期小盤高成長型股票指數——羅素2000成長指數 (Russell 2000 Growth index) 年均回報率只有2.5%，小盤股指數——羅素2000指數 (Russell 2000 index) 年均回報率僅為5.49%。——譯者注

第二章 人人都能成功——一些真實的故事

由於在股票中投資一萬美元數年以後收穫百萬美元的故事聽起來完全像魔法故事，因此菲爾普斯特別強調為什麼投資百倍股是一件人人都能完成的工作。他在書中列舉了很多成功者的故事。

我自己也有不少這類例子。

當我剛剛開始寫作這本書的時候，我收到了很多投資過百倍股的讀者來信，告訴我他們自己的故事。我之所以早早地跟大家分享這些例子是為了確立本書的一個基本觀點：普通人也能成功，而不必擁有工商管理碩士學位或是在對沖基金工作。同時你也會發現，這些投資經歷中人們總結的經驗教訓正是這本書所要強調的。

其中一封郵件內容如下：

「作為一個有著**30**年經驗的活躍投資者和交易者，我認為這一套尋找百倍回報股的方法和理論應當貫穿於每一位投資人的投資生涯。要是一個年輕人能得到恰當的指導，就可以按照這一套理論進行投資.....如果在我開始投資的時候就明白這些道理，那我不僅會變得更加富有，這些年的生活質量也會得到極大改善。

我曾經破產，也經歷過許多災難。曾經有無數個日夜，我目不轉睛地盯著電腦屏幕，只為時刻監控自己的倉位和交易。但其實在我的整個投資和投機生涯中，真正的財富來源都是長期投資。

基於我自己投資中的體會，我對那些致力於投資的年輕人的建議就是，要深入研究市場，投資於那些長期內能夠遠遠跑贏其他企業的公司或行業，只要投資該企業的理由未發生變化，就一定要堅決持有。切忌頻繁交易，省下盯市的時間好好陪伴家人。

看起來如此簡單，但是很少有人能夠做到。

下面這個例子可以證實我的觀點。在1992年1月，我閱讀了巴倫圓桌會議的報告，菲力克斯·祖勞弗 (Felix Zulauf) 推薦投資薩斯喀徹溫省鉀肥 (POT)，認為這隻股票是分享中國經濟增長的好方法。我認同他的觀點。這隻股票確實表現得非常好，於是我以2美元一股的價格買入，持有3年，獲得了4到5倍的收益。我對於自己還不錯的市場敏感度非常滿意。這隻股票後來逐漸停止上漲，我厭倦了等待，終於在1996年將其拋售。請讀者注意，我最初投資該股票的前提並沒有發生變化，只是我自己忍不住要採取行動。

如果我能持有到2007年的大牛市，那麼我就找到了屬於自己的百倍回報股。如果有人能更早地購買這隻股票，那麼它會實現200倍的回報。

這一經歷的教訓就是，堅持自己原有的想法並且長期持有。所以，我相信你的研究項目一定會達到很高的成就。在經過充分的調查和確認之後，就需要摒棄傳統思路，集中投資於看準的股票，然後長期持有。」

這是一個很好的例子，儘管這個人花費了很長時間才明白這個道理。他談到了很多本書中的重要觀點。我要讓我16歲的兒子和13歲的女兒讀一讀，這樣他們就會知道不是隻有他們的老爸在談論這些東西。

這是另外一封信：

「在我很小的時候，爸爸經常抱怨祖母，因為祖母總是嘮叨自己有白內障，看不清東西。他說，她在翻看《華爾街日報》，查看埃索石油公司 (Esso) 股票股價的時候看起來並沒有任何問題。這差不多是1971年的往事了，但是我的記憶非常深刻。

如果有人覺得百倍回報這個目標太過遠大，那麼先假設自己只是一個剛剛開始投資埃克森美孚（**Exxon Mobil**）的孩子。你不必是投資天才或者選股高手。你只需要買已經存在了**100**多年，世界最大石油公司的股票。就這樣持有，然後在一生中不斷地累積。因為該公司的資產負債表非常穩健，所以價格不會出現巨幅震盪。那麼，**1971**年埃索公司**1**美元的股票如今價值幾何呢？據我的計算，現在應該價值為**418**美元，除此以外還可以獲得這麼多年豐厚的股利回報。

是不是很奇妙？每個人都可能經歷過這樣的故事。這些故事實在是太有趣了，我再分享一個故事。

1969年、**1970**年左右，在西雅圖城區的一張廣告牌上寫著：『最後一個人會關燈嗎？』那個時候，我的一個朋友剛剛賣掉了西雅圖的一間公寓，稅後淨賺**10**萬美元。他認為，波音公司的經營狀況不可能更糟糕了，所以他以**9.5**美元一股的價格購買了**10000**股。在這之後的十年，他幾乎每年都能獲得**95000**美元的股利分紅。算上所有的股利，波音公司股票的回報率已經超過**100**倍了。我相信到現在他都沒有拋售這隻股票。」

重點在於你要能夠沉得住氣。想想為什麼在**1970**年人們會拋售波音的股票，那是因為通貨膨脹、戰爭、利率恐慌、經濟擔憂。不管什麼時候都會有一大堆的理由讓你賣股票。但是如果你選對股票了，持有股票將會帶來更大的收益。

這使我想起了傑出投資家克里斯·米特曼（**Chris Mittleman**）的親身經歷，他在一封致股東的信中提及此事。《價值投資者洞察》雜誌摘錄了這封信。請仔細品讀：

「想象一下，如果你的朋友在**1972**年將你介紹給沃倫·巴菲特，並且告訴你，在過去的十年中他和巴菲特先生合作投資獲利豐厚，你也應該和他一起做投資。所以你調查了一下沃倫·巴菲特，發現他的投資公司，伯克希爾·哈撒韋公司（**Berkshire Hathaway**）確

實表現非凡，股價從1962年的8美元一股上漲到1972年的80美元一股。你深受鼓舞，在1972年12月31日以80美元的價格購買了伯克希爾公司的股票。三年後，在1975年12月31日，股價下跌53%，只有38美元了，而同期的標準普爾500指數只下降了14%。你或許會心懷懊惱地拋掉股票並且再也不跟你的朋友往來了。然而在1976年，股價從38美元竟上漲到了94美元。到1982年12月31日股價飆升至775美元，而今天，已經達到了223651美元——相當於過去42年中年複利回報率的20.8%。」

我可能會把上面這段話打印出來，並且裝在鏡框裡。

所以說，任何人都能做到這件事。你需要學習的是，如何購買正確的股票並且持有它們。後者聽起來很容易，但是操作起來卻很困難。在下一章我會為你提供一種持有股票的方法。在這之後我們將繼續探討如何購買正確的股票。

第三章 咖啡罐組合

「你聽說過咖啡罐組合嗎？」

有一次我和普雷斯頓·阿塞 (Preston Athey) 吃飯的時候，他問我這個問題。普雷斯頓是普信集團 (T. Rowe Price) 小盤價值基金的優秀基金管理人。

我確實聽說過，我感到他略微有些驚奇，因為這個理論剛問世時我只有12歲，並且到現在依然不是主流。但是我知道關於這個理論的全部內容，因為任何一個痴迷金融的人都會牢牢記住這樣一個經典的投資理論。

下面我就向各位介紹經典的咖啡罐組合理論。這有助於讀者更好地瞭解百倍股，能夠幫助你堅定地持有股票。

咖啡罐組合的觀點源於羅伯特·柯比 (Robert Kirby)，他當時正擔任全球最大投資管理公司之一的美國資本集團 (Capital Group) 的組合投資經理。1984年秋天，他首次在《投資組合管理》雜誌上發表了關於咖啡罐觀點的文章。「咖啡罐組合的概念起源於古老的西部，人們將自己的重要財物放在咖啡罐裡，然後藏在床墊下面。最終結果是否成功，取決於你個人的智慧和遠見，選擇要將什麼東西放在罐子裡。」

該種觀點很簡單：盡你所能找到最優的股票，然後持有十年。這一組合完全沒有風險，而且易於管理。其最大的好處 (儘管比較微妙甚至難以理解) 在於它可以幫助你避免糟糕的直覺誤導。柯比在文章中詳細介紹了他總結出這一觀點的過程。

「我最初想到咖啡罐理論是在20世紀50年代。」那個時候柯比正在一家大型投資諮詢公司工作。他有一位合作超過十年的客戶。這位

客戶的丈夫意外喪生，她繼承了他的股票組合，並且僱用柯比來幫忙管理這些組合。柯比在查看組合後，提出：

「我發現了一件很有意思的事情，這位客戶的丈夫偷偷地按照我們給他妻子的推薦意見操作自己的股票賬戶。而賬戶資產規模讓我大吃一驚。她丈夫對我們的建議做了一點小小的調整：他完全不顧我們對股票給出的出售建議。他把我們推薦的每一隻股票都投資了大約**5000**美元，然後就將操作憑證扔進保險箱再也不管它們了。」

神奇的事情發生了。這種操作確實帶來了一些損失，一部分表現不佳的股票價值下跌，只剩下**2000**美元左右，但這隻佔很少的比例。另外一些股票最終的價值超過了**100000**美元。更讓人驚訝的地方在於：他有一隻價值**800000**美元的重倉股，單這一隻股票的價值就超過了他妻子的全部組合價值。「這隻股票是海洛依德（**Haloid**），後來成為規模巨大的施樂公司。」

這個故事非常鼓舞人，因為它標誌著懶人的勝利。它清楚地表明咖啡罐組合正是幫助你免受自己的困擾，不用再盯著股價不放，不用再熱衷於買賣操作，也不用預測經濟走勢或是在意那些壞消息。它會強迫你延長投資期限。如果你認為一個東西不值得持有**10**年時間，那麼你肯定不會把它放進咖啡罐。

可憐的柯比一直勤奮地管理著這位女士的股票組合，跟蹤公司的收益報告，減持部分股票，或是增加新的頭寸。如果他遵循懶人的信條，堅持自己的最初選擇，他會獲得更高的收益。

為什麼大家都不選擇持有呢？

菲爾普斯在書中寫道，投資者只是基於季度盈利或年度盈利而非公司的業務發展來評價股票的表現。他舉了一個例子（還有很多類似的情況），輝瑞公司（**Pfizer**）的股票價格從**1946**年到**1949**年一直在下

跌，然後相似的狀況在1951年到1956年又發生了。「過分關注股票表現的客戶多半會對於建議他們持續持有這些股票的投資顧問滿腹牢騷」，但是那些從1942年開始堅持持有輝瑞到1972年的人獲得了141倍的收益。

菲爾普斯通過這個例子說明，如果你只看輝瑞公司的財務指標，將新聞、股票市場、經濟預測以及其他亂七八糟的消息通通忽略，你是決不會賣掉輝瑞股票的。輝瑞公司自始至終都是盈利的，有良好的淨資產回報率，盈利水平也逐年攀升。

輝瑞就是一隻非常好的咖啡罐股票。

咖啡罐組合：一個極端的例子

沒有什麼比舉一個好的例子更讓人煩惱的了。

——馬克·吐溫 《傻瓜威爾遜》

舉一個最極端的例子，想象你持有一隻股票80年。

有一隻基金讓咖啡罐組合也相形見绌，那就是沃亞企業領導人信託基金（Voya Corporate Leaders Trust Fund）。這家基金是羅斯·科伯（Ross Kerber）為路透社撰寫的一篇文章中的主角。文章標題為「80年不變的投資基金」。

我知道你們對於持有股票80年沒有興趣。我也沒有興趣。事實上，十年就夠了。但是這並不意味著這個故事沒有可取之處。

科伯這樣寫道：

「沃亞企業領導人信託基金目前隸屬於沃亞金融集團旗下，該基金在1935年購買了30只等權重的美股，並且從那以後再沒有買入過一隻新股票。」

事實上他們在創建組合後便將其拋之腦後了。

有趣之處在於這一投資組合的故事。這隻基金現在依然持有當時的一些股票，包括：杜邦公司（DuPont），通用電氣（General Electric），寶潔公司（Proctor & Gamble）以及聯合太平洋公司（Union Pacific）。

也有一些來自併購或拆分的股票。比如，通過持有艾奇遜公司（Atchison）、託皮卡（Topeka）和聖達菲鐵路（Santa Fe Railway）的股票獲得伯克希爾·哈撒韋公司的股份，這樣的例子還包括通過投資西屋電氣公司（Westinghouse Electric）而持有哥倫比亞廣播公司（CBS）股票，通過投資聯合化學公司（Allied Chemical）而持有霍尼韋爾公司（Honeywell）股票。

因為1935年投資的伍爾沃斯公司（F. W. Woolworth）清算，該基金還持有富樂客（Foot Locker）的股份。由於投資了洛克菲勒標準石油（Rockefeller's Standard Oil），該基金又持有了埃克森美孚和雪佛龍（Chevron）。

基金的投資組合中目前剩下21只股票，其中包括一些後來一飛沖天的股票，比如美國罐頭公司（American Can）和賓夕法尼亞鐵路公司（Pennsylvania Railroad Co.）。

值得一提的是，這隻基金在過去的5到10年戰勝了98%的競爭者。科伯寫道：

「據晨星機構報道，在過去的5年，截至2015年2月24日，該基金每年的平均回報率為17.32%，比標準普爾500指數高1.03%；在過去的10年中，該基金的年均回報率為9.4%，超過標準普爾500指數1.32%。」

事實上，該基金已經領跑標準普爾500指數40年了，官網上並未向前追溯它的表現，但我對於該基金剛起步時的表現很感興趣。

這是一隻低成本的基金，佣金只有**52個基點（0.52%）**，大部分的基金管理費用是它的**3倍**。因為換手率比較低，所以資本利得稅也很低（但是基金還是需要通過買賣操作來應對贖回要求或是投資新認購的資金）。

總而言之，這個不同尋常的小故事告訴我們，當你基於理性的投資策略謹慎地選擇了股票之後，就應當堅定地持有投資組合。

該基金最初的投資者是美國企業領袖集團。現在幾經易手，歸屬沃亞金融集團。最初，這隻基金只有一條簡單的法則，在介紹該基金歷史的手冊上可以找到這句話：

「基金的創立者在**1935年**購買等額的**30只**龍頭公司的股票並且保證它們永遠不會被賣掉。唯一的例外是：這些公司破產、兼併或者被拆分。」

你會發現目前的市場上沒有基金採取這樣的操作方法。但是回顧對沖基金的早期發展，大部分的基金操作都是如此。

美國第一隻，也是世界第一隻開放式共同基金是**1924年**發起的馬薩諸塞投資信託基金（**Massachusetts Investors Trust**）。（備註：開放式意味著你可以以與單位基金淨值一致的價格來買賣基金份額。在馬薩諸塞投資信託基金創立之前，所有的基金都是封閉式的。這時，基金的價格不一定與組合的內在價值相匹配。由於信息披露嚴重不足，很容易想象，基金的管理者通常會為了一己私利而操縱基金。）

馬薩諸塞投資信託基金是陽光下出現的新事物。它宣告了透明和公平。它許諾小投資者低成本但是專業的管理。它聚焦高股利股票，採取敏感且保守的投資策略。馬薩諸塞投資信託基金不會頻繁交易這些股票，基金的目標在於購買並且持有股票。

已故的哥倫比亞大學著名教授路易斯·洛溫斯坦（**Louis Lowenstein**）曾指出：

「這種提供給小投資者的透明度和靈活性，安全性和放心的感覺，使得馬薩諸塞投資信託基金成為美國人參與金融的獨特方式。好點子通常起源於簡單的事物：正是這種簡單的概念使得該基金最終獲得成功。這棒極了。」

洛溫斯坦在他的著作《投資者困境》（*The Investor's Dilemma*）中講述了這個故事。這本書也是我強烈建議對共同基金投資感興趣的投資者閱讀的。[關於公司理財我有非常喜歡的兩本書，它們都是出自洛溫斯坦教授之手——《公司財務的理性與非理性》（*Sense & Nonsense in Corporate Finance*）和《華爾街錯在哪裡》（*What's Wrong with Wall Street*）。]

與沃亞金融集團的做法相同，馬薩諸塞投資信託基金也是長期持有股票。截至1949年，平均持有期是27年（這是基於基金的換手率計算的持有期，事實上，1949年這隻基金還沒到27歲）。這會吸引志同道合的投資者。每年的贖回率低於3%。基金管理費只有40個基點。到1960年，管理費降至19個基點。

但是與沃亞金融集團不同的是，這隻基金的結局並不好。馬薩諸塞投資信託基金的故事也印證了一句老話：華爾街經常好心辦壞事。華爾街很快就使得這一簡單但是絕妙的開放式基金的點子變質，把它變成了另一種賺錢機器。

從華爾街的角度來看，這隻基金的問題在於除了基金投資者，沒有人可以通過它獲利。所以，在1969年，有人建議基金持有者採取外包管理。在這之前，馬薩諸塞投資信託基金實行自我管理。這就是它沒落的開始。

自從有了外部的管理人員之後，管理費開始上漲。到了1969年，管理費上漲了36倍，但是資產只上漲了7倍。管理人的操作顯得很激進，交易也變得頻繁起來。基金淨值開始令人失望地下跌。到2004

年，黑石集團（**Blackrock**）接手馬薩諸塞投資信託基金並且將它與旗下的其他基金合併。至此，馬薩諸塞投資信託基金不復存在。

現如今常見的基金管理費用都很高，交易過於頻繁，業績嚴重落後於市場。洛溫斯坦在書中寫道，每隻基金平均持有**160**只股票並且每年都在改變股票的種類。這不是投資。但是華爾街確實在賺錢。

這些管理者不希望只是持有精心選擇的股票，他們想收取管理費並且總是想要賣掉組合中的股票。

我們要再次回到沃亞基金。馬薩諸塞投資信託基金的故事使得沃亞基金看起來更加不可置信，因為它維持最初的投資方式一直到今天。這是一隻特殊的基金，註定留名於美國曆史之中。

你或許不會持有一隻股票達**80**年之久。甚至按照我的咖啡罐理論持有**10**年對你來說時間也太長了。

但是在你的生命中，總會有一些年輕人，你可以與他們分享關於長期投資的智慧。把咖啡罐理論告訴他們，把沃亞基金的故事告訴他們，讓他們對華爾街的伎倆心中有數。

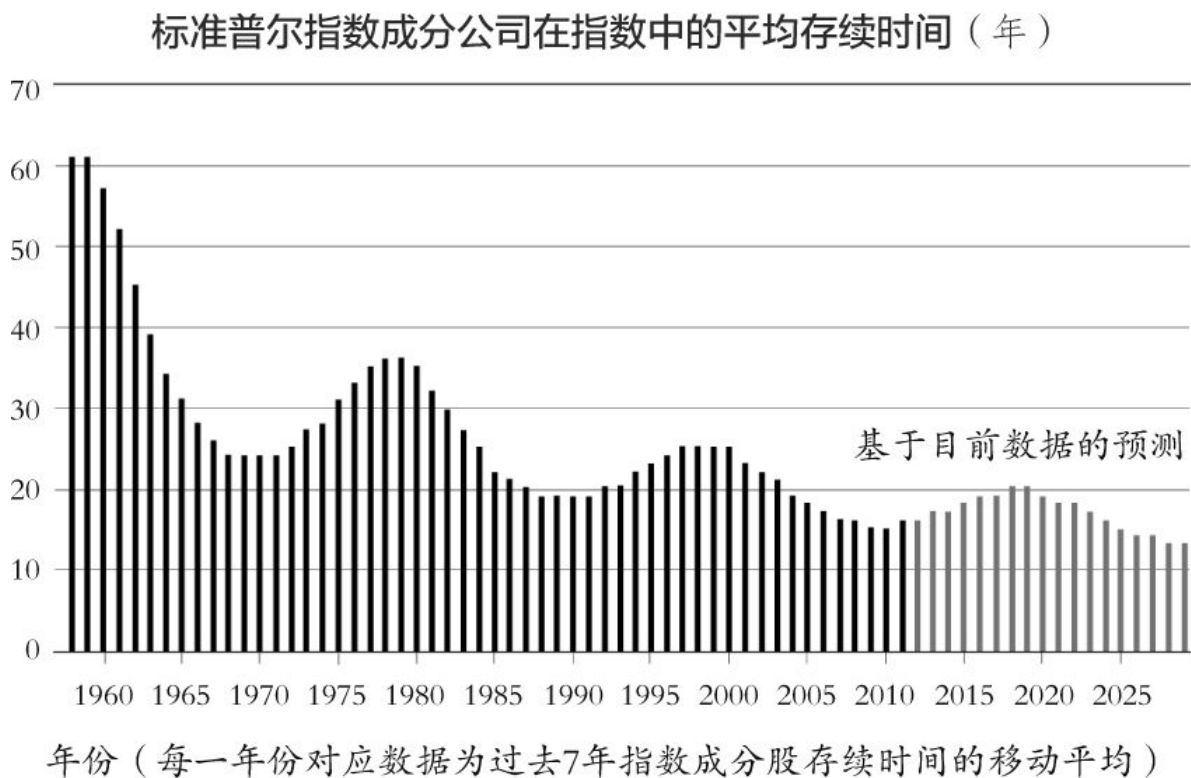
關於這些極端的持有期，有一位讀者在給我的信中寫道：

「我認為，如果我想給我的子孫留下遺產，咖啡罐是一個非常好的方法。我已經**66**歲了，**35**年的投資看起來並不是一個聰明的做法（我知道在你看來咖啡罐只需要**10**年，但是這個理論告訴我們似乎你持有的時間越長，你的回報越豐厚）。這隻基金在**1935**年時投資了一籃子股票，並且再也沒有進行過操作，這引起了我的興趣。我不確定現在的人能做到這一點，但是這確實是一種避免投資受到個人因素干擾的方法。

我的問題是：如何選擇在咖啡罐中存放**35**年的股票呢？你提供的那些表現最好的公司名單上，大部分的年度回報率都達到**25%**甚至更高。如果我在**1970**年選擇長期投資，我猜我會投資諸如希爾

斯 (Sears)、通用電氣、美國鋼鐵 (US Steel)、西屋電氣、埃克森等這類道瓊斯成分股票。像通用電氣和埃克森這樣的公司是可以投資的，但是類似沃爾瑪、蘋果、微軟這一類的公司我肯定不會投資。如果我們買入諸如巴菲特這樣聰明投資者的公司股票，是不是能獲得更高收益呢？然而問題是，現在的這些聰明人在35年之後估計就不剩幾個了。」

這個問題很難回答，尤其是在當前更難回答，因為世界變化非常迅速。以個股在標準普爾500指數中持續存在的平均時間為例，現在是不到20年（如下圖所示）。



在1958年，標準普爾500指數成分公司在指數中的平均存續時間長達61年。這是一個天翻地覆的變化。創新洞察管理顧問公司 (Innosight) 預測，按照目前的變動速度，到2027年，標準普爾指數中75%的股票都會被替換。被剔除出標準普爾500指數並不意味著公司的消失。除了出現股權收購，標準普爾也會在公司陷入困境時將該股剔除指數，比如，電路城 (Circuit City)、紐約時報 (the New York

Times)、科達 (Kodak)、貝爾斯登 (Bear Stearns)。如果公司市值縮水嚴重 (當然，這只是經營不善的另一種說法)，標準普爾公司也會將其剔除指數 (但如果不考慮被收購的公司，被剔除出指數的股票往往在頭一年表現會超越市場)。

下面這張表也可以支持上述觀點，表中是2013年美國各個行業公司的平均資產壽命。

行业	资产寿命 (年)
信息技术	6.6
医疗保健	11.4
非必需消费品	12.4
日常消费用品	15.1
工业	15.4
电信服务	16.1
能源	17.6
材料	18.6
公用事业	29.4

這張表來自於邁克爾·莫布森 (Michael Mauboussin) 2014年發表的文章《長期視角下的短期化傾向》。莫布森是一位投資策略家，出版了多部廣受好評的專著以及一系列的調查報告。他寫道：「美國公司的平均資產壽命正在縮短。」越來越多的公司所處行業的平均資產壽命都在縮短。莫布森總結道：「更短的資產壽命意味著投資經理只能基於更短的投資週期做出決策，這是現實經濟的真實寫照。很多技

術類公司的管理者無法像公用事業行業的公司一樣規劃數十年的投資，因為變化速度實在太快了。」

所以，35年的投資週期或許太長。這就與百倍回報的理念存在些許矛盾，即長期持有和隨時間推移可能會發生的破壞性因素之間的矛盾。沒有什麼是永恆的。

在接下來的章節中我們會看到應該關注什麼樣的公司。但是我們關於咖啡罐理論的介紹其實還未結束。

實現百倍回報的最大障礙

我之所以在本書開始時用如此多的篇幅向你們展示長期投資的能量，是因為它真的非常重要。在股票中收穫百倍收益，哪怕僅僅是獲得三倍收益，最大的障礙在於你承受股價波動並且堅定持有的能力。

咖啡罐理論就是一個簡單的方法，勸告自己不要去理會那些擾亂人心的波動。

我確定你們肯定在市場中遭遇過劇烈的波動，這時候你會產生強烈的追漲殺跌的衝動。我們就像那個著名的實驗中的小孩子一樣，就算失去五分鐘後更多的獎勵，也要現在吃下手中的棉花糖。

就算是最好的投資者也曾有過沉不住氣的時候。最好的例子是沃倫·巴菲特。我的一位讀者，同時也是我的好朋友，告訴了我這樣一個來自巴菲特1995年致股東信中的故事：

「1966年我開始對迪士尼感興趣，那個時候迪士尼的市值還不到9000萬美元，雖然這個公司稅前利潤是2100萬美元，手中擁有的現金足以覆蓋公司的債務。在迪士尼樂園，價值1700萬美元的加勒比海盜船馬上就要營業了。你能想象我有多激動，這家公司只是海盜船價格的五倍。

基於上述令人震驚的分析結果，巴菲特的有限合夥公司按照拆股調整後31美分每股的價格購買了大量的迪士尼股票。迪士尼股票現在66美元一股，可以說這是一個絕妙的投資。但是我當時輕信了迪士尼股票將要退市的消息，在1967年以48美分的價格拋出了這些股票。」

儘管巴菲特獲得了55%的收益，但是這仍然是一次代價高昂的交易。

這不僅是因為我們不夠耐心，還因為交易從來都沒有那麼簡單。這讓我想起2012年米爾米坎投資公司 (Myrmikan Capital) 的基金經理丹·奧利弗 (Dan Oliver) 的故事。他指出，蘋果的股票從1980年上市到2012年上漲了225倍。

但是，在這32年間，蘋果的股價經歷了過山車般的波動，曾經兩次下跌80%。2008年的金融危機使得蘋果股價下降60%，此後還有多次40%的下跌。很多最終賺大錢的人都曾經歷過類似的鉅額虧損。

《華盛頓郵報》的專欄作家巴里·裡薩茲 (Barry Ritholtz) 有更多此類例子。網飛公司 (Netflix) 從2002至今已經有了60倍的回報，曾經四次在一天之內股價下跌25%，最糟糕的一天下跌了41%，並且有一次連續4個月的下跌，跌幅累計達到80%。

當然，你不能只是簡單地持有這些公司的股票。很多大贏家最後都破產了。裡薩茲舉了幾個例子：雷曼兄弟 (Lehman Brothers)，世界通訊公司 (WorldCom)，朗訊科技 (Lucent) 以及捷迪訊光電公司 (JDS Uniphase)。我相信還有更多的這類例子。

所以，要想實現高回報，需要有耐心，需要聰明的選擇，也需要一些運氣。(那些自始至終持有蘋果股票的人無從得知蘋果公司未來會推出iPod，iPhone或者是iPad，蘋果公司早期並沒有這些產品。)

這裡我們就可以談到咖啡罐理論了。你不需要把所有的錢都放在咖啡罐組合中，你只需要拿出十年內你不會用到的那一部分資金。我敢說最終的結果一定比你頻繁交易來得豐厚。

咖啡罐的啟示

你可能覺得咖啡罐組合取決於樂觀的預期，就像沃倫·巴菲特在2015年致股東的信中所寫的那樣。

事實並非如此。就算你認為世界是灰暗的，我仍然建議你構造一個咖啡罐組合。下面我會解釋原因。

但是首先，還是需要一點巴菲特先生的樂觀精神。

我閱讀了他寫給股東的信，我也看了很多評論。其中一則有趣的評論來自SNL金融雜誌的專欄作家艾達·李 (Ada Lee)。她如是說道：

「這封信最明顯的漏洞和去年一樣；巴菲特已經習慣於渲染美國的光明前景，這種方式看起來更像是不可一世的自我麻痺，這恰恰是這種美好前景下潛藏的巨大風險。」

在信中，巴菲特一直堅信美國夢越來越近。確實，沒有任何一個反對美國的人士在過去的238年中獲益。

針對這一點，李女士的回答非常精彩：

「確實沒有人。不幸的是，這一判斷一定會有終結的那一天。人們會用這種論斷形容伯羅奔尼薩戰爭之前的雅典，奧古斯都統治下的羅馬，甚至是1980年以前的蘇聯。但在這些事件之後，所有反對這些國家的人都獲益無窮。」

所以，思考一下這種可能：未來可能沒有那麼繁榮。這些過去的災難能給我們儲藏財富帶來什麼啟發呢？

很多人都試圖回答這個問題。我腦海中浮現的第一個人是已經過世的巴頓·比格斯 (Barton Biggs)。他在摩根斯坦利做了很長時間的策略分析師，繼而成為對沖基金的管理者和暢銷書作者 (《對沖基金風雲錄》是他最好，也是最值得閱讀的一本書)。

但是比格斯在一定程度上是一個災難論者。那一段發生鉅額財富毀滅的歷史 (也就是在天啟四騎士失去控制的那段時間) 讓比格斯異常震驚。他很擔心這種災難再次發生。他也提出了這個永恆的問題：如何在四騎士失去控制的時候保存自己的財富？

這是長期困擾他的許多問題中的一個。另一個問題是，股票市場究竟是有著智慧的判斷還是僅體現了「愚蠢大眾的共識」。

他在專著《財富，戰爭和智慧》 (Wealth, War and Wisdom) 中基於第二次世界大戰的視角回答了這些問題。研究歷史是他的一大愛好。

關於民眾的智慧，比格斯發現，股票市場總是在歷史轉折點展現出令人驚訝的精準的反應。就像那句老話所說，紐交所是世界大事的晴雨表。

他分析了原因。

- 「1940年大英戰爭前夕，英國股票市場跌至谷底」；
- 「1942年5月底中途島戰役，美國證券市場急轉直下」；
- 「1941年12月初，就在德國先遣隊襲擊俄羅斯之前，德國股票市場升到了高點。」

比格斯認為，這是第二次世界大戰帶來的有里程碑意義的變化。雖然在那個時候，大家都意識不到股票市場的巨大作用。

我必須承認，這些反應真的很驚人。市場表現與預期相左時，你很容易認為市場很瘋狂，但是比格斯認為市場的總體評價比我們想象中的更為機智。無論如何，這與我的第二個問題有所關聯。

第二個問題解決了如何在亂世中保全財富。比格斯調查了很多第二次世界大戰時期的大屠殺以期找到答案。你會發現他的書中有很多諸如「霍亂時期如何保全財富」、「在波蘭掠奪的土地」、「在匈牙利沒收的財產」、「捷克斯洛伐克被竊的珍寶」以及「紅軍的燒殺搶掠」之類的標題。

即便如此，災難論的忠實信徒比格斯依然建議將**75%**的財富投入股票之中。

有一部分原因是他對於災難史的研究證明，投資於股票通常是一段時間內保持購買力的最佳方式，即便是在德國最黑暗的時期。還有一部分原因在於他明白財富增長的最佳方式在於持有。人總想成為財富擁有者。

如果你持有股票，相當於你手中持有一部分的實體經濟，真實的人，真實的財產，真實的利潤。長期來看，擁有財產是抵抗災難最佳的方法。

剩下**25%**的財富要如何處理呢？

比格斯建議財富的小部分應該投資於牧場或是家庭農場。他主張人們應該有一個安全的避難所，儲備好種子、肥料、罐裝食品、酒、藥品、衣物等生產生活必需品。

這些生活必需品不是我要強調的內容。我只是想表明，如果真發生了經濟崩潰，你的投資組合應該能使你安定下來。在像第二次世界大戰這樣的災難中，股票是你的最佳投資。

現在讓我們回過頭來想想咖啡罐理論，思考一下對於災難論者來說，咖啡罐可以帶來什麼。

首先，你的咖啡罐中不一定要包含股票。如果你願意的話，你可以把咖啡罐裝滿黃金。雖然我不會這麼做，我想表達的是咖啡罐理論

並不是像巴菲特的偉大美國之類的理論。你可以在咖啡罐中放任何你想放的東西。

咖啡罐理論的真諦在於，這是防止自我干擾的一種方法，可以讓你不受情緒和波動的影響，避免在錯誤的時機交易股票。市場的景氣與否都不影響你的交易。

如果你看空市場，又不想用咖啡罐理論，基本上可以認為你相信接下來十年內一系列的短期投資比長時間持有更有效。這其實不太可能，事實上幾乎所有的研究都表明，操作越多，收益越低。

換一個角度來說，咖啡罐背後隱藏的道理是未來一系列的短期投資決策不如當前的一個投資決策。事實可能並非如此，但是這與你認為未來十年世界繁榮與否是不相干的。

如果在未來十年中，世界經濟全面倒退，這會影響所有的投資策略。不能簡單地說，「我認為美國會成為下一個阿根廷，所以我不會使用咖啡罐理論」，這句話中的前提並不能得出句中的結論。你依然要決定下一步應該怎麼做。

像我之前說過的那樣，你不需要把所有的財產都放在一個咖啡罐裡。我告訴人們只需要放置一部分財產在咖啡罐裡。咖啡罐未必是你投資的唯一方法，但它可以成為你的方法之一。

總而言之，不要因為對災難的恐懼就放棄構建自己的咖啡罐組合。

關於咖啡罐組合的補充

我非常喜歡咖啡罐的概念。原因之一在於每個人都可以使用它。它與百倍回報理論完美融合，因為如果你真的希望獲得百倍回報，就需要給股票成長的時間。1962年之後，在我研究的365只股票中只有

20只股票在10年內完成了百倍的上漲。後文中我們還會進行更深入的分析。

但是如果你可以給股票足夠的時間，結果一定會讓你驚喜。如果你仔細思考，你會發現僅僅是持有不賣還是很簡單的。我要和你們分享更多的真實投資者的故事，他們堅持持有股票，積累財富。

「這是一個關於咖啡罐的故事。1998年我和哥哥每人繼承了2000股普萊克斯 (Praxair) 的股票。我記得當時它們值34000美元。我沒有進行股利再投資 (雖然現在我希望自己這樣做了)，只是每年根據獲得的股利來調整股票的名義購買成本。

當股價賬面成本降至1.2美元一股的時候，我不再作調整，因為沒有必要讓賬面成本降至0以下。這個股票現在的價格是126美元一股，即使股價沒有上漲100倍，也完全符合百倍增長的條件了。我父親買股票的實際價格大概是1美元一股，現在的總價值超過25萬美元了。」

我覺得這些故事非常激勵人。我也喜歡這些故事中的簡單道理。上面那封信的作者並不是對沖基金經理，只是一個喜歡投資股票的普通人。

下面是另外一封信：

「我對咖啡罐理論非常感興趣，因為基於我的個人經驗，這是唯一可以讓我掙錢的方法。在這些年裡，我有過兩次成功的經歷以及一次錯失的巨大機會，它們都是咖啡罐式的投資。

我的第一次成功經歷是投資了200股微系統公司 (Micro Systems) 股票。當時價格為1.3美元一股。自1981年我買入這些股票之後，該股經歷了數次的上漲和拆股，直到去年公司被一家大型科技公司收購。我獲得了54000美元的回報。

第二次是投資於通用電氣的**3500**美元投資。我本人曾經在**GE**工作了**3**年，使用工資代扣的方式來投資**GE**股票。這筆投資最終價值**125000**美元。我所做的就是購買股票，然後任其漲跌。

我錯失掉的一個巨大機會是墨西哥電話公司 (**Telefonos de Mexico**)。我於**1982**年買了**600**股該公司股票，然後在它翻倍的時候賣掉了。這是一個巨大的錯誤，如果我沒有賣掉的話.....」

你甚至可能覺得這個策略比其本身更吸引人。畢竟，沒有多少人願意花費大量的時間去跟蹤每一隻股票，緊張地盯著屏幕的閃動，時刻關注市場的漲跌。

對於我來說更好的狀態應該是瞭解你所持有的股票，並且真正地持有它們，就像是對待租來的財物一樣。之後你可以輕鬆上陣，不需要再擔心投資組合價值的每日波動或是每月波動。

下面的小故事很好地詮釋了百倍回報的精髓：

「我認為你應該會對於我的經歷感興趣。 **1987**年，我等額投資了十傢俱有良好聲譽的高科技和生物科技公司，如果他們真的可以把公司的產品或軟件投入市場，那麼他們將會是大贏家。我儘可能地在挑選公司方面下功夫，但是其中**9**只股票短期內的表現都不盡如人意。這其中有無數種原因，但是主要原因在於公司資金不足。第十隻股票叫作安進 (**Amgen**)。在**1994**年我需要賣掉它們為我的孩子籌集大學學費的時候，它的表現不僅彌補了另外**9**只股票的損失，還為我帶來了初始投資近**800**倍的收益。我很希望我仍然持有它們。

從中我得到了兩點啟發：首先你必須挑選有競爭力的股票 (領導，國家也是一樣的)，其次你只能投入你能負擔得起全部損失的金額。就是這樣。」

這個觀點很重要，並且能夠複製。有了咖啡罐，你會有可能在一個倉位上損失所有的東西。但是咖啡罐組合的總回報一定會超過某隻股票的損失。

我不建議在咖啡罐中放置剛剛起步的公司的股票。我會選擇那些成熟的、有著長遠增長前景，並能夠以較高回報率實現資本價值複合增長的公司股票。

現在你已經知道了要持有股票，接下來我們要考慮應該在咖啡罐中存放什麼樣的股票。讓我們看看這些百倍股吧。

第四章 關於百倍股的四項研究

除了菲爾普斯的那本投資寶典，還有很多優秀的關於百倍回報股的專著。雖然我沒有找到全部，但還是盡力找到了一些。其中至少有幾本書從菲爾普斯那裡獲得了靈感。

關於股票，很多研究都比我做得好。但是我重點關注的是百倍回報或是類似的高回報現象。

本章重點強調了其中的部分研究，他們的工作為後來者奠定了基礎。這裡提出的一些原則在後面我還會重點強調。獲得百倍投資的路徑就是這麼多，包括菲爾普斯在內的這些先行者為我們指明瞭方向。

託尼的百倍股

滾石分析公司 (TS Analysis) 的員工託尼曾經發表過一篇15頁的非正式報告——《關於百倍股的分析》。這篇文章在網上可以免費下載。文中寫道：「我並不是投資顧問或是財務分析師，我只是喜歡研究股票而已。」

他分析了19只百倍回報股，並得到四點結論，摘錄如下：

- 最強勁的股價上漲往往發生在盈利持續上升以及市盈率同時提高的時間段內；
- 市盈率的提升往往伴隨著公司盈利的加速增長；
- 一些最具吸引力的機會可能發生在那些被人遺忘、股價大跌的股票上，公司經歷了多年的虧損，開始恢復盈利；
- 在股價的上升期，公司會有較高的市盈率。但這不一定是阻礙繼續持有股票的因素。

漢森天然飲料公司 (Hansen Natural) (現在的怪獸飲料公司) 的案例很好地詮釋了上述觀點。

託尼向我們展示了該公司盈利增長率如何從2001年的負值恢復到2002年0增長水平。從那以後，季度盈利增長率不斷攀升，從20%到40%，直至100%。在2004年，季度盈利增長率上漲到120%，150%，170%，最終在第四季度達到220%。

與此同時，公司市盈率也在逐步提升。2001年，每股盈利只有4美分，市盈率為10倍。2006年，每股盈利達到1美元，市盈率上漲到50倍。

每股收益上漲25倍，伴隨著市盈率的提高，股價飆升125倍。(下一章我們會深入剖析怪獸飲料公司的一些細節問題。)

股價上漲背後是利潤的增長、增長和更高的增長。

最近，奇普·馬洛尼 (Chip Maloney) 在小盤股俱樂部的官網上發表了一篇案例研究。這篇案例非常值得花時間閱讀，它也論證了託尼的觀點。蒙特雷食品 (MTY Foods) 是包括泰國快餐 (Thai Express)、極品皮塔 (Extreme Pita) 和天使冰王 (TCBY) 這樣的快餐廳的加拿大特許授權商。馬洛尼對該公司進行了深入的分析。

2003年，蒙特雷食品公司市值為500萬美元。2013年，最初投資於蒙特雷食品公司的1美元變為了100美元。馬洛尼提出的問題正是我在寫作本書時不斷問自己的問題：這隻股票究竟是怎樣實現百倍回報的呢？

在這篇案例中，故事開始於2003年公司的新任總裁斯坦利·馬 (Stanley Ma)。蒙特雷有快餐特許經營的業務。斯坦利·馬作為一名移民不久的企業家，在1987年為蒙特雷公司創建了旗下第一家中餐品牌餐廳——提基明中餐館 (Tiki Ming—Chinese Cuisine)。

值得一提的是，馬先生在上任時購買了公司**20%**的股份，這樣他的持股達到**29%**。作為股東兼運營者，他當然希望股價表現良好。

馬洛尼認為蒙特雷成功的原因是多方面的。蒙特雷的成功開始於馬先生，但是在其他方面也有一些非常好的機遇。下面是馬洛尼提出的一些原因：

- 市盈率只有**2倍**（股價便宜）；
- 業務屬於現金牛，毛利率高達**70%**；
- 成長空間大——蒙特雷只佔有快餐行業的很小份額。

斯坦利·馬自創了**5**個新的餐飲品牌，另外購買了其他**19**個品牌。這些品牌和細節並不重要。重要的是，這些餐飲品牌使得蒙特雷的門店大增。這些業務帶來了高利潤。而利潤的再投資使得公司的收入和盈利高速增長。這一點從下表可以清晰地體現出來。

馬洛尼在這裡有一段有趣的推導：

「每股盈利增長了**12.4**倍。問題是，如果每股盈利只增長**12.4**倍，股價為什麼會上漲**100**倍呢？答案在於市盈率倍數的增長。2003年蒙特雷垂死掙扎的時候市盈率只有**3.5**倍，到2013年市盈率為**26**倍。」

蒙特雷公司实现百倍收益的路径

	盈利 (百万美元)	EPS	门店数量 (个)	股价 (美元)
2003年	11.50	0.10	260	0.34
2004年	15.50	0.19	420	2.50
2005年	18.62	0.27	527	3.85
2006年	22.40	0.33	784	6.40
2007年	30.53	0.48	825	12.63
2008年	34.24	0.52	1023	7.34
2009年	51.50	0.64	1570	9.15
2010年	66.90	0.81	1727	14.40
2011年	78.50	0.84	2263	15.30
2012年	96.20	1.15	2199	22.25
2013年	101.40	1.34	2590	34.34
增长	7.8倍	12.4倍	9倍	100倍

因此，要實現百倍回報，需要公司的盈利水平實現大幅增長。但是盈利增長和高槓杆兩個因素的組合才是長期實現爆炸性增長的驅動力。在這個案例中，長期也不過10年而已。

我將盈利增長和高槓杆稱為百倍回報的「孿生引擎」。我們接下來還會談到這一點。

小盤股與百倍回報

根據通常的定義，小盤股是指市值低於3億美元的股票。

以流通股數來衡量，小盤股通常在市場上占主導地位。美國股市中流通著16000只股票。其中7360只股票市值低於5億美元。在戴

夫·金特里 (Dave Gentry) 的書《明星小盤股》 (Microcap Superstars) 中按照市值大小將市場上的公司進行細分，包括：

- 7360只市值低於5億美元的股票；
- 6622只市值低於2.5億美元的股票；
- 5713只市值低於1億美元的股票；
- 5053只市值低於5000萬美元的股票。

這意味著，市場中至少有40%的股票都是小盤股。這是一片值得探索的廣闊領域，這其中的很多公司在未來都會成為巨頭。很多大公司都是從小微企業發展起來的，金特里列舉了幾家公司：

- 星巴克於1971年在西雅圖開了第一家分店，它當時只賣咖啡豆。現在其股票市值已經達到760億美元；
- 蘋果公司1976年創立於一個車庫，只有10000美元投資，現在市值7660億美元；
- 賽百味開始於布里奇波特 (Bridgeport) 的一家三明治門店和1000美元的投資，現在擁有35000個門店，營業額超過90億美元。

你應該明白了，小公司增長10倍、20倍可能依然是一個小公司，它們也可以成為百倍回報股。蘋果如今市值超過7660億美元，我們可以斷言它不會再有10倍、20倍的增長，更不可能實現百倍的回報。

百倍股背後的魔力

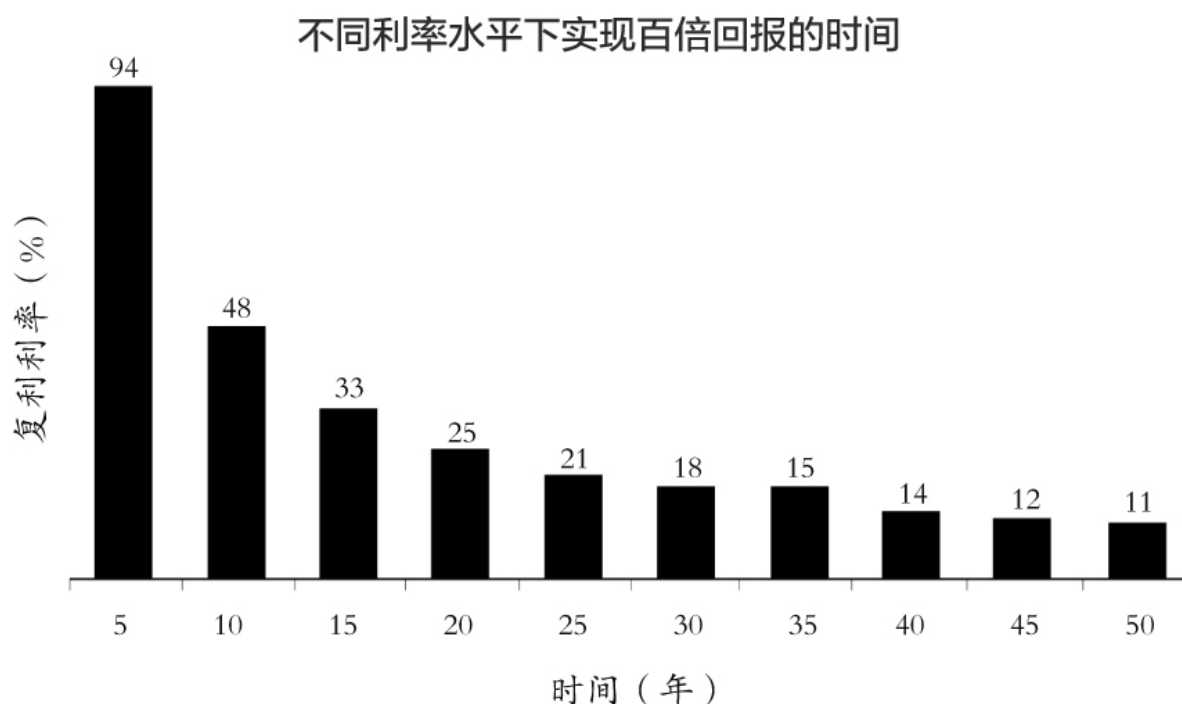
我主要關注美國市場，但是我也想知道其他市場上這類研究會得到什麼結果。

幸運的是，確實有這樣的研究存在。一家名為莫遜拉爾·奧斯瓦德 (Motilal Oswal) 的公司整理了印度市場上的百倍股。這份報告於

2014年發佈。報告的作者也是受菲爾普斯啟發，並把這份報告歸功於菲爾普斯。

這是一份高質量的報告，裡面體現出很多投資智慧。「幾乎沒有投資者對於**100倍投資回報**有概念。真正享受到百倍回報的投資者更是少之又少。這是因為一百倍的回報需要很長的時間，**3年**，**5年**，甚至是**10年**。堅持持有這麼長時間需要耐心。」

事實上確實是這樣。下面這張圖清晰地展示了獲得百倍收益所需的時間和必要報酬率。



你不是必須要持有一隻股票**20年**以獲得百倍回報。圖中的數據只是想讓你瞭解長期複利的力量。投資者需要時間才能實現複利增長的魔法。

奧斯瓦德公司的研究報告發掘了過去**20年**中印度出現過的百倍回報股。報告剔除了轉瞬即逝的泡沫股。令人驚訝的是，相對於**1979年**，整個印度市場就是一個百倍回報股。「**1979年**的印度孟買指數為

基數100，在2006年2月，指數突破了10000。」27年完成百倍回報，年複利率為19%。在我寫這本書的時候，孟買指數進一步升至27000。

我最感興趣的部分是奧斯瓦德的結論。

畢竟，我們進行這項研究的目的是幫助我們找到百倍回報股。基於我的研究以及菲爾普斯的研究，我們都會贊同奧斯瓦德的觀點：最重要的一個因素是增長，各個維度的增長——銷售，利潤率以及估值。

大部分的百倍回報股在這方面都有漂亮的增長曲線。研究百倍股其實就是研究增長如何發生以及增長怎樣持續下去。就如上圖所示，以21%的年複利計算，大約需要25年的時間可以獲得百倍收益（這是我研究中百倍股的平均水平）。

當然還有其他的因素。「我們的研究證明，百倍回報的背後隱藏著五個因素，合在一起就是SQGLP，各字母含義如下：

- S——規模小；
- Q——公司的業務很好，管理水平也很高；
- G——盈利增長率高；
- L——Q和G都具有持續性；
- P——價格較低，具有獲取高額回報的可能。」

除了評估管理水平，以上各個要素都很客觀。他們總結道：「在最後的分析中，管理者才是成就百倍股的鍊金師。對於那些懂得如何評估鍊金師價值的人，股市會給予他豐厚的回報。」

在下一章我們會更多地談及人。與頂級企業家和經營管理者一同投資會給你帶來巨大的優勢。天時地利人和，百倍回報就不是大問題。

這份長達48頁的印度百倍股報告可以在網上免費下載。你只需搜索「Motilal Oswal 100x」即可。

馬特利的百倍回報股

馬泰克合夥公司 (Martek Partners) 的凱文·馬特利 (Kevin Martelli) 將他的一份研究報告《過去15年中的10倍回報股》發送給我，這份45頁的ppt我也很喜歡。馬特利在2014年7月17—18日於意大利特拉尼舉辦的價值投資研討會上做了展示。

雖然這不是聚焦於百倍回報股，但是他的靈感來源和我一樣，都是托馬斯·菲爾普斯的《股票市場中的百倍股》一書。馬特利引用了菲爾普斯書中提到的喬治·F. 貝克 (George F. Baker ， 1840—1931年) 的話來總結觀點：

「想要在股市中賺錢，你要有識別股票的眼光，購買股票的勇氣以及持有股票的耐心。在菲爾普斯看來，耐心是最稀缺的一個條件。」

正如其研究的標題，馬特利研究的是過去15年中的10倍回報股。他從市值大於1億美元的21000家上市公司中挑選了這些股票。

在這些樣本中，他發現了1785只股票 (18%) 完成了10倍的回報。

和我的研究一樣，他也發現了很多股票是無法預測的。所以他「極其主觀」地挑選了100只理性的長期投資者能夠有較大機會識別出來的多倍股，買入它們並長期持有。

這是一份很有價值的研究，下面是其中的一些結論：

- 選擇長期內實現多倍回報的股票沒有萬能公式；
- 相對於公司長期的利潤增長潛力而言較低的買入價格很重要；
- 小而精：樣本中68%的高倍回報公司市值最低時都低於3億美元 (都是小盤股) ；

- 好股票通常會有較長的適宜買入的時間窗口；
- 耐心很重要。

我要補充的是，他挑選的很多股票都有頂級的管理團隊，做出正確的將公司資源進行投資的決策。管理團隊中通常都有大股東或是公司創始人。這可以克服一些公司發展中的障礙。

一個有趣的例子是汽車地帶 (**Auto Zone**)。在馬特利的研究中，這隻股票增長到**24**倍，儘管該公司的盈利增長率只有慢吞吞的**2%**到**5%**。但是汽車地帶回購了大量的股票，這使得每股收益的增長率達到年均**25%**。

我們將在第十一章中詳細分析回購的問題。

海瑟曼的盈利階梯

還有一項研究，是小休伊特·海瑟曼 (**Hewitt Heiserman**) 的《本·格雷厄姆和成長型投資者》。海瑟曼給我發送了這份**50**頁的ppt報告。他一開始就指出投資並持有具有增長潛力的股票極具吸引力，比如：

- 你可以獲得資本利得；
- 你可以減少交易次數；
- 不用考慮時機。

海瑟曼的研究並非關於百倍回報股，但是他的重點是那些處於成長中的股票，並且這些股票都是高倍回報股。

但大量的研究都表明價值投資要優於成長型投資，這該如何解釋呢？

這是因為其中存在一些陷阱。其中比較明顯的一個陷阱在於，投資者通常為成長性付出了過高的成本。看上去，如果你投資了百倍回報股，你就不需要考慮付出的成本。但是下面這個簡單的心理實驗表明這並非完全正確。

假設有兩家公司，A公司和B公司。兩家公司的每股盈利都是1美元，在第20年年末，每股盈利都增加到20美元。在第20年年底，兩隻股票以每股500美元（25倍盈利）的價格交易。

在第1年，你可以按照5倍的市盈率以5美元的價格購買1股A公司股票；以50倍的市盈率即50美元的價格購買1股B公司股票。在第20年年末，A公司股票會帶來百倍收益。盈利上漲20倍，市盈率上漲5倍。這兩方面因素共同為你帶來百倍回報。

而B股票在20年後會帶來10倍回報。雖然這也不壞，但是卻遠遠落後於百倍回報。A股票的10000美元初始投資在20年後會變成100萬美元，而B股票只能獲得10萬美元。

看起來似乎你的成本並不重要。當然，沒有人會抱怨10倍回報。但是真正豐厚的回報來自於盈利的增長和市盈率倍數的上升。最理想的情況是二者都有正向增長。

我的假設或許極端了一些，但是這可以說明一個問題：你不能單純地依靠盈利的增長來獲得百倍回報。

另外一個陷阱是盈利本身有很多侷限性。海瑟曼的報告將其列示如下：

1. 盈利數據沒有考慮固定資本投資，當資本支出大於折舊時，會產生淨現金流出；

2. 盈利忽略了營運資本投資，當應收賬款和庫存增長高於應付賬款和應計費用時，也會產生淨現金流出；

3. 無形資產，諸如研發費用、廣告費用、員工培訓等方面的開支也屬於費用而非投資，雖然這些支出的效益會持續多個會計年度；

4. 股東權益是無成本的，雖然股東存在機會成本（換句話說，公司可以花費50美元最後只獲得1美元的利潤。如果你只是關注每股盈利，你可能會忽略產生這些盈利所投入的成本）。

因此，這裡需要強調的是，你不能僅關注盈利。

在這本書裡我不想過多關注會計細節和證券分析。一方面，有很多介紹基礎知識的書會告訴你為什麼上述分析是正確的。菲爾普斯向那些想要系統學習證券分析的人推薦本傑明·格雷厄姆和戴維·多德的《證券分析》。在43年以後，本書仍然值得推薦。另一方面，追尋百倍回報並不同於證券分析本身。

一些定性的因素可能更加重要。沒有一種證券分析方法能夠告訴你哪隻股票會有百倍回報。你需要有獨到的眼光，想象力以及對未來的良好預測，這些能力有助於你判斷某一行業的前景，以及發展的空間。投資是一種簡化的藝術，那些能抓住核心的人會笑到最後。

證券分析的作用在於過濾無用的東西，比如那些雖然盈利在增長，但是卻沒有創造任何價值的公司。在本書後面部分我會提供一些思考這些問題的捷徑。

讓我們回到海瑟曼的研究。他發現了一系列的高倍回報股。這看起來就像是股票市場上大贏家的集錦：微軟（Microsoft）、思科（Cisco）、奇可思（Chicos）、谷歌（Google）、佩奇（Paychex）、漢森（Hansen）等。

這些公司的盈利如同上樓梯一樣節節攀升。

所有的研究都表明，這些過去的高倍回報股都經歷了較長時期的強勁增長。

在下一章，讀者將看到我在研究1962年到2014年期間百倍回報股過程中的發現。

第五章 過去50年中的百倍股

到目前為止我們已經瞭解了一些與百倍股相關的內容。我向大家介紹了偉大的托馬斯·菲爾普斯先生以及他的投資智慧。你也看到了一些現實的案例，普通人僅通過持有好股票就能夠獲得豐厚的百倍回報。我們也對這類股票的一般特徵有了一定的瞭解。

百倍回報是時間和增長的產物。為了獲得百倍回報，你需要長期持有一隻高質量的股票。我想要強調從數學角度而言把10000美元變成100萬美元的概率有多麼低。事實上，還有一個百倍回報的模式你應該知道。

如果一隻股票可以在25年內保持20%的增長，你就會獲得百倍回報。如果你在第20年賣掉，那麼你「只能」獲得稅前40倍的收益。最後的5年時間會使你的收益翻倍，所以你必須等待。

這不是說你必須要等25年，你也可以在20年之內獲得巨大的回報。但是我想讓你考慮長遠一些。

此外，堅持持有是最省稅的投資方式，因為無須為實現的利得付稅，而是在沒有稅收負擔的情況下實現複利增長。第一章中提到過的查克·阿格拉舉了這樣一個例子。

瓊斯先生和史密斯先生各投資100萬美元購買伯克希爾·哈撒韋公司的股票（我們會在第八章詳細介紹這隻強力股票）。假設瓊斯先生喜歡將收益實現，所以他賣掉了股票，第二天又買了回來。瓊斯先生在這次交易中支付了33%的稅金。史密斯先生則不操作。

在第18年，他們都拋出了自己手中的股票，同時支付稅金。史密斯先生的現有資產大概比瓊斯先生多出3.4倍。稅收是影響收益的重要因素，百倍回報的投資有助於避稅。

現在讓我們回過頭來繼續看百倍回報股。

請記住，你需要股價上漲。最理想的情況是，業務規模和金融市場中的定價倍數同時上漲，也就是我說的「孿生引擎」。

這就是說，不要購買公共事業股票或者是大規模的成熟公司，比如麥當勞、沃爾瑪或是IBM，不能期待所有的股票都是高倍回報股。尋找百倍股的過程中，不僅要知道買什麼，也要知道不能買什麼。無法實現百倍收益的股票很多，將這些公司排除在外有助於我們更好地尋找百倍回報股。

有了這些背景信息，我們可以看過去50年中的百倍回報股並且開始回答如何找到它們的問題。

我們先來看看從Compustat數據庫（該數據庫提供最早自1962年的數據）中找到的365只股票的一些重要特徵。

首先，這些公司有著很廣泛的多樣性程度（附錄中有所有的公司總回報的列表）。比如，回報排名前10位的公司如下表所示：

公司名称	数据起点日期	总收益	年限
伯克希尔·哈撒韦	1965-9-30	18261	19.0
堪萨斯南方铁路 (Kansas City Southern)	1972-12-31	16931	18.2
奥驰亚集团 (Altria Group Inc)	1962-12-31	15120	24.2
沃尔玛集团	1970-10-31	12382	12.5
霍利前线公司 (Hollyfrontier Corp)	1966-10-31	12279	21.2
富兰克林资源公司 (Franklin Resources Inc)	1981-12-31	11363	4.2
森林制药公司 (Forest Laboratories-CL A)	1972-12-31	7874	11.5
TJX公司 (TJX Companies Inc)	1971-10-31	6946	28.5
西南航空 (Southwest Airlines)	1971-12-31	5478	9.5
纽马克特集团 (Newmarket Corp)	1962-12-31	5077	22.8

伯克希爾算是一個特例，因此我們在第九章會專門對其進行研究。

堪薩斯南方鐵路是一家鐵路公司。1974年至今已經有了**16000**倍的回報。10000美元的投資在40年後獲得**16000**萬美元的回報。我從來沒有想過鐵路股會排到第一名（除了伯克希爾）。第二名是一家油氣公司，現在主要做精煉提純，有**14000**倍回報。

有一些公司的名字出現在前**10**名並不奇怪，例如沃爾瑪和麥當勞，這些股票很容易猜到。這還只是前**10**名。從**1962**年起，有**365**只股票完成了百倍回報的目標。

這些股票看上去沒有特別集中於某些行業，有鐵路、飲料、食品加工、科技公司等行業。它們唯一的共同點就是本次研究的目的：至少**100**倍的回報。

另外一點值得思考的是這些公司起步時的規模。正如我說過的，我不太喜歡基於簡單的統計數據就得出一般性的結論，我更關注的是

百倍回報背後的事實證據。所以我使用**365**家中位數，發現這些公司最初的銷售額為**1億7000萬**美元，市值**5億**美元。

這些數據有兩方面的意義。第一，想要獲得百倍回報，你不一定必須要選擇微型企業。這些確實還是小企業，但是**1億7000萬**美元的銷售額無論在任何時代都絕對算得上是較大的企業了，絕不是沒有任何收益的只值**50美分**的小股票。

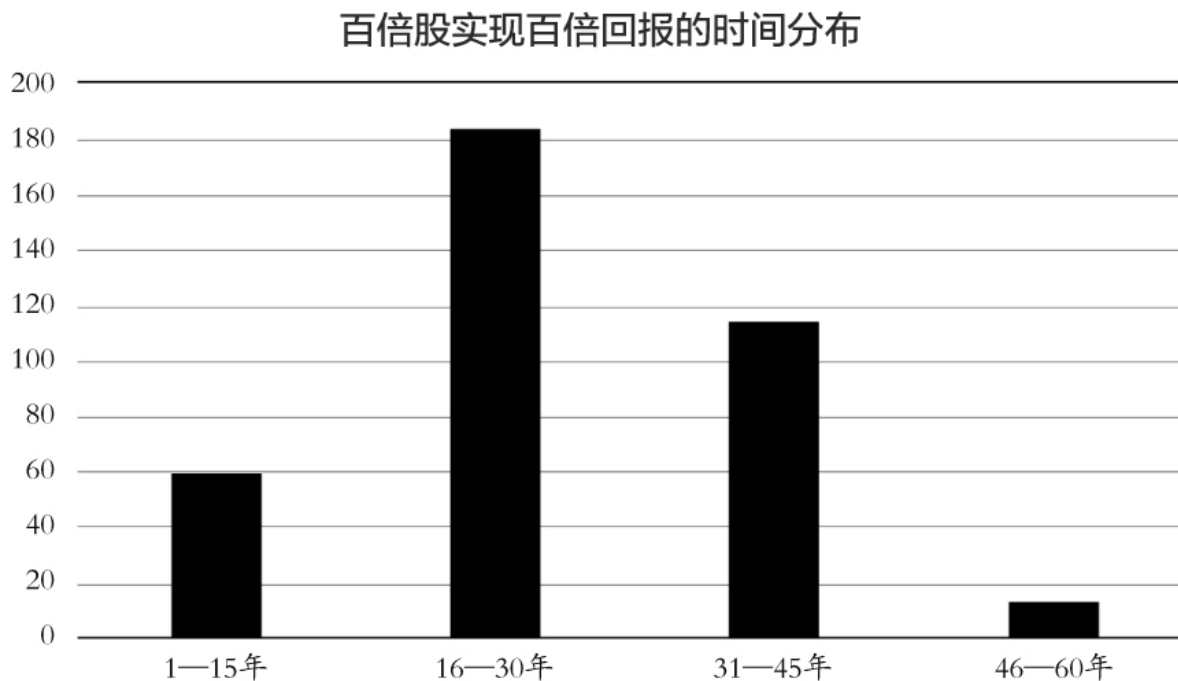
第二，這些企業的價格-銷售額比（即市銷率）的中位數也是**3倍**左右，所以並不算太過廉價。通覽這些股票你會發現有的股票確實看起來很廉價，但是更多的時候你會發現這類股票並不便宜。

所以你必須面向未來去發現百倍回報股。你必須訓練自己的思維，去努力尋找那些可能會成長為巨頭的公司，考慮公司現在以及未來可能達到的規模。這並不意味著企業需要佔領巨大的市場，雖然這樣也會有助於成就百倍股。如果能夠在某個領域成為主導，小公司也能產生百倍回報。北極星公司（**Polaris**）就是這樣一家企業。

除了少數例外，大多數人還是希望關注那些有著廣闊的國內國際市場的公司。在榜單上，比小眾公司佔有更多份額的是像康卡斯特（**Comcast**）、美國家庭人壽保險（**Aflac**）、多來店（**Dollar General**）、自動數據處理公司（**ADP**）和洛克希德·馬丁（**Lockheed Martin**）這樣的公司。雖然這些公司起步的時候規模很小，但是目前都是各個領域的鰲頭。

在**1982**年，美國家庭人壽保險公司只有**5億8500萬**美元的銷售額。在**2002**年股票達到百倍回報的時候，銷售額已經突破了**1020億**美元，其市銷率從**1.7倍**上漲到**5.4倍**。孿生引擎同時發生作用。銷售上漲大約**17倍**，價格-銷售額比則上升**3倍**。二者共同作用並考慮股利再投資，這隻股票完成了一百倍回報的目標。如果我們去除股利，在**2004**年，也就是兩年後，美國家庭人壽保險公司也實現了百倍回報。

另一張有趣的圖說明了這些股票完成百倍回報需要的時間。圖中顯示，平均時間長度為**26年**（中位數）。我統計了**15年**的數據，結果如下。



实现百倍回报最快的公司

公司	时长 (年)
富兰克林资源公司 (Franklin Resources Inc)	4.2
Pharmacyclics制药公司 (Pharmacyclics Inc)	5.0
明日之星广播公司 (Nexstar Broadcasting Group)	5.0
奎斯特制药有限公司 (Questcor Pharmaceuticals Inc)	5.0
百健艾迪公司 (Biogen Idec Inc)	5.5
时代华纳公司 (Time Warner Inc)	6.0
威朗制药 (Valeant Pharmaceuticals Intl)	6.5
戴尔 (Dell Inc)	7.2
有限品牌公司 (L Brands Inc)	7.3
高通公司 (Qualcomm Inc)	7.3
思科公司 (Cisco Systems Inc)	7.3
易安信 (Emc Corp/MA)	7.7
亨利集团 (Henry & Associate)	8.3
向量集团 (Vector Group Ltd)	8.5
A.G爱德华兹公司 (Edwards (AG) Inc)	8.7
孩之宝 (Hasbro Inc)	9.5
怪兽饮料公司 (Monster Beverage Corp)	9.5
西南航空 (Southwest Airlines)	9.5
家得宝 (Home Depot Inc)	9.7
NVR有限公司 (NVR Inc)	9.7

案例研究

下面介绍一些案例，这是能最直观生动地看出如何实现百倍回报的方法。

在阿格拉财经 (Agora Financial) 的众多分析师帮助下我完成了这些报告。他们是：亚历杭德罗·洛佩斯·德·哈罗德 (Alejandro Lopez de

Haro)，馬修·古德曼 [Matthew Goodman，也就是尤達 (Yoda)] 和湯普森·克拉克 (Thompson Clark)。下面的案例中會提到他們的名字。

怪獸飲料公司

我們首先來分析怪獸飲料公司，這是一家著名的飲料生產商。怪獸飲料只用了不到10年的時間就完成了百倍回報。繼2006年回報過百倍後，股價繼續上升，在2014年底突破了700倍。

尤達針對怪獸飲料公司做了一份案例分析報告。故事開始於兩位移民企業家——希爾頓·施勞斯伯格 (Hilton Schlosberg) 和羅德尼·薩克斯 (Rodney Sacks)。他們從南非移民到加州，最後都成為了億萬富翁。

1992年，希爾頓和羅德尼用1450萬美元收購了漢森天然蘇打水和蘋果汁公司 (Hansen's Natural Soda and Apple Juice)。漢森公司的歷史可以追溯至20世紀30年代，也有不少年頭了。然而諷刺的是，這家以銷售新鮮的、未經高溫消毒的果汁的企業後來卻被創始人的孫子轉型為只在櫃檯上銷售高溫消毒果汁的公司。

漢森沒有暢銷的產品，在國內甚至沒有自己的分銷渠道。但是希爾頓和羅德尼希望漢森可以成為一個注重營銷並且具有品牌影響力的公司，就像可口可樂一樣，將生產完全外包。最早在2001年的委託書中就寫明瞭「公司致力於營銷碳酸功能飲料，尤其是運動飲料」。

在報告中，尤達寫道：「漢森功能飲料一經推出就廣受好評，但是紅牛的出現使得漢森只是曇花一現。紅牛讓漢森一敗塗地，但是也為他們日後實施更好的決策提供了經驗和教訓。」

一方面，他們決定削減產品線。1999年至2000年，他們的產品多得令人髮指。尤達列出了當時公司的系列產品：

「14盎司玻璃瓶裝招牌蘇打水，8.2盎司瘦身裝罐飲，13.5盎司玻璃瓶裝慕斯，64盎司塑料瓶裝寵物慕斯，11.5盎司罐裝優質功能慕斯，這些都是授權的品牌和商標。其他產品還有玻璃瓶裝純果汁，8.45盎司無菌包裝兒童富維他命飲料，20盎司瓶裝『金標』綠茶（其包裝擁有專利權），能量棒，非轉基因燕麥等等！」

在2002年，他們創立了怪獸能量並且使之成為市場焦點。在2003年的電話會議上，他們宣佈放緩當年新產品發佈的速度。

尤達如是寫道：「他們在達成這一目標上表現得很狡猾。2002年的年報披露，為了研發新產品和新口味，獨立供應商承擔了產品研發大部分的費用，因此我們可以以相對低的成本來完成新產品和新口味的開發。」

因為公司沒有內部生產線，所以測試不同包裝的不同產品變得很容易，他們不需要費心去投入運營工廠所需的時間和金錢。「他們強烈意識到差異化的品牌才會是贏家，後面的研究表明，包裝是怪獸能量成功的重要原因。」

正如上文提到的，在被紅牛取代之前，漢森公司推出的8盎司裝漢森能量取得了巨大的成功。針對2003年第四季度的盈利電話會議中的一個問題，尤達發掘到了管理層給出的回覆。問題是這樣的：投資者是否應該期待怪獸飲料的成功在未來能夠再現？

公司管理層認為，「首先，在過去7年中我們學到了不少東西。當我們開始做功能飲料的時候就開始和紅牛競爭。在那個時候，公司的規模導致我們無法在品牌背後給予足夠的人力和營銷的支持。事後來看，我們應該投入更多的資源。反觀紅牛，這麼多年在市場中投入了與銷量不成比例的成本，就是為了打造這個品牌。他們做得很成功。」

在推出怪獸飲料的時候，漢森沒有再犯這個錯誤。下表顯示了2002年怪獸飲料推出之後公司在市場營銷方面的人員配置變化情況：

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
市场营销人员	66	63	114	217	363	591

尤達寫道，「他們在促銷、營銷活動以及僱用市場營銷人員方面下了大功夫。怪獸和搖滾明星同時進入16盎司規格的飲料市場。作為先鋒之一，怪獸獲得了認可，抓住了機遇。」

當然，漢森不僅是在品牌、營銷、推新上投入時間和資金。他們也花費了很多的時間關注產品的分銷——產品接觸客戶的方法以及如何在零售商那裡給自己的產品爭取一個更好的展銷位置。

「叫他們智囊團一點也不為過。」尤達寫道，「他們嘗試了各種方法來接近消費者。比如砰砰果汁（Juice Slam），他們就和好市多（Costco）合作；E2O能量水，他們嘗試直銷的方法。他們甚至以低價中標婦女、嬰兒及兒童補充營養項目（簡稱WIC項目，類似於食物券），這使得他們獲得了在WIC授權的零售商100%的分銷蘋果汁和混合果汁的排他權。」

WIC合約使得他們的產品進駐了那些從未銷售過他們產品的雜貨店。換句話說，這為漢森的產品打開了廣闊的市場，提升了品牌知名度。

當他們決定擴展一條全新的功能飲料線——失去的能量（Lost Energy）的時候，他們又做了一次實驗。與以往使用自己的常規分銷渠道不同，這一次他們決定使用七喜的營銷網絡。

他們也利用自己的品牌認可度。「調查表明，男性更傾向於購買16盎司的功能飲料。因為這些產品有著黑色的罐子和熊掌一樣的M形。根據他們的數據，女性更傾向於購買帶有『無糖』、『減肥』這樣文字標識的飲料，也更偏好淺色調的罐子，比如白色或銀色。所

以，在推出新的減肥型怪獸飲料的時候，他們保留了黑色的罐子，但是把M換成了藍色。命名為Lo-Carb。這獲得了持續的成功。」

Lo-Carb的另一個高明之處在於，由於怪獸飲料自身的受歡迎程度，新產品的銷售變得更容易。他們深諳，要想為第二個產品獲得更多的市場份額，必須保證自己的第一個產品暢銷。「如果賣不出去，那麼你只是空有想法和一倉庫的飲料而已。Lo-Carb一齣現就備受歡迎。」

這就是創立一個品牌所需要付出的所有努力，這對於飲料來說尤為重要。如下表所示，這些努力帶來了銷售額的飛速增長。

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
总销售额	112885	135655	224098	415417	696322
净销售额	92046	110352	180341	348886	605774
净销售额占总销售额比例	81.54%	81.35%	80.47%	83.98%	87.00%
销售毛利率	34.80%	39.70%	46.30%	52.30%	52.30%

「但是，更激動人心的地方在於，如果公司的品牌變得流行，不斷增長，達到規模經濟水平，成本也會隨之逐漸降低。」

上面的內容中有兩點值得關注：

1. 淨銷售額在總銷售額中的比重越來越大。這反映出怪獸公司不再需要進行促銷（比如折扣），因為經銷商非常願意銷售怪獸飲料。

2. 毛利潤佔淨銷售額的比重也在上升，因為他們的生產和營銷夥伴視他們為優質客戶，願意為了長期合作做出一些讓步。

「這是一針強心劑，直接帶來了股價的劇烈上漲。看看這兩個比率上升對公司淨利潤的影響。」

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
经营收入	5293	9826	33886	103443	158579
净利润	3029	5903	20387	62775	97949
EPS	0.04	0.07	0.22	0.65	0.99
长期债务	3837	602	583	525	303
股东权益	28371	35050	58571	125509	225084
ROE	10.68%	16.92%	34.81%	50.02%	43.52%

這個案例研究中所有詳細的財務分析的核心就集中體現在這張表中。從表中我們可以看出銷售額迅速增長，淨利潤持續增長，ROE也在不斷上升。（我們在第六章還會再談到ROE。）如果說百倍回報存在可遵循的規則，這就是。

就算你在2004年才買入怪獸飲料的股票，到現在也能獲得百倍回報。你並不需要做上述這些深入的財務分析。事實上，不做財務分析也許會更好，因為很多聰明的財務人員都認為財務分析沒有太大用處。但不管怎樣，財務分析還是有一點點作用的。

「通過上面的表格可以很容易判斷公司的質量。那麼為什麼不是每個人都能夠因此而致富呢？因為很少人能夠遵循我們之前說的堅持持有的原則。」

	2003年 第二季度	2003年 第三季度	2003年 第四季度	2004年 第一季度	2004年 第二季度
参与电话会议的分析师数量	1	1	3	4	8

就算你知道這些原則，你也需要堅持持有這隻股票——即使可能會讓你看起來比較傻，即使那些聰明的投資者都告訴你這隻股票不行。

價值投資者俱樂部就是由聰明人組成的股票研究平臺，擁有大量的投資者粉絲。在2005年，有人匿名發佈公告，看空漢森公司，並且打賭投資漢森不會有高回報。這份報告的作者曾經三次贏得俱樂部的投資競賽，尤達確信這是俱樂部歷史上曾經有過的最好競賽成績之一。

因此，這位看空漢森的人士並非無名之輩。

「這篇文章被俱樂部裡的聰明投資者廣泛接受，有人甚至說『沒有戰略投資者會購買這家公司的股票。它的股價很明顯被高估了，這家公司只是這一追求時尚行業中的一家毫無分銷優勢的一般品牌。』作者寫這段話的時候，怪獸飲料剛剛經過拆股，調整後股價是6.31美元。但是接下來，漢森不僅再也沒有出現過6.31美元的低價，12個月後，股價反而上漲到了26美元。」

2012年公司改名為怪獸飲料，這也是公司招牌產品的名字。

看看這些歷史數據，有趣的是，儘管有著「高波動股」的稱號，怪獸的股價從來沒有定價過高。市盈率和增長率從來都是成比例的。

年份	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
P/E	28x	30x	29x	30s	17x
EPS增長率	218%	60%	36%	-27%	99%

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
P/E	23x	30x	28x	35x	39x
EPS增長率	3%	34%	22%	5%	42%

怪獸公司的案例向我們展示了銷售額高速增長對價值的影響，企業如何打造品牌，以及如何在保持銷售額高速增長的同時，提高利潤率和ROE。這也告誡我們需要做一個獨立決策的人，因為曾經有那麼多的聰明人告訴我們怪獸公司的股票不行。

但是這隻股票的確回報頗豐，而且是以一種驚人的方式獲得了高回報。

亞馬遜

接下來這個公司不需要過多的介紹，它就是亞馬遜集團。

這家線上零售巨頭已經兩次完成了百倍回報。湯普森·克拉克對該公司進行了案例研究，他的結論絕對會讓你震驚。可以說，他破譯了亞馬遜成功的密碼。

亞馬遜是人人都可以投資的股票。1997年開始上市交易。在經歷了拆股以後，實際的購買價格是每股1.5美元。「在20世紀結束之前，你已經可以獲得百倍回報了。1999年4月股價已經突破了221美元，回報率達到14633%，即146倍的收益。」

這一回報實現得太過迅速，因此這波價格上漲並沒有計算在我們的研究中（研究使用年末數據）。至少在10多年內亞馬遜的股價沒有達到過這個高位。「你可能已經想到，原因正是互聯網泡沫破滅，亞馬遜也不能獨善其身。」湯普森指出，「公司股價暴跌，在2001年中跌至個位數。」

在我們的研究報告中，亞馬遜用了13年完成了百倍回報。到2015年5月，亞馬遜的回報是28300%，即283倍。

那麼，亞馬遜是如何做到的呢？

我們從傑夫·貝索斯（Jeff Bezos）開始說起，因為亞馬遜正是一個由卓越的業主經營者掌權的例子。貝索斯先生今年已經51歲了。他持有亞馬遜18%的股份。他既是公司的首席執行官也是董事會主席。

「沒有任何跡象表明貝索斯先生將要退休。在2014年商業內幕網（Business Insider）對其的採訪中，貝索斯像是勸告巴菲特先生一

樣，他說『我現在對工作依然充滿激情。』他非常享受他的工作。」

在30歲的時候貝索斯先生組建了亞馬遜公司。他曾經在投資管理公司德劭基金 (DE Shaw) 供職。最重要的是，他並不是像比爾·蓋茨一樣的程序員，正如湯普森所說，「從很多方面來看他是天生的華爾街精英。」

「他堅信兩點。他認為企業的價值在於未來自由現金流貼現的總和。同時他深諳資本配置之道，並理解投入資本回報的重要性。」

後者對於百倍回報來說非常重要，這一點我們接下來還會談到。湯普森整理了一些貝索斯先生的投資智慧，我們用黑體標出了其中的關鍵詞：

- 貝索斯**1999**年致股東的信中有這樣一句話：「我之前所提出的每一個目標都是為了將我們的公司打造成最出眾、利潤最高、資本回報率最高的投資對象。」
- 貝索斯**1997**年第一封致股東的信中寫道：「市場領導力可以直接反映在更高的收入、更高的利潤、更高的資本週轉率以及更高的投入資本回報率。我們的決策始終堅持這一理念。」

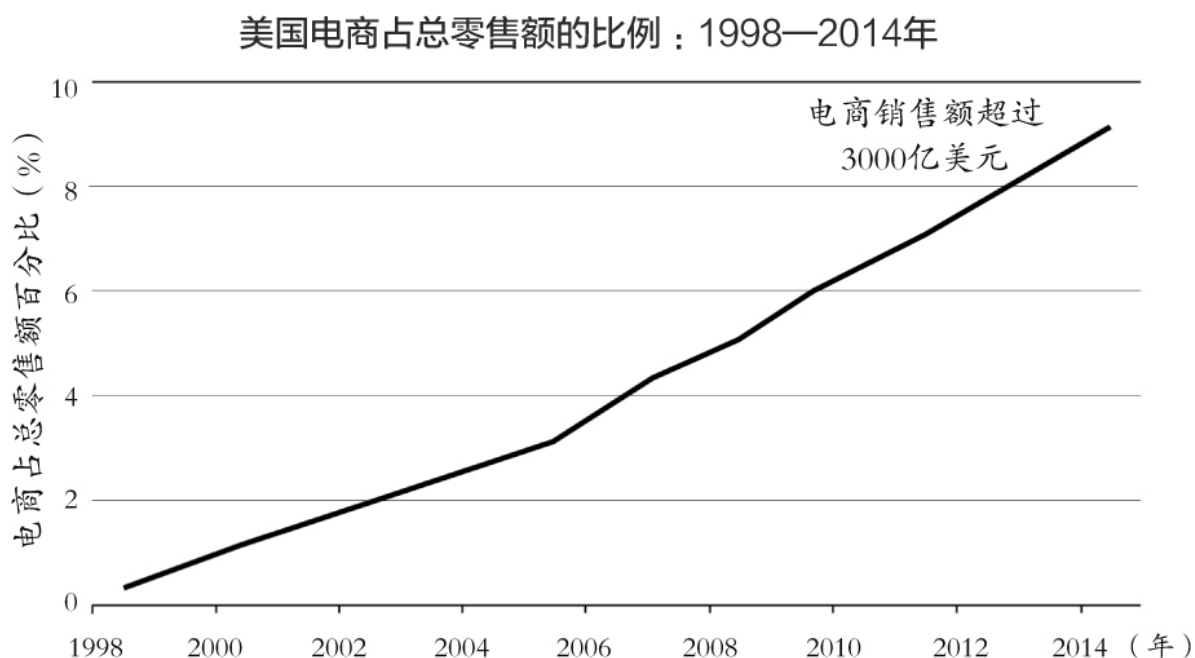
他持續關注較長的週期。湯普森的案例中寫道：「每一年，他都在當年的致股東信中將**1997**年的股東信也納入其中。他想要強調的重點在於：要關注長週期。」

我們現在都知道，亞馬遜主導著線上零售業。問題是，你能否在它有高回報之前，基於這個公司的基本面就做出購買這隻股票的決策呢？

湯普森認為這是必然的。我贊成他的看法。

在討論這件事之前，我想先請大家看一組宏觀數據。湯普森向我展示了一幅圖，我認為這幅圖很有代表意義，並且思考了好幾分鐘，

很多東西在我的腦海中清晰了起來。這幅圖顯示了美國電商在社會總零售額中所佔比例的增長情況。



這個結論在現在看來很明顯，但是對於身處1998年或是2002年的人們而言，是否真的很難想到有一天在線銷售額會佔到社會零售總額的2%以上？這讓我懷疑自己那個時候是否沒有腦子（我從沒有買過亞馬遜股票，但卻經常使用該公司的眾多服務）。

但是難以置信的是，哪怕是在現在，美國只有9%的零售業務是發生在網上的。亞馬遜起步的時候這個值為零。現在，線上零售額佔到總零售額的35%甚至是50%，這種事情還難以想象嗎？或許這隻股票還有很大的增長空間。

回到湯普森的分析。

「首先，關於亞馬遜需要澄清一件事情。我們應當達成這樣的共識：亞馬遜其實是在盈利的。」

還記得貝索斯先生1997年的股東信嗎？他強調資本投入的回報和投資未來。亞馬遜踐行這一信條的方式之一就是大規模的投資研發，

當然這是一種投資。

「我翻閱了亞馬遜的歷史資料，當然，那是一段極其輝煌的歷史。自1997年起，公司銷售額就以每年40%的複合增長率成長。」

所以，我們要關注這個重要的因素：增長，增長，更快的增長。

「如果單純來看亞馬遜每年披露的營運收入，這個公司看起來確實盈利能力不強。2014年銷售額880億美元，但是經營收入只有1億7800萬美元。似乎只有0.2%的營業利潤率。」

「但是如果計入研發投資，結果就完全不一樣了。2014年，亞馬遜在研發上投入了92億美元。如果把這筆資金加入經營收入，亞馬遜2014年調整後的經營收入達到94億美元，這樣營業利潤率就是10.6%。」

「這個數字非常驚人。更令人驚訝的地方在於這樣的趨勢是持續的。」

湯普森編制了下面這張表格。

雖然把研發投入加回聽起來比較不合規，但重點在於在這個案例中，研發費用是一種投資（關於如何處理研發費用，會計界長期以來都存在著爭論。應該算作費用在銷售額中減去？還是應該像資產一樣在資產負債表中將其資本化，隨時間計提折舊或攤銷？）

	1996年	1997年	1998年	1999年
销售额 (百万美元)	15.75	148	609	1639
增长率 (%)		838.06	312.30	189.13
经营收入	-6	-32	-109	-605
经营收入占销售额比率 (%)	-38.10	-21.66	-17.90	-36.91
加回：研发费用	2	13	46	159
调整后的EBIT	-4	-19	-63	-446
调整后的经营收入占销售额比率 (%)	-25.40	-12.86	-10.34	-27.21
	2000年	2001年	2002年	2003年
销售额 (百万美元)	2761	3122	3933	5264
增长率 (%)	68.45	13.07	25.98	33.84
经营收入	-863	-412	64	270
经营收入占销售额比率 (%)	-31.26	-13.20	1.63	5.13
加回：研发费用	269	241	215	257
调整后的EBIT	-594	-171	279	527
调整后的经营收入占销售额比率 (%)	-21.51	-5.46	-7.09	10.01

	2004年	2005年	2006年	2007年
銷售額 (百萬美元)	6921	8490	10711	14835
增長率 (%)	31.48	22.87	26.18	38.50
經營收入	440	432	389	655
經營收入占銷售額比率 (%)	6.36	5.09	3.63	4.42
加回：研發費用	263	451	662	818
調整後的EBIT	723	883	1051	1473
調整後的經營收入占銷售額比率 (%)	10.45	10.40	9.81	9.93

	2008年	2009年	2010年	2011年
銷售額 (百萬美元)	19166	24509	34384	48077
增長率 (%)	29.19	27.88	40.29	39.82
經營收入	842	1129	1406	862
經營收入占銷售額比率 (%)	4.39	4.61	4.09	1.79
加回：研發費用	1033	1240	1734	2909
調整後的EBIT	1875	2369	3140	3771
調整後的經營收入占銷售額比率 (%)	9.78	9.67	9.13	7.81

	2012年	2013年	2014年
銷售額 (百萬美元)	61093	74452	88968
增長率 (%)	27.07	21.87	19.52
經營收入	676	745	178
經營收入占銷售額比率 (%)	1.11	1.00	0.20
加回：研發費用	4564	6585	9275
調整後的EBIT	5240	7310	9453
調整後的經營收入占銷售額比率 (%)	8.58	9.82	10.62

「更進一步，我認為亞馬遜是否盈利在於它是否想披露。」湯普森寫道，「如果它想在報表中體現盈利，那麼報表上就會顯示盈利。對亞馬遜股票的門外漢肯定會被亞馬遜的公司從未盈利這一點嚇得放棄投資亞馬遜。但是如果你把研發費用加回去，再把資本支出加回去，就會發現亞馬遜是一家利潤如此豐厚的公司。」

他認為，對待研發費用的最恰當方式是與設備成本一樣，逐期攤銷。研發費用中確實有一部分對於亞馬遜的發展是必須的，但同時也有一部分是著眼於未來的成長、有利於提升未來的銷售。在此基礎上，湯普森提出這樣的問題：「著眼於成長的研發投資和維持性的研發投資之間的比例怎樣？這是一個重要的問題，很值得討論。」

鑑於本案例研究的目的，我們姑且視研發是亞馬遜為了業務發展所做的投資。如湯普森所指出的，自2003年以來，排除研發費用，亞馬遜的營業利潤率是10%左右。「那麼，會有懂行的基本面投資人選擇亞馬遜股票作為投資對象嗎？答案是肯定的。」

我們來看看2003年年初的數據：

- 股價21.94美元；
- 公司價值 = 83億美元；
- 2002年銷售額39億美元；
- 2002年息稅前利潤2億7900萬美元；
- 2002年調整後營業利潤率 = 7%；
- $EV/EBIT = 33$ ，非常高的倍數。

湯普森認為，「就當時情況來看，美國經濟中線上的比例很低。而對於零售業而言，這一部分就更小了。換句話說，在線銷售的發展空間很廣闊。」（見上圖）

湯普森繼續分析，「假設目標增長率是每年30%，那麼2005年的銷售目標應該是76億美元。營業利潤率依然設定在10%，和除去研發費用的息稅前利潤趨勢相一致。那麼亞馬遜的價值就僅僅是2005年除去研發費用的營業利潤的10倍。這個估值相當保守。」

要注意到這一點可能並不容易，但並非不可能。

「盈利增長的同時股價也在上漲。到2006年2月，股價已經從21.94美元上漲到43.92美元。三年翻兩倍，年均複利26%。同期，標

準普爾500指數的增長率是50%或者是每年14.3%。」

「如果從2006年起開始享受這隻股票的長期上漲，那麼到2015年5月，股價上漲會為你帶來15倍的回報，年回報率26%。這一回報率也同樣驚人。」

要想在亞馬遜身上獲得百倍回報並不容易。尤其是在早期，你需要堅定地相信這家公司的理念一定會成功。你要在遭受大幅下跌後仍堅持持有，即使股價已經跌落80%。

但是在股價處於低位的時候，你會有很多進場的時機。就算拿不到百倍回報，這個時候得到50倍的收益也是輕而易舉。而且亞馬遜不會止步於此。

你必須相信貝索斯先生，順著他的思路去思考。如果貝索斯先生願意，他可以削減研發投入，現金會立刻湧入亞馬遜的賬戶。但是他選擇了投資研發以實現未來的增長。

湯普森如此總結：

「如果你相信貝索斯先生，你就可以接受公司營業利潤率低的現實。在2014年，營業利潤率只有0.2%。然而算上研發費用，這一比例就飆升至10%。上文表格中的數據表明這一趨勢的穩定性。

「以亞馬遜為案例說明百倍回報是一件比較困難的事情。最好的投資是在IPO的時候就買入，然後期待公司的銷售額會持續上漲。對線上銷售的良好預期和對貝索斯先生的信任是你投資決策中的關鍵因素。

「在2003年2月我做了亞馬遜的基本面分析。根據亞馬遜的歷史財務數據，基於保守的估計，你可以買入這隻股票。持有到2014年會為你帶來15倍的回報，年回報率為26%。」

湯普森更進一步地指出，即使現在亞馬遜依然值得投資。分析見下表。基於現在的股價，湯普森認為，在未來的三年內會有**127%**的回報，也就是年均複合收益率**31%**。

湯普森總結道：「我們想告訴大家的最重要的觀點是，資本回報是極端重要的，如果一個公司能夠持續以高回報率進行再投資，股票價格（和公司利潤）都將按複利增長，這種增長會呈現出拋物線的效果。」

在後文中我們將不斷強調這一觀點。

2015年5月28日股价 (美元)	427
公司价值 (百万美元)	196807
2014年财务指标	
销售额 (百万美元)	88988
调整后经营收入 (百万美元)	9453
调整后营业利润率	11%
假设：	
每年销售额增长20%	
调整后营业利润率升至15%	
销售额 (百万美元)	153771
营业利润率	15%
EBIT (百万美元)	23065.6
按当前股权价值和2017年EBIT计算的估值倍数	8.5%
2017年估值	
调整后的EBIT (百万美元)	23065.6
定价倍数	20
公允价值 (百万美元)	461313
发行在外股份数 (百万股)	476
每股公允价值 (美元)	969
目前股价 (美元)	427
上涨空间	127%
时间间隔 (年)	3
年均复合增长率 (CAGR)	31%

接下來，我還有更多的案例分析與讀者分享。我們不會聚焦在財務細節上，但是它們都能說明百倍回報股的關鍵特徵：你需要給股票充分的上漲時間。我前面提到的一位分析師亞歷杭德羅研究了下面這個案例。

電子藝界公司 (Electronic Arts)

在1982年從蘋果電腦公司的戰略和市場部離職後，美國企業家特里普·霍金斯 (Trip Hawkins) 創辦了電子藝界公司 (EA)。公司總部位於加利福尼亞州雷德伍德城，公司的主業是開發電子遊戲並公開銷售。

電子藝界公司只用了14年就成了百倍回報股。2004年回報破百倍後，股價還在繼續上漲。亞歷杭德羅對該公司的案例進行了深入研究。

「電子遊戲這個行業依然屬於藍海，只有40年的歷史，市場競爭依然激烈。」亞歷杭德羅寫道，「在這個規模達到數十億美元的行業中，那些最初的創業者如履薄冰，因為很容易會被新興企業淘汰。」

他發現，曾經的行業巨頭雅達利 (Atari) 和世嘉株式會社 (Sega) 已經風光不再。面對年輕的消費者，任天堂 (Nintendo) 也失去了曾經的優勢。

「索尼和微軟是目前平臺類遊戲市場的主導者。但是他們正在面對著越來越多的希望可以直接跳過平臺的遊戲研發者的競爭。他們直接採用網絡或者手機端應用來直接接觸消費者。」

亞歷杭德羅繼續分析道：「因此，仔細分析作為電子遊戲開發企業的EA發展史及其成為百倍股的歷史就變得十分有趣。EA的成功，能夠為我們研究在面對科技和消費者偏好易變的雙重不確定性下如何成功提供一些經驗教訓。」

看起來，EA是通過不斷推出新產品，努力獲得那些有價值的特許經營權，來擊敗其他競爭者。

首先，該公司的盈利水平很不穩定，表明該行業不容易預測。各年的利潤率和資產回報率（ROA）變化很大（如下表所示），新遊戲在不斷衝擊著老遊戲，隨時都會有新遊戲或更新版推出市場。

EA公司盈利水平的剧烈波动

日期	利潤率 (%)	ROA (%)
1990-12-31	8.5	13.2
1991-12-31	10	17.5
1992-12-31	10.6	17.3
1993-12-31	10.6	17.2
1994-12-31	11	156
1995-12-31	8.7	10.7
1996-12-31	76	8.5
1997-12-31	7.9	8.7
1998-12-31	5.8	7
1999-12-31	9.6	11.5
2000-12-31	0.8	0.8
2001-12-31	2.3	2.1
2002-12-31	14.2	14.4
2003-12-31	17.6	14.9
2004-12-31	18.5	13.2
2005-12-31	9	6
2006-12-31	2.7	1.7

亞歷杭德羅在案例中指出，「與今天的許多科技公司不同。EA最關注的是淨利潤。在早期，EA保護自己利潤的一種方法是避免與現有的分銷商合作。他們選擇直接與零售商合作，這樣可以獲得更高的利潤率。」

EA也嘗試了不同的包裝。比如，對20世紀80年代初期推出的遊戲——例如多用途勞動機器人（M.U.L.E）和彈珠檯（Pinball Construction Set）——採用專輯式的包裝。「這種包裝是EA首創，因為專輯風格的包裝可以節省成本。」亞歷杭德羅如是寫道。

EA同時注重開發適合所有平臺的遊戲。所以不需要在打造平臺的硬件上下功夫。EA的執行官依然把這一點看作是EA成功的關鍵。

不管從哪個角度來看，EA的策略都是正確的。1990年，EA的營業額只有9600萬美元。到2004年，銷售額已經突破了31億美元，32倍的增長。價格相對於銷售額的倍數（市銷率）也在不斷上升，1990年只有2.7倍，到2004年已經上漲到了13倍。

公司利潤也快速增長。1990年總利潤只有800萬美元。到2004年，變成了5億8600萬美元，是1990年利潤的73倍。市盈率也從12倍上漲到32倍。

想要實現這樣的增長，EA需要的不僅是討巧的包裝以及適應所有平臺的遊戲了。它需要開發人們想玩的遊戲。

「EA的創建者取了這個名字，是因為他們希望EA的遊戲可以成為一種藝術。藝術是一種好萊塢式的稱呼，有些人認為公司的名字是受了聯美製片廠（United Artists）的啟發。」

EA視自己的遊戲研發人員為公司的寶貴財富。EA的研發人員在自己研發的遊戲中持有股份。亞歷杭德羅認為，這「不僅是一種經濟上的激勵，同時也是一種公共關係式的激勵，可以讓他們更專注於研發」。他接著寫道：「就像20世紀80年代的遊戲專輯封面，它想表達

的是，這些遊戲以及這些遊戲的創立者並非只是一些能在屏幕上做出搞笑畫面的奇葩。他們對品質的關注產生了很多成功的遊戲。」

這在體育類的遊戲上面體現得極為明顯，在這個類別上，EA的作品無人能及。我出生在20世紀80年代，至今我還能回憶起EA的口號：「EA體育，虛即是實」，以及在大學時代我們花費大量的時間去玩瘋狂足球（Madden Football）。

亞歷杭德羅評論說，「EA遊戲對真實場景的模擬在很大程度上挫敗了其他的遊戲，這反過來使得EA在其他系列職業聯賽遊戲的開發和客戶忠誠上面有了其他競爭者不具有的優勢。20世紀80年代末90年代初的瘋狂橄欖球（Madden NFL），勁爆籃球（NBA Live），國際足球聯賽（FIFA），曲棍球聯賽（NHL）和職業高爾夫巡迴賽（PGA Tour）系列都是EA推出的系列體育類遊戲。作為體育系列中最成功的產品，在2010年FIFA玩家突破1億人。」

EA還有其他的熱門遊戲，模擬城市（Simcity），戰地（Battlefield）以及極品飛車（Need for Speed）系列。「一個品牌旗下擁有眾多的熱門產品正是這個公司從起步就可以持續增長的原因。」亞歷杭德羅總結道。

EA的成功引人深思。這是一個看上去變幻莫測的行業，EA試圖在其中打造一種鎖定勝局的文化。在EA身上，你能看到所有百倍回報股具有的特點：銷售額的爆炸式增長。除此以外，EA還具有不穩定但是健康的盈利和利潤率。

在這個案例裡，你需要相信野心勃勃不是一件壞事。對於百倍回報來說，這一點必不可少。

康卡斯特（Comcast）

拉爾夫·羅伯特 (**Ralph Roberts**) 將一家規模很小的密西西比有線電視公司發展成為今天的行業巨頭康卡斯特。故事開始於20世紀60年代。《華爾街日報》在其去世時 (2015年6月) 刊登了羅伯特的訃告：

「在那個年代，有線電視公司只提供社區天線和線路等少量業務。羅伯特先生借與有線電視公司業主見面的機會瞭解到這項業務，這位業主正在尋找合夥人接手密西西比南部電纜分置盒的業務。在發現這一商機以後，羅伯特先生在1963年進行了他生平第一次收購：他收購了一家位於密西西比州圖珀洛地區的有線電視運營商，該企業為1200位本地居民提供有線電視信號傳輸服務。」

1972年這家公司股票在納斯達克上市，現在已經上漲了1000倍。這是一個罕見的例子，在這個案例中我們有一位偉大的創立者兼運營者，拉爾夫·羅伯特。他的繼任者也很有能力，是他的四子布萊恩·羅伯特 (**Brian Robert**)，布萊恩於1990年成為公司董事會主席，2002年擔任首席執行官。

我們從1981年股價處於低谷的時候開始分析。從那時起，這隻股票用18年時間走完了百倍回報的歷程。

康卡斯特很有意思，和亞馬遜類似，你看不到穩定的盈利增長。事實上，康卡斯特經常在財務報告中披露為負的利潤，這主要是因為公司在建設網路系統方面投入了大量的資金。

你必須透過財務指標才能理解用戶網絡的真正價值。那些年復一年按月付費的忠誠消費者組成了康卡斯特投資邏輯的支柱。

雖然看不到盈利，但是訂閱者的增加帶來了銷售額的增長。

「在20世紀80、90年代，由於數次兼併，康卡斯特增長很迅速。」亞歷杭德羅對此作了介紹，「比如，1986年收購了W有線電視集團 (**Group W Cable**) 26%的股份，這一收購使得康卡斯特的客戶

數量翻番，達到100萬。在1994年公司又收購了麥克萊恩亨特公司（Maclea-Hunter）的美國分公司之後，使得康卡斯特有了350萬的訂閱者，成為美國第三大運營商。」

併購還在繼續。在1995年，康卡斯特以15.75億美元的價格併購了E. W. 斯科利普斯公司（E. W. Scripps Co.）。加上這家公司的有線電視訂購客戶，康卡斯特的總客戶數量達到430萬。

「康卡斯特也開始嘗試多樣化的商業模式。」亞歷杭德羅在案例中介紹，1995年，康卡斯特花費21億美元收購了家庭購物電視網絡QVC。

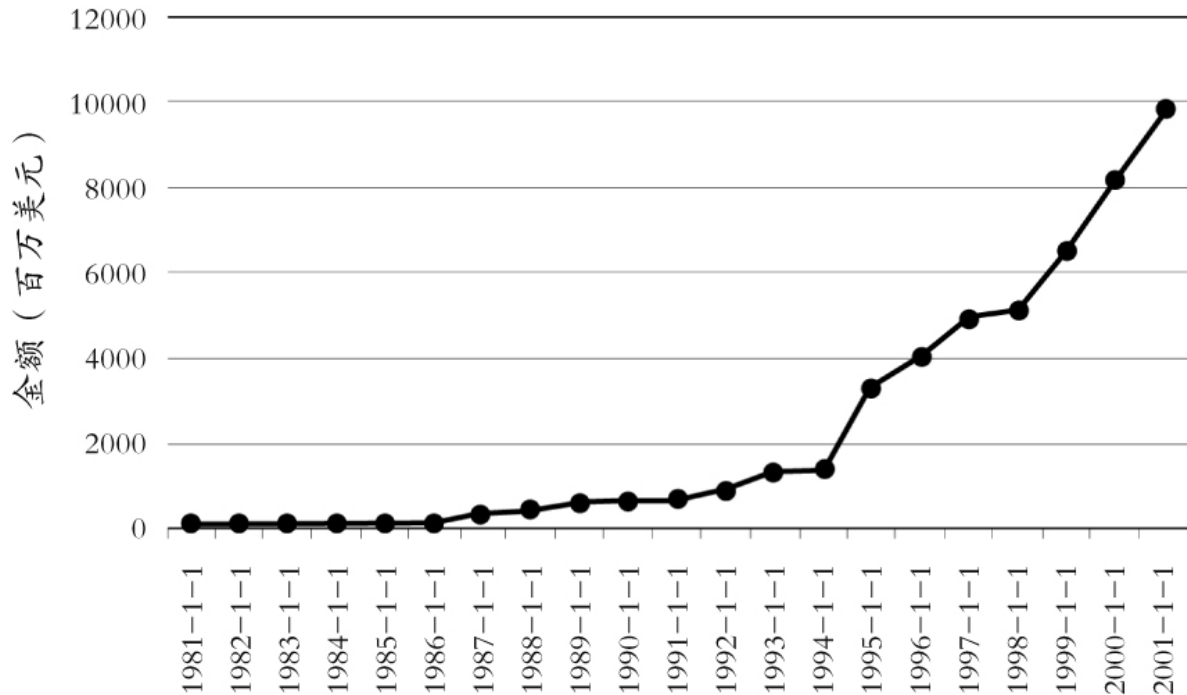
康卡斯特後來也在手機和互聯網領域施展拳腳。「先是在1988年，康卡斯特以2300萬美元收購了一家移動電話服務商——美國移動網絡公司（American Cellular Network Corporation）。第二次收購發生在1996年，收購對象是提供互聯網服務的家庭網絡公司（@HomeNetwork）。」

這些努力為康卡斯特在1997年帶來了微軟公司的10億美元投資。「康卡斯特將有線傳輸、編程、通訊行業進行整合，把有線電視和個人電腦聯繫在一起。今天我們對康卡斯特的注資會深化寬帶網絡和內容的整合，這可以拓展對客戶的服務。」微軟創建者比爾·蓋茨當時在一篇新聞稿中如是說道。

併購還在繼續。其中最大的兩起併購是2001年對AT&T有線電視系統的併購和2011年對NBC環球的併購。

康卡斯特的有線網絡也成為提供互聯網服務的重要通道，這使得公司有了更長遠的發展。從下圖可以看出康卡斯特公司銷售額在20世紀90年代末和21世紀初的成長過程。

康卡斯特公司的銷售額



我們還沒有談到這個故事中最有趣的部分。從2001年起，在它不斷地擴張與兼併的過程中，康卡斯特的股票最終會上漲超過6倍。

「這一時期較大的併購包括：AT&T寬帶業務，阿德菲亞傳播公司（Adelphia）（與時代華納有線電視各持股50%），以及NBC環球51%的股份。」

在2000年，由於股票市場泡沫的破滅，投資者經歷了一段刻骨銘心的大蕭條。康卡斯特的股票市值從2000年高峰到2002年低谷損失近半。但很快這家公司又再次回到了增長的軌道。

如果一個投資者能夠堅持持有該公司股票到2014年，那麼他會獲得188倍回報。康卡斯特的案例分析內容很少，但是依然有助於說明銷售額增長的力量以及有透過現象看本質的能力有多麼重要。

獲得百倍回報需要眼光和韌性，同時往往還需要對那些財務信息中沒有明顯體現出的思想的堅定信念。

百事 (Pepsi)

百事是投資者能夠找到的比較有代表性的百倍回報股。業務簡單，利潤率豐厚，從一家小公司慢慢成長為大公司。

百事也是同時出現在菲爾普斯和本人研究中的案例之一。在菲爾普斯的書中，故事開始於閣樓公司 (Loft Inc)，這家公司收購了百事可樂公司並且在**1941**年更名為百事可樂。(關於這段歷史還有很多有趣的背景故事，這可能會背離我們的主題。但是有一件有意思的事情，百事曾經兩次申請破產，分別在**1923**年和**1931**年。)根據菲爾普斯的研究，在**1938**年，百事公司股價均價為**75**美分。到**1971**年，股價達到**427**美元。33年內實現了**569**倍的回報。

在我們的研究中，這隻股票在**1962**年開始保持上漲趨勢。「這家總部位於紐約的軟飲和零食巨頭從**1962**年起，花費了**28.5**年成長為百倍回報股。事實上，在**1962**年到**20**世紀**80**年代，這隻股票並未顯露出任何能夠實現百倍增長的跡象。」

接下來，百事開始了全球大擴張。到**1985**年百事在**150**個國家都有了分支業務。「中國和蘇聯**1975**年就向百事開放了國內市場。這些新興市場在接下來的幾十年為百事帶來了鉅額的盈利。」

百事不斷地推出新產品，擴展其零食業務。「在**1982**年，百事推出了新的子品牌，銷售果汁汽水。這開闢了新市場，提高了百事在飲料行業的市場佔有率。」

在**1986**年，百事進軍快餐業，選擇肯德基和塔可鍾 (Taco Bell) 作為合作伙伴。**1989**年，百事公司收購了英國老牌零食公司步行者薯片 (Walkers Crisps) 和史密斯薯片 (Smith Crisps)。

百事的國際化進程還在不斷推進：

- **1990**年，百事和蘇聯簽訂了發展歷史上最大的貿易協定。同年，百事控股了墨西哥最大的餅乾公司歌美颯 (Gamesa)。

- 1994年，百事入駐越南，並且成為越南最大的飲料製造商。它還與星巴克聯手，在美國推出成品咖啡飲料。
- 1998年，百事與委內瑞拉的南極公司 (Empresas Polar SA) 簽訂聯合協定，成為拉丁美洲最大的零食供應商。這一協定是百事公司1995年推動樂事產品打入20個國家的市場的一部分。

百事兼併新企業的進程還在繼續：1997年兼併純水樂 (Aquafina) 瓶裝水，1998年收購純果樂 (Tropicana) 。

從財務角度看，我發現兩個事實。其一，百事擁有超過57%的可持續的高毛利率。在第十二章我們會看到，這正是百事高競爭力的體現。

其二，百事的銷售額和利潤增長都非常驚人。1962年的銷售額只有1億9200萬美元，2014年已經達到640億美元。這還不算從百事分離出的百勝，後者的淨利潤也從1500萬美元上漲到60億美元。

在案例分析的觀察期間，百事的股票價格上漲了1000倍。

吉列 (Gillette)

吉列用了32年成為百倍回報股。

吉列是一家生產剃鬚刀的企業。亞歷杭德羅在案例中提道：「在過去10年中，吉列曾經是寶潔旗下的品牌，佔有剃鬚刀市場70%的份額。」

1901年吉列成立，並且很早就獲得了成功。菲爾普斯也在書中引用了吉列的例子。1943到1971年，吉列實現了百倍增長。1943年股價只有4.75美元，1971年則達到每股364美元。「1962年7月刊的《財富》雜誌提名吉列為美國第三大高盈利公司。」亞歷杭德羅寫道。

「在我的研究中，這些股票有一個共同的特徵，那就長期保持的擴張慾望。」亞歷杭德羅這樣認為。他在吉列的發展歷史中總結出這

一特徵。吉列總是在擴張新市場，推出新產品。吉列也很注重科技的使用：

「他們在開闢市場、推出產品方面做得如此之好，很重要的原因在於他們在開發產品和產品營銷上充分利用科技。縱觀吉列的發展史，歷任執行官都非常重視科技，這使得吉列比其他競爭者更有優勢。正如達爾文所言：『不是強者生存，而是適者生存。』」

比如，吉列是電視廣告的第一批嘗試者。

「在1944年，在幾乎所有品牌都忽略了電視的時候，吉列的執行官花費鉅額資金在電視上做廣告。」這使得吉列的品牌曝光率大大提升。吉列不僅花錢做廣告，還通過數據來追蹤銷量。最終，吉列發現這些電視廣告帶來了那些年銷量的爆炸式上漲。

「另外一張使得吉列獲益的科技牌在於他們不斷地對於刀片進行改良。即便在市場中沒有任何一個競爭者能夠搶奪吉列的市場份額的時候，他們也在不斷地投入研發。」

有一部分原因是他們發現忠實的顧客願意為比目前使用的刀片更好一點的產品付出更多的費用。亞歷杭德羅引用了2001年吉列男士面容部門總裁彼得·K. 霍夫曼 (Peter K. Hoffman) 的話：「歷史證明，市場期待我們的創新。」這一點吉列很早就明白。

即使某一項技術並不是吉列率先推出市場，對於研發的重視使得吉列的對手很難超過吉列。吉列可以用自己的專利組合來打敗競爭對手。

「例如，在1962年，威爾金森刀具公司 (Tiny Wilkinson Sword) 推出的塗覆不鏽鋼刀片獲得了巨大的成功。消費者聲稱，這一款刀片可以保證至少12次乾淨的剃鬚體驗，但是吉列的碳鋼刀片只能使用3到4次。威爾金森的刀片可能會嚴重影響吉列的市場佔有

率。然而，吉列的研發人員比威爾金森公司更早地獲得了不鏽鋼塗層技術。所以威爾金森公司每售出一盒刀片，都需要給吉列支付專利稅。這極大地削弱了威爾金森的競爭力。

「1963年，在吉列受到威爾金森的威脅一年之後，吉列推出了自己的不鏽鋼刀片，並且定價比威爾金森和其他的美國同類公司都要低。這一系列措施使得吉列重新主導市場並且在幾年後繼續推出改良的刀片。」

吉列在商業上取得了巨大的成功。

縱觀吉列作為上市公司的起初幾十年，很難發現這隻股票有成為百倍回報股的跡象。事實上，在二十年內，股票都沒有大漲。漲幅只有40%，僅此而已。

即使把所有的分紅都進行再投資，你的回報也只有3.4倍。雖然比40%看起來好一些，但是對於20年的時間來說，還是太低了，年均收益只有6.5%。就算年回報率10%，也需要48年才能有一百倍的回報。而吉列的回報率只有該數字的2/3。

「這與公司淨利潤的增長並不一致。同期公司淨利潤增長了3.5倍。」亞歷杭德羅指出。其中一個原因是估值方法。吉列沒有滿足「孿生引擎」的條件。收入在上升，但是乘數卻在下降。1962年，公司市值是銷售額的20倍，但是20年後卻只有10倍。

還有部分原因在於吉列的銷售利潤率和資產回報率都在下降：

日期	销售利润率	ROA
1962-12-31	16.40%	23.80%
1963-12-31	14%	23.20%
1964-12-31	12.60%	18.60%
1965-12-31	12.50%	19.40%
1966-12-31	12.60%	20.60%
1967-12-31	13.20%	16.20%
1968-12-31	11.30%	15.40%
1969-12-31	10.80%	14.70%
1970-12-31	9.90%	13%
1971-12-31	8.60%	11.20%
1972-12-31	8.70%	11%
1973-12-31	8.10%	10.70%
1974-12-31	7%	8.80%
1975-12-31	5.70%	7.80%
1976-12-31	5.20%	7.20%
1977-12-31	5%	6.70%
1978-12-31	5.50%	7.30%
1979-12-31	5.60%	7.20%
1980-12-31	5.40%	7.30%
1981-12-31	5.40%	7%
1982-12-31	6%	8%
1983-12-31	6.70%	8.60%

換句話說，產生1美元的利潤，需要有更多的銷售額和資產規模。ROE也在不斷下降（這一點在第六章中會說明）。1962年每1美元投資的收益是31美分，但是1982年已經下降到了18美分。

儘管吉列有很多的優勢，但是其業務確實不如1962年那麼輝煌了。原因如下。

「吉列曾經多次不得不通過降價來與對手競爭，比如與威爾金森刀具公司的不鏽鋼刀片打價格戰。同時，研發的費用隨著新產品在國內外市場的推出在不斷上漲，這需要大筆的資本投入。」

只有當上述不利趨勢反轉時，公司股票百倍回報的征程才算真正開始。這種情況下，公司的估值也已經降至最低點。從1964年到1995年年中，吉列完成了100倍的回報。市盈率達到28倍。銷售額和盈利也在迅速增長。從1982年開始的15年間，銷售額年均增長11%，利潤增長率更快，達到15%。

相比於20世紀70年代，80、90年代更健康的經濟環境也對吉列公司更好的業績有所助益。即便如此，經濟走勢也是不可預測的。這就是為什麼我（以及菲爾普斯和其他很多人）建議大家不要費勁去預測經濟。下面的章節中我還會提到這一點。

吉列公司的案例強調了幾點內容，其中之一就是增長的重要性。在這方面，吉列的增長比亞馬遜和康卡斯特更容易識別。它一直保持著較高的毛利率，並且為投資者提供了不錯的淨資產回報率和總資產回報率。

這篇案例也表明，當一隻股票的市盈率從低位上漲後，估值會發生很大的變化。

綜上，大家都會比較樂意為一隻快速增長並且有著高回報率的股票（比如怪獸公司）付出公允的成本，而不會去選擇價格低廉但業績平平的股票。簡單的數學推導就可以證明這一點。彼得·林奇在《成功投資》（*One Up on Wall Street*）一書中舉了下面這個例子：

「其他條件相同，年增長20%、市盈率為20倍的股票比年增長10%、市盈率為10倍的股票要好得多。這聽上去可能很深奧，但

是，理解快速增長公司的盈利變化非常重要，盈利是推動股價迅速上漲的動力。」

下表顯示了上述結論的推導過程：

	A公司 (盈利增長率為20%)	B公司 (盈利增長率為10%)
基期	\$ 1.00	\$ 1.00
1	\$ 1.20	\$ 1.10
2	\$ 1.44	\$ 1.21
3	\$ 1.73	\$ 1.33
4	\$ 2.07	\$ 1.46
5	\$ 2.49	\$ 1.61
7	\$ 3.59	\$ 1.95
10	\$ 6.19	\$ 2.59

在5年、7年和10年後，你就能看出這二者之間的明顯區別。假設二者的市盈率不變，A公司股價最終會達到123.8美元，給投資者帶來五倍回報。股票B只會漲到25.9美元，只實現了兩倍回報。就算A公司的市盈率下降到10倍，你也可以獲得3倍收益。

正如菲爾普斯所言，「好股票不會沒有朋友。」通常它們都不會太便宜。不要被高估值倍數嚇倒而放棄一隻好股票。

總結

類似這樣的分析還有很多。事實上，針對這365只百倍回報股我們都能做出案例分析。限於篇幅我們就舉這幾個例子吧。

本書已經介紹了不少各種百倍股相關的內容，現在我們也逐漸形成了對百倍股的基本認識。我們在本書結尾還會繼續談這個話題。

還是要強調一下，這裡使用的統計方法並不嚴謹。我更想向你們說明典型的百倍股是什麼樣的。但是這就像直接告訴你哥倫布市的房地產均價一樣，均價很難說明問題，因為其中更包括住宅、商業地產、工業地產等等，而且人口過於分散。數字不能說明任何問題。百倍股也是如此。

接下來的幾章，我會進一步研究投資者能從這些百倍股身上發現的一些特徵。

第六章 百倍股的關鍵因素

如果一家企業連續20年或30年，每年都獲得18%的投資收益，即使你支付了看起來很昂貴的價格，也會有很好的結果。

——查理·芒格

東維爾肯特資產管理公司 (Donville Kent Asset Management) 的傑森·東維爾 (Jason Donville) 提出了一個有趣的假設。

他說，想象你在15年前投資了一隻基金，該基金經理向你提供了下面名為「出色的回報」表格中的歷史收益數據。你的第一印象可能是又一個伯尼·麥道夫 (Bernie Madoff) 似的人物，他通過造假讓投資者相信自己在較長時期內取得了讓人難以置信的穩定回報。

但這不是麥道夫，這是真事，這位基金經理確有其人，他的名字叫格里·索羅韋 (Gerry Solloway)，身份是加拿大一家名為國內資本集團 (Home Capital Group, HCG) 的消費金融公司的總裁。

然而，下面表格中展示的數據並非投資基金的收益率，而是HCG公司從1998年到2012年15年間的淨資產回報率 (ROE)。ROE衡量了企業股權投資的收益率，比如說你投資100美元開了一家擦鞋店，第一年賺了25美元，你的淨資產收益率ROE就是25%。

東維爾寫道：「隨著時間的推移，股票的投資收益和公司淨資產收益率將會表現得極為一致，如果你在1988年1月投資於HCG公司，你的購買成本為每股1.63美元，然而在2014年1月，每股價格為大約80美元 (該股票進行過1拆2的拆股，經調整後現在每股價值98美元) 。」

出色的回報

年份	年收益率
1998	20.7%
1999	21.8%
2000	23.2%
2001	23.8%
2002	24.3%
2003	27.4%
2004	31.4%
2005	31.8%
2006	27.4%
2007	28.9%
2008	27.8%
2009	28.2%
2010	27.3%
2011	27.1%
2012	25.5%

「不考慮股利，這隻股票在過去16年裡股票價格上漲至最初的49倍，如果加入股利，股票的年化收益率達到28%，這與HCG的淨資產收益率非常接近。」

東維爾花了很多時間為他的基金尋找類似於國內資本集團的投資對象，這些公司在較長時間裡為投資者提供20%甚至更高的ROE。但淨資產收益率不是選擇股票需要考慮的唯一因素，因為高淨資產收益

率的公司仍然可能是糟糕的投資對象。其他因素也很重要，比如股票價格。（微軟公司一直保持著很高的淨資產收益率，但在2000年之後的10年裡，其股價一直表現不佳。）

但是一旦你發現了一隻像HCG這樣的股票，你的目標是「只要公司能實現既定收益，你就持有該股票或該籃子股票。說起來容易做起來難，但是仍然是可以實現的」。

東維爾每個季度會寫一封名為「ROE報告」的郵件，其中記錄能達到他標準的股票，這些股票大多是加拿大的公司，因為東維爾關注的是加拿大市場，在他2014年1月挑選出來的股票中，就包括HCG公司。

我分析東維爾的故事是為了說明以下幾點。首先，弄清楚一家公司利用投資者的錢能賺取什麼很重要，當一家公司可以在一段時間內快速增加每股賬面價值，這意味著其有能力以高回報率進行投資。

第二點我想說的是，當持有這些股票的時候，時間將會是你的朋友。短短16年，HCG將其投資者的財富放大到49倍。但是你只有在任何情況下都堅持持有股票才能獲得如此高回報，其中的過程並非總是一帆風順。舉個極端的例子，在2008年，該股票的價格下跌了超過一半，如果在那時賣掉股票，那將是多麼錯誤的做法。

這就是為什麼像東維爾那樣關注淨資產收益率是有幫助的，就算你只是看到了上面這個「出色的回報」表格，你就不會賣掉股票了。我見過一些公司有類似的淨資產收益表現，還記得菲爾普斯展示的輝瑞藥業20年間的經營數據嗎？年復一年，該公司保持著穩定的15%—19%的淨資產收益率，前後持續了20年。他問道：「只看這些數據的人會不斷買入賣出這隻股票嗎？」

當然，答案是否定的。這就提出了一個問題，為什麼如此多的投資者無法堅持不操作？這是一個你必須為自己回答的問題，人們給出

了各種各樣的答案，但是正如菲爾普斯所說，記住這點：獲取**49倍**收益，或者**100倍**收益的唯一方法是「果斷買入並堅持持有」。

即使是較低的回報率累計起來也是可觀的，**15%**的年收益率意味著**5年**翻倍，**10年**後是原來的**4倍**，**20年**的增長累計起來，將超過初始價值的**14倍**。

在高淨資產收益率的股票中尋找百倍股

傑森·東維爾的「資本理念基金」(Capital Ideas Fund) 從2008年初以來的市場表現一直位列市場前茅。投資於持續產生高淨資產收益率的公司是該基金獲得驚人業績的特殊原因。我打電話給傑森向他解釋了百倍股以及我的新發現，很多百倍股在大多數年份有著**15%**甚至更高的淨資產收益率。他說，「非常正確，那就是我們在尋找的東西」。接下來我們深入地討論他的方法以及具有卓越市場表現的股票的神奇之處。

東維爾從沃倫·巴菲特那裡獲得了靈感——甚至可以說是另一個版本的巴菲特。「巴菲特投資風格轉變大致在其職業生涯中期」，傑森這樣描述這位奧馬哈先知。「在他職業生涯的前半段，他是一個傳統的本傑明·格雷厄姆式的價值投資者，基於短期會計指標（包括低市淨率、低價格-現金流比率、低市盈率等）來判斷股票的低估程度」。

之後巴菲特遇到了查理·芒格，他對價值有了新的定義並關注那些相對於未來現金流量現值比較便宜的股票。傑森說：「在巴菲特投資生涯的第一階段，預測未來現金流量不是什麼大事，因為你嘗試做的是購買那些相對於當前的資產負債表和損益表更便宜的東西。」

「在巴菲特投資第二階段，他需要弄清楚公司未來盈利的變動方向，這就是為什麼他從來不投資任何自己不理解的公司，因為無法預估其收益。」

基於淨現值發掘的最具吸引力的股票是那些能夠高速增長的股票，而要以高於平均速度增長，它們還需要擁有一些可持續的競爭優勢。正是這類股票能產生較高的淨資產收益率。

傑森說：「很多百倍股就是來自於這些股票。但是我並不是說百倍股不可以來自於其他地方，其他公司的股票可能會忽然暴漲併成為百倍股，但是你無法提前預知。你所能做的只是在感嘆中回顧這隻既無資產也沒有利潤的礦業股票，看它是如何漲到**100**倍。但是以你我的能力，發現下一隻這樣股票的概率幾乎為零。」

我很同意這樣的說法。在尋找的過程中，我發現兩大類百倍股：一類是看上去由於隨機因素而成功的股票（比如一家石油公司挖到了一口噴油井）；另一類是那些有高淨資產收益率的更加可預測的複合增長型股票。相較而言，傑森更喜歡後者。

我們不妨假設鄧肯甜甜圈（**Dunkin' Donuts**）在其只有**35**家門店時上市，我們分析這家公司，可以發現它有著極佳的理念、極佳的業務模式和極佳的產品，更重要的是它只開了**35**家店，而美國是一個巨大的市場，有一天鄧肯甜甜圈可能會有**8000**家店。傑森說：「這就是那種在**20—30**年間可以成為百倍股的股票。」「可預測就是這樣，我們可以尋找這樣的公司：更小，具有更高的淨資產收益率，這類公司的增長相對而言確定性更強。」

傑森開始通過觀察市場，尋找高淨資產收益率的股票。他認為，「如果一家公司連續**4—5**年實現了高淨資產收益率，並且收益不是來自於槓桿而是來源於高利潤率，那麼這就是一個很好的起點。」

但是單獨的淨資產收益率並非百倍股的充分條件，傑森尋找另一種造就多倍股的關鍵要素。「第二個因素需要一些直覺和判斷，那就是管理團隊進行資產配置的技巧。」他在這裡舉了一個例子。

比如有一家公司股本為**1**億美元，淨利潤為**2000**萬美元，淨資產收益率為**20%**，該公司不分配股利。如果我們在年末取出**2000**萬美元的

利潤並存到銀行，假設存款收益率為2%，而公司的其他資產繼續保持20%的淨資產收益率。

實際上如果把現金2%的收益率與公司20%收益率加總到一起，20%的淨資產收益率在第一年年末下降到17%，下一年則下降到15%。所以當你看到一家公司年復一年保持20%的淨資產收益率，必然是有人在獲得利潤分配後又將其投入公司，所以公司的淨資產收益率才能保持不變。

很多人並沒有領會到將利潤再投資並獲得高淨資產收益率的能力有多麼重要。傑森告訴我，他與公司管理層交流的時候，最想談的就是：你如何對公司產生的利潤進行再投資？現在我們不談增長，來談談最近的5次併購。

淨資產收益率並非必須保持穩定。傑森以一家油氣服務公司——斯倫貝榭公司 (Schlumberge) 為例，並使用了他自創的「全週期淨資產收益率」概念。如果在一個不景氣的年份淨資產收益率是10%，在景氣年份淨資產收益率是30%，那麼平均的淨資產收益率就是20%。

「我很樂意買這類股票，」傑森說，「並且最理想的買入時機是那些不景氣的年份。」

但是他對在下降週期虧損的公司沒有興趣，這就很自然地排除了大部分礦業股票，以及許多油氣股票。

「在礦業股票以及油氣股票中，真正可以賺錢的是在你我有資料可以分析之前的階段，」傑森告訴我，「正是那些油氣類股票會實現超過100倍的收益，『是的，但是當它們還是一倍或兩倍股的時候，沒有任何資料可供分析師挖掘，』唯一能抓住機會的是那些從一開始下注購買的人，他們贏了。但是你無法構建一個挑選這些股票的體系。」

相反，你可以在帕尼羅麵包店（Panera）、紅辣椒墨西哥風味餐廳（Chipotle）或者鄧肯甜甜圈剛剛發跡的時候購買它們的股票，那時有足夠的資料可以分析。他說：「你可以通過投資這些快餐館獲得長期的收益。」

我也詢問了他關於股票回購的觀點。股票回購操作會提高公司的淨資產收益率。他對回購不置可否，但是他認為如果回購股票的公司銷售額增長緩慢，那就要非常小心了。「如果你關注的公司持有鉅額現金流但是銷售增長率僅有5%或者更低，這樣的股票不會很好，」他說，「IBM就是一個很好的例子，高淨資產收益率、低股價，但是沒有銷售額增長的支撐，股份數量減少導致的每股收益上升被價格乘數下降所抵消。」結果就是，這樣的股票價格不會漲太多。

傑森不願意購買那些淨資產收益率很高、但是銷售增長沒有達到至少10%的股票，但是他一旦發現了一隻好股票就會大量買入。

「我成立基金來管理自己的錢，」他對我這麼說，「我告訴人們如果你不能挑選出好股票，你應該投資於交易所交易基金（ETF）。但是如果你能夠挑出好股票，卻只投資1%於你的最佳選擇，那就是不理性的。」

傑森的基金允許他累計投資任何一隻股票達到基金總資產的20%，但是他自己能接受的上限是12.5%，這樣，前5只股票會佔基金份額的50%，這些都是高質量的公司。「在我的組合裡沒有垃圾股，」他說，「如果這些股票某個季度業績欠佳，股票絕不會下跌35%。股價下降3%後淨資產收益率就開始好轉，股價會迅速回復到正常水平。」

我問他，你什麼時候賣出股票。「通常，如果淨資產收益率不低於20%，我是不會賣的，」他回答道，「除非股價已經高到了愚蠢的程度。」

那麼關於內部人所有權呢？傑森似乎更偏愛所有者、經營者一體的企業，我持有同樣觀點。我的研究也表明投資者應該如此，後文將有更多論述。「我們並沒有刻意去尋找，但確實經常發現這樣的情況，」他說。那些持續做出正確決定的人往往也是承擔公司風險的所有者，他們同樣不會用公司的資產去過度冒險。

「優秀的企業家實際上不會只追求本壘打，」傑森說，「他們會擊出無數的安打。」他提到星座軟件公司（**Constellation Software**）和MTY食品集團（**MTY Food Group**），兩隻在他的基金組合中佔據重要位置的股票。這兩家公司的管理者仍然持有很多股權，而公司的投資高度分散化。他說，分散化的結果是公司能夠實現很好的無風險增長模式。

小結一下：公司將其利潤以高回報率（**20%或更高**）進行再投資是非常重要的，淨資產收益率是很好的分析起點和合適的代理指標，我不會只關注淨資產收益率或者一些數字，但是這個概念很重要。

怎樣看待資本回報率？答案是越高越好。

怎樣評估一家公司從投資中可以獲得多少收益以及以同樣的收益率進行再投資的能力？答案是持續的時間越久越好。

否則通往百倍股的道路會非常艱難。

第七章 業主經營者：利益共享， 風險共擔

根據我作為基金管理者的經驗，企業家才能應該體現為一定規模的股權份額.....如果管理層和董事會在公司中沒有足夠大的利益——至少**10%到20%**的股權，那麼放棄這家公司去看看其他公司吧。

——馬丁·索斯洛夫 (Martin Sosnoff)

你還記得宋飛正傳 (Seinfeld) 中的故事「股票投資小竅門」嗎？

喬治試圖說服傑瑞和他一起去買某隻股票。喬治說，有一位叫威爾金森的傢伙在股票市場賺了大錢。傑瑞擺擺手，喬治說，「來吧，威爾金森已經投了數百萬在這隻股票了。」

最終，股票價格上漲，喬治賺了**8000**美元。故事很有趣，但它也確實反映了一些股票市場的智慧：在投資時，跟隨有利害關係的人下注。

在這裡，我想談一個我最喜歡並且同樣適用於百倍股的話題：所有者兼經營者的情況——或者跟著擁有大量你所購買公司股票的人一起投資。

但首先，我想分享一個投資者在市場中的特別偏好，正因如此，才需要更加關注所有者-經營者合一的情況。為此，我要介紹地平動力資產管理公司 (Horizon Kinetics) 所做的工作。

我與彼得·道爾 (Peter Doyle) (地平動力公司的基金經理) 在該公司的電話會議上就這個問題有過溝通，我們深入地討論了交易所交易基金 (ETF) 的流行是怎樣造成市場的扭曲。ETF大致可以認為是現成的一籃子證券，可以像股票一樣交易。ETF種類很多，有房地產

ETF、石油股ETF、黃金股ETF等。當人們湧入ETF市場時，無論股票的價格如何，ETF必須將資金投向市場並複製其預先設定的一籃子投資組合。

設計這些ETF的人喜歡把規模較大、流動性強的股票放入基金，因為這些股票容易買賣。問題就出在那些由內部人所控制的公司上，由於內部人手中持有大量股份，這些公司的股票流動性往往弱於同類公司，因此，ETF會避免投資這些公司或只配置較少資金於這些公司。

結果，如道爾所說：「我們發現這些所有者-經營者合一的企業，定價水平遠低於市場水平，他們的投資回報遠遠超過標準普爾500指數或任何其他你看到的指數。」

這對於股票選擇者來說真的是一個難以置信的機會，你能夠以更便宜的價格投資於更好的企業。道爾舉了一個很好的例子以說明這類異常現象——西蒙地產（Simon Properties）。

該公司是美國最大的購物商場房地產運營商，股票已經猛漲了一段時間。2009年3月每股26美元，當道爾在2014年提到它時，股價已經達到158美元了。股票收益率為2.9%^[1]，也就是說，交易價格約為盈利的30倍。

這個時候，西蒙家族在做什麼？他們在市場上大量賣出。

西蒙家族成員在市場上出售了價值超過10億美元的股票，此行為增加了股票的流通量（或流動性）。該股票已經是一隻大規模ETF的投資對象，後來又被另一家規模更大的ETF持有。

所以你面對的情況是：股價昂貴，內部人正在不斷賣出但ETF卻不加思考地購買更多。與此同時，市場上還有其他由內部人控股的地產公司交易價格是西蒙集團估值的一半（或更少），卻有著西蒙地產兩倍的股票收益率。「但因為沒有大量『自由流通股』，他們被市場忽

略了。」道爾說，「這些是我們正在尋找並試圖納入我們的大部分基金的證券類型。」

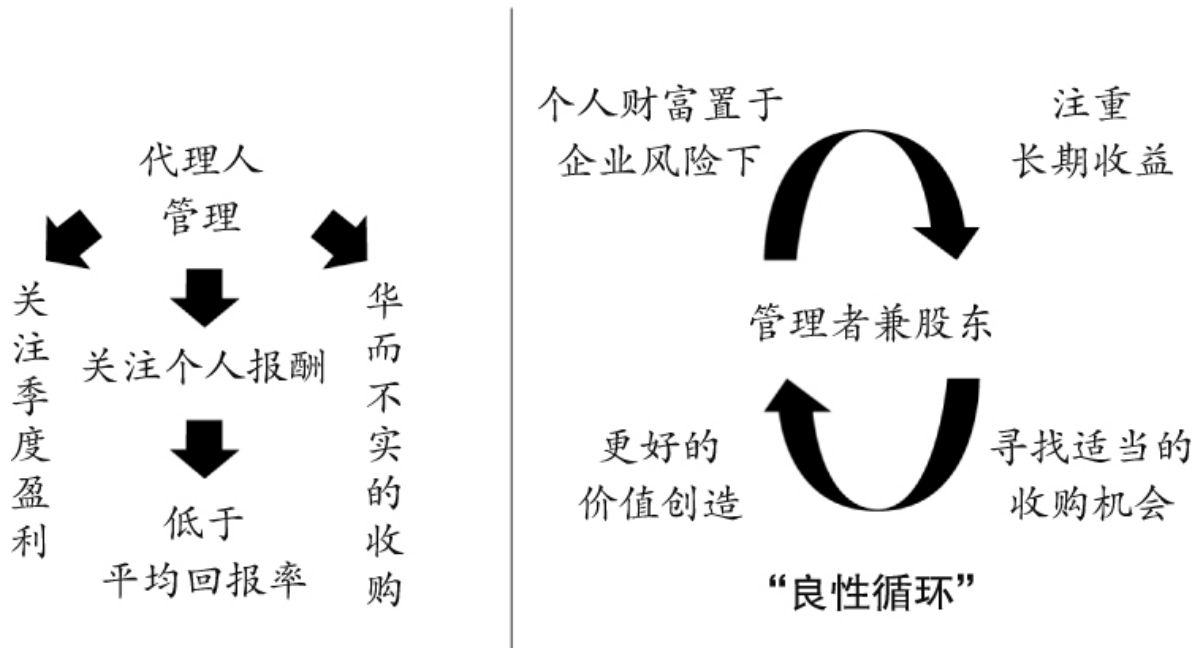
在今天這樣奇怪的市場上，所有者-經營者合一的現象可以是潛在價值的信號，在衡量價值方面，所有者-經營者合一可能表明公司未來會有超常的業績。道爾說：「所有者身兼經營者的公司，在長期內將會大幅超越市場總體水平。」

關於這個話題，已經有非常豐富的研究成果和實踐經驗。在研究前沿方面，這裡有一些相關成果：

- 喬爾·舒爾曼 (Joel Shulman) 和埃裡克·諾伊斯 (Erik Noyes) 研究了由世界上億萬富翁管理的公司的股價表現。他們發現這些公司的表現比指數高出700個基點 (即每年7%) 。
- 魯迪格·法倫布拉什 (Ruediger Fahlenbrach) 考察了創始人控制的CEO，他發現他們在研發方面的投入比其他CEO更多，並且專注於為股東創造價值而不是進行毀滅價值的收購。
- 亨利·麥克維 (Henry McVey) 和賈森·德拉霍 (Jason Draho) 研究家族控制的公司並發現他們不會設置季度盈利指導，相反，他們專注於長期價值創造且表現優於同行。

相關的研究還有很多，但相信你已經明白了我的意思。相對於那些單純的被僱傭者，平均而言，那些將自身財富置於公司經營風險中的人會作出更好的決策。最終結果是這些所有者-經營者合一的公司股東會獲得更高收益。地平動力資產管理公司用一張簡化的圖形來說明普通上市公司和所有者-經營者合一公司的區別 (見下圖) 。

典型的上市公司与所有者—经营者合一公司的区别



由穆雷·斯塔爾 (Murray Stahl) 和馬修·霍克 (Matthew Houk) 管理的財富大師基金 (VVMCX)，專注於所有者-經營者合一的公司。股票要納入基金，該公司管理層「必須持有相當大比例的股權」。

斯塔爾和霍克寫道：

由於業主經營者將鉅額的個人資產暴露於企業的風險之中，他或她一般享有更大的行動自由，同時專注於構建長期業務價值（如股東權益）的能力也更強。業主經營者個人財富提升的主要途徑源於公司普通股的長期升值，而不是來自於用作激勵管理者（股東的代理人）的，當企業實現短期財務目標時所獲得的股票期權、獎金或工資提升。

這種持股結構的一個例子是科爾法克斯公司 (Colfax, CFX)，一家生產各類工業產品的製造業公司。史蒂文·羅爾斯 (Steven Rales) 和米歇爾·羅爾斯 (Mitchell Rales) 兄弟擁有公司24%的股權，他們還擁有另一家業務類似的企業丹納赫公司 (Danaher Corp.,) 15%的股權。「過去10年，丹納赫股票的回報已經超過3.4倍，」基金經理提

道，「如果持有22年收益將達到59倍以上。科爾法克斯公司是丹納赫公司的重演，但是尚處於早期成長階段」。

所以我的建議是堅定持有所有者-經營者合一的公司。

我在本章開頭提到的宋飛正傳的故事中，當股價下跌時，傑瑞驚恐地將股票賣出害怕會出什麼錯，但威爾金森（公司內部人）從來沒有賣。在最後，喬治堅持與威爾金森一樣的決策。「我告訴你不要賣，」他告訴傑瑞。最後，「威爾金森清空了股票。」喬治也隨之賣出。

我後來曾致電財富大師基金的聯席經理馬修·霍克，與他更深入細緻地討論了業主運營者的相關問題。

跟隨億萬富翁進行投資

幾乎所有大企業高管和董事持有象徵性股權的社會現象強化了一種被認為是正常行為的反企業家投資風格，即使專業投資者也如是認為。

——馬丁·索斯洛夫《沉默的投資者，無言的失敗者》

馬修·霍克告訴我：「如果母親問我這些天在做什麼，我會這樣解釋：『好吧，媽媽，如果沃倫·巴菲特找到你，說他要幫你管理資金（管理費很低），你會同意嗎？』

『當然。』

『卡爾·伊坎（Carl Icahn）怎麼樣？』

『也可以。』

『比爾·阿克曼 (Bill Ackman) 、大衛·艾恩霍恩 (David Einhorn) 或者洛斯公司 (Loews) 的蒂施家族怎麼樣？你會讓他們以同樣的費率幫你管錢嗎？』

『是的，絕對會。』」

「我們的基金正是這樣。這裡有人以非常合理的收費管理你的資金，你能獲得類似私募股權基金的投資服務。」

「我很奇怪以前竟然沒有類似的產品，」馬修解釋，「這其實是一個簡單的概念，如果你投資於一家公司，其實是把資金委託給那家公司的董事會主席、CEO以及董事會。如果他們恰好也投資於該公司，你會非常放心。」

這一思想是我自己投資理念的核心，它對搜尋百倍股也有幫助。回顧過去半個世紀裡那些表現最好的股票，你經常會發現其背後有一位身兼管理者的大股東：蘋果的史蒂夫·喬布斯，沃爾瑪的山姆·沃爾頓，微軟的比爾·蓋茨，星巴克的霍華德·舒爾茨，伯克希爾·哈撒韋的沃倫·巴菲特，我還可以列出很多很多，這些傢伙都是億萬富翁。

馬修說：「有一天穆雷和我正在討論某些觀點，我們說，『如果可以投資一些諸如福布斯400財富榜上的公司豈不是很酷？我在想那會是什麼樣子。』而我們就是這樣開始的。」

最後我們編制出財富指數，並將其作為基金複製的基準。要進入財富指數，業主經營者必須擁有超過5億美元的資產和超過1億美元的股權，這樣篩選之後還剩148家有著良好記錄的所有者-經營者合一的公司。得到這樣的名單並不容易，也許正因為此，該基金才如此獨特。

通常，人們基於容易量化的數據或指標（例如市盈率、不同板塊或不同國家）創建基金和指數，你可以從很多數據提供商那裡輕鬆下

載到這些資料，相比而言，構建財富指數難度要大得多。

「這花了相當多的時間。」馬修說。

我們實際上是在紐約公共圖書館通過微縮膠片尋找上溯至20世紀80年代初的富有個人。然後花費大量時間逐個季度梳理證監會文件，委託書和4s表格（Form 4s）。這些工作需要花費大量的人力。

經營者非常重要，在這個過度量化一切的時代，我們忽視了公司業績真正歸結於經營公司的人這一現實，而並不一定與市盈率或者歷史盈利增長有關。

一些股票沒有納入指數僅僅是因為它們規模太小，但馬修告訴我可能很快就會有指數來跟蹤這些較小的所有者-經營者合一的企業。

「相對於那些已經完成上漲的公司，我們實際上構思了一個小盤股版本的財富指數來跟蹤處於上升期的股票，」馬修說，「這就好比伯克希爾·哈撒韋是一家很有吸引力的公司，但它已經是成熟企業，而且沃倫·巴菲特的職業生涯也即將結束。他還會有和愛英霍恩或者阿克曼一樣的動力嗎？不，他們肯定有所不同。所以我想一個小盤股版本的財富指數可能會很有意思。」

我們又繼續討論了那些身兼所有者和經營者的人士的行為，例如，他們喜歡在別人擔心害怕時達成交易。馬修詳細說道：

我認為這是納入指數的公司更重要的要素之一，運行這些公司的人的行為不會失控，所以當我們經歷像2008年這樣的衰退時，也正是他們大膽舉借更多債務並加大資本配置力度的時候。因為在這樣的時候，反而到處都是機會。事後來看你會希望自己在當時把錢花出去，希望在那個時候積極投資。而反觀代理人經營的公司，在極度動盪的環境中，他們不願意投資或承擔債務。這些接受股東委託作為代理人的經營者過於擔心這些行為會被公眾

和董事會錯誤理解，以及此舉將可能對其職業前景產生不利影響。你可以觀察到這類現象，這些人寧願守著大量的現金。現在有很多文章都在討論這些公司為何會囤積如此之高的現金水平。

業主經營者如果不善於抓住機會，他們也不會有大成就。我們舉過幾個例子，如以併購而聞名的卡爾·伊坎，我們的指數中有很多公司是伊坎領導的，比如美國有軌車（**American Railcar**）、**CVR**能源（**CVR Energy**）和切薩皮克能源（**Chesapeake**）三家公司。

「當你研究像卡爾·伊坎那樣的人時，」馬修說，「有一點非常清楚，這些公司都是他的棋子。」「我們先來看美國有軌車和**CVR**能源公司的例子。貝肯油田的石油儲量非常豐富，但管線運輸能力不足，使得當地的石油很難運到煉油廠（比如**CVR**）。唯一的選擇是把石油通過軌道交通工具運輸，這正是美國有軌車公司的業務。」「看他下整盤棋是很有趣的事情，」馬修接著說，「他現在投資了切薩皮克公司，所以，他所做的一切，顯然都有一種全盤的戰略考慮。」

業主經營者也有稅收方面的好處，這裡馬修提到了在自由傳媒集團（**Liberty Media**）的約翰·馬龍（**John Malone**），「回顧他的職業生涯，」馬修說，「他討厭繳稅，他總是在努力將減少稅前收入降至儘可能低的水平，從而最小化納稅額。但是如果你看看自由傳媒集團，如果基於市盈率來衡量它的股價確實很高，因為馬龍想盡辦法降低每股收益。事實上，如果按照這一傳統的方法來評估，你將錯過這家好公司。」

同樣值得注意的是，這些所有者-經營者合一的公司在標準普爾**500**指數（代表整個市場的被廣泛引用的指數）中代表性不足。正如馬修指出的，標準普爾**500**指數使用了流通調整市值來確定指數中的權重，這意味著該指數只計算不在內部人手中的股份。

「這就是所謂的自由流通市值，」馬修說，「所以如果有像沃倫·巴菲特這樣的內部人購買了更多的伯克希爾·哈撒韋公司的股票，其在標準普爾**500**指數中的權重將下降。而這恰好與你預期會發生的事情相

反。如果經營企業的人購買更多股票，如果有變化的話，你希望該股票在指數中的權重上升，但可笑的是，標準普爾指數的情況恰恰相反。」

相反，如果一位內部人賣出股票，那麼它在標準普爾500指數中的比重會上升，同樣，這和你希望看到的結果完全相反。相比標準普爾500指數，財富指數（也就是財富大師基金）尋找那些有著重要內部人的公司。

俗話說，空談莫如實踐，該指數的表現一直保持領先，連續20年每年的收益比標準普爾500指數高出2.7%，財富大師基金是你利用這種策略進行投資的一種途徑。

還有一些關於財富指數理念的學術證據。

「當我們快要發佈指數時，」馬修說，「《指數投資雜誌》（*The Journal of Index Investing*）發表了一篇題為『富人越富，你也可以：投資一個億萬富翁的指數』的文章。這篇文章非常準確地描述了我們想法。我們很驚訝，擔心有人會搶在我們前面做這件事。另一方面，看到獨立的第三方驗證了這個概念，我們也很高興。」（有關本文的更多信息，請參閱下面資料框中的短文「財富創造財富」。）

我們討論了財富指數的構成，非必需消費品類股票比重最高，達到37%。這些股票包括汽車王國（*AutoNation*），嘉年華（*Carnival*），凱悅酒店（*Hyatt Hotels*）和溫迪酒店（*Wendy's*）。採礦行業權重幾乎為0，這也許能告訴你一些信息。指數中還包括了很多金融和房地產公司，例如博克金融公司（*BOK Financial*）是由喬治·凱瑟（*George Kaiser*）管理的俄克拉荷馬州的一家銀行。「這是歷史上最好的銀行之一，」馬修說，「我們不是指花旗或摩根大通。」保險公司伯克利集團（*W. R. Berkley*）是另一家偉大的公司，馬修補充說，「由大衛·艾因霍恩經營的綠光再保險（*Greenlight RE*），這是一家金融公司，但實際上是艾因霍恩的工具。」

通過閱讀公開披露的基金持倉情況，你就可以找到所有公司的名字——這是一份現成的值得關注的公司名單。

該指數中還可以看到各種內部人和天才人士：擁有創造價值的悠久歷史的家族——例如萬豪家族（**Marriott**）或普利茲克家族（**Pritzker**）；而天才投資者方面，如尼爾森·佩爾茨（**Nelson Peltz**）（他現在投資了溫迪酒店）、約翰·馬龍、伊坎、阿克曼、艾因霍恩、埃迪·蘭姆珀特（**Eddie Lampert**）和其他人。

「對於普通人來說，」馬修總結道，「接觸到那樣高水平的投資者是不容易的。你只有通過對沖基金或私募股權基金才能接觸到這些人，而且你必須達到高水平的生活品質才能有資格投資他們的基金。但我們的基金是一種接觸天才的間接方式，你可以讓尼爾森·佩爾茨投資你的錢，也可以讓卡爾·伊坎和巴菲特幫你做投資。」

財富創造財富

「大多數財富仍隱藏在私下的金融安排中，未被好事的旁觀者發現，」喬爾·舒爾曼（**Joel Shulman**）教授和埃裡克·諾伊斯（**Erik Noyes**）教授寫道，「公眾可能永遠也不會知道這筆錢背後的秘密。」

但並不是所有這樣的財富都隱藏著，正如我們看到馬修·霍克所說的，對那些擁有和經營著上市公司的世界上最富有的人，我們可以跟蹤他們如何投資，這正是舒爾曼和諾伊斯在做的事。

毫不奇怪，這兩位研究者發現，平均而言，這些股票的表現良好：「我們認為，總體而言，由世界上最富有的人管理的公開交易公司股票的投資組合或指數是值得投資的。」

教授們的億萬富翁指數非常接近我們的財富大師指數——真是英雄所見略同。最終，他們提出購買一籃子這種股票的想法，同樣，你現在可以通過購買財富大師基金來實現。

教授們並沒有花太多時間思考為什麼這樣的公司表現優異，但他們確實提供了一些線索，其中之一就是富人通過社交和商業聯繫獲取更好的信息，這幫助他們保持對擁有較少社會關係的同行的優勢。

在我和馬修·霍克的談話中，他也提到了這個方面。他舉了美國航空租賃公司（Air Lease）首席執行官烏德瓦海茲（Udvar-Házy）的例子，烏德瓦海茲是飛機租賃業務的創始人，在業內中有著極強的人脈，他可以拿起手機聯繫到幾乎任何人，這實際上給美國航空租賃公司帶來了其他公司無法比擬的優勢。

在追尋百倍股的過程中，尋找天才是有幫助的。想想如何發現誰可能是下一個喬布斯、沃頓或伊坎，跟著天才去投資。在過去的50年間，許多表現最好的股票至少有在其某個階段的發展史上出現了一位關鍵人物，這就是本章的核心。

[1] 此處的股票收益率等於每股收益除以股價。

第八章 局外人：最好的CEO

許多人認為傑克·韋爾奇 (Jack Welch) 是一位偉大的CEO，根據威廉·桑代克的《商界局外人：巴菲特尤為看重的八項企業家特質》^[1]，如果你在1981年韋爾奇掌舵時投資1美元購買通用電氣的股票，當他在2001年把公司移交給傑弗裡·伊梅爾特 (Jeffrey Immelt) 時，你會擁有48美元。複利回報為20.9%，而整體市場收益率為14%，通用電氣的總回報率是市場的3.3倍。

這是一個很好的記錄 (在這裡我提出一個問題供大家思考，韋爾奇離開後發生了什麼？)，桑代克將韋爾奇作為偉大的CEO的基準，那麼韋爾奇是有史以來最好的CEO嗎？

遠遠不是。

讓我們來看看桑代克的這本書，這是一本關於CEO如何創造價值的重要研究。我強烈推薦給大家，這本書將使你成為一個更好的投資者。這是一本我花費大量時間尋找的百倍股投資手冊：尋找真正偉大的業主經營者。最後，但同樣重要的是，要想找到下一個百倍股的邏輯，就要從學習已經完成這件事的奇才開始。

桑代克介紹了這八位CEO，在他們的管理下，其中四隻股票成為了百倍股。這些CEO包括特利丹公司 (Teledyne) (180倍股) 的亨利·辛萊頓 (Henry Singleton)，都市廣播公司 (Capital Cities) 公司 (204倍股) 的湯姆·墨菲 (Tom Murphy) 和美國電信公司 (TCI) (900倍股) 的約翰·馬龍 (John Malone)，還有沃倫·巴菲特。

還有四個人沒有達到100倍股的標準，如華盛頓郵報 (Washington Post) (89倍股) 的凱瑟琳·格雷厄姆 (Katharine Graham) 和羅森-普瑞納公司 (Ralston Purina) (52倍股) 的比爾·斯蒂裡茨 (Bill Stiritz)。但我們不會太關注這個問題。如果你投資了斯

蒂裡茨，這隻52倍股只花了19年，想象一下，投入1萬美元並把它變成52萬美元，這足夠你支付退休後的生活費用。

最關鍵的是投資這些人能讓你大賺一筆，甚至從始至終都不需要管。

下面我們還是從這本書的基本理論開始。

該書的主要觀點認為這些CEO都是卓越的資本配置者或偉大的投資者。資本配置就是投資。如桑代克所說，CEO面臨五項基本選擇：投資現有的業務，收購其他企業，支付股息，償還債務或回購股票。（我想第六個選項就是持有現金，但這只是延遲了如何配置資金的決策。）

他們也有三種方式籌集資金：發行股票，舉借債務或從經營中獲取現金流。

「這些投資與融資的選擇構成一個工具箱」，桑代克寫道，「長期來看，股東的回報將在很大程度上取決於CEO在選擇使用何種工具時做出的決定。」

需要注意的是，這無關「偉大的企業」，也不是因為他們身處「成長中的市場」，更沒有一些特殊的資產，局外人在不斷成長或萎縮的市場上都創造了財富，他們在消費品行業和傳媒行業上做到了，在金融服務和製造業上也做到了。行業本身並不重要。

桑代克寫道：「這些企業沒有熱門的、很容易複製的零售概念或相對於同行的知識產權優勢，但他們的表現遠遠超過同行。」他們通過優化使用工具箱中的工具來產生最大效用，在這方面，他們擁有一些共同點。

這些局外人都秉承著同樣的世界觀，「因此他們形成了一個由聰明人構成的小圈子」。桑代克寫道，他們每個人都清楚：

- 資本配置是CEO最重要的工作；
- 重要的是每股價值，而不是企業的整體規模或增長；
- 現金流量決定價值，而不是收益；
- 權力下放的組織會釋放企業能量；
- 獨立思考對於長期成功至關重要；
- 有時最好的機會是持有自己的股票；
- 耐心和偶爾的勇氣在收購中很重要。

他們都秉承「古老的前現代價值觀」，他們「有些離經叛道」。通常這反映在他們身處的地理位置上，紐約並不是他們經常出現的地方，相反，他們儘量讓自己置身於金融中心之外。

這有助於他們屏蔽群體效應，避免受傳統思維和市場噪聲的影響，他們抱有「化繁為簡」的觀點。這些局外人顯示出「簡化的天賦」，桑代克寫道，這使得他們能夠「避免同行的干擾，將喋喋不休的討論壓縮至最低水平，全心關注於公司最核心的經濟特徵」。他提供了許多具有這類特徵的例子。你看到的結果是一些讓人驚掉下巴的記錄。

以特利丹公司的亨利·辛萊頓為例（這是最喜歡的財經領域案例研究之一）。特利丹公司是一家集團公司，沒有什麼特別的。但看看辛萊頓如何使用他的工具包：他儘量不支付紅利，不重視報表中披露的收益而關注於現金流，他讓特利丹公司回購了90%的股票。如果你在1963年跟著辛萊頓投入1美元，那麼當他1990年退休時，你就會有180美元，這一收益約為同期市場收益的12倍。

辛萊頓和他的團隊也是企業股東，我不得不強調這一點。當辛萊頓退休時，董事會擁有40%的股票，所有的局外人的利益與股東綁定在一起。

下面我們來看另一個絕佳的例子：都市廣播公司的湯姆·墨菲。他最初擁有五家電視臺和四家廣播電臺，他的競爭對手哥倫比亞廣播公司（CBS）市值相當於都市廣播公司的16倍，就如同墨菲划著一艘皮

划艇對抗一艘遠洋郵輪。到墨菲退休時，都市廣播公司的價值是哥倫比亞廣播公司的3倍，「皮划艇取得了決定性勝利」，桑代克寫道。

墨菲的方法本身很簡單：專注於現金流、利用槓桿來收購更多資產、改善經營、償還債務並不斷重複。如果你在1966年墨菲成為首席執行官的時候投資1美元，那麼當公司在29年後賣給迪士尼時，你就會得到204美元。這個回報率接近每年20%，幾乎是市場的17倍！（是競爭對手的四倍。）在墨菲任內，都市廣播公司回購了47%的股份。

這本書中還有一個很好的例子是有線電視運營商約翰·馬龍所在的美國電信公司，他的記錄更為驚人，1973年每投入1美元，到1998年就變成了900美元，在長達20多年的時間裡每年獲得30%的收益，而競爭對手收益率僅為20%，市場平均回報只有14%。馬龍還回購了40%的流通股，回購帶來的收益率超過40%（我要補充一下，幾乎所有的局外人所實施的回購都獲得了巨大的回報，他們知道如何在低價買入）。

再考慮一個例子：比爾·斯蒂裡茨所在的羅森-普瑞納公司。他關注公司的基本面指標：股東權益回報率。為了提高這一比率，他使用債務，賣掉了達不到他嚴格的盈利門檻的業務，這些舉措達到了很好的效果。1美元投資19年後價值57美元，年收益20%，高於同業的17.7%和市場的14.7%。他遵循了上面概述的許多原則。斯蒂裡茨也回購了很多股票，使羅森-普瑞納公司60%的股票退出市場。

我無法恰到好處地把握介紹這些故事時的深入程度，而桑代克完成了這項令人欽佩的工作，他為我們描述了這些CEO本身的簡潔形象，你能瞭解他們的價值和他們來自何處，他還總結了前面介紹的這些局外人共同遵循的重要原則。

最後，儘管沒有發現明確的百倍股公式，但桑代克為我們做出了巨大的貢獻，提煉出局外人的基本特點以及他們如何使用工具包。他們「縮減股息，制定嚴格的收購標準（偶爾進行大規模併購），有選

擇地使用槓桿，回購大量股票，最小化稅收，在組織中下放權力，關注現金流甚於會計報表中的淨利潤。」

局外人並不總是同時做上述所有事情。不同的環境適用工具箱中的不同工具，但他們都是像投資者一樣思考，以傳統的CEO做不到的方式聰明地使用工具箱併產生了巨大影響。

我已經向幾位CEO和同行投資者推薦了這本書，我自己的那本也到處都是標記，我建議你也買一本仔細閱讀，「局外人」會給你一個進入「完全理性」世界的窗口。難以置信的是，該書的觀點仍未被大多數投資者所接受，但這確實是一本反覆閱讀就會有收穫的書。

尋找下一個局外人

最近，我找到機會與桑代克討論關於百倍股的一些問題。

在紐約，桑代克參加了一檔問答節目，該欄目由威廉·科漢 (William Cohan) 主持，他曾經在拉扎德公司 (Lazard) 從事投資銀行的工作，現在正在寫書和在電視上露面，紐約證券分析師學會主辦了這次活動，這期節目絕對值得一看。

我不準備介紹整個討論的過程，但會強調你感興趣的那一部分，也就是他對我問題的回答。我問他認為哪些CEO和公司遵循了局外人法則。

他提出了下面這些備選公司：

- 泛圖集團 (TransDigm , TDG) 的尼克·豪利 (Nick Howley) 。桑代克將泛圖集團稱為一家「總部設在克利夫蘭的令人難以置信的公司」。泛圖集團為飛機制造高度專業化的零件，這些部件很難被取代，對飛行的飛機至關重要，而且沒有替代品。所以泛圖集團有著極佳的業務，加上豪利的積極回購，有望成為一隻超級股票。

泛圖集團在桑代克的書中有一篇幾頁長的短文，如果你在2012年10月該書出版後就買了這隻股票，你已經獲得了45%的收益。對我來說這隻股票看起來從來沒便宜過，但不能否認它是贏家，自2006年IPO以來，它已經增長了660%。

- 丹納赫集團 (Danaher , DHR) 和科爾法克斯公司 (Colfax , CFX) 的史蒂文·羅爾斯和米歇爾·羅爾斯。羅爾斯兄弟一直是兩隻工業股票背後的主導力量。DHR你可能知道，這是一個價值580億美元的公司巨頭，羅爾斯兄弟通過一系列對小企業的完美併購，將它們併入DHR集團之中。

科爾法克斯公司更有趣，因為它更小（只有60億美元的市值）、更年輕。它在2008年以每股18美元上市，羅爾斯兄弟基本上在科爾法克斯公司上再次應用丹納赫的模式，這家公司有一段時間很引人關注。目前股票似乎正面臨拋壓，從高點已經下降了30%。

- 威朗製藥公司 (Valeant , VRX) 的邁克·皮爾森 (Mike Pearson)。這是一個有爭議的人物。一方面，有一些批評者認為威朗製藥的商業模式徒有其表，他們還質疑公司的會計數據，並且認為公司股票價格太高；另一方面，我聽到潘興廣場資本管理公司 (Pershing Square) 的比爾·阿克曼在格蘭特的一次研討會上強烈地推薦這家公司，他提到了公司不斷增長的現金收益和皮爾森交易的邏輯。
- NVR公司，這是房屋建造行業中一家典型的局外人企業，地平動力資產管理公司的穆雷·斯塔爾在2013年年底對該公司進行了評價。他總結了該公司的突出特點：

NVR在住宅建築行業有些奇怪，它選擇不進入快速增長的市場，如加利福尼亞州和亞利桑那州，在整個住房危機期間都保持著穩定的利潤，目前持有的現金超過負債。該公司保守的管理團隊在過去10年中也回購了近一半的流通股。

如果你想找一家住宅建築企業投資，你應該從這家企業開始。

- 埃克森美孚 (**XOM**) 。 桑代克引用了該公司長達**35**年的歷史記錄。這家公司規模龐大，且沒有亮點，對我來說這隻股票似乎已經過氣。雖然在過去**5**年裡表現不佳，但也許你仍然可以通過投資它獲得不錯的收益。
- 一系列小規模的伯克希爾似的保險公司。馬克爾公司 (**Markel** , **MKL**) ，白山保險集團 (**White Mountains** , **WTM**) 和費爾法克斯金融控股 (**Fairfax Financial Holdings** ，公司在多倫多交易所上市，代碼為**FFH**) 。這些名字你可能都知道。他們都有著相同的模式。這些公司旗下均有保險公司，他們創造性地投資資金，以實現長期的高額回報。這些公司值得關注，我自己隨時關注著他們。如果市場再一次跳水，一定要注意——這可能是你以便宜的價格買入這些股票的唯一時機。
- 萊卡迪亞控股公司 (**Leucadia National** , **LUK**) 。桑代克希望在書中加上伊恩·卡明 (**Ian Cumming**) 和約瑟夫·斯坦伯格 (**Joseph Steinberg**) ，這兩個人領導著**LUK**——一隻**250**倍股。但是，避世的兩人不願意與作者合作，因此桑代克最後決定不把他們的故事寫在書中，因為他認為與每一個真實的**CEO**會面是很重要的。他寫了這一章，但沒有發表，只是在書中用邊注做了簡單介紹。

今天，萊卡迪亞是一個完全的異類，他與投資銀行傑富瑞集團 (**Jefferies**) 合併，該合併的規模龐大。卡明退休了，斯坦伯格仍然擔任董事會主席，傑富瑞集團的老大里奇·漢德拉 (**Rich Handler**) 現在也是萊卡迪亞的掌舵者，而傑富瑞已經成為萊卡迪亞的重要組成部分。因此，除非你喜歡傑富瑞，否則也不要買萊卡迪亞，或許傳統的萊卡迪亞文化仍將繼續，但我心存懷疑。

- 汽車地帶 (**AutoZone** , **AZO**) 。我以前曾寫過汽車地帶相關的文章。該公司有一個龐大的激勵計劃，所有激勵指標——資本回報

率、每股收益、股東總回報——與股東利益完全一致。因此，毫不奇怪，公司的CEO熱衷於回購。汽車地帶的股票份額在過去約13年裡下降了近75%，股東的年複合收益率為21%，而整個市場的年複合收益率為3%。（這個例子與東維爾對IBM和回購的反對意見相反，我們將在第十一章中更詳細地討論回購。）

最後，桑代克提到一個聽上去很熟悉的人，但我不能把他放在第一位：

- 星座軟件公司（多倫多證券交易所上市，代碼CSU）的馬克·倫納德（Mark Leonard）。桑代克將這家企業稱為「一家小而優秀的加拿大公司」，然後我忽然想到了，我知道我在哪裡讀到過這家公司：在東維爾的ROE報告中，我翻出東維爾的筆記，這裡是其中的一段摘錄：

我是技術公司的粉絲，我們常年經常關注的兩家公司是星座軟件和笛卡爾系統集團公司（Descartes Systems），兩家公司都是非常成功的軟件公司，因此他們在開發和銷售方面都獲得了高分。但我們選擇持有星座軟件而不是笛卡爾系統，因為我們認為前者是更好的資本配置者。經我們測算，星座軟件的股東權益回報率常常是笛卡爾系統公司的3倍，星座軟件優越的資本配置策略使其在長期股價表現方面顯著超過後者。

自2007年上市以來，星座軟件從每股約24加元增長到了322加元，股價上漲了13倍。在同一時間，笛卡爾系統股價只上漲了4倍。

加拿大《環球郵報》的喬·齊德利（Joe Chidley）在2014年4月寫了一篇關於首席執行官馬克·倫納德的文章（「星座軟件難以捉摸的CEO」）。他寫道，倫納德「常被人拿來與沃倫·巴菲特和普雷姆·沃特薩（Prem Watsa）（費爾法克斯金融控股公司總裁）相比。」倫納德還為另一位在某家上市公司取得巨大成功的匿名人士管理著大筆資金。

費爾法克斯金融控股公司是一個丹納赫式擴張的公司，它收購了很多公司，重整之後將現金流再投資。市場上從來不缺收購目標，僅在2013年它就進行了30次收購。而公司的數據庫中還有10000個收購目標。

倫納德也是一個大股東，擁有價值超過4億加元的股份。「他很注重保護股東的利益，」《環球郵報》文章指出，「自2007年以來，星座軟件沒有發行過一份股票。」

這是一個令人難以置信的故事。如果桑代克的書有第二輯，星座軟件無疑將是一家有價值的局外人公司。

但是桑代克說不會有第二輯了。這太遺憾了，我們將無法閱讀桑代克對下一批局外人的分析，但我們可以投資於他們。

^[1]—本書英文名為 *The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*。由於本書中文版已公開出版，此處採用了中文版書名。——譯者注

第九章 18000倍股的秘密

如果人們不如此經常犯錯，我們就不會那麼富有。

——查理·芒格

我在奧馬哈港口與超過四萬人一起參加伯克希爾的年會，同時也慶祝公司成立50週年。

沃倫·巴菲特（84歲）和查理·芒格（91歲）主持了活動，這兩位投資界的超級巨星迴答了現場聽眾的問題，並且一一發表了意見。對於任何投資者，無論你如何看待沃倫·巴菲特這個人，都應當學習伯克希爾·哈撒韋公司。

該公司股票上漲了18000多倍，這意味著在1965年投入的10000美元在50年後變成高得離譜的1.8億美元。

以這位傳奇投資者如何做到這一點為主題的書已經足以塞滿一間微型圖書館，最新的一本是埃琳娜·奇科娃（Elena Chirkova）所寫的《巴菲特投資哲學》。

奇科娃的書值得大家關注，因為她用俄語寫作並在俄羅斯出版，現已成為暢銷書。奇科娃本人是莫斯科一位金融學副教授。

關於巴菲特很難再找出什麼新東西，但她完成了一項偉大的工作，找到了一個大多數人都忽視了的關鍵問題，那就是伯克希爾公司對槓桿的使用。

「伯克希爾的資本結構中槓桿率平均為37.5%，」奇科娃寫道。這個數據讓大多數人感到驚訝。

公司的槓桿主要來自保險銷售，巴菲特過去擁有，並仍然擁有保險公司，這是伯克希爾業務的很大一部分。作為保險人，保險公司先行收取保費，然後再支付索賠，在這期間，公司可以將這筆錢用於投資，賺到的任何收益都歸自己所有。

如果你的保費超過支付的索賠，超出的部分則歸保險公司所有，這就是承保利潤。

每個人都知道這個故事：巴菲特將保費收入進行投資。但人們可能不知道的是，這種資金來源的成本有多低。書中一針見血地指出：巴菲特始終以低於美國政府的利率借款。

這怎麼可能？如果保費超過預期賠償額，那麼巴菲特實際上是在以負利率借款，他收取保費，進行投資，並且保留了所有的利潤。當他還錢（支付保險賠償）的時候，他償還的金額經常比他借入的還少。

根據一項研究，從**1965**年開始，伯克希爾在**47**年中有**29**年的借貸利率為負，奇科娃引用另一項研究顯示伯克希爾的借款成本平均為**2.2%**，比同期國庫券的利率低三個百分點。

這是伯克希爾成功的關鍵，如果你全部資本中有接近**40%**幾乎是免費的，公司很難做不好。這並不意味著保險是通往財富的通行證，伯克希爾公司對承保何種風險非常明智，當風險和收益變得不利時，它必須收縮業務，它確實也經常這麼做。

以國民保險公司（**National Indemnity**）為例，它是伯克希爾最老的子公司，**1986**年，國民保險收入了**3.66**億美元的保費，然而從**1989**年到**2000**年，該公司從未收到超過**1**億美元的保費。

正如奇科娃寫道：

1986—1999年的保費收入下降，並非因為無人投保，如果公司願意降低保險費標準，伯克希爾可能會收到數十億美元的保費。然

而，公司基於利潤目標來確定保費標準，而不是通過降價與其他保險公司競爭。伯克希爾從來沒有離開過客戶，是客戶離開伯克希爾。

當機會合適時，國民保險進入市場，在2003年和2004年，它每年帶來超過6億美元的保費。

讓一個「正常」的保險公司這樣做是多麼困難，這一點我怎麼強調也不為過，想象一下會有多少公眾股東向管理層反映，「這個業務好幾年沒有增長了！」

正如伯克希爾副主席查理·芒格在最近的一封信中所說的：「伯克希爾在保險業的出色成果不是一個自然的結果。通常，即使管理得很好，災害保險業務也只能收穫平均的收益，這樣的結果百無一用。」

所以，總結一下，伯克希爾的成功主要有以下三個關鍵要素：

1. 巴菲特用別人的錢來賺錢；
2. 他經常以負利率借錢，並且平均來說，支付的利率遠低於美國國債的利率；
3. 為了保持低利率，需要在風險和收益對比不合適時退出市場。

我不知道為什麼沒有更多的人試圖效仿伯克希爾，看上去，有了成功的經驗，應該有更多的公司像巴菲特一樣利用保費進行投資，但是大多數保險公司只是把自己的保費收入投資於債券，並且努力與其他保險公司在保險費率上競爭。

世界上只有一位沃倫·巴菲特，這是真的，運氣扮演著重要的角色，這也是真的，因為運氣總是必須的。即便是芒格也承認伯克希爾的成功是如此偉大，他懷疑如果讓巴菲特回到年輕的時候並給他一點資本基礎，巴菲特本人是否可以重新創造出這些。

即使如此，芒格寫道：「我相信伯克希爾體系的不同版本在其他地方應該得到更多的嘗試。」

我也持有同樣的觀點。18000倍的收益高得嚇人，讓人難以想象，或許沒有公司能與之匹敵，但又如何呢？難道100倍股就不好嗎？而且它們就在那裡。

未來20年的伯克希爾·哈撒韋

現在我們已經分析了投資的黃金標準，接下來的問題就是，有沒有可能存在其他的伯克希爾·哈撒韋公司？我們下面分析控股類公司。

對於一家上市的投資控股公司，當遇到合適的機會時，其管理團隊有很大的投資自由權。他們可以投資控股公司內部的企業，也可以投資外部公司，他們可以投資公眾公司或私人公司，甚至可以投資其他行業的企業。

最好的例子是上述沃倫·巴菲特的伯克希爾·哈撒韋公司，它持有一些公開上市公司的股票，比如可口可樂和IBM；同時它也完全控股一些公司，如蓋可保險公司（GEICO）和喜詩糖果（See's Candies），公司投資的範圍覆蓋從保險到零售的多個行業。

伯克希爾·哈撒韋公司是投資控股公司的典範，自1965年以來，其股價的年複利增長率近20%（從而造就18000倍股的神話）。還有其他類似的公司，其中一些我們之前已經提到：萊卡迪亞控股公司，洛斯集團，布魯克菲爾德資產管理公司和費爾法克斯金融控股公司。這些公司都極負盛名，有著連續數十年戰勝市場、為投資者創造複利收益的記錄。

如果你在二三十年前把錢投入這些公司中的任何一家並長期持有，你會非常幸運。我們現在都知道這些名字，但是，如何找到下一代的優秀控股公司呢？如何找到未來20或30年的伯克希爾·哈撒韋呢？

這無疑是一個令人興奮的課題！

我最近跟一位基金管理人——林德赫斯特聯盟基金（Lyndhurst Alliance）的託德·彼得斯（Todd Peters）交流，他正致力於這樣一個項目，並已經確定了**113**家候選公司，他還設計了一個投資組合策略，你可以跟著他投資。

從與託德的談話和他的研究中我獲得一些啟發，在這裡跟大家分享。

託德告訴我，「我現在想做的是，找到我認為有能力實現自我成長，或者與過去**30**年中伯克希爾·哈撒韋經營方式類似、並且表現出同樣收益模式的，規模較小並且還不太出名的公司。」

二十年來，他一直以諮詢者的身份對基金經理進行專業研究，控股公司的領導者本質上是在他們的投資方面具有結構性優勢的資金管理者。與共同基金經理必須應付隨時發生的現金流入和現金流出不同，他們的資本是無限期的。控股公司還設立企業，而不僅是買賣股票，這是託德真正感興趣的地方。

託德對自己的研究課題充滿激情和熱情，顯然這不僅是一個工作或營銷噱頭，他知道控股公司的歷史，並對它們進行了嚴謹的研究。託德以金融家托馬斯·福瓊·賴恩（Thomas Fortune Ryan）（1851—1928年）來命名他所構建的以控股公司為核心的投資組合，將其定名為T. F. Ryan投資組合。

賴恩被很多人認為是第一家美國控股公司大都會牽引車公司（Metropolitan Traction）的創建者，這是一個白手起家的故事。賴恩出生在一个貧窮的家庭，然而，當他去世的時候，他是美國排名第**10**的富翁，擁有大約**2**億美元的財富。

「我用空閒時間研究了從19世紀60年代到20世紀20年代的金融家」，託德說。每次來到一個城市，他總是喜歡尋找是否有可以訪問的名門望族，去了解誰在那個城市創造了財富。

「我從年輕時就開始研究這些傢伙，」託德告訴我，「我知道範德比爾特（Vanderbilts），洛克菲勒（Rockefellers）和卡內基（Carnegies），但現在我正在尋找並不那麼知名的二線、三線甚至四線人士。對我來說，這些人中一定會有人成就了最令人難以置信的故事。」

並不是所有的這些故事都有美好的結局。這些人中有些賺過大錢，也有人曾虧得一塌糊塗，所以學習他們你能得到很多的教訓。託德認為歷史上有五個人（或組合）是控股公司的典範。按時間順序，賴恩排在第一位。來自克利夫蘭的範·史維陵根（Van Sweringen）兄弟緊隨其後，他們曾經一度擁有美國大部分的鐵路軌道，但在大蕭條時期破產，他們的控股公司最終成為阿勒格尼公司（Alleghany）——現在市場上另一家模範控股公司。

接下來是加拿大金融家艾薩克·沃爾頓·基拉姆（Izaak Walton Killam），在他1955年去世時，位列加拿大富豪榜榜首。第四位是被施格蘭公司（Seagram）解聘的布朗夫曼（Bronfman）兄弟，他們的控股公司埃德爾集團（Edper）收購了布拉斯甘集團（Brascan），最終成為了布魯克菲爾德資產管理公司（在20世紀80年代，埃德爾集團控制了多倫多證券交易所15%的股票）。前五人中的最後一人是阿爾伯特·弗雷爾（Albert Frère），他目前是比利時最富有的人，控制著格魯普-布魯塞爾-蘭伯特投資公司（Groupe Bruxelles Lambert，GBL）。

「這五家控股集團對我如何看待控股公司產生了重要影響，」託德說，「這些公司歷經了19世紀80年代至今的漫長時期。」他認為研究歷史是有裨益的，因為它表明好的控股公司是企業建設者。

他指出，財富創造——真正的財富創造，「並非是那種總是坐頭等艙的財富，而是捐建一座以自己名字命名的圖書館這類的財富」——這些財富來自於擁有、經營和建設企業以及長期的堅持。「這就是我從布魯克菲爾德，洛斯集團和萊卡迪亞控股公司身上所學到的。」

2000年，當他第一次遇到阿爾伯特·弗雷爾時，託德開始投入熱情建立自己的控股公司名單。當時，**GBL**的市場估值僅基於其持有的公開上市公司股權，但它擁有德國傳媒公司貝塔斯曼（**Bertelsman**）25%的股份，那時貝塔斯曼還是一傢俚人公司，如果該公司上市，**GBL**市值將是現在的三倍。由於擁有多家公司，因此這些控股公司可能很複雜，他們不易歸入某種具體的華爾街投資風格，並且很大程度上不受資金追捧，這就形成了低價買入的機會。

託德開始尋找更多類似**GBL**的企業，多年以來，無論何時，每當他看到關於集團或控股公司的故事或文章，他就會將其添加到自己的數據庫中。2007年，他開始更加認真地考慮，如何將這一想法轉變為完整的投資策略。當時，他的數據庫中大約有50家企業。從那以後，隨著不斷的發現，數據庫中企業的數量也在不斷增加，現在已經達到113個。這個群體表現出有趣的特點。

「北美洲只有18家（其中12家在美國），大部分的股票都在美國之外。」託德說除非美國股票大跌，否則他不會投資美國股票。因此，**T. F. Ryan**投資組合一開始就是一個關注美國之外市場的國際投資組合，投資對象包括瑞典的金納威克投資公司（**AB Kinnevik**），法國的博羅雷集團（**Bolloré**），加拿大的鄧迪公司（**Dundee Corp.**）和香港的第一太平洋公司（**First Pacific Co.**）。

託德喜愛待開發市場，但是他還沒有準備好投資一家總部設在哈薩克斯坦等國家的控股公司，儘管他對這一市場有信心。相反，他更願意持有總部位於發達市場並在待開發市場和新興市場開展業務的控

股公司。這樣，至少在控股公司層面，他仍然能夠享受成熟資本市場的好處，也方便獲取相關財務數據和信息披露等。

託德的投資理念與本書的主題是一致的，例如，託德尋求以各部分價值之和一定折扣的價格購買控股公司，他還尋找內部人持有高比例股權和業主經營者的治理結構，他更喜歡穩健的資產負債表和低債務水平，這些只是託德尋找企業時採用的諸多特徵中的一部分。

伯克希爾·哈撒韋公司證明了一家控股公司可以實現股價上升至100倍——我相信還會有更多這樣的公司。

第十章 戰略大作戰：下大賭注

我無法同時參與50或75件事情，這是一種諾亞方舟式的投資——以這種方式你最終得到的是一個動物園，我喜歡把大筆資金放在少數幾件事上。

——沃倫·巴菲特

托馬斯·菲爾普斯寫道，「不要太關注小利益，」這種觀點希望人們將資本集中在可能獲得百倍回報的股票上。你肯定不想最後持有的是動物園式的股票組合和一個平庸的結果。

在本章中，我們將探討投資組合集中度的問題。

在蘇黎世ValueX會議 [\[1\]](#)上，彼得森資產管理公司（Peterson Capital Management）的馬特·彼得森（Matt Peterson）提出了「凱利準則」，這可能有點數學化並且不一定可靠，但基本的思想很簡單：在你最好的想法上下大賭注。

這一切都要從一位名叫小約翰·L. 凱利（John L. Kelly Jr.）（1923—1965年）的人開始講起。

凱利是得克薩斯人，第二次世界大戰期間做過海軍飛行員，並且是物理學博士，他曾就職於傳說中的貝爾實驗室，在那裡獲得靈感，並於1956年提出所謂的凱利準則。威廉·龐德斯通（William Poundstone）的專著《財富公式》（Fortune's Formula）對此事有很詳細的描述。

凱利找到了下面這個問題的答案。假設一個賭徒得到了一些關於本場賽馬結果的小道消息，消息並非100%可靠，但這些信息確實讓他有了一定優勢。假設他可以和其他人一樣按照同樣的賠率下注，他應該投入多少錢？

凱利的答案簡化成一個冒險者版本的愛因斯坦質能方程 ($E=mc^2$) :

$$F = \text{預期利潤率} / \text{賠率}$$

F代表下注金額佔全部資金的百分比，比如在肯塔基賽馬中，你以5:1的賠率下注賭賽馬「大布朗」會贏，這意味著，如果你下注1美元，並且大布朗贏了，你將會贏得5美元（另外，你下注的1美元也可以拿回來）。在這裡，賠率等於5。

那麼預期利潤率是什麼意思？你的內線告訴你，「大布朗」有1/3的機會獲勝，這意味著你投注1美元將有1/3的機會以6美元結束（5美元加上你初始下注的1美元）。平均來說，1美元賭注的預期價值為2美元，淨利潤為1美元，你的預期利潤率是你的預期淨利潤除以你下注的大小（即1美元）。在這裡，預期利潤率等於1。

把這兩個參數都代入公式，凱利說你應該將20%的資金下注在「大布朗」身上。

如果你沒讀懂數學公式，也不用擔心，公式的目的是找到最佳的賭注數額，簡單來說就是：當你有一個好項目時，加大賭注。

正如你所想，這對投資者會有幫助，因為他們也面臨同樣的問題：我在一隻股票上應投資多少？

凱利的公式為你提供了一種解決該問題的客觀方法，但公式也有其扭曲之處。一方面，公式是貪婪的，龐德斯通寫道：「為了實現更高的財富高峰，它鼓勵人們始終承擔風險。」這是為了最快地達到最大化目標，但這個目標並非適合每一個人。

然而為了防止破產它也是保守的，正如一位教授所說，它有一個「自動內置的.....密閉的生存動機」。即使如此，它仍可能對資產造成巨大沖擊，正如你從「大布朗」例子中看到的，如果你失敗了——你將失去20%的資金。這使得一些人嘗試通過採取「半凱利」的方式來

縮小每一次的損益，換句話說，如果公式表明你應該把你賬戶的20%放在一個股票，你放一半也就是10%。

我喜歡「半凱利」，因為它大大減少了波動而不會犧牲多少回報。龐德斯通說，使用傳統凱利公式如果能獲得10%的回報率，那麼使用半凱利公式後，回報率變成了7.5%。但是請注意：下注者在實現資金翻倍之前，全凱利策略損失一半資金的可能性有1/3，而半凱利策略損失一半資金的可能性只有1/9。

該公式的含義遠遠超過了我在這裡分析的內容，過去幾十年裡，它在喧鬧的學術圈中引起了很多爭議。（參考龐德斯通的書，書中對於相關的辯論有很好的描述。此外，邁克爾·莫布森在2006年的一篇題為「規模很重要」（**Size Matters**）的文章中有一個簡要的討論，你可以在網上找到免費的版本。）

對我來說最大的障礙是在股票市場中，你不能確切地知道你的賠率或預期利潤率，你必須猜測。

然而，這個想法是誘人的，愛德·索普（**Ed Thorp**）將這一公式用於其對沖基金普林斯頓/紐波特（**Princeton/Newport**）。該基金始於1974年，在將近30年裡平均回報率達到19%且沒有一年是虧損的，很難判斷這樣的業績在多大程度上歸功於凱利公式，多大程度上歸功於索普自己的天賦。

索普的例子不是個例，許多偉大的投資者似乎都在不知不覺中使用凱利公式。我們回到馬特的演講，他展示了一張極好的幻燈片，我將其複製如下。（這些數據是截至2014年年底基於公開資料整理所得，由於某些限制，表中數據可能並非準確的資產組合構成，例如，投資者不必披露外國上市股票和其他頭寸，但是它讓你大致瞭解基金經理在所披露股票上的集中程度。）

你會看到一些傑出的投資者以及他們如何在最好的想法上加大大賭注，這些投資組合看起來很像凱利的公式推出的結果。

凯利的信徒？

<p>包普斯特基金 (Baupost): 赛思·卡拉曼 (Seth Klarman)</p> <p>93%的投资组合集中在10只股票上</p> <p>14%的资金投资于美光科技 (Micron Technology, MU)</p> <p>7%的资金投资于钱尼尔能源公司 (Cheniere Energy Inc., LNG)</p>	<p>海曼资本 (Hayman): 凯利·贝斯 (Kyle Bass)</p> <p>投资了6只股票</p> <p>46%的资金投资于通用汽车 (GM)</p> <p>21%的资金投资于国星房贷 (Nationstar Mortgage, NSM)</p>
<p>爱德华兰伯特投资公司 (ESL Investments): 埃迪·兰伯特 (Eddie Lampert)</p> <p>投资了4只股票</p> <p>55%的资金投资于希尔斯控股 (Sears Holdings, SHLD)</p> <p>24%的资金投资于汽车王国公司 (AutoNation, AN)</p>	<p>帕波莱投资基金 (Pabrai Funds): 莫尼什·帕博莱 (Mohnish Pabrai)</p> <p>投资了7只股票</p> <p>24%的资金投资于马头控股 (Horsehead, ZINC)</p> <p>22%的资金投资于通用汽车 (GM)</p>
<p>费尔法克斯: 普雷姆·沃特萨</p> <p>98%的资金投资于10只股票</p> <p>35%的资金投资于Resolute林产品公司 (Resolute Forest, RFP)</p> <p>31%的资金投资于黑莓公司 (BBRY)</p>	<p>潘兴广场资本管理公司: 比尔·阿克曼</p> <p>投资了7只股票</p> <p>40%的资金投资于艾尔建公司 (Allergan, AGN)</p> <p>20%的资金投资于加拿大太平洋铁路公司 (Can. Pacific Railway, CP)</p>
<p>费尔霍姆基金 (Fairholme): 布鲁斯·伯克维茨 (Bruce Berkowitz)</p> <p>持有8只股票</p> <p>22%的资金投资于美国银行 (Bank of America, BAC)</p> <p>13%的资金投资于希尔斯控股</p>	<p>罗斯公司 (WL Ross & Co): 威尔伯·罗斯 (Wilbur Ross)</p> <p>持有4只股票</p> <p>54%的资金投资于导航控股 (Navigator Holdings, NVGS)</p> <p>17%的资金投资于EXCO资源公司 (EXCO Resources, XCO)</p>

現在，我並不相信他們當中真的有人在決策過程中利用我之前向你展示的「預期利潤率/賠率」公式來確定投資金額，但就像我聽說過的明尼蘇達胖子傳奇（一款桌面檯球遊戲）和物理的類比，當遊戲中的胖子調整角度準備擊球時，他並沒有使用物理學中的公式，但物理學的原理仍然在起作用，只是遊戲中物理學原理內化在經驗中了。

對於這些超級投資者，我們也可以說同樣的話。使用預期利潤率和賠率的原則是他們決策中的一部分。

馬特的幻燈片表明了這一點，其中的數據令人吃驚。要想最大化收益，學習這些成功的例子能讓你做得更好。反過來，你也可以看看那些不成功的投資者是怎麼做的。典型的共同基金持有大約**100**只股票，沒有哪隻股票具有舉足輕重的地位（或長時間持有），大多數基金都是對市場的低水平復制。

正如巴菲特所說，拒絕諾亞方舟式的投資方式。看起來很多偉大的投資者也是這樣做的，我也試圖在我自己的投資組合中這麼做：關注較少的股票，並專注於最好的想法。當你找到了自己的百倍股，你一定希望它在投資組合中佔有重要位置。

^[1]ValueX會議最早於2011年在瑞士克羅斯特召開，參與者主要是價值投資者，他們在會上討論投資理念。——譯者注

第十一章 股票回購：加速回報實現

什麼是「唐提 (tontine) 式養老金制」？

如果你認為「唐提」是一種豐盛的法國糕點，那麼你說對了一半，它確實源於法國，但是「唐提」不是糕點。

相反，這是一種積累財富的手段，它既似合法又似非法。但首先我想告訴你的是，有個名叫洛倫佐·德·托蒂 (Lorenzo de Tonti) 的人，這個詞正是源於他。

讓我們在想象中來到這樣的場景。時間是1652年，地點位於波旁府統治期間的法國，國王路易十四在位，法國國庫空虛。

同時，法國與西班牙之間正在交戰，國王需要大筆金錢來維持國家運轉。

他邀請來自那不勒斯的銀行家洛倫佐·德·托蒂來到他頹廢的宮廷。托蒂帶來了一個想法。

「我們讓公民投資股份於一個政府經營的資產池，我們將定期從池中給他們分發紅利，但是他們不能轉讓或出售自己的股份，當他們去世的時候，將失去了自己的股份，而我們則將其註銷。」托蒂眯著眼睛，若有所思地捋著一撮鬍子。

「然而，」托蒂繼續眯著眼，「無論還剩多少股份，我們都承諾支付相同的數額，所以當有股東死亡時，剩餘的股東從資產池中獲得的收益將越來越多。這個獎勵將對投資者產生巨大的推動力，並將籌集到更多你需要的資金。」

國王頓時精神振奮。

「當最後一個股東死亡，資產池歸國家所有。」托蒂說。國王露出狼一樣的笑容，同時貪婪地搓搓他的手。托蒂的計劃服務於國王的目的，然而仔細想想，即使是愚鈍的國王也會知道這個計劃的最大贏家將是長壽的股票持有人。隨著別人的死去，他們將獲得越來越多的股息並變得更加富有。

路易十四沒有實施托蒂的想法，但是其他人做到了。

我相信如果洛倫佐·德·托蒂看到現代人模仿他的想法時一定會很高興。

(有人認為實際上並不是托蒂發明了這個點子，有證據表明這是一個源於古意大利的金融計劃，而托蒂僅將其帶到法國宮廷而已。)

放到今天，托蒂將是CEO（而不是國王）面前的積極進言者，不停地論證著註銷股份可能帶來的奇蹟。而且，當他們有機會在市場上低價買入時，許多百倍股貪婪地回購著自己的股票。

股票回購：現代版的「唐提」

股票回購在這樣一本百倍股的書中應該有一個單獨的章節，因為如果運用得當，回購就可以起到加速器的作用。

回購是指公司購回自己公司的股票，隨著一家公司購回股票份額，其未來收益、股息和資產都集中到不斷減少的股東手中。

現在有很多公司都在進行回購，在緩慢增長的企業中，這種策略正在成為盈利增長的更重要的驅動因素。

但你必須確實在減少流通股票的數量。

自1998年以來，500家最大的美國公司回購了約1/4公司價值的股份，但實際流通的股票卻在增長，這是因為他們制定了慷慨的激勵計劃，將很多股票分發給了貪婪的高管。

但不要被那些不好的例子所影響，以至於忘記了這一概念中的智慧，有一些公司完美詮釋了回購的好處。

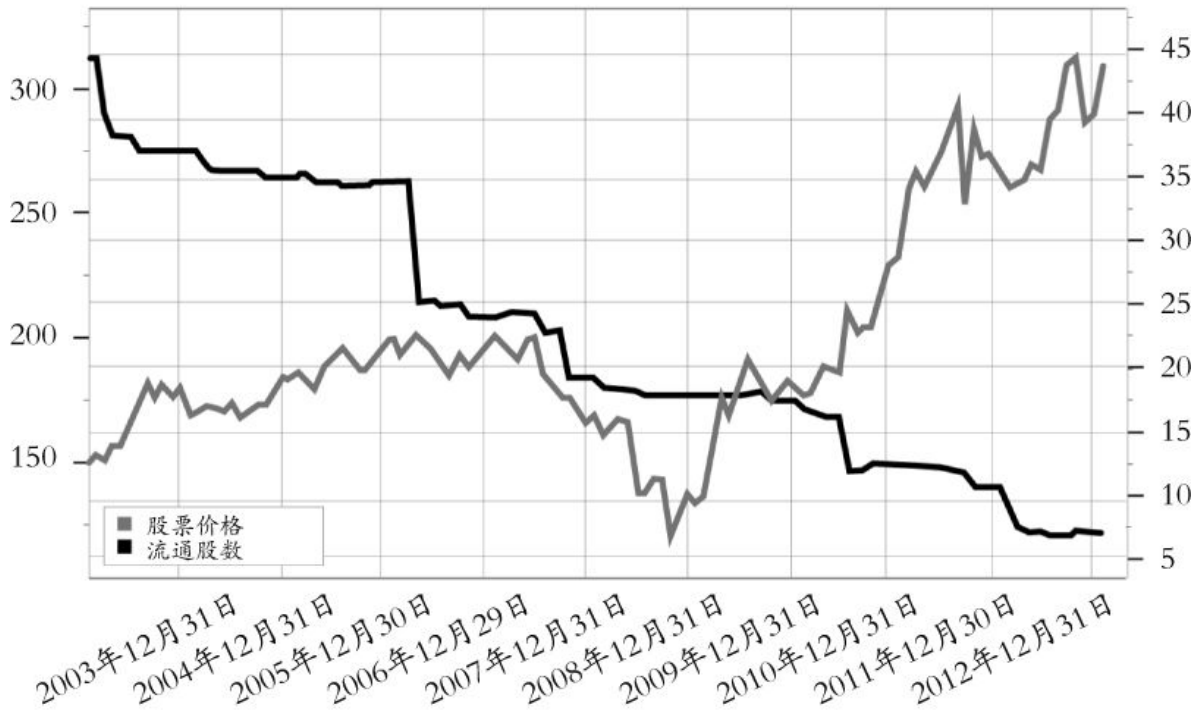
一個例子是汽車王國——我之前提到的經典企業。埃迪·蘭普特 (Eddie Lampert) 在2000年成為公司的大股東，蘭普特是一位偉大的投資者，他知道唐提製度的運作，自從他進入公司，汽車王國已經回購了大量的股票，合計有65%的股份已經退出流通。

僅僅是股票回購帶來的收益率就達到每年8.4%，正如地平動力公司旗下持有汽車王國公司5%股份的史蒂芬·佈雷格曼 (Steve Bregman) 所言：「不論回購的規模還是持續時間都極其異常，人們即將見證，或者說參與公開市場上正在發生的緩慢進行的私有化交易過程。」

回購對公司股票產生了積極的影響，開始回購以來，汽車王國的股票價格已經增長了520%。年化收益率連續13年每年超過15%！下圖顯示了過去10年的情況，你可以看到股票數量縮減和股票價格激增的對應關係。

汽车王国：现代版的“唐提”

流通股数与股票价格



资料来源：彭博财经。

同時，蘭普特堅持持有公司股票，並不斷增加持有量，儘管過去幾年調整了持倉，但仍然擁有近**53%**的股票。

一個持續時間更長的例子是洛斯集團，我很佩服控制洛斯集團的蒂施家族的技巧和耐心，該家族也是洛斯集團最大的股東。洛斯集團一直在回購股票，在過去的四十年裡，洛斯集團發行在外的股票總數減少了**70%**以上，這極大地提高了股票回報，在**1961**年投資**1**美元購買洛斯集團的股票，今天價值約**1240**美元。

在某種程度上，這些公司通過減少股東人數而變得更有價值，這聽起來很奇怪，但實質上這就是正在發生的事，勝利者是那些堅持到底的人。

但現在這種做法似乎被濫用了，超過了其應有的廣泛程度，正如沃倫·巴菲特在2000年給股東的信中所說：

只有在滿足一系列現實條件下，公司回購其股票才是明智之選：第一，公司可用的資金——現金加合理的借款能力——超出了業務的近期需求；第二，基於保守的評估，發現其股票在市場上的交易價格低於其內在價值。

在滿足這兩個條件的前提下，巴菲特是大力支持股票回購的。從他1980年寫給股東的信中可以看到這一點：

這裡我必須暫停，討論一個短期的財務決策。對於我們所投資的企業，有一種使用其留存收益的方式，我們對之抱有特殊的熱情，那就是回購企業自己的股票。邏輯很簡單：如果一家優質企業在市場上銷售的價格遠遠低於其內在價值，那麼對於所有股東的利益而言，利用資本的更確定或更有利可圖的方式是什麼呢？當公司購買另一家企業的全部所有權時，公司收購活動的競爭性幾乎可以肯定收購方要支付全價，甚至通常為溢價收購。但是，證券市場競價交易常常使得一家運營良好的公司其交易價格可能只是通過談判收購另一傢俱有相同盈利能力的企業的一半（這段話他加上了強調符號）。

如果恰當地實施，回購可以提升複利收益率。

股票回購在最近幾十年裡才變得更加普遍。因此，在我研究的百倍股中——時間從1962年到2014年——這並不是企業慣常採用的策略。但是正如我們在第八章局外人中看到的那樣，那些擅長回購自己股票的人卻有了驚人的收穫。

這是一條潛在的線索，當你發現隨著時間的推移，一家公司流通的股票在不斷減少，並且總能以較低的價格購買時，你應該進一步仔

細考察，因為你可能找到了一隻候選的百倍股。

第十二章 將競爭者排除在外

一個真正偉大的企業必須擁有持久的「護城河」，以保護投資資本獲取高額回報。

——沃倫·巴菲特

在絕大多數情況下，如果一家公司要成為百倍股，公司需要在非常長的時間內做好一些事情，持久性對於百倍股來說就像杜松子酒對馬丁尼酒一樣重要。

那麼，我們可以通過哪些跡象判斷企業可以持續運營20年呢？

這就要回到上面有關護城河的話題。

護城河是為了保護企業不受競爭對手影響，具有持久性的競爭優勢（菲爾普斯稱之為「門檻」，兩者是同一個意思），沃倫·巴菲特普及了這個想法。關於這個話題的文獻不勝枚舉，在這裡我將重點介紹其中的一些，包括曾就職於第五巷資本管理公司（Lane Five Capital）的哥倫比亞商學院校友馬修·貝瑞（Matthew Berry）的一份未發表研究，這篇文章給出了一個確定的答案——或者至少是我所看到的最明確的答案。

當我想起「護城河」時，我想到帕特·多爾西（Pat Dorsey），他是晨星公司（Morningstar）的股票研究主管，目前是森尼貝爾科帕奇投資顧問公司（Sanibel Captiva Investment Advisers）總裁，多爾西寫了很多與「護城河」相關的文章，並且在很多場合提到過這一概念。

在他所著的《構建財富的小寶書》（The Little Book That Builds Wealth）中，多爾西用一個類比來說明為什麼你應該關注護城河：「對於更耐用的東西付出更高的代價是常識，從廚房用具到汽車到房

屋，使用時間更長的产品通常能夠收取更高的價格.....同樣的概念也適用於股票市場。」

更持久的公司更有價值，護城河通過排除競爭對手使公司持久，相比沒有護城河的公司，一家擁有護城河的公司可以持久地獲得高回報，這也意味著它能夠以比競爭對手更高的收益率對所獲利潤進行再投資。正如你現在所看到的，這是成就百倍股的重要因素。

護城河有各種各樣的形式，可以包括下面這些情形：

- 強大的品牌。蒂芙尼 (Tiffany's) 有護城河，人們花錢只是為了得到那個藍色的盒子，即使盒子裡的東西在別的地方可能更便宜。「奧利奧」是一個品牌，雖然產品不會溢價出售，但它能激發忠誠並確保經常性的客戶，這也是護城河。
- 高轉換成本。多爾西舉了一個很好的例子——銀行。某家銀行並不比任何其他銀行擁有更多的競爭優勢，他們都提供相同的產品，而且互聯網使得分支機構的地理位置也不那麼重要了。然而，你看看數字，人們在同一家銀行辦理業務的時間可能長達六七年，原因是更換銀行讓人厭煩，正如經濟學家所說的「轉換成本」很高。這也是一種護城河。
- 人們享受網絡效應。多年以來微軟一直擁有強大的護城河，每個人都使用其操作系統，所以你也想使用它的操作系統，人們使用這些產品越多，他們就越喜歡其網絡效應。想想推特 (Twitter)、臉書 (Facebook) 和 YouTube，競爭對手很難打破網絡護城河，這就好像賣出第一部電話機需要付出極其艱鉅的努力。
- 你做的東西比其他人更便宜。如果你是低成本的企業，比如沃爾瑪，你就有了護城河。盈透證券 (Interactive Brokers) 比其他所有折扣經紀商都便宜，甚至沒有哪家能接近這樣的低價，這部分解釋了為什麼該公司的增長速度是其競爭對手的兩倍。這是一種護城河。

- 你是最大的。這會產生規模的內在優勢，如果要排除競爭者，「大」絕對是一個優勢，想象一下如何才能複製出英特爾或沃爾瑪。但相對規模也可以是護城河，如果你只是小出租車車隊市場的主導保險公司，像阿特拉斯金融 (Atlas Financial)，那麼你也形成了護城河，因為競爭對手不太可能投入時間和精力到小眾市場來競爭。

前文提到的貝瑞在這裡提出了一個有趣的問題，即公司相對於市場的規模：「想象一個固定成本高，價格低的市場，價格低至你必須佔有55%的市場份額才能保證收支平衡，這樣的市場能夠維持多少個競爭者？答案是一個，不是兩個也不是三個，只能維持一個。」

獲得55%市場份額的公司將處於領先地位，它可以制定恰當的價格以將他人排除在市場之外，而自己可以獲得良好的回報。「問題在於你要獲得足夠的市場份額以使別人很難與你競爭」，貝瑞指出。

以上遠沒有窮盡護城河的含義，公司可以通過很多其他方式（包括一些微妙的方法）設置障礙以使其他公司難以進入。

不管是何種護城河，抽象地談論都比在現實生活中真正地識別它們更容易。比如說，你很容易說服自己相信蔻馳公司 (Coach) 擁有護城河，但它真的有護城河嗎？另外，競爭對手最終都能找到一條突破各種假設護城河的方法。

偉大的產品本身並不是一種護城河，多爾西使用克萊斯勒麵包車的例子進行說明，這是汽車史上第一輛小型貨車，銷售很好，但是很快競爭對手就推出自己的麵包車。克萊斯勒無法為自己的麵包車制定更高的價格，因為沒有任何理由表明克萊斯勒麵包車比其他車更有優勢，因為它沒有護城河。

有時這類問題會比較棘手。在他的書中，多爾西將卡卡圈坊 (Krispy Kreme) 作為一家沒有護城河的公司，這家公司生產甜甜圈，但這種產品的消費很容易轉移，卡卡圈坊無法為自己的甜甜圈制

定高價。但有些人確實很喜歡卡卡圈坊的甜甜圈——包括我自己，所以如果可以選擇，我會選卡卡而不是鄧肯的甜甜圈。因此對於它有沒有護城河的說法我並不確定。現在你明白為什麼說明確地界定護城河有時是很困難了吧？

另一方面，雖然還有很多其他飲料可以選擇，但大多數人還是認為可口可樂有護城河。對於可口可樂來說，最好的顧客就是當他們想喝飲料的時候除了可口可樂其他什麼也無法滿足他們的要求。可口可樂的品牌世界聞名，可口可樂產品幾乎遍佈全球各個角落，可口可樂存在護城河（或許說「曾經存在」更合適，因為有證據表明可口可樂正在失去其護城河）。

紅辣椒墨西哥風味餐廳是一家連鎖快餐店，在13年內從0開始發展到500家，它製作新鮮的墨西哥食物。正如投資者莫尼什·帕伯萊（Mohnish Pabrai）寫道：「紅辣椒有一種持久的護城河，這使得像我這樣的客戶源源不斷地前去就餐而不在乎需要等待多久。這一護城河使得紅辣椒有能力賺取超額利潤。」

「超額利潤」是一個有趣的詞，它更靠近什麼是護城河以及為什麼護城河如此重要的核心。

多爾西還認為偉大的管理本身不是護城河，你肯定聽到過沃倫·巴菲特的那句話：「當有卓越聲譽的管理層遇到一家有著糟糕聲譽的公司時，公司的聲譽還是會保持不變。」記住這句話，因為事實就是如此。

正如我提到的，護城河也不是永久的，競爭對手最終會找到進入的方式。在帕伯萊（Pabrai）的書《憨奪型投資者》中，他引用了Delta，Gateway和通用汽車公司的例子，因為這三家企業曾經都有很堅實的護城河。然而他們現在都失去了護城河，原因之一是管理團隊可能犯錯誤並毀掉了品牌，新可口可樂沒有原來那麼好，正如我們在前面的章節中看到的，企業的壽命正在持續縮短。

莫布森談護城河

瑞士信貸 (**Credit Suisse**) 的策略分析師邁克爾·莫布森在護城河問題上也做了一些很好的研究。他曾撰寫過一份題為「度量護城河：評估價值創造的規模和可持續性」 (**Measuring the Moat: Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation**) 長達70頁的相關報告 (你可以在網上找到免費版本) 。

莫布森考察了全球68個行業，樣本規模超過5500家公司，他發現一些行業在創造價值方面比其他行業做得更好，例如航空業是一個高收益的行業，紙業和林業產品則往往利潤微薄。事實上，金礦開採也是另一個由於糟糕的資本收益而臭名昭著的行業，不過他沒有提到。

但也有相當不錯的行業，通訊設備便是其中之一。儘管如此，在這些行業中也有贏家和輸家，正如莫布森所指出的：

我們觀察到的最主要結果是，即使在最好的行業裡也有毀滅價值的公司，最糟糕的行業也有創造價值的公司。一些公司的存在給所處行業造成劇烈震動，讓我們能夠更好地理解影響經濟績效的潛在因素。行業本身並不決定企業的命運。

知道這些無疑是有幫助的，因為一些投資者會完全迴避一些行業，比如航空公司。這對投資者是不利的，因為有很多方法在航空業賺錢。

莫布森建議創建一個行業地圖，其中詳細描述了某個行業的所有參與者。以航空業為例，這就包括飛機租賃公司 (如航空租賃公司，**Air Lease**)，飛機製造商 (波音公司)，飛機零件供應商 (**B/E** 航空，**B/E Aerospace**) 等。這也許超出了個人投資者的能力範圍，但即使你不太可能製作出自己的行業地圖，它仍然是一種有用的思維模型。

莫布森的目標是找到某個行業中的利潤爆發點，這些利潤聚集環節需要投資者花費精力重點關注。例如，飛機租賃公司有著良好的回

報，旅行社和貨運承攬公司回報甚至更高。

莫布森的行業分析還表明行業穩定性是決定護城河持久性的另一個因素，「一般來說，」他寫道，「穩定的行業更有利於持續的價值創造，不穩定的行業存在巨大的競爭挑戰和機遇。」

飲料行業是一個穩定的行業，隨著時間的推移只是緩慢地發生趨勢變動，人們對蘇打水的需求不會因互聯網而消失。相比之下，智能手機則是一個非常不穩定的市場，黑莓智能手機在幾年內從市場領導者淪落到落魄的地步。由於百倍股的成熟需要時間，莫布森的研究表明，你最好在那些不太容易受到競爭格局徹底變化影響的行業中就業。

但是，我們更經常面對的是不斷縮短的企業生命週期。莫布森寫道：

瑞士信貸的研究表明，只有不到**50%**的上市公司存活時間超過十年，我們對**BDS**數據的分析也表明企業存活率很低。如今的比率與**1977**年相似。最新數據顯示，企業一年存活率約為**75%**，五年存活率約為**45%**。

這些都表明找到一種堅實護城河的重要性。

上述就是關於護城河的理論與實證研究的要點，其實還有很多內容可以展開。作為投資者，我們可以以抽象的方式思考護城河相關的問題，但一位分析師發現了我們可能更青睞某種類型公司的經驗證據。

克服均值迴歸

從本質上來說，護城河是公司戰勝均值迴歸的一種方式，均值迴歸就像一股強大的市場力量將一切拉向平均水平。如果你賺取了超額收益，均值迴歸表明隨著時間的推移，你的收益會下降到平均（或中

位數) 水平，如果你獲得的收益很低，均值迴歸表明隨著時間的推移，你的收益會上升到平均水平。

均值迴歸反映了市場的競爭性，表明人們總是在作出反應和預測，並努力賺更多的錢。市場上隨時會發生自然的洗牌，因為人們不斷創造新產品和新業務，而舊業務隨之關停。市場上的資本四處尋找機會，為那些有前途的創業企業提供資金，從那些缺少吸引力的企業退出。市場競爭的版圖總是在不斷發生變化。

不管怎樣，我們沒有必要解釋均值迴歸到底是怎樣發生的。我們從數據中看到了這一事實。

在這裡，我們轉到前面提到的馬修·貝瑞 (Matthew Berry) 和他未發表的論文「公司收益中的均值迴歸」 (Mean Reversion in Corporate Returns)，他的研究涵蓋了從1990年到2004年的15年時間，包括主要位於美國、英國、加拿大、德國、法國、意大利和西班牙的4000家最大的公司。

「均值迴歸是一個有充分證據的現象，」他寫道，「均值迴歸由回報的趨勢驅動，平均而言企業的收益向均值迴歸，但並非所有企業都如此。一些公司總是持續地保持高收益，另一些則持續地保持低收益，而有些公司則發生了變化。」

這裡有一些有趣的現象，均值迴歸並非對所有公司都產生同樣的影響，那些持續表現優異的公司有什麼共同點？

「業績優秀」指的是那些能持續獲得高投資回報 (ROIC) 的公司。貝瑞將公司的稅前利潤除以其平均資本來度量公司的業績。但他將該指標分解，以觀察ROIC的各種驅動因素，如增長、利潤率及其他因素。

雖然許多變量非常不穩定並且表現出均值迴歸的特徵，但貝瑞發現毛利率「具有驚人的穩定性，並且對均值迴歸的趨勢沒有實質性影

響」。

貝瑞進行了各種檢驗，但在這裡我只列出其主要結論。貝瑞寫道：「高毛利率是影響長期業績最重要的單一因素，毛利率水平讓公司『釘住』某一業績水平，規模和業績歷史同樣也是重要的影響指標。」

「釘住」意味著如果一家公司一開始就有著很高的毛利率，它傾向於保持這一水平。相反，如果公司一開始毛利率就很低，它也傾向於保持低水平。用統計語言來說就是毛利率水平具有持續性。

貝瑞認為毛利率指標很好地描述了相對於提供商品所需的投入成本人們願意支付的價格。這一指標衡量了顧客的附加價值。不是每家公司都有著很高的毛利率，「亞馬遜就很平庸，」貝瑞在給我的電子郵件中指出，「但是很明顯，亞馬遜所提供的附加價值在於更多選擇和其便利性，而不是在商品本身（這些東西也可以在任何地方找到）。但如果你在一家公司的商業模式中找不到該公司是如何以及在這裡為客戶增加價值，那麼你可以確定它不會是一隻百倍股，除非它發現了油礦！」

貝瑞的研究中還有其他的發現支持上面的觀點。首先，應該知道毛利率和經營利潤率之間的差額是費用，也經常被簡寫為SG&A，包括銷售費用、一般費用和行政費用，換句話說就是管理費用。

這些經營費用可能會波動，當績效不佳的公司得到改善時，這些通常是你看得到的改善之處。換句話說，如果毛利率存在剛性並能夠持久，那麼優秀的潛在候選者應該是那些毛利率高而經營利潤率低的公司，經營利潤率比毛利率更容易改善。

而大公司傾向於鞏固自己的優勢，「大公司能夠通過提升SG&A的效率來更長久地維持高回報，而小公司通常難以做到這一點」，貝瑞寫道。

最後，良好的業績記錄是一個有用的指標。贏家往往還會是贏家，這是有道理的，因為良好的業績通常來自於競爭優勢，而這些優勢不會「一夜之間消失」。

我無法將貝瑞論文的穩健結論以及其中的很多內容講得恰到好處，我只是想要得出一個有助於尋找百倍股的關於護城河的結論。

我如是總結：企業擁有護城河是很好的，但真正的護城河並不多見，而且通常不容易識別，因此，你應該在企業經營中尋找清晰的護城河標誌——如果護城河不清楚，你可能只是在欺騙自己——如果你想在公司的財務報表中找到有關護城河的證據，那麼有一點很明確，毛利率相對於競爭對手來說越高越好。

第十三章 與百倍股有關的各種心理活動

在詹姆斯·瑟伯 (James Thurber) 的《不要自尋煩惱》 (Let Your Mind Alone!) 一書中，「多樣化的心理活動」這一章很詳細地闡述了本書這一章想要表達的觀點。他寫道：

「當再次翻閱我最近在圖書館裡閱讀的有關心理技術的書本時，我突然發現自己曾用鉛筆將一些啟發性的段落標註出來，但是出於某種原因，這些內容不能填充進我之前寫的章節。我決定把各式各樣的問題放在這一章，並按照我閱讀的順序將這些豐富的內容列示如下。」

本書這一章也是有關百倍股的「多樣化的心理活動」。它並不一定適合所有的情況，並且我們也沒有依據重要性來排列先後順序。我喜歡菲爾普斯著作的原因之一是他把大量從一手資料和經驗中得到的眾多投資智慧列入書中的方式。

在我看來，一本有關百倍股的書必須採用這種形式，因為很多的投資是定性的，並未基於任何的公式。另外，實現**100**倍的回報意味著你必須保持某種特定的心態。

實現**100**倍的投資回報意味著你不應該太過關心美聯儲將要採取的行動，意味著你不會因為喜歡某隻股票的技術圖形而買入（因為也許下個月的圖形可能就會給我們一個完全不同的信號）。關注於這些事情會使得我們分神。投資百倍股意味著你必須腳踏實地、穩如泰山。

在這一章中，我有很多投資觀點會幫助你培養實現**100**倍收益所需要的心理狀態。

別追逐收益

2014年對於選股專家們來說是最糟糕的年份之一，但幾乎所有人都以一種錯誤的方式來思考這個問題。如果你也這樣想，尤其是你因此分心而不去追求實現100倍增長的投資，那麼從長期來看這會導致你損失巨大。

首先，在2014年即將結束的時候出現了這樣一些跡象：

- 美林證券的研究顯示只有不到20%的主動投資管理者跑贏了市場，這是十幾年以內的最差投資表現。
- 巴倫週刊的比爾·阿爾伯特（Bill Alpert）說：「只有不到15%的主動投資管理者投資表現超過了他們的基準值。」
- 賓夕法尼亞大學的研究員丹尼斯·格盧什科夫（Denys Glushkov）表示截至當年9月30日，所有投資於大盤股（例如標普500指數成分股）的共同基金中，只有9.3%的共同基金表現優於指數。之前最差的表現是1995年的12.9%，過去25年的平均表現為38.6%。

格盧什科夫表示2014年很可能會被載入史冊。這一年主動型基金（其投資策略與指數基金的被動投資相反）管理者的業績（扣除費用）是至少從1989年以來相較於指數而言最差的業績水平。

事實確實如此。

面對這樣的情形，人們把錢大量地投資於被動型基金（例如標準普爾指數基金）。幾乎所有人都認識到，如果考慮交易費用，那麼所有選股專家都不能超越市場。而這一年則是創歷史的潰敗。

已經有很多文章解釋了這次潰敗的原因。我並不是真的關注那些評論，因為我們都只是在猜測。但是退一步說，就算知道真相，也並不意味著我們能預測事情什麼時候會改變。

因此，這是我的一個建議：不要試圖追逐收益，因為隨著時間的推移這樣做將會耗費大量的財富。

但許多人並不這樣認為，大部分人會去追逐收益。以我最喜歡的一份研究報告 [作者是達爾巴 (Dalbar)] 為例，其中描述了在文章研究的時間段內，共同基金的平均收益為每年**13.8%**。然而共同基金的投資者平均每年收益僅為**7%**。這是為什麼？

因為在基金表現差的時候他們會把錢從基金裡取出，等到基金表現好的時候再次買入。投資者們會持續地追逐收益。

我最喜歡舉的例子是肯·希伯納 (Ken Heebner) 的CGM精選基金。在21世紀的頭10年它是表現最好的基金，取得了平均每年**18%**的回報率，成績斐然。然而投資於該基金的典型投資者的平均年收益率僅為**11%**。這是出於同樣的原因：當基金某一年收益不太好的時候，人們把錢撤出來，而在基金某一年取得良好收益之後人們又會買入該基金。

我在我的第一本書《像生意人一樣投資》 (Invest like a Dealmaker) 中曾經對此問題給出過建議，為此我給出的建議依舊未變。為了更詳細地介紹我的建議，讓我們看一下莫尼什·帕伯萊如何回答《巴倫週刊》的提問。

帕伯萊的基金過去十年中平均每年的收益率為**10%**，超過標普500指數**1.5%**，但是他今年的投資表現不如指數。《巴倫週刊》中有這樣的記錄：

當問到他不盡如人意的表現時，他回答道，「我認為這是一個不相關的數據點，談論像**10個月**這樣的短暫週期的投資表現是不明智的。我在投資時絕不會想到幾個月甚至一年以後會發生什麼。」

現代社會24/7 ^[1]的媒體文化有一個根本問題就是所有人在任何時間都不得不說些什麼，儘管大部分時間都沒什麼值得說的。

因此，我們源源不斷地收到對於股票、黃金、債券等投資品每一次波動的評論，這些都是毫無意義的。我同意帕伯萊的觀點：在如此短暫的時期內談論收益是不明智的表現。

事實上我的觀點更為激進：我認為你基本上就不應該把你自己的標準普爾500指數，或者更廣泛的市場進行比較。

我最喜歡的一位投資者馬丁·惠特曼 (Martin Whitman) 曾說過：

一些經濟學家強烈地相信職業基金經理人的目標應該是打敗市場。如果職業基金經理人個體或者集體沒有打敗市場，那麼他們會被視作無用.....客氣地說，我們認為這個觀點非常業餘。

這是惠特曼和費爾南多·迪茲 (Fernando Diz) 在《現代證券分析》中表達的觀點。我喜歡惠特曼的方法，事實上多年以來惠特曼對我如何思考投資有很大的影響。

惠特曼對打敗市場的觀點之所以如此鄙視是因為經理人有不同的目標和責任。一個經理人如果管理一份捐贈基金，那麼他的主要目標會是安全和收入，而不是資本利得。因此如果這樣的經理人採用保守型投資組合，從不錯過一次分紅，每年能取得9%的收益，那麼批評他的表現落後於標準普爾指數就很不恰當。

另外，誰在乎某一年的表現呢？

你必須進行長期的投資。有很多方法，也有很多投資者通過一段長時間的穩定收益戰勝市場。關鍵在於，他們很少能持續地戰勝市場。

最好的投資者在30%—40%的時間內是落後於市場的。正如巴頓·比格斯 (Barton Biggs) 分析超級明星投資者的傑出收益表現之後寫

道：「沒有一個人能一直打敗標準普爾500指數的原因或許是沒有人認為這是一個首要的目標。」

正如我所說的，長時間來看有很多種方法能夠戰勝市場。但是其中沒有一種方法能夠保證持續戰勝市場，即使是其中最棒的方法也會經常不敵市場指數的表現。作為個人，你有一種很大的優勢就是可以不考慮對於投資基準的追求。

在你看完年度投資結果之後，決定重新改變投資組合之前要牢記我所說的觀點。不要去追逐收益！並且不要用標準普爾500指數或者其他的基準來評價自己。只需要把注意力集中在購買正確的股票並且持有上就可以了。

別覺得無聊

人死於無聊。

——拉馬爾·瓦納格姆 (Raoul Vaneigem)

記得有一天我一邊和朋友共進午餐，一邊討論蘇格蘭這場決定它們是否脫離英國的全民公投（最終蘇格蘭人民決定留在英國）。

然後這位朋友對為什麼許多人投票選擇脫英提供了一種解釋：「他們覺得無聊！他們只是希望發生一些事情。」

我不斷地想著這件事，越發體會到其中隱含的道理。無聊可以解釋很多東西。它可以解釋所有的金融行為，並且在市場中絕對存在可以利用的「無聊套利」。

下面我要講的是對有關無聊理論所做的另類探索。

我們從頭開始：我的牛津英語詞典（是的，我有這部詞典的全部20卷）上記載，無聊發明於1768年——不是概念上，而是「無聊」這個詞在那一年首次出現在英語出版物上。牛津英語詞典是如下定義這個詞的：「對冗長的談話或者只是對無法找到興趣點而感到厭倦。」

說來也怪，這個詞的第一次使用是一個英國人向同行的英國人抱怨法國人：「我很遺憾，我那些新市場的朋友將要厭倦那些法國人。」

無聊（名詞）——表示感到無聊的狀態——出現得晚得多。在1852年，狄更斯（Dickens）在《荒涼山莊》（Bleak House）中寫道：「無聊的弊病。」

作家湯姆·霍奇金森（Tom Hodgkinson）會同意狄更斯的觀點。在他的《自由宣言》（The Freedom Manifesto）中，他用了一整章專門描述無聊。他寫道：「如果當代科學更加複雜和微妙，那麼我絕對有把握它會把無聊列為現代社會的重要殺手之一……如果有一天無聊被發現是致癌原因我一點都不會感到驚訝。」

以一種適當、輕鬆的心情閱讀霍奇金森的書是非常棒的體驗。他談到了現代社會產生無聊體驗的所有方式——尤其是在工作中。

有很多機械化的無趣的工作所需要的只是足夠的注意力以防止自己進入夢鄉，而工作本身卻不能真正佔據你的大腦。結果，我們普遍感覺到無聊。人們感到厭煩，他們做各種各樣的事情來緩和無聊。他們的行為舉止就像白痴，他們的衣著無異於傻瓜。他們會做任何消解無聊的事情，甚至還會做出破壞性的犯罪活動。

在金融市場中，人們經常會出於絕對的無聊而調整自己的投資組合。為什麼其他人把錢投進股價只有區區70美分並且事實上完全沒有任何機會發展成其他產業的礦業公司。為什麼非要努力追逐那些高價的生物科技公司，這些公司荒謬的高股價都建立在脆弱的預期基礎之上。

因為人們感到無聊。

在這些投資中虧錢讓人感覺很興奮，這和進入賭場沒什麼區別。（確實就像賭場一樣，這些賭局的賠率設計足以吸引人們再回到這裡）人們內心渴望參與這類活動。

為什麼朋友買賣股票這麼頻繁？為什麼他們就不能買一隻股票然後持有幾年時間？（大多數人不會這麼做）為什麼人們不能採用經過時間檢驗、更好的方法來積累財富。我相信你現在能猜到我的答案了。

人們經常因為他們覺得無聊就對自己的投資組合做一些愚蠢的操作。他們總感覺自己必須做些什麼（我想起帕斯卡說過的一句名言：「所有人的悲劇來源於不能獨自坐在安靜的房間裡」）。

我自己也會覺得無聊，但是我無聊的方式跟別人不同。例如，對於我來說，人們花費如此多的時間來討論美聯儲是難以置信的。但我那些在媒體工作的朋友以及時事通訊的同事們做的正是這類工作。真是難以置信，難道這些人不覺得無聊麼，還是他們這麼做是因為他們覺得無聊？

我對美聯儲感到厭倦，並且謝天謝地，作為投資者，它很大程度上與你無關。沃倫·巴菲特曾經說過，「即便美聯儲主席艾倫·格林斯潘偷偷告訴我在接下來兩年內他的貨幣政策推行情況，那也不會改變我所做的任何一項決定。」

我每天閱讀不同人士在各類媒體上發表的有關量化寬鬆或者利率或者美元走勢的文章。他們大部分只是重新粉飾一下舊的內容：「當量化寬鬆結束，股票價格會下跌。」「美元將要崩潰！」「當利率上升，股票就下跌。」我的意思是，除了譁眾取寵外，你還能在這些東西中讀出更多別的東西麼？我不知道這種無意義的譁眾取寵還要持續多少年。

同樣一鍋老豆子，被不斷地加熱、提供給讀者，不斷重複。

這是我喜歡旅行的一方面原因。那樣的話我就不用寫這周美聯儲發表了怎樣的觀點，或者重新梳理我自己在腦海中繪製的混亂宏觀形勢。相反，我可以寫我在希臘滿懷憧憬地俯瞰令人眩暈的懸崖和深藍的海水，在德國有著千年歷史的啤酒廠裡，坐在橡樹下長長的木質桌子旁喝著啤酒。這些都很有趣！

但是認真地說，這至少和真實世界有一定的關聯。作為一個投資類作家，我總是近乎絕望地尋找一些新穎的、不同的、有意思的事情來寫。人們並不需要我來重複報紙中已有的內容，你也不需要我進一步增加你已經聽到的噪聲。

事實上，利用這些噪聲可以構造一種簡單的套利策略。有時候你會聽到一些（聰明）的人討論所謂的「時間套利」。這個想法是因為大多數的投資者很難保持專注，哪怕只是一兩年。他們只關注現在。因此，按照時間套利的想法，你需要做的就是考慮一年的時間，你可以挑選一些現在便宜的股票，因為其他人很少考慮一季度、兩季度或者三季度之後的事情。

同樣存在對無聊的套利。人們對長期持有同一只股票感到厭倦——尤其是如果股票表現得不太突出的話。看到其他股票的收益扶搖直上，他們不能忍受，因此會追逐那些波動的股票並因此而陷入困境。

著名的基金經理拉爾夫·萬格（Ralph Wanger）曾經說過，人們傾向於在龍蝦價格上漲的時候購買更多。奇怪的是，在其他地方人們可能不會表現出這種行為。人們在加油、購買洗衣機或者汽車的時候，通常都會尋找價格較低的機會。同樣，人們也不會僅因為有人支付的價格更低就賣掉自己的房子、高爾夫俱樂部會員卡或者運動鞋。

說到萬格其人，我向大家推薦一本他出版於1997年的投資學專著《獅子王國裡的一匹斑馬》，這是一本很有趣的讀物。在這本書中，

他提出了無聊套利：「市場常常會因為有關股票的有趣的故事而支付所謂的娛樂稅。所以沒什麼故事的股票會折價賣出，買入足夠多的這類股票，這樣你就能彌補在熱門的高科技股票上的損失。」

這些是萬格在1997年，也就是2000年泡沫破滅前提出的好建議。（2005年，我有一次在他芝加哥的辦公室裡與之會談，他很慷慨地花了兩個小時和我分享他的智慧。）現在，市場對任何不是科技、生物科技、社交媒體或者特斯拉的股票都沒什麼興趣。

不管怎麼樣，如果你能找到方法對抗無聊並且不把投資組合中那些無聊的股票賣掉，你的收益一定會很不錯。

你只需要記住：一百倍的收益一點也不無聊。

不要被欺騙：規避騙局

不過，有時候一個人心有疑慮，但如果他已經涉足其中，他會不自覺地設法把這種的疑慮給掩蓋起來，即使這種疑慮來自於他自己。我現在就是這樣。我什麼也不說，也儘量什麼也不想。

——赫爾曼·梅爾維爾 (Herman Melville)

我聽說卡爾森·布勞克 (Carson Block) 在一場價值投資會議上發表了一篇精彩演說。

布勞克是渾水調查公司的創立者。他是一名做空型投資者。他因在2011年擊垮嘉漢林業公司 (Sino-Forest) 而聞名。

在卡爾森的報告中，他宣稱據可靠調查，嘉漢林業是一個騙局，該公司的股票根本沒有價值。在布勞克的報告發布後，嘉漢林業股價下跌了89%。甚至一些著名的投資者都在這隻股票上栽了跟頭。約翰·保爾森 (John Paulson) ——2007年次貸市場爆出醜聞之後他個人大賺10個億——在嘉漢林業上損失了7個億。

可以說，布勞克是一名超級偵探。每當他的報告出爐，目標公司的股價往往應聲暴跌。他讓那些欺騙市場的壞人們惶惶不安。

布勞克認為我們生活在「唯利是圖的時代」，為了獲得金錢，人們實施欺詐的動力前所未有的。

「貪婪和短視現在更加普遍。」布勞克說道。這個觀點很難證明。但當市場情緒高漲的時候，毫無疑問奸詐之徒就會出現，向著那些自滿投資者的財富伸出罪惡之手。

布勞克的演講主要是針對不利於投資者的各種因素。下面我們分別進行介紹。

管理層

「第一個不利於投資者的因素就是公司管理層。」布勞克說。當然管理團隊也有好壞之分。但是布勞克認為，總體而言，由於激勵通常都是短期的，這會鼓勵管理層的風險偏好行為。

很多CEO自身都具有超凡魅力。布勞克說，「個人魅力是領導企業的一種方式，但他們的個人魅力很容易讓企業走向衰敗。」

他提到安然公司破產前的CEO安德魯·費斯托（Andrew Fastow），此人曾獲得《首席財務官》（CFO Magazine）1999年頒發的傑出人物獎。很多人都知道，安然公司就是一個巨大的騙局。

布勞克說一位CEO獲得越多的成功、獎勵和大家的恭維，他越不可能承認自己的錯誤。費斯托自己也這麼說過。費斯托引用他在獄中所讀《白鯨記》中的一段話來解釋這個現象（見上面的引用）。

「在CEO周圍的其他人可以被看成是高級管理人員的保護者。」布勞克認為。這讓欺詐行為更難被識別出來。

那麼你該怎麼做？

布勞克提供了一個很好的建議。「評價管理層要靠看而不是靠聽」。首先，做好功課，然後才和高層討論。「如果我先跟管理層握手交談，並且對其有好感，我想這會干擾我的判斷。」承認這一點很重要。就連布勞克也坦言他自己無法抗拒管理層的魅力。

以下是他的建議：

- 讀電話會議的記錄比聽他們說更好；
- 一次性把幾個季度的材料放到一起對比閱讀，從中尋找曾經出現過的提案以及語言表述的變化；
- 是否存在逃避問題的現象？逃避哪些問題？布勞克說，「有時候他們打給相同的人，這些人往往和他們有著密切的關係」。你可以想象，這類電話記錄中經常會出現「偉大的季度，兄弟們」、「謝謝你，邁克」這類字眼。如果電話會議記錄中充斥著這樣的文字，並且沒有討論明確的問題，那麼這「很可能是幕後操作的電話會議」。

總之，「考察管理者最好遠觀」。

董事會

董事會應該代表股東利益，但其實並非如此。正如布勞克所說，他們和CEO存在共生關係。董事會成員經常把董事職位視為額外的待遇，而不是責任。保險和其他的保護措施使得董事會能夠免除責任。

而且，董事會對失職的調查通常並不可靠。布勞克說，如果董事會不得不去調查某些事件，這就如同讓他們承認自己的不稱職。所以，你不能指望他們。

律師

律師「讓投資者做出好的決定變得困難」。他們代表了客戶的利益，因為是客戶給他們付費，而不是投資者。

「『有名望的』法律公司是一張令人難以置信但卻有效的遮羞布。」布勞克說。他們很擅長寫一些含糊其辭的文件。並且利用律師——客戶的特權來隱藏不計其數的公司違法行為。

我的意思是，不要被公司高價聘請的律師所矇蔽。

審計人員

「審計師被完全地誤解了，」布勞克說。他們同樣代表著客戶（付錢給他們的人）利益。我不禁想起那句古老的諺語「吃人的嘴軟，拿人的手短」。

布勞克談到這是一個鼓勵犯錯的職業。那些被動的審計師通常會被企業終身僱傭，因為公司擔心被起訴並且希望審計師一直幫助它處理一些瑣事。

而且，布勞克說道，會計是「反對可解釋性和透明度」的職業。它們（那些大規模審計公司）不斷地阻撓信息披露。他們不希望投資者能夠很好地理解審計。

他也提醒我們，審計不是安全證明書，它並不能審查出會計欺詐。他說在嘉漢林業公司案件中，公司聘請的安永會計師事務所（Ernst & Young）的審計師事實上是嘉漢林業公司的好朋友。他分享了安永審計報告中的一段話：「大部分由於銷售未砍伐林木產生的應收賬款是通過指導債務人設置未砍伐林木對應的應付賬款和其他負債賬戶實現的，這些負債都以人民幣計價。」

這下你弄清楚瞭麼？

布勞克把上面那一段話解釋為公司從來沒有收到過現金。換句話說，公司上市16年來報告中95%的毛利潤從來沒有進入過公司的銀行賬戶！

模稜兩可的披露是讓投資者遠離這類公司的強烈信號。

投資銀行

很顯然，投資銀行的內在動力是銷售金融產品，例如股票、債券等。他們並不關心你的利益。

如果你到現在還不知道這些，那麼記住：不要把投資銀行或者經紀公司的調查報告作為你投資方向的建議。

市場調研公司

這部分之所以很有意思是因為你經常會看到引用自比如弗若斯特沙利文公司（**Frost & Sullivan**）、艾瑞諮詢公司（**iResearch**）的市場調查報告。布勞克說，上市公司經常聘用這些公司提供他們想要的報告。使用這樣的市場調查來增加管理層聲明的合法性。這對你做出好的決策並沒有幫助。

不要相信市場調查。去尋找更客觀的信息來源，例如實際的銷售數據和變動趨勢。

採取預防措施

市場上總會存在無法規避的風險。長期從事投資的大部分投資者都會在某個時刻上當受騙——即使是比嘉漢林業這類案件受害程度更小。

但是有必要在此對不同的事件做一個區分。市場上有偏差，也有謊言；有推銷也有欺詐。幾乎所有的管理團隊都致力於為他們的行為打造一個光鮮的外衣。但是我們知道這並不等於欺詐。

你可以通過下面這些方法來規避高明的騙子。

首先，我認為最好的方法就是投資於持有許多股票的管理團隊。在美國，這是一種應對欺詐的保障。但是僅僅是這樣還不夠，例如一些其他國家的騙子公司都有很大比例的內部人股權。

其次，和已經成功的人合作。如果你和已經取得一系列成功的人合作，那麼你不太可能會陷入類似嘉漢林業的欺詐案件中。

再次，遠離奇怪的現象，遠離做出你難以理解的舉動的公司。如果你不明白他們是如何賺錢的，想想嘉漢林業，然後直接離開。

最後，無論在哪個市場，都要避免進入熱門領域。生物科技很熱門，毫無疑問在國會上有很多關於生物科技的簡短觀點陳述。在國會聚集著推銷員和欺詐者，因為在那兒他們可以謀求最大利益。所以，這類板塊隨處都是騙局。

同樣，涉及「社交媒體」「雲計算」等其他任何流行詞彙的公司輪番出現。小心這些公司，很多這類公司只是為了激發投資者的興趣。

我們需要謹記幾年前發生的事情，人們想盡各種方法來投資逐漸復甦的房地產。然後市場爆發，所有的不動產投資信託基金價格大漲。儘管他們可能並不是欺詐，但要小心他們很可能並非是好的投資工具。

談到騙局，我常常想到把大部分精力投入股票操縱研究的菲爾普斯說的一句話，「在非洲，沒有羚羊的地方就沒有獅子」。

在投資過程中遵循合理的程序，你可以避免自己成為獵物。

不要管那些預測者

對於很多人來說，投資之所以困難是因為他們認為可以相信專家的意見。但在市場中，那些所謂專家也會犯很多荒唐的錯誤。然而，如果仔細觀察他們所犯的各種錯誤，你可以從他們的荒唐中找出一條

可信賴的投資路徑。

以盈利預測為例，華爾街分析師會定期發佈股票的盈利預測。投資者常常會綜合所有分析師的預測來形成統一的預期。當公司公佈實際盈利數據之後，媒體會就這家公司超過或者未達預期進行各種討論。盈利超過預期通常會傳遞股票的強勢信息，反之，沒有達到預期則對股票而言是利空。

許多投資者把這些預測視為信號，並依據這些預測來決定自己的買或賣。問題在於這些預測經常大範圍地出現錯誤，有一份關於二十多年來將近95000份預測結果的調查顯示預測的平均結果有40%的偏差。

大衛·德拉曼 (David Dreman) 在其著作《逆向投資策略》 (Contrarian Investment Strategies) 中提到了這一點。他更進一步地發現這些分析師在某個方面會持續地犯錯，原因就是他們過於樂觀。

所以，結合以上兩部分來看，你會發現，你所持有的股票不會遭受負面的盈利信息的衝擊概率很低。事實上，單隻股票在連續四個季度都沒有遭受過盈利低於預期10%以上的負面信息衝擊的概率只有1/4。

我並不是想要批評分析師。我們是天生樂觀的生物，至少大部分人是如此。在進化過程中，樂觀是被保留下來的生物特徵，我們需要把樂觀因素考慮進我們的投資決策過程中。

為了解釋自己的發現，德拉曼在書中展示了一張圖，用來表示一段時期內對利率的一系列預測。圖中可以明顯看到一個特徵：人們傾向於認為未來的利率和現在接近，但現實的利率卻要不穩定得多，預測常常會遇到很多變數。

因此，搞清楚預測的基礎很重要。

傑森·茨威格 (Jason Zweig) 和羅德尼·沙利文 (Rodney Sullivan) 最近出版了本傑明·格雷厄姆的隨筆和演講合集——《本傑明·格雷厄姆：證券分析奠基人》 (Benjamin Graham: Building a Profession)。格雷厄姆作為證券分析之父，他的文章經常被引用。這本書的題目是受亞當·史密斯 (財經評論員喬治·古德曼的筆名) 的一句玩笑話啟發而確定的。史密斯寫道，「格雷厄姆之所以是當之無愧的證券分析之父，是因為在他之前沒有證券分析這個職業，在他之後才出現了這個職業的稱謂」。

在這些隨筆中——其中有一些我曾經在別的地方讀過——突出了一種觀點，今天的投資者最好牢記於心。通常說到金融界——包括所有的分析師、經濟學家、投資者等——，格雷厄姆都會提出這樣的批評：「他們把市場和自己太當回事了，他們衝動且無效地花費大量的時間來做他們沒辦法做好的事情。」

這裡指的是什麼樣的事情？就是「預測短期或長期經濟的變化和股票價格的短期和長期變動」。

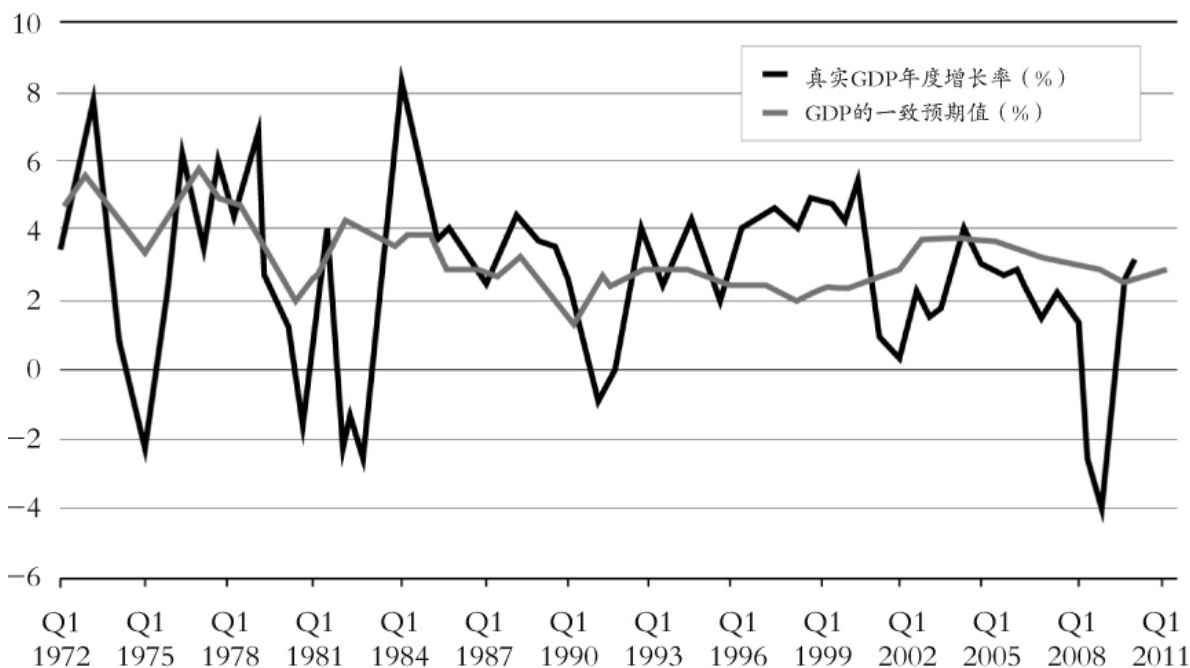
許多人花費了大量的時間來猜測經濟或者股票市場的走向。然而無數的研究說明這種預測是徒勞的。

GMO資產管理公司 (一家全球基金管理公司) 的詹姆斯·蒙蒂爾 (James Montier) 特別強調了經濟學家在預測方面做得有多糟糕。他曾作出這樣的總結：

即使是在普通時期，基於經濟預測進行投資是極其愚蠢的嘗試，經濟學家可能是唯一一個使得占星師在談論未來時像是專業人士的群體.....近四十年內所有的衰退他們全都預測錯了！經濟學家不只不能預測增長，他們同樣不能預測通貨膨脹、債券利率等其他幾乎所有的事情。

在他的研究中，展示了下面這張圖，對比了GDP的預測數據和GDP的真實值。這幅圖很有意思，因為你可以一眼就得出結論。仔細觀察圖中的折線，你是否同意我所說的？

经济学家：瞎眼的老鼠



你會注意到這些預測並不會走極端，預測的結果常常是處在一箇中間水平。同樣的錯誤模式在各種類型的預測中都存在，包括預測每股收益和股票市場價格。當然，問題在於你會在發生極端情況時損失很多錢。達成共識的預測無論對錯都沒有太大價值。

	达成共识的预测	没有达成共识的预测
精确	平均收益	平均水平之上的收益
不精确	平均收益	平均水平之下的收益

最後，橡樹資本管理公司 (Oaktree Capital) 的霍華德·馬克斯 (Howard Marks) 將各種情況匯成表格，清楚地告訴人們在預測精確和不精確時，基於各種預測能獲得的回報。

「只有正確的非一致性預測才能帶來超凡的收益」，馬克斯寫道。他以1978年的利率為例。1978年，利率達到了8%，許多人認為利率會一直保持在8%。樂觀派認為會到9%，悲觀派認為利率會降至7%。馬克斯說，「大多數時間內利率會在這段範圍內，沒有人能夠憑此獲得大量收益。真正獲得巨大收益的人是預測長期債券收益率會升至15%的人。但是這些人在哪裡？極端的預測很可能是不正確的，但它才是你掙大錢的關鍵因素」。

本傑明·格雷厄姆最優秀的學生，沃倫·巴菲特也是一位忽視預測的投資大師。在1994年寫給股東的信件中，就表明他已經把格雷厄姆的教導記在心中：

我們會繼續忽略對於政治和經濟的預測，因為對許多投資者和生意人來說，這些預測會嚴重分散他們的精力。三十年前，沒有人能夠預測到越南戰爭的急劇擴大化、工資和價格管控、兩次原油衝擊、總統辭職、蘇聯解體、道瓊斯指數一天下跌508點、國庫券利率在2.8%至17.4%之間波動.....但是，令人驚訝的是，這些轟動性事件中沒有一件能導致本傑明·格雷厄姆投資策略發生哪怕是輕微的動搖。

我經常聽到來自於專家或者各地投資者關於股票市場各種言論，我相信你也經常聽到。我同樣注意到有許多人會很認真地對待這些猜測。當然，我並不是說我們應該停止全部猜測，這樣的要求太過分了。

但是我會建議不用太認真地考慮所有的意見，但也要謙虛對待。畢竟，有多少人能預測到從2009年3月開始不到兩年的時間市場反彈近80%？可以確定沒有多少人。但它確實發生了。正如沒有人能預測到海灣石油洩漏一樣。

在投資生命週期內，無論好事、壞事都會發生，沒有人能預測到何時會發生什麼事。與其玩那些猜測的遊戲，不如關注眼前的機會。

在各種市場中，總會有很多很多的機會。是的，總會有！

格雷厄姆指出，1976年美國有超過5000種公開交易的證券（現在差不多是這個數字的三倍多，尤其當你考慮國際市場的時候）。他說，「無論採用什麼樣的方法，個人投資者應該隨時具備發掘市場上有著不錯買入機會的至少1%的證券——也就是說30種證券或更多——的能力。」

這是事實。當有人告訴我他們在這個市場上找不到任何能購買的股票時，他們只是沒有努力去尋找。今天市場上有10000種證券，1%的一半是50。50只證券還是可以考慮的，不是麼？

十多年時事通訊寫作中覓得的經驗

我於2004年2月份開始專職撰寫時事通訊。在那之前，我是一名自由撰稿人、業餘投資愛好者和職業銀行家（具體地說是借錢給公司的人）。在工作了10年之後，也就是在2015年，我覺得是時候回顧過去並總結自己的投資成果了。最後經過獨立第三方的驗證，我拿到了過去這些年通訊的跟蹤記錄。

結果顯示我獲得了28%的平均收益，複合收益率為16%。這樣的收益率已經非常不錯了，那這些收益是怎麼產生的呢？接下來我會分享一些得之不易的奇特投資思想，這或許是你從來沒想到過的。

索斯諾夫法則 (Sosnoff's law) 出自一本出版於1975年的書——《華爾街上的謙遜》 (Humble on Wall Street)，現在它仍然是在介紹投資經驗方面最好的著作之一。該書作者馬丁·索斯諾夫 (Martin Sosnoff) 寫道：「股票價格和它的研究報告厚度相反。越厚的研究報告對應的股票會有更多的問題，因此該股票價格未來就會下降。相反，最薄的研究報告所對應的股票就越受歡迎。」

換句話說，最好的想法往往都是極盡簡單的。如果我發現自己辛辛苦苦只是為了判斷是否繼續持有或買入一隻股票，這時候我會想想索斯諾夫法則，我可能在糟糕的股票和公司上浪費了太多的時間。

許多優秀的投資者都持有大致相同的看法（彼得·林奇說過：「不要投資你不能用一隻粉筆描述的想法」）。簡單的就是最好的。

小心「固有觀念」。德國哲學家麥克斯·施蒂納（**Max Stirner**）在1845年出版了一本引起轟動的著作，該書名為《唯一者及其所有物》[\[2\]](#)（**The Ego and His Own**）。這本書艱澀難懂，但是卻提出了許多強有力的觀點。施蒂納主張人們是沒有想法的。或者說，想法控制了人們，這些「固有觀念」控制了人們的思想。

施蒂納寫道，「只有你沒有面臨死亡的威脅時」，你的想法才是自己的。他實際上很期待有人檢驗並推翻他自己的觀點：「我應該微笑著期待交鋒的結果，微笑地把盾牌放在我思想信念的屍體上，微笑地慶祝我的失敗。這件事情是多麼的有趣。」

在市場上，你會看到很多人有著固有的觀念。無論何種情況，他們總會推薦黃金，他們總是預期市場會崩潰，他們永遠痴迷於美聯儲或者逝去的經濟學家的理論，他們總是預期美元會崩盤。他們無法改變自己的觀念。

我經歷了很長時間的痛苦才學會像施蒂納一樣思考。我對於觀點沒有依戀。我可以改變我的想法。事實上，我期待著改變並且積極地在我的想法和理論中發現漏洞。

保持對抽象事物的懷疑。這是我從另一位廣受歡迎的人士那裡借鑑來的，這位聖人就是常常叼著玉米穗軸菸斗抽菸，衣衫不整的作家保羅·古德曼（**Paul Goodman**）。他寫道：「我沒辦法抽象思維，我從具體的經歷出發。」他因陷入具體經歷不能自拔而崩潰，因此他「並不能寫真正的小說」。

然而人們很容易喜歡宏大的概念：新經濟、石油峰值論、中國的世紀、大緩和。所有這些都是抽象的概念。他們是世界可能情形的預測。但它們遠遠不是具體的概念，很有可能會把你引入歧途。事實上，這裡提到的所有抽象概念都曾把投資者引入歧途。

約翰·特雷恩 (John Train) 曾經寫道：「投資是細節的遊戲。」這是關於為什麼A比B是更好的投資對象的問題。「公眾花費大量的時間探索未知。」我已經學會甄別和接受未知的事物，學會不相信那些宏大的理論。

投資是關於人的生意。早先，我依賴於財務報告中的數字並篩選出統計意義上便宜的投資對象。例如，我尋找市盈率較低的股票。每個人都能看到這些數字。當然這些方法到現在依舊奏效。但是隨著時間的推移，我認識到，知道數字無法展現的東西比統計數據本身更為重要。

我喜歡那些僅從數字中不能清晰反映全貌的經營思路。我希望找到企業中一些數據之外的使得該公司具有投資價值的特徵。這些特徵很罕見，但是基於這些特徵進行投資可以獲得豐厚回報。霍華德休斯公司 (Howard Hughes) 就是一個很好的例子。該公司於2010年從通用成長物業公司 (General Growth Properties) 中分離出來，從各項數據來看，公司糟糕極了，沒有收益，沒有分紅。但是它對公司所開發項目的潛力有很好的理解。隨後，僅僅在幾年內，它為投資者提供了四倍的超凡收益。

為了尋找一家像這樣的公司，需要閱讀大量資料，並與相關各方進行溝通。我在一年以內和許多人進行了交流，包括投資者、高管、分析師和經濟學家。好的想法可能來自任何地方，但我最好的想法常常來自於人。世界上存在著隱藏的故事，並且在某個地方總有一個人知道這個故事。

努力找到這樣的人和他們的故事。

與100倍股相關的其他事項

下面是關於百倍投資的其他注意事項和實現100倍收益的途徑。

投資海外市場。海外投資是拓展投資機會的方式。然而，如果你投資海外是為了規避國內的風險，那我會懷疑你的動機。我知道一些美國人因為對美國政治經濟等看衰所以對投資海外有興趣。

菲爾普斯在其書中提到了一個很好的觀點，我在這裡複述一下。他說當我們投資海外的時候，我們會用我們看不到的風險對沖我們看得到的風險。當心這一點。許多投資者把他們的身家交給了那些看起來很誘人的海外市場上的企業。這在我身上發生過不止一次。

話雖如此，這本書裡的準則具有普遍適用性，並且不會過時，可以應用於世界各地的所有市場。

通貨膨脹。本書自始至終都採用的是名義美元，並未對通貨膨脹進行調整。這不是說通貨膨脹並不存在。事實上，如果你把美元藏在床墊子下10年，一定會損失購買力。換句話說，你現在可以用20美元理一次頭髮，10年以後很可能就不行了。

這裡我主要想講的是，你無須過度關注通貨膨脹。同樣，我也要談談我的個人經歷。我認識許多人因為過度擔心美元貶值而束縛了自己的投資領域，因此主要投資於黃金和自然資源公司，他們總擔心世界末日的到來。

這樣做的代價極高。對付通貨膨脹最好的武器就是百倍股。他們對抗通貨膨脹如此有效，以至於我只需要用幾小段來談論通貨膨脹。

我曾經把沃倫·巴菲特每年的信件從第一篇讀到最後一篇，一共50篇，有些我還沒讀完。有意思的是，他在早先的信件中花費了大量的時間討論通貨膨脹和它對投資者的影響。

多年以來，通貨膨脹並沒有成為一個嚴重的問題。但是巴菲特意識到，投資者在做準備時往往會參考過去發生過的事。「儘管投資者和經理人必須著眼於未來，但是他們的記憶和神經系統常常陷入過去無法自拔，」巴菲特在1981年寫道。

這讓我想起彼得·林奇基於瑪雅神話舉的例子。大洪水摧毀了世界，因此瑪雅人移居到了森林裡更高的地方。然後大火摧毀了整個世界，他們又搬離了森林建造了石制的房子。然而，地震來了.....

通貨膨脹在20世紀70年代處於高位，對企業和投資者來說確實是一個大問題。這在當時是一個新現象，人們很久以後才明白通貨膨脹高意味著什麼。

這意味著20%的收益並不是真正20%的收益，很可能在考慮通貨膨脹和稅收後是負值——因此，巴菲特把它稱為「投資者的悲慘指數」。

巴菲特做了一個類比：

如果你（a）放棄10個漢堡來進行一項投資；（b）收到的稅後紅利能夠購買兩個漢堡；（c）賣出你持有的資產，稅後收益能夠購買8個漢堡，（d）無論按美元來說它增值了多少，你在這項投資中並沒有獲得真正的收益。你也許會覺得富有，但你並沒有多吃一個漢堡。

巴菲特對高通貨膨脹對伯克希爾公司收入的影響直言不諱。在1981年的信件中，他寫到了通貨膨脹使得伯克希爾「表面上不錯的結果.....按照投資者真實的投資結果來度量只是一個幻覺」。

巴菲特在1979年的信中寫道：

伯克希爾一位友善但目光犀利的評論員指出在1964年末公司的每股賬面價值能夠買1/2盎司的黃金，在15年後，我們揮灑血汗辛勞的滾動投資，賬面價值還是隻能買1/2盎司黃金。如果按照中東石

油價格來計算，也存在著同樣的事實。其中的關鍵在於政府能夠不斷地印錢和許諾，但是不能憑空創造黃金和石油。

和通貨膨脹保持一致是一種勝利。大多數美國的企業會損耗投資者的本金，只會給投資人留下比開始時更少的購買力。

1981年，巴菲特指出免稅債券會支付**14%**的利息，這**14%**會直接進入投資者的口袋。美國企業在今年也有**14%**的利潤。但是這並不會直接進入投資者的腰包。即使企業將所有的盈利分紅，稅收也會使你的收益率低於通貨膨脹。

在這樣一個環境中，你該如何確定企業的價值？

巴菲特用債券進行類比。假如你持有一份去年發行的免稅債券，每年支付**7%**的利息。當市場上免稅債券每年支付**14%**利息時，你持有的債券價值為面值的一半。

股票也是如此。

「因此，」巴菲特寫道，「按照**1981**年末消極投資的利率水平，對於個人投資者投資而言，其投入到一家普通美國企業中的**1**元，價值將低於**100**美分。」

1982年是這類高通貨膨脹的最後一年，從那以後，通貨膨脹水平不斷下降。難怪股票市場在那時形成一個大底部。當利率下跌時，企業變得越來越有價值。

這解釋了為什麼利率是一個大問題以及人們為什麼如此關心美聯儲的動向。消極投資的免稅證券利率成為股票的定價基準。

巴菲特總結道：

通貨膨脹的經歷和預期是影響未來基準高低的主要因素（不是唯一因素）。如果推動長期通貨膨脹的因素可以被緩和，那麼消極投資的回報就會下降，美國股權投資的內在價值將得到顯著提升。那種情形下，現在被定義為「差」的投資會被重新劃分為「好」的投資。

通貨膨脹減輕，利率下跌，股票飆升。

儘管在討論巴菲特和通貨膨脹的話題，但是需要澄清另一個容易錯誤的概念：什麼樣的企業在通貨膨脹環境中表現得更好。

大部分人都喜歡股票，同樣，也有很多人格外青睞那些擁有有形資產的股票，例如金礦和石油類股票等。通常人們會相信這些股票在通貨膨脹時期能夠保護你的資產不貶值。

事實並非如此。

我常常想到巴菲特在**1983**年信件中舉的例子。那時候通貨膨脹依舊高漲，人們十分擔心。巴菲特用時思糖果的例子和一個有很多有形資產的假想企業進行對比，我們姑且把後者稱為黃金石油公司。

兩家企業都有**200**萬美元的利潤。時思公司的有形資產規模較小，僅為**400**萬美元，公司股票總價值約為**2500**萬美元。相反，黃金石油公司有**1800**萬美元的淨有形資產支撐公司運轉。該公司每單位資產獲得的利潤更低，因此股票總價值為**1800**萬美元（基本上等於其有形資產淨值）。

現在，讓我們繼續看。假設通貨膨脹使得價格翻倍。兩家公司都需要讓他們的盈利翻倍來跟上通貨膨脹的腳步。正如巴菲特寫道：「並沒有什麼技巧，只是假設邊際利潤率保持不變，以兩倍的價格售出和之前同樣數量的產品，這樣利潤就會翻倍。」

但是有一個關鍵：這兩家企業都需要將自己的有形資產規模翻倍。正如巴菲特所寫的：

兩者都需要使他們在有形資產上的投資增加一倍，因為這就是通貨膨脹常常施加在企業上或好或壞的經濟要求.....並且所有這些因通貨膨脹增加的投資並不會提高其收益率。這樣做的動機只是為了生存，不是為了投資者的利益。

對於時思公司，這意味著**800**萬美元的額外投資。而對於黃金石油公司來說，這意味著**1800**萬美元的額外投資。

巴菲特投資**2500**萬美元購買時思公司。在這一輪通貨膨脹之後，時思公司按照我們購買時的基礎進行定價的話，或許會值**5000**萬美元（理論上是這樣）。

因此，時思公司憑藉**800**萬美元的額外投資獲得了名義價值上**2500**萬美元的增長。這是三倍多的投資收益。至於黃金石油公司，它的股票價值或許仍和它的淨有形資產價值相同，即**3600**萬美元。**1800**萬美元的投資對應**1800**萬美元的價值增長，這是投入產出比為**1:1**的投資。

通貨膨脹對兩家公司都有負面影響，但是對擁有很少有形資產的時思公司而言，其壞處較小。正如巴菲特所說，這個想法很難被大多數人理解。

就多年的傳統智慧而言——傳統多一些、智慧少一些——最好的保護通貨膨脹的措施是投資那些擁有較多自然資源、農作物、機械設備或者其他有形資產（「我們所信賴的實物」）的企業。但事實並非如此。重資產的企業普遍收益率低，不能提供足夠的資金滿足現有資產對抗通貨膨脹的增長需要，沒有閒置資金用於實現真正的增長，將資金分配給投資者，或者收購新的公司。

這個觀點很重要。如果你不理解這個想法，那麼你應該再讀一遍那個例子，在紙上自己推導一遍，如果你願意，你還可以換成其他數

字。理解其中的動態過程非常重要。在貨幣貶值的趨勢中，輕資產公司能取得成功。換句話說，貶值鼓勵企業降低資產的比重。

但諷刺的是，雖然很多人會迴避投資股票，但當他們真正進入股市的時候，他們往往偏向於投資最差的那種。

引用另一位傑出投資者約翰·梅納德·凱恩斯 (John Maynard Keynes) 的名言：「發現新觀點並不困難，困難在於逃出舊思想。」在通貨膨脹時期，理想的投資方向是可以輕易提高價格且不需要投入大量資產的企業。

關於失敗：那些沒有實現100倍收益的股票

接下來就出現了下面這個問題。人們想知道那些看起來像是能實現100倍投資收益的公司最終沒有實現的原因。我在早先討論這項研究的侷限性時提到了這一點。

首先，我要說的是，其實沒有失敗。如果你的本金以每年20%的複利增長，你就會在25年以後實現100倍收益。同樣，如果在檢驗過程中發現某隻股票的ROE超過20%，這同樣不算失敗。

其次，我不知道該如何研究失敗。你怎麼定義失敗？你好好想想，定義失敗並不是件容易的事情。因此，我採用了菲爾普斯採用的方法，我決定關注於100倍股。

我只希望這項研究能夠增進我們對這些神奇股票的理解。沒有什麼是完美的，包括這項研究。我只希望有更多的人能夠分享自己的經歷和研究，幫助我們深化自己的理解。

[1]一天24小時，一週7天。——譯者注

[2]商務印書館1989年中譯本書名。——譯者注

第十四章 如果發生了下一次大蕭條

這一章的題目有些半開玩笑，但是卻值得我們花時間來討論，如果我們真的在股票市場上遭遇了像2008年那樣的危機，會有什麼事情發生呢？

我在第三章提到過這個問題（見「咖啡罐的啟示」一節），但是我會在本章展開討論。其實，搜尋百倍股和市場上發生什麼完全獨立。無論牛市還是熊市，你永遠都不應該停止尋找百倍股的腳步。

當市場變得很糟糕的時候，你可能想要停止尋找百倍股，這就是我將要重點討論的問題。

菲利普斯就這一點做了充分的討論，而且我也已經引用了他關於「熊市的迷霧能遮住人眼」並阻止人們繼續尋找百倍股的調查研究。下面這個例子就很好地體現了這一觀點。如果你在15年前購買蘋果公司的股票，你不需要擔心美聯儲的政策或者最近有關經濟的報道或者任何投資者關心卻毫無價值的東西。

並且不論市場環境有多差，機會還是會經常出現的。

研究衰退的最好方法無疑是回顧歷史上的大蕭條時期，至少這樣做會很有趣。這是美國有史以來經歷過最嚴重的經濟衰退。如果你真正深入到那個時代，你就會發現很多人在那個困難時期的投資反而表現得很好。

我的目的並非說大蕭條時期不困難。這並不是為當時發生的一切提供一種新的解釋或者粉飾那段歷史。大蕭條是一場災難。關鍵在於人們那時候種下了巨大財富的種子。很明顯在那樣一場大災難中，低價格能夠為實現100倍收益創造相對容易的機會。

但是困難的時期會使得人們遠離投資。我見過這種事情發生。在2008年，股票市場觸底時，我認識的許多人對投資唯恐避之不及。

當市場崩潰時，不妨把這一章拿出來讀一下。

馬蒂·惠特曼 (Marty Whitman) : 市場迴歸

隨著2007—2008年金融危機的逐漸推進，管理「第三大道價值基金」的馬蒂·惠特曼給他的投資者寫了一封有關「市場迴歸」的郵件。信中分享了一些充滿智慧的觀點。

首先，惠特曼基於看似充分的證據給出了一般性的判斷：「在發生價格崩潰之後，一般而言市場會強勢迴歸！1932年、1937年、1962年、1974—1975年、1980—1982年、1987年和2001—2002年就是例證。在2007—2008年空前的崩潰之後，一場市場反彈也很可能即將來臨。」

到目前為止，我們都同意這個說法。但是對於投資股票的投資者來說，這裡還有一點需要注意。並不是所有的股票都會反彈。這就是信中最值得關注的內容。惠特曼界定了三種不太可能發生明顯價格迴歸的股票。

第一種包括之前價格被過度高估的股票。如果你為某些股票支付了愚蠢的高價，這個錯誤會讓你付出代價。另一方面，價格的下跌會自動讓你避免持有這類股票。惠特曼指出，他的許多股票儘管在2008年下跌了30%到70%，但它們的淨資產價值是增長的。惠特曼相信他所持有的許多股票會增長三倍至四倍，並且相較於淨資產價值來說還是便宜的。如果你找到一隻正確的百倍股候選股，就很容易實現相同的收益。

第二類不容易復甦的股票是遭受「永久性損失」的股票。最嚴重的永久性損失發生在公司破產時。當然企業也有可能出現其他的重大

損失。基本上，有些事情已經發生變化，企業不再能回到之前所能達到的水平。

第三類，也就是最後一類是「在股價崩潰過程中股份遭到巨大稀釋，在這樣的市場環境中普通股股東對於股份被稀釋無能為力」。這種現象發生在一家公司發行大量新股來獲取資金彌補損失或者償還債務的時候，就如同你在啤酒里加水，然後再和大家一起分享。

下文中提到的這位著名經濟學家歷經磨練才領悟到這一點。

著名的經濟學家學習如何正確地買入和持有

「下跌的股票市場能夠幫助人們釐清認識，並刺激人們思考。如果市場上漲，沒有人關心為什麼或者怎麼樣上漲；但當市場下跌時，所有人都急切地想知道關於股市的一切。」

——阿爾伯特·傑伊·諾克 (Albert Jay Nock)

把下面這段話打印出來並且貼在書桌上：

我不以股市底部來臨時依舊持有股票為恥，我不把它當作工作，我所承擔的責任小得多，我也不像其他任何投資者那樣一直思考是否應該割掉股票，逃離下跌的市場或者因為他持有的股票貶值就感到羞愧。我的境界比這要高。要知道，對於一個認真的投資者來說，常以一種安穩的態度和不對自己求全責備的心情來接受股份的貶值是他的責任。

這段話摘錄自一位著名的投資者於1938年寫的一封信。他在最困難的市場——大蕭條中進行投資，並獲得巨大收益。

他就是約翰·梅納德·凱恩斯 (1883—1946年) 。

這也許會讓你驚訝，你所知道的凱恩斯是一位有影響力的經濟學家，但無論你怎樣評價作為經濟學家的凱恩斯，他是一個傑出的投資

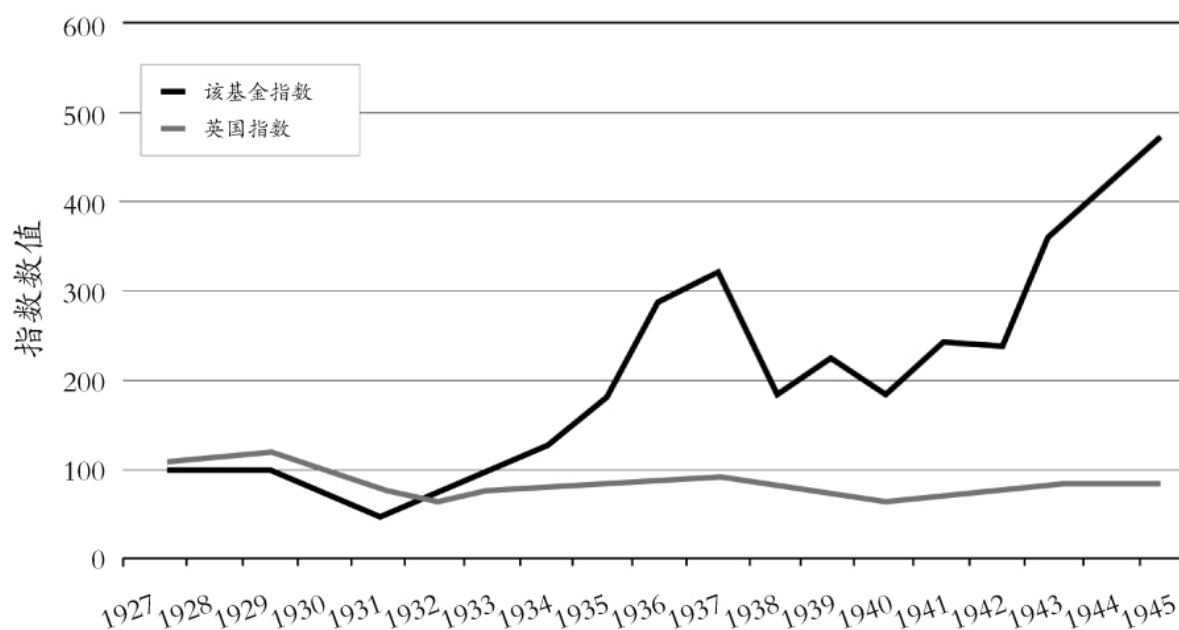
者。他對市場也有著敏銳的理解。

凱恩斯管理著劍橋國王學院基金（Cambridge's King's College Chest Fund），該基金在1927—1946年，平均每年獲得12%的收益率。在那個烏雲滿天的時代——其間發生了大蕭條和第二次世界大戰——這樣的收益率相當可觀。英國股票市場在那段時期下跌了15%。並且最重要的是，基金的回報只是基於資本增值計算的，並不包括學院花費的大量基金收入。我想在金融史上，這一定也是最傑出的投資收益記錄之一。

這一節將主要探討凱恩斯的投資操作。

怎樣的衰退？

凱恩斯的國王學院基金的驚人業績表現



作為一名投資者，凱恩斯同樣為自己掙得了鉅額的私人財富。當他去世時，按當時美元計算，他留下了價值3000萬美元的資產，這震驚了當時的人們。《凱恩斯和市場》（Keynes and the Market）的作者，賈斯汀·沃爾什（Justyn Walsh）指出凱恩斯在最後的六年裡都在做無償的財政部顧問。他的父母去世時沒有給他留下任何財產。同

時，凱恩斯是一名傑出的藝術贊助人，自掏腰包資助了很多風險項目。最終還積累了如此多的財富，這在倫敦引起了軒然大波。

「大家已經表達出了對於凱恩斯勳爵留下的鉅額財產的震驚。」《金融時報》寫道，「但是凱恩斯是少數擁有能夠賺錢的實用技能的經濟學家之一。」

凱恩斯最開始是一名普通的投機者和交易者，他嘗試預測趨勢和週期變化。1929年的大崩潰幾乎讓他回到原點。

實際上，凱恩斯在大蕭條期間遭受了重大損失。他個人淨資產虧損了80%。他的信念也隨之發生了轉變。他總結為之前的交易是依靠「不尋常的遠見」和「非凡的技能」來進行的。「我現在很清楚，」獲得新生的凱恩斯在備忘錄中寫道，「那些用於判斷市場總體方向轉變（並在經濟週期的不同階段進入或離開市場）的理由中很多都是不實際和不可取的。」

在那次衝擊之後，他不再是一名投機者，而是一個交易者。他的投資的新觀點開始為像本傑明·格雷厄姆和沃倫·巴菲特這樣的價值投資的偶像奠定基礎。有意思的是，這次衝擊也給格雷厄姆帶來了損失，並且同樣促使他深入思考投資的過程。兩位傑出的投資思想家幾乎想到了一起。

凱恩斯開始較少關注對市場的預測。相反，他運用敏銳的頭腦關注單隻證券，嘗試找出這些股票中被他稱為「終極價值」的東西。他把自己的新投資哲學總結在筆記本上並給他的同事看：「我的目標是購買一隻我對其資產和最終收益能力滿意、同時市場價格處在相對低位的股票。」

同時，他也變得更有耐心。舉個例子，凱恩斯描述了長期中持有75美分現金並等待機會比買入75美分的股票再以50美分賣出並期待以40美分買回來更簡單和安全。凱恩斯學會更多地相信自己的研究和意

見，而不受市場價格的干擾以免在一隻好的股票上半途而廢。當市場低迷時，凱恩斯評論道：「有觀點認為，一個負責任的投資者每週都應該查看自己的投資名單，從中找出一隻深受熊市影響的股票，對此我並不認同。」

同時，凱恩斯逐漸形成了強烈的逆向投資偏好。他在1933年做出了個人最傑出的決策之一。當時大蕭條還在持續，富蘭克林·德拉諾·羅斯福（Franklin Delano Roosevelt）發表了充斥著反企業辭藻的演講。市場進一步下跌。凱恩斯注意到，美國的公用事業公司在「這樣不理性的悲觀市場中」價格顯得很便宜。他購買了大量低價的優先股。一年之後，他個人淨資產增長至接近三倍的水平。

凱恩斯是一家保險公司的顧問，也是國王學院基金的基金經理。在筆記中，凱恩斯列出了他對在當時看來近乎離奇的逆向投資的理解。這是「一種特殊的生活和行動的圈子，在其中成功、安全和勝利常常只屬於少數人，並且永遠不屬於多數。當你發現任何人和你一致，你就應該改變自己的想法。如果我可以成功地說服保險公司的董事會同意購買一隻股票，那麼按照我從實踐中學到的經驗來看，這正是賣掉該股票的恰當時機。」

凱恩斯說，他同樣學會了「不論艱險」堅持持有自己的股票，讓複利的魔法做它該做的事情（同樣利用免稅的方式來避免資本利得稅）。「『保持安靜』是我們最好的格言」，他的意思是忽略那些短期噪聲，讓長期的力量自己發揮作用。這同樣意味著將自己的投資活動侷限於只購買內在價值遠高於市場價格的股票。

凱恩斯也得出了投資者可能持有過多股票的結論。更好的做法是持有較少的股票，同時將更多資金投資在你最看好的股票上，而不是簡單地分散化，即每隻股票都投資很少。國王學院基金委員會和其他人不斷批評凱恩斯在少數公司上投資過多。凱恩斯用一種諷刺的方式捍衛著自己的觀點。例如，有一次他的批評者批評他在老法官公司（Elder Dempster）上投入太多資金，他則這樣回應：「很遺憾在老

法官上投資過大，我正在遭受長期幻覺的折磨，就是認為一份好的股票比十份差的更安全。」

正如巴菲特和其他傑出的投資者認為的那樣，他不認同投資者應該持有一大堆股票來稀釋最好股票的觀點。在凱恩斯的投資生涯中，他常常將投資組合一半的資金集中投資於屈指可數的幾隻股票，但是他喜歡分散投資於各類風險不同的公司。因此，5家公司佔到了全部投資組合的一半，但它們不會全部是黃金類的股票。「由於這種集中投資的理念，」沃爾什寫道，「雖然波動性更大，但是相較於更廣泛的市場，凱恩斯獲得了相當傑出的投資回報。」

在大蕭條中，凱恩斯失去了一位朋友。西德尼·拉塞爾·庫克 (Sidney Russell Cooke) 在市場中遭受巨大的損失之後結束了自己的生命。或許是因為這段經歷，凱恩斯在書中寫道：「投資者應該帶著儘可能的耐心和平常心去面對損失。投資者必須接受股價在長期來看，會在潛在價值的基礎上大幅波動的事實。」

在接受了這些觀念之後，凱恩斯的投資收益大幅提升。儘管在20世紀20年代他的表現落後於市場，但在股市大崩潰之後他的投資表現出眾。沃爾什認為凱恩斯大概從1931年起開始採用我們認為是沃倫·巴菲特的方法進行投資。從那時到1945年，他所管理的基金相較於市場的零回報，在15年時間內價值實現了10倍增長。在那樣一個艱難的環境中，這的確是一個相當傑出的表現。

最近的一篇論文是大衛·錢伯斯 (David Chambers) 和埃爾羅伊·蒂姆森 (Elroy Dimson) 寫的「凱恩斯，股票市場投資者」。他們在論文中添加了更多的凱恩斯投資風格改變的有趣細節。正如錢伯斯和蒂姆森寫道：「作為一個年輕人，凱恩斯對自己的能力非常自信，他非常積極地進行交易，結果就是他作為學院捐贈基金管理者的早期業績並不好，這種情況一直持續到20世紀30年代初。」

在20世紀30年代，凱恩斯改變了之前使用的方法。除了1938年，在其他年份中他均領先於市場。這種改變表現在多個方面。首先，他

的交易次數減少了。他變得更耐心和關注長期了。

下表是以10年為期他的投資組合週轉率：

1921—1929年	55%
1930—1939年	30%
1940—1946年	14%

週轉率的變化只是凱恩斯策略改變的一個方面。另一方面是在市場衰退中他如何反應。在1929年到1930年期間，凱恩斯賣掉了他持有股票的五分之一並且轉而投資債券。但是當市場在1937—1938年衰退的時候，他增加了自己持有的頭寸。自始至終保持90%的倉位。

這是一個顯著的變化，又一次反映了他對股票短期波動擔憂的減少。正如他的信件中所記載，他更關注所持有股票的價值。論文的作者注意到了凱恩斯的改變，「從本質上來說，他從一個基於宏觀因素的市場擇機者變成了一個自下而上的股票選擇者。」

在1938年5月的備忘錄中，凱恩斯對自己投資哲學做了最好的總結：

1. 仔細挑選一些投資工具（或者幾種類型的投資工具），這些投資工具在一段時間內相較於它們可能真實或者潛在的內在價值相對便宜，並且相較於其他的投資更便宜；

2. 不懼艱險、堅定不移地持有這些投資工具，也許會持有幾年的時間，直到這些工具實現預期目標或者事實證明購買這些證券是個錯誤；

3. 持有平衡的投資組合，儘管單個頭寸的規模很大，但風險應當分散化，並且可能的話，不同頭寸的風險應該相互對沖。

這是來自同樣的備忘錄裡的最後一些建議：

因此，總的來說，我們都會經歷衰退，要想在衰退中生存，就要儘可能地保持鎮定和耐心。在這樣的情境中，有些證券的價值會跌至相對於其他證券的合理平價之下，投資者應該利用市場衰退中的這類機會，而不是通過預測市場整體走勢而全進全出。投資者一定不要讓自己對證券的態度被每日市場行情所幹擾。

如果這些想法在大蕭條時被證明有效，這些觀點對接下來發生的一切都有效。

弗洛伊德·歐德倫：在困難時期做得最好

弗洛伊德·歐德倫（Floyd Odlum）曾經被認為是唯一一位在大蕭條中賺得大量財富的人（實際上他並非唯一）。

《格蘭特利率觀察者》的編輯詹姆斯·格蘭特（James Grant）把歐德倫稱為「最卓越的破產企業投資大師」。「沒有人能知道未來，」格蘭特寫道，「但是就像歐德倫一樣，我們可以在糟糕的現實中做到最好。」

格蘭特同樣組織蒐集了很多歐德倫的軼事。在1933年夏天，當整個世界變得支離破碎，歐德倫溜達進自己的辦公室，看著他憂鬱的搭檔說：「我相信現在有一個比以往任何時候更好的掙錢機會。」

在20世紀30年代，歐德倫喜歡混跡於那些破產的企業中。蕭條形成了絕佳的價格，也成就了名字怪異的歐德倫在大蕭條中創造鉅額財富的故事。

弗洛伊德·博斯特威克·歐德倫（Floyd Bostwick Odlum）出生於1892年，他是律師和企業家。他在1923年以39000美元開始了他的投資生涯。在幾年內，他聰明地投資了幾隻價值被低估的股票和其他證

券，使得資產增長到700000美元。歐德倫逐漸步入正軌。總的來說，15年內他連本帶利使得資產從39000美元變為一個億。

他的大豐收來自於1929年市場崩潰之後。歐德倫買了價格大跌的投資信託基金。正如狄安娜·亨裡克斯 (Diana Henriques) 在《華爾街的大白鯊》 (The White Sharks of Wall Street) 中寫道：「歐德倫通過投資因為1929年的市場衝擊被低估的22只投資信託基金，在一夜之間成為了千萬富翁。」

他尋找那些交易價格低於其所持有現金和證券價值的公司，然後買入、將公司清算、收回現金再進行同樣的交易。當然要這麼做，他在市場底部的時候應該持有一定量的現金才行。事實是，當時他確實有足夠的資金。

歐德倫是幸運的，也是有遠見的，因為他通過提前賣掉他的一些投資品，換取了1400萬美元的現金從而把握了1929年衰退帶來的機遇。因此，別害怕持有現金直到你找到一些特殊的實現100倍收益的機會。

正如歐德倫職業生涯給我們的啟示——蕭條帶來大機遇。

對大蕭條的記憶——一位華爾街交易員的回憶

華爾街交易員大衛·費爾德曼 (David Feldman) 親歷了大蕭條。在1997年87歲的時候，他出版了回憶錄《二十世紀三十年代大蕭條中一名華爾街交易員的沉浮》 (Ups and Downs of a Wall Street Trader during the Depth of the Great Depression of the 1930s)，在書中他記錄了自己的心路歷程。有趣的是，他認為在回憶錄題目中加上「二十世紀三十年代」是有必要的，這樣不至於和後來發生的同類事件相混淆。

那是一個殘酷的時代。費爾德曼隨機挑選了一些上市股票來說明當時市場遭受的重創：

股票	1929年最高点 (美元)	1932年最低点 (美元)
通用电气 (General Electric)	403	8.5
奥的斯电梯 (Otis Elevator)	450	9
共和钢铁公司 (Republic Steel)	146.25	1.875
华纳兄弟 (Warner Bros. Pictures)	64.5	0.5
漫威公司 (Johns-Manville)	242.75	10
斯皮格尔-梅-斯特恩公司 (Spiegel-May-Stern)	117.875	0.625

另一位大蕭條時期的作家弗雷德里克·劉易斯·阿倫 (Frederick Lewis Allen) 在文中將市場描述為「在信用上千瘡百孔..... (並逐漸) 演變成一個精美設計的扭曲價格機制的系統。」

在2008年的危機中，大量對沖基金強迫清算，很多投資者採用過高槓杆操作。股市像鳥兒被擊中一樣快速墜落。在每個案例中價格的下跌都是理性的嗎？不是。

1932年通用電氣真的每股只值8.5美元嗎？華納兄弟每股只值50美分嗎？當然不是。

衰退之後，個人和企業的財富都大幅縮減。但同樣也有很多企業合併做強。阿倫寫道，在20世紀30年代，人們「更熱衷於合併企業而不是擴大經營或者成立新公司」。隨著股價低落，在美國公司中持有大量現金的投資者便有機會攫取利益。當你能夠在股票市場上用不到新油井一半的價格來收購現有油井時，為什麼投資鑽探新油井呢？當你能夠以20美分的價格收購競爭者時為什麼要花錢建造新的工廠呢？

危機之後就是購買的好時機——這是一個重要的啟示，正如費爾德曼指出的：「股票價格如此的低，只要一家公司沒有破產，無論你買什麼，肯定遲早都會上漲。」

我們可以把這個叫作「費爾德曼衰退投資法則」。

你不能確定你買的股票不會從**16美元**跌到**1.5美元**。事實上，我買過一些股票確實發生了這種情況。但是我的股票又漲回來了。為什麼？因為我小心挑選財務狀況良好和合理管控債務風險的公司股票。我在那些價格沒有恢復的股票上承受了巨大損失，這往往是因為這些公司的資產負債狀況極差，無法抵禦危機。

費爾德曼衰退投資法則並不像聽起來那樣容易操作。在**1933年**年末，**5000**多家銀行倒閉，數以千計的公司破產。例如奧本汽車（**Auburn Automobile**），**1929年**其股價最高時達到每股**514美元**，而到**1933年**，價值接近於零點。我相信**1929年**的投資者根本無法想象奧本汽車在**3年**內股票價格會降至幾乎等於**0**。這無疑是一場金融災難。

20世紀30年代所發生的金融危機確實很難看透，單純看統計數據本身很難理解其全部，但是從我們目前已經掌握的資料看，就已經非常驚人。根據國民經濟調查局調查顯示，從**1929年**到**1932年**，工資水平降低了**40%**，股息降低了**56%**。在**1932年**，失業率將近**25%**。在布法羅，失業率為**31%**，這在美國工業城市中並不多見。

一週工作**5天**，每天倒班工作**11個小時**，這樣一份南加州紡織廠的工作每星期能掙**8.25美元**。如果得到一份這樣的工作，會是很幸運的。**16歲**以下的兒童在紡織廠苦幹一週才能得到**3.1美元**的薪水。

當然，那時的一美元比現在的一美元更值錢。你可以用兩美分郵遞一封信，用五美分硬幣買一杯咖啡，一加侖汽油只有**8美分**，午餐可能會花費你一美元，並且不用排隊。

在羅斯福政府放棄金本位之前，一盎司黃金只值**20.67美元**。同樣一盎司黃金今天價值**1400美元**。「一些人相當天真地認為年均**2.5%**的通貨膨脹是良性的」，大衛·費爾德曼寫道，「事實上，**2.5%**的通貨膨脹是可怕的。在過去**10年**的時間裡，這導致了生活成本提升了**28%**。」（按照真實的回報，對於股票市場投資者而言，**1966年**後的

15年比20世紀30年代那些年更糟糕，因為通貨膨脹水平是如此之高。而在20世紀30年代，物價是下跌的。)

費爾德曼從中學到了什麼？像其他人一樣，他在衰退中和衰退後承受了巨大的損失。「這些經歷教會我一件事情，在投資中，覆水難收，」他寫道，「只有未來才是重要的。」

在2008年，我不知道是否我們正走向20世紀30年代那種衰退。我認為自從20世紀30年代以來，我們無時無刻不處在懸崖邊緣。作為一名投資者，儘管我知道——並且在那時也曾記錄下來——在那樣的估值水平下，離開市場是極其錯誤的。

我同樣學到了擁有一些現金的重要性。「現金為王，」費爾德曼在大蕭條期間寫道，「如果你碰巧有一些現金的話，你會抓住很多機會。」現金意味著你有選擇權並且你不需要求助那些善變的貸款人。

正如17世紀流浪者和回憶錄作者傑克·卡薩諾瓦寫道：「我的壞運氣不比好運氣少，這一點證明.....美好來自於邪惡正如邪惡來自於美好。」同樣的，2008年是披著危機外衣的好運年，投資者能夠以極低的價格挑選新的股票並持有。

因此讓我們再回顧一下從歐德倫那兒學到的經驗：持有現金是好事情，並且永遠別怕在事情看起來糟糕的時候買入股票。

約翰·迪克斯：避免負債

1929年衰退之後，市場經歷了一段不錯的復甦。在1930年4月，市場已經從1929年11月13日最低點增長了41%。許多人相信最差的時候已經結束了。其中之一就是證券分析之父、巴菲特的老師、自己本身也是傑出投資者的本傑明·格雷厄姆。

1930年，格雷厄姆36歲，在市場上已經取得了一系列的成功，即將成為一名百萬富翁。因此，正如他自傳中寫到的，當他遇到了一名

成功的已經退休的93歲商人約翰·迪克斯 (John Dix) 時，格雷厄姆充滿了自以為是的信心。當迪克斯向他拋出一系列問題時，他發現迪克斯「充滿警惕」。然後迪克斯問他欠了銀行多少錢。迪克斯對他的答案並不滿意。

這是因為格雷厄姆在他的投資基金中使用了大量的負債來購買股票。當迪克斯聽到了這個情況，他以最誠摯的態度給了格雷厄姆嚴肅的警告。迪克斯說：

格雷厄姆先生，我想讓你做一些對你很重要的事情。明天坐火車去紐約，去你的辦公室賣掉所持有的證券然後償還借款，並把所剩資金退還給你的合作者。如果我處在你的位置，我晚上連一小會兒都睡不著，我相信你也應該睡不著。我比你資歷老得多，經歷得多得多，你最好採納我的建議。

格雷厄姆當然沒有採納他的意見。他甚至在回憶錄中寫道：「帶著誠摯的謙遜謝別這位老人。」

當然，迪克斯是對的，最壞的時候來了。「我常常想知道如果我聽從他的建議，我的生活會是怎樣，」格雷厄姆沉思著。格雷厄姆在1930年遭受了巨大損失，是他人生經歷的最大損失：

	本杰明·格雷厄姆 联合账户	道琼斯 指数
1929年	-20%	-15%
1930年	-50%	-29%
1931年	-16%	-48%
1932年	-3%	-17%
整个时期	-70%	-74%

1930年以後，他再也沒有擴張過他賬戶裡的負債，並且從那以後無論市場多麼殘酷，他都做得更好了。假設1930年，格雷厄姆的投資

夥伴44%的資產都來自於借款，只是跟隨市場就會把他的財富全部虧損掉。另一位傑出的投資者、格雷厄姆的學生歐文·卡汗（Irving Kahn）寫過關於格雷厄姆在20世紀30年代所經歷的考驗：「這個基金能夠存續下來本身就是一項巨大的成就。1931年到1932年只有微小的損失確實讓人欽佩。」

格雷厄姆的錯誤是使用了過多的負債。這就是為什麼迪克斯告訴他無法安眠的原因。迪克斯對槓桿的危險性深有體會。格雷厄姆故事中的啟發在於他捲土重來並且後來在市場上獲得了高額收益。

看樣子，他的教訓也是我們在每一輪週期中一定要學到的教訓。

第十五章 百倍股篩選：必要法則

讓我們回到本書開始的地方，查克·阿格拉的演講「一部投資人的奧德賽：尋找卓越的投資」開啟了菲爾普斯的百倍股尋找之旅（見第一章）。阿格拉在其投資生涯中持有過很多百倍股，一生的投資經驗教會他實現一百倍收益的關鍵原則。

在這本書即將完結的時候，我前往阿格拉那間遠離華爾街喧囂的辦公室拜訪了他。

我沿著華盛頓西邊的環城高速南下，然後轉向西行，深入弗吉尼亞州。城市景觀逐漸變成了綠色的田野和森林。我駕車經過釀酒廠、馬場和碎石欄杆，穿過了幾個有著古董店、老磨坊和教堂的小鎮。

最終，我來到米德爾堡，一個風景如畫的約有600人的小鎮。然後，我轉入一條安靜的小巷，找到了曾經的酒館，現在粉刷一新成為了一間辦公室。

這就是小查克·T. 阿格拉的公司總部所在地，滿書架的書和牆上騎兵藝術品讓人倍感寧靜和舒心，這讓我感覺好像來到了某人的家中。

阿格拉今年72歲，從1968年以來就開始從事證券交易。他是我們這個時代最偉大的投資者之一。我保留著1993年到2013年他寫給投資夥伴的一系列信件的合集，書名為《複利的力量》（The Power of Compounding）。在這期間，投資於阿格拉基金的1美元會變為將近20美元，而投資於標準普爾500指數的1美元僅增至5.59美元。

正如我之前提到過的，阿格拉在2011年做過一次演講並向聽眾介紹了托馬斯·菲爾普斯和他的書《股票市場中的百倍股》。菲爾普斯的書是阿格拉最喜歡的書之一。所以我很高興能有時間和阿格拉及其團

隊成員——湯姆·薩博海根 (Tom Saberhagen)、克里斯·切洛內 (Chris Cerrone)、本·福克斯 (Ben Fox) 進行交流。我們在自1728年起就存在的紅狐狸酒館共進午餐，這兒離他的辦公室只有400英尺。

正如我所提到的，阿格拉的投資組合中有好幾只百倍股。

他在1977年以每股120美元的價格買了伯克希爾·哈撒韋公司的股份。現在每隻股票的價值都是買入成本的1750倍。在交流期間發生了一件有趣的事，公司的合夥人和基金經理湯姆交給我一份阿格拉信件的複印件。對我來說，這是一份非常有意思的讀物。我像其他人讀小說一樣愛讀這類資料。

在一份1995年的信件中，阿格拉講述了他作為一個年輕的經紀人，如何購買伯克希爾公司的股份。他逐漸積累了40份股票。然後在1981年，他決定進軍房地產。當時，他有一個公寓改造的項目急需資金。所以他把所持有的39份股票以500美元一份賣掉了，只留下了一份。當然，這個項目變成了一項超級昂貴的計劃。那些當時價值19500美元的39份股票，現在價值810萬美元。

另外一隻百倍股是美國電塔公司 (American Tower)，1998年從美國電臺分拆出來。阿格拉用了80美分每股的價格投資其股份，現在每股價值93美元。根據檔案記載，這隻股票在我們聚會的時候他依然持有，並且在他的投資組合中佔有最大比例。

阿格拉的方法簡單易懂。他將其稱為三條腿的凳子。他尋找滿足下面三個特徵的股票：

- 歷史上股票價格的複合增長率很高的企業；
- 經理人有很強的管理能力，對待股東財富的態度如同自己也是合夥人；
- 能夠以某種方式不斷將自由現金流再投資，持續獲取高於平均值的收益。

我們會在本書中討論這三個方面。

正如他告訴我的，年紀越大，他越能看清事情的本質。最本質的東西是第三項特徵。這是支持百倍股最核心的要素。他在一封信中寫道：「多年以來，一旦已經確定了一家優秀的企業，我們越來越多地關注再投資的問題，將其視為成功投資理念中唯一最重要的因素。」

設想一家公司投資了**100**美元，一年內實現了**20%**的資本回報。這是一個高回報，會讓阿格拉感興趣。**20%**的回報率意味著**20**美元的收益，但是一個真正好的投資思路的關鍵在於，將這**20**美元連同原來的**100**美元進行再投資並獲得**20%**的投資收益，如此不斷重複。

另外，你會注意到公司沒有分紅。如果一家公司支付紅利，它進行再投資的資金就會減少。而投資者收到的紅利還需要納稅。理想情況下，你希望找到一家能夠以更高利率不斷進行再投資的公司。這樣，每天結束時，你都會擁有更多的資金積累，並支付更少的稅負。

回到這個例子中，第一年的年末，你會收到**120**美元，很快，神奇的現象開始發生：

1	\$ 120.00	6	\$ 298.60
2	\$ 144.00	7	\$ 358.32
3	\$ 172.80	8	\$ 429.98
4	\$ 207.83	9	\$ 515.98
5	\$ 248.83	10	\$ 619.17

四年後，你能實現雙倍增長。十年後，你會收穫**6**倍回報。**25**年後，你會有**100**多倍的投資回報。當然，你不必一直持有。同樣也不敢保證這家企業會一直保持這樣的增長速度。我只是給你展示覆利的魔力。

複利是阿格拉方法的核心。他想要找出這樣的好企業，並堅持持有——就像菲爾普斯一樣。

我想補充一點，阿格拉管理的是一家投資比較集中的基金，權重前五到前七隻股票常常能夠佔到他投資組合的一半，這是我們在第十章所提到的，好的投資者總是將精力集中在最好的主意上。

午餐時間，我們一直在討論公司和股票，阿格拉很高興也很放鬆，他從不去看他的手機。他談論投資時充滿智慧和幽默感，他聊到了菲爾普斯和百倍股，講到了自己讀的書和學到的教訓，這是優秀的投資者交流的方式。

相信我，我見過很多成功的投資人，從阿克曼到萬格（你或許知道潘興廣場資本管理公司的比爾·阿克曼，但是你可能不知道拉爾夫·萬格，他管理的橡樹基金持續很多年表現優異，並寫了一本有關投資的書《獅子王國裡的斑馬》）。

你會發現我們沒討論的東西也極具啟發：

- 我們沒有討論美聯儲；
- 我們沒有討論整個市場；
- 我們沒有討論美元匯率。

不是說這些東西不重要。它們很重要。但是它們是不可預知的事情。好的投資者不會在這方面花費太多的時間。他們關注於如何搜尋好的投資機會——像阿格拉尋找伯克希爾·哈撒韋公司和美國電塔公司一樣。這些股票比人們關注的宏觀問題更重要。

尋找百倍股的必備原則

最重要的原則是上面已經提到的一點，因為它太重要，所以我們要再一次重複：你需要尋找到一家有著高投資回報率的企業，並且能夠再投資從而年復一年地賺取高額收益。

其他一切都從屬於這條原則之下。下面是這些原則的總結：

原則1：你必須去尋找百倍股

這不是顯而易見嗎？或許是吧。但這一點確實非常重要。

這就是為什麼菲爾普斯在開始其論述之前，引用四個男人實現一個願望的比喻。第一個人想要一頭驢，他得到了。第二個人想要十頭驢，他也得到了。這裡想說的是如果你只想要一頭驢，那你只會得到一頭驢（而如果你想要十頭，你得到的也不會比十頭多）。

菲爾普斯同樣用他在赤道幾內亞獵捕大象的經歷類比投資（我知道兩者並非同樣的領域，這樣的類比並不是很恰當）：「當尋找最大獵物的時候，別被其他小的獵物所誘惑。」

所以說，尋找百倍股的第一條準則是你必須主動去找到它們，這意味著你不能被八分之一大小或者四分之一大小的獵物所吸引。別把有限的精力浪費在可能會產生不錯收益率的股票或者可能會增長30%或者50%的股票上。

你只有有限的時間和有限的資源能用於股票研究，所以將你的努力集中在最大的獵物上：那就是大象，那就是百倍股。

原則2：增長，增長，更高的增長

這個問題也無法迴避。通常在百倍股的研究中，所有的百倍股公司都會比剛開始時變得更大（有一個例外，我會在下面說明）。

所以你需要增長，大量的增長，但並非所有增長都對百倍股有所幫助。你需要的是使得價值提升的增長。你需要「好的增長」。如果公司銷售額增長了一倍，流通股數量也增長了一倍，那就不見得好。你需要關注銷售額和每股收益的增長。

同樣的，如果一家公司通過降價來提高銷售額，但卻導致每股收益下降，這或許就不是你尋找的那種增長。你想要找到的是一家有巨大成長空間的企業，這會帶來再投資的機會。

確實，我並沒有刻意區分銷售額增長還是盈利增長。投資者當然希望看到兩者都有所增長，但是在百倍股中也有一些公司銷售額快速增長，但報告期盈利並沒有高速增長（之前提到的康卡斯特和亞馬遜就是這類例子）。

不論盈利水平如何，盈利都是報告上的數字。然而，盈利的能力則體現了股票以超過平均水平的增長率獲取高於平均水平的資本回報率的能力。這對於評估公司的長期競爭力非常重要。

菲爾普斯在他的著作《股票市場中的百倍股》中區分了這一點。他寫道：「很多人不能正確區分盈利水平的短暫波動和盈利能力的基礎性改變，這造成股票市場上大量的過度交易行為，投資者也因此而錯失了很多實現百倍收益的機會。」

不要太關注季度報告中的每股收益數據，以免被誤導。事實上，即使一年的時間都不足以判斷一家企業的好壞。研究企業的盈利能力更加重要。一家公司可能披露的盈利水平減少，但長期的盈利能力並沒有受到影響。同理，盈利也許有增長，但潛在的盈利能力可能反而在減弱。例如，一家公司或許實現了不錯的盈利，但其中有很大比例來源於出售資源的一次性所得。

所以，怎樣才能將暫時的盈利下降與企業的真实情況區分開呢？你需要了解你所投資的企業，這是必須的。如果你不瞭解所投資的公司，當然不可能做出明智的判斷。來看下面這個例子。

有一家我很喜歡的公司叫通用金融（General Finance，GFN）。這是一家很簡單的公司。它出租集裝箱——你可以在建築工地看到這類東西，它們主要用來儲存各種物資。

除此之外，通用金融公司還出租下列物品：

- 貨物集裝箱——提供給公路和鐵路運輸公司使用——可以用來儲存幹散貨和冷凍貨物；
- 便攜式建築集裝箱——實際上是移動的迷你辦公室或者午餐室、急救室等——，其使用者包括建築公司或者自然資源公司，甚至在一些公共事件中也可以使用。
- 便攜式液體儲罐容器——可以裝運廢水，化工產品和其他液體——用於石油和天然氣運輸、環境治理等方面。
- 移動辦公室和模塊化建築。

集裝箱租賃行業的經濟效益好得不可思議，回收期只有短短幾年，而資產壽命卻長達40年。所以在這個行業可以發現高資本回報率。集裝箱租賃行業的市場被分割成若干小市場，通過併購小型企業可以獲得巨大的成長空間。並且該公司擁有羅恩·瓦倫塔（Ron Valenta）這樣一位有才華、並且能力被業界認可的業主經營者管理著公司。

通用金融公司向石油天然氣客戶出租儲罐容器，因此在2015年年初，天然氣和石油銷售量下降導致公司盈利下降，進而引發股價大跌。但是公司的盈利能力真的打了折扣嗎？長期的盈利能力僅僅因為一次下降就消失殆盡了麼？

答案當然是否定的。

公司依舊擁有可以到處出租的集裝箱，數量多達37000個，公司的客戶非常分散化，據統計，通用金融公司為20個產業內超過30000家客戶提供服務，公司資產並未流失。

這些資產依舊會產生大量現金流，仍然有很多小型公司可以持續租借，就像瓦倫塔在一次採訪中告訴我的那樣：

一旦收購一家公司，我們可能會花費與收購過程同樣甚至更多的時間在這家公司上。我們有非常豐富的產品線，因此可以改進這家公司的經營。我們會考察該公司的計費系統，是按月還是每隔**28**天開出賬單？是否有損失險？怎麼樣處理貨運中的問題？我們對該公司進行上述分析，並思考我們能做些什麼.....我們不是簡單的收購者，我們真正擅長的是收購企業然後極大地提升其價值。我們是有原則的收購者，但是更重要的是，我們通過資產運作創造價值。

什麼都沒有改變。改變的只是由於客戶層面的週期性變化而導致盈利暫時下降，沒有新的競爭者威脅，沒有管理層的重大變化，沒有新的監管或者其他因素顯著改變這家企業的運營。

這是我思考問題的方式。每個人都知道，只有對所做的事情有足夠的瞭解，才能把事情做好。少花一些時間閱讀經濟預測報告和股市預言家的文章，將更多的時間用於理解你持有的股票。如果你不願這麼做，你就不會實現**100**倍的增長。

原則3：偏好低估值倍數

你肯定不想為股票支付高到愚蠢的價格。

如果你為一家公司支付的價格等於其利潤的**50**倍，該公司去年每股收益為**1**美元。要實現**100**倍收益需要滿足什麼條件呢？如果市盈率保持**50**倍不變，那麼每股盈利要增長到**100**倍；如果市盈率降至**25**倍，每股盈利需要增長到**200**倍。

不要讓投資這麼艱難。

先前，在吉列公司的案例研究中，我們看到了市盈率從**20**倍下降到**10**倍使得吉列公司的投資者並沒有因為公司盈利增長而獲得多少收益。

但是另一方面，如果你想實現**100**倍增長，你不應該在垃圾股中搜索。好的股票一定已經擁有很多的投資者粉絲，並且如你所想，很多人會花費大量的時間，甚至把每年**52**個星期中大多數的時間用於分析這些股票。用便宜的價格買到真正好企業的機會非常少見。如果你把時間浪費在搜尋市盈率為**5**倍的股票上，或者價格相較於賬面價值深度折價的股票，那你就找錯了地方——至少對於百倍股投資者來說是如此。當然，你或許會非常幸運，但是設定的條件越少，潛在的目標會更多。

我之所以說低估值倍數的股票「更受偏愛」，是因為不能針對這一指標設置嚴格的標準。有時候，即使是**50**倍的市盈率也是相對便宜的。你必須要在價格和其他因素之間進行權衡。

記住，時間是偉大企業的朋友。為一家好公司支付較高價格是值得的。給大家舉個例子——盈透證券，這是一家在線經紀公司。

馬修·古德曼（對怪獸飲料做了案例研究的分析師）對盈透證券進行分析，這隻股票我們在時事通訊中做了推薦。他展示了這家公司如何把新科技運用在傳統業務上。它的交易平臺比競爭者更加有效，並且為投資者提供了最便宜的選擇。

你可以在行業新聞上看到這則故事，高盛公司指出：

- 根據傳奇交易者彼得·勃蘭特（**Peter Brandt**）對於盈透證券的討論，「在一個交易平臺上，通過一個賬戶，我可以完成世界上的任何交易——從美國到全球的期貨市場、美國和全球的證券交易所、期權、外匯，你所能想到的一切.....瑞士信貸也可以提供同樣的服務，但前提是賬戶規模達到**5000**萬美元。高盛和**D-bank**也是如此。據我所知，其他提供同樣服務的公司對賬戶規模的要求均不會低於**500**萬至**1000**萬美元。」
- 美國銀行、**JP**摩根和其他公司給他們的對沖基金客戶提供工具。其中一些工具，例如**E-Trade**，差不多就是全球的交易賬戶。這些客戶現在都去哪兒了？答案當然是盈透證券。

- 史考特證券 (Scottrade) 將他的客戶介紹至盈透證券的平臺。史考特證券是盈透證券的競爭者，但它已經投降了。

古德曼寫道：「你可以通過數據發現上述事實。」他展示了在盈透證券平臺上新開賬戶數迅速增長。

盈透证券电子经纪业务统计

	2015年	增长率		
	4月	相对前一个月 增长率	相对前一年的 增长率	相对前一个 月的年化增长率
单位：千户				
总账户	302.0	2%	18%	23%
新账户	5.6	-16%	40%	
单位：10亿美元				
客户资产	65.2	7%	32%	780%
客户贷款	33.6	6%	24%	68%
客户信用交易贷款	8.7	8%	27%	97%

「這部分內容可以在盈透證券網站的信息檢索部分查到，」古德曼寫道，「我加上了最後那一系列，『相對前一個月的年化增長率』」。關鍵點在這裡：儘管逐年的增長看起來很驚人，但是按月計算的增長更加震撼。客戶資產比總賬戶數增長得更快。這是一種明顯的良性趨勢，因為這意味著該公司吸引著更富有的人們，他們賬戶中的資金量更大。

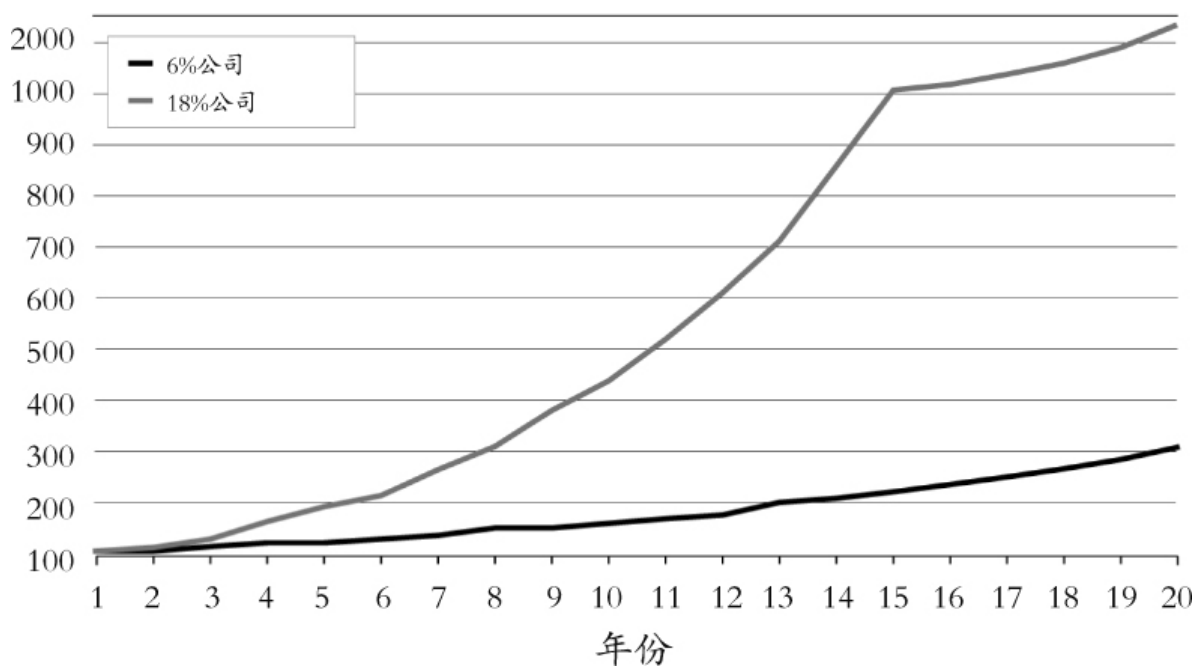
因此，這是一家高速成長的公司。但是如果縮減其多餘資本，該公司2014年的市盈率為25倍。這樣的市盈率倍數並不低，那麼這隻股票還值得投資嗎？

伯克希爾·哈撒韋公司副主席查理·芒格說過：

從長期來看，投資股票的收益率很難顯著超過對應公司的盈利水平。如果一家公司持續**40年**資本回報率為**6%**，你持有了**40年**，那麼你的平均投資收益率與**6%**不會差別太大，即使你最初是以較大折扣買入的。相反，如果一家企業在**20年**或**30年**內每年獲得**18%**的資本回報率，即使你花高價買入，你也會最終取得不錯的結果。

「這句名言是百倍股哲學的基石，」古德曼寫道（並且這是我們第二次在此書中引用這句話）。我們要尋找那些有高額資本回報的公司。這是實現百倍收益的關鍵因素之一。這句話就是這個意思。下圖更直觀地解釋了芒格的說法。

芒格的观点



你可以看到**6%**的收益率和**18%**的收益率之間的不同。

在**20年**之後，資本回報率為**18%**的公司的股價差不多是另一家公司的**8倍**。這個例子給我們的啟示是：別錯過以公平價格買入好公司的機會，在這個圖中你會清楚地看到其中的原因。

「一種方法是用PEG指標看這幅圖，」古德曼建議，「PEG指標是市盈率/年度EPS增長率。如果利潤增長率為20%，那麼20倍的市盈率就是合理的。任何遠遠超過1的PEG指標都表明股價太貴了。」

2010年到2014年，盈透證券的稅前利潤增長率分別為19%，35%，-8%，33%和29%。2014年該公司盈利增長29%，股票市盈率为26，PEG小於1，在如今的市場上，這類高質量並且增長如此之快的公司是很少見的。事實上我們能在該指標小於1時買入是撿了一個很大的便宜。

這個例子告訴你應該如何思考。記住一點：你支付的市盈率倍數越大，需要的增長率就越高。

再複習一遍本原則：儘量選擇低估值倍數的股票。

原則2和原則3一起構成我所謂的百倍股的孿生引擎

當你以較低的市盈率投資了一家增長迅速的公司，你就獲得了成就百倍股的兩個引擎。在這兩個因素的共同作用下，你的資產價值會迅速提升。

在這本書前面的部分，我們介紹了安全食物公司 (MTY Foods) 的極端例子。該公司最初的市盈率為3.5倍，10年內收益增長了12.4倍，但是這隻股票最終成為一隻百倍股，因為其市盈率從3.5倍升至27倍。你應該知道這很少見，但它很好地證明了此處的觀點。

原則4：護城河是必要條件

一隻百倍股要求長期保持較高的資本回報率。從定義上來講，護城河就是使得公司可以獲得這類高收益的屏障。因此，花時間想一想公司是否擁有某種護城河是有益的。

本書有一整章討論了這個問題，所以我不會在這裡再過多重複。我只是要再加入一點基本的數學來說明高資本收益率的重要性的——

這裡的第二點你肯定不會忘記——以高利率進行再投資的重要性。

有必要重申菲爾普斯在他書中舉的例子。假設一家公司每股賬面價值為**10**美元，資本收益率為**15%**，一年結束後，在沒有分紅的情況下，每股賬面價值為**11.5**美元。第二年年末，每股賬面價值為**13.22**美元，第三年年末達到**15.20**美元。

「五年後，公司賬面價值會翻倍，」菲爾普斯寫道。「十年內，會升至最初的四倍。33年後，會達到一百倍。」

如果公司分紅的話，這個故事將會完全不同。假設分紅比率為**1/3**，升至四倍需要花費**15**年，而不是**10**年。33年後，它會只增長到最初的**23**倍，而不是**100**倍。

「很顯然，」菲爾普斯總結道，「分紅對於尋求最大增長的投資者來說是昂貴的奢侈品。」如果你必須從投資中提取一定數量的收入，那就別指望你的投資回報能趕上無分紅的投資回報。如果你買一頭牛來產奶，就別指望它比隔壁的馬跑得快。

阿格拉對分紅也持有同樣的觀點。對於許多百倍股來說，分紅在整體收益中佔據著很重要的地位。但是，我們應該更喜歡那些可以將全部收益以高回報進行投資的公司。如果支付紅利，再投資的資金量就會下降，就會減少回報率。

如果分紅是拖累，那麼槓桿就是加速器。一家資本回報率為**15%**的公司可以通過借入適量債務將回報率提升至**20%**的水平。但是這也會提高股票風險。

獲得百倍收益還有其他方式。自然資源，例如新油田的發現可能讓你收穫一隻百倍股，新發明或者具有突破意義的新藥物也有這樣的效果，但是這些很難預測，所以我更為重視尋找那些具有高資本回報率和較強再投資能力，能夠連續多年產生高回報的公司。

護城河，即使是較窄的護城河也是必要的。

原則5：偏好小公司

以橡子開始，會收穫橡樹。以橡樹開始，你不會收穫同樣驚人的增長。這很明顯也很重要。

蘋果已經是一家偉大的公司，但在現有水平上它不可能成為一隻百倍股。該公司股票市價已經高達7500億美元。如果實現百倍回報，其市值要達到75萬億美元。這比美國經濟體量的四倍還多。有些時候這會是一隻好股票，但是到達某個點時，大數法則會阻礙你實現目標。

另一方面，你不必認為你需要從那些微小盤股市場中購買價格為25美分的股票。我們研究的365只股票中，公司的銷售額中位數約為1.7億美元。這個數值未考慮通貨膨脹。這只是想告訴你百倍股投資可以從類似規模的公司開始。在任何時代，1.7億美元的銷售額都應該是較大的企業了。

一般來說，我建議關注市值小於10億美元的股票。這並不是必須的（記住只是「偏好」小公司），但在小公司中搜尋百倍股比在大公司中搜尋的收益更大。

原則6：偏好業主經營者

我們之前用了整整一章來討論這個觀點。近50年來，許多最成功的公司背後都有一位富有遠見、韌性和能力的所有者：沃爾瑪的山姆·沃爾頓、蘋果的史蒂夫·喬布斯、亞馬遜的傑夫·貝索斯、伯克希爾·哈撒韋公司的沃倫·巴菲特。這個名單很長，我們在之前的章節中也曾提到過其中幾位。

有一位傑出的業主經營者有助於投資者堅定信念。我發現如果知道有一位才能卓越的業主經營者持有大量股權同時也掌管著公司，我們會更容易在公司陷入困境時堅定地持有這隻股票。

我還要提醒你一些永遠都不能忽略的事實：公司發行股票不是為了讓投資者掙錢，你之所以能買到股票是因為有人想賣掉它。

抽象地考慮這個問題，似乎人們期望在股市中掙到錢是沒有理由的。但是投資一家由業主經營者管理的公司卻很可能讓你掙錢。因為投資者其實是公司的合夥人。如果你所要投資公司的控制人自己也持有該公司的大量股權，那麼對他們有利的決策也同樣對你有利。反之亦然。

這一原則並非**100%**準確，但是投資這類公司往往比投資所有者和經營者分離的公司更好，因為有助於解決由來已久的代理問題。所以，努力發掘並投資那些所有者和經營者為一體的公司吧。

當然我們只是說最好這樣，這一點並非必須。同樣有一些公司很難為其找到一位對應的CEO。在我們研究期間（1962—2014年），吉列公司是一隻百倍股公司。但我都無法把吉列公司和某一位甚至任何一位CEO聯繫在一起。這家公司確實比其創立者和業主經營者存活得更為長久。

原則7：你需要時間，咖啡罐方法可以幫助你

一旦你經過努力，找到了一隻能成為百倍股的股票，接下來就需要給它足夠的時間。在我們的研究中，即使最快的百倍股也需要**5年**才能實現。更普遍的情況是**20—25年**。

瞭解這點之後，你需要想辦法克服人們最糟糕的天性——缺乏耐心，也就是總想要「採取行動」、想要「做些什麼」的強烈衝動。為了克服這種有害的心理趨勢，我送你一個咖啡罐作為幫助。我是咖啡罐方法的粉絲，並且本書之前也用了整整一章來討論這個想法。

咖啡罐方法的天才之處在於其簡單易行。你拿出一部分資金，構建一個「咖啡罐組合」。在投入資金後，你堅持持有**10年**。就是這樣。

10年後，看看自己的收穫。咖啡罐的經驗告訴我們你在其中至少會發現一隻帶來巨大盈利的股票。這樣做比你積極地管理股票收穫更多。

你或許會把這個原則視為小伎倆而忽視它。但是我真誠地希望你找到方法不去調整自己持有的股票。讓果實在藤上自然成熟，別過早地摘下它們。

原則8：你需要一個真正好的過濾器

世界充滿了噪聲，尤其是財經媒體上的噪聲更多。每天都會有一些重要的或者它們讓你認為重要的事情發生，它們報道市場的每一次變化，報道每一次美聯儲會議。他們記錄那些永無休止的金融數據和研究報告，他們提供平臺，不斷地請所謂的權威人士來巡演，每個人都想預測市場走勢，預測利率、原油或其他價格的變動等。

我自己對於百倍股的研究說明這些統統是浪費時間的行為，對於你尋找百倍股是極大的干擾。

為了克服這個問題，你首先需要理解的是股價會因為各種各樣的原因變動。有時候一個月內股價會發生巨大波動，上升或者下降，然而公司本身在此期間只是發生了緩慢的變化。

這方面有很多例子。為了方便起見，我把分析師馬修·古德曼提供給我的百倍股怪獸飲料公司（前文提到過）的簡單資料分享給大家。

這是某種類型的「熱度圖」，表中列示了2000年到2015年怪獸飲料公司每月的股價變動。表格的最右邊一列是年度價格變動。

從下面這個表格中，你發現了什麼？

	1月	2月	3月	1季度	4月	5月	6月	2季度	7月	8月	9月	3季度	10月	11月	12月	4季度	全年
2015	7.94%	20.67%	-1.93%	27.73%	-0.93%	-7.17%	5.30%	-3.16%	3.14%			3.14%					27.58%
2014	0.19%	8.98%	-6.15%	2.48%	-3.59%	3.61%	2.38%	2.28%	-9.95%	38.23%	3.69%	29.06%	10.05%	11.17%	-3.39%	18.20%	59.88%
2013	-9.35%	5.34%	-5.39%	-9.65%	18.14%	-3.21%	11.43%	27.42%	0.26%	-5.90%	-8.96%	-14.10%	9.53%	3.41%	14.52%	29.70%	28.26%
2012	13.44%	9.41%	8.59%	34.77%	4.69%	11.69%	-1.93%	14.67%	-6.71%	-11.26%	-8.28%	-24.07%	-17.41%	16.57%	1.52%	-2.26%	14.70%
2011	8.34%	1.59%	4.66%	15.19%	9.86%	8.31%	12.98%	34.44%	-5.36%	11.35%	2.32%	7.83%	2.06%	3.48%	-0.07%	5.54%	76.24%
2010	0.16%	8.11%	4.33%	12.97%	1.75%	-11.55%	0.15%	-9.87%	7.16%	7.49%	3.51%	19.23%	9.87%	3.90%	-1.77%	12.14%	36.15%
2009	-0.12%	-0.66%	8.17%	7.33%	13.22%	-10.01%	-15.87%	-14.28%	0.52%	5.29%	12.49%	19.05%	-1.63%	-3.27%	9.84%	4.52%	14.49%
2008	-12.92%	7.62%	-14.94%	-20.28%	0.28%	-11.75%	-7.75%	-18.36%	-20.68%	20.21%	10.12%	5.00%	-16.33%	17.54%	12.70%	10.84%	-24.25%
2007	13.12%	-8.14%	8.23%	12.47%	0.84%	4.19%	7.99%	13.46%	-5.68%	10.75%	26.24%	31.88%	19.97%	-36.18%	2.03%	-21.88%	31.47%
2006	11.37%	6.38%	35.05%	60.00%	2.66%	42.83%	2.99%	51.02%	-3.36%	-40.13%	17.94%	-31.76%	-2.22%	-11.46%	19.77%	3.69%	70.96%
2005	12.78%	6.64%	37.36%	65.20%	-5.60%	31.64%	13.52%	41.07%	9.26%	7.44%	-5.31%	11.15%	7.48%	53.64%	1.44%	67.52%	333.92%
2004	5.66%	32.14%	18.92%	66.04%	-1.14%	89.66%	-4.24%	79.55%	-18.99%	16.41%	1.34%	-4.43%	9.93%	27.11%	7.58%	50.33%	328.30%
2003	0.00%	-3.70%	3.85%	0.00%	-3.70%	3.85%	0.00%	0.00%	18.52%	15.62%	-2.70%	33.33%	16.67%	33.33%	-5.36%	47.22%	96.30%
2002	-3.70%	0.00%	3.85%	0.00%	-3.70%	3.85%	0.00%	0.00%	-3.70%	0.00%	0.00%	-3.70%	3.85%	0.00%	0.00%	3.85%	0.00%
2001	8.33%	-11.54%	-8.70%	-12.50%	-4.76%	0.00%	5.00%	0.00%	14.29%	0.00%	-8.33%	4.76%	9.09%	4.17%	8.00%	22.73%	12.50%
2000	3.70%	-7.14%	7.69%	0.00%	0.00%	-3.57%	-3.70%	-7.14%	7.69%	14.29%	6.25%	30.77%	0.00%	-32.35%	4.35%	-29.41%	-14.29%

资料来源：Sentio

表中的數據有些令人難以置信。有的月份中，股票在一個月內損失達20%，有的月份損失甚至更多。你會看到有的月份股票價格會增長20%甚至更多。甚至有幾個月，這樣大幅度的波動連續出現。

你應該知道在股價劇烈波動的這些月份中，怪獸飲料公司其實並沒有發生如此大的變化，它始終是一家飲料製造商。你同樣可以看到在表格右邊，總體來看，這隻股票大多數時候還是向上運行的。

然而，如果考慮股票價格跌幅超過20%以上的那些時段，你的判斷可能完全不同。你多久關注一次股價，是否每天看盤？有多大的可能你會將其賣出？也許在下跌20%之後，你決定抓住下一次機會出貨，於是在一個股價表現不錯的月份之後便將其賣掉。

那些過分關注價格的行為和過度緊張的心態都是無意義的，而想要進行交易的衝動多半會導致錯誤的結果。怪獸飲料是一隻非凡的股票，你應該買入並持有。

另一種誘惑是過度關心股票市場的走向。

關注宏觀的投資者喜歡分析市場指數，例如標準普爾500指數。他們喜歡引用CAPE比率（股票價格除以過去10年平均的每股收益）和其他統計指標來預測未來收益的增長軌跡。

股票市場指數（例如標準普爾500指數）偏高，並不意味著你應該放棄所有股票。除非你購買的就是股票指數本身，否則這和你尋找好股票投資的事情毫無關係。

以1966年到1982年這段歷史為例。

大部分投資者喜歡將這段時期視為股票市場的末日。道瓊斯工業指數一路下跌（這段時期的表現比表面上看起來還要糟糕，因為這段時期通貨膨脹水平很高）。因此，你可能得出不應該涉足股票市場的結論。

但是我對股票市場百倍回報的研究表明，1966年到1982年期間，你實際上可以投資187只股票實現100倍的回報。

事實上，在17年間，如果你堅持住的話，每個月都有很多的機會實現百倍收益。在某些案例中，你甚至都不用等太長時間。從1971年開始，西南航空（Southwest Airlines）在10年內實現了100多倍的收益。1978年開始，萊斯特·韋克斯勒有限公司（Leslie Wexler's L Brands）用了8年時間做到了這一點。在1966年，如果你買入布洛克稅務公司（H&R Block）的股票，你會在不到20年的時間裡實現百倍收益。

市場指數會告訴你正處在怎樣的市場環境中。在高估值的股票市場中，確實很難找到好的投資機會。在市場底部，確實很容易找到更多投資機會（但是你可能沒那麼容易說服自己買入，在那些時候，市場上瀰漫著恐懼的情緒）。這些事實大家都知道。

我的觀點是，別浪費太多精力用於猜測股票市場未來的走向。你需要做的就是不斷地尋找好的點子。如果歷史能給我們些許啟示，那就是好股票總是存在的。

正如我所說的，你需要一個好的過濾器來幫助自己篩選股票。

原則9：好運的幫助

我們必須正視這一點，所有投資都需要一點運氣的成分。

沒有人可以在2002年預測蘋果公司會變成什麼樣子。沒有人預測到它可以創造全新的市場——iPod、iPad、iPhone。研究過程中我放棄了一些百倍股，因為它們是無法預測的。

同樣，不好的事情也會發生。你也許已經把能做的都做得很好，然後突然有一天創新出現，突破了之前的護城河。看看有多少行業最近都被完全摧毀或者遭到嚴重破壞——錄影帶租借，報紙，音樂產業

甚至出租車行業。

在此引用尼古拉斯·雷斯徹 (Nicholas Rescher) 的著作《幸運：每天閃耀的隨機性》中對機遇的優雅描述：

可以肯定的是，由於人類天生就相信我們生活在一個理性的世界，我們會傾向於認為一切都會有其背後的原因.....所有的一切都是上天註定，任何想要改變它的努力都是徒勞。最後，唯一的理性態度就是輕鬆地承受生活中的波折，並接受一切都是偶然的觀點。

和生活一樣，在追尋百倍股的過程中，好運氣會幫助你獲得成功。

原則10：你應該做一個不願意賣出的人

那麼，什麼時候應該賣出？

在菲利普·費雪 (Philip Fisher) 的書《怎樣選擇成長股》 (Common Stocks and Uncommon Profits) 中，有一章叫作「何時賣出」。他這樣總結：「或許這一章背後的思想可以用一句簡單的話來表述：當購買一隻普通股前期應該做的工作都已經很好地完成，那麼什麼時候該賣掉這隻股票呢？——大多數時候應該永遠都不賣。」

這句話或許是正確的。也確實有很多例子都支持這一說法，很多股票最後都遠比購買時的預測漲得更高。

關於永不賣出，我想到了阿斯特 (Astor) 家庭的財富故事。家族財富的創始人約翰·雅各布·阿斯特 (John Jacob Astor) 死於1848年，他曾經是美國最富有的個人，他把資產傳給了兒子威廉·阿斯特 (William Astor)，威廉讓家族財富進一步增長。

這兒有一份1890年面向紐約參議院委員會的有關稅務問題的證詞。我喜歡這段對話（並將其收錄進了我的第一本書《像生意人一樣投資》）：

問：你剛才說阿斯特先生從來不會賣出？

答：是的，他偶爾才賣出。

問：但是規則是他從來不賣？

答：好吧，他幾乎不賣。他當然曾賣出過一些股票。

問：在這個圈子中不是流傳著阿斯特家族買入但從來不賣出的說法嗎？

答：他們不是那種一旦擁有房地產所有權，就準備將其賣出的人。

就像我在第一本書中所寫的：「阿斯特家族實現偉大財富——這是該家族保持權勢並實現財富增長到更高水平的基礎——的關鍵是非常簡單的，那就是阿斯特家族的人不願意賣出。一旦他們持有一些好東西，他們會持有並讓複利發揮魔力。」

還有一個從今天來看更傳奇的例子——羅納德·裡德（Ronald Read）。

安娜·普里奧爾（Anna Prior）在《華爾街日報》上發表了有關他的一個有趣故事。標題是「留下800萬美元資產的簡樸的人。」

羅納德·裡德是彭尼百貨（JC Penney）的守門人，「常年在於他兄弟擁有部分股權的服務站工作。」那麼他是怎麼掙錢的呢？他很擅長

挑選股票。更重要的是，他很有耐心。

他去世時持有95只股票。其中有許多他都持有了數十年。他持股範圍涉及很多行業，唯獨沒有科技類股票。如果收到分紅，他會用這筆錢購買更多的股票。他持有寶潔公司、JP摩根、斯馬克公司 (JM Smucker)、強生公司等藍籌股。他投資的股票並非每隻都賺錢。但那些賺錢的股票所獲收益足以覆蓋其他股票的損失。

裡德持有真實的紙質股票證書。這讓他更方便地持有他的股票。它們變得更加真實，像是真實的資產而不是存在於電腦屏幕上的閃光的股票報價標識。

由於費用方面的原因，持有紙質股票證書變得不實際，所以他轉而讓官方的股權保管機構（稱為過戶登記處）代為持有股票。這是一種節約成本的選擇，根據記錄裡德僅需要支付很低的費用。

羅納德·裡德的故事展現了簡單投資理念的力量：低費用率，投資高質量公司，分紅再投資並且——對我們實現目標最重要的條件——長期持有。

所以，你可以為「幾乎從不賣出」找到很多的例子。

但是即使是費雪也指出了一些賣出的理由：

- 你犯了錯誤——「一家公司的真實情況比最初我們想象的差得很多。」
- 這隻股票不再符合你的投資準則。
- 你想要投資更好的股票——儘管一個投資者在這個時候應該小心，並且只有當他非常確定的時候才可以轉換。

看看這些準則，你會發現何時做出賣出的決定依舊不容易。人們很難知道自己什麼時候犯錯，你也可以說服自己相信任何事情。如果

你有很明確的投資準則，那第二條或許是最容易遵守的。最後，換股也有很大風險，每隻價格上漲的股票看起來都比你想賣的那隻好，而且總會有股票上漲。

你會注意到所有這些原因都與股價無關。

在《股票市場中的百倍股》一書中，托馬斯·菲爾普斯也是正確買入並持有的支持者。但是「這意味著一個投資者不能賣掉任何東西嗎？」他問道。答案是否定的。

在此也可以用一句話總結菲爾普斯的出售建議：「如果你只能為投資行為找到一個非投資的原因，那你永遠不要賣出。」

「非投資原因」包括：

1. 我的股票股價「太高」；
2. 因為稅負原因，我需要已經實現的資本利得來抵消實現的資本損失；
3. 我的股票並沒有上漲，而其他股票上漲了。

菲爾普斯認為當你確認自己犯錯的時候就應該賣掉股票。當然需要再一次強調，就像所有優秀投資者一樣，他並不把股票價格下跌定義為犯錯（事實上，在牛市中，獲利反而可能意味著錯誤。因為這代表著失去獲取更大收益的機會，並且你需要被迫支付資本利得稅）。

我知道很多人強調「止損」。一旦股價跌到某個特定的水平，你就需要賣掉股票。止損如此流行是因為他們幫助投資者做出一個艱難的決定——或許是所有投資中最難的決定——並且把它機械化。你不需要思考，股票跌到止損點，你就退出。

很顯然，這同樣限制了獲取**100**倍收益的能力。在實現**100**倍收益之前，你可能會不斷地退出。

大家可以看到，怪獸飲料在10年內成為了一隻百倍股。還記得上面提到的熱度圖嗎？在這10年間，我觀察到至少有10個月份股價下跌了25%。在三個月中，價格下跌達到40%。如果你關注企業本身——而不是股價——你不會出售股份。如果你在這隻股票上投資1萬美元，你會在10年後收穫100萬美元。

我看到了很多這樣的例子。確實如果你幸運地選對投資時點的話，你可以收穫兩倍或者三倍收益。但是那樣的話，你會錯失很多好的機會。並且，如果你要讓一個外人幫你確定賣出價格的話，做這麼多調查研究尋找值得投資的對象意義又何在呢？

你或許會告訴自己，「我可以以後再買回來。」但是實話實說，你會買回來嗎？說比做容易。投資就是這樣一種心理遊戲。

更進一步來說，你或許會指出股價出現泡沫的時期。在1998年或者1999年，可口可樂市盈率達到50倍。當時就應該賣出該股票。但是，按照我們的百倍股原則，可口可樂公司的股票是一隻值得買入的合格股票嗎？我不這麼認為。即使有那麼多閃光點，它也應該賣出。

當然，按照買入並持有原則進行投資，意味著有時候你會承受巨大的損失。這是分散化投資組合的理由。對於我來說，投資股票之所以有趣是因為你可以在單隻股票上賺很多錢。如果因為你害怕損失就放棄股票上漲的機會，那就像花很多錢買車卻從來不開出車庫一樣。

我投資股票時心裡很清楚自己可能會在任何一個頭寸上遭受巨大損失。但是總體而言，我知道最終會收穫不錯的收益。

這裡再次引用聰明的百倍股先驅菲爾普斯先生說的話，他在書中寫道：「當任何規則或公式成為思想的替代物而不是思想的輔助時，我們應該記住這一原則：這些規則和公式是危險的並且應該被拋棄。」

(一位教授寫信告訴我以上所述即「自我否定原則」。我認同這個說法，生活本身就是充滿矛盾的。)

止損是獨立思想的替代物。上文的分析有助於大家想清楚這個問題。

如果非要有一個普遍的準則，那就是：如果你做好了前期工作，在嚴謹的研究後買入一隻股票，那麼你就應該努力做一個不輕易賣出股票的人。引用我最喜歡的一句話來結束關於何時出售的這一節，這句話是第三大道基金的馬丁·惠特曼所說：「我在這一行工作超過50年。我有很多次都把持有3年賺了一倍的股票出售給其他人，然後其他人在接下來6個月內漲至3倍。如果什麼都不做，你會賺更多的錢。」

如果你在尋找百倍股，那麼你就必須學會坐定，正確地買入並堅持持有。

結束語：並沒有所謂的魔法公式

到現在，你會發現其實並沒有實現100倍回報的魔法公式，要想找到百倍股並不是一件容易的事。不過在最後一章，我精心總結出一些基本的原則。希望你能掌握這些原則，並在尋找百倍股的過程中，隨時把它們作為參考。

祝你好運，希望你能挖掘出更多的百倍股。如果這本書能夠為你的投資成功提供微小幫助，我會深感榮幸。

附錄 歷史上的百倍股 (1962—2014年)

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
CAMPBELL SOUP CO	1962-10-31	150	34.5
DEERE & CO	1962-10-31	449	35.0
HEWLETT-PACKARD CO	1962-10-31	498	30.7
HORMEL FOODS CORP	1962-10-31	2330	26.7
HOST HOTELS & RESORTS INC	1962-10-31	844	22.4
MAY DEPARTMENT STORES CO	1962-10-31	135	35.7
NORTHROP GRUMMAN CORP	1962-10-31	907	31.4
ROLLINS INC	1962-10-31	3515	23.4
SEAGRAM CO LTD	1962-10-31	171	33.3
TJX COMPANIES INC	1962-10-31	6946	28.5
GENERAL MILLS INC	1962-11-30	869	28.7
LOEWS CORP	1962-11-30	3978	18.3
SHERWIN-WILLIAMS CO	1962-11-30	894	41.6
ABBOTT LABORATORIES	1962-12-31	1965	27.7
ALCAN INC	1962-11-30	126	45.0

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
ALLETE INC	1962-11-30	259	41.3
ALTRIA GROUP INC	1962-11-30	15120	24.0
AMP INC	1962-11-30	198	30.3
ANHEUSER-BUSCH COS INC	1962-11-30	997	27.0
BAXTER INTERNATIONAL INC	1962-11-30	656	33.3
BEAM INC	1962-11-30	391	33.5
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	1962-11-30	616	33.5
CATERPILLAR INC	1962-11-30	261	42.3
CHEVRON CORP	1962-11-30	413	37.0
COCA-COLA CO	1962-11-30	868	29.3
COLGATE-PALMOLIVE CO	1962-11-30	814	34.8
COMERICA INC	1962-11-30	365	33.3
COOPER INDUSTRIES PLC	1962-11-30	537	28.7
CORESTATES FINANCIAL CORP	1962-11-30	209	34.5
CRANE CO	1962-11-30	1158	27.0
CUMMINS INC	1962-11-30	222	48.3
CVS HEALTH CORP	1962-11-30	2869	22.2
DISNEY (WALT) CO	1962-11-30	3276	23.7
DOW CHEMICAL	1962-11-30	208	37.0
DPL INC	1962-11-30	137	44.5
EATON CORP PLC	1962-11-30	573	34.7
ECOLAB INC	1962-11-30	2074	33.3
EDISON INTERNATIONAL	1962-11-30	183	43.3
EMERSON ELECTRIC CO	1962-11-30	458	34.0

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
ENTERGY CORP	1962-11-30	108	45.5
EXXON MOBIL CORP	1962-11-30	637	34.5
FIRST CHICAGO NBD CORP	1962-11-30	210	34.3
FIRSTAR CORP-OLD	1962-11-30	251	33.8
GENERAL ELECTRIC CO	1962-11-30	210	35.0
GILLETTE CO	1962-11-30	221	31.7
GRACE (WR) & CO	1962-11-30	209	49.0
GREAT PLAINS ENERGY INC	1962-11-30	105	52.5
HALLIBURTON CO	1962-11-30	290	35.0
HILLSHIRE BRANDS CO	1962-11-30	942	28.8
HILTON WORLDWIDE HOLDINGS	1962-11-30	763	21.2
IDACORP INC	1962-11-30	117	52.0
INGERSOLL-RAND PLC	1962-11-30	236	42.3
INTEGRYS ENERGY GROUP INC	1962-11-30	268	42.5
INTL FLAVORS & FRAGRANCES	1962-11-30	773	28.5
ITT CORP	1962-11-30	270	41.8
JPMORGAN CHASE & CO	1962-11-30	128	51.0
KELLOGG CO	1962-11-30	469	29.0
KROGER CO	1962-11-30	1222	28.5
MDU RESOURCES GROUP INC	1962-11-30	221	38.8
MERCK & CO	1962-11-30	826	28.8
MOBIL CORP	1962-11-30	222	33.5
NEWMARKET CORP	1962-11-30	5077	22.8
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	1962-11-30	464	41.8

续 表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
OGE ENERGY CORP	1962-11-30	216	47.8
PEPSICO INC	1962-11-30	1050	28.5
PERKINELMER INC	1962-11-30	233	37.8
PFIZER INC	1962-11-30	508	33.5
PHARMACIA CORP	1962-11-30	116	35.5
PNC FINANCIAL SVCS GROUP INC	1962-11-30	397	34.8
PROCTER & GAMBLE CO	1962-11-30	399	34.7
QUAKER OATS CO	1962-11-30	208	35.0
RAYTHEON CO	1962-11-30	616	29.2
ROHM AND HAAS CO	1962-11-30	126	44.8
ROYAL DUTCH PETROLEUM NV	1962-11-30	456	30.3
SCHERING-PLOUGH	1962-11-30	672	28.5
STANLEY BLACK & DECKER INC	1962-11-30	590	33.8
SUNDSTRAND CORP	1962-11-30	188	33.8
TEXAS INSTRUMENTS INC	1962-11-30	428	34.5
TIMES MIRROR CO-SER A	1962-11-30	206	34.3
UNITED TECHNOLOGIES CORP	1962-11-30	687	35.8
UST INC	1962-11-30	2293	26.0
VULCAN MATERIALS CO	1962-11-30	979	25.3
WARNER-LAMBERT CO	1962-11-30	370	34.5
WELLS FARGO & CO	1962-11-30	952	34.3
WHIRLPOOL CORP	1962-11-30	480	35.3
WISCONSIN ENERGY CORP	1962-11-30	357	43.0
WRIGLEY (WM) JR CO	1962-11-30	760	30.0

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
WYETH	1962-11-30	215	33.8
XCEL ENERGY INC	1962-11-30	123	51.8
KIMBERLY-CLARK CORP	1963-10-31	498	31.2
3M CO	1963-12-31	199	46.2
AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC	1963-12-31	579	33.2
BECTON DICKINSON & CO	1963-12-31	501	34.0
JOHNSON & JOHNSON	1963-12-31	1459	28.8
PPG INDUSTRIES INC	1963-12-31	701	33.5
HEINZ (HJ) CO	1964-10-31	639	25.3
MEADWESTVACO CORP	1964-10-31	123	49.2
ASHLAND INC	1964-12-31	182	48.0
DUN & BRADSTREET CORP	1964-12-31	684	34.3
SUNOCO INC	1964-12-31	102	41.5
UNILEVER NV	1964-12-31	856	27.3
BERKSHIRE HATHAWAY	1965-9-30	18261	19.0
ONEOK INC	1965-11-30	473	39.1
ALLIANT ENERGY CORP	1965-12-31	169	45.3
EQT CORP	1965-12-31	713	34.0
KINDER MORGAN INC	1965-12-31	739	29.3
MCDONALD'S CORP	1965-12-31	3983	18.7
SEMPRA ENERGY	1965-12-31	138	47.0
WESTAR ENERGY INC	1965-12-31	106	48.3
BLOCK H & R INC	1966-10-31	2873	19.5
HOLLYFRONTIER CORP	1966-10-31	12279	21.2

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	1966-12-31	678	25.3
AUTOMATIC DATA PROCESSING	1966-12-31	2728	21.5
BARD (C. R.) INC	1966-12-31	445	37.2
DOVER CORP	1966-12-31	1148	26.3
FIRST HORIZON NATIONAL CORP	1966-12-31	125	30.5
GENUINE PARTS CO	1966-12-31	737	29.2
HELMERICH & PAYNE	1966-12-31	648	31.0
KENNAMETAL INC	1966-12-31	119	41.5
MARSH & MCLENNAN COS	1966-12-31	500	31.0
NORTHERN TRUST CORP	1966-12-31	418	31.3
VF CORP	1966-12-31	2298	26.0
HARCOURT GENERAL INC	1967-10-31	615	18.3
LOWE'S COMPANIES INC	1967-10-31	1958	26.5
AVERY DENNISON CORP	1967-11-30	191	31.3
SUNAMERICA INC	1967-11-30	2733	23.3
AMERICAN EXPRESS CO	1967-12-31	317	32.3
AMERICAN STORES CO	1967-12-31	332	26.1
AMETEK INC	1967-12-31	1476	31.2
BEMIS CO INC	1967-12-31	558	28.5
BRUNSWICK CORP	1967-12-31	171	37.2
GREAT LAKES CHEMICAL CORP	1967-12-31	276	21.0
HARSCO CORP	1967-12-31	122	37.0
HUBBELL INC-CL B	1967-12-31	235	40.7
MASCO CORP	1967-12-31	248	27.3

续 表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
NUCOR CORP	1967-12-31	1813	24.5
PLDT-PHILIPPINE LNG DIST TEL	1967-12-31	2669	22.5
RUBBERMAID INC	1967-12-31	159	24.2
U S BANCORP	1967-12-31	986	29.0
WILLIAMS COS INC	1967-12-31	252	32.5
MEDTRONIC PLC	1968-10-31	969	24.7
PALL CORP	1968-10-31	2301	15.5
BESTFOODS	1968-12-31	146	27.8
BOEING CO	1968-12-31	987	19.8
BURLINGTON NORTHERN SANTA FE	1968-12-31	419	27.0
CARLISLE COS INC	1968-12-31	989	26.0
CSX CORP	1968-12-31	391	36.0
GRAINGER (WW) INC	1968-12-31	934	28.2
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	1968-12-31	177	41.8
ILLINOIS TOOL WORKS	1968-12-31	848	28.0
MURPHY OIL CORP	1968-12-31	281	33.0
NATIONAL FUEL GAS CO	1968-12-31	388	30.5
NORFOLK SOUTHERN CORP	1968-12-31	321	35.5
PPL CORP	1968-12-31	147	36.5
ROCKWELL AUTOMATION	1968-12-31	1004	26.5
SANTA FE PACIFIC CORP	1968-12-31	126	32.5
SONOCO PRODUCTS CO	1968-12-31	335	27.5
MCCORMICK & CO INC	1969-11-30	502	33.3
AMSOUTH BANCORPORATION	1969-12-31	150	31.5

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
LACLEDE GROUP INC	1969-12-31	228	39.2
WAL-MART STORES INC	1970-10-31	12382	12.5
QUESTAR CORP	1970-12-31	554	33.0
SYSCO CORP	1970-12-31	1249	21.5
TYCO INTERNATIONAL PLC	1971-11-30	1126	22.3
BCE INC	1971-12-31	353	28.5
GENERAL DYNAMICS CORP	1971-12-31	1188	23.3
GRAHAM HOLDINGS CO	1971-12-31	370	21.7
LOCKHEED MARTIN CORP	1971-12-31	1323	21.2
MEREDITH CORP	1971-12-31	439	21.7
PITNEY BOWES INC	1971-12-31	251	22.0
SOUTHWEST AIRLINES	1971-12-31	5478	9.5
BROWN-FORMAN-CL B	1972-10-31	1235	22.3
DONALDSON CO INC	1972-10-31	643	26.3
LITTON INDUSTRIES INC	1972-10-31	152	22.7
NORDSTROM INC	1972-10-31	1117	16.7
PVH CORP	1972-10-31	460	19.3
SMUCKER (JM) CO	1972-10-31	505	27.0
TARGET CORP	1972-10-31	1047	22.3
VALSPAR CORP	1972-10-31	2805	16.7
VORNADO REALTY TRUST	1972-10-31	1686	18.9
FAMILY DOLLAR STORES	1972-11-31	3987	10.2
HILL-ROM HOLDINGS INC	1972-11-31	243	23.5
HONDA MOTOR CO LTD	1972-11-31	108	33.8

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
LENNAR CORP	1972-11-31	965	22.8
AETNA INC	1972-12-31	222	31.0
AGL RESOURCES INC	1972-12-31	316	29.3
ALBERTO-CULVER CO	1972-12-31	730	21.5
ALLTEL CORP	1972-12-31	200	24.3
AMERICAN GENERAL CORP	1972-12-31	186	23.5
BALL CORP	1972-12-31	843	28.2
BANK OF HAWAII CORP	1972-12-31	300	28.3
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	1972-12-31	205	23.3
BANK ONE CORP	1972-12-31	119	23.2
BP PLC	1972-12-31	214	22.5
CABOT CORP	1972-12-31	334	23.5
CIGNA CORP	1972-12-31	185	38.5
CLOROX CO-DE	1972-12-31	536	23.0
COMMERCE BANCSHARES INC	1972-12-31	266	27.2
CONAGRA FOODS INC	1972-12-31	990	15.2
CONSOLIDATED EDISON INC	1972-12-31	670	18.8
CURTISS-WRIGHT CORP	1972-12-31	445	27.5
DOMINION RESOURCES INC	1972-12-31	296	31.0
DTE ENERGY CO	1972-12-31	223	36.2
DUKE ENERGY CORP	1972-12-31	216	32.3
ELECTRONIC DATA SYSTEMS CORP	1972-12-31	127	17.0
EVERSOURCE ENERGY	1972-12-31	131	38.5
EXELON CORP	1972-12-31	140	30.3

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
FLEETBOSTON FINANCIAL CORP	1972-12-31	153	23.0
FLOWERS FOODS INC	1972-12-31	1706	22.2
FMC CORP	1972-12-31	402	31.2
FOREST LABORATORIES-CL A	1972-12-31	7874	11.5
HARRIS CORP	1972-12-31	274	31.0
HASBRO INC	1972-12-31	3725	9.5
HERSHEY CO	1972-12-31	973	21.0
INTEL CORP	1972-12-31	2969	20.0
JOHNSON CONTROLS INC	1972-12-31	991	22.3
KANSAS CITY SOUTHERN	1972-12-31	16931	18.2
LINCOLN NATIONAL CORP	1972-12-31	111	32.0
MCGRAW HILL FINANCIAL	1972-12-31	795	23.0
MCKESSON CORP	1972-12-31	1040	21.3
NEXTERA ENERGY INC	1972-12-31	268	32.0
NSTAR	1972-12-31	203	31.0
PARKER-HANNIFIN CORP	1972-12-31	321	30.0
PROGRESS ENERGY INC	1972-12-31	153	35.7
PUBLIC SERVICE ENTRP GRP INC	1972-12-31	189	31.0
SAFECO CORP	1972-12-31	134	30.7
SCANA CORP	1972-12-31	199	33.3
SOUTHERN CO	1972-12-31	329	27.5
STATE STREET CORP	1972-12-31	1490	17.3
UGI CORP	1972-12-31	395	30.3
VARIAN MEDICAL SYSTEMS INC	1972-12-31	727	26.3

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	1972-12-31	2161	16.9
WASTE MANAGEMENT INC-OLD	1972-12-31	189	12.5
WGL HOLDINGS INC	1972-12-31	234	32.0
ANALOG DEVICES	1973-10-31	1220	19.7
WILEY (JOHN) & SONS-CL A	1973-10-31	929	22.0
BARNETT BANKS INC	1973-12-31	122	22.0
EL PASO CGP CO	1973-12-31	222	24.7
EQUIFAX INC	1973-12-31	1029	20.7
LANCASTER COLONY CORP	1973-12-31	1084	18.2
PACCAR INC	1973-12-31	1104	23.2
ALLEGHANY CORP	1974-12-31	711	18.7
CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD	1974-12-31	446	38.0
CHUBB CORP	1974-12-31	265	31.3
LEGGETT & PLATT INC	1974-12-31	924	18.2
M & T BANK CORP	1974-12-31	827	19.8
PEPSIAMERICAS INC	1974-12-31	126	30.5
EDWARDS (AG) INC	1975-11-30	2417	8.7
AMERICAN WATER WORKS INC	1975-12-31	156	23.8
CBS CORP	1975-12-31	630	14.7
DANAHER CORP	1975-12-31	3054	17.5
GOLDEN WEST FINANCIAL CORP	1975-12-31	471	22.5
MCI COMMUNICATIONS	1975-12-31	316	13.3
NOBLE ENERGY INC	1975-12-31	185	32.0
UNION PACIFIC CORP	1975-12-31	338	38.0

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
BRITISH AMER TOBACCO PLC	1976-12-31	981	25.2
CHURCH & DWIGHT INC	1976-12-31	447	28.3
SOUTHWESTERN ENERGY CO	1977-12-31	160	28.5
GAP INC	1978-10-31	1666	11.0
L BRANDS INC	1978-10-31	2105	7.3
FEDEX CORP	1978-11-30	154	35.5
AQUA AMERICA INC	1979-12-31	137	31.5
CHRYSLER CORP	1979-12-31	113	16.5
CONSTELLATION BRANDS	1980-11-30	788	20.5
APPLE INC	1980-12-31	560	25.3
APPLIED MATERIALS INC	1981-10-31	231	16.5
HOME DEPOT INC	1981-10-31	3172	9.7
RPM INTERNATIONAL INC	1981-11-30	105	32.8
CA INC	1981-12-31	160	13.8
COMCAST CORP	1981-12-31	218	17.5
DOLLAR GENERAL CORP	1981-12-31	196	15.8
ENBRIDGE INC	1981-12-31	223	28.5
FRANKLIN ELECTRIC CO INC	1981-12-31	147	30.3
FRANKLIN RESOURCES INC	1981-12-31	11363	4.2
GRACO INC	1981-12-31	462	22.5
INTL GAME TECHNOLOGY	1981-12-31	185	18.3
KLA-TENCOR CORP	1981-12-31	141	18.0
MYLAN NV	1981-12-31	803	11.5
PENTAIR PLC	1981-12-31	125	31.3

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
PRECISION CASTPARTS CORP	1981-12-31	653	22.8
ROBERT HALF INTL INC	1981-12-31	528	15.7
SEI INVESTMENTS CO	1981-12-31	256	19.8
SIGMA-ALDRICH CORP	1981-12-31	171	31.5
STRYKER CORP	1981-12-31	634	18.3
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	1981-12-31	116	31.5
TYSON FOODS INC-CL A	1981-12-31	176	31.2
EATON VANCE CORP	1982-10-31	955	15.7
NORDSON CORP	1982-10-31	140	28.7
NIKE INC	1982-11-30	628	19.8
ROGERS COMMUNICATIONS-CL B	1982-11-30	127	22.6
AFLAC INC	1982-12-31	562	16.0
BBVA COMPASS BANCSHARES INC	1982-12-31	209	21.8
BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT	1982-12-31	151	31.5
ENBRIDGE INC	1982-12-31	254	28.5
SOUTHTRUST CORP	1982-12-31	155	21.3
ST JUDE MEDICAL INC	1982-12-31	399	17.0
TORCHMARK CORP	1982-12-31	149	30.8
BIOMET INC	1983-11-30	227	17.5
PAYCHEX INC	1983-11-30	573	14.0
AMGEN INC	1983-12-31	1632	10.7
CARDINAL HEALTH INC	1983-12-31	119	29.2
IMMUNEX CORP	1983-12-31	128	15.3
RAYMOND JAMES FINANCIAL CORP	1983-12-31	297	21.0

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
TOTAL SYSTEM SERVICES INC	1983-12-31	175	17.7
WILLIAMS-SONOMA INC	1983-12-31	229	18.8
EXPEDITORS INTL WASH INC	1984-12-31	337	16.5
RPC INC	1984-12-31	152	24.3
AUTODESK INC	1985-10-31	103	28.7
BEST BUY CO INC	1985-12-31	271	13.7
JEFFERIES GROUP LLC	1985-12-31	137	17.0
NOVO NORDISK A-S	1985-12-31	289	22.5
PROGRESSIVE CORP-OHIO	1985-12-31	118	28.0
UNITEDHEALTH GROUP INC	1985-12-31	970	12.8
UNIVERSAL HEALTH SVCS INC	1985-12-31	222	23.5
ADOBE SYSTEMS INC	1986-11-30	391	13.5
ORACLE CORP	1986-11-30	880	10.3
AIRGAS INC	1986-12-31	128	26.2
FISERV INC	1986-12-31	128	27.3
HARLEY-DAVIDSON INC	1986-12-31	351	12.3
HEARTLAND EXPRESS INC	1986-12-31	126	26.2
LINEAR TECHNOLOGY CORP	1986-12-31	139	13.5
MICROSOFT CORP	1986-12-31	680	10.8
PRICE (T. ROWE) GROUP	1986-12-31	225	18.7
TEVA PHARMACEUTICALS	1986-12-31	325	17.0
EMC CORP-MA	1987-12-31	468	7.7
FASTENAL CO	1987-12-31	382	17.0
HENRY (JACK) & ASSOCIATES	1987-12-31	1099	8.3

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
SCHWAB (CHARLES) CORP	1987-12-31	299	11.0
DELL INC	1988-10-31	270	7.2
ROSS STORES INC	1988-10-31	395	19.5
ALTERA CORP	1988-12-31	129	11.5
CERNER CORP	1988-12-31	649	15.0
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	1988-12-31	120	11.8
POLARIS INDUSTRIES INC	1988-12-31	540	22.5
MAGNA INTERNATIONAL INC	1989-10-31	181	22.4
ELECTRONIC ARTS INC	1989-12-31	104	14.0
CISCO SYSTEMS INC	1990-10-31	353	7.3
AMPHENOL CORP	1991-12-31	130	21.3
CANADIAN NATURAL RESOURCES	1991-12-31	187	14.5
QUALCOMM INC	1991-12-31	160	7.3
TOROMONT INDUSTRIES LTD	1991-12-31	105	23.8
VECTOR GROUP LTD	1991-12-31	370	8.5
ROPER INDUSTRIES INC-DE	1992-10-31	117	21.4
BIOGEN IDEC INC	1992-12-31	958	5.5
EXPRESS SCRIPTS HOLDING CO	1992-12-31	425	13.5
GILEAD SCIENCES INC	1992-12-31	355	18.3
NVR INC	1992-12-31	232	9.7
REGENERON PHARMACEUTICALS	1992-12-31	137	18.7
STARBUCKS CORP	1992-12-31	127	21.3
TIME WARNER INC	1992-12-31	488	6.0
CELGENE CORP	1993-12-31	477	11.3

续表

	数据日期	总收益 倍数	实现百倍 回报年数
MONSTER BEVERAGE CORP	1993-12-31	2523	9.5
SVB FINANCIAL GROUP	1993-12-31	174	25.2
VALEANT PHARMACEUTICALS INTL	1994-12-31	815	6.5
ALEXION PHARMACEUTICALS INC	1996-10-31	123	17.7
BP PRUDHOE BAY ROYALTY TRUST	1996-12-31	141	11.7
KEURIG GREEN MOUNTAIN INC	1996-12-31	722	10.7
AMAZON.COM INC	1997-12-31	201	13.3
BALLY TECHNOLOGIES INC	1998-12-31	132	13.3
TRACTOR SUPPLY CO	1998-12-31	154	12.2
PRICELINE GROUP INC	1999-12-31	145	12.5
ILLUMINA INC	2001-12-31	163	11.0
QUESTCOR PHARMACEUTICALS INC	2005-12-31	215	5.0
NEXSTAR BROADCASTING GROUP	2006-12-31	105	5.0
PHARMACYCLICS INC	2006-12-31	168	5.0