



戴维·法柏：

美国CNBC著名金融投资节目主持人
一位堪比索罗斯和巴菲特的投资分析家

辨别分析师和CEO的欺诈陷阱
透露投资大户与银行家的投资秘诀

法柏报告

透视股市谎言

[美] 戴维·法柏 (David Faber) 著
肯·柯森 (Ken Kurson)



中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

www.55188.com 理想在线证券网

一部关于资本市场的速成秘笈 看完本书，你会懂得比一般经纪人还多！

法柏这位CNBC的明星台柱，在新作中以“我为什么痛恨分析师”做出开宗明义的批判，让大家深入探究市场内幕。这本精彩好书，读起来真是有趣极了。

——霍华德·库尔茨 《华盛顿邮报》媒体评论家

这本书让投资大众知道，对于股市分析师、市场评论家和企业管理阶层所提供的重要资讯，应该抱有某种程度的怀疑。不管在多头或空头市场，这本书就是投资大众纵横股市的宝贵利器。

——马里奥·加贝利 加贝利资产管理公司

《法柏报告》阐明了：许多投资银行家和基金经理人并没有做好受托者应尽的职责，只不过会做宣传、自吹自擂罢了。这群人越来越有钱，而容易受骗的投资人却照着他们的建议，承担无法承受的风险。所有家当可能从此散尽不复回。举凡股市投资人或共同基金购买者，一定要看这本书。

——卡尔·艾肯 金融家，艾肯公司董事长

The Faber Report

ISBN 7-80073-711-X



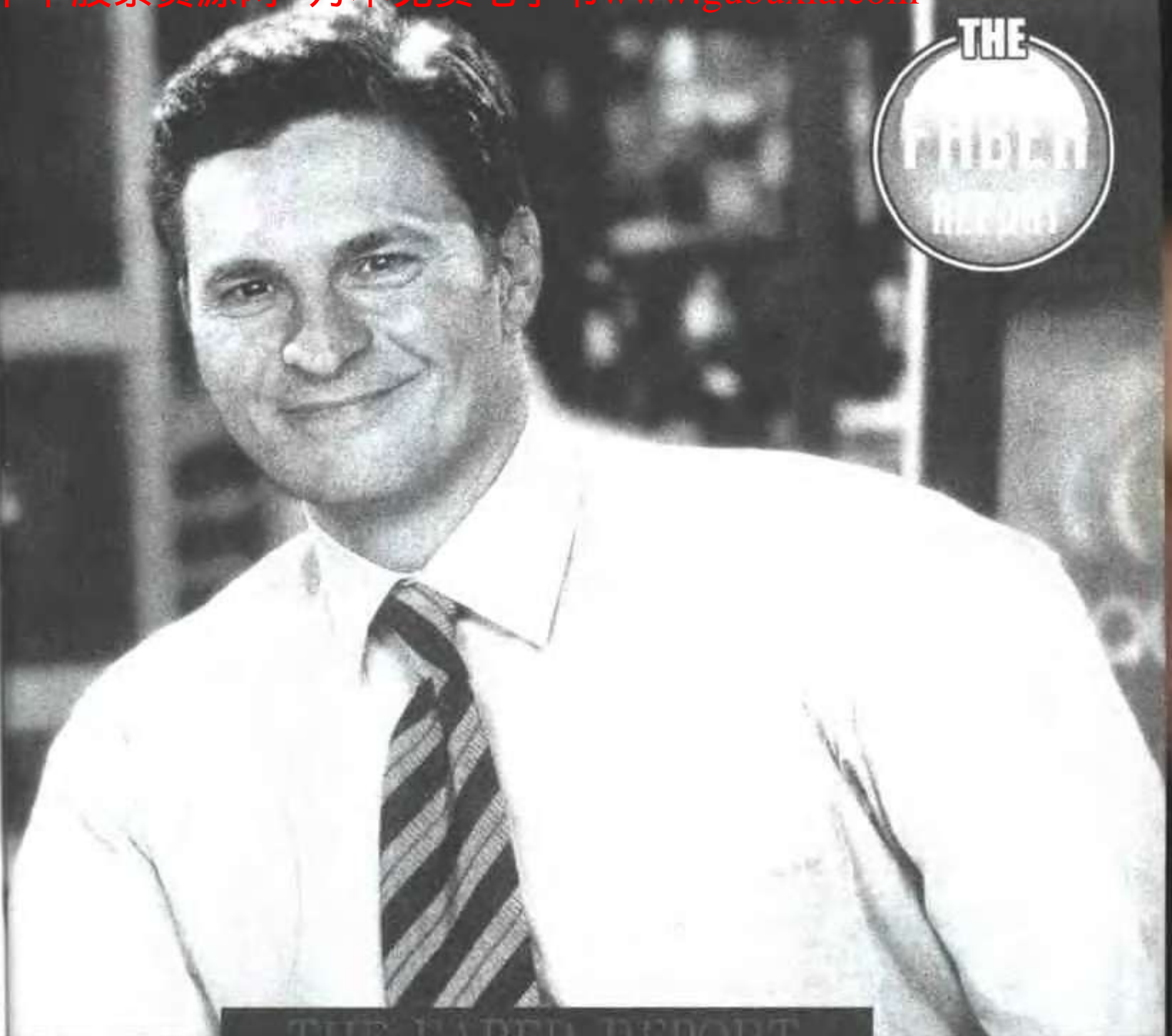
9 787800 737114

www.publish.citic.com



ISBN 7-80073-711-X/F · 507

定价：20.00元



THE FABER REPORT

法柏报告

透视股市谎言

[美] 戴维·法柏 肯·柯森 著
陈琇玲 蓝美贞 高仁君 译

中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

法柏报告——透视股市谎言/[美]法柏等著;陈琇玲等译.—北京:中信出版社,2003.5

书名原文:The Faber Report

ISBN 7-80073-711-X

I.法… II.①法… ②陈… III.金融—研究—美国 IV.K837.12

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第033166号

The Faber Report

Copyright © 2002 by David Faber.

Chinese (Simplified Characters Only) Trade Paperback Copyright © 2002 by CITIC Publishing House.

Published by arrangement with Little, Brown and Company (Inc.) through Arts & Licensing International, Inc. USA.

ALL RIGHTS RESERVED.

法柏报告——透视股市谎言

FABO BAOGAO

著者:[美]戴维·法柏 肯·柯森

译者:陈琇玲 蓝美贞 高仁君

责任编辑:蒋 茜

责任监制:朱 磊 王祖力

出版者:中信出版社(北京市朝阳区东外大街亮马河南路14号塔园外交办公大楼 邮编 100600)

经销者:中信联合发行有限公司

承印者:霸州市长虹印刷厂

开本:880mm×1230mm 1/32 印张:9.25 字数:218千字

版次:2003年5月第1版 印次:2003年5月第1次印刷

京权图字:01-2003-0259

书号:ISBN 7-80073-711-X/F·507

定价:20.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由发行公司负责退换。服务热线:010-85322521

E-mail:sales@citicpub.com

010-85322522

导 言

值得了解的真相

1987年1月，我接受了《机构投资者》(*Institutional Investor*)杂志旗下时事通讯部门企业金融报道的职务。当时，大学主修英文的我，毕业已经一年半，一直在政界工作。我在高中和大学时从未修过经济学，也没看过《华尔街日报》；我不但从没买过股票和债券，也从未见过任何投资银行家、风险投资者、企业首席执行官或分析师。接下这份新工作后，我到麦迪逊大道488号14楼报到，同事带我到了我那看起来脏乱不堪的座位。我紧张地看着电话、打字机和污迹斑斑的墙面，肯定自己在一个月内就会被开除。

15年过去，经过数千次的商业午餐、打了将近100万个电话后，我还在报道华尔街的财经新闻。从我早期任职于财经杂志开始，世界就一直在改变，这些改变当然不仅是打字机被淘汰而已。对美国人来说，华尔街和股市已经掌控人们的大部分意识，现在连高中生也在谈论公司股票首次公开发行上市的内幕，企业首席执行官也都变成了名人。但是，回想1987年的冬天我刚入此行时，我知道自己实在还有很多事情需要学习。

在刚担任记者的那3个月我简直吓坏了，我在早上有时会觉

得胸口很闷，压力大得让我喘不过气来。当时我不但要打电话给陌生人，还要想办法套出他们不想跟我提的事，这的确令我十分紧张。不过，一直以来我倒觉得这是令人兴奋的挑战，其实，真正让我紧张的是——我对自己报道的领域一窍不通。更糟的是，我连装懂也不会。因为金融界有自己的一套专业术语，只有内行人才知道。虽然经过他人的解释后，这些行话并不难了解，不过，行话就像是用来吓人的惯用语一样。当时我确实是被吓住了，但我下定决心绝对不能失败。我因为没有钱，毕业后就搬回纽约皇后区跟家人同住，所以这份年薪21 000美元的好工作，我绝对不能放弃。况且我答应自己要存钱买一套公寓。

慢慢地，我很有把握地了解了金融市场。刚开始时我先学会讲行话，然后学会了解行话所代表的含义。有一次我听完对方讲了一堆愚蠢的行话后，竟然能马上提出问题，我绝对忘不了那次经验，这是我花了几年时间才做到这种地步的。不过，同时我也对华尔街金融市场的实际运作有了一些了解，而且总算没有被开除。

抢在他人之前揭露真相

我在《机构投资者》杂志工作将近七年，起初报道银行业的消息；一年后，开始报道股市行情；再过一年，我成为时事通讯部门的执行编辑，那段时间刚好因缘际会，让我学到了很多。在20世纪80年代中期到末期，股市狂飙、交易热火，我报道内线交易等消息，也揭露出商业银行界将会因为企业收购失败和房地产贷款过高，造成亏损而逐渐走下坡的内幕。另外，我还报道了90年代初期发展中国家逐渐浮现的资本市场。当时我正

进行全球商务之旅，在这场旅行中获得的见闻，到现在都还很受用。后来我转行进入了电视界，于1993年9月加入刚成立的有线电视台。

我刚加入CNBC（美国商业新闻有线电视台）时，美国蛰伏已久的经济刚刚开始从谷底爬升。当时我们根本没想到CNBC能在这么短的时间内，变得如此成功又深具影响力。那时我只有一个小小的野心：我要在别人还没找出事情真相之前，抢先一步让世人知道真相，而且我要让像我在1987年冬天那样的刚入行、完全不懂金融市场的人，也能了解金融市场

这本书只是延续我的这个野心。

造就优秀记者的特质，一样能造就优秀的投资人。说穿了，真的就是这么简单，你要怀疑、好奇、喜欢研究，能迅速分析、能发觉消息、探听传闻，能在自认为没错时，有勇气去做，也能谨慎小心不鲁莽行事。

仔细调查企业的资产负债表、别理会企业主管精致包装的那套说辞、从传闻中辨别事实（而且从假传闻中分辨出真假消息）——对于有积极进取精神的投资人来说，这些都是很好的策略和技巧。以前我曾独家披露过许多事件，包括1996年MCI公司被接管、联合科技（United Technologies）和通用电气（GE）出价收购霍尼韦尔（Honeywell）、长期资本管理公司（Long-Term Capital）的没落、安进公司（Amgen）收购生物科技公司Immunex以及安然公司（Enron）的破产事件等。

我做这一行所接触的消息人士，都具有一个共同的野心：尽可能赚到更多的钱。无疑地，他们喜欢工作和挑战，也享受把工作做好的满足感。但是在这么多跟我谈过的银行家、交易员、货币经理人和经纪人中，他们进入金融市场都不是为了一己之

私。事实上，他们当中有许多人在结束华尔街的事业生涯后，便致力于慈善事业，只不过在华尔街工作时，他们不见得关心投资人的利益。所以，虽然我很肯定自己在CNBC工作的这段期间无法解救世界饥荒，但我一直设法让股市变得更公平些。我努力把让华尔街人士赚大钱的信息，公布给投资大众。我帮过许多有钱人变得更有钱，这就是做生意的代价。但我要做的是，让一些收入不多的投资人开始了解华尔街的运作，利用这些知识协助他们做出更稳固的投资决定。

不友善，但公平报道的记者

一直以来，我对华尔街并不友善，我在这本书里也保留和坚持我一贯的态度。我尊敬在华尔街和金融界工作的人士，在这个圈子里，我把很多人当朋友，但我不确定他们是否会喜欢这本书。事实上，如果他们不喜欢这本书，或许就是对本书的最佳称赞，我不会介意。

2001年秋天，华尔街流传一封既感伤又有趣的电子邮件，内容如下：

如果你在一年前以1000美元买进北电网络（Nortel）的股票，现在股票价值只有49美元。

如果你在一年前以1000美元买进宏道资讯（BroadVision）的股票，现在股票价值只剩22美元。

如果你在一年前以1000美元买进JDSU（JDS Uniphase，全球最大的光纤通讯元件厂）的股票，现在股票价值只剩52美元。

现在，请想想……

如果你在一年前以1 000美元买了百威啤酒（不是买该公司的股票），然后把啤酒喝光，把卖啤酒瓶回收的零钱存起来，那么现在你还有79美元！

所以，我建议你……开始猛喝啤酒吧！

华尔街人士喜欢宣告“新典范”，声称旧规矩都不再适用。然而，事实并不是这样，最后旧规矩一样能适应，而且总是能适应。因为我们如果从过去两年内学到了什么，我们学到的就是——股价一定会下跌；而且一旦股价下跌，就会带来极大的痛苦。

这本书传授的许多资讯或许能帮助你赚钱，但是我并不保证照我的建议去做，就能让你万无一失地致富。况且，如果资讯就是力量，那么，了解资讯的能力就是一股更强大的力量，所以这本书对你很有帮助。如果你想知道华尔街的实际运作，想知道你的证券经纪人或基金经理人在做什么，想知道为什么分析师有时候会搞些下流手段，为什么卖空的人通常不会这样，想知道华尔街欺诈的目的，或是想窥探我独家报道的消息内幕，那么就请你继续看下去。或许，真相未必很美好，但我保证绝对值得一看。

如果你在一年前以1 000美元买了百威啤酒（不是买该公司的股票），然后把啤酒喝光，把卖啤酒瓶回收的零钱存起来，那么现在你还有79美元！

所以，我建议你……开始猛喝啤酒吧！

华尔街人士喜欢宣告“新典范”，声称旧规矩都不再适用。然而，事实并不是这样，最后旧规矩一样能适应，而且总是能适应。因为我们如果从过去两年内学到了什么，我们学到的就是——股价一定会下跌；而且一旦股价下跌，就会带来极大的痛苦。

这本书传授的许多资讯或许能帮助你赚钱，但是我并不保证照我的建议去做，就能让你万无一失地致富。况且，如果资讯就是力量，那么，了解资讯的能力就是一股更强大的力量，所以这本书对你很有帮助。如果你想知道华尔街的实际运作，想知道你的证券经纪人或基金经理人在做什么，想知道为什么分析师有时候会搞些下流手段，为什么卖空的人通常不会这样，想知道华尔街欺诈的目的，或是想窥探我独家报道的消息内幕，那么就请你继续看下去。或许，真相未必很美好，但我保证绝对值得一看。

目 录

导言

第1章 我为什么痛恨分析师==1

第2章 我为什么喜欢卖空的人==59

第3章 你也可能遇到欺诈事件==105

第4章 揭开证券经纪人的真相==143

第5章 乐在基金==177

第6章 购并游戏怎么玩==209

第7章 首席执行官也是人==255

结语==283

第1章 我为什么痛恨分析师

2001年4月时，美国能源大企业安然公司的股价高涨，生活是那么美好。安然新任首席执行官杰弗里·斯基林主持电话会议，跟分析师讨论最近的财务成效。当时一切尽如人意，许多分析师在提出问题前，都先恭贺安然公司“这一季成效极佳”、“表现相当优异”。大家很客气地提出问题，所提问题都相当肤浅。

后来在电话会议中，有位仁兄的语气较具敌意。他质疑安然公司如果真的在这一季表现极佳，为什么迟迟不把财务报表呈交给证券交易委员会（SEC，简称证交会）。以冷静闻名的首席执行官斯基林如果出生在100年前，绝对是一位冷酷无情的枪手；但奇怪的是，当斯基林听到有人提出这样的质疑时竟然失去了理智，骂人家是混蛋。这位“混蛋”分析师究竟是谁呢？其实他根本不是分析师，而是一位对冲基金经理人，他已经质疑安然公司的内部运作有很长时间了。

其他分析师在电话会议中都听到了这段交谈，但是，有没有人跟这位混蛋一样，接着追问后续问题呢？事实证明，显然没

有。在2001年4月，也就是该公司创下企业史上最大的一宗破产纪录的前8个月，几乎每位分析师都认为该公司股票值得“买进”。

证券分析大约出现在25年前，以后，股票分析的目标一直维持不变，就是：了解特定产业的公司现状以及影响该产业的条件。汽车业分析师的职责就是判断通用汽车（GM）的销售状况以及该公司每销售一部汽车的利润。分析师必须知道原料成本、劳工状况、汇兑利率等细节，对于会影响汽车制造商获得能力的其他因素，也必须有所了解。从观念上来说，分析师就像记者一样需要搜集资讯，必须有敏锐的直觉，还要经验老到、眼观四面、耳听八方；不但要拜访制造商、与供应商和顾客访谈、仔细研究公司的会计报表，还要从其他消息来源解析资讯。

接着就是撰写报告，解释该公司或产业的现状，详述他认为股价会上扬、持平的原因，或在极少数情况下推测股价下跌的原因。分析师撰写的报告，内容还要包括分析个股的短期评级、长期评级以及目标价。各证券公司都有自己的一套错综复杂的评级系统，光建议“买进”和“卖出”是不够的。我个人最喜欢高盛（Goldman Sachs）分析师用的那套方法，高盛在某段时期用的评级如下：“全球优先推荐股票名单”（global priority list）、“优先推荐股票名单”（priority list）、“推荐股票名单”（recommended list）、“盘中伺机买进”（trading buy）、“表现平平”（market perform）、“差于市场表现”（market underperform）。你可以从这些评级中看出，六项评级中有五项意味着个股表现至少跟大盘一样。虽然并非每家公司的评级方式都像高盛，不过一般来说，评级形式其实都差不多。

分析师研究报告的内容，一般会透过公司业务团队和分析师名嘴传达给客户，并跟客户进行沟通。通常，分析师会在早上7点召开的晨报中，告诉业务团队个股评级等级，然后业务团队再把讯息传达给主客户，同时请分析师在电话里跟特定客户进行解说。而亲切地帮你开户的营业员，除非是让公司日进斗金的超级营业员，否则根本不够格直接跟分析师说话；可想而知，分析师更不可能花时间跟我们这种散户投资人讲话。

分析师都要随时注意个股的预计盈余数字。像First Call和Zacks这类投资研究公司，都会把许多分析师做的预计数字加以收集整理，做成“全体一致的预计盈余”。很多人都把这项数字当成每季营运成果的指标，不过，从分析师的报告中，还是可以找出许多可靠的数字，例如：公司营业增长率、市场规模和公司的市场占有率等。分析师的报告提供许多投资人有用的数字和模式，让他们可以从多方面做选股比较，而且这类报告也提供“企业年度预计获利”这项关键数字。当产业或企业有什么风吹草动，分析师还会出现在媒体上，试图解释这项消息对某只股票的含义及后续影响。

华尔街的股市分析师每周会根据标的股公司，发表几百份报告，让股东了解影响该公司的最新消息，或提出对该公司的最新看法。在许多情况下，个股股价是否会因为分析师的说法而有波动，完全取决于分析师的评论对个股是否有利。股价波动通常是因为消息本身，而不是因为分析师对消息所做的评论。不过，有些公司的股价仍然可能受到分析师评论的影响而产生变动，这可说是家常便饭。举例来说，在2002年1月2日，EMC公司（全球最大的数据存取系统制造商）被所罗门美邦投资公司（Salomon Smith Barney）调升评级，当日股价便上涨12%。

取得资讯：个股评级变动

• Multex.com

可从股市行情指示器中，挑选250个研究部门做出的报告，从所罗门美邦、摩根斯坦利银行（Morgan Stanley）、美林（Merrill Lynch）等综合证券公司，到怡富证券（Jardine Fleming）、野村证券（Nomura）等专业证券公司的消息来源，都可以在此网站中找到。有些报告还可供读者免费阅读。不过，如果你同意让撰写报告的证券公司向你推销，那么你能看的报告保证多得超乎想像。

• FirstCall.com和Zacks.com

这两个网站是分析师群体的官方记录网站，提供最新的评级、评级变动、当季和当年的营业收入及获利预测、意外收益和盈余。

• 雅虎的盈余一览表

到网址<http://biz.yahoo.com/research/earncat/today.html>，可以查到企业最新的盈余报告。

• CNET的投资人专栏

到网址：<http://investor.cnet.com>，可查到分析师最近发布的个股评级和评论，虽然资讯不够完整，仍然很实用。你可以从任一个选项中，选取任何一家证券公司最近的评级变动报告。

• 纳斯达克（Nasdaq）

网址<http://earnings.nasdaq.com/earnings/analyst-activity.asp>，列出前一周大多数分析师认定的热门股，不只是纳斯达克上市股。你也可以从这个网站查到个股的意外收益、分析师的预测变动，以及相当不错的盈余一览表。

优先取得第一手消息

许多基金经理人常跟分析师保持联系，寻求分析师的高见，也顺便打听消息、得知小道流言。在这类交谈中，分析师会开诚布公地把自己知道、却无法对投资大众公开的事，跟基金经理人说。这些事可能是分析师从企业首席执行官那边得知的消息，例如：企业首席执行官询问分析师该接管哪些公司才好；也有可能是分析师去拜访某家公司，发现新任管理团队表现不佳等诸如此类的事。

基金经理人和分析师之间的资讯交流是双向的。2001年4月，高盛备受尊崇的汽车业分析师加里·拉皮德斯竟然针对GM退休金这项深奥议题发布一份详尽研究报告，此举让我感到十分讶异。他在报告中提出一项事实，GM公司将拨出大笔现金挹注在退休基金上，公司评级将受到不利影响。两周前，我从基金经理人那里也收到针对同一主题的详尽报告。看来，这位经理人好像跟拉皮德斯谈过，而且还说服了这位有影响力的分析师把消息传达出去。如此一来，这位经理人有分析师的帮忙，就能顺利地卖空GM的股票。

大家都知道在华尔街股市，支付最多手续费的企业，证券公司就会优先去电通报一手消息。这些企业是交易大户，所以他们能从电话中得到最新分析和消息。这类企业对分析师来说也有帮助，因为分析师也要留意大户进出哪些特定股票。大家都知道，史蒂文·科恩的当冲公司SAC Capital，每天的交易量就占纳斯达克和纽约证券交易所（NYSE）总交易量的1%。科恩的当冲公司是华尔街前20大交易户，所以也会仗势欺人，对分析师予取予求。科恩是一位有点超脱世俗、杰出又出人意料的交易员，虽

然如此，能从证券公司那里得到第一手消息对他还是很有帮助的。反正他做的是每日当冲交易，有时候某些交易甚至在一小时内就完成了。因此，知道市场风吹草动总是比较好。

证券公司提供的第一手消息，其实跟分析师公诸大众的消息无关，这类第一手消息可能是把对市场有后续影响的突破性消息，提前通知投资大户。在这种情况下，由熟知产业各企业相关优势的分析师去电告知投资大户，就可以成交一笔获利可观的交易。而且这种第一手消息并不只局限于分析师，也有可能是交易台的营业员，恳请投资大户下单交易。当机构投资者大笔进出某只个股时，交易台就开始忙着计算该只个股在市场上流通的股票还剩多少。照理说，这类资讯只有特权人士才能知道，不过，华尔街证券公司却会定期让投资大户知道谁买进或卖出哪只个股。如此一来，投资大户就能掌握交易优势。

杰夫·范尼克管理富达投资（Fidelity）旗下最大的共同基金——麦哲伦基金（Magellan Fund）时，银行当然有必要对他曲意逢迎。对共同基金投资人来说，富达投资（尤其是麦哲伦基金的规模）不但有一流的研究团队，还能取得华尔街证券公司研究报告的第一手消息。

以麦哲伦基金的例子来看，真正因为基金规模庞大受益的，只有基金经理人。确实，麦哲伦基金规模庞大，能替银行创造高额交易手续费，所以银行会刻意迎合范尼克提供他所要的研究报告。不过，规模如此庞大的基金，就算提早知道研究报告或第一手消息，也无法从中获利：因为对于金额高达500亿美元的投资组合，无论是要累积或减少足够数量的股票以创造差异，通常都要花上几个月的时间才行。不过，经验老到的范尼克，当然乐意知道分析师的最佳构想，也乐意接到这类告知第一手消息的电

话。因为只要一接到这种电话，几乎就保证他个人可以马上交易获利。他仗着自己是麦哲伦基金经理人为自己牟利，靠他所获得的消息进行个人交易，这可以算是共同基金经理人的额外收入。以对冲基金业来说，共同基金经理人的薪资并不算太多，所以高达投资认为，只要基金管理得当，范尼克个人交易的事就不必太在意。但事实上，范尼克在个人账户进账暴增之际，却在公司政策上做出错误判断，认为股市指数飙涨过高，于是大笔买进国库债券，导致麦哲伦基金净值萎缩。最终，是范尼克自己愈来愈有钱，而麦哲伦基金净值则日益缩水。

遗憾的是，我们并不是范尼克这类基金经理人，也没有他那么多钱。大多数散户投资人，从来不可能由分析师或营业员那里取得第一手消息，只能仰赖分析师写的研究报告作为交易指南。然而，在选股方面，这些研究报告根本一点帮助也没有。我这样说，主要是基于下列三大因素：

1. 利益冲突
2. 太过乐观
3. 先天胆怯

下面我们就来逐一分析这三大因素。

1. 利益冲突

想像以下情况：某家公司花大笔钱收买你最喜爱的财经记者，要求他对该公司进行的交易做出有利报道；电视新闻记者之所以告诉观众某家公司前景可观，是因为这家公司跟电台老板有许多生意往来；时事评论家决定是否报道某家公司的消息，不是

因为该公司值得报道，而是因为老板跟这家公司关系密切。这些都是新闻记者在职务和名声上所发生的利益冲突。不过，奇怪的是，让记者被解雇的这类冲突，却能让分析师受到擢升。

举凡你听过的分析师，几乎都在像摩根斯坦利银行、美林、高盛、所罗门美邦投资等这类投资银行工作。这些银行可能会向重视分析师专门性研究的投资散户收取一些费用，作为研究经费，不过，这一点小钱跟机构投资者的高额交易手续费相比，简直微不足道。首先，这些投资银行赖以生存的，是从安排交易、建议交易中收取的费用。通常，能巩固企业关系、营造传闻，怂恿投资大众进行这类交易的分析师，就能被擢升，也能获得高薪。做不到这样的分析师，只好另谋高就。

不过，情况未必都是这样，回溯到20世纪70年代，证券分析几乎可说是纪律甚严的专业领域。分析师的办公室经常地处偏远，研究部门的资产负债表也个别区分出来，分析师电话业务始终繁忙。那时，研究部门通常由意志坚强的主管带领，并负责取缔分析师的不良情事。如果有机会跟证券分析界的老前辈谈谈，他们一定会告诉你，研究主管不准他们做出虚构不实的预测，或发表意图取悦企业话题的报告。而且，老一辈的分析师也强调，他们从未感受任何压力，要他们大肆推荐某些个股、掩饰严重情事，或是不理会事实真相。

虽然研究部门从来就不是利润中心，但却能刺激足够交易获取利润，并维持部门运作。后来到了1975年5月1日，由于证交会解除对手续费的管制，手续费折扣应运而生。华尔街证券公司在解除管制前，可以从每股交易中向客户收取0.28美元的手续费。按照这种比率，不管证券公司鼓励投资人买进或卖出，一样都能收取手续费，所以透露交易实情的分析师，就能获得奖赏。

不过，折扣证券公司（discounters）开始向投资人收取更少的手续费，有时甚至每股交易只收取几美分而已。在此同时，交易所已经开始取缔证券公司的投资大户对个股做议价，其中尤以纳斯达克的交易为甚。这些改变让证券公司不能再从股票买卖交易中获取大笔利润，如果他们要维持或增加成长率，就必须仰赖其他收入来源。证券公司发现，投资银行是一个不错的做法，反正他们旗下的分析师早已跟企业打好关系，可以利用这种关系做生意。

这么好的事证券公司当然想得到。想想看：在2000年第四季时，全美最大零售证券公司美林证券从投资银行承销和咨询业务产生的营收，金额就高达11亿美元。就美林当季总营业收入来说，投资银行业务的营收就占17.5%。然而，美林证券却是华尔街证券公司中，更仰赖传统股票手续费作为主要收入的证券公司。在2000年会计年度，摩根斯坦利银行的证券业务获利40亿美元，其中大部分营收来自购并咨询费、承销股票和公司债，因为这类业务的利润相当高。

究竟利润有多高呢？以承销一般首次公开发行上市股（IPO, Initial Public Offering）来说，承销商可收取7%的纯益做手续费，而且7%的股票大多进到主要承销商的口袋（司法部一直在调查，承销商是否在个股上市承销价格上做手脚）。如果某科技公司公开卖出5亿美元的股票，承销商就能分到3500万美元的股票做手续费，但是如果承销金额庞大，承销商可以拿到的手续费比率就不会这么高。

不过，投资银行从这类承销作业中取得的总现金金额，正在逐渐减少。2000年，投资银行发行给投资大众的新股票，总值731亿美元。这458次承销作业，让承销商赚进50亿美元的手续费。其中大部分的手续费，则由摩根银行、高盛、美林和瑞士

信贷第一波士顿银行囊括。

收入暴增：这件事主要和投资银行有关，尤其是像高盛、美林、所罗门美邦投资、摩根大通银行（J.P. Morgan Chase）和瑞士信贷第一波士顿银行（Credit Suisse First Boston）等专门负责承销业务的投资银行，最令人感到可疑。投资银行顺利承销股票或公司债后，承销团队就会在《华尔街日报》这类主要财经刊物上刊登广告志庆，这些广告被业界称为“墓碑”。在广告下方，会依照证券售出数量列出承销单位名称，所以列在最上方的承销单位，收入当然就暴增。

购并咨询业务跟承销业务一样，都能赚取高利润。公开上市股研究机构CommScan指出，到2001年2月中旬为止，前9个月内总值超过50亿美元的购并案，大约替收购企业咨询的投资银行赚进2 300万美元的咨询费。举例来说，瑞士信贷指点首星银行（Firststar），以210亿美元购并U.S.Bancorp银行。光是这个案子，瑞士信贷就从中获得2 300万美元的咨询费。汇达证券（CIBC）和美国银行合作，指点JDSU光纤公司收购SDLI，两家银行平分3 500万美元的咨询费。美林顺利让百事可乐公司标得桂格公司，也因此赚进2 000万美元的咨询费。另外，GE当初如果能买下霍尼韦尔公司，摩根大通银行也能取得2 500万美元的咨询费。

我们就拿桂格的案子来讨论，假设它还在进行中。百事可乐约以价值140亿美元的股票买下桂格公司，如果美林的食品业分析师认为，百事可乐收购的价格过高，这项交易对百事可乐公司不利，那么，这份报告一定会让百事可乐的股价下挫，结果百事可乐反而要拿更多的股票来交换桂格的股权。在某些情况下，

对交易的负面报道可能让百事可乐的股东感到不满，投票否决此项交易。

如果你是美林，从这项交易中可以进账2 000万美元，难道你会冒险让这种事情发生吗？我想不会吧。美林当然也不会这样做，你可以想像银行对分析师施加多大压力，银行不可能让分析师做出有损主客关系的负面评价。

承销业务的情况也是这样。想要销售股票或债券的公司，不会把几百万美元的手续费交给可能做出负面报道的承销商。以卡夫食品公司（Kraft）的IPO为例，瑞士信贷和所罗门美邦合作此次承销作业，平分24 500万美元的手续费。如果刚好碰到银行生意不太好，金额如此庞大的手续费，可能就是这两家银行的最大宗收入。所以这些投资银行旗下的分析师，根本不可能不对卡夫食品公司及其母公司——菲利普·莫里斯公司（Philip Morris）做出有利的评价。况且，菲利普·莫里斯公司有可能把子公司卡夫食品的股票，配股给股东，如此一来，承销商又能赚进另一笔手续费。

以卡夫食品公司的承销案为例，高盛在此案中扮演的角色不重，但却因为旗下的分析师没有做出有利评价，而让高盛付出相当大的代价。在这项承销案中，高盛也是承销团队中的一员，但在股票公开上市的前一个月，高盛食品业的分析师，似乎被迫做出对卡夫食品公开上市后股价不太看好的报道。结果在众多华尔街知名证券公司中，瑞士信贷和所罗门美邦投资并没有分给高盛任何卡夫食品公司的股票，一股也没有。如果你是通过高盛交易的投资人，想要认购卡夫食品公司的新股，只能算你运气不好。瑞士信贷和所罗门美邦投资，当然要报复高盛分析师的直言不讳。

在股东交易手续费逐渐下滑的情况下，企业购并件数和金额却不断增加。过去10年来，美国的购并活动速度屡创新高，

但到2001年时，购并件数和金额则呈下降的趋势。

年度	购并件数	购并金额 (单位: 亿)
1991	1 877	\$ 712
1992	2 574	\$ 967
1993	2 663	\$ 1 764
1994	2 997	\$ 2 257
1995	3 510	\$ 3 560
1996	5 848	\$ 4 950
1997	7 800	\$ 6 571
1998	7 809	\$ 11 929
1999	9 278	\$ 14 258
2000	9 602	\$ 13 955
2001	8 231	\$ 7 028

资料来源: mergerstat.com

从90年代初期开始，承销业务总金额也同样直线上升。

全球债券、股票及股票相关产品承销总金额

年度	承销金额 (单位: 亿)
1991	\$ 9 147
1992	\$ 11 969
1993	\$ 16 573
1994	\$ 13 030
1995	\$ 12 672
1996	\$ 18 424
1997	\$ 23 516
1998	\$ 29 097
1999	\$ 34 050
2000	\$ 32 679
2001	\$ 40 132

资料来源: Thomson Financial Securities Data

至于投资银行与股票分析师之间的隔阂（业界戏称为“万

里长城”），全然是一个虚构的笑话。的确，华尔街证券公司资深经理人会板起脸来告诉你，事情并不是那样。5年前，当时担任美邦证券公司总裁的杰米·戴蒙，因为我不断贬损该公司分析师，还把我当面痛批了一顿。现任第一银行（Bank One）首席执行官的戴蒙，跟我前任老板杰克·韦尔奇一样，都是不会胡说八道的人，但是或许当天情况特殊，我因为跟他首次见面，他倒是跟华尔街其他资深经理人一样，表现出一副很替分析师说话的模样。

2000和2001年内，股市大幅下挫，投资大众了解到这项惨痛的事实——证券公司只是透过分析师，乱吹乱捧一些垃圾股。结果，许多证券公司设法提升分析师研究报告的品质，让报告更有公正性。对于美林这种依赖散户投资人为主要收入的证券公司来说，势必要重新取得投资大众的信任才行，但是要达到这个目标并不容易。美林已经把研究部门和投资银行部门分开，同时，该公司也调整评级系统，鼓励分析师不必害怕做出“卖出”的建议（在美林证券的评级系统称为“减码”）。而且该公司也定出象征性政策，禁止分析师拥有所报道公司的股票。这项政策让美林的知名度提升不少，但是美林的这些努力，并无法证明一定就能对投资人选股有帮助。分析师知道，惟有帮公司拉进投资银行的生意，才能让他们成为明星分析师。而且在华尔街每家投资银行中，这始终是不争的事实。

分析师表现出最微妙的冲突，并不在于认定哪个股用哪项评级，而在于要不要把该只个股列入考虑的“决定”上。分析师不可能把产业中的每家公司都列为研究标的，所以可想而知，有的分析师在做此决定时，会选择对大多数客户最有用的公司作为研究标的；有的分析师则可能会以世界和平作为选择

的取决因素。

其实到最后，分析师通常会把研究产业中的最重要企业列入研究标的。不过，刚开始时是否把企业列入研究，就要看哪家企业对银行日后的生意最有帮助。事实上，对许多企业的主管来说，这件事一直让他们气馁，除非他们公司有股票要卖，否则华尔街分析师根本不会注意他们。我听过太多的中型企业主管跟我发牢骚，说华尔街分析师不把他们列入分析。稍后我也会解释，那些不被分析师列入研究的企业，就不会被基金列为买进标的。所以，企业能被分析师列入研究，对企业获利确实有很大的帮助。

分析师会把上市公司，或跟证券公司投资银行有股票承销、债券交易以及购并咨询等生意来往的公司列入分析范围。虽然证券公司不会把这类关系明讲，但我们可以理解，与银行有生意往来的这些企业，大多会被分析师列入研究范围。

如果你不相信我说的话，你只要注意证券公司承销新股后登的“墓碑广告”。在这类广告中，列在越上面的承销商，在承销案中就扮演越重要的角色。我们可以打赌，这些承销商几乎每家都建议投资人“买进”这只新股。承销商如果不这样做一定会被报复，下次交易绝对会被排除在外。

合并案的游戏规则也一样。起初，摩根斯坦利银行和所罗门美邦投资共同合作美国在线-时代华纳（AOL-Time Warner）的合并案，摩根斯坦利负责执行合并案协议，并从中获利1 250万美元。合并案结束时，另可获利4 500万美元。以合并后的价值来看，还可获得1 500万美元。既然最后一部分的获利跟合并后的股价有关，可想而知摩根斯坦利和所罗门美邦的分析师，为什么要对这项交易做出相当有利的评价。

其实，摩根斯坦利银行互联网首席分析师玛莉·米克，对这项合并案一开始就彻底妥协。来自摩根斯坦利银行的消息人士指出，公司要求米克在美国在线-时代华纳公开合并前，开始报道这两家公司。在美国在线和时代华纳管理阶层会商的一周前，米克对这两家公司所做的报道，可想而知一定相当有利。事实上，米克这样做有错吗？米克的职责应该是从外部去分析和评估这些公司，而不是跟这些公司秘密协商，告诉他们该怎么做。当然，投资银行客户如果能跟知名互联网分析师商讨当时最大宗的互联网交易案，绝对是有利无弊。不过，如果投资银行和研究部门的业务必须理清的话，那么这种交谈就不该发生。

摩根斯坦利银行有一位媒体分析师，就不太理会投资银行那一套做法。这位分析师就是里奇·毕洛迪。我跟他不熟，不过，该公司负责媒体和电信投资银行业务的人，都很怕这家伙。他有胆量，敢批评跟投资银行做生意的企业，而且还不止一次对产业或企业做出批判性的报告，让投资银行丧失赚取手续费的商机。摩根斯坦利的银行家聪明得很，他们也会反过来利用毕洛迪的名声，帮助他们争取客户。而且就算毕洛迪再怎样特立独行，他还是愿意为团队做一点事（详见17页对美国第三大有线电视业者Comcast的个案解说）。再说，提到产业研究，毕洛迪也是少数值得注意的分析师之一。

即使是像毕洛迪这类不理睬别人的分析师，至少也要帮投资银行与企业从中穿针引线。经验老到的分析师，都认得自己所研究企业的首席执行官和财务官，证券公司也希望通过他们帮银行与企业打好关系。许多时候，这类关系后来为证券公司带进生意，赚取大笔利润。一般来说，参与交易的企业跟证券公司的投资银行交易谈妥后，还会雇用其他“银行家”，而这些银行家通

常是——分析师。吓你一跳吧。这些公司需要分析师提供“咨询服务”，但事实上他们并不需要任何建议。这些公司何必这样做呢？因为这样做就能保证，证券公司的分析师绝对会看好这项交易。这是贿赂。

交易后才参与的银行声称，他们拿到的手续费无法与交易主导银行相比，但无论如何，有参与还是有利可图的，手续费并不是单一考虑。在购并（M&A）界也用“参赛表”追踪单一购并案中，相关参与者的交易规模、投资银行与法律事务所。在购并案成交后才加入的投资银行，一样能被列进参赛表，载明交易数量和金额。这些评比对招揽新生意相当重要，因为这是计算银行家奖金的最重要因素。

所以，虽然摩根斯坦利银行和所罗门美邦投资在美国在线-时代华纳合并案中，担任主要的角色，不过，时代华纳也找华色斯坦培瑞拉集团（Wasserstein Perella）做后续建议，而美国在线也把美林和高盛找进来帮忙。后续加入的这些证券公司，拿到的手续费并不多，美国在线-时代华纳公司为了回报分析师对此合并案的大力支持，所付的金额大概不超过1 000万美元。美国在线-时代华纳公司这么做，其实相当值得，因为分析师纷纷表示此项购并案将省下大幅成本，还能发挥极大的综效，但更重要的是，证券公司有机会参与有史以来金额最庞大的交易案，证券公司这样做的报酬又是什么？美林签约受雇参与此案的几周后，旗下最知名的分析师亨利·布洛杰特和杰西卡·李夫·科恩，就发表“美国在线-时代华纳合并案分析”报告，表示相当看好这项合并案，于是这两家公司的股价就涨了一成以上。像科恩这类极有说服力的分析师会发现，原来他们就是被急着找手续费的银行家，在未经分析师本人的同意下出卖了。只要看看美林的银行

家对想出售大型媒体所有权的公司管理阶层，发出如下的电子邮件，就会知道其中情况。第一封电子邮件的内容是：“在这项交易中，本公司必须列名为共同顾问。而且毫无疑问地，科恩会支持这项案子。她会尽快发表对此项交易有利的报告。”第二封电子邮件更不择手段：“我们必须参与这个案子……我们乐于接受小额手续费……我们保证科恩不会让我们丢脸，她一定会支持本案。”

经过几个月的规划，到了2001年夏天，美国第三大有线电视业者Comcast公司，主动提议标购美国电话电报公司(AT&T)的宽频业务。当时，Comcast雇用摩根斯坦利银行和美林指点这次收购案。因此，这次收购案中最感到开心的，或许就是跟Comcast关系密切的人士以及该公司总裁布雷恩·罗伯茨。因为全球最知名的两位有线电视业分析师，就在这两家公司工作：毕洛迪是摩根斯坦利银行的分析师，而科恩则是美林的分析师。Comcast阵营的人都高兴得很，因为他们相信这次收购案必定会受到两位分析师的支持。

对毕洛迪来说，这意味着他要赶快收回对本案的意见。因为Comcast做出主动标购后，便开始以AT&T宽频业务营运不善作为主要论述，表示由该公司收购后营运能有所改善。可是毕洛迪在前几周前还一直告诉投资大众，AT&T宽频业务因为管理不善，所以真正取得的利润比Comcast说的还少。还好毕洛迪当时只是口头讲讲，并没有白纸黑字地写下这段评论，但是他当初的确把消息透露给对冲基金界，我在对冲基金界的友人还特别注记下来。当我把毕洛迪的真正想法告诉Comcast时，对方当然很不高兴。他们可能打了电话找毕洛迪，要他闭嘴别乱说话。毕洛迪受到这么大的压力，只好听命行事。

还想听别的例子吗？

2000年10月27日，知名媒体公司Primedia的总裁暨首席执行官汤姆·罗杰斯宣布收购About.com网络公司。之后，Primedia的股价在连续16个交易日成交量一如往常，但股价却下挫25%。几天后，我打电话给罗杰斯询问状况，因为该公司股价似乎还会重挫。我跟他说：“罗杰斯，情况太糟了吧。”我认为罗杰斯是一位干才，这时，他竟然跟往常一样开始跟我胡诌，说起这项收购案有多棒，说他早就知道市场对此反应冷淡。他还说到美林的分析师布洛杰特不久就会发布看好这项收购案的报告。我很惊讶，像罗杰斯这么精明老练的人，竟然这么重视分析师的意见。

“布洛杰特已经不吃香了，”我告诉罗杰斯，“他对前景看得太过乐观，现在很多人已经不信他那一套了。”

“那么，我应该去找谁？”他问。

我为他推荐当月最红的霍利·贝克尔，因为贝克尔的分析比较负面一些。我想，如果她这么受到赞赏，只要她出面建议，投资人对这项收购案的看法或许能有所改变。

“我把名字写下来，我们现在就打电话给她。”

显然，罗杰斯要找贝克尔帮忙，说服她支持这项收购案。不过事情并没有这么顺利，贝克尔并不赞成这样做，幸好，这件事她做对了，因为后来Primedia一直绩效不彰。

大冲突

我喜欢杰克·格鲁曼。每当我跟他在宴会上碰面，他就拥抱我。我不在意谁拥抱我，可是看在格鲁曼拥抱过我的份儿上，我就暂且饶过他，因为我对于这位所罗门美邦投资公司的电信业顶尖分析师，倒是有很多不利的事可说。格鲁曼这家伙聪明绝顶，

对电信业相当了解，不过，你如果要跟他聊，就必须能让他把事实全盘托出，别让他尽说一堆废话。当你让他开口讲话，引导他少说一些偏见，你就能听到他对市场上冲劲十足、风险性高、合并性最强的电信业发表的有趣看法。然而，不管我多么喜欢格鲁曼，也不管他对电信业多么了解，这个人还是有问题。长久以来，分析师究竟该以银行利益为重，或以分析的正确性为重，其中的利益冲突一直为人诟病。而格鲁曼这家伙，就是这种从中图利者。

在20世纪80年代间，格鲁曼在知名证券公司潘恩韦伯公司（Paine Webber）担任电信业分析师，当时分析师都过着默默无闻的日子，不像现在大家把分析师捧得像超级明星。格鲁曼曾在AT&T工作，所以认识该公司的一些高层主管，也受到一些电信公司的尊崇。而且他对AT&T做的一些评价也很不错，例如，他察觉出贝尔公司（Bells）的官僚作风，率先做出对AT&T的负面报道。

格鲁曼跟伯纳德·埃贝斯见面的那一天，肯定是以真面目示人。埃贝斯是来自密西西比州杰克逊市的一个大胡子男人。他在老家加拿大艾德蒙顿的艾伯塔大学退学后，就来美国发展。起初他担任体育老师的工作，后来在1983年因为有一群朋友出资成立LDDS（长途电话优惠服务公司），于是开始做起长途电话生意。

格鲁曼发现，埃贝斯跟他一样很有野心，也爱夸大；埃贝斯对格鲁曼也有这种感受。当LDDS加入世界通讯（WCOM, WorldCom）时，格鲁曼开始指点埃贝斯以不断上涨的股价做筹码，持续收购其他公司。在当时，收购企业就多达七十多家。

对格鲁曼来说，世界通讯一直是他个人的最大冲突点。从

某方面来说，他一直是以该公司的银行家，埃贝斯进行的各项交易几乎都经过他的指点。大多数投资银行家在交易完成后，又变得默默无闻，可是分析师兼银行家格鲁曼完成一项交易后，就能马上恢复在所罗门美邦投资电信业分析师的身份。他利用这种身份，便有筹码极力吹嘘先前指点埃贝斯做的交易有多棒，况且，这也是他受雇要做的事。

举例来说，世界通讯收购MCI时，格鲁曼就是咨询团队的成员之一。世界通讯的收购价格和MCI的现值差异极大：这件事显示出投资人担心这场交易可能没办法谈拢。此外，自从世界通讯宣布这项收购案后，股价就开始重挫，压低收购案总值。所以格鲁曼开始发挥功效，他跟投资大众吹嘘这项收购案有多棒，华尔街股市多看好这个案子，他是怎么做到的呢？我们就来发掘事实吧。

格鲁曼恢复电信业分析师的身份，撰写有利于此项收购案的研究报告，这类不公正的报告或许无法让投资大众为之所动，但格鲁曼能提出数据和预测，他有内部消息取得确切数字，知道这项收购案可以产生多少综合效益、节省多少成本、企业成长率将是多少等。废话，他当然知道这些，促成这项案子的人就是他啊！企业主管无法评论的事，格鲁曼就能代为发言，例如，他不必担心反垄断法人士阻挠这项交易，也不必担心对这项交易是否有充足的信心。

后来故事怎样发展，大家都很清楚。这项收购案于1997年10月1日正式宣布后，在1998年9月14日大功告成；所罗门美邦投资从这个案子获得4500万美元的咨询费。总之，如果你当天听信格鲁曼的建议买进世界通讯的股票，还是可以赚到钱。虽然在接下来的9个月里，世界通讯股价仍继续上涨到每股60美元，

不过，到2001年时，该公司股价却跌到每股12美元。即使股价下跌不止，格鲁曼仍不断推荐（2002年6月25日，世界通讯爆发财务丑闻，股价跌近3/4；7月21日申请破产保护，是美国史上牵涉金额最大的破产保护申请案——1 070亿美元，比安然案几乎多出一倍——编者注）。

想想看，格鲁曼为自己公司的投资银行业务如此尽心尽力，难道不够明白吗？他每天能赚进2 000多万美元，而且花旗集团（Citigroup）的大笔股票选择权还没算在内呢？

我父亲常跟我说：“做人就要强调自己的优点。”格鲁曼就是这么做的。他可说是世界通讯先生、PSINet（互联网运营商）先生、环球电讯（Global Crossing）先生。从格鲁曼的例子，我们可以清楚了解银行家兼分析师所面临的冲突。当他强力推荐业务团队买进世界通讯股票时，电信业类股却惨遭重挫，世界通讯股价从60美元跌到12美元；他推荐的环球电讯，也从60美元跌到1美元；PSINet的股价也从40美元跌到宣告破产。当ICG Communications破产时，格鲁曼还替该公司站台，直到母公司显然想终止该公司营运时，他才开始看坏这家公司。

或许，格鲁曼在提议环球电讯和美国西方公司（US West，简称美西公司）这项交易时的作为，才是最令我欣赏的。我在本书第六章会详述此案，不过，有些事还是值得先在此提出。在Qwest加入竞标后，这个案子开始松动，银行家格鲁曼知道计划将泡汤，便赶紧巩固自己的分析师地位。他开始客观地评量这项标案，对客户的这项标案做出如此评论：“我们认为环球电讯的这项标案，是让该公司和美西公司共同创造价值的最佳财务做法。”（为什么格鲁曼只用“最佳财务做法”这种字眼，而不说这样做“相当有创意”、“绝顶聪明”呢？）尽管格鲁曼做出这

样的评论，Qwest最后还是得标。不过，你别担心，格鲁曼还协助Qwest首席执行官乔·纳吉欧获得首席执行官的职务，所以纳吉欧后来当然会让格鲁曼尝到甜头。

后来，格鲁曼因为在AT&T一案中的表现，害得他身败名裂。多年来他身兼投资银行业务和分析师，却让自己在公众中的信誉逐渐下降。以往，他对电信业龙头AT&T一直做出中立或负面的报道，报道并没有错，只是到1999年12月时，他却突然开始看好AT&T。突然间，AT&T变成资产被过度低估的公司，而且公司宽频业务的增长率显然并未被外界所知。原先格鲁曼一直告诉大家AT&T很烂，就连新首席执行官迈克尔·阿姆斯特朗上任，开始采用新策略时，他也不看好这家公司。多年来，格鲁曼对AT&T的看法其实都很正确，但是却突然把AT&T的评级，从“持股观望”调升到“买进”，还把目标价调高许多。况且，他这样做时还泰然自若：没有窃笑、也没有使眼色，只是冷静地道出先前没有发现的宝藏。

格鲁曼这么做，完全是想从AT&T这里取得好处。这样一来，所罗门美邦投资接下来承销AT&T无线业务新股上市时，他就能保住一席之地（当初，格鲁曼调整AT&T评级时，我曾在“股市扩音器”节目中谈此事）。AT&T无线业务新股上市总值100.6亿美元，是美国历史上总值最高的新股上市案。不难想像，格鲁曼当时承受了多大的压力。当初，阿姆斯特朗是所罗门美邦投资的母公司花旗集团的董事，而花旗集团的首席执行官桑迪·韦尔也是AT&T的董事。长期以来，韦尔一直向格鲁曼暗中施加压力，要他调高AT&T的评级。你可以想像，阿姆斯特朗当然也会向韦尔施加压力，要求AT&T和所罗门美邦投资合作。

最后，所罗门美邦投资因发行AT&T无线业务新股，赚进7 000

多万美元的手续费，格鲁曼也从手续费中取得1%的额外奖金。随着合并及收购案的大幅衰减，投资银行承销的案子愈来愈少，也愈来愈难得到如此高额的手续费。在购并案衰减和安然公司破产事件爆发之后，分析师究竟该不该涉足投资银行业务，也成为众人议论的焦点。于是，有些人推测，格鲁曼这下子应该会收敛一点。对这一点我很怀疑，至少，他跟公司签下的合同还是要继续履约，否则他怎么才能每年赚进2500万美元。

AT&T无线业务的新股上市几个月后，同年6月我在罗宾汉基金会晚宴时，碰巧遇到格鲁曼。我们闲聊了一会儿，当晚他离开时还跟我拥抱告别。我曾经在节目中大肆批评这家伙，但格鲁曼并不在意我曾批评过他，他不是那种记恨的人，他很清楚自己在做什么、为什么这么做。反正他可以赚进1亿美元，有了这笔钱，谁不会时常保持笑脸？恐怕就算出卖灵魂也没关系。格鲁曼光从AT&T无线业务这个案子，就替自己赚进1亿美元。可惜的是，就算用全世界的财富，也无法提升他的公信力。

格鲁曼有不少同伴。其实，虽然他在公司是姿态最高的银行家兼分析师，但最恶名昭彰的却不是他。你如果跟所罗门美邦投资的营业员聊聊，他们会津津乐道地说起格鲁曼的坏话。然而，他们更痛恨的是另一对搭档，因为这对搭档让他们遭受到很大的蹂躏，这对搭档就是：15年来在美邦证券（后为所罗门美邦投资）主管医疗保健业投资银行业务的本杰明·罗瑞洛和他的分析师伙伴杰夫·哈里斯。在那几年内，这对搭档一起合作推荐一堆垃圾股，例如：Integrated Health、Mid Atlantic、Medical、MedPartners、US Oncology、HealthSouth。而这些只是所罗门美邦投资在90年代期间，强迫推销给证券业务团队的个股之一，当初全都是靠营业员的努力，把这些垃圾股推销给客户。相形之

下，格鲁曼的作为跟这对搭档相比就不算什么了。我们可以想象，所罗门美邦投资的营业员就像战场上的输家一样，要是他们说起这对搭档的坏话，一定会滔滔不绝。

根据所罗门美邦投资的人告诉我，该公司的资金承诺委员会最后受够了这对搭档的胡作非为，删减拨给他们运用的资金，好确保新事业资金不虞匮乏。不久后，这对卑鄙的搭档找到新东家——证券公司瑞银华宝（UBS Warburg），再度积极地推荐健保医疗个股。而且，罗瑞洛加入瑞银华宝时，还签下价值7 000万美元的3年合同，而哈瑞斯在这3年内，也赚进2 600万美元。

玛莉皇后

在新股首度公开上市的过程中，分析师兼银行家的角色最重要不过。玛莉·米克研究个人电脑业，是受人敬重的分析师，20世纪90年代初期，米克开始把互联网这个新行业列入研究范围，也为这个新兴行业推波助澜。1993年，米克在美国在线个股进行分割调整时，对个股做出“买进”评级，她比同业更早察觉到互联网业即将蓄势待发。随着资金市场对网络公司的逐渐加温，米克也开始努力推荐网络股票。

像Priceline.com、Akamai、Ask Jeeves、Redback Networks、Ariba、Women.com、Broadcast.com、CNET、Drugstore.com、Expedia、FreeMarkets、Homestore.com、Ingram Micro、Intuit、Marimba、Scient、Tickets.com、VeriSign、Vignette和Ziff-Davis等公司，只是米克当时整理给摩根斯坦利银行推荐给投资大众的个股之一。此外，米克也为公司带进许多公司债、私人配售和购并生意，例如知名医疗网站Healthon跟WebMD的合并案以及美国在线和时代华纳的合并案。对摩根斯坦利银行来说，米克大力

推荐网络个股，的确为银行带进大笔的生意。根据汤姆逊金融证券数据公司指出，在1998年到2000年间，摩根斯坦利银行从承销互联网公司新股上市和后续认购中，就赚进4.8亿美元。所以，就算米克协助计价的互联网公司在上市几年后一直绩效不彰，又有什么关系？上帝保佑玛莉皇后米克！如果光是保佑还不够，她还有年薪1500万美元做保障呢。

不过，米克这样不但有违分析师选股的职责，而且在这些个股上市后，不管表现多差，她也不会调降个股评级。2000年3月网络股崩盘之际，米克对她研究的14家网络公司还是做出“买进”的评级，从未做出“卖出”的评级。一次也没有。

其实，米克的确试图做调降评级的动作，挽回自己的公信力，但却遭到公司投资银行业务人士的打压。2000年年底，雅虎的股价尚未反应线上广告业绩下滑之际，米克就提醒老板打算调降这支网络绩优股的评级。

摩根斯坦利银行的分析师有自己的办公室，这些办公室以玻璃做隔间，发生什么事都逃不过大家的眼睛。该公司人士跟我透露，米克打算调降雅虎个股评级的消息走漏后，一群银行家迅速赶到她的办公室。根据目击者指出，这群银行家跟米克在办公室里会商，最后也达成协议。米克屈服了，对于那些可能让银行赚进手续费的网络个股，她同意不做出调降评级的动作。米克在报告中提出对雅虎个股的考量，但却没有改变对该股的评级建议。在接下来的几个月内，米克则采取更低调的作风，几乎不对雅虎个股做出任何评论。

这些公司之所以纷纷涌进米克的办公室，原因其实很简单：他们知道她会对个股做出建议“买进”的评级。这是否意味着，米克认为有商机可做的网络个股，就会这么做吗？没错，当然是

这样。这就是为什么像Drugstore.com、Women.com和Ask Jeeves这些烂公司，也能被搬上台面，但最后却都一败涂地。值得称赞的是，有些公司因为米克在个股上市后做出的报告数量过少，后续生意就不交给摩根斯坦利银行做，像Ask Jeeves和Redback就是其中的例子。

分析师不但让公司浮上台面，也让银行家接手做后续的业务。银行家会跟这些公司招揽发行新股上市的生意，还会跟这些首度发行股票上市的公司，一起做路演。通常，主要承销商跟客户讨论上市案时，会请分析师参与讨论，在许多情况下，分析师都会加入讨论，并回答有关计价、预估或产业比较等问题。分析师也会跟企业主管一起出差，参加与买方的一对一会议。买方人上知道，在这类会议中，分析师难免会大力推荐要发行初始股的公司。不过，像富达投资这类公司，在买方质问发行IPO的公司主管时，并不允许分析师在场，而买方人士或许会发现，不管他们付多少钱买初始股，分析师还是能说服投资散户在初始股上市后，以更高价购买这只个股。

卖方/买方：卖方指的是卖出股票的证券公司和投资银行。买方指的是购买股票的机构投资者，通常买的是共同基金、退休基金和对冲基金。

根据一项在20世纪90年代间，公开上市企业首席执行官和财务长的调查显示，75%的受访者指出，他们在挑选初始股主要承销商时，最在意的是研究单位的品质和名声（现在，证券公司哪有什么品质和名声可言？）其实，当银行家跟企业详细解释筹资计划时，分析师做的简报才是最重要的一环，因为分析师会解

释他将怎样与投资大众推销这个个股。

难以置信吧。

美国证交会前任主席阿瑟·莱维特曾说过：“在银行家、分析师和同他们有往来及研究的公司间，存在着一种‘不良关系的阴谋’。从许多方面来看，分析师的老板要他们替企业金融部门扮演好宣传者和营销者的角色，而不是扮演公平冷静的分析师角色。”说得真好听。证交会现任主席哈维·皮特倒是因为安然公司破产案丑闻事件而有所警惕，承诺要抑止这类行径。祝他好运。

让企业金融部门顺利运作

我想，到现在你应该了解这整个状况。华尔街股市的一切都跟钱有关，这就是我喜欢报道华尔街的原因，大家的出发点都是为了钱。而且，如果分析师真的想赚钱——从华尔街股市中赚钱，就必须让公司的企业金融部门顺利运作。

以下用逐步解说的方式，或许大家会清楚些。

当AT&T宣布，在2000年年底要把宽频业务、企业服务以及消费者长途电话业务区分出去的计划，投资银行莫不觊视这项分割案带来的高额手续费。于是，各家投资银行的分析师开始穿上舞鞋，竭尽所能地拉拢AT&T。

接下来的情况是：最资深的银行家召开董事会议，会议室就在总裁办公室旁边，所以老板可以随时参与并给予支持。于是，20位与会者就坐在长达30英尺的会议桌旁开会。银行家开始详细地报告他们打算怎样跟AT&T做简报，银行该怎样对外评论这件分割案。同时，报告中也指出潜在交易金额和所产生的手续费。资深银行家宣布，这是公司今年最重要的案子。

在此同时，坐在角落的电信业分析师开始对AT&T做出有利报告。他迅速拿出财务计算机，开始计算公司和个人从这个案子实际能赚进多少钱。分析师知道，在2000年春天网络股崩盘后，投资银行的客户已经大幅减少，他必须为投资银行拉点生意。更重要的是，公司发放奖金后，聪明的分析师会设法让公司继续续约；况且，不久后公司就要发放奖金，所以分析师绝不能阻挠AT&T这案子的进行，否则公司就不会续聘他。你认为分析师该怎么做？尽管AT&T的基本状况逐渐恶化，分析师还是对AT&T好评不断（在2001年初，我们真的看到一大堆分析师纷纷帮该公司调升评级。瑞士信贷率先这么做，后来摩根斯坦利银行也如法炮制，希望AT&T能在选择分割案承销商时，对他们投以青睐的眼光）。

2001年2月，朗讯科技（LU，Lucent Technology）营运不佳，信用额度即将透支，让原本已经很糟的信用评级更加恶化，还要把所剩不多的现金拿去付利息。最后，在首席执行官亨利·沙赫特和财务官德博拉·霍普金斯的私下请求下，30家银行愿意放款给该公司，这些银行包括美国银行、第一银行和巴克莱证券（Barclays Capital）。

其他放款银行还包括：摩根斯坦利银行、德意志银行（Deutsche Bank）和贝尔斯登证券（Bear Stearns）。这些银行之所以这么做，是想确保自己在AT&T分割光电公司案中的承销地位。朗讯科技事业群Agere Systems就摆明，愿意放款给他们的银行就有机会从承销案中赚进大笔手续费。例如，在1999年时，高盛就曾协助朗讯科技收购Ascend公司。但那次高盛并未放款给朗讯科技，所以朗讯把Agere Systems分割出去时，并没有找高盛做承销商。同样的情况也发生在瑞士信贷，不借钱给朗讯，

就赚不到手续费。不过，借钱给朗讯的银行的确很大方，所以朗讯当然也要表示谢意，摩根大通银行就是当初出资让朗讯度过难关的银行之一，所以在与其他银行共同承销Agere的IPO时，从中赚取36亿美元的高额手续费。不过，放款的投资银行为了更进一步诱使朗讯选择他们作为承销商，还是纷纷使出手段，例如，摩根大通银行就派电信设备分析师与会，拉拢承销案。毫无疑问，这名分析师日后必定会对此案做出有利的评论。据说，这名分析师在2000年就赚进1400万美元。当时，他才31岁。

我之所以一再提到分析师赚进大笔外快，并不是要让投资人生气。我的论点是，分析师这样做，是为了让自己致富，而不是为了满足自己对企业分析的喜好。这就是为什么我认为注重研究公正性的华尔街证券公司，一定不会成功。

以分析师收取这种庞大金额的外快津贴来看，华尔街证券公司研究部门的进账，根本无法自给自足。除非证券公司能找出一个方法，删除目前既有的津贴结构，还能吸引精英人士，否则，研究部门照样这么糟糕，要么因为配合投资银行业务而堕落，要么就是研究人才素质过差，写出一堆垃圾报告。

在华尔街，分析师兼银行家的薪资结构其实是有制式规定可循的。一些不愿透露姓名的分析师曾告诉我这项薪资结构如何动作：分析师可从研究产业或企业的交易手续费中，索取一定比率作为津贴，这些交易包括股票交易、发行公司债以及合并案和收购案等。在银行里，各自有不同部门负责这些业务，所以分析师可以从不同部门赚进的手续费中，收取一定比率的薪资津贴。如果证券公司指点某家公司进行购并，而该公司是分析师的研究标的，负责购并业务的团队就必须把部分手续费拨给分析师做津贴。这些都不是口头协定而已，而是在合同上写明，必须将特定

百分比的手续费，支付给参与本案的分析师。有时候，证券公司也会以另一种方式代替这种合同，计算分析师所招揽的手续费、交易金额、产业的重要性和客户的满意度。像《机构投资者》杂志每年10月都会刊登明星分析师名单，也会列出分析师获得的津贴比率。

如果分析师能帮助公司做成生意，或许能得到10%的手续费；如果银行家自己负责所有事情、自己靠关系招揽生意，等生意成交后才让分析师参与宣传，这时，分析师或许只能拿到5%的手续费；如果生意是分析师招揽的，成交后也大力推荐这个个股，那么分析师或许能拿到15%的手续费。

举例来说：新股首次公开发行总额为1亿美元，承销商可拿到总额的7%做手续费，金额为700万美元。如果共同经理人可从手续费中取得50%，金额大概是300万美元。参与的分析师大概可以拿到10万到40万美元。不过，承销金额愈大，手续费比率就会减少，但金额还是很庞大。新股首次公开发行本身就是一只金母鸡，有些银行甚至用承销价贿赂特定投资人，日后便能从交易中获取相当可观的手续费。

可想而知，分析师的薪资根本就取决于招揽生意的金额和规模大小，所以他们对跟这些案子相关的个股，当然会做出比较有利的评价。这种不当的事情我看过太多了，年轻分析师也慢慢地从中学会了游戏规则。

杰夫·施莱辛格原本在Unterberg Harris这家默默无闻的证券公司担任分析师，他曾兴奋地打电话给我说：“我有一些情报给你。”通常，这类情报都是一些坏消息。当时，无线通讯业者刚刚才开始过渡到数位系统，对于那些系统能不能运作还有很多技术问题存在。所以，如果知道这一切，当然可以赚大钱。施莱

辛格会打电话询问产业人士，不管结果怎样，听听分析师的最新看法总是很不错的事。只不过他总是太天真，我想不久之后，他就会有所改善。

通常，在小证券公司任职的年轻分析师，比较能不受拘束地谈论自己的看法。施莱辛格在Unterberg工作时，就认为做负面评价没有什么不对。他会说：“这些家伙简直胡说八道，那些家伙也是。”不过，当他的事业日益发达，透露给我的情报也就愈来愈没有用。施莱辛格在1995年离开Unterberg，加入瑞银华宝公司担任无线通讯业分析师。当他任职的企业规模愈大，当然更不能告诉我对那家企业不利的消息。“你知道，对摩托罗拉公司不利的话，我都不能说。”他这样跟我解释，“他们是投资银行业的大主顾。”上次我跟施莱辛格聊天时，他还要我让他上节目，讲讲对摩托罗拉有利的事，这样，他就能招揽到摩托罗拉的生意。施莱辛格在Unterberg工作时，他对摩托罗拉的任何评价都能说出来，不会有任何顾忌，反正摩托罗拉又不会跟他的公司有投资银行生意往来，他也无法从中获取暴利。不过，现在他在瑞银华宝，情况就不一样了，他可以说给我听的情报也就愈来愈少。

2. 太过乐观

乐观者宣称，我们活在好得不能再好的世界里；

悲观者则担心，如果事实是这样，那可就完了

——美国散文家詹姆斯·卡贝尔

在多头市场交易最热火时，分析师如果能明确做出“卖出”的建议，投资大众就能因此获益。然而，事实却非如此，在这个

时候会做出“卖出”或“积极卖出”建议的分析师，竟然只占3%

之前谈过，分析师要对研究个股做出有利评价的主因：是因为证券公司和分析师都不想得罪能替他们创造高额手续费的潜在客户。不过，除了这项主因外，其实还有其他考量因素。以下就来探讨其中的一些因素。

来自基金经理人的压力

全美最大共同基金经理人想要的是——股价上涨。当分析师调降某只个股的评级时，原因可能是他们不管来自投资银行部门的压力，反正公司又没摆明非要这么做不可。不过，当分析师对基金投资组合中的个股做出调降评级的动作时，基金经理人绝不会保持沉默，他们一定会生气，并且与分析师理论。

分析师如果调降个股评级，除了要担心投资银行业务丧失生意良机外，还要担心共同基金和对冲基金经理人的威胁，表示要找别的证券公司进行股票交易。基金经理人的威胁，既明确又有效。“你敢调降这只股票的评级，我一定找别家证券公司交易，停止跟贵公司交易半年。”规模庞大的基金能在半年内的交易中，就让证券公司赚进大笔手续费，所以，即使基金经理人这样威胁有些夸大其词，但是许多分析师还真不敢冒这个险。

错误的评级系统

艾伦·布雷弗曼，曾在美国银行和德意志银行的证券部担任互联网业分析师，在《华尔街日报》1998年的明星分析师名单中，他不但名列互联网业最佳分析师，也是当年年度最佳分析师。布雷弗曼刚开始在美国银行做研究时，年薪为400万美元，

当时他跟其他自重的互联网业分析师一样，做该做的事。一开始时，布雷弗曼做出的每项建议都是“积极买进”。我曾在“股市扩音器”中批评他，老是要投资人“积极买进”。几天后，他也上节目回应我对他的批评。当时我问他，为什么他所研究的个股都被列入“积极买进”时，他说：“有时候，我说‘买进’，不见得就是要‘真正买进’。”

讲得真是玄之又玄。或许布雷弗曼在美国银行的短暂期间内做出的这段评论，才更发人省思。当布雷弗曼适当地解说，“买进”并非就是“真正买进”时，同样地，分析师要你“卖出”时，是否也不是“真正要卖出”？过去几年来，分析师建议投资人卖出所持股票时，会用比较委婉的说辞，像是减少持股、价格过高、已达目标价、兑换现金等措辞，代替“卖出”这个字眼。我个人则偏好90年代初期对卖出股票用的评级建议：持股观望。

最近有些证券公司开始整顿评级系统，剔除不必要的等级。像不涉猎投资银行业务的保诚（Prudential），就把评级调整成简单的“买进”、“持股观望”和“卖出”。而且保诚也声称，他们是全美最敢做卖出建议的证券公司。同样地，美林也把“持续买进”的评级删掉，不过，该公司仍不愿采用“卖出”评级，而改以“减少持股”代替，同样还保留“积极买进”和“买进”这类评级。

皮条客

LEWIS CARROLL

一旦提到替没有盈余、没有其他获利理由的上市公司吹嘘，制定上涨的目标价，我一定会想到布洛杰特。先前我已经提过这号人物：一张苹果脸、在美林工作的分析师。他总是乐观地认为，网络股的股价会不断攀升。

现在，布洛杰特已经退休了。他从美林进行的收购案中获利几百万美元，他拿着这笔钱，跟新任老婆和孩子搬进纽约格林威治的新宅。90年代末期，互联网掀起一股热潮，创造出许多百万富翁，但在网络公司纷纷倒闭时，真正能保住财富者却少之又少，而布洛杰特却是其中的特例。他在华尔街工作五年，期间不时地吹捧网络股。在这段期间，他至少赚进2500万美元，即使他在34岁时退休，这笔钱也足够他往后过着好日子。

说实在的，布洛杰特原本名不见经传。他从耶鲁大学历史系毕业，曾在《哈泼斯时尚》杂志（*Harper's*）工作。随后，又在CNN的“钱线”（Moneyline）节目担任见习生。1994年参加保诚的训练课程，到了1996年，进入证券公司CIBC Oppenheimer工作。当时他虽然不太精通财务报表，但科技这方面的事却难不倒他，所以他比资深分析师提早几天写好报告。当互联网开始蓬勃发展时，布洛杰特已经蓄势待发。

1998年12月16日，布洛杰特走进公司参加晨会，背包里装了一份惊人的研究报告（当时他才30岁，所以还像年轻人一样背着背包）。那时候，Amazon.com的股价将近250美元，两个月前，布洛杰特才把目标调到150美元，没想到股价一路飙涨。布洛杰特坐在会议室里，耐心地听着前面5位保守分析师做的无聊报告，谈着乐伯美公司（RumBermaid）在中国的存货决算这类的事。接着，轮到布洛杰特报告

400美元——这是布洛杰特对Amazon.com个股做出的最新目标价。然而，这家公司却没赚过一毛钱。而且根据布洛杰特估计，Amazon.com当年还会亏损更多钱，下年度也是。即使前一天，Amazon.com股价为242美元，他给的评级是“股价过高”、“不敢买进”和“波动性过大”，但是他还是认为股价会

继续飙升。

布洛杰特的这些论点都没错。Amazon.com在1999年的营运，“的确”比1998年亏损更多。该公司的股价“的确”高得离谱，让人不敢买进，波动性也过大。而且要命的是，股价“真的”飙升到400美元。况且布洛杰特做出推荐的当天，股价就涨了将近两成，后来到1月6日，该股股价已经超过400美元，不久后，股价可能会飙升到目标价的两倍。布洛杰特做出400美元目标价建议时，Amazon.com的市值才120亿美元，后来随着股价飙升，市值扩增到300亿美元，也就是说，当年每位顾客花在Amazon.com的服务费用有6600美元。

布洛杰特对Amazon.com做出的目标价建议实在太过荒谬，计算方式也太过粗糙，所以当时我决定不在节目中提到这项建议。没错，我的同事玛丽亚·巴蒂洛摩跟我提过，但我认为这种随着群魔共舞的事，最好别在节目上说。一时间，布洛杰特声名大噪。当名人是有些好处的，聪明的布洛杰特就利用名声换到一个好工作。

在几个月前，美林的互联网业分析师乔纳森·科恩，在1998年9月1日发表《Amazon.com：全球知名网络公司的股价过高》这份报告，降低这只个股的评等为“减少持股”，同时也调降目标价为83.75美元。科恩提到Amazon.com正面临两难：公司必须选择，是为了扩大长期价值继续营运，或尽量与股票市场短期预估维持一致的关系。显然，科恩做出的这种负面评价，没办法让美林跟摩根斯坦利银行、高盛和瑞士信贷一样，取得网络公司青睐，让投资银行业务有生意可做。

有趣的是，布洛杰特和科恩两人受到了不同的瞩目，原由是因为观点不同。科恩原先在美邦工作，因为研究互联网而声名

大噪。

科恩对PSINet、网景（Netscape）、Netcom等日后的网络明星股做出负面的评级，他这般与众不同的评级，拒绝相信网络热潮，的确让他声名大噪。遗憾的是，从目前来看，科恩的看法却大错特错，因为这些个股的股价飙涨到科恩所订目标价的4倍。不过，科恩因为大胆做出这些不利预测，就算在短期内看法有误，却让他小有名气，他就利用自己的名气，找到美林这个新东家。不过，科恩进入美林后，对网络股的看法依旧不变，后来在1999年2月底，美林请科恩走路，改聘布洛杰特。美林善待布洛杰特这位明星分析师，帮他聘请7位全职幕僚，让这位分析师兼银行家可以自由地沉醉在预测网络股票中。

事实证明，布洛杰特从进美林的第一天起所做的股票分析，简直是大错特错。在美林为Pets.com承销初始股后，布洛杰特急不可待地要对投资大众推荐这只个股。于是，他在2000年3月8日，对Pets.com做出近期和长期“买进”的评级，很客气地把目标价订在16美元，布洛杰特可能没想到，他的目标价订得太高了。Pets.com的初始股上市的第一天，就无法上涨到11美元的承销价。当布洛杰特对这只个股在上市后做出首次评级时，该股股价才只有7美元。但在8月之前，他并没有降低这只个股的评级，共同承销商瑞银华宝的两位分析师也没有这么做。后来，他终于对这只个股做出“近期观望”的评级，但事实证明，布洛杰特还是太善待这只个股。到了选举当天，Pets.com就已经关门大吉。

期望和所研究的企业做大生意的分析师，就能成名获利。他们或许不擅长预测未来，却能察觉灾难的前兆，以布洛杰特在Amazon.com股价飙涨到最高点之后两周的情况来看就知道。在1999年12月20日，也就是布洛杰特瞎猜目标价的几周后。

Dresder Kleinwort Benson的汽车业分析师戴维·加里蒂 (David Garrity)，就把首席电子 (CommerceOne) 的目标价订在1 000美元。因为他认为该公司的B2B (企业对企业) 服务，能让汽车业在汽车零件和存货管理方面省下大笔成本。于是，过去14年来在一家没有名气的银行做分析师的加里蒂，突然间却变成家喻户晓。“我们极力推荐投资人买进首席电子这个个股。”加里蒂在报告中这样写着。虽然加里蒂的文笔不好，但他却能用先见之明和胆识来弥补。后来首席电子在连续5个交易日的股价就冲破1 000美元大关。在12月27日，加里蒂做出推荐的一周后，潘恩韦伯公司的分析师沃尔特·皮赛克，把当时股价503美元的Qualcomm目标价定在1000美元，不过，Qualcomm的股价在当年已经增长1800%。后来，皮赛克做出推荐后，Qualcomm的股价应声上涨了31%。像这样的例子，多得不胜枚举。

- 2000年1月3日：第一联邦证券 (First Union Securities) 的分析师卡罗琳·卢瑟·崔布克，把雅虎的目标价调高到600美元。
- 2000年1月4日：宝源集团 (Schroder) 的分析师阿瑟·纽曼也做出一样的目标。
- 2000年1月4日：威特资本公司 (Wit Capital) 的分析师乔丹·罗汉把DoubleClick的目标价，从140美元调高到325美元。

分析师对个股做出有利评级的做法，可说是相当值得。愿意把灵魂卖给银行家的分析师，不但能享有高知名度，还能赚进可观的奖金红利。他们这样做所享有的盛名，不但证明自己的能

力，也为日后在其他家投资银行找工作时铺平了道路。有时候，分析师做出的这些预言的确能实现，因为分析师推荐目标价后，大家口耳相传，股价当然就会飙涨。所以我应该大胆预测，我写的这本书会卖出1 100万本。不过，分析师吹捧这类亏损公司的股价，当然也会引起负面效应。有些投资人在Amazon.com股价为24美元时，就先行买进，如果他们能继续持有到股价为400美元，获利就相当可观。但是布洛杰特的说法是，如果你在Amazon.com股价是300或350美元时进场，仍是明智之举，也能赚到钱。现在，Amazon.com的股东可以证明，这个个股让他们输得精光，而且谁也不例外。

分析师不按照游戏规则的后果

以下也是一件真人真事。我在知名搜寻网站Google上，输入“恶名昭彰的乐观者”（notorious optimist），作为搜寻的关键词。结果，前40项搜寻结果中，就有两项提到布洛杰特。如果名声和财富是分析师得到的好处，那么不按照游戏规则做的分析师，又会得到什么样的惩罚？

分析师和所研究的公司两者间有一种共生关系（有人可能会说这是一种寄生关系）。股票分析师要靠关系取得内线消息，但前提是他们要比一般人更容易取得内线消息，所以如果他们无法从研究标的公司的高层主管获得内线消息，那就完了。举例来说，许多分析师最后完全要仰赖研究标的公司的指引，才能知道自己的预测值是否正确。如果研究标的公司根本不理睬他，这位被排挤在外的分析师不但没办法提供有用的见解，还会因为无法做好工作而被解雇。

我们都是成人，可能无法想象企业只因为意见不同，就孩

子气地惩罚分析师和他们的客户。你放心，我不会掩盖这件事。下面，我就举几个实例让大家知道：

- 美林分析师杰西卡·科恩和亨利·布洛杰特，在2001年秋天做出惊人之举，把美国在线-时代华纳个股从“买进”调降到“持股观望”。当时美国在线公司财务长迈克·凯利的回应是——咒骂这两位分析师，同时也不接见他们。于是，这两位分析师跟美国在线公司经理人的会面当然也随之取消。
- 帝杰银行（DLJ Bank）的分析师托马斯·布朗，在银行雇用新投资银行团队后，由于新团队不喜欢布朗的坦率直言，最后布朗只好自行离职。1990年，布朗大力吹捧美国银行的股票，当时投资大众都认为美国银行即将歇业。不过，事实证明布朗的看法没错，所以他也因此声名大噪。而且当美国银行股价开始看跌，他也大胆看好这只个股。后来布朗在分析师会议时，质疑第一联邦银行总裁爱德华·克拉奇菲尔德的策略，还差一点挨揍。
- 美国在线公司邀请分析师聚会时，就禁止证券公司Cowen的分析师杰夫·葛曼参与聚会。因为葛曼一直对该公司做出负面评价。
- 美邦公司的分析师戴维·德怀尔调高欧文斯科宁公司（Owens-Corning）负债成本后，原本美邦接手欧文斯科宁公司总值两亿美元债券的承销案便因此撤销。
- 由于查尔斯·皮博迪再度建议投资人“卖出”国家银行的股票，于是，国家银行便中止通过Kidder Peabody证券公司交易。

- 美林分析师爱德华·什佩哈尔调降Conseco评级，于是，美林就没有得到该公司总值3.25亿美元的债券承销案
- Conseco威胁美邦分析师科林·迪瓦恩如果不撤销对该公司的调降评级，将中止与美邦的一切生意往来。
- 摩根斯坦利银行全球分析师戴维·罗奇，发表个人对外汇的看法，当天半夜就接到同公司投资银行家的匿名电话威胁。
- 贝尔斯登银行分析师肖恩·瑞安，对第一联邦银行做出负面评论后，第一联邦银行就中止了与贝尔斯登的交易。
- 保诚公司分析师乔治·塞勒姆被公司开除两次。第一次是在1983年，他认为美国银行业者会因为开发国家债务危机遭遇困境（后来，事实证明塞勒姆说的没错）4年多后，保诚又雇用塞勒姆，但到了1994年，他对第一银行做出负面评价，公司又把他开除，因为第一银行是保诚证券的老主顾。不过，事实证明，塞勒姆的看法仍然没错。

或许，马文·罗夫曼和唐纳德家族的例子，是最广为人所知的实例。罗夫曼是Janney, Montgomery, Scott这家小证券公司的分析师。当时，他怀疑唐纳德·特朗普是否有能力承担他开设在亚特兰大市的泰姬玛哈陵赌城所欠下的债务。于是，他在《华尔街日报》发表他的看法。特朗普威胁这家小证券公司，如果不开除罗夫曼，就要控告证券公司，于是证券公司只好照办。不久后，赌场宣告破产，罗夫曼便控告证券公司的不当解雇，获得75万美元的赔偿金。

2001年4月，美林的杰西卡·科恩在公司晨报上语出惊人，分析广播业龙头Clear Channel Communications的近期走势，她相当

不看好这家公司，可是尽管如此，她也不能调降该公司的“买进”评级。在这次晨报中，她准备回答美林营业员质问她多么看坏这只个股，为什么她不能调降这只个股的评级。后来科恩惊人地说，如果她调降这只个股的评级，Clear Channel Communications公司会跟她切断关系。科恩并没有详述内情，不过结论很明显：该公司不会提供给她任何消息，也不会跟美林投资银行做生意。

美林做晨报时有录音，营业员可以借录音带重听晨报内容。不过，我把录音带借出来重听时，却发现科恩讲的这段话已经被洗掉，她这段坦白陈述，已找不到任何蛛丝马迹。当天我在CNBC报道时，请科恩对Clear Channel做评级建议，她只好被迫说出不太看好该公司。科恩在晨报中语出惊人后，就被美林证券研究部主管安迪·梅尔尼克召见。在20分钟的会议中，美林就把Clear Channel Communication这只个股，从“买进”评级调降为“持股观望”评级。

算术太差

公元前600年，希腊人虚构出一些相当优美的故事，解释所观察的现象。他们不知道冬天比较冷是跟地轴角度有关，所以他们认为，冥王哈底斯诱拐柏西芙妮到冥府吃下6颗石榴子，使得她母亲狄美特让土地休耕半年。

对许多根本不曾怀疑的分析师来说，事情就是这样。“现在股价是多少？当然……”然后分析师就开始找借口，证明这样的股价是合理的。瑞银华宝的分析师迈克尔·华莱士，在1999年1月写了一份报告《设法为评价辩解》（*Trying to Justify Valuations*）。他在报告中提到：“雅虎目前的股价，是我们对其1999年预估营收的150倍。该公司每股预计盈余仅0.6美元，交易价格却是每股

预计盈余的693倍。从2000年来看，目前股价是预估营收的107倍，是每股预计盈余的555倍，很不合理吗？当然。不过，先前股价不也是这么不合理，所以我们不会笨到去调降评级。”结果，华莱士的分析完全忽略雅虎的网络广告营收欠佳的现象。况且，网页上的横幅广告究竟能不能引人注意，吸引顾客长期购买，都还是个问题。而这些华莱士却都没有提到。同时，华勒斯在雅虎股价飙涨到最高点后，还持续不断地对该股做出“买进”评级。

对于让华尔街证券公司赚进大笔手续费的网络业和电信业来说，情况就是这样。企业计划太差劲，分析师会尽力协助让计划变得卓然出众。首先，以目前的增长率，假定5年内的营收数字，然后再把这项营收数字折算回现值。以评价业绩优企业的做法，把营收跟盈余相乘，把报告印出来，开始吹捧这个个股。这就是为什么投资散户会被套牢的原因，因为帮你做交易的营业员看的就是这种报告。你根本没机会跟分析师通话，听他挖苦、听他自贬。

分析师主要是用现金流量折算模式（DCF，Discounted Cash Flow）进行评价工作。理论上，以这种方式评价企业就够了，但是这种方式也有缺点，分析师通常也能从中做手脚，就像刚才提过的例子一样。分析师为了让管理阶层印象深刻、让承销案赶紧定案，就会给企业过高的评价。但这些数字太过荒谬，不合理地假设增长率、不合理的倍数以及胡乱假定某家公司在未来10年内的预计盈余绝对不会有误。

股票分析师不喜欢花太多时间去想或仔细分析资产负债表。然而，分析师要得知企业的固定收益，除了从资产负债表来看以外，就别无他法。因为固定收益分析师服务的客户，就是买卖公

司债券的投资人。而这些公司债券价格波动主要取决于公司的偿债能力。通常，固定收益分析师如果对研究标的公司能做出较公正的评价，也比较不怕揭露企业面临的困境。不过如果银行方面介入，固定收益分析师就跟股票分析师一样不可靠。全球星卫星通信系统公司（Globalstar）的股票和公司债券，就由主要承销商雷曼兄弟证券（Lehman Brothers）经手。1997年9月，雷曼兄弟证券产量惊人的研究团队就发布报告，推荐投资人买进全球星的公司债券。

雷曼兄弟证券对全球星公司债券的看法，绝对是不同凡响。该公司预计全球星在1999年用户数将达160万户，到2002年时，用户数则增加到320万户。但是全球星的用户从来没超过36 000名，而且公司也已经跟证交会提出重整计划。结果证实，固定收益分析师还不是一样胡扯，不肯说出实情。

工作过度

随着大家对股市的空前未有的兴趣，再加上潜在的投资银行生意，你可以想象分析师一定工作过度。为了增加个人知名度、取得投资银行生意的最佳商机，大多数分析师都认为该把更多公司列入研究范围。

而且，既然这些投资银行客户期望在交易后被列入研究范围（说实在的，这些客户认为这就是他们花钱跟银行做生意的目的），所以分析师就忙着针对更多公司做出虚构的研究报告，事实上，他们根本没办法分析这么多公司。分析师除了打电话给这些公司以外，根本没空打电话询问其他资讯。

像饮料业这种产业，竞争厂商不多且成长稳健，而且资金需求也较少，研究饮料业的分析师当然可以比其他热门产业的分

析师创造出更周密严谨的分析，研究热门产业的分析师兼银行家，脑子里还要想很多事，相较之下，饮料业分析师有较多时间。我们可以从摩根斯坦利银行饮料业分析师安德鲁·康书写出长达97页、分析饮料公司在各国的预计营运获利的报告，就知道饮料业分析师真的比较有空。或许，这也让饮料业分析师掌握更多筹码：康书在1999年12月，当饮料业巨人可口可乐每股68美元时，就调降该股评等。3个月后，该股股价下跌到40美元多一点。

不过，分析师光有时间还不够。电信设备分析师要分析15家到20家公司，这些公司都可能跟证券公司有投资银行业务往来。所以，分析师必须注意像JDSU、康宁（Corning）、Ciena和Tellabs公司，至于思科系统（Cisco）和朗讯这类大企业，就更别提了。分析师要留意这些既复杂又迅速变化的公司，他们必须把这些列入研究，以免日后这些公司随时有承销案或购并案的生意可做。这类分析师除了跟标的公司的投资人关系主管联络外，根本没时间做详尽分析，以工作量来看，分析师就像工作过度的侦探，只有时间问嫌犯有没有犯罪。不过，研究变动如此大的产业的分析师，也必须适应这项事实——在这种产业中，有很多交易在进行。也就是说，分析师为了取得大笔交易佣金，做任何评论时就要格外小心。

其实以技术面来看，公司要避免跟老朋友们透露太多消息。这完全是遵照“公平披露法规”（Regulation Fair Disclosure），这项法规于2000年10月23日起生效。在此，我要用一些篇幅引述这条法规的内容：

证交会愈来愈关切信息发布者挑选特定资讯披露。根据最

近公布的报告显示，许多消息发布者披露重要的非公开消息，像在消息未对投资大众公开前，提早对证券分析师或特定机构投资者发布获利警讯。一旦发生这类情事，提前得知消息者就能比不知情的投资大众，更早获利交易，或事先避免交易亏损。……投资人看到个股股价变动剧烈，后来才知道个中原因，这难免让投资人质疑，自己跟市场消息人士是否享有一样公平的机会。……选择特定人士公布消息者，就等于密报和内线交易。不管是密报或是内线交易，少数特定人士就因为有渠道从公司内部人士那里获取资讯优势，就能够利用这项优势进行交易并获利。他们这样做完全是靠关系，而不是靠技巧、洞察力或勤勉。

不会吧，证交会怀疑，分析师完全是利用特权取得资讯，而不是因为他们比较有技巧、洞察力比较好或比较勤勉？我的人啊！

再告诉你一则趣闻。

“公平披露法则也是特别设计解决影响市场公平性的另一项威胁：企业管理阶层把重要资讯当成商品，用以取得特定分析师或投资人的青睐。”

证交会非常清楚：既然是投资大众无法取得、且会影响股价波动的资讯，就不能被滥用。公平披露法规的确很好、很公平，它也替跟华尔街分析师一样想知道消息的投资散户，去除一大障碍（附带一提，公平披露法则一点也不影响企业跟媒体的沟通，我还能比以往更积极地调查报道）。

在公平披露法规生效前，运作方式其实很简单。分析师把对研究标的公司的预计数字告知该公司，再由该公司对预计数字做些“指导”。换句话说，公司方面会告诉分析师该怎样增减这

些预计数字。通常，就算公司盈余再怎样回升，也只是跟这些预计数字差不多。

但是，期望公平披露法则强迫分析师真正开始做好份内工作的人，最好再想一想。当我问某位对冲基金经理人，公平披露法规是否能强迫分析师做实际分析时，他说：“在公平披露法规生效前，他们并不是不能做好实际分析，既然如此，他们现在又何必做改变呢？”

天真、易受骗、年轻人的愚蠢见解

最近，我的一位朋友刚接任某知名投资银行的首席策略师。担任这项职务，他必须拜访公司旗下120位分析师，据他所说，这些分析师当中很多都还是毛头小伙子，只有多头市场的经验。

他跟公司旗下分析B2B这类新兴科技领域的一名分析师会面，这名分析师相当兴奋，坐下来开始高谈阔论。她一开始就跟我朋友说：“要了解我研究的产业，你就要懂艺术。”我的朋友是一位气量大、乐意接受不同意见的人，听到分析师这样说觉得很高兴，还以为这位分析师可能是少数有创意的分析师之一。接着，这位分析师继续说：“在我研究的产业中，首席执行官都像梵高这种艺术家。”换句话说，她相信她研究的这些首席执行官个个都是天才。我的朋友亲切地指点她，梵高最后穷困潦倒地死在精神病院，死的时候只剩一个耳朵。这位分析师呆呆地看着我朋友，谦卑地说：“这个我不知道。”

华尔街股市在2000和2001年的表现欠佳，迫使许多华尔街证券公司不得不裁员。不过，即使证券公司要解雇分析师，他们还是拼命发给分析师金额庞大的保障合约。先前我们提到的那位说首席执行官像梵高的分析师，才刚毕业没多久，在2000年就

赚进100万美元年薪。瑞士信贷研究折扣证券公司的某位分析师，才28岁就赚进400万美元的年薪。所罗门美邦投资研究有线电视业的某位分析师，27岁就赚进700万美元的年薪。

3. 先天胆怯

2000年9月5日，美国银行贾弗瑞公司电脑硬件和半导体业分析师库玛，调降对英特尔（Intel）的评级。他并未更动该公司的营收和预估盈余，只是对外声称，“需求下降”和利润方面都令人担心。由于库玛的建议和后续的消息，英特尔的股价原为71.16美元，一个月后就跌到41美元。这种分析师的预测，确实对投资人有利。

库玛对分析师的工作相当擅长，他敢调降像英特尔和戴尔电脑这类重要、受大家支持公司的评级。然而，我们把他视为分析师之神，但事实上，库玛做的不过是20年前大多数分析师做的事，但竟然因为这样做就被视为英雄。库玛调降英特尔的评级后，我们请他上CNBC节目受访。我们跟他道贺，对他表示敬意，可是库玛并没有解释，如果他这么不看好英特尔，为什么只把评级从“积极买过”调降到“买进”。既然英特尔的股价持续下跌（年底跌到30美元），把评级调降为“卖出”或“持股观望”，不是更合理吗？

或许我不该抱怨库玛，因为没有一位分析师支持他。更令人惊讶的是，分析师竟然异口同声地批评库玛。保诚的分析师汉斯·莫斯曼，逐项指出库玛的分析有误；荷兰银行的分析师戴维·吴，则更高人一筹，他控告库玛的行径跟布洛杰特没什么两样，“只是想引人注意”。戴维·吴一边指责，一边把英特尔的等

级从“买进”调升到“优于市场表现”，可是英特尔的股价却持续下跌。其他像美林、瑞士信贷，则到10月才调降英特尔的评级。

不过，库玛受到的抨击还不算什么。所罗门美邦投资半导体业分析师约翰·约瑟夫，在2000年做出最令人争议的评级推荐时，受到更多的抨击。2000年晚春时，约瑟夫比库玛更不看好半导体业。到夏天时，他彻底看坏半导体业以及他研究的英特尔、德州仪器和美光科技等龙头大企业。

这显然是独排众议的老练分析师，做出相当有远见的研究评级推荐。约瑟夫的报告一出来，许多受质疑的个股当天股价就应声下挫，而我也在“股市扩音器”节目中，提到约瑟夫的这项举动，不过，投资人注意到这件事吗？希望有些投资人注意到了。可是，当时华尔街盛行着“听不得坏话”这种不知耻的风气，许多投资散户在网络聊天室和其他论坛把约瑟夫骂得狗血淋头，还有人威胁要约瑟夫死得很难看，所以他只好花钱雇用保镖。

我们来检视一下，分析师对个股做出负面评价要付出怎样的代价。第一，被做出负面评价的公司不会再提供给分析师任何资讯；第二，基金经理人会威胁分析师；第三，投资银行家也会对分析师怒目相视；第四，因为投资银行泡汤了，所以分析师的红利就缩水；第五，还要遭到其他证券公司分析师同业的抨击；第六，分析师的负面评价如果与事实相符时，生命还会受到威胁。

听不得坏话

2000年8月底，我连续几周报道网络业的毁灭。就算不是天才，也看得懂图表，当时不但网络股价下跌不止，投资人对整个网络业根本不加青睐。结果不管是上市公司或私人企业，在筹募新资金时就会困难重重。

我们回顾2000年8月31日这一天。当天是星期四，交易钟响后，网络顾问公司Viant发布警讯，第二季盈余亏损，无法达成分析师预期每股盈余0.08美元的目标。更糟的是，网络业分析师认为比盈余更重要、更容易预测的“营收数字”会比上季营收3850万美元，减少12%到15%。

不可思议的是，Viant公司的主要顾客都是网络公司，而这些网络公司本身就已经欠缺资金，可是分析师似乎没有想到这一点。我知道分析师未必最聪明，但他们可不笨。我实在很难想象，他们难道从没想过拿起电话或走下楼去跟投资银行部询问：“你能替这种公司筹资吗？”如果他们胆敢这样问，得到的回答可能都是：“你刚才一定吸了大麻。”

如果分析师真的这样问，他们就会知道网络公司已经出现危机。网络热潮已经破灭，承销网络公司的股票或公司债券根本就找不到买主。因此，网络公司纷纷缩小规模，开始节省现金，等待资金市场的再度青睐。当你开始亏钱，而且知道自己无法再筹资时，就会少花一点钱。对我来说，这样做很合理，可是分析师却不这么想。他们无法联想到网络公司如果缺现金，就无法聘请像Viant这类公司帮助推动电子商务事业。不过，真相未明前，无知就是一种幸福。

2000年秋天过后，Viant表示公司最近的销售周期拉长，有些既有客户无法取得额外资金进行后续专案。真让人震惊。

Viant公司发布这项警讯后，分析师纷纷调降该公司的评级。高盛对Viant公司的评级，由“推荐股票名单”降为“表现平平”。美林、雷格梅森投资银行（Legg Mason）、SG Cowen、安泰投信（ING）、罗伯森史蒂芬证券（Robertson Stephens）、戴若威证券（Dain Rauscher Wessels）和贝尔斯登证券，也纷纷调降该公司评

级。而帝杰银行原本对整个网络业做出“表现突出”的评级，也赶紧做出调降评级的动作。证券公司这样做，当然为时已晚，对投资人根本没有帮助。Viant公司52周来的最高价为60.25美元。当华尔街证券公司决定对该股降低评级时，股价已经跌到13美元。

为什么这种事情一再发生？主要原因前面都已提过，不过，Viant公司的故事倒说出为什么我没有把第一章取名为“分析师让我生气”或“分析师害我过穷日子”的原因。反正到最后，投资人真正想从分析师那里得知的是——正确、合理的股价。如果分析师的矛盾和乐观最后能产生可靠的股价预测，那我倒不惊讶，我会接受，并认为事实就是这样。只是目前事情发展到这种状况，让我无法忍受，因为整个体制彻底瓦解了，“面目”完全无法产生可靠的成果。这就好像考试时花钱买答案，结果还考得很差。

对我来说，这就是依赖分析师建议最恐怖的部分。分析师故意误导投资大众，如此一来他们就可以赚取费用、维持良好关系、或避免受到排挤。不过至少你现在已经知道，分析师就是这样。你也可以学着怎样从最粗糙的研究报告中，找出一些实用的资讯。举例来说，格鲁曼可能就是目前最具争议、最有偏见的分析师兼银行家。但无疑的是，格鲁曼很聪明，也跟电信业高层人士关系密切。然而，有一群分析师本来就很没用，而且这种分析师最危险。就像犹太文中提到的这段话：“如果某个笨蛋拿刀刺你，你可能就要找10个聪明人帮忙，才能把刀拔出来。因为这个笨蛋刺得太偏了。”

我能做什么？

看了这么多描述分析师令人厌恶的沮丧故事，现在我该告

诉你，既然你已经知道分析师都是这样，你该怎么做才能赚到钱。

首先，分析师并非全都这么坏。我在本章曾开宗明义地说：即使投资散户在选股时完全忽视分析师的建议，分析师依然能提供助益。如果你想知道美国特殊化学制品业在过去5年的总营收，分析师可以告诉你答案；想知道前5大航空公司的市场占有率？分析师也有答案。分析师至少能告诉你，在特定产业该留意哪些重要发展。

事实上，分析师无法可靠地预测未来，这并不表示他们一点用途也没有，他们对产业的研究，通常是投资人了解该产业最彻底、最详尽的方式。另外，分析师也提出许多基本资讯，可以帮助你做投资决定。接下来我们就来看看，分析师能够怎样帮助我们。

用慧眼从一堆分析师的建议中，找出重要的评级建议

2000年8月31日，许多研究Viant公司的分析师，在该公司发布获利警讯“后”，纷纷调降该公司的评级。在这14家证券公司中，只有雷曼兄弟证券和瑞士信贷的分析师，在获利警讯发布“前”，率先调降该公司的评级。瑞士信贷分析师巴里·查布利克在8月30日，把Viant评级从“积极买进”降为“买进”。而雷曼兄弟证券分析师卡尔·凯斯德，在8月31日早上，就把Viant的目标价从50美元调降到30美元，把预计营业收入从4 500万美元，调降到4 200万美元（这样还是高估了Viant的营收，不过我们别把话题岔开）。结果，Viant发布获利警讯后，凯斯德更大刀阔斧地把目标价调降到15美元，还把评级调降到“持股观望”。

分析师做出重要评级建议的实例，多得不胜枚举。就算钟坏了，一天当中可能也会走准两次。

秘诀是——从发现的征兆和资讯中，辨别出重要的评级建议。

或许，最有用的分析师很少被大家提及。例如，有一位做出重大评级建议的分析师，既没有名气、也没有被《华尔街日报》或《机构投资者》列入明星分析师名单。1997年6月5日，位于新泽西州巴尔西潘尼的亚特兰堤斯投资公司（Atlantis Investment Co.）旗下的分析师安妮·安德森，发布了一份对牛津健保计划公司（Oxford Health Plans）的研究报告，她发现该公司公布的会员数字和保险费这两项数字有出入。安德森对该公司做出“卖出”的评级，此举相当少见，在同行中，只有她这样做了。其他研究牛津健保计划公司的19家知名证券公司，有15家做出“买进”或“积极买进”的评级，只有少数4家证券公司，做出“持股观望”的评级。后来经过一段时间，事实证明安德森的看法没错。事实就是这样，最后总会真相大白，到10月27日，牛津健保计划公司的股价从先前的70美元，下挫到25.875美元。

我的重点不是说这位分析师有先见之明。然而，由于安德森仔细地研究数字，也肯花时间听医生抱怨牛津健保计划公司延迟付款，所以她才能做出如此特别的评级建议。此外，反正安德森又不是什么知名分析师，没办法从牛津健保公司得到什么好处，所以她敢提出其他分析师不敢问的问题，例如：牛津健保公司怎么可能比其他健康维护组织（HMOs）经营得更好，利润竟然比同业平均利润高出许多。而且可想而知的是，安德森任职的这家小证券公司，一定没有跟牛津健保公司（蒂芙妮健康维护组

织)有任何生意往来。

多留意某些分析师的建议，其他就不必理会

不做投资银行业务的证券公司，旗下分析师做的报告可信度就比较高；从事投资银行业务的证券公司，旗下分析师做的报告可信度就比较低，因为你不可能知道，分析师对标的个股做出有利评等，是不是想替证券公司招揽一些生意。像史福伯登公司（Sanford Bernstein）和新近的保诚公司，这类公司专门做股票分析，分析师的研究报告公信力佳，所以客户愿意花钱取得报告。

举例来说，史福伯登的分析师罗恩·曼德尔，做的就是银行业分析。5年前，他在研究报告中提及，化学银行（Chemical Bank）应该跟大通银行合并，后来这两家银行真的合并了。在2000年8月31日，曼德尔又提到摩根银行应该跟大通银行合并，因为这两家银行可以搭配得很好。两周后，这两家银行真的合并了。曼德尔这位分析师愿意提出发人深省的看法，当他谈到合并活动，你不必担心他私底下有什么动机。曼德尔不像米克，被证券公司私下要求为某些进行中的合并案推波助澜。曼德尔只要指出哪些交易有道理就行

不过，史福伯登公司的分析师仍旧面临一些常见的压力，例如，分析师所研究的标的企业不喜欢被负面评价，而且，被负面评价的企业会跟分析师切断关系，不再提供任何资讯。但是像汤姆·沃希恩这种曾任电视新闻制作人、后来研究媒体业的分析师，就敢于说出自己的看法。而且像史蒂夫·加尔布雷思在史福伯登担任分析师时所写的食品业研究报告，还是食品业首席执行官的必读之作。遗憾的是，不做投资银行业务的证券公司，不必

有太多零售交易业务、支援投资银行业务，所以生意似乎不太好，这意味着，身为投资散户，你必须有关系从史福伯登这类公司取得分析师的报告。

另外我们还要考虑：分析师大多有异口同声的倾向。这种倾向让与大家看法不同的分析师的建议，变得更加有趣；不过，投资人要特别注意的是，这类分析师做出的负面预测、而不是正面预测。既然分析师会因为调降企业评级或预计数字，受到企业惩罚，那么，有胆量这样做的分析师，当然值得投资人注意。

留意特定分析师做出建议后的模式

以某家公司被调降或调升评级的现象，来考察不同意见分析师的影响力。大家都知道，如果分析师跟这家公司关系密切，当然比较希望该公司股价上涨；反之，如果分析师跟这家公司关系不那么密切，就比较可能调降评级。高盛软件业分析师里克·雪朗德，参与微软股票公开上市承销作业，此后，他一直研究这只个股。当雪朗德对微软做出任何调降或调升评级动作，想必他已经先跟微软高层会商过。不过，不同证券公司可能有很大的区别，规模愈大的证券公司，业务团队的规模也愈大，因此，分析师的建议影响力就愈大。不过，规模愈大的证券公司，愈不可能允许分析师对个股做出不利的评价，因为这些公司可能是证券公司投资银行的客户或潜在客户。像格鲁曼这种家伙之所以被尊敬，是因为他跟公司高层关系很好、对产业也很了解。但是投资人并不会因为他的意见，改变对个股的看法。同样地，承销个股首度公开发行的主要证券公司，旗下分析师对个股做出的有利评级，跟未参与承销证券公司分析师所做的有利评级相比，后者才能吸引更多买气。所以，对那些未展现实力、影响股价波动的分

析师，你可不要反应过度。

尽可能找出冲突点

许多分析师面临的利益冲突，是很难被发现的。你无法辨别分析师对个股做出有利评价，是不是因为想替公司招揽生意，不过你“可以”辨别得出，分析师所属证券公司有没有跟该公司做生意，因为在企业提交证交会的公开说明书中，会列出主要承销商。你只要到美国证交会的网络上查看电子数据收集、分析和检索系统EDGAR，点击公司的“分销计划”(plan of distribution)，就能找到资料。同时，在“上市公开说明书”(prospectus)中也会列出每家投资银行购买的股票数额，有时候你可以在“承销商”(Underwriters)项目下找到这些资料。不过，要判断有哪些银行后来也承销某只个股，就比较困难。

从研究报告以外的渠道找线索

之前已经详细解说，为什么分析师认为他们必须对研究标的企业做出有利评价。不过，有调查精神的投资人，除了知道分析师的公开立场外，还会更进一步去探查分析师“真正”在想什么。最理想的状况是，投资人可以亲自跟分析师私下交谈。然而，就算是通过证券公司买卖股票的大户，也很难能有这种机会，毕竟分析师真的很忙。如果无法单独跟分析师交谈，至少设法跟分析师通个电话，如果这一点也做不到，至少自己要判断，分析师在晨报中评论个股时究竟有多真诚。如果这些都做不到，请设法判断，分析师上问答节目时，质疑某只个股时的口气如何，同时别忘了仔细研究分析师做的相关报告。虽然分析师或许用有利措辞作为报告标题，但通常报告中会出现一两句话充分显示出

分析师其实并不看好标的股，所以要仔细地翻阅报告。

知道自己最喜欢哪位分析师的评级方式

记住，不同银行的评级方式，用的术语是不一样的。一旦找出值得注意的分析师，你就要赶紧熟悉分析师所属证券公司使用的评级术语以及该分析师使用术语的频率。就算你没有在分析师所属证券公司开户，也可以打电话给证券公司的研究部门询问评级方式的细节。

取得资讯：电话会议

公司发布像每季盈余、交易和不寻常事件等重大消息时，通常会公开议程，让无法与会的投资人、分析师和新闻记者知道。现在企业也开放专线（有时是免费专线），让投资人通过专线电话或网站参与这类会商。幸好有些网站不但把以往的会议记录存档，而且还加以分类，同时，这类网站也提醒投资人最近有哪些电话会议即将召开。这类网站包括：

- www.vcall.com
- www.broadcast.com
- www.ecbn.com

把分析师的建议当成逆向指标

体育博彩传奇赌徒雷姆·班克在选择赢家时，有自己的的一套秘诀。他认为出现在体育版的选手，赢得几率不会过半，所以不管这些选手说什么，逆向操作就是了（说实在的，你必须有52.3%的胜算，才能在体育博彩中不赔钱）。如果你怀疑某位分析师的看法多半是错的，你当然应该逆向操作。

通常，就算大多数分析师看法一致时，你也可以采取逆向操作的做法。

在2000年8月31日，所罗门美邦投资、潘恩韦伯证券、瑞士信贷和美国银行等4家证券公司，调降Gap服饰公司的评级。而Gap前一天的收盘价为25.44美元。

4家证券公司这次调降评级的动作，跟平常一样慢半拍。Gap营运出问题，已经是好几个月前的事了。举例来说，几周前，公司发布旗下事业部Old Navy运筹作业出现情况。公司也认为营业额将无法达到预期目标。不过，当Gap股价从当年最高价54美元开始不断下跌时，分析师还是维持该股的“买进”评级。

要调查Gap公司的营运状况，其实很容易。在离分析师办公室不远的曼哈顿市区就有几百家Gap的销货中心，而Gap服饰的副牌香蕉共和国（Banana Republics）和Old Navy的分店，比比皆是。只要花一个小时观察店内的顾客量，跟店经理谈谈，留意哪些商品卖得出去、哪些卖不出去，就能取得许多线索，得知Gap公司的营运是开始走下坡、还是有所改善。

我想，分析师可能太忙了，忙得没空去Gap服饰店走一趟。

证券公司调降Gap个股评级的当天，我寄了一封电子邮件给同事说：“我们应该记住，Gap被证券公司调降评级时的股价——21美元。”Gap被调降评级当天，股价就从前一天的25美元下挫到21美元。我觉得分析师指出短期底部已成形，我并不认为自己是选股专家，但我当时的看法是对的。当分析师终于降低该股评级为“卖出”时，Gap股价却开始走扬。而且在接下来的9个月内，股价不断上涨，于是，原先调降此股评级的分析师，纷纷改口调升评级。一旦大家都认同Gap个股表现不错，股价也就开始下跌。在2001年夏天，Gap的营收数字并未有所改善，股价也创下新低。

而且，分析师调降评级的动作，跟以往一样还是慢半拍。

经验与提醒

- 考虑分析师的意见时，先检查分析师所属证券公司的投资银行关系，特别留意一下，证券公司是否担任个股的主要承销商或购并案询商者。
- 分析师所属证券公司如果未涉猎投资银行业务，这类分析师的意见就比较可信。
- 不必理会分析师是否拥有某只个股的股票
- 不要太相信分析师对个股的有利评价，你要注意的是负面评价。
- 别理会分析师对个股做的评级。仔细阅读分析师写的研究报告，找出分析师的实际看法。检查个股预计盈余数字的增减。留意评级的变化趋势。
- 当大多数分析师调高或调低个股评级时，可视之为逆向操作的指标。
- 随时注意分析师以往的意见，利用分析师过去做的记录，帮助你做买卖股票的决定。

第2章 我为什么喜欢卖空的人

卖空的人（short sellers）容易被人讨厌、轻蔑，要取悦他们很难。他们会大肆批评任何一家公司的盈余报告，认为公司推出的新产品只是“夸大宣传”，而且没有一家公司的管理阶层能让他们满意。就因为这样，我喜欢他们。

目前，我们拥有一个庞大机制，把股票卖给一般投资人。一般投资人买卖股票，都是以低价买进、高价卖出赚取差价，卖空的人则用理智、论据分析和辛勤的研究，对抗这个庞大机制。正因为这样，我真正喜欢他们。

大家都知道要“低价买进、高价卖出”；卖空的人也努力这么做，只是他们努力的方向恰好相反——先高价卖出，再低价买进。以下先举一个简单的例子，介绍卖空交易（short sale）如何运作。

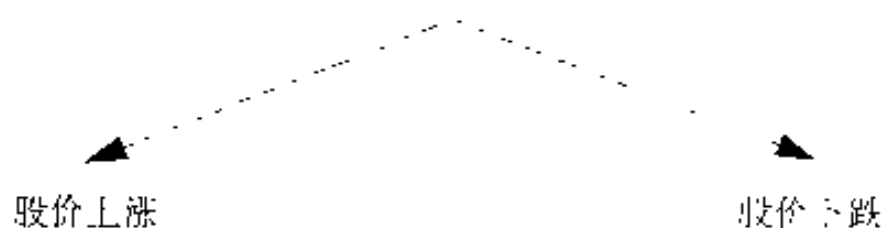
步骤一：投资人——乔伊事先做了研究，他判断Juniper个股股价不可能继续飙涨。因为该只个股所属业别竞争激烈，股价已高达200美元，市盈率已高达400倍。

步骤二：乔伊支付小额手续费，向证券公司融券卖出Juniper100

股 重点是，他向证券公司借了100股，必须在某段时间内买回股票偿还。

步骤三：乔伊立即融券卖出100股，手续费不列入计算，总额为20000美元

步骤四：接下来的几个月，乔伊随时观察该股的股价变动：



步骤五：Juniper个股展现强势（或许是运气好），股价飙涨到240美元。

步骤六：乔伊认为自己已经损失惨重。他决定以24000美元买回100股股票。然后把股票融券回补给证券公司。在这次交易中，乔伊原先向证券公司融券买进价值20000美元的股票，后来股票上涨，他必须支付24000美元偿还这笔借款。所以，在这次交易中，乔伊不但损失4000美元，还要支付两次交易（融券卖出、融券回补）的手续费，以及证券公司佣金。

步骤五：乔伊一直等到Juniper股价飙涨结束，后来股价下挫到50美元。

步骤六：乔伊以5000美元，买进100股股票。然后把股票融券回补给证券公司。在这次交易中，乔伊原先向证券公司融券买进价值20000美元的股票，后来股价下跌，他只要支付5000美元偿还这笔借款。在这次交易中，乔伊赚进15000美元，但还要扣掉两次交易（融券卖出、融券回补）的手续费以及证券公司佣金。

以上这张图表并不是为了用最有利的观点，解说卖空一事

所虚构出的情境。事实上，Juniper在2000年10月11日当天收盘价为260美元。到10月16日时股价创下新高，连续5天飙涨20%，股价涨到244.5美元，这种涨势让卖空者急于回补。不过，到隔年9月时，Juniper股价却下挫到2美元以下——如果高价卖空该股的人能经受这11个月的耐心等待，就能大赚一笔。

记者通常是不允许卖空股票的。即使可以，我也不会这么做。做我们这一行如果卖空股票，一旦批评某家公司时，别人很容易指责我们是为了一己私利。不过，我写这本书时就假定——优秀投资人所需要的技巧，就跟优秀记者所需要的一样。当我们检视卖空的人的怀疑和顽固本性时，就能清楚了解我说的这项假定。

别误解我的意思。卖空股票是危险的游戏，我不建议任何人把卖空股票做为主要的投资活动；我要建议的是，投资人要把卖空者所用的技巧纳入个人投资方法中。我在本章及第三章中，会解说卖空者所用的技巧，投资人可以视情况和时机而定，运作这些技巧，避免不当的投资决定；而且，万一你偶尔想卖空股票，就能运作这些技巧。

虽然市场上也有一些专做卖空的共同基金，但大多数卖空的人却以对冲基金为研究标的。一般来说，对冲基金经理人会同时买进并卖空股票。有些基金经理人专做卖空股票，就像有些基金经理人专门买进股票一样。而这些卖空股票的经理人，有能力挑选出股价将下跌的个股。

从许多方面来看，卖空的人好比是股市的警察。在这类警察中，大多数人都很正直，卑鄙下流的只占少数。卖空的人大多有自己的小团体一起做投资，也经常被指责故意妨碍企业运作。但事实并非如此，组成小团体投资，为的是要分工合作做好卖空股票所需的工作，也就是详尽耗时的调查和分析。例如，

有的卖空者擅长研究不同管理层的背景资料，有的则擅长跟管理者交涉并取得资讯。另外，有的卖空者擅长评估特定卖空个股的基本面，有的则可能跟某些记者关系很好，可以打听到一些消息。对我来说，我对卖空者跟专门买进股票的投资人是一视同仁的。

就本能上来说，单枪匹马当然令人不安。所以，去相信大家都痛恨的公司，当然要有勇气才行。然而，要痛恨大家都喜欢的公司，就需要拥有不同的特质，除了精神上的苦恼，还要背负违背全体的罪名。例如，有人就认为卖空股票就是不爱国，有点像在赌桌上玩“不过线赌”。有些国家甚至不允许卖空股票，以色列就是一例；日本人也怀疑，究竟哪种扫兴的人会做出这种蠢事。散播消息将卖空某些个股的人，也会被这些企业严加排斥，并指控造谣，有些企业甚至还会一状告上法庭。

我支持卖空的人，因为他们要应付“我对抗时势”这种棘手事，而且卖空这项服务相当重要。卖空的人在股市狂飙时加以控制，是矫正不切实际期望的对策，提醒投资人股价不会一路狂飙不下跌。在90年代纳斯达克飙涨的这段期间，大家都认为卖空这档事根本就太落伍，但是现在情况已经不是这样。

卖空的人通常最先向投资人透露企业的诈欺行为，让几百万投资人可以及早卖出股票，避免日后的损失。卖空的人还提供另一项宝贵服务：市场流通性。既然卖空者要借股票卖，可卖出的股票就更多。如此一来，想买股票的投资人就能买到股票，于是股价就会被压低，股价也不会因为惜售而飙涨。

这就是我喜欢卖空者的原因，撇开特质问题不谈，优秀卖空者所做的事，就足以帮助一般投资人作为投资参考，因为企业通常不会透露消息给卖空的人。他们必须精明地阅读公开资讯，

小心地留意细微的转变和证据，早在市场大众察觉前探究出企业的不当行径。对任何投资人来说，不管做空或做多，这些都是极为宝贵的技巧。

在效率市场中，个股按照推测应会达到“适当”价位，这就是价值投资人在股价暂时下挫时进场买进股票的原因。而且每只共同基金也大做广告，说他们有能力找出绩优个股，找出适当时机低价买进这些个股。话虽不错，但我们必须看另一面，对于股价低于“应有价位”的个股来说，或许还有其他导致股价继续下挫的原因。以下就来探讨如何找出这些机会。

效率市场 (Efficient Market): 这个理论认为，投资大众可以知道投资前景的相关资讯，所以证券会被“适当地定价”。因此，证交会禁止熟知市场内幕的人，利用投资大众无法得知的资讯进行交易。这个理论立意甚佳，不过理论终究是理论。就拿CNBC来说，每个人在做股价决策时，也没有取得所有相关资讯，如果效率市场真的存在，对冲基金经理人可就更惨了，他们要花更多时间获取资讯优势，在影响股价波动的资讯散布前，先进行股票买卖。

价值投资 (Value Investing): 价值通常是由旁观者来决定的，所以，虽然这个投资原则本着特定设计做基础，但许多自认是价值投资者的投资人，并未坚守首创理论者当初提到的那些告诫。

20世纪30年代间，戴维·多德教授和本杰明·格雷厄姆教授，发展出价值投资的原创方法。他们注重的是像机器、现金和房地产等与账面价值相关的资产。早期的价值投资人最重视资产负债表，尤其是账面价值和股价的比较。除了分

折账面价值外，还要找出特定资产价值过低的个股。而且就算这些公司从未赚过钱，如果公司出售某些资产，一样能让股价上涨。

现在价值投资公司以公司的市盈率（P/E Ratio）为重，如果股价无法充分反映公司未来成长，价值型投资人就会买进这类个股。举例来说，某家公司的市盈率为7倍，年盈余增长率为10%，就会被价值型投资人视为值得买进的个股。

找出催化剂

如果要从本章总结出一项最重要的概念，它就是——绝对、绝对不要光凭股价似乎飙涨过高、企业前景并没有这么好，就卖空股票。“股价过高”很可能是事实，但光凭这一点是无法避免股价继续飙涨4倍的。如果这样就进场放空的人，最后只会看着股价目瞪口呆，荷包也亏得空空如也。

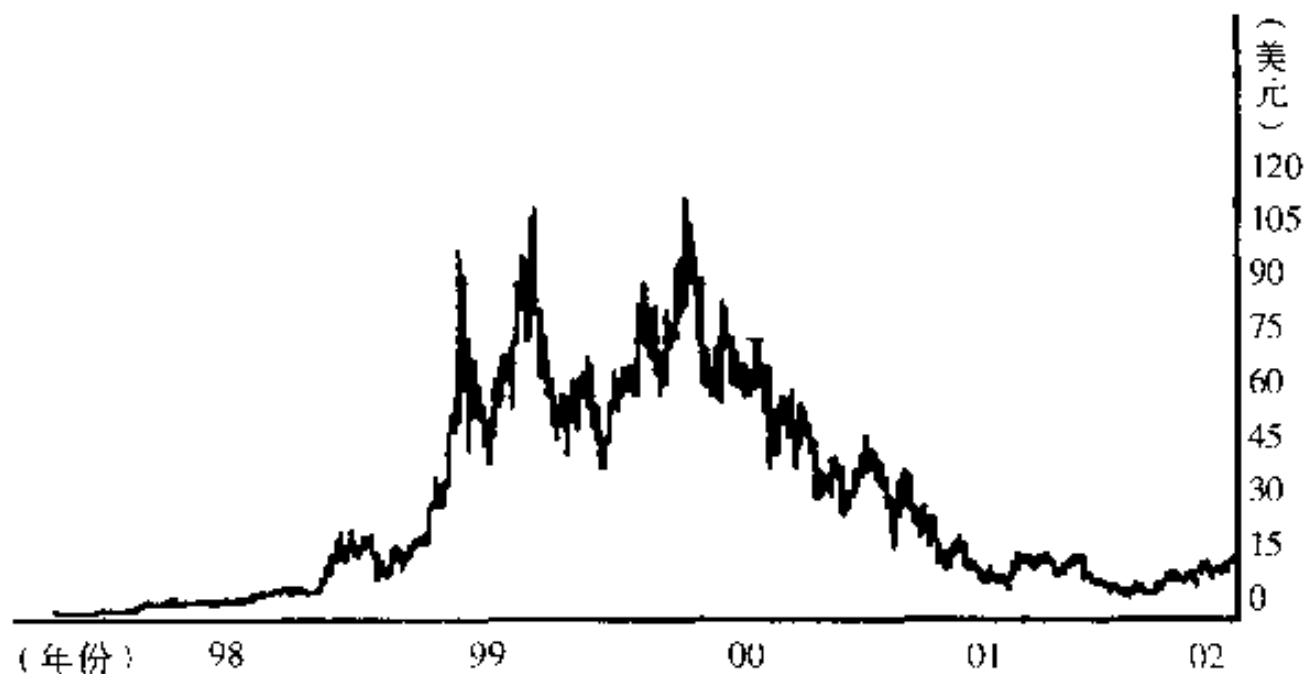
1998年年底，Amazon.com个股以每天涨两成的速度缔造佳绩时，大量卖空这只个股的一位对冲基金经理人，就亲笔书写报告传真给我，报告中详细说明Amazon.com个股股价飙涨得太不合理。他列出Amazon.com每年在全球各地的书籍销售量，同时指出，就算销售量增长一倍，也只达该公司市值的一半罢了。Amazon.com股价在超过20美元时，他就卖空此个股，可是不到6个月，股价就涨到50美元，于是，基金经理人开始亏钱，当股价继续飙涨，他继续卖空更多Amazon.com的股票。他在不知不觉中，让情绪影响自己的投资决定，以为自己是不理性市场中的理性投资人。如同电视系列片“星际迷航记”（*Star Trek*）中史巴

克所说：“在疯狂的世界里，头脑清醒的人反而被认为是疯子。”

市值 (Market Value): 公司发行在外的股票数目乘以个股股价，所得的数值即为市值。以通用电气为例，该公司发行在外的股票约有100亿股，如果股价为60美元，该公司市值即为6 000亿美元。

上市公司总值 (Enterprise Value or Total Cap): 市值加上公司发行在外债务的面值，所得的数值即为上市公司总值。以GE为例，该公司的公司总值，就等于市值加上公司债净值。

后来，这名对冲基金经理人在Amazon.com个股的卖空部位过高，威胁到他所管理的4亿美元基金，于是被迫高价回补股票。如果他能等，两年后，Amazon.com股价就跌破10美元，股市也恢复理性。可是这位对冲基金经理人只能看着股价疯狂飙涨，怀疑究竟是怎么一回事，结果这支对冲基金也因此亏损不少。我想，这位基金经理人的精神状况必定也大受打击。



3/04/02 AMZN 每周 (Amazon.com股价走势图)
©BioCharts.com

从这个例子得到的教训是：只因为市盈率高出20倍，并不意味着市盈率不会继续涨到30倍。而且卖空跟一般低买高卖的交易不一样：低买高卖的交易，最多只是血本无归。但是卖空股票的风险，不但会血本无归，还会债台高筑。

接着就来看原因何在。

卖空股票风险无限，好处却有限

风险无限

1. 在XYZ个股股价于10美元时，融券卖出100股，取得1000美元现款。
2. XYZ个股飙涨到50美元——这是不久前常有的事。你决定在情况更加恶化前，赶紧融券回补股票。
3. 所以你在XYZ个股股价50美元时，买进100股——这笔交易让你花了5000美元。

成效：在1000美元的投资交易中，你亏了4000美元。投资报酬率为-400%。而且，如果股价在你回补前继续飙涨，你就亏得更多。

好处有限

1. 在ABC个股股价为10美元时，融券卖出100股——取得现金1000美元。
2. ABC个股股价跌破1美元——这是不久前常有的事。
3. 这时，你决定融券回补。
4. 你在ABC个股股价为0.1美元时，融券回补100股，总共只花了10美元。

成效：在1 000美元的交易中，你赚了990美元——投资报酬率将近100%。

投资报酬率高达100%，这种事当然不容忽视。但重点是，卖空ABC100股和XYZ100股的这位投资人，最后还是亏了3 010美元。相较之下，如果是一般低价买进、高价卖出的投资人，在同样的交易中却能赚进3 010美元。就算股价波动不是这么剧烈，在决定进行卖空前，也要先搞清楚风险有多大。如果你做多，但股价却下跌25%，你最多才亏了1/4的本钱。但如果你做空，股价却上涨25%，结果可能血本无归、还赔上一大笔钱。

有些投资人可以承受这种赔钱的痛苦不会投降，可是这些人几乎都是相当有钱、管理基金的风险投资人，跟那些把辛苦储蓄交给基金管理人操作的投资人大不相同。

企业收购大王卡尔·艾肯就是这种人。大家都知道，艾肯经常主动出击，要求董事会做对事情，好创造股东价值，如此一来他也能从中大赚一笔。不过，在1998年到1999年期间，仅管网络股飙涨，艾肯还是坚持卖空这类股票。艾肯是旅游网站Lowestfare.com的创办股东，当然对网络贩卖机票的生意很了解。所以在网络泡沫化时，网络机票及旅馆订位网站Priceline.com股价飙高，艾肯就卖空该股。许多投资人敢卖空，却无法承受亏钱之痛，但艾肯不是这样，反正他有钱得很，而且又不必跟任何人负责。在Priceline.com股价为60美元、80美元和120美元时，艾肯继续加码放空该股，甚至到股价飙涨到160美元，他仍然坚持继续放空。所以，许多投资人已经债台高筑，但等到Priceline.com股价暴跌，艾肯却能大赚一笔。

既然如此，投资人怎么知道是要做多或是做空？很简单：

真的有影响股价下跌的“事件”发生时，你才能放空个股，只凭自己“认为”股价过高去放空，那可不行。

最常见的就是：企业提出警讯，表明无法达到预期盈余增长。这种事对卖空交易就很有利，其他有利事件还包括：企业产品不良、重要管理阶层人士离职、无法接获预期的订单、信用品质恶化等，最糟的是出现欺诈事件，欺诈是卖空的人最难预期的催化剂，要找出企业欺诈也是最难的事。即使发现了，在欺诈事件告一段落前，股价仍可能飙涨一段期间。

1998年，旅行服务网站Cendant的首席执行官亨利·西尔弗曼，宣布该公司CUC事业单位的营收出状况。在HFS国际公司和CUC合并成立Cendant公司前，西尔弗曼一直担任首席执行官职务。后来，消息宣布后，股价不跌反涨。几周后，Cendant又宣布爆炸性消息，让随后几年的股价不见起色。该公司几周前透露的财务数字差异，其实是在CUC与HFS公司合并的几年前就已经发生的欺诈情事。

西尔弗曼在电话会议中详细说明惨状，显然他对此事感到很震惊。而且跟往常不同的是，共同首席执行官沃尔特·福布斯并未参与会议，而我刚好参与了此次电话会议。当时投资人简直气极败坏，他们想知道，西尔弗曼怎么能面不改色地说他毫不知情。这样做首席执行官究竟有没有尽到职责？那些HFS公司投资人花大笔钱请的投资银行家，难道没有先检查一下CUC公司的账册？CUC公司的独立审计师在做什么？大家都有同样的疑问：“你们怎么可能不知道？”

我并不支持西尔弗曼。不过，当各方批评不断时，他倒提出一项有效论点。他说，就本质上来看，要发现欺诈事件本来就很难。显然西尔弗曼一直都未能发现此事，进一步地说，美国企

业的贤能之上也都没有发现什么端倪。

当西尔弗曼开始尽责调查此事，就要求共同首席执行官福布斯找人担保。据说福布斯当时提的人选中，竟然有以下5位企业名人：微软的比尔·盖茨、GE总裁杰克·韦尔奇、购并老手亨利·克罗维斯、投资巨子沃伦·巴菲特以及IBM前首席执行官路易斯·郭士纳。我想，福布斯提出的担保人选再棒不过，只不过就算这些人都担保他的名声，但他一手经营的公司，依旧在销售额上做出巨额假账。这也难怪，到现在西尔弗曼还为自己决定合并CUC一事心烦不已。当初西尔弗曼如果跟一些卖空的人请益，可能就不必承受这么多折磨。在合并前后，虽然股价继续攀升，有一小群卖空的人就发现CUC的阴谋。由于CUC在财务报表上动了手脚，所以这群卖空的人无法从资产负债表或收益表上观察到任何蛛丝马迹，然而，那些跟CUC公司顾客谈过的人，都会觉得这家公司不太对劲。顾客对CUC公司的产品似乎不太满意，该公司提出的销售数字很可疑。在HFS合并CUC前，我跟一些卖空的谈过，他们还不能识破CUC的阴谋，也无法提出证明。但是天啊，他们早就起疑心了。

一般投资人不会像卖空者一样，去拜访企业的顾客和采购经理，但卖空者这样做正确无误。如果上市公司的顾客能提供给你一些内幕，而且顾客所说的事实跟上市公司提的数字有出入时，你可别傻乎乎地买进这只个股。如果你决定多吃一些调查，或许就会得出这只个股值得放空的结论。接着就来看看，你应该做哪些调查才行。

钻研资产负债表

华尔街股市过度重视企业盈余和营业收入增长，让许多投

资人认为只有损益表才是重要文件。然而，许多卖空的人则认为，资产负债表是评断企业整体营运是否健全的更重要的指标。

每家企业都有资产负债表，而且所有上市公司每3个月就需呈交给证交会一份。投资人只要通过互联网，就能在几分钟内取得企业的资产负债表。

假设你对某家公司有些怀疑，决定检查一下该公司的资产负债表，你该从中寻找出什么蛛丝马迹呢？

取得资产负债表

损益表上记载的都是盈余数字，但资产负债表不一样。资产负债表详细列出企业的资产和负债，而且这些数字要等到呈交证交会后，才会公诸于市。通常，在公司发布损益表的几周后，才会对外公布资产负债表。

你不必惊讶企业为什么这样做，因为损益表上的数字总是比较讨人喜欢，这类数字当然要先公布出来。至于据实列出营运状况的资产负债表，当然公布愈晚愈好。投资人在检视资产负债表时，应注意下列事项：

- www.FreeEdgar.com网站：有各上市公司的资产负债表以及上市公司呈交证交会的各种资料，供投资大众免费阅览。如果你想下载某项资料，就必须成为网站会员并付费才行。
- www.10Kwizard.com网站：原来我最喜欢这个网站，不过后来这个网站开始有了一些改变。这个网站提供免费阅览，而且操作简便。投资人需要的所有资料几乎都查得到，而且每份财务报表还被分割为几部分，方便读者浏览。

- 雅虎的财经网站 (<http://finance.yahoo.com>) 免费又好用，只不过资料不完全。你只要输入所欲查询的公司代码，点选“Financials”即可。如果网站中提供你点选的股票，就可以找到资料。可惜的是，该网站并未提供所有上市公司个股的资料。
- www.hoovers.com网站也提供相当不错的免费资讯，但只有用户才能取得更有利的资讯。
- 最后，你也可以打电话给该公司的投资关系部门，索取最近的资产负债表资料。

朗讯科技：值得投资人警惕的故事

只要提到朗讯科技的名字，许多基金经理人和投资散户就不禁打起寒颤。20世纪90年代末期时，朗讯还是全美成长最快的个股。自从1996年从母公司AT&T独立出来，自行上市发行股票后，朗讯几乎是全美投资人普遍持有的股票。每位成长型基金经理人的投资组合中，一定会有朗讯。在1999年春天，大量持有朗讯科技股票的机构投资者，就多达1 900多家。当时朗讯科技的股价不断飙涨，但不久后却开始暴跌。

朗讯无法像首席执行官里奇·麦金所预期的有相当惊人的增长。在麦金主掌朗讯科技的那几年中，我刚好有机会进一步认识这号人物。我们曾在朗讯总部共进午餐；在他接受CNBC专访时，我们也曾私下交谈。麦金这个人很有魅力，他会让你觉得他说的全是真的。遗憾的是，他并没说真话。

麦金对股市投资人做出一些重大承诺，他吹嘘说，朗讯科技年营业收入的增长率至少20%，年盈余增长率至少15%。朗讯刚从母公司AT&T独立出来时，要达到这些目标似乎轻而易举。

1996年通过的电信法案，为许多电信业者催生。这些公司从华尔街股市筹资数十亿美元，开始打造网络，也让负责承办筹资的投资银行大捞一笔。由于电信业者都需要设备，朗讯科技就在这一派大好形势下，卖电信设备给这些公司。

但是，在这一次的行情中，要持续维持20%的年营收增长并不容易。而且营运愈好，隔年要维持一定的增长就更难。如果今年公司营收100亿美元，明年营收要增加20亿美元，就是一项艰巨的挑战了。

麦金对自己的承诺得意洋洋。有一天在他接受CNBC采访前，我们先闲聊了一会儿。麦金要我猜猜看，营收超过400亿美元、年营收增长率还能超过20%的公司，究竟有多少家，我知道居家修缮用品大厂Home Depot就是其中之一。麦金高兴地告诉我，另一家能做到这一点的公司，就是朗讯科技。

问题是：朗讯也是个在财务报表上动手脚、销售数字可疑的不知何时爆炸的定时炸弹。持有朗讯股票，极可能让整体投资组合受到重大影响，而且朗讯的资产负债表中，其实早就显示出各项警讯。用来协助说服华尔街股市，公司达成预期营收和盈余目标的各项会计数字，早就列在资产负债表中。这些数字也透露出，朗讯已经无法再维持先前那么辉煌的增长。

1999年夏天，我参加一场晚宴，出席的还有许多对冲基金经理人。当时朗讯的股价仍不断飙涨，有两位对冲基金经理人就说，他们选择朗讯作为卖空标的。他们一直注意朗讯的资产负债表，从中看出许多蛛丝马迹：朗讯不断更新手法，在数字上做手脚。到了1999年底，朗讯股价创下新高，许多卖空者急于回补，以免损失扩大。这些人实在是离开赌桌太早，而真正引发股价暴跌的催化剂还没有出现。

在1999年稍早些时候，朗讯在市场上已经有了一个真正的对手，那就是投资大师罗伯特·欧斯坦。在纽约布鲁克林出生的欧斯坦，是敢在街头奋战的那种人，他经营的价值共同基金可以卖空股票，而且擅长钻研上市公司的资产负债表。在报表中做手脚的公司，无不把他视为最大敌人，但欧斯坦是一个绝不轻言放弃的人。换句话说，这是成功卖空者的必备特质。

当时欧斯坦已经跟我提了好几个月，他认为朗讯在会计数字上动手脚，不久就会被揭穿。朗讯公布1999年第一季的财务数字时，结算日为1998年12月底，当时欧斯坦就把对该公司资产负债表的详尽分析寄给我参考，要我明白朗讯简直是在胡说八道。那时朗讯的股价为65美元。

欧斯坦在这项分析中提出十二项重点，足以列进卖空者的名作。对于任何想揭发企业夸大营收和盈余的投资人来说，欧斯坦提出的这十二项重点，好比是具体可行的检查表。因此，我特别列出这些重点，并解释如何发现识别这些重点及其重要性。

1. 过去两年内（1997年9月和1998年9月结算时），朗讯在“研发”上就注销25亿美元，盈余数字自然就好看很多。而朗讯公司收购网络设备公司Ascend时，又注销更多金额。

在此，欧斯坦参考两种常用方式。首先，公司会删减营运费用，借此增加利润，让盈余数字看起来比实际情况好一些。

朗讯在收购另一家公司时，注销“研发”费用，研发费用跟新产品研究发展成本有关，但企业在收购另一家企业时，有可能让研发成效受影响，所以这类成本可以分别记载，不必列入损益表中。欧斯坦认为朗讯注销的研发费用过于庞大，其中可能

包含必须列入损益表中、对营收数字不利的营运费用。朗讯通过注销某部分营运费用，使得最后呈现出的利润数字不真实了。

就这一点来看，我们还要注意另一项会计因素：企业如何处理特定资金支出。如果公司购买新软件或是同意一个为期数年的广告方案，可以选择把这些费用记到该项账上。可以一次把账列入，或选择把费用转列为资本，等到费用发生时再转列为费用成本。如果购买的软件预期可用5年，就可以选择分5年摊还，不用在购买时一次列入全部软件费用成本。

有些公司把软件和广告费用一次列入账中，有些公司选择分次摊提，这完全得看公司自己如何判断。不过，要多留意那些在大多数情况下选择后者、排除前者的公司，因为如果把成本分几次摊提，就能让短期盈余数字变得好看些。不过，有些公司之所以采取分次摊提，可能是因为在未来几季中类似费用会增加，而且摊提年限比预期短。如果某家公司把购置新软件的费用分6年摊提，两年后却发现，公司可能还要再买升级版软件，这时要说服会计再摊提这笔费用，可能就不容易了。

我认识某个卖空的人，他有一套复杂软件，可以找出哪些企业滥用成本摊提。他认为这些企业的短期盈余一定有问题，才会决定把许多费用分次摊提，让每季盈余达到预计数字。这一次，朗讯科技倒没有这样做。

我先前解释过，收购企业，就能让母公司注销研发费用。而欧斯坦认为，朗讯利用收购Ascend注销大笔研发费用，但这笔费用其实是花在营运费用上。如此一来，朗讯的盈余数字就能大幅增加。

在本书第六章将提到，通过收购而迅速成长的公司，经常会在会计数字上动手脚，掩饰实际营运成效。反正进行收购就能

注销大笔费用，可以保留账目，采用形式（而非实质）的会计成效，再加上复杂程度升高，让人无法弄清楚实际营运成效。所以，过去几年来，像Cendant、RiteAid、Tyco和世界通讯等热门股，股价纷纷暴跌并非巧合，这些公司都是通过收购而迅速成长。

2. 朗讯在1998年9月结算时，“待交量”（backlog）减少为99亿美元，去年同期为121亿美元。

“待交量”这个观念很简单，代表已接收、但还未履行完毕的订单，可被视为企业长期营运健全与否的指标。虽然待交量并非未来需求的可靠指标，因为订单可以撤销，但是它却能透露出未来几季的营收状况。以朗讯科技为例，待交量就从2001年起逐渐下降，显示出产品需求日减。

3. 在1996年会计年度到1998年会计年度间，保留盈余（retained earnings）增加为每股0.8美元，比所公布的累计净利润（recurring earnings）推算出的数字少很多。

保留盈余这部分的获利不必支付股利，由公司保留作为转投资或支付债务所用。因此，净收入扣除股利和买回股票的费用后，所得的数字应等于保留盈余。如果保留盈余的数字比“公布的累计净利润”所推算的少很多，就表示朗讯科技的实际净收入比所公布的净收入少，所以保留盈余才会比较少。

4. 朗讯科技在1998年9月结算时，保留重整准备金，但这笔钱从1996年会计年度起，从13亿美元逐年减少到2.51亿美元。

投资人需注意像“预备金”这种项目。在资产负债表的附注中，经常提供许多预备金和注销款项等相关资讯，所以千万别忘了阅读这些附注。以朗讯科技为例，欧斯坦就认为，朗讯为重整所预留的预备金，已经渐渐亏损掉。由此可见，朗讯科技必须多拨一点钱作为预备金，否则，在日后支付营运费用时，必定会捉襟见肘。

5. 朗讯科技的退休金计划，在过去几年内因股市看涨，公司把这笔退休金费用列为收入。通常，退休金存款利得，被视为企业的非正常经营收益。朗讯科技在1998年的退休金存款额为5.58亿美元，公司的税前营业收入为38亿美元。因此，公司光是从退休金存款取得的收入，就占总收入的15%。

这一点非常重要。在多头市场中，许多公司的退休基金增长率比精算出的增长率还高，也就是说，退休基金过多。依照会计原则，只要某年度的退休基金过多，便可列为营运收入。以朗讯科技为例，1998年会计年度就把退休基金所得的5.58亿美元列为营运收入。欧斯坦说的没错，这类收入不能被视为正常经营收益，所以也不该被列为营运收入。公司这样做，可能就是想让账面好看一点。欧斯坦了解到，朗讯科技1998年度的收入有15%来自退休基金利得，而不是正常经营收益，所以这笔收入当然不能被列入计算，也不能为未来营业收入打包票。

投资人在看公司年报和季报时，一定要留意这种事情。举例来说，锐德公司（Ryder）在2000年时，就以退休金计划所得，增加当年度的盈余。然而在电话会议中，公司管理阶层并未提及此事，但如果查阅该公司在2000年9月30日向证交会提交的季报，

翻到第12页就会知道，该公司当年的退休金所得，比去年增加3500万到4000万美元。季报中还提到：“依照2000年10月的估计，该公司预期在2001年的退休金收入，将会跟1999年的退休金收入差不多。因此，退休金收入将比2000年时大幅减少。”锐德公司在2000年1到9月的营业收入，只有6100万美元，其中，就有3500万美元到4000万美元来自非正常经营收益的退休金收入。这么重要的消息应该摆在季报的第1页，而不是第12页吧？

其实，像这样因为退休金过多而获益的公司，现在面临的下场却恰好相反。例如，通用汽车就曾经因为退休金过多而获益，但投资人却会考虑这个问题。在空头市场中，许多公司为了弥补退休金短缺，还被迫列举非现金支出。

6. 我们算出，在1999年第一季度每股盈余0.20美元中，有19美分是因为税率调降和缩减呆账准备金所致。我们也预期，该公司退休金计划所得，将对1999年会计年度的每股盈余有0.13美元的贡献。

或许你有时会看到“盈余品质”(quality of earnings)这个专有名词。欧斯坦在此所取得的资料，指的就是盈余品质。其实，他在整个备忘录中列举的都是这项资料，同时也说明公司最常运用哪些机制来做假，以呈现虚伪的盈余增长。

欧斯坦指出，尽管朗讯科技营收有增加，但事实上一些收入却应转为“应收账款”，而且公司的坏账准备计提不足。重点是，朗讯科技一直低估“顾客可能无法付清账款”这个问题。朗讯缩减呆账准备金，营运盈余数字当然就增加了。

另外，请注意该公司低于正常的税率。分析师通常会从季

报中抓出这类利用较低税率让财报好看一些的事，显示公司意图隐瞒事实。如果不是利用较低税率、缩减呆账准备金和列出退休金支出，朗讯科技的逐年盈余根本没有增长。这类因快速增长而备受喜爱的公司，如果盈余并无实质增长，不如关门大吉。幸好，朗讯的大多数股东根本不去翻阅资产负债表。

7. 内部销售增长逐渐下降 根据1999年第1季度（结算到1998年12月底）公布的数字，内部销售增长提高5%。根据我们的分析，在15亿收购案中，抵销了8亿美元的递减销售额。扣除这项共同投资后，实际增长只有3%。

内部销售额增长跟主营业务增长有关。欧斯田认为，朗讯的主营业务增长并不快，公司运用临时利得，在会计和财务上做手脚，并利用收购让主营业务增长率数字好看些。

8. 朗讯科技在1999年第1季度（结算到1998年12月底），应收账款增加43%、存货增加46%，但销售额却只增加5%

在资产负债表中，应收账款和存货可说是两大重要项目。如果应收账款和存货同时增加，而且增加比率高过营业收入增长率，企业通常很快就会出问题。这种状况可能意味：

- 顾客付款能力萎缩。
- 为了让外界认为销售量很好，结果更积极地增加存货。
- 需求不足。

这种不均衡的状况，并不一样。如果政府或GE未能付款，

公司的应收账款当然会增加。不过，如果是像网络顾问公司 Scient，客户都是网络公司，当应收账款大幅增加时，等于是提出一个警讯。有时，应收账款表示公司赚到不错的利润，因为顾客如果无法事先付款，便无法获得优惠价格（视财务计划而定，顾客无法事先付款，甚至还要支付更多费用）。不过，当你开始看到某些公司的应收账款不断增加，“而且”利润却很低时，这些公司就有麻烦了。投资人通常可在公司年报和季报等财务报表中，找到利润和大主顾等相关资料。

就在欧斯坦写完这份备忘录的18个月后，朗讯科技开始出现问题，股价暴跌。朗讯科技承认，无法达到预期营收及盈余增长，也无法在适当时间内达到营收目标（现在，证交会仍在调查朗讯科技在2000年会计年度，是否不适当地把6.79亿美元列为收入）。为了达到难以实现的盈余和营收增长目标，朗讯科技的员工承受着极大压力，对于证交会调查一事只能随便应付了事。

投资人通常可以从存货、应收账款和营业收入等项目，察觉出公司假造利润数字的蛛丝马迹。

个人财务和大多数小公司的财务，都是以现金为基准。如果你自己开餐厅，看收银机的记录就知道营业额有多少。如果顾客说：“我每天都来这里吃午餐。”你不会把这个人日后在店中的消费，列进餐厅目前的收入。但是根据会计原则，上市公司却能在还没收到现金前，把这些款项列入应收账款，并视为营业收入，而且很多公司都滥用这个原则。

照惯例，上市公司认定产品送交顾客后就列为营业收入，如果顾客从未付款，公司日后会注销这笔收入，并从坏账准备金中扣除。

如果只是把产品送交顾客就能算是营业收入，公司可能为

了让投资大众以为经营状况良好，让顾客接收不想要的产品。公司将会大幅降价，提供没有限制的退货政策，只是为了把东西卖出去。为了让财务报表上的数字好看些，这种状况到了季末就更为严重。

美国家电企业日光家电公司（Sunbeam）就把总价约数百万美元的烤肉架运到仓储中心，并把这笔款项列入营业收入。1998年3月，Sunbeam股价为50美元。到了同年7月，由于消息走漏，股价下跌到10美元。2001年2月，Sunbeam不得不提出重整计划。身为投资人，你可能不知道这些仓储中心，但是从财务报表的数字就可以看出该公司日后营运必定会出问题，因为Sunbeam的应收账款和存货增长得太快。

9. 尽管朗讯科技第1季度的销售额增加，但售货成本却减少，公司毛利增加4%，每股盈余增加0.18美元。朗讯在呈交证交会的首季季报中提出警告说：“虽然今年毛利如预期增加，但毛利增加不多。”因此，朗讯预计后三季的毛利将不如预期的好。

售货成本指的是——朗讯科技花费在制造产品和销售产品上的金额。在本例中，朗讯科技销售量增加，售货成本却减少，实在有点奇怪。事实上，朗讯科技已经提出警告，毛利将不如预期好。如果分析师或投资人仔细阅读该公司季报，就会发现日后它提出相同毛利时，一定是在数字上动了手脚，因此，依照目前毛利所做的盈余预计就不正确。

10. 其他资产在第1季度税后，对每股盈余的贡献度为0.06美元。

对大企业来说，资产负债表中所列的“其他资产”项目，金额可能相当庞大。微软在2000年年底时，在资产负债表中列出的“其他资产”金额就高达22.3亿美元。这些资产多为不动产，在大多数情况下，就是企业收购所拥有的资产，因为并不属于营运范围，所以被归在“其他资产”。因此，投资人选股时，当然不应把这个项目列入考量。以朗讯科技为例，其他资产包括公司在总部旁盖的高尔夫球场；当这类资产成为公司营业收入的主要来源，就表示公司主营业务的成长不佳。

11. 朗讯要为资助客户负责。该公司在1998年12月底，资助客户的金额高达32亿美元。在1999年第1季度的短期债务，增加15亿美元。

欧斯坦能指出这一点，真是先见之明。资助客户并不寻常。不过，在20世纪90年代末期，许多电信设备供应商为了让新兴电信公司向它们购买设备，就资助这些公司。在当时来看，资助客户是相当不错的构想。

2001年4月，新兴电信公司WinStar负债40亿美元提出重整计划时，就已积欠朗讯科技7亿美元。后来该公司在同年年底被收购，收购价格为4 200万美元，所以，朗讯科技原先被积欠的账款，一毛也没拿回来。跟朗讯科技抢客户的北电网络和思科系统等公司，也一样要出钱资助客户。

欧斯坦也指出，朗讯科技的短期债务大幅增加。当公司短期债务大增时，未必表示营运状况出了问题。令人怀疑的是，公司为什么需要那么多钱？以朗讯科技为例，是因为该公司借款长期资助客户，所以短期债务大增。不过，电视设备公司的投资人

并没有预期公司会这样资助客户。

12. 朗讯科技在1998年时，资本支出后的现金流量为负数，金额高达2.5亿美元（不过，在收购案前金额高达15亿美元）。在1999年第1季度时，资本支出后的现金流量亦为负数，金额高达14亿美元。

欧斯坦提出的最后一点最重要。现金流量是企业的原动力，企业创造或损失多少现金，是企业生意是否兴隆的关键。朗讯科技把钱花在工厂和设备上，但现金方面却出现窘境。公司在1999年第1季度的表现比去年更糟，现金流量依旧是负数。

欧斯坦写完这份报告的几年后，朗讯科技已经在2001年会计年度第1季度，公布营运亏损17亿美元。随后，在第2季度时也发生亏损。欧斯坦在1999年撰写报告时提出的种种麻烦，就是该公司营运日益恶化的前兆。

如何看出企业现金流量出了问题？首先，你必须仔细钻研“营运现金流量”项目。如果这个数字为负数，或是数字逐季下滑，就表示公司现金流量状况不佳。不管净收入是否增加，只要这个数字为负数或逐渐减少，就是坏消息。安然公司破产事件发生后，投资人又开始注意上市公司的资产负债表，重视公司的现金流量，对于净收入就不那么注意。

现金流量可说是卖空者的选股指标。企业如果没有足够现金维持未来一年的营运，能否继续经营就成了问题，如果盈余增长不断下滑，问题更大。有时候公司的新产品虽然卖得很好，但却必须花几个季度的时间才能弥补发展新产品所支出的费用，所以现金流量就会出现负数。如果现金流量总是追不上盈余增长，

就要小心了。

我知道这有点难懂。亲爱的读者，我并不期望你明白我刚才说的这种种细微差异，大多数投资人——包括花大钱买服务的投资人，甚至根本不愿意去看资产负债表或年报。

但是重点就在这里。正因为认真去看财务报表、钻研其中数字的人少之又少，所以这些人当然比别人赚更多的钱。不要踌躇不前，赶紧去看资产负债表，连同财务报表附注和注释一起都要看过。如果看完这些资料你还无法了解企业营运状况、搞不懂企业怎么赚到钱，那么，决定不买该公司股票，或许就是明智之举。

安然公司破产事件

安然公司的投资人有说不完的抱怨。他们可以怪罪很多人，但是我真希望有些投资人也顺便责怪一下自己，我这么说不是表示无情。安然破产相当滑稽，受波及的许多员工和投资人绝对有理由生气。

朗讯科技处心积虑地用尽一切伎俩来增加盈余增长率，可是安然公司没有这么做。即使你怀疑安然在盈余数字上造假，也不可能证明公司提供给投资大众的财务绩效——这些被稽核过的财务数字——竟然有误。违反直觉卖空某只个股，其实是很难做到的事，希望这本书可以帮助你。我要你培养直觉，预先嗅出事情已不合情理。我要你精明一点，知道何时应该拉开距离。

有很多人只是凭直觉放空安然的股票；有一些人却是基于稳固的投资理论，运用未公开资讯支持自己，断定安然在财报数字造假。我并不期望你成为这群人当中的一员，只希望你能注意到某些不太合理的事。

安然从能源公司转型为交易所时，财务报表就愈来愈不清楚。事实证明，许多投资社群，包括分析该公司的分析师，也都乐意把管理高层说的话当真。即使公司的资金报酬不佳、现金流量增长与盈余增长不符，大家也认定从交易所产生的盈余增长是实质增长。

然而，有一小群卖空的人就很有毅力，他们持续询问管理高层为什么会出现这些差异。卖空的人之所以对这些差异感兴趣，只是因为安然的数字似乎很合理。如果交易所这么赚钱，为什么没有在现金盈余上显现出来？而且，为什么这家公司的资产负债表这么难以了解？高盛投资也是一家交易所，但其资产负债表却不难了解。安然的 management 不但没有回答这些问题，反而还对质问者无礼，对问题避而不答，改回答另一位分析师提出的简单问题。

卖空的人很早就质疑安然，之后，大家认为安然必须重新陈述盈余，因为管理高层有人从做假账中谋取私利。后来才知道安然是隐藏债务，不但没有把债务列在资产负债表上，反而伙同会计师造假、制造获利假相。尽管如此，我们还是可以找出一个模式，在下一章中，我会更详尽地介绍这个模式，让你明白这个问题。

当事情不合情理；当你很难了解某家公司怎样赚到钱；当分析师异口同声地称赞、奉承某家公司的管理高层；当管理高层回避棘手问题，一旦你看到这些现象，就有可能找到像安然这样在财务数字上做假的公司。

安然可能是犯罪企业，但这是执法者和法庭要去查清楚的事。然而，即使安然运用这些伎俩不让投资人了解真相，其实聪明的投资人早就能从中找出一些蛛丝马迹

让聪明投资人迅速抛售安然个股，或开始放空该股的关键，

其实就跟欧斯坦放空朗讯的关键一样，这些关键都出现在——资产负债表。

历史指引我们迈向未来

美国诗人暨哲学家乔治·桑塔亚纳说，凡无法记取教训者，必定会重蹈覆辙。对投资人而言，这种教训则有些不同。凡是无法调查清楚管理阶层集体及企业以往事迹的投资人，可能就注定要蒙受损失，或是错过放空获利的大好机会。

网络的发达，让投资人能迅速找到许多有用资讯。既然有这么便利的工具，投资人理应对可疑企业的董事及管理层好好调查一番。同时也别忘了检查一下可疑企业以往的出身背景：是哪家公司承销该股发行上市？可疑企业如何成为上市公司？

下列事项，必须好好考虑一下。

ANTs软件公司在1999年时声称，公司发展的软件能让电脑运算速度快上1 000倍。接着，首席执行官弗雷德·佩蒂特说明其中缘由：“由于软件设计方法追溯到最初创始电脑时，软件强迫硬体耗掉九成以上无谓的时间，而一旦软件交付硬件执行某件事时，却要做大量不必要的工作。ANTs公司一直设法设计软件，去除这类浪费等待时间和不必要的工作。”

该公司在1999年初，在场外交易市场（OTC，Over the Counter）的交易价还不到1美元。后来股价一路飙涨，到2000年2月，交易价已达40美元，公司市值也将近10亿美元。

ANTs公司的创办人唐纳德·赫顿，原来在温哥华证券交易所时就很会拉抬股价。当你看到“温哥华证券交易所”这个字眼，不妨再多查些资料。其实，在1984年创办的ChoPP电脑公司，就

是ANTs的前身。ChoPP在1985年到1986年间，于温哥华证券交易所挂牌交易，股价从0.40加元，一路窜升到120加元。该公司声称，要打造出比超级电脑Cray运算速度快上10倍的超级电脑，后来因为没有成功，公司宣传人员受到谴责及罚款。在1995年时，纳斯达克也禁止该公司宣传人员涉足证券业。狡猾的赫顿把公司名字改一改，在1999年2月开始在场外交易市场挂牌交易。要打听这些消息并不难，但你认为很多人会特意这么做吗？那些在ANTs股价涨过40美元，还要进场去买的投资人，一定没有这么做，不然就不会亏得这么惨，现在ANTs股价跌到只剩几美元。当大家都知道实情时，总是为时已晚。

根据我采访的一则独家新闻显示，探听企业首席执行官以往是否有不良行径，的确能让投资人受益。以Nutrition for Life个股为例，这家以顺势疗法产品为主的多层次传销公司，在1996年成为华尔街股市热门股（下一章将会严密剖析这家公司）。究竟卖空的人取得什么消息，让他们纷纷卖空这只个股？说穿了，就是因为这家公司以往的纪录相当可疑，管理高层的关系也令人起疑。

Nutrition for Life的首席执行官戴维·伯特兰，过去一直担任Seagold Products的总裁，但这家公司已在1981年宣告破产。后来伯特兰又创办Consumer Express，同样从事多层次营销生意。Consumer Express和Drax Ventures（收购Consumer Express的空壳公司）的执行副总裁，刚好就是伯特兰的弟妹亚娜·米查姆。现在，米查姆是另一家多层次营销营养品公司Advanced Nutraceuticals的执行副总裁，而总裁又是伯特兰。这两个人还掌控另一家公司。位于路易斯安那州的Elegant Cosmetics，跟Consumer Express间有不成文的协定，由后者收购前者价值45 000美元的存货，并取得分

销产品的权利。而Consumer Express的财务长竟然是让某些人听到名字就害怕的龙尼·莫。巧的是，莫的老婆就是伯特兰的侄女。至于Consumer Express的行销总管凯文·特鲁多就更精彩了，根据我的独家报道，很上镜头的特鲁多先生竟然是二次定罪的重罪犯，甚至还曾经入狱。

要发现这些事情其实很容易，像破产或犯罪入狱这些事在公开资料上都查得到，只是一般投资人可能没办法把这些错综复杂的关系串在一起。不过，一旦找到一条线索，知道这家公司先前曾经破产，知道管理高层有人曾经入狱，投资人就应该能够确认，如果不打算卖空，最好就别碰这只股票。

如果去查一查帮助这些破产公司挂牌上市的承销商，就会查到某些承销商的名字一再出现。以ANTs公司为例，该公司通过在亚历桑那州的一家小证券商，帮忙承销IPO。有时卖空的人在选日后卖空标的股时，就会以个股承销商做为选股指标。

有时，这类破产或问题公司甚至没有通过承销商就挂牌上市，这就是此类公司日后可能出问题的一个征兆。有些公司利用申请表格SB-2，通过一系列的配售，因为这种方式限制较少，透明度也不高。其他公司则从公开市场，收购闲置上市公司的所有股票。这类已停业公司通常就是所谓的“空壳公司”。虽然在股市中有公司代号，但交易价格只有几毛钱罢了，因此，只要有小笔资金，就能让这些空壳公司死灰复燃，帮助不法分子再行欺诈之实。

如果查到名声不好的承销商还参与某家公司的管理团队、推销宣传不实产品，这项资讯也能作为选股时的参考。

Milestone Scientific的例子就很具有代表性。该公司生产高科技局部麻醉运送设备，公司声称这种设备很快将取代牙医用的

针头，可以无痛注射麻醉剂。

仔细一查，Milestone有两件事可疑。首先，该公司雇用的承销商GKN证券，专门为有问题的公司承销IPO。而且，Milestone的管理团队和董事会背景也太复杂。

当时，GKN证券跟我认识的对冲基金经理人接洽，希望他们考虑购买Milestone的股票。不过，这些对冲基金经理人查阅GKN以往的承销记录，发现这些上市公司都有问题，所以对冲基金经理人反而打算卖空Milestone。由于承销商名声不佳，让他们有线索进一步查清楚内情。任何投资人都可以轻易查到这类资讯，举例来说，只要上www.hoovers.com网站，查一下GKN承销的七家上市公司，就可以知道他们的股价表现都很差。即使Firebrand Financial Group和Millbrook Press这两家表现较佳，股价几乎也都在3.40美元以下，其他几家公司的股价甚至不到1美元。

于是，我的这群卖空的朋友开始阅读Milestone的委托书。现在你已经知道，卖空股票一定要看大量资料。资产负债表、季报、年报、财务报表附注和委托书等，全都是可用资讯，我极力推荐大家多看看这些资料。委托书中会列出公司董事，简述每位董事的事迹、现任职务、年纪以及已任职董事多久。以Milestone为例，该公司的委托书就很值得投资人查阅。

Milestone的首席执行官伦纳德·奥塞尔，背景相当复杂。奥塞尔曾在专门承销IPO的证券公司任职过，巧的是，这家证券公司办过挂牌上市的公司，后来纷纷宣告破产。另外，奥塞尔也担任过GeriCare公司的主管，而这家制造防治大小便失禁产品的厂商，早在几年前就因为医疗欺诈案被美国政府起诉。

奥塞尔当然不会在简历中承认这些事，但是他在简历中列出的事，却跟很多声名狼藉的事扯上关系。例如，极力推销

Milestone个股的罗伯特·金泰尔，每次推销的个股最后都变成没人要的股票，像C-Cube Microsystems和Fantom Technologies, Inc.就是其中两个例子。我并不期望你跟我这些卖空的朋友一样，或者跟我在做独家新闻时发现这么多事实。以Milestone为例，我的助理与我为了追查这个新闻，就给全美各地的许多牙医打电话。我想，许多投资人都不会想把美好的下午时光花在打电话询问上吧。

不过，只要找出一点蛛丝马迹觉得不对劲，不就表示后续的问题可能更大吗？如果查到某位管理阶层人士记录不良、承销商有问题，或资产负债表出现前述疑点，卖空的人或许会再进一步调查。

通常，管理阶层不见得要舞弊记录才会让人担心害怕，有些首席执行官虽然不是罪犯，却一样能找法子把公司毁了。

为了让大家知道卖空的人做研究究竟多么辛苦，我特地在此引述某位卖空者寄给我的一份备忘录。这份注明1998年4月13日的备忘录中，详述Milestone总裁奥塞尔的背景资料。

奥塞尔的简历相当含糊，而且要在公司最近呈交的财务资料中找到他的简历也不容易。奥塞尔在简历中提到他跟美国亚洲顾问集团的关系，该集团是“正在转型”的顾问公司，参与像“废物处理……医疗设备……以及证券等活动”

奥塞尔提到的废物处理公司，似乎是在圣迭戈的Wastemate公司，从事“水力废物处理”。另外，奥塞尔也在Mostel & Taylor证券公司负责投资银行业务，这家证券公司有问题，专门交易一些垃圾股。我检查这家证券公司参与的其他交易，这些公司全都破产了。Mostel & Taylor跟美国全国证券交易商协会

(NASD, 简称证券公司协会)之间有很多纠纷。显然这家公司已经歇业。至于Wastemate公司, 好像也问题很多。

奥塞尔的简历中最有趣的, 是他跟GeriCare公司的关系。到目前为止, 我在GeriCare被控不当歇业及违约的诉讼案中, 查到奥塞尔被列名为被告。根据起诉人(GeriCare加州分公司经理人与员工代表)所言, 奥塞尔在公司扮演相当重要的角色, 他自己说他“负责掌管公司营运”。GeriCare和负责人被起诉有医疗舞弊之嫌, 最后结果如何, 我并不清楚。

最近, 这批人又跟另一宗“奥塞尔交易”有所牵连, 这次牵连的公司是Sonics Research, 该公司一样宣告破产。奥塞尔跟所谓“斯图尔特兄弟”的纽约投资人显然也有关系。

我跟Sonics Research公司的重要营运主管罗伯特·布什谈过, 他证实奥塞尔帮助该公司筹资, 而且对该公司的特定营运有很大的影响力。后来他又补充说明, 奥塞尔和Milestone公司的律师斯蒂芬·泽尼克, 试图要让Sonics公司跟加拿大公司EmFax合并, 并跟约翰·麦克宾这名加拿大人频频接洽。我确定这位麦克宾先生曾被加拿大亚伯达证券交易所起诉, 有欺诈嫌疑。

一周后, 这位卖空者又把后续的备忘录寄给我。为了保护某些人, 我在引述时特地做了一些修改。

我从GeriCare公司的上市公开说明书中节录出一段话, 在这段话中, 奥塞尔通过律师提供一些财务背景资料

列出奥塞尔持有三家公司的股份, 这三家公司分别是:

GeriCare (涉嫌医疗欺诈)

Sonics Research (奥塞尔和泽尼克试图把该公司跟加拿大股

票欺诈者约翰·麦克宾拥有的EmFax合并。)

Aquanetics: 依RICO法案, 这家公司最后也涉嫌证券欺诈。

是巧合吗? 这三家公司竟然牵扯上三件欺诈案。有阿贝·萨拉曼这位欺诈高手在内, 我可不认为这些事纯属巧合。

我喜欢这些备忘录, 因为当中提到的事情都有关联。到最后, 每件事情都会让某人因为证券欺诈去坐牢。备忘录中最后提到的萨拉曼, 就是一位棘手人物, 当初, Milestone进行私人配售时, 萨拉曼就负责推销配售。大家并不清楚萨拉曼如何取得股票, 但事实上, 其中原因不难猜测, 萨拉曼本来就是出名的股票骗子, 早在20世纪70年代, 他就因为涉嫌Magic Marker公司一案而坐牢服刑。

我架子上有关Milestone公司的档案厚达3英寸, 里面都是我们跟牙医和奥塞尔相关企业员工的访谈资料。不过我从没有报道过Milestone公司, 因为当我确定这家公司有问题时, 其他新闻记者已经决定报道, 而且金融网站www.Bloomberg.com和www.TheStreet.com也开始大量报道此事。

身为新闻记者, 我有可以透露消息的渠道, 但身为投资人, 在Milestone股价暴跌前仍然有时间可以放空赚上一笔。也就是说, 如果你能借到股票融券卖出的话, 仍然有利可图, 因为其他新闻记者都能先我一步发布消息, 卖空者当然也能抢先投资者一步, 融券卖出该股。

融券/轧空

卖空股票必须面临许多重大挑战, 其中一项是——要能借

到股票卖出。许多卖空机会都出现在流动性低的股票，所以这些股票的可交易数少，卖空的人根本借不到股票融券卖出。而且如果出手太慢，其他卖空的人早就先融券卖出个股，你可能就无法持有任何卖空部位。那么，在完成个股仔细调查前，就必须先融券卖出吗？其实，许多卖空的人在进行仔细研究之前，会先检查个股的融券张数（特定证券公司持有较多股票可以借给卖空的人，像高盛和摩根斯坦利就是这类证券公司。而这两家证券公司也为挑选卖空个股的能力感到骄傲）。

前面提过，要放空特定个股时一定要找出催化剂，但即使如此，同样会有风险。

卖出融券的人，最后一定要回补股票，所以每卖空一股，日后就要买回一股。当股价上涨，卖空的人就会动摇——甚至是被迫——买回股票回补部位。由于这些买单，股价便愈涨愈高。这种股价迅速上涨的情况，就是众所周知的“轧空”。对投资人来说，这是最难以忍受的经验之一。

发生轧空状况是由于以下因素：

- 有利消息，例如：实际盈余超出预期，
- 借出大量股票让人放空者，突然想要回股票（借人股票者随时可以这么做）
- 让股价下挫的谣言受到抑止

有些投资人甚至以融券张数过高的个股为特定目标，故意制造轧空行情，让股价涨得更高，然后高价出脱持股。我先前提过的麦哲伦基金经理人范尼克，就握有大笔资金，可创造轧空行情，再出脱手中持股。范尼克会以流动性低的股票为标的，小心对外透露

他买进哪只个股，于是市场投资人纷纷抢进这只个股。卖空的人只好赶紧回补股票，这样一来股价愈涨愈高。结果，惊慌的卖空的人再进场回补股票，看好个股的投资人也进场买股票，于是范尼克就可以卖出先前的持股，让一堆投资人被套牢或损失惨重。

至少，Krispy Kreme在2000年股价飙涨，其中的功臣之一就是卖空的人。他们在八九月时纷纷回补股票，由于发行在外的股票很少，所以股价开始飙涨。现在已经歇业的Etoys，就被揭发在1999年秋天故意创造轧空行情。Etoys在1999年5月挂牌上市，后来股价一路飙涨，之后股价却跌到一半（仍超过挂牌价）。股价在9月时是30美元，到10月就涨到70美元，但不到几个月后，Etoys股价就暴跌，当时急于回补的卖空的人，痛失赚钱的大好机会。这就是网络泡沫的特性之一：承销商选择不要发行少量股票，所以这些股票的交易价并不是以基本面为主，因为物以稀为贵。即使有人敢放空，股价只会愈飙愈高。

如果被卖空的公司自己进场参与，轧空情况就会更加恶化。股东会减少在外流通的股数，于是卖空的人就得回补股票，造成股价上涨，如果发生这种情况，证券公司就会采取“回补”措施。由于无法再出借股票，证券公司会强迫投资人归还原先融券卖出的股票。回补会创造轧空行情，让卖空的人更加受挫。

投资人也可能创造这种回补行情。2000年7月，当时持有5%Conseco保险公司股票的欧文·雅各布斯，在《华尔街日报》和《纽约时报》刊登全页广告，呼吁股东收回持股——收回借给卖空的人的股票。这项举动果然奏效，Conseco在外流通的股数大量减少。雅各布斯或许陶醉于成功之中，决定朝多方面发展，而打压卖空的人就是他的新职务。他又刊登大篇幅广告，攻击所罗门美邦分析师科林·迪瓦恩，因为迪瓦恩不看好Conseco。然

而迪瓦恩的看法没错，在雅各布斯刊登广告攻击的几个月后，Conseco股价开始暴跌。

至少在Conseco这个例子中，大家是以基本面去分析健全公司的股价，只不过大家对股价的看法不一致。Conseco股价暴跌后，雅各布斯又因选错个股而惨遭滑铁卢，他选择捍卫AremisSoft公司的股价，这家小公司做的是跟保健有关的软件。他认为这家公司受到卖空者的不当攻击，当时他跟我说他做了许多调查，确定AremisSoft是清白的，不像卖空的人所说的那样。

事实证明，雅各布斯彻底错了。而且，他如果真的知道怎样操纵股市，就不会亏那么多钱，也不会连名声都赔上了。从跟Cyprus公司合并，到管理阶层内部交易（公司大笔出资掌控另一家公司）以及放出跟保加利亚和印度签约的传闻，这种种事迹都证明AremisSoft涉嫌欺诈。目前证交会正在调查该公司的会计业务，而且检方也对该公司的罪行展开调查。AremisSoft表示，对于无法保持账册准确一事，他们仍在设法决定该由哪位管理高层人士负责。

2001年春天，MicroStrategy公司首席执行官迈克尔·塞勒刊登广告，呼吁投资人不要把股票借给卖空的人。塞勒此举让我感到很困惑，因为很少人会卖空5美元以下的个股。当时，股价曾飙涨到300美元的MicroStrategy，已经跌到3美元。其实，塞勒这么做只是想创造轧空行情，并不是要保护长期投资人。而且以我的观点来看，这么做根本不对，首席执行官不把时间花在营运上，反而担心卖空的人？这么做可能是因为有什么事要对公众隐瞒。

2001年初，涉及数件集体诉讼案的Pre-Paid Legal Services，其首席执行官哈兰·史尔瑟芬鼓励业务团队跟律师接洽，提出集

体诉讼控告卖空的人。到了4月底时，该公司的企业发展副总裁又写了一封信给全体业务同仁，内容如下：

这几天来，本公司的股价备受青睐，各位同仁如果能检查卖空的人在其间扮演的角色，或许对大家有所帮助：

卖空的人向证券公司借股票，先融券卖出股票，同时也承诺日后将归还股票，或称为回补。从卖空的人的观点来看，最理想的状况是融券个股股价暴跌，所以，他们会利用种种伎俩促使股价下挫，例如向媒体发布不利个股的消息等。一旦股价如卖空的人所愿下跌，他们就会低价买回股票还给证券公司。

重点是：你们这些股东，可能就是卖空的人借股票的对象。

你们持有的股票，极有可能是登记在证券公司的名下，而证券公司可以把股票借给卖空的人。如此一来，证券公司就能从中赚取佣金和手续费。这可是合法的事，只是大家不知情罢了。

该怎么做，才能不让这种事情发生？马上打电话给证券公司，如果证券公司已经把你的股票借给卖空的人，你就要求立即回补，并要求证券公司马上把股票转进你的现金账户，并列到你的名下。这样一来，你还是持有股票，买卖股票的权利也未受影响。

这样做，就能让卖空的人无法借到你的股票。在这种情况下，惟有取得“你的允许”，证券公司才能把“你的股票”出借给卖空的人。

巧合的是，就在这封信发出的几天后，Pre-Paid公司表示收到证交会的来信，质疑3年来每签一位新客户时的手续费用账目。

Pre-Paid公司发出的这封信说得没错，不过这也是公司单方

面的说辞，况且，在大多数情况下，登记在证券公司名下的股票是“不会”被借给卖空的人的，证券公司根本不会这样做。然而，以Pre-Paid的例子来说，情况却是这样，因为Pre-Paid公司的会计账目有问题，引起证交会的质疑。换句话说，Pre-Paid公司其实可以采用更好的方式，处理卖空的人融券股票的需求。

根据我个人的经验，专心对抗卖空的人的公司，通常就是很好的卖空标的股。我并不同意雅各布斯捍卫Conseco股价的做法，但他只是股东，并不隶属于Conseco管理阶层。当公司的管理阶层花时间对付卖空的人时，可能并没有把时间做最好的运用。他们因为想隐瞒实情，设法让舞弊时间拖久一点好趁机出脱股票，所以才费心攻击卖空的人。这一点倒让我想到另一项警讯：大股东一致卖出股票。

只要到雅虎财经或www.CNBC.com这类网站，就能查到企业主管和董事买卖股票的详细记录，因为他们必须通过4号表格和144号表格，在买卖股票时向证交会申报。我并不会把大股东的交易当成预测指标，因为这当中的未知变数过多，可能某位股东要为小孩子支付大学学费，因而出脱持股；在此同时，也有可能某位股东看好股价后市，因而增加持股。不过，当大股东同时“全体一致”出脱持股，投资人就要小心了。

举例来说，1998年8月，AgriBio Tech公司召开电话会议，声称公司股价下跌是因为卖空的人散布不实谣言。其实该公司首席执行官在6个月内，就因为账户保证金不足而不断卖出股票，最后只好离职求去。1998年6月时，该股股价还高达29美元，到了2000年1月，公司却宣告破产。

Tel-Save公司（现又二度改名为Talk.com）的前任首席执行官丹·布瑞斯洛，则是打压卖空的人反而害了自己的最佳实例。

1998年时，布瑞斯洛控告德意志银行卖空Tel-Save的股票，接着，他又收购股票，减少公司在外发行的股票数目。但这项举动却对公司造成极大损伤，使得现金有短缺之虞。结果布瑞斯洛只好卖出股票以获取现金，跟当初收购价格相比，后来的卖出价简直低得可怜。之后布瑞斯洛离职，改行养赛马并成为职业赌徒。看来，他倒是很清楚自己适合做什么。

尽管我在本章以大篇幅介绍这些烂公司，但是有些可疑事项或窜改资产负债表数字等事迹，并没有可以辨别的模式，所以这些公司的最后下场可能也不太好。幸好卖空的人还是能利用一些方法，预测哪些企业能列入卖空标的。下面就来看看其中的三项方法。

1. 企业推出的技术不如预期，或需求不如预期

摩托罗拉推出铱星计划创立铱星公司（Iridium），创下有史以来金额最庞大的私人配售案。1998年5月，也就是卫星电话公司开始营运的前5个月，铱星公司的股价飙涨到72美元。由于电话设备体积过大、重量过重，只适合用于室外，而且该公司从未适当筹组行销伙伴，总之这项产品根本没有市场，结果，愿意花3 000美元购买设备、每分钟支付7美元话费的用戶，简直寥寥无几。铱星公司把价格减半，照样无法吸引顾客。铱星公司在1999年夏天宣告破产前，总用户仅占预期用户数的5%。

如同先前所述，任何排除众议的不利传闻都值得特别注意。但是真能做到这一点却不容易，尤其在评估需求时更是如此——研究该产业的分析师，大可以提出“如果需求不如预期”的这类假设性问题。

在铱星公司营运失常前，卖空的人有很多时间可以放空该

股。而且依星公司最后宣告破产，也带来另一个值得注意的重要信号——依星公司股价表现不错时，公司债的价格却频频下挫。

2. 留意企业的债务变动

像依星公司这类企业，为了打造网络必然负债累累，也必须应付许多投资人。通常这类企业的公司债持有者，能优先得知公司的财务及策略状况。

2001年春天，我报道新兴电信企业的相继破产事件。这些新兴电信企业为进行计划而筹资，发行各种不同等级的公司债，债权人就是不同的机构投资者。而且当这些新兴电信企业证实，现金流量无法产生足够的增长以应付资本支出需求及支付利息时，公司债价格就会下跌。而这些公司通过银行发行的金融债券，价格也会因此下跌。

在许多情况下，个股股价暴跌前，公司债和金融债券价格会先下跌，这也是企业最后宣告破产的前兆。像WinStar、Tcligent、ICG通讯、360通讯、PSINet、Exodus通讯、Excite@Home和环球电讯这些公司，情况都是如此。

这种事不只发生在电信业，服饰厂商华纳科集团（Warnaco Group）就是因为进行收购而负债累累。而且该公司在股价暴跌前，债务就先恶化，最后也不得不宣告破产。

公司债和金融债券不在特定流通市场交易，所以价格可以造假。你可以向大型证券公司的营业员查询，了解个股的固定收益或债务状况，知道个股的公司债或金融债券价格。如果某家公司的金融债券价格下跌一倍，显然有人质疑公司还款能力不佳，可能连偿还最大债权人的能力都有问题。如果该公司的公司债交易价跌至一半，表示至少有部分投资人怀疑公司还清债务的能

力。如果你向证券公司营业员查询的个股，股价仍在二位数（美元）游走，而公司债和金融债券价格却出现上述状况，这时你可能就找到了不错的卖空标的股。

3. 企业所声称的技术甚至可能不存在

发生这种事时，表示有人将会被抓去坐牢。你会注意到，出现在本章的许多企业，在第三章讲述欺诈行为时，将要成为讨论重点。这并不是是一种巧合。

实际上，这些公司惟一做出的重大突破就是会说甜言蜜语。1996年12月，Quigley Corp声称该公司推出的锌锭可以减缓一般感冒的不适，让病人及早康复，于是该股股价从不到1美元迅速飙涨到21美元。现在Quigley Corp仍然声称产品有这种优势，但股价却已跌到1美元左右。根据客观调查，该产品广告不实，医疗界对此也都嗤之以鼻。

投资人要担心的，不只是吹嘘夸大商品及造假而已。如同先前所述，管理阶层的素质和稳定性，也是公司优、劣势的重要指标。当然，高层主管离职是常有的事，但如果几个月内几位经理人纷纷求去，情况就令人担忧。在此，投资人要注意的未必是企业首席执行官的去留，而是实际掌管企业运作者的去留。

管理高层离职可视为企业营运出了问题的前兆，其中最佳实例非美国电话电报公司AT&T莫属。AT&T身为变化最迅速产业的龙头老大，当迈克尔·阿姆斯特朗接任首席执行官时，特别令外界起疑。首先，在1996年阿姆斯特朗接任首席执行官前，总裁暨营运长亚历克斯·曼德便离职，转往Teligent公司担任高职。接着，掌管消费性长途电话业务的乔·纳契欧也在同年底离职，到另一家电信公司Qwest主掌大权。后来，接任纳契欧职务

的丹·舒尔曼也在1999年离职，转任priceline.com总裁。而接任者尤金·洛克哈特，也跳槽到新能电气公司（New Power Co.）担任首席执行官。而AT&T无线业务资深副总裁和首席执行官丹·赫西，也在2000年3月跳槽到光学通讯公司Terabeam，而且至少带走4位高层主管。AT&T最大事业部——企业服务部，从1998年起连续走了3位总裁，其中杰弗里·魏增跳槽到捷威电脑（Gateway）、罗伯特·安纳利塔跳槽到环球电讯、理查特·罗希特跳槽到ADC电信公司。在这种管理阶层纷纷出走的情况下，重要决策就被搁置。在变化如此快速的产业中，任何延迟就表示日后会出问题，因此，AT&T股价会在2000年时暴跌，绝非巧合，而是企业服务事业部营运失败，营运增长糟到令投资人跌破眼镜。而且消费性长途电话业务的营收，预期也将不断下滑。

大企业事业部主管离职，必定会让公司营运元气大伤。在多头市场高层主管看重股票选择权的情况下，跳槽事件特别多。通用电气公司GE就有一些高层主管跳槽到其他公司掌握领导权，例如罗伯特·纳迪利跳槽到Home Depot，詹姆斯·麦克纳尼跳槽到3M，加里·温特跳槽到Conseco。不过，这倒不表示GE的营运走下坡路了，而是像AT&T这么多高层主管在短时间内纷纷求去，投资人就应该重视这项警报。AT&T离职的高层主管中，有很多人都在营运问题上跟首席执行官阿姆斯特朗有过争执，而这些人纷纷离去，等于让公司遭到两项致命的打击：营运策略有困难以及痛失优秀的领导人。

有时即使只有一位主管离去，也可能关系重大。迪斯尼公司（Disney）的第二把手弗兰克·韦尔斯，在1994年因直升机坠毁意外身亡后，公司营运就一直不见起色。首席执行官迈克尔·艾斯纳努力寻找韦尔斯的继任者，却发生一连串失误，让公司蒙

受损失，例如花大笔钱聘请和解雇迈克尔·欧维兹，以及与杰弗里·卡曾伯格闹到交恶。

个股案例讨论：施乐公司

先前我有一位做卖空的朋友，在办公用品厂商艾康公司（Ikon）、施乐公司（Xerox）和丹卡公司（Danka）没落前，就开始研究这几家公司。接下来就来看看这位友人从中了解了什么、注意到什么（我在这一章中提到的许多重要因素，这位友人也把它具体化）。

他在当银行家时就注意到，很多人都质疑艾康的财务报表数字。大家都知道，艾康的会计做账方式相当有技巧。通用会计准则（GAAP, Generally Accepted Accounting Principles）给予企业很大的发挥空间。针对“重新定位成本”（repositioning costs）项目（企业退出特定行业时，一次列举的费用），艾康几乎每季都列出。它似乎不停地收购其他公司，结果公司盈余相当好，年增长率高达30%。不过，就像其他不断进行收购的公司一样，要知道这些公司的高增长率有多大比率来自实质增长、多大比率来自扩展营运，的确很难了解。

我这位友人到宾州去拜访艾康公司。他跟许多对冲基金投资人一样不只做卖空，如果发现公司营运状况很好，也会翻转做多。以艾康为例，该公司的存货不断增加，应收账款也不断增加。反正公司盈余有增加，所以股市投资人倒不太在意这些现象。值得注意的是，究竟是哪些公司欠艾康钱。其实，这些应收账款中，有很多笔款项列在艾康所收购公司的账簿上，当初这些企业之所以被抛售，就因为本身收账能力有问题。换句话说，艾康是自己欠自己的钱。可是公司只

提到钱能要得回来，并未提及公司本身就是还钱的那一方，即使钱要回来了，盈余也不会因此增加。

后来，我这位朋友发现，艾康业务员拿的佣金是以营收为基准，而不是以获利为基准。这通常表示公司比较重视营收，而不大重视获利能力。

以整个大环境来看，状况也愈来愈糟。大约在1997年时，丹卡公司出价6亿美元，收购柯达的复印机事业。基本上，艾康在收购行动上相当积极，只要案子没敲定，他们都会插一脚。不过，丹卡买下柯达影印机事业的案子，连艾康的人都说买贵了：“这个案子我们参与了，评估后觉得价格过高就放弃了。”此外，艾康内部人士向我朋友透露，艾康的客户施乐营运状况也不佳。这位人士表示：“施乐资助顾客，所以在应收账款方面情况比我们公司还要糟。”

这次卖空调查中最出色的，就是所有事情都互相关联。原来很难想到施乐的状况有这么糟，可是追查艾康后却发现，丹卡和施乐也是很不错的卖空标的股。我的那个朋友又前往罗切斯特拜访施乐，竟发现柯达也营运不佳。有位当地人士还跟他说罗切斯特的情况有多糟糕，后来他打电话到凯马特（Kmart）和Sam's Club等卖场，向这些买主询问柯达的生意如何。事实显示，柯达并不像自己所说的那样受到市场欢迎。根据这次的调查结果，这几家生产办公用品设备大企业就是极佳的卖空标的股，卖空的人可以从中大赚一笔。而没有认清种种警讯、还想做多的投资人，就会赔得很惨。

有趣的是，在1997年12月初，保诚证券分析师亚历克斯·亨德森还说，丹卡的合理目标价在60到75美元之间。当

时，丹卡刚以6亿美元买下柯达的复印机事业，丹卡的股价为30美元。后来，丹卡股价暴跌到6美元时，我还报道该公司可能被迫宣告破产。保诚证券是帮丹卡挂牌上市的承销商，当然要为丹卡说话。所以在我做出报道的隔天，亨德森就在报告中攻击我。我保留那份报告，同时也打电话给亨德森说，如果丹卡宣告破产，我就要雪耻，从那时候起到现在，丹卡一直在顽强地抵抗，拒绝宣告破产，但是股价却已跌破至1美元以下，有一段时间，丹卡的股价只剩0.28美元。不过，后来在新管理班子接管后，股价已经回升到个位数。

卖空的一些基本原则

如果你想卖空股票，除了要承担无限风险和轧空损失外，还要知道下列潜在的陷阱。

- 加价规则（平盘以上才能放空）。证交会为保护有问题的企业特别制定规则，禁止卖空的人做空。也就是说，股价必须高于前一日的交易价（平盘以上），卖空的人才可做空。说实在的，这项规则影响不大，只是当你通知营业员要融券卖出某只个股时，如果股价没有在乎盘以上，就不能马上卖出。

- 死钱。当你跟证券公司借股票并立即卖出，就必须存入一笔融券保证金。遗憾的是，许多证券公司并不支付利息给投资散户，而且你也不能动用这笔钱做其他投资，因为这笔钱是融券保证金，是借股票时的担保。

- 股利支付。如果你融券卖出个股期间刚好发放股利，就必须偿还股利给借你股票的人。不过这种情况很少发生，因为股利较多的个股多半是股价波动不大的稳定个股。而这

些个股通常不是很好的放空标的（但偶尔也会出现特例）。

- 税金。卖空的人通常会持有卖空部位一阵子，也就是说，你会面临短期资本利得税率的问题。这项税率跟一般所得税率一样，不像做多股票并持股一年以上，资本利得税率最高只有20%。

经验与提醒

- 别只因为股价过高就卖空该股。
- 学会看懂资产负债表，了解各项目间的细微差异。
- 查清楚公司管理层的背景和先前任职过哪些公司。
- 查清楚公司背景——由哪家证券公司协助挂牌上市和如何挂牌上市。
- 为了取得正确资讯，别怕多打些电话。
- 查清楚是否能向证券公司借到卖空标的股。
- 特别注意那些费心对付卖空的人的公司。
- 注意大股东申请持股的消息。
- 注意负债过多的公司。
- 注意管理高层纷纷离职的公司。

第3章

你也可能遇到欺诈事件

加拿大矿业公司Bre-X的首席地质学家坐直升机意外“坠落”印尼森林时，研究该公司的分析师也开始担心，但一切都太迟了。Bre-X公司的投资人来头都不小，包括富达投资、雷曼兄弟、景顺基金（Invesco Funds），以及前印尼总理苏哈托。如果先前他们见过典型欺诈所透露的征兆，可能就不会亏这么多钱，也不必这么生气。

早在有人开始从直升机上往外跳之前，投资人就应该知道事有蹊跷。不过，说这种话很容易，因为只是马后炮。可是欺诈就妙在这里：在不幸结局出现前，一切情况都是那么美好，然而到最后，股价就会开始暴跌（连地质学家也从直升机上跌落）。

对我来说，报导欺诈事件非常有趣。这类报导中的人物通常都很有特色，而且错综复杂的事实互相之间都有关系。撇开“欺诈事件是报道好题材”不谈，其实对投资人来说，了解欺诈这种事一定会有帮助。这么说是基于下列因素：

- 在投资前先学会如何辨识欺诈的征兆。这样一来，就能避

免持有问题股而造成损失，

- 涉及欺诈的公司，就是极佳的卖空标的股。这类公司的股价不会跌一些又涨回来，而是会暴跌到零美元，股价也不见起色。
- 最重要的是，欺诈事件提醒投资人记住这个重要教训——天下没有白吃的午餐。如果某项投资听起来相当好，可以说是不可错失的良机，而且股价相当便宜，但是最后如果你输个精光，就只好怪自己。

谁来保护投资人？

不想被骗，就不能指望别人，只能靠自己。证交会出发点很好的公立机构，可是却没办法揭露欺诈案、没办法阻止其他犯罪者，也没办法让受骗的投资人取得实质赔偿。虽然欺诈罪犯会被起诉，但伤害已经无法弥补，被骗的钱也要不回来。即使欺诈罪犯没有把钱洗劫一空，股票投资人也不可能毫无损失地全身而退。

集体诉讼有用吗？大多数公司的保险都涵盖证券欺诈诉讼，因此，证券欺诈集体诉讼的威胁，根本无法产生遏阻作用。其实，国会正设法限制这类诉讼，不过，就算这类诉讼案最后的和解金动辄数百万美元，但是跟整笔诈骗金额相比根本就微不足道。外部审计师虽能发挥作用，但千万别太仰赖他们，他们会告诉你——每次他们稽核的公司涉嫌欺诈时，都用这套说辞——“找出欺诈情事并不是审计师的职责。审计师的职责是，检查公司的会计表达方式是否与通用会计原则相符。”即使审计师的职责是这样，也同样无法保护投资人，像安达信会计师事务所就让安然的会计表现方式得逞。不知道是安达信的审计

师自己不清楚，或是故意忽略，毕竟对安达信来说，安然可是大客户。所以安达信并没有强迫安然解释或改变会计方式，反而乐于扮演谄媚逢迎的顾问，而且当联邦政府人员开始介入调查，安达信还销毁文件欲盖弥彰。安达信的首席执行官向国会坦承，在安然事件发生后，会计业显然应该重新改革，法规和纪律体系也要有所改善。但愿情况真是这样。

幸好欺诈罪行总有一天会曝光，因为大家对公司的财务成效多少都有一点兴趣。例如证交会、审计师、卖空的人、关心公司营运的管理高层、证券交易所、基金经理人，甚至是分析师，最后都会打听到一些消息。问题是，等到这些人发觉事态严重时，你可能已经赔了一大笔钱。

以最常见的证券欺诈手法为例：在销售额上动手脚，让季报数字好看一些。如果公司为了让季报数字好看一些，就会把下一季的销售算到这一季的销售内，或在季末把未订购的产品运交顾客，日后就会面临销售不如预期的窘境。反正事情一定会爆发的。此外，目睹这种可疑勾当在进行的人愈来愈多，例如公司主管、每季度末被累得半死的业务员、内部稽核员和外部审计师、顾客和可能合并的企业伙伴。这些人都可能发现有些事情出了差错。

了解股市骗徒如何运作

有些最错综复杂的欺诈者，就像在进行间谍活动一样恐怖，耍的可不是一般的投资手段。这些欺诈者就是众所周知的“股市骗徒”(rigs)。投资人一旦发现这些骗徒出沒的征兆，就应该赶紧退场避难。大多数的股市骗徒其实万变不离其宗，采用的步骤都差不多：开始时静悄悄，接着就造势宣传，然后东窗事发，大

家争相出脱持股逃命。

接着，我就先以其中一类骗徒为例，让大家知道股市骗徒的实际运作。

通常这类骗徒会选择在百慕达和开曼群岛这种不需要许多法律文件、检查又不周严的地方，注册登记公司名号。接着，公司拥有人会在那里设立一些“境外基金”。骗徒通常会替基金取一个很模糊的名字，比方说“百慕达投资合伙公司，鲤鱼一号”。假设这家公司有4位合伙人，每位合伙人或许出资50万美元，每只基金、总计成立3只基金。所以每只基金金额为200万美元，每位合伙人总共出资150万美元。他们掌控这些基金，但却不挂名，因为通常这类骗徒会找一位挂名的负责人。

然后，这些基金会选择美国或加拿大的公司做为投资标的。最理想的状况是，这家境外公司取得歇业上市公司股票（通常股价都只有几美分），成为空壳公司。由于这些空壳公司已上市，所以公司不必再呈交详细文件给证交会。一旦顺利获得空壳公司，就开始进行私人配售，把认股权证卖给自己设立的境外基金（认股权证使持有人有权以固定价格购买股票）。一旦这些基金取得权利，以小笔金额就能买进空壳公司的几百万股，接着就开始进行宣传。

这些股市骗徒开始让股东对公司前景感兴趣，而且只要公司涉及的领域，像矿物或石油沉积物这类有庞大潜在价值、营收来源在远方，又需要大量资金，但却难以查证和了解时，股市骗徒就能把骗术发挥得淋漓尽致。由于科技日益复杂，软硬件方面的股市骗徒数量也愈来愈多。这些骗徒就把有关“矿区保留地”或“革命性应用软件”等含糊笼统、难以驳斥的消息，透露给没经验、且地处偏远的记者。一旦有人受骗，就会开始报道这类公

司，接着，这类报道就会愈来愈多，最后到处都可以看到他们的报道，借此欺骗大众，帮助他们传递消息。这类空壳公司初期会把股票免费配发给跟公司熟识的重要人士，另外也会把股票选择权送给所谓的专家，因为日后这些专家能够影响投资人的决定。

当投资人兴趣愈来愈浓厚，股市骗徒就利用自有基金来回炒作交易，刺激购买。随着个股交易量逐渐增加，投资人很容易就相信原来只值几美分的个股，一定会飙涨到50美分，所以纷纷冒险一试。其实，对股市骗徒来说，只要股价涨到50美分，就已经够他们大赚一笔了，毕竟当初买进价格只有几美分。在此同时，股市骗徒加足马力全速进行，于是交易量增加好几倍，这时，显然进场交易的已不只是境外基金。接着，有利传闻纷纷出笼，说这些皮包公司在海外找到资源丰富的矿田；网络聊天室有人散发消息，说某家皮包软件公司接到大订单。有时候，这类皮包公司还能获得机构投资者的青睐进场买进个股，一般投资人当然也会起而效之，以为买进这只个股一定能赚钱。

我不认为追查公司内部人士的股票交易状况，是太重要的事，然而，在碰到股市骗徒这种事情时，那却是关键所在。不管股市骗徒在初期多么精心策划，如果他们无法出脱持股，全部计划就会泡汤。所以，提到欺诈这回事，内部人士的交易状况，就是投资人应该特别留意的事。以这个例子来说，当鲤鱼一号、二号、三号这3只基金开始行使认股权证、开始出脱所买进的持股时，投资人就该注意了。通常，在证交会、卖空者或一般投资人逐渐看清诈欺案前，股市骗徒已经出脱大批持股。麻烦的是，内部人士也会采取一些步骤，保护持股免受仔细的调查。为了找出内部人士何时开始出脱持股，你就必须像侦探一样。

如果股市骗徒能顺利出脱持股兑现，过几年后还可能卷上

重来。投资人是很健忘的，这就是为什么过几年后，同一批人用同样的公司名号故技重施时，也没有人会知道。

在迅速致富计谋的诱惑下，股市骗徒当然会经常出没在股市中。

Solv-Ex的故事

我一点也没发现Solv-Ex有问题，没有一件事可以让我跳起来大叫：“这是欺诈案！”但是当我愈加仔细调查该公司说的话和其未来前景时，似乎就愈加怀疑。

事情是这样的。

如果翻翻1996年9月18日的《华尔街日报》，你会看到Solv-Ex刊登广告自夸：“我们的技术可以让美国降低对中东石油供应的依赖。”Solv-Ex这家位于墨西哥的新公司声称，该公司的生产流程已取得专利，可以从含油沙中萃取原油。该公司计划利用溶剂萃取提油的构想，这个构想的原理是，把含油沙的蒸馏物——沥青，过滤后就能萃取出原油，这种做法所需的花费跟一般钻井费用差不多。更吸引人的是，这种生产流程还能产生铝和钛等副产品，这些金属的价值是石油的3倍多。而且，利用这项生产流程，甚至能从含油沙中萃取黄金和白银。

Solv-Ex刊登这个广告时，股价已经上下波动好几次，在一年内就从8美元涨到38美元，后来暴跌到6美元，接着又涨到20美元。但是对我来说，在这只个股股价大涨前，Solv-Ex就已经引发许多报道。

1996年4月1日，该公司总经理约翰·伦德尔发布消息表示，该公司已经“发现”联邦官员“至少进行两项调查，这两项调查跟该公司股价暴跌有关。”Solv-Ex的股份在3月底时开始暴跌。

伦德尔继续说到，媒体引述韦尔琼斯工程公司的报道，害得Solv-Ex股价下跌。他指责这些报道有误，并补充说明韦尔琼斯公司“坦承，他们取得有关Solv-Ex的资讯……并不完备”

其实，我的报道透露，联邦调查局干员已经对Solv-Ex发出传票，要求该公司在3月15日前呈交所有文件、信件、报告、备忘录、交易记录、呈交证交会的资料、公司的公开说明书和新闻稿。而两周后，伦德尔竟然还敢对外声明，该公司从未接获任何正式的调查通知，也没有相关单位要求该公司提供任何资讯。

第二天，也就是4月2日，我通过关系取得伊恩·韦尔琼斯写给伦德尔的私人信件。琼斯是威尔琼斯工程公司的创办人，该公司被伦德尔指责取得的资讯不完备，影响Solv-Ex股价下挫。琼斯在信上表示：“如果你能停止对媒体发布有关本公司的不实报导，我会非常感激你。我再说一次，我为客户准备的那份报告从未被撤销、修改或修饰。此外，我也从未‘承认，我们对有关Solv-Ex和其制程方面的资讯，在许多方面都不完备，’我在上周二跟你讨论时，从一开始就说得很清楚，我们与该公司主管、员工和顾问的当面谈话，是报告的主要消息来源。”

第二天，也就是1996年4月3日，我通过琼斯取得这份机密报告。琼斯是受一位卖空Solv-Ex投资人的委托，撰写这份冗长又仔细的报告。这份报告真实地陈述了从Solv-Ex取得的资讯，并没有试图分析该公司产品的市场性，或资本及营运成本的有效性。即使如此，Solv-Ex的状况并不如预期那样出色。这份报告最后总结说：“我们不认为沥青萃取程序很独特，也不认为这项程序能受到专利保障。”至于制程中产生的副产品，“预期现金流量并不多，至少情况很不确定。”那么，萃取过程中能产生黄金和白银的这项构想，情况又如何？琼斯在报告中表示：“我们

找不到证据可以证明此事。”

其实，Solv-Ex并不是头一次面临工程专家提出不利看法。当初，我听完Solv-Ex提到由佩斯顾问公司（Pace Consultants）为该公司所做的营运计划以及每桶原油生产的成本估计后，就设法找出这份报告来证实此事。奇怪的是，我竟然没找到这份报告。对投资人或进行调查的记者来说，要找出负面证据是很难的事。而且，既然Solv-Ex雇用佩斯顾问公司，对方当然不会向外透露对客户不利的报告。最后，我联络佩斯顾问公司的丹·福利，他表示佩斯并没有“稽核”Solv-Ex的生产流程，也没有在预计生产成本上签名。虽然证据并不确凿，但却是一项警报。

就像许多股市骗徒一样，在Solv-Ex的故事中，至少有些事情听起来很像确有其事。Solv-Ex真的拥有沥青萃取程序，也租用一些土地，而且他们描述的副产品铝、钛和黄金，也真有其事。问题是，这些事情跟获利的营运模式一点也扯不上关系。Solv-Ex靠少数几位投资人的资助，在加拿大亚伯达省的阿萨巴斯卡进行沥青分析，而且有很长一段时间，大家都认为沥青萃取提油的这项假设正确无误。即使事情发展到这种地步，我对该公司的报道连续发表后，该股股价依旧几次上涨。

后来，我开始整理证明欺诈事件进行的重要资料。在一些具有侦探精神卖空者的协助下，我抽丝剥茧地找出重罪犯塞缪尔·弗朗西斯竟然跟Solv-Ex现任首席执行官伦德尔有关系：在Solv-Ex成立初期，他们两人好像持有公司所有的股票。事实上，这两人早在1980年时就合资成立Solv-Ex，不久后，该公司就对外发行400万股。接着又通过私人配售和境外交易，再次发行1800万股。这些股票当然是卖给由他们所掌控的基金以及那些恳求他们释股的人士。弗朗西斯在1990年因为炒作7只低价股不正当地获

利，被美国新墨西哥州阿尔伯克基市起诉；1992年3月，被判证券欺诈。一旦记者或投资人查到Solv-Ex以往的记录竟然跟这种人有关系时，就可以大胆地猜测，事情一定有蹊跷。

就在我揭露其中的一些关系后，Solv-Ex的股价波动并不大，投资人还是继续买进该股，完全没有注意到这家公司管理阶层以往的不良记录。投资人在意的是，Solv-Ex能否筹到3000万美元，资助公司继续营运下去。

一般说来，保守型的投资人比较不会被股市骗徒所骗，不会把从事石油勘探的个股，列入投资组合中。不过，Solv-Ex就是一个特例。从现在的诸多证据来看，我们很难想像，保守型投资人怎么会拿出3000万美元冒险投资这家公司。Solv-Ex请欧洲一家称为Fiba-Nordic的银行，负责进行维持几周的筹资计划。在1996年3月初，Fiba-Nordic已经帮助该公司向投资人筹资900万美元，而且还找到一位投资人，愿意续购110万股——总值为3069万美元！3月11日时，Solv-Ex发布新闻稿指出，Fiba银行的客户肯这样大笔投资，等于表明“该公司和投资人都有信心和能力，确定公司有足够的财务优势，能继续完成预定计划。”

故事后来如何演变呢？摩根建富基金（Morgan Grenfell）的投资经理人彼得·扬，这位干劲十足的伦敦年轻人，竟然用所掌管共同基金，大量购进Solv-Ex的股票，让9万多名共同基金投资人一起跟着蹚混水。原来，Fiba-Nordic卖出的股票，大多由扬买进，而且，扬买的股票总值不只3000万美元：当初他通过皮包公司买进，还要付对方回扣，所以总共从基金中拨出1亿英镑，购买Solv-Ex的股票。

就在对Solv-Ex的相关指控陆续公布后，扬和其他6名摩根建富的资深经理人马上被开除。几天内，有关扬怪异行为的报道就

浮上台面，说他到伦敦西区泡当街接客女郎、大量购买保险套、在超市买了30罐腌黄瓜。1996年9月，伦德尔坦白承认Fiba-Nordic银行和摩根建富基金间有关系，这时，扬早已逃之夭夭。后来，扬被带上法庭，面对共谋欺诈的罪名，据说他盛装出庭，随身的手提包还相当名贵呢。

《盖斯特策略投资通讯》(*Richard Geist's Strategic Investing*) 发行人理查特·盖斯特，极力想要树立Solv-Ex公司及其管理阶层的可靠度。这一点让CNBC感到很可疑，决定采取行动进行调查。在调查中，我们又挖出了独家新闻：原来，还有其他两名人士为Solv-Ex大力宣传，而盖斯特利用自己发行的通讯，宣传这两人的精心杰作。

1. 盖斯特在他发行的通讯中，建议投资人“买进”Solv-Ex个股。而Solv-Ex寄发给准投资人的邮件中，都附有这份通讯。
2. 盖斯特还提到查利·马克斯韦尔，这位仁兄后来担任摩根建富基金的常务董事。马克斯韦尔的意见很有分量，因为他曾在美孚石油公司(Mobil Oil)任职(巧的是，Solv-Ex总裁杰克·巴特勒刚好是他当时的同事)。根据盖斯特的描述，马克斯韦尔写的信，可以说是有史以来最棒的宣传信。根据后来Solv-Ex被集体控告时的资料表明，马克斯韦尔在名为“本世代经典成长股”的信中声明：“Solv-Ex从现在到2008年间，将是全球成长最迅速的石油公司。”不过，马克斯韦尔并未提到，他的公司(摩根建富)不但持有7 000万Solv-Ex的股票，还以比市价更优惠的价格，续购总值4 000万的普通股。此外《金融时报》(*Financial Post*)也在1996年透露，马克斯韦尔并未表明他个人持有Solv-Ex 10万股。

现在你知道，他为什么要大力吹捧这只个股了

3. 然后，是戴维·斯诺挖空心思的基本状况分析。斯诺是新泽西州投资顾问公司Energy Equities, Inc.的最高主管。该公司曾因为收取股票买卖双方的介绍费以及针对推荐股进行个人交易而受到惩戒。根据证交会的资料显示，斯诺在1996年1月30日和3月13日间，就被课以15 000美元的罚金。斯诺从公开市场中买进Solv-Ex的股票，数量为2300股，但他并没有对读者透露自己的持股部位。

Solv-Ex事件的后续发展：

- 令人讶异的是，Solv-Ex到1997年年中前，股价并没有太大波动。后来股价暴跌，市值从10亿美元跌到零。之后股价就再也没有变化。
- 几位卖空的人和质疑Solv-Ex的工程顾问公司，以前均被Solv-Ex控告，最后这些官司都不成立。
- 摩根建富基金被罚款200万英镑，是有史以来英国金融机构被判最重的罚金。

东窗事发后，伦德尔仍一直稳坐宝座，直到2000年10月才提出辞呈。几个月后，Solv-Ex在2001年2月1日，向位于阿尔伯克基的美国破产法庭申请破产。当时，该公司所列的债务为290万美元，资产为56万美元，而营运收入则是零。

在2000年4月时，布鲁斯·布莱克法官裁定，伦德尔和该公司副总裁赫伯特·坎贝尔两人，从1995到1997年间，“参与发布欺诈声明，制造假像，让投资人以为该公司发展的三项技术相当

成功。”伦德尔则被罚款5 000美元。

跟大多数股市骗徒不同的是，这个案子中的首席执行官一直对自己的公司信心十足。虽然伦德尔确实欺骗了大家，可是他一直深信公司有一天能从含油沙中提取原油，并从中获利。所以当Solv-Ex宣告破产，伦德尔显然也跟着破产了。

遗憾的是，股市骗徒形形色色，骗术多得不胜枚举。以上提到的只是其中一种类型，股市中还有很多骗徒，都有特别的警讯值得注意。

如何找出股市骗徒

- 留意公司发行在外的股数。股市骗徒通常会不断增大发行在外的股数，等到你终于搞懂这些公司已经发行多少股票，股票价值可能已经高得惊人，因为这类公司在销售股票时，一般不会对外公布。我在90年代中期曾有一段时间调查Aura Systems，这家公司为汽车业生产磁阀制动器，但实际做的，好像是把股票卖给有兴趣的人。该公司提出的每份季报都显示，发行在外的股票数量愈来愈多。1995年5月31日，该公司列出的普通股总计有4 540万股，一年后，增加为6 270万股。该股股价从未超过5美元，但是随着股数增加，即使股价只有5美元，也意味着这家营收很少的公司，市值却大幅增加。
- 公司如果设立在像加勒比海群岛这种地处偏远，而且会计和银行保密法令对企业有利的国家，投资人就应当怀疑。另外，如果公司从事的是像贵金属、燃料勘探、食品药物管理局（FDA）尚未核准的实验性药物、医疗设备和奇怪的软件，投资人也应当格外注意。

- 如果公司最近才涉足市场上的热门行业，投资人也要小心。1998年4月，设计发展干燥剂控制气候系统的Icc Technologies，改名为Rare Medium，整个生意也转型为提供线上专业服务。Rare Medium并未涉及欺诈，不过，该公司的业务从气候控制转变为网络业时，刚好遇到合适的时机，所以股价从3美元涨到第二年的80美元。现在，股价却仅值35美分。
- 不要以为有名气的投资人也持有投机股，就可以安心地买进这种股票。以Solv-Ex为例，摩根建富基金经理人就因为买进投机股，最后让该公司名誉扫地。你很快就会知道，有名气的投资人也可能错得一败涂地。
- 切勿低估股市骗徒的智慧。我只在观看纽约大都会球队比赛时才戴帽子，不过，如果我看到下列报道时刚好戴着帽子，我可能会气到想把帽子往这类股市骗徒身上扔去：

AgriBio Tech这家公司开始宣传时，公司的相关人士就在富达投资开设许多一般投资账户。按照证交会的规定，投资基金或个别投资人如果取得某家公司5%以上的股权，就必须提交13-D表格给证交会。这种表格简述股票购买人持有多少股票、是否有意成为消极投资人，或者日后可能采取行动设法影响管理阶层。相关账户也一样受此规定所限。证交会实施这项规定后，即使投资人拥有几个不同账户，各账户持有的股权均低于5%，但各账户加总后的股权超过5%者，仍然必须提交13-D表格。

以AgriBio Tech为例，富达投资在提交的13-D表格中指出，

该公司持有AgriBio Tech的股权超过5%。随后，宣传AgriBio Tech个股的人士，就捏有证交会的正式文件，表示富达投资是AgriBio Tech的大股东，要吸引投资人买股票，这个法子简直棒极了。这些大力吹捧AgriBio Tech个股的人会说：“喔，顺便告诉你，富达投资持有本公司5%的股票。”仔细一点的投资人当然会知道，并不是富达旗下的基金支持AgriBio Tech。不过，这就是骗局巧妙之处：对于AgriBio Tech这种投机广告词来说，投资人未必会读得那么仔细。证交会为了保护投资散户而制定的这项规则，却成为一种导致失误的背书。

再说到邪恶博士的这类才华。诈骗案的报道似乎都做了描述，够聪明、能捏造这些计谋的人，就能从股市中大捞一笔，而且还不必担心坐牢。

虚报销售额

公司在销售额上做手脚，让销售额高于顾客实际购买金额，这或许是最常见的欺诈形式。目前，证交会着手调查的会计相关欺诈案件近260件，其中有很多涉案公司甚至列名全美最大企业之中。不过，不管是大企业或小公司，虚报销售额的征兆却同样如出一辙。

几年前，百年科技（Centennial Technologies）首席执行官伊曼纽尔·皮纳斯坦承犯下近代最轰动一时的欺诈案之一。百年科技生产个人电脑卡，身为首席执行官的皮纳斯，在1994年让公司上市，然后就开始造假。皮纳斯撒这么大的谎，实在相当厉害，公司上市后，他很快就在账上虚报4 000万美元的销售额：

把个人电脑空壳出货给顾客、捏造不存在的产品，并伪造发票、买自家商品以制造销售额增长的假象。而且，在事情暴露前，这些做法全都奏效了。

百年科技的股价在1996年时暴涨450%，成为纽约证券交易所当年表现最佳的个股。1997年年初欺诈案被揭露时，几天之内股价就从55美元暴跌到3美元。皮纳斯被判刑5年，另需支付赔偿金15 000万美元。但是对投资人来说，钱已经无法要回了，即使是证交会也没办法从欺诈犯身上榨出一点油水。

Sensormatic Electronics（现隶属美国安全系统制造巨擘Tyco），生产的是一种很像塑料片的防偷窃用品，零售商店会把这类塑料片贴在夹克和裤子等商品上，以防商品被窃。跟百年科技相比，Sensormatic Electronics比较切实际，它有实实在在的商品；但是也跟其他许多公司一样，在无法完成对投资人所做的承诺而又不愿坦承事实的情况下，开始捏造虚假数字。

Sensormatic连续30季增长20%，公司认为这样的营业收入增长就像一枚荣誉勋章。但为了维持这种增长速度，公司竟然做出相当奇怪的事。举例来说，在每季的最后一天，Sensormatic会关掉电脑上的时钟，如此一来，后来增加的销售额就能计入该季销售额。另外，公司也习惯把营收登录两次——当产品运到仓库时，登录一次营业收入，把同批产品运送给顾客时，再登录一次营业收入。必要时，公司还会把一些产品运到自己的仓库，并且列为销售额。结果呢？当股市开始谣传Sensormatic涉嫌欺诈时，股价就从35美元暴跌到20美元。最后，证交会只做了轻微的惩罚，公司必须赔偿投资人5 300万美元。不过，从欺诈案尚未揭发的1995年春天，到股价仍受欺诈影响的1998年夏天，该公司市值已损失20亿美元，所以就算支付赔偿金，也根本不可能弥

补投资人的损失。

另一家骇人听闻、虚报销售额的公司是——英孚美资讯软件公司（Informix）。从1994到1997年，这家资料库管理公司用尽一切方法虚报销售额，包括把销售合同日期填得早一点，让不同季度的销售额大增；跟顾客删除副约，以增加付款条件的价格差异；把顾客无能力支付的款项列入营业收入；把顾客不需要的产品递送给顾客。英孚美公司虚报营业收入为2.95亿美元、盈余为2.44亿美元。于是，在1994年到1996年间，股价就从8美元飙涨到36美元。结果，该公司如何达到营业收入成长的实情被披露后，股价又暴跌到8美元。

此前曾提到过的MicroStrategy公司，是一家野心勃勃的企业智能（business-intelligence）软件供应商。《纽约克杂志》曾在报道中，把该公司创办人及首席执行官迈克尔·塞勒说得跟神一样，大力赞扬该公司在全美各地未来教育的慈善计划，于是该公司股价一举飙升到将近300美元。当时，塞勒身价将近60亿美元，他打算动用其中一小部分钱自办学校。

老实说MicroStrategy首席执行官塞勒，可能比较擅长用创新方法处理会计账目，至于办学校，他或许就没那么精了。该公司有一种恶习，习惯在季后签署合约，再把日期填到季前，甚至利用副约跟顾客购买商品，把商品退回的款项列为“营收”。以该公司跟安迅资讯（NCR）的交易为例，这项交易日期当然又被提前到季前。安迅资讯同意支付2 750万美元，取得MicroStrategy的软件授权。后来，MicroStrategy和安迅资讯谈妥，以价值1 400万美元的公司股票，买下安迅资讯的一个事业部，以价值11 000万美元的公司股票，买一套资料仓储系统。显然地，这些交易都有关系，不过，从MicroStrategy的财务报表看，简直就是一个大

骗局。该公司在当季季报中，列出的营收为1750万美元（比整整两季的营收增长还多），而资产负债表上列的资产金额，还增加了2500万美元。

MicroStrategy的股价创新高时，公司的市值超过250亿美元，一年后，股价却跌破4美元，市值不到3亿美元。塞勒从未履行要在教育上花几十亿美元的诺言。

烂交易

前一章曾解释过，许多欺诈案在购并时会被揭发出来；也有可能购并前做可行性评估时，就能揭发欺诈案；或者是其中一家企业的会计师事务所，发现另一家企业的账务有问题。

1999年1月，麦凯森公司（McKesson）收购医疗软件公司HBO & Co.，后者为了达成极具挑战性的增长目标，在季底时会不顾一切地达成交易。如果是在季后一周完成的交易，公司就会要求顾客把交易日期提前到上一季，这样一来，该公司就要答谢顾客，还要向顾客购买产品。在HBO & Co.的某项交易中，有17%的营收是把某项2500万美元的案子，日期提前。但仔细一查，巧合的是，该公司向该顾客购买的产品金额也是2500万美元。HBO & Co.涉及的这些活动，有些还发生在购并后，当麦凯森公司将之公诸于世时，声称公司管理阶层并不知情。为此，麦凯森公司必须重新申报前3年的财务报表，股价也从64美元跌到24美元。到目前为止，损失尚未完全弥补过来。

在企业合并时必须注意的警讯，不只是虚报销售额而已。通过收购而迅速增长的公司，常是华尔街股市的热门股。收购活动不只让投资银行大赚了一笔，也增加了公司的盈余和营收。遗憾

的是，这类收购让资产负债表弄得一团糟，让欺诈罪犯有机可乘。

在80年代到90年代初期，废品管理公司收购了几百家公司。不过，在多年来被外界批评会计账目有偏差后，该公司在1998年必须重新申报，结果过去6年在盈余上亏损35亿美元。想想看，35亿美元！真是一笔大钱。废品管理公司坦承，从1992年到1996年，公司申报税前盈余14.3亿美元。根据证交会的资料，至今还没有哪一家公司能打破废品管理公司的记录，但尽管该公司重新申报的亏损金额如此庞大，管理阶层却没有被起诉或接受调查。安达信会计师事务所因为涉嫌与废品处理公司共谋篡改会计数字，被证交会罚款700万美元。这两家公司为了解决这件诉讼案，必须支付股东2.2亿美元。然而，所有的惩罚仅此而已。事实上，在这个事件中还有另一群人受到处罚——持有该股的投资者，他们从1999年到2001年，看着股价涨到50多美元，又跌到十几美元。

虽然收购会让公司采用较有利的会计方式，让公司略微有一点增长、变得比较好看，不过，只靠收购得到增长的公司，就要承担另一个风险。我们把这个风险称为“烂苹果理论”：当公司不断收购其他公司时，买到烂苹果公司的机会就大增。如果你信得过西尔弗曼，当初HFS公司跟CUC公司合并时，就刚好合并到一个欺诈前科累累的烂公司。Conseco保险公司也不断收购其他公司，后来买到Gree Tree公司，但这家公司的资产负债表有问题，害得Conseco濒临破产边缘。仰赖接管其他公司维生的人，最后也因此一败涂地。

先前提过，大肆吹捧投机股的人，必须在股价暴跌前卖出持股。对熟知欺诈内幕的人士来说，另一种更狡猾的方法是——把持股卖给其他不知情的公司，或者卖给急于收购、来不及查清楚内情的公司。

1998年12月，美泰儿玩具公司（Mattel）以总值38亿美元的股票，买下学习公司（TLC，The Learning Company）时就碰到这种状况。美泰儿宣布这项交易案的当天，就提出学习公司无法达到预期盈余的警讯。虽然美泰儿估计，由于盈余亏损金额庞大，股价必定会因此下跌，该公司显然也没有打消收购的念头。当时身处困境的美泰儿首席执行官吉尔·巴拉德带领管理班子，四处找寻能帮公司另辟新局面的机会。巴拉德承诺，该公司买下学习公司，将能“建立与顾客间的网络在线关系，让美泰儿公司可以教育并娱乐全球各地的孩童及其家人。”

结果，美泰儿真该好好教教学习公司。美泰儿的管理班子在进行收购前，如果先跟学习公司的对手公司谈过，就会打消收购念头。我曾跟学习公司的对手公司谈过，该公司首席执行官向我提出一连串问题，他表示学习公司的商品根本没人要，还被摆到当地超市的特价商品箱中，而该公司声称的营收增长简直高得离谱。

这位首席执行官看过学习公司的财务报表，也知道学习公司的顾客是谁。当他发现所有事情都不合理时，并没有揭发此事，美泰儿却是从惨痛的经验中发现实情。学习公司从未创造“品牌交叉运用的机会”（在收购案新闻稿中，常用这些字眼）。在美泰儿想办法把学习公司免费送给一家私人企业前，已经造成公司2亿多美元的损失，反正只要能把这个烫手山芋丢掉就好了。这当中究竟有没有涉及欺诈？实在很难说。不过，美泰儿亏了那么多钱，有没有欺诈其实也无关紧要。

如何发现虚报销售额

企业捏造假销售额时，要察觉实情并不容易。因为企业

这样做，主要是想让资产负债表上的数字看起来就像是实际销售额。安然公司就是这样。公司通常为了达成股市预期的增长目标，就在账目上动手脚。之前在第2章的“钻研资产负债表报表”时提过，公司可以利用许多技巧让盈余数字大增。不过，如果我们从资产负债表看到这类状况，至少应当对这些公司心生怀疑。

如果只是虚报销售额，要查明真相就更难，但是可以用一些简单的征兆来辨别。许多虚报销售额的欺诈案，只要用简单逻辑就能推测出来：问一问自己，这家公司所言是否有道理？以市场状况、竞争态势，甚至是整体经济形势等观点来看，该公司的营运真的那么好吗？公司增长来自哪方面？如果这家公司卖烤肉架，声称年增长率为50%，而且年年如此，你觉得这合理吗？烤肉架又不是什么新奇商品，淘汰更换率也不会太高，而且这种行业通常要面临许多竞争厂商，根本无法轻易取得市场优势。像Sunbeam就号称有这么高的年增长率，当时，Sunbeam的首席执行官就是人称“链锯阿尔”的邓拉普。事实披露后才知道，原来邓拉普把烤肉架运到仓库，把发货总值列为销售额。

执法者让公司在财务报表上做手脚后，还能逍遥法外。像AgriBio Tech积极收购其他公司，把只靠握手成交就合并的企业成效也一并列入，像是刚拿到医学院入学许可的大学生，却急着想要拿起刀动手术。证交会要求进行收购的公司在财务报表上加列附注，我们可以从附注提到的特殊会计处理方式，看出日后营运问题的征兆。因此，财报附注的确值得大家仔细研读。

互相标榜的事，也会发生在虚报销售额上。互惠销售协

定就是做假账目的征兆；像HBO & Co.和MicroStrategy这两家公司就利用这类交易假报营收。这种事情通常发生在季末时，公司会沾沾自喜地发布新闻稿。环球电讯在季末时和其他电讯业者交换资金，可能就是蓄意扩大该公司营收的一种伎俩。证交会已经察觉到这类计谋，目前正在着手调查。

小心审计师

观察企业是否涉及欺诈时，也应密切注意是“谁”在稽核这家公司。上市公司提交给证交会的季报、年报和年度报告，必须经过会计师事务所的稽核和签署，证明陈述的真实性。通常在“独立审计师报告”标题下，会列出这一段话：“以我们的观点来看，上述相关合并财报，完全呈现ABC公司在各方面的财务状况。上述财报依照一般会计原则，列出到2001年12月31日止，ABC公司的营运成效和现金流量。毕马威联合会计师事务所（KPMG LLP）签署，2002年1月28日于美国乔治亚州亚特兰大。”

让人很信任，是吗？可别太肯定了。

在大多数情况下，审计师根本就看不出欺诈事件（重述西尔弗曼说过的那句话：“就本质上来看，要发现欺诈事件本来就很难。”）但有时候，审计师的动机是帮助涉及欺诈的公司。通常这类大型会计师事务所还提供其他服务，因此会面临利益冲突的情况：会计师事务所不但没有揭发受稽核公司的不良行径，反而设法去做一些处理，甚至让问题继续存在，以便取得额外的生意。安然公司破产事件，就让投资人领悟到会计师事务所的这种利益冲突。在这种利益冲突下，现在的结果是五大会计师事务所已做出承诺，要把旗下的咨询业务区分开来。如此一来，或许能

让审核工作免受污名，但是不愿告发受稽核企业的审计师，仍然把握着许多机会。

投资者研究中心（Investor Responsibility Research Center）所做的一项调查发现，非审计业务的费用，竟然是审计费用的两倍半；公司规模愈大，支付非审计费用的金额就愈庞大。举例来说，Gap服饰公司付给会计师事务所的费用中，有93%是支付给与财务报表稽核无关的服务。会计师事务所能拿到这么一大笔钱，审计师理所当然就会对问题视而不见，容许该公司做出一些奇怪的会计决定，例如列出特殊费用，支付超出预计的所得税。

安然并不是第一家玷污审计师工作的公司。在安然还名不见经传前，Just for Feet这家差劲的连锁鞋店，也是超级杯橄榄球赛的广告赞助商。该公司在德勤联合会计师事务所（Deloitte & Touche）审计师的监察之下，竟然能在3年内把公司市值从7亿美元弄到一文不值。那时，德勤的顾问群体正好在帮助Just for Feet解决内部问题。笑星乔恩·斯图尔特曾开玩笑说，有些公司雇用顾问教他们如何以机智胜过审计师。德勤也建议Just for Feet增加盈余数字，例如把制造商捐赠的展示室列为资产。目前，让会计师事务所和顾问业务分家的趋势，对解决这种混乱现象确实有一些帮助，不过有时候，公司跟会计师事务所和顾问业务做整体交易的情况依旧存在。

先前一再提到的MicroStrategy公司，问题的部分症结就出在这里。该公司宣告倒闭时，证交会就曾调查其审计师——普华永道公司（PricewaterhouseCoopers），是否对客户和合伙人施压，要顾客雇用该公司的顾问群体。由于审计师和顾问通常是合伙人，顾问有生意可做，审计师也蒙受其利。其实，“独立审计师”并不独立，也不是那么中立。

如果一家相当规模的上市公司，却请一家名不见经传的会计师事务所做稽查，这就是警讯。美国主要交易所的上市公司，有九成以上是由五大会计师事务所做稽查，这五大会计师事务所分别是：安达信、德勤、安永（Ernst & Young）、毕马威以及普华永道。我并不是说知名度较低的会计师事务所，就可能涉及欺诈；同样地，知名度高的会计师事务所，也不能保证审计师会彻底检查账册。不过，如果公司用的会计师事务所你从来没有听到过，就要多加注意。就好像公司上市时的承销商如果名不见经传，就要小心这类个股。

如果企业规模太大或太复杂，让会计师事务所难以负荷，这时可能就无法察觉出欺诈事件。虽然大型会计师事务所一样会遗漏许多欺诈事件，如果他们选择要揭发丑闻时，至少有武器，有经验。《财星杂志》专栏作家赫布·格林伯格当初挑出家庭高尔夫中心为问题股，主要是因为该公司用的会计师事务所没有一点名气，而且该公司上市后，也没有换一家名声较大的会计师事务所。当家庭高尔夫中心公司规模愈大、愈复杂，收购动作愈频繁时，账目已经复杂到超过了审计师的能力，因此，根本没办法查到任何欺诈事件。后来，该公司在2000年年底申请破产。

公司如果突然更换审计师，也可能是原先的审计师发现一些蹊跷，宁可求去也不愿意坏事。遗憾的是，审计师求去之时，通常就是欺诈案爆发之时（或之后）。不过有时候，审计师求去后，大家的表现还像没事一样，然后新任审计师就把不法情事揭露出来。20世纪90年代初期，硅谷最有争议的公司之一——美国半导体厂商California Micro Devices（CMD），在1990年时，把原先的审计师普华会计师事务所（Price Waterhouse）换掉，由Coopers & Lybrand接替。CMD还对外公布，并向证交会提出

申请。经过几年的争议，该公司不得不承认涉及大规模的会计欺诈案。CMD用尽各种办法虚报营收，例如未送货前就列为营收、顾客提出要求前就送货、送货给未订购的顾客、伪造发票、允许顾客无条件退货以及伪造产权转移等等。

如何发现企业变更审计师

公司的实际发展如果未列入定期送交证交会的资料中，就必须提交8-K表格给证交会。公司必须在表格中，报告“上市公司变更注册会计师”。在许多财经网站都查得到企业提交给证交会的资料，不过，要知道企业是否变更审计师，最好上证交会的网站EDGAR查询（网址为：www.sec.gov/edgar.shtml）。进入这个网站，只要输入公司名称及欲查询的资料名称（例如8-K），就能查到1994年到现在的资料。

知名投资人也会受骗上当（有时候，他们也会骗人）

Solv-Ex的故事告诉我们，诈骗公司如何靠知名金融机构而水涨船高。当与摩根建富公司有关的人开始买进Solv-Ex个股、极力看好这只个股的前景时，一般投资人就会觉得他们可以相信这家公司；即使Solv-Ex前景并不那么好，但至少是一家可靠的公司。遗憾的是，投资人的这种假设大有问题。

记得先前提过的Bre-X地质学家从直升机上坠落的事件吗？后来大家才知道，Bre-X是一家涉及欺诈的金矿开采公司，当初受骗上当的名人包括：

- 富达投资——在1996年年底前，富达投资持有7.3%Bre-X

股票。

- 雷曼兄弟把Bre-X列为“积极买进”的评级，把印尼布桑（Busang）这个无月的不毛之地，说成是“本世纪的黄金宝地”。
- 摩根银行是Bre-X的投资银行家，帮助该公司引荐介绍世界矿业巨擘
- 加拿大著名矿业公司Kiborn Engineering Pacific证实Bre-X报告中所言，印尼布桑含有7100万两黄金。

美国作家马克·吐恩认为，金矿“是一个上面有骗子的地洞”。Bre-X的故事或许值得大师为此撰写一本书。我记得这场骗局落幕的那一天，投资人心里都有一个大疑问：印尼布桑的矿坑里究竟有没有7100万两黄金？《路透社》刊出显眼的大标题：“印尼布桑未发现黄金”，后来股票从此停止交易。就在一瞬间，投资人将近45亿美元的金钱，刹那间化为乌有。

Bre-X的矿坑里一点黄金也没有。该公司用来引起投资人兴趣的样本，事前添加了从其他矿区采到的贵重金属薄片。Bre-X共同创办人约翰·费德沃夫在欺诈案曝光前，就想办法把总值5500万的股票卖出去了。费德沃夫并未出庭应讯，反而悠闲地坐在开曼群岛海边的豪宅中，在这里，费德沃夫不必担心会被引渡回国，因为开曼群岛和加拿大并未签署罪犯引渡条约。

重点是：别以为跟着专家做投资，就不会被骗。

约翰·斯卡利领导苹果电脑公司却营运不善，在1993年10月跳槽到光谱资讯科技（Spectrum Information Technologies），计划扩大这项无线新科技的规模，显然地，担任首席执行官的他，并不知道证券公司协会曾一度把光谱资讯科技这个个股除名，禁止

进行交易，而且该公司跟某位恶名昭彰的股票炒作人士一直维持密切关系，证交会还曾调查过这位人士。斯卡利上任4个月后就离职，他声称自己一直被误导，对公司实际财务状况并不知情。

1998年4月，曾是好莱坞最有权势的欧维兹和Furman Selz董事长罗伊·弗曼，共同投资李文特制片公司（Livent）。他们都知道李文特制片公司的创办人加思·卓宾斯基过去一直备受争议，不过，如果两人愿意投资，就能以票面面额购买股票，随后便能以市价卖出。欧维兹是娱乐界最精明的交易商之一，他自掏腰包投资李文特制片公司2 000万美元。作为投资银行家弗曼如果要探听该公司的消息，简直轻而易举，显然他很有自信，认为李文特制片公司值得投资，所以就花200万美元买进25万股。这两人当然也买了股票选择权。到同年8月，李文特制片公司的股价在10美元左右，随后李文特制片公司的新任主管发现，公司在会计上出现严重欺诈事件，必须重新申报过去3年的财务成效，于是11月时股价跌到只剩几分钱，后来在11月底就停止交易。

“链锯阿尔”在几位精明投资人的留意下，还能涉赚财务欺诈，把Sunbeam搞垮；杰出价值型投资经理人迈克尔·普赖斯，还被《财富杂志》称为“华尔街股市最难缠的混蛋”。然而他在邓拉普接掌Sunbeam前，就是该公司的最大股东，专以购并企业为生、总是占股东便宜、自己很少吃过亏的罗纳德·柏尔曼，把生产露营设备的Coleman公司卖给Sunbeam。聪明的柏尔曼显然对邓拉普很有信心，所以交易以Sunbeam股票替代现金交易。柏尔曼此举真是大错特错，而且，这位老兄也让Coleman的股东连带遭殃，因为Sunbeam股票都不值钱了，Coleman股票当然也不值钱。

还想知道更多故事吗？记得先前提过的ICG通讯吗？ICG通

讯在干劲十足的董事长及首席执行官谢尔比·布赖恩的带领下，吸引投资人和专家投入几十亿美元的资金。在此同时，布赖恩还有空到法国度假，陪同Vogue总编辑安娜·温道尔游览小镇，还在好莱坞帮美国前副总统戈尔的女儿主持星光云集的晚宴。

自由媒体（Liberty Media）精明干练的总裁约翰·马隆，是ICG通讯的第一大股东，也是大家最喜欢的鬼才。不过，在ICG的投资案中，他可是栽了一个大跟斗。由于布赖恩能言善道，马隆的自由媒体公司就像笨蛋一样上当。自由媒体公司在2000年2月以每股28美元的股价，购买ICG通讯的可转换优先股（convertible preferred stock），总值5亿美元。Hick & Muse公司也受骗上当，投资2.3亿美元购买ICG通讯的可转换优先股。不到一年后，ICG通讯宣告破产。

自从我当记者以来，从没有见过像琳达·华秋纳这样令人讨厌的人。华秋纳是服饰厂商华纳科集团的首席执行官，我从未见过她，也没跟她说过话，因为她拒绝接受CNBC的采访。她可能是个圣人，但从她让这么多人感到生气、郁闷、愤愤不平，进而憎恨她的情况来看，我说她是个讨厌鬼其实很公道。

华秋纳主导的华纳科集团宣告破产时，她本人是否涉及欺诈还有待商榷，她当然不会把实情全盘拖出。当初华秋纳决定增加债务，让公司有现金支付给她所控制的另一家公司，这样做当然使情况更加恶化。华秋纳在这项交易中赚到5 000万美元。厚颜无耻的她，为了制造账面损失、少交一点个人所得税，还把自己持有的华纳科集团的股票卖掉。

华尔街股市传奇交易员约翰·拉坦吉欧，因为迈克尔·斯坦哈特管理的对冲基金相当成功，因而声名大噪。但令人难以置信的是，拉坦吉欧这位既亲切又心地善良的人，竟然这么容易上

当，他投资华秋纳的公司，后来公司破产，他也被拖累。当初，华秋纳向拉坦吉欧承诺公司即将出现获利成长，拉坦吉欧就把全部家当都投资进去，最后赔个精光。被华秋纳骗过的名人不只拉坦吉欧，其中还包括一些相当有钱又精明的投资人，例如斯坦哈特、对冲基金经理人李·库柏曼以及环球电讯董事长加里·威尼克。但是他们不像拉坦吉欧那样如同被催眠般地把全部家当输个精光，不过，相信华秋纳胡扯的人，最终都亏了钱。

这些人都是投资专家，他们利用金融市场赚进几十亿美元，都习惯找高融资公司作为投资标的，而且，他们一样没办法避免代价庞大的投资失误。他们早就应该知道，但却还是成为这种计谋的受害者，跟一般投资人一样受到贪婪的诱惑。这种教训真令人恐怖。

如果知名投资人也实际参与欺诈，事情就变得更危险。2000年5月，Dreyfus基金公司支付将近300万美元，解决跟员工迈克尔·舍恩伯格有关的诉讼。对公司来说，舍恩伯格是个烫手山芋，他掌管的Dreyfus积极成长型基金在1995年推出，第一年就获利82%，吸引不少投资人青睐，基金总值也迅速扩增到1.54亿美元。但是后续几年基金绩效不断暴跌，公司投资部将舍恩伯格停职9个月，罚款5万美元。他不再替Dreyfus工作。纽约首席检察官办公室和证交会发现，舍恩伯格和Dreyfus公司并未适当地告知投资人，这种投资许多首次上市公司的基金相关风险有多大。其他更严重的罪名则仍待商榷，根据对Dreyfus的集体诉讼，舍恩伯格在运用基金购买某些个股前，自己先买进。

以Chromatics Color Sciences International公司为例，该公司开发测量婴儿黄疸的试剂，在1995年时，由Janssen-Meyers公司协助挂牌上市。Dreyfus基金的投资人可能会对这家承销商的过

往事绩感兴趣：彼得·詹森和布鲁斯·迈伊斯两人曾在D.H.Blair & Co.共事过，而该公司已经不存在。如果你到搜寻网站Google输入“DH Blair”和“fraud”，查询结果多达300多笔资料。詹森在D.H.Blair任职时，就曾被处以罚鍰和停职；迈伊斯也被禁止不得再监督股票经纪人。

总之，根据这项诉讼，舍恩伯格以个人账户（由詹森和迈伊斯出资）的5万美元（一张支票为舍恩伯格个人名义，另一张为舍恩伯格夫妻的名义）买进Chromatics的股票，他以每股2.5美元的价格买进2万股。当时Chromatics的股价并没有一直维持在高点，舍恩伯格以基金出资购买该公司10%持股时，股价已跌到每股17美元。也就是说，他原先投资的5万美元，现在也有34万美元的价值。由于Chromatics的买气旺盛，股价当然不跌反涨。舍恩伯格利用基金的钱帮Chromatics刺激购买，同时也保障了自己的个人投资。

接着是达拉斯生技公司Cytoclonal的例子。该公司设法制造像红豆杉醇（Taxol）的真菌，因为从稀有红豆杉树萃取出红豆杉醇能够抗癌。舍恩伯格在1996年用基金买进Cytoclonal的13.5万股，在此之前，他个人就持有该公司个股。根据集体诉讼，早在1992年他就开出5万美元的支票，买进Cytoclonal的股票。那么，是哪家公司帮助Cytoclonal挂牌上市的呢？猜猜看吧！就是D.H.Blair公司。到1998年5月底，舍恩伯格个人持有的Cytoclonal股票，总值已超过50万美元。巧的是，该公司的大股东就是Janssen-Meyers公司（持股224.1688万股，占公司总股数的21.5%），迈伊斯持股150.5843万股，占14.4%，詹森持股93.716万股，占9%。另外，林德赛·罗森华德持有63万股。最后这位仁兄是谁？天啊，所有巧合全都凑在一起了，原来他是

D.H.Blair总裁莫顿·戴维斯的女婿。

跟所属产业监督机构和执法人员有争执的公司

如果公司跟所属产业监督机构有争执，可能就会隐瞒一些问题不让股东知道。在1996和1997年间，牛津健保计划公司就犯下近代史上最大的欺诈案之一。它是一家迅速成长的大型健保服务公司，投资人也纷纷哄抬股价。除了卖空的人以外，似乎没有人怀疑，在竞争对手林立的情况下，这家健康保护机构如何能够如此有效率、如此赚钱。

其实，牛津健保计划公司的内部账务系统很差，根本无法处理索赔、向顾客催收账款，或支付索赔金给医师和医院。1997年10月某一天，公司股价从75美元暴跌到25美元，不久后更下跌到6美元。不过，精明的投资人观察到该公司跟纽约州保险部门的争执，就能推测出欺诈案终将曝光。在欺诈案爆发的前9个月，纽约州保险部门宣布，正针对牛津健保计划公司对医院和医师的欠款进行查核。接着，纽约州首席检察官办公室在6月威胁该公司，如果不解决延迟付款的问题就要吃官司。保险部门和检方在8月和10月初，又再度针对这个问题发表声明，但在声明中并未宣布影响程度，只是强调问题仍旧存在及其严重性。

会计原则注重的是合约的签订、账单是否寄出，或物品是否送交。不过，如果公司无法收到账款，不久后就会出问题，牛津健保计划公司的情况就是这样。在1995到1997年间，该公司的应收保费（保户应缴但未缴的金额）大幅度增加，从原先不到1亿美元，增加到4.2亿美元。无论是营收百分比、盈余，还是其他任何可能的评量基准，牛津健保计划公司都把许多钱搁置不

管。此外，尽管公司成长惊人，但营运上的现金流量其实愈来愈少，在1997年前两季，营运现金流量甚至出现负值。我们在第二章中知道，营运现金流量出现负值，通常就是问题的征兆。

再者，牛津健保计划公司在隐瞒庞大账务和法规问题时，3位高层主管出脱手中1/3以上的股票，售出总值为5 000万美元，而且他们早在诈欺案揭发前，就在陆续卖出持有的股票。

如何查出跟执法人员发生争执的公司

没有人认为指导者只是为了好玩，而去注意各州保险部门的现况。不过，如果你买了牛津健保计划公司的股票，或者打算买进这只股票，阅读类似《纽约时报》对执法者活动的报道，至少能保持警惕。有时候，当地报纸的报道跟企业职工关系最密切。记住，跟职工有关的事，最后一定也跟公司投资人有关。举例来说，新泽西州的《明星纪事报》(*Star-Ledger*)常有制药业的独家报道，就像底特律的报纸有汽车业独家报道一样。《圣荷塞水星报》(*San Jose Mercury News*)是硅谷当地的大报，内容包括对科技公司的大规模报道。你可以依照自己买的股票，定期阅读报道该公司的特定刊物，例如*Best's Review*就定期报道牛津健保计划公司的消息。如果觉得光读这些，感觉获得的财经资讯太少了，不妨经常浏览一般财经网站和当地报纸。

公司董事会失职或共谋

以美国公司来说，董事会失职是很常见的事。董事会失职之处通常就在于怠慢疏忽。董事会参与公司欺诈事件这种事倒是

相当少见，不过，投资人需要自己决定，该不该注意董事会成员有哪些人。这些人过去是否一直担任董事？他们跟管理高层间有什么关系。这些关系会阻碍他们替股东争取最大利益吗？这些问题都必须做更深入的调查。证交会要求管理阶层和董事会成员，如果未曾宣告破产，只需提供5年内的资料。然而，骗徒在破产后等上5年再故技重施的大有人在。

公司董事通常不会共谋勾结，他们既懒散又自私，根本没办法做好监督，所以董事会根本无法避免或察觉欺诈事件。在1997到2001年间，爱德蒙公司（ADM, Archer Daniels Midland）的股价从25美元跌到10美元。在这段期间，爱德蒙公司固定某些化工食品的市价，后来吃上官司只好付1亿美元给政府，几位高层主管也因此而坐牢。

爱德蒙公司1995年的委托书上显示，共有17名董事，其中4名为安德烈斯家族成员（父亲德韦恩从1966年起掌管爱德蒙公司），而丹尼尔家族和米德兰家族则在董事会中各占一席。另外两席董事由公司现任主管担任，还有一名公司退休主管也担任董事职务。哈比·洛克非勒也是董事，哈佛大学的一位农学教授也是董事，但他只持有爱德蒙公司股票544股。董事会中也有几位外部人士，其中一位是管理高层的姻亲，剩下的5位是外部董事，其中两名是善用权力操控政治的律师“前加拿大总理布雷恩·穆罗尼和前民主党主席罗伯特·斯特劳斯”，这两人跟公司管理高层关系相当密切。照这种情况来看，董事会中根本没有人会怀疑德韦恩及其家庭在进行什么计谋。

以废品管理公司来看，公司董事大多曾是高级主管，其他董事又没有实际影响力，问题才会一直没被发现。该公司在1996年时股价飙涨，又虚报盈余，当时董事会的12名成员包括：

- 2名高层主管。
- 3名前任高层主管。
- 2名跟废品处理公司有生意往来的律师，而且他们还在其他10家公司担任挂名董事。
- 3名充当门面的人，他们一点影响力也没有，这些人就是里根政府参谋长联席会议主席霍华德·贝克、前商务部长亚历山大·特罗布里奇以及前能源部长詹姆斯·爱德华（他也在其他4家公司担任董事）。

剩下的两名董事是芝加哥大学多元文化学教授圣·胡安·卡弗蒂以及担任董事长长达15年的詹姆斯·彼得森。彼得森也是派克笔公司（Parker Pen Company）的首席执行官。

废品处理公司积累各项交易经验，起初只是一家小公司，后来就迅速发展成为大企业，有衍生公司、出售子公司、依照少数人的利益进行收购等，这些都是令人眼花缭乱的会计伎俩。在董事会中，谁能够独立地而且有资格也有时间弄清楚公司是否按照会计准则做事？

如何查出公司的董事会成员

每家公司必须公开有关董事的特定资料。股东投票选董事和通过决议案所用的委托书，就是所谓的表格14-A。从证交会的EDGAR网站，可以查到从1994年到现在的委托书资料。委托书中列有董事的年龄、职业和其他管理者的职务，也会提到每位董事任职的年资以及个人持股股数。委托书中称为“特定关系及交易”的项目，也是另一个值得注意的重要关键。如果手边没有委托书资料（如果你并没有把几年来的资料存

档，无法查出董事成员的变动)，可以到EDGAR网站查询，从网上找到相关资讯。

微弱（有时却意义深远）的信号

先前说过，内部人士出脱持股，是股市骗徒成功作案的一项关键，不过，你必须从中找出一种模式，有些内部人士出脱持股只是因为自己缺钱。Cendant的股东就密切注意西弗尔曼，因为该股在大受投资人青睐前，西弗尔曼其实从未买进并持有这只股票。可是，西弗尔曼以相当低的价格取得股票选择权，并立即行使选择权，换成股票卖出赚取差价。他声称自己仍然下定决心要让公司股价上涨，因为他日后将持有大量股票选择权。但西弗尔曼跟投资人的利益显然不完全相同，因为他能比投资人以更低的价格买进股票。

投资人如果要投资新公司，请特别留意内部人士的交易状况。证监会规定，公司挂牌上市后的半年内，公司内部人士不准卖出持股。但是请想想看，这些内部人士有什么正当理由急着在上市半年后，就出脱手中持股？在1999和2000年时，许多网络公司的内部人士和创办投资人士，在公司上市半年后就急于出脱持股求现。以传统观点来看，他们这样做并不算欺诈，不过如此一来，他们公司的营运计划就没机会实现了。所以，对于公司上市半年后，内部人士持股少于20%的新公司，投资人要特别当心，因为这表示内部人士把超过80%的股票卖掉，这一大批股票一下子就涌进股票市场。

光盘生产商橡华电脑（Oak Technology）在1995年2月挂牌

上市。上市半年后（也就是同年8月），内部人士就出脱持股，总值1.04亿美元。到同年11月公司透露销售趋缓，营收也出了状况，公司开始伪造销售额，存货也愈来愈多。股价在18美元到30美元时，内部人士就已出脱持股，后来消息公开披露后，股价跌到5美元。

先前提过Milestone Scientific，该公司推出有神奇棒之称的牙齿麻醉剂，只不过公司所言名不副实。首席执行官奥瑟持股180万股，但在1997年年底到1998年年中，就卖出50万股。奥瑟原持股比率为21%，因此他卖出50万股（总卖价为500万美元），数量相当可观，而且他卖出股票当然对股东不利。

投资人应当特别留意首席执行官或其他内部高层主管的交易状况。另外，也要留意内部人士释股比率，尤其在现金增资、稀释股票时，更要多加注意。TheGlobe.com董事长迈克尔·伊根在公司于1999年5月增资时，就以每股20美元的价格，卖出个人持有的公司股票250万股。总计来说，伊根卖出个人持股的2/3，而且他实在够精明，因为两年后该公司股价就跌至0.25美元以下，后来也被场外交易市场停止交易。

这种事情不胜枚举，我再举一个令人生气的实例。资讯空间（InfoSpace）的一伙骗徒，即使在欺诈案爆发的两年后还能逍遥法外。它是一家在线黄页公司，在1998年12月挂牌上市，在知名分析师布洛杰特大力促销网络股的情况下，公司一举筹资7500万美元。到了1999年4月，公司又顺利完成另一项现金增资。这次现金增资金额为2.86亿美元，其中内部人士卖出的持股总金额高达1.44亿美元。换句话说，这些家伙在公司挂牌上市的4个月后，就卖股求现。

跟其他内部人士相比，资讯空间的创办人纳文·贾因在后

续的增资案中，卖出持股比率居冠。贾因把个人持股的10%——120万股卖出，总值将近1亿美元。这笔钱足以购买好几栋大厦和不计其数的礼物，以及缴税、缴孩子的大学学费等。这样一个让内部人士出脱持股的原因，大概足以令你满意了。然而这只是开始而已，一个月后，他卖出180万股，售价1亿美元。2000年1月，他卖出超过300万股的股票，售价1.13亿美元。最后在2000年5月和6月时，他卖出超过300万股的股票，取得将近2亿美元。

目前，贾因仍是资讯空间的首席执行官，仍然对外声称将致力于提升股价。其实在2001年年初时，他就以每股4美元的低价买回50万股。

这样做的人并不是只有一个贾因而已。从2000年12月到2001年3月，资讯空间的股价从15美元跌到2美元。或许内部人士和创投人士大量出脱持股，让该公司1.7亿流通股流通到股市，是导致股价暴跌的原因之一；或者这些内部人士有办法知道不能再继续保留公司股票。无论如何，资讯空间的一般投资人看到这种状况，当然也会跟着抛售持股。

美国确实是全球最透明、也最平等的资金市场。对美国企业来说，这是一种恩赐，也是企业创新背后的一股重要力量。即使如此，市场上仍然充斥许多欺诈事件。

现在你应该觉得有信心找出欺诈事件，不过，找出来是一回事，如何运用这项资讯又是另一回事。低买高卖的一般投资人，一定要远离涉及欺诈的个股，而卖空的人通过抓准股价下跌时机，就能大赚一笔。不过到最后，聪明的投资人会领悟到：股市中绩优企业实在很多，他们根本不会让骗徒有机可趁。

如何找出内部人士的交易资料

你可以从很多地方得知内部人士的交易状况，然而，这些资料未必可靠，因为并非每笔资料都会载明企业主管行使选择权的实际状况。

除非主管把股票卖给公司以偿还贷款，否则企业主管卖出持股，就必须定期向证交会申报。这类申报文件称为4号表格，详述个人持股的变动（不过，许多企业主管都会拖延很长时间才提交这项表格）。你可以在证交会的EDGAR网站，或其他财经网站查询个股。企业每年必须提交5号表格，详述前一年度内部人士的持股变动。这类资料如果公布太晚，就没有太大用处。

www.Ipolockup.com网站有一张时间表，列出每家新公司的内部人士自何时起可以出售持股。用鼠标在时间表上点击，就能得知将有多少比率的股票和实际股数，可能经由内部人士卖出后流入股市。另外，你还可以挑选自己想查询的月份。隶属于汤姆逊金融证券数据公司的Unlockdates.com（网址为www.unlockdates.com），也提供这类资讯。

（译注：Ipolockup.com网站现已不存在。）

经验与提醒

- 留意导致企业发行在外股票数目增加的异常交易，或未经说明的交易。
- 注意企业在哪里注册登记
- 了解企业如何挂牌上市，IPO由哪家承销商负责发售。

- 小心当红产业的个股，牢记哪些产业领域最常发现欺诈事件。
- 如果企业声称将迅速增长，但所言却不合理时，投资人就要有所怀疑。
- 检查企业的资产负债表。
- 留意企业是否更换审计师。
- 当心跟执法单位争执不断的企业。

第4章 揭开证券经纪人的真相

散户经纪人似乎永远不死。就像电影中的印第安娜·琼斯或詹姆斯·邦德一样，一再推迟自己的死期，重回舞台，愈战愈勇。最近一次预言散户经纪人时代结束的夸大报告，发生在1999年年底。当时，全美国最大的证券公司美林改变长期以来的高价政策，允许客户进行低价的在线交易，如果美林证券愿意砍掉旗下的经纪人自断命脉，全方位服务经纪人（full-service broker）的时代当然就此宣告结束。

然而，不到3个月内，纳斯达克开始从5 000点高峰崩盘，标准普尔（Standard & Poor's）指数也急剧下跌，投资变得更加艰巨，一点儿也不好玩了，散户经纪人整体的生意虽受影响，但是他们的投资品质也再度显得重要了。

2000年结束前，证券公司的重要性再次突出显示出来。潘恩韦伯证券公司以超过100亿美元的价值，出售给瑞银华宝证券，瑞银华宝付出高价，才获得控制潘恩韦伯内部9 000人的业务团队。它仿效几年前摩根斯坦利与旅行者（Travelers）所采用的策略，以控制所谓的零售分销管道，作为营利增长的主要动力。散

户经纪人将多种金融商品销售给数百万客户的能力，显然相当可贵，其价值来自于最重要的一项因素：与投资人的关系。

身为投资人，当你决定成为这类大型“分销”网的一部分，并仰赖全方位服务经纪人决定你的财务生活，你同时面临了机会与风险。机会在于证券经纪人提供你便利与明智的选择，当你和经纪人联络时，他了解你的需求，也会为你的投资组合努力奋斗；风险呢？事实上，这些家伙有时表现得比那些抱着钱委托他们的投资人还差劲。

我采访过大型证券公司，包括强调全方位服务、经验丰富的折扣证券公司（discounter）以及新兴的在线交易公司，我对他们相当了解，可以教导你一些内幕消息，进一步认识他们的运作以及如何利用他们的服务，以及最重要的一点——如何防止他们占你的便宜。

证券公司三大类型

一开始，美林、潘恩韦伯、美邦（译注1）与早前已退出市场的赫顿（E.F.Hutton），Kidder、Peabody等老字号零售证券公司，都遵守证交会的规范，采用固定佣金制。既然企业无法竞争价格，市场也没有所谓“折扣经纪人”的生存空间，证券公司只好推行一些相似的服务，并以其研究（你能想像吗？）与诚实来突显自己的品牌。

市场撮合者：撮合纳斯达克股市买卖双方的中间人。在纽约证券交易所等实体交易市场，通常由“专家”执行这类工作，他们站在交易场内撮合买单与卖单，这些人可能来自美林或

嘉信理财（Charles Schwab）等零售证券公司，也可能来自单做买卖撮合的公司，例如这类上市公司中最大的一家骑士证券（Knight Securities）。

1975年5月1日是证券业永远的劳动节，当天证交会终止了固定佣金制，以鼓励从业者之间的价格竞争。新制度对法人的股票交易确实发挥了作用，但大多数证券公司对散户反而提高了佣金，但是嘉信理财和其他少数证券公司从中看到商机，大幅降低交易佣金，并逐渐发展为折扣证券经纪业。折扣经纪人对全方位服务经纪人发动价格攻击战，他们宣称经纪人除了执行交易外，其实做不了什么事；全方位服务经纪人则反击，指出他们为投资人提供有价值的服务。

营销也是一大关键。美林表示自己“看涨美国”，这当然是很好的感情上的倾诉和追求，但在股市普遍下跌的70年代，则显得格格不入（我的合作伙伴科南，就痛恨美林策略分析师在90年代牛市时看坏市场；他并非第一个因此而停掉美林账户的人）。赫顿证券以其著名的口号：“当赫顿说话时，人们都在专注倾听。”宣传其高超的选股能力；强调勤奋不懈的美邦证券，则打出好莱坞知名演员约翰·豪斯曼的广告台词：“在美邦，我们用传统的方式赚钱——我们把钱赢到手。”多年来，这句话一直让观众印象深刻。

证券交易朝网络发展后，市场上共有全方位服务经纪人、折扣经纪人，以及提供高折扣的网络经纪人（deep discount broker）三种。全方位服务证券公司收取相当高的服务费用（虽然收费标准较几年前已降低了不少），并提供所有权调查（我建议你接受这项服务时，必须保持相当程度的怀疑）与财务管理服

务，后者的范围包括投资组合多元化分析、风险承受度以及为客户中介专业资金管理人等。

折扣证券公司包括嘉信理财、富达投资与Quick & Reilly等，这类证券公司收取较低的交易佣金，不过他们还是颇具知名度，深受客户信赖。后来他们也逐渐提供一些服务，以提高收费、增加营业收入，并且积极营销，使价格调整上涨显得合理。这类证券公司虽没有自己的分析师，但通过与其他公司合作，他们同样能提供客户所需的研究报告。他们也有实体办公室，方便消费者亲自洽办业务，例如开户、存钱，处理客户服务等问题。他们尝试着提供顾问服务，例如让客户确认其投资目标，依此调整投资组合，此外也提供股票以外的产品，例如富达投资的产品完全属于共同基金，嘉信收购合并了行业内老大哥美国信托，因此得以扩展到高利润的私人银行服务。

美国交易（Ameritrade）与E*Trade则属于提供高折扣的网络证券公司。你只要登上网站，每次交易付5或10美元手续费即可。由于这类证券公司彼此竞争激烈，加上来自折扣证券公司的威胁（以及全方位服务证券公司大举入侵网上交易市场），网络证券公司一直努力增加其网站功能。他们提供参考资料，例如Value Line或标准普尔公司的研究报告摘要，同时也提供客户自动化的投资组合分配建议。不过，网络证券公司的特色基本上还是在下单买卖。

哪一种证券经纪人最好？

如果你所需要的，只是一位全方位服务经纪人为你决定所有的投资，我就没有必要写这本书了，而且你也不会花时间阅读。

由于投资信息的渠道愈来愈多，包括企业资料唾手可得以及传播媒体经常提供相关资讯解读，一般大众对投资世界早已不再陌生。事业成功、个人退休账户与理财书籍，更鼓励大家对个人的投资掌握更多控制权，但这并不意味着你应当马上解雇投资经纪人。

散户经纪人在某些时候的价值，有时远远超过他们所收取的手续费与服务费。但他们的价值体现不在于提供稳赚不赔的选股建议，而在于能帮助你避免失败，而不是让你成功，这才是最好的投资经纪人。比如，有办法提供最新情报，让选股从5美元一路冲到50美元的经纪人，乍一看似乎很棒，但如果你选择了这种操盘手法的人，最后可能落得更穷的下场；采用这类豪赌式做法的经纪人，他对个别公司的了解几乎与你没什么不同，如果你阅读完本书，你甚至会比一般经纪人懂得的还多，证交会每一项档案都可以通过网上查询，任何矛盾和问题都能立即获得解答。有人提供给你“内幕”消息，并包你大捞一笔，听起来很不赖，但这类家伙实际上出错的比率常常大于做对的时候。

假设你的经纪人在公元2000年时采取分散投资的策略，导致你损失5%~10%的投资，他虽然决不会被视为英雄，但看看同期的大盘成绩——标准普尔下跌12%，科技投资跌得更厉害，网络与通讯股则惨跌90%，有的甚至宣告破产——相比较下，5%至10%的损失绝对称得上了不起，因为当股市回春时，你将会有更多现金可供投资。经纪人如只能做出这样的成绩，帮助你保住1995~1999年期间的部分投资所得（那几年，标准普尔500指数从460点攀升至1400点，道琼斯工业指数从3900点冲至11500点，纳斯达克则从750点登上4000点高峰），你付给他的钱就很值得。即使你习惯于自己做投资决定，经纪人还是能够帮助你赚钱，比如提供完整的资产配置与风险承担表以及其他公司产品的完整资

讯（但不是硬塞给你逼你购买）

你最好考虑采用两种经纪人，获得充分资讯后再自己做决定。在尽可能省下交易费的同时，也要当心防范网络证券公司可能在你不易察觉的地方巧立名目，超额收取费用。如果你分配一部分资金在全方位服务证券公司的账户，经纪人将提供给你下列好处：投资分配与风险分析、读取研究报告、接触一定的金融产品。当然，我必须再度提醒你，注意切勿滥用。如果你将资源分别投注到这两类证券公司，听取各方意见并做了自己的决定，你就能节省钱，并做出聪明的决定。

只有你能决定自己需要经纪人提供你多少TLC，但付钱时，应当能够确定证券公司提供的服务是有价值的。如果全方位服务的经纪人对你的电话不理不睬，这样的服务自然不值得付出额外的佣金，但是如果你不想把太多时间与金钱耗费在投资研究等功课上面，最好还是找一家全方位服务公司。我无法告诉你该选择何种经纪人，但我与证券公司的高级主管打交道的相当长，看到了太多的缺点，所以我能提醒你应该注意、避免哪些事情

经纪业务如何进行

证券经纪业和华尔街其他行业一样，最重要的就是销售。不论股票、债券、共同基金、选择权或保险，只要你进行了交易，证券公司就能因协助交易而赚钱。事实上，证券公司每笔交易都能赚两次，一次是交易佣金，另一次来自交易本身。例如你想买进某只股票，证券公司直接将它所持有的部分股票卖给你，而不经市场上公开撮合，这样，利益冲突随时可能发生。幸好现在证券公司已能比较公平对待客户，有良心的经纪人在为公司追求

利益的同时，也会尽量避免客户权益受到损失。

经纪人是证券公司的步兵，也代表着证券市场的前线，因此大型证券公司招募经纪人时，都必须谨慎筛选。一旦被证券公司雇用，你必须通过证券公司协会的Series 7资格检验考试。这项考试共有300道题目，规定在6小时内回答，题目集中在产品知识、证券法与数学，必须答对70%才能过关，基本上，这就像执业律师必须先通过律师资格考试一样，如果考试不合格，就等着被公司解雇吧。

经纪人通过资格考试后就被视为“注册代表”，能合法处理证券业务。此时公司也会进行内部训练，大型证券公司常选在办公室或外面的会议中心，指导新一批业务代表熟悉公司的自家产品或交易标的，训练为期3~4个星期，学习范围从单位信托、市政/州县公债、共同基金、保险、房地产计划至财务管理等。

证券经纪业大部分是佣金导向的行业，一般来说，初入行前两年的收入，包括基本薪金与交易佣金，公司会提供训练，协助新人增进专业知识，并建立客户基础，此后，经纪人的收入便完全靠佣金了。经纪人与公司拆账的比率因公司而异，当业绩到达一定门槛时，抽取佣金的比率也随之调整。原则上，经纪人可获得40%的佣金，其余60%归公司，这是每家公司重要的收入来源，仰赖散户经纪业务获取的利益相当可观。

多数经纪人都有不同类别的客户，但许多人最后总是集中为一定经济阶层的客户服务，甚至只接高阶层的客户，专门为有钱人服务。这业务获利极高，许多不提供散户经纪业务的公司（例如高盛）已纷纷设立专门部门，为“大户”服务（高盛称该部门为“贵宾客户服务”），比较专注于投资银行业务的摩根斯坦利等公司，也有类似的业务部门。

由于证券经纪业变动极大，许多证券公司转而培训经纪人成为纯粹的资产聚集者，借此创造可预期的财源。在他们的想法中，经纪人的角色不只是为客户买卖股票，同时也必须介绍客户给公司内其他资金管理人。对于收费的基础服务，经纪人为了赚取手续费以外的利润，会更谨慎地进行交易，也比较容易与客户达成一致的看法，不过，这些经纪人只想找钱而不是积极的客户，他们会倾向寻找富有的人。应注意，即使如此，你还是会把部分决定权委托给经纪人，如果他推荐了专业的资金管理人来做投资决定，你所仰赖的便不只是经纪人的选股能力，还有他对资金管理人的判断。因此你必须取得该资金管理人的长期稽核资料（当你查看1995至1999年期间的资料时，每个资金管理人的表现都像天才），你同时还要确定自己了解了该资金管理人的投资组合。如果你需要资金管理人在道琼斯（Dow Jones's）挑选投资组合，就应该放弃专长为抵押贷款与公债衍生性商品的资金管理人，这方面将在下一章进一步讨论。如果你已经有大型股的共同基金，也许想再找个以投资中型股为主的资金管理人，而不是只会自豪地判断默克（Merck）对辉瑞制药（Pfizer），或花旗集团对摩根大通银行的人；如果经纪人无法给你介绍适当的资金管理人，你可能根本就找错了经纪人。

资产管理费用可以谈判调整，所以不要主动同意证券公司指定的费用。管理费用每年从1%至3%不等，当你账户愈大时，谈判的空间也愈大，最后付的管理费比率就愈低。这就像你问一下赌场经理招待拉斯维加斯一晚住宿的费用，你如果不问，永远不知道结果，而最糟的下场顶多是发现自己并不是一个想像中的那么有钱的玩家而已。

事实上，大多数经纪人与客户的关系都可以协商。如果你

长期雇用同一个经纪人，但他除了操作交易外，几乎没有为你多做什么，你大可要求他暂时停收佣金。通常经纪人提供的折扣是有弹性的，尤其当他认为你将改用网络交易时，可能会降低自己的部分佣金以挽留住客户。当客户损失钱时，经纪人也不快乐。如果你投资损失惨重，不妨要求经纪人暂时不收你的佣金、管理费或任何你付给他的钱，除了对方拒绝你的态度不合理、让你不舒服，此外你也不会有什么损失。

在投资银行你还会发现，一些经纪人专门与法人代表沟通，他们不像一般做法人业务的人，必须每天早上提供公司的研究报告给共同基金与对冲基金的法人客户。这些家伙是不折不扣的交易经纪人，但他们常做一些复杂的研究，集中精力在短线交易上，例如建议何时放空给对冲基金经理人。依他们建议所产生的交易量，常为公司带来庞大利益，不过他们的意见有时也与公司内部研究部门不一致，例如他们建议抛空的多只股票，反而是公司建议投资人购买的股票。

证券公司除了交易股票等公开投资标的，也提供其他多项服务。事实上，促成他们纵向扩充产品线的动力，部分源于金融服务业的大整合。例如，花旗集团现在包含了美邦的零售证券业务、所罗门的交易与债券专家经验、旅行者的保险业务以及花旗的银行与信用卡业务（译注2），各事业群的客户都可成为其他单位交叉销售的目标对象。

客户也能更多受益于交叉营销。这纯粹是经济规模的缘故。因为证券公司争取你成为客户时，必须花费相当高的成本，现在它只要以较少的成本，就能把它的寿险产品推销给你，或在贷款抵押申请书重复输入你的个人资料。希望部分省下来的成本，也能回馈给你。

至于你不需要的产品呢？过去已发生过许多利益冲突和越权的案例，甚至有证券公司为了脱手法人客户失败的投资，而将这些垃圾证券转销给一般客户，或在交易中巧立名目，加入多种费用、成本，使证券公司成为惟一赚钱的一方。所幸，诉讼官司和坏名声让不良证券公司有所收敛，但不可避免地，这些证券公司还是会发挥足智多谋的本领，用尽一切办法继续钻空子。我可以告诉你如何避免这类投资，但最佳防御之道，还是应当认识到这实际上是证券公司赚钱的方式之一。

如何选择经纪人

当你选择医生或律师时，一定会仔细了解他们的资历或亲友的推荐意见，因此，对自己的投资，也不要草率托付给你不了解的人。

证券经纪人有时常以奇怪的方式自我推销。初入行的经纪人常会出现在一些社区聚会，举办研讨会吸引投资人，例如到社区早餐会演讲“了解新税制的改变”，或在社区大学演讲“你能存够退休金吗？”这些话题虽然值得参考，不过举办这种研讨会的经纪人，如果不是资历太嫩，就是工作表现不佳，因此，除非你是那种可能接受陌生人打电话求婚的人，否则就别搭理不认识的经纪人在营销电话里的胡说八道。

所以，你怎样才能找到既诚实、又聪明的经纪人？

正直

证券经纪人必须加入证券公司协会，每个人的执业纪录都保存在中央登记存放处（CRD, Central Registration Depository）

中。当你准备寄支票给一些甜言蜜语的经纪人之前，先向他索取他本人和公司的CRD号码，值得信赖的经纪人应当知道这两种号码，并能随时确认。随后，你再联络证券公司协会，拨他们的免付费电话（800-289-0000）或登陆网站（www.nasdr.com），查询经纪人的相关背景记录（rap sheet），里面会显示出该经纪人的工作资历与历史。更重要的是，背景记录还包括了所有“可公开信息”，例如自律机构（如：纽约证券交易所与证券公司协会）的惩戒行为、各种判决结果与细节（包括仲裁）以及该经纪人或其公司的刑事判罪、起诉资料等。

经纪人经常遇上欺骗的官司或控诉，因此，你如果发现违法记录，继续查询不一定会遭到拦阻。先向经纪人询问详情，他如果表现得坦白，并乐于提供资讯，这表示将来他处理你的业务时，也会诚实、随时提供协助；但如果你发现他的背景资料充满违法记录，还是放聪明一些，离他远一点为好。

下面这个故事显示，经纪人的过去可能相当引人争议。雀儿喜街证券公司（Chelsea Street Securities, Inc.）1990年在得州欧文市成立，经营者威利基曾经是亚利桑那州田径明星与世界级铁饼选手，1985年，威利基因为被检验出注射合成代谢类固醇，运动生涯就此划下了句号。雀儿喜街证券勉强依靠少量低价股交易而维持营运，1994年，证交会控告威利基违反证交法，包括在该公司所推销的股票发展前景上欺瞒投资人，并且操纵股价。最后威利基与证券公司协会达成协议，停业两年，并缴付罚金2.5万美元中的部分金额。导致雀儿喜关门的导火线，是该公司一位主管挥拳殴打一位交易员，以及米尔顿·伯利（Milton Berle）提出诉讼，指控雀儿喜推销的一家低价股公司累积拖欠他10万美元。

1993年雀儿喜结束营业，威利基进入好莱坞贝弗利山庄的

RKS (Reynolds Kendrick Stratton) 证券服务，但不久RKS就惹上麻烦，因为它极力促销公司多数董事所投资的一家公司股票。1994年RKS证券更改公司名称、策略与董事会成员，新公司命名为JB Oxford，并定位为折扣证券公司，他们重整公司的作为，从此跻身正派经营企业的行列（而且成为CNBC的广告主顾之一）。

无前科的CRD虽好，但也不能完全保证经纪人的清白。谨慎的投资人应该查询一下经纪人家乡的证券公司，这些证券公司有时可能提供给你一些在CRD中所查不到的资讯，例如申请个人破产与财产遭债主留置（译注3）等记录。

1996年就曾发生前述例子。一位服务于纽约长岛企业证券集团 (Corporate Securities Group) 的经纪人，向客户推荐当地一家名为健康管理企业公司的股票。当时交易价每股14美元，该经纪人建议将止损点设在11美元，并表示股票如果跌至每股11元时，他会自动帮客户卖掉持股，以免股价持续下滑至8元时，客户得面临追缴保证金 (margin call) 通知。一位客户买了1500股后，几个月内都没听到这位经纪人的消息，等客户接到一通紧急电话时，股价已跌至每股3元，而他必须立刻补缴7700美元，以达到维持保证金的要求。那位震惊的客户后来终于知道，纳斯达克根本没有设定损点交易这回事，一切全是经纪人说谎。许多经纪人常告诉客户，他们会“注意”某只股票，一旦股价低于一定价格，他们就会打电话通知客户，但事实证明情况并非如此。即使证券公司宣称他们都录下经纪人与客户的通话内容，然而根据我的经验，那些录音带只在情况有利于经纪人时才出现。

CRD上也有定期更新的资讯，例如审理中的客户控告案、管制调查以及在可疑情况下终止聘雇，不过，现在经纪人已对这些资料有所争议。因此再次提醒你，切勿因为缺乏负面的资讯，

就把它视为正面的证明。

你可以联络证券公司协会（地址为1735 K Street, NW, Washington, D.C., 20006-1506, 免付费电话号码（800）2899999, 网址www.nasdr.com）。如果要寻找所在的州级证券管理机构, 可联络北美证券管理人协会（North American Securities Administrator Association, 地址为1 Massachusetts Avenue, NW, Suite 310, Washington, D.C., 20001), 电话号码（202）7370900）证券公司协会答复一通电话询问, 通常需要5~10日, 但如果通过网络查询, 一天左右就能得到回复。查证前, 切勿承诺经纪人任何事, 即使他说无法为你保留最新情报。

大型证券公司对道德标准虽没有完全控制, 有时甚至还雇用不少有坐牢记录的人, 不过, 与较小型证券公司打交道时, 更需仔细检查, 他们可能雇用一些曾遭大型证券公司开除或永不雇用的人。如果遇上这类经纪人, 一想到整个运作可能让你蒙受损失, 不操心也难。

一些声名狼藉的低价股中介业者, 常等着指控案件累积至一定数量后, 再关门大吉, 例如布林德-罗宾森（Blinder Robinson, 业界讥讽该公司为“让他们看不见, 然后抢劫”, 译注4）以及第一泽西证券（First Jersey Securities, 由恶名昭彰的大骗子布伦南经营, 译注5）。这类经纪人有时甚至和证券公司主要负责人串通, 换个公司名称继续挂着小招牌, 寻找下一批受骗的笨蛋。例如, 布伦南参与过希巴德·布朗多次诈骗的戏班子, 他们用来骗钱的幌子史欧证券（Stratton Oakmont), 于1996年12月遭证券公司协会开除会籍, 但该公司13名重要主管直到1998年才被裁定禁止从事证券业。你可以猜想, 这群骗子在这18个月内又利用不少证券公司招牌, 挂羊头卖狗肉。令我印象最深刻

的还有一家买空卖空公司，名为AS金人（AS Goldman），如此命名是因为创办人安东尼与萨维多·马奇安诺两人都希望有朝一日变成“黄金富豪”。马奇安诺从窃贼布莱尔的例子获得启发，成立了“金人”，但他的美梦因遭指控涉及多起诈骗案而破灭，同时，该公司前任财务长也因密谋杀害审案的法官而锒铛入狱。

智慧与成绩

经纪人最大的特色是，如果他不试着在投资人无法察觉之处“抢钱”，就不大适合从事这一行。经纪人除了诚实正直与客户服务，还必须精通专业，但我们并没有绝对的方法来判断其专业程度。遇到任何专业人员时，最快的方法是请你信任的人推荐，但是你也必须下功夫询问，仔细听取基本的建议。别人经常告诉你，他的经纪人提供很棒的内线情报，但这点与可信度、诚实或正直都无关。我们不需要听到某某经纪人利用雅虎或EMC而找到解决之道，最好能听到关于经纪人如何保护客户利益，并保持投资稳定与多元化，而不是做了风险太高的投资组合。

问错问题，极可能遭受损失。看看以下这则例子：1999年，微软一位45岁的业务人员将他所有的投资组合与退休投资，交给摩根斯坦利几位经纪人操作，总额约值70万美元，但到了2001年下半年时，他的资产只剩400美元，而且还得交4万美元税金。他为什么挑选那几位经纪人？只因他许多微软同事同样是那一批经纪人（而他们的下场也大都是面临破产或濒临破产）。再次提醒你，当你询问所信赖的人推荐经纪人时，别只顾着问一些表面问题。

问题应该专注在经纪人给了哪些建议，而非客户的投资报酬。我认识一位经纪人，他有位客户在1995年花了大笔钱投资

思科股票，几年间，该客户几乎没怎么加码，账户就从10万美元增值为300万美元，1999年时，思科股价一路飙涨到40、50，甚至60美元，当时经纪人建议客户：“为什么不把一部分股票获利了结，先赚一笔现金？”但那位客户没有理会；等到思科股价开始下跌时，客户还坚持买进，以平衡持股价差。现在他的账户大约剩下30万美元。如果只看那位客户的财务回报，就看不到经纪人曾提供的好建议了。

其次，了解经纪人自己的投资。我建议你切勿将投资处理人权交给一个经纪人，让他甚至不必经你同意就能决定交易。但如果这就是你希望的方式，那就更应该要了解他个人的交易记录。经纪人都有这样的记录，假如他不愿分享这些资料给你看，你就不应该授权给他管理你的投资。

即使你并未允许经纪人自行处理你的任何投资，你还是应该和他深谈，了解他的投资理念。他投资了什么？操作得如何？2000年春，当纳斯达克崩盘时，他的投资组合情况如何？切勿期待他是个有远见的人，如果当时他的投资组合包括了网络与科技股，那么，在你偏离方向时，他就无法扮演理性使者的角色，为你指引正确的方向。

第三，对于最新的股票情报，要永远抱着半信半疑的态度。尤其现在投资信息广为流传，如何选到好股票，经纪人不见得比你占优势，他所掌握的信息只不过是一只股票名称和一个时间点，无法因此成为优秀的顾问。我要在第6章讨论更多的细节，经纪人和谣传绝对值得我们去深入了解。

如果有经纪人因听到传闻而想说服你买某只股票，先问他一个最简单、却很少被提起的问题——他是怎么知道这则传闻的。散户经纪人大多是“谣言工厂”的末端。如果这消息是某家

企业机构刻意编造，并由交易员巧妙地传播开来，几乎传遍华尔街，此时经纪人就可能听到这一信息，但到了这时候，这则消息对你已经没什么用了。如果你的经纪人说他从交易桌上听到这个消息，或者无法解释他如何知道这消息，你也许就应该放弃这个交易。

还有一些经纪人能让你知道有赚头的传闻。通常他们的客户中，有不少人担任各上市公司的资深管理职位，当你问他们那个关键的问题时，你会得到不同的答案。如果他们告诉你，他们有个客户买了某家公司的选择权，而且该客户是那家公司主管的大学室友，这或许就是那种值得你试一试的传闻。

除了法人经纪人专注于法人客户，还有一种经纪人我称为“快速捞钱的家伙”。他们利用传闻交易，尽可能找企业高层管理者当客户，以便快速探听有用的消息。他们也知道办公室其他经纪人在忙什么，他们熟悉选择权，进行大量交易，如果能力不错，也没被逮到而入狱，这种人就能帮你赚到钱。你不见得想把大部分存款全都交给一个快速捞一把的家伙，但如果真的遇上这类经纪人，他们会让事情变得很精彩。当然，我得再提醒一次，即使和这种赚快钱的家伙打交道，每笔交易也都必须弄得清清楚楚。

独立

好的经纪人能保护你不受他的公司的欺骗，差劲的经纪人则让你成为待宰的肥羊，只顾着推销公司自家产品给你。该如何分辨经纪人属于哪种人？

究竟是谁真正“拥有客户”？是经纪人，还是他的公司？这在证券业中呈现了一种有趣的现象。每当证券公司里有经纪人离职，一连串窘迫的事情便接踵而至。首先是公司听到离职消息，

马上就把那家伙赶出公司——真正赶走。接着，其他经纪人开始瓜分他的客户名单，并立刻打电话给那些客户，“我是X大公司的加里，你或许已经听说乔·史密斯离开我们公司了，我不太知道确切的原因，但有人说是因为酗酒问题，还有穿内衣的农场动物照片。所以，如果你让我把你的账户继续留在X公司，我会提供给你佣金半价和免费活期存款账户（译注：没有最低存款额规定，同时免收每月服务费）的优惠。”这样的情节一点也不夸张。

同时，从X大公司跳槽到Y大公司的经纪人，也会带着一份客户名单（经纪人在办公室故意存放资料有误的客户名单，这种事时有发生，例如假电话号码和人名，他们这么做是为随时离职做准备），从他Y公司的新办公室打电话给客户，“嗨，老兄，我是你的好朋友乔·史密斯，我现在不在X大公司了，因为我听说证交会正在对X公司的一些事展开调查。不过我到了Y大公司，一切都很棒。如果你把账户转到我这边，我就给你佣金半价，还有免费活期存款账户。”

事实是，经纪人几乎都是这场客户争夺战的赢家。离职的超级营业员大约能带走90%的客户，这显示投资人重视关系，更胜过各家公司提供的产品或服务本身，因此，客户算是属于经纪人，而不是那些大公司。答应你的经纪人之前，先和他好好谈谈，多注意他的行事风格以及是否值得信赖，而不只是听他推销公司的产品和服务。经纪人的经验是否丰富也有很大的关系，一般来说，年轻经纪人比较愿意相信公司的说法，认定公司的产品卖得很好，或者急于得到交易佣金和销售自家公司产品的绩效奖金。

我认识一位在这一行打滚了20年的经纪人，他先后服务过赫顿、Shearson、保诚以及摩根斯坦利添惠（Morgan Stanely

Dean Witter)。这些公司都提供自家的有限合伙（limited partnership，译注6）与投资工具，不过他从年轻时到现在，从没卖出这类产品，为什么呢？“当我知道客户似乎无法从这些产品获利，我就不再向他们推销了。现在我根本不理睬公司送来的产品促销资料。”

顺便一提，对投资人来说，经纪人经常跳槽未必是坏事。他在同一家公司待不久，可能因为他认为自己是自由的中介，这或许是你想要的那种带着客户跳槽的经纪人，他重视让客户快乐，更胜过效忠于公司而损害客户利益。不过你还是要调查清楚，他是否因纪律原因而被迫离职。

你只要问这些事就能做出判断。比如，如果问及使用该公司的研究报告，可能得到下列两种答案：

- A. “你在我这里开户，就有权使用华尔街最好的研究报告。”
- B. “我会提供你所需要的各种资料，但坦白说，那些撰写研究报告的年轻小伙子根本什么也不懂。”

显然我会建议选B经纪人，不过理由未必与你预期的相同。我认为A经纪人不太了解现实情况，但我不会只为了这个理由而怪他，问题在于他完全为公司卖命而向你强迫推销。B经纪人看来像愿意冒着搞砸销售的危险，而表达一些愤世嫉俗的看法，这才是你需要的经纪人的特质。贝尔斯登证券的退休董事长格林伯格多年前有一次在特拉华州出庭作证，当首席法官打断他的话说，“格林伯格先生，你听起来有些愤世嫉俗。”他回答，“我并非天生如此。”当你发现愤世嫉俗的资深老手时，就找他吧，但千万记得，经纪人的年纪大并不表示他聪明。

你也可以询问经纪人公司的自家产品，或观察他是否想急着把产品介绍、推销出去。至于分析师，有些可能很好，有些很差，但要特别注意经纪人是否会太过于着迷于某家公司的产品。

说到着迷，需要特别注意经纪人与某公司及其管理层级是否太过亲近。散户经纪人与许多华尔街的人，都喜欢感觉到自己的重要性。如果有机会告诉华尔街其他人：“我控制了那家公司7%的股份。”一定让人感受最强烈，而你也会对这类状况的频繁感到意外。不少经纪人的客户资产已攀升至数千万美元，经纪人得到客户的信任，就能号召多位客户一起买下一家中小型公司的大部分股份。尽管在技术上，每一位客户才是实际控制股权的人，但在接受投资的公司看来，管理这些账户的经纪人还是忽然变成了大人物。企业主管了解这点，所以偶尔会约一个容易上勾的经纪人，把他当做重要法人客户般地招待，例如吃晚饭、私下打电话以及打高尔夫球。经纪人很少获得如此礼遇，也缺少以怀疑态度与企业高层主管打交道的经验，因此他们往往会持续对一些不良征兆毫无警觉。

我一位好朋友曾接受经纪人建议，投资医疗保险公司HMO WellCare，结果落得一个凄惨下场。由于经纪人向她吹嘘与该公司高层主管交情匪浅，并表示他的许多客户也都投资这家公司，我的朋友决定以每股20美元出头的价格，投资了1万美元，这占了她当时资产中相当大的一部分。一年后，那只股票上涨至超过30美元、接近40美元的价位，于是我的朋友询问是否该获利了结，但经纪人不赞同：“这只股有50元的身价。”

过了不久，《巴伦杂志》(Barron's)发表了一篇负面文章，质疑WellCare的会计账务，该公司股票跟着直线滑落。我的朋友再度打电话给经纪人询问是否该卖掉持股，那位经纪人仍强调他

与该公司管理阶层的关系，表示他非常了解那家公司，并建议我朋友再多买进几张股票，而不必急着脱手。幸好我朋友没这么做，但她也没有卖掉股票。WellCare最后申请破产，她的投资也全部化为乌有。

经纪人如何造成你的损失

经纪人害你损失投资有两种方式：提供不适当的建议以及做了错误投资。这两件事有所不同，如果你让任何一种情况发生，最后只能怪自己，因为这原来都可以提早发现。近20年来，一流的证券公司发生令人丢脸的案例时有所闻，而现在经纪人已不再被视为赚钱的专家。早在60年代，许多人都认为经纪人是“投资”人上，那几乎等同于“企业人士”；企业人士为企业卖命，而不是为投资人。

集体诉讼从何产生

我对证券业集体诉讼官司的现象感到好奇。一方面，我认为这是贪心律师与不负责任的投资人反商业的敲诈行为，但我觉得确实有必要检验那些企业主管任意的承诺与自行交易。以集体诉讼之王赖瑞契为例，他的律师事务所好像要控告每一家科技公司，因此科技业瞧不起他，《连线杂志》(Wired)也曾刊登一篇冗长的评论批评他，标题为《卑鄙的吸血鬼》。另一方面，他以弥尔伯格·韦斯公司的名义，控告自己投资的263家公司，不少公司后来证实完全是骗局，包括艾瑞密斯软件(AremisSoft)、极光食品(Aurora Foods)、eToy与Sagent等〔史普林特(Sprint)、耐克(Nike)、可口可乐也

出现在被告名单上}。

证券业集体诉讼的客户个案从何而来？我请教了一位担任集体诉讼律师的消息来源，才知道原来那些客户都与股票经纪人有关系。当律师发现一个高报酬的案子时，他会打电话给一些有来往的经纪人，询问他们客户中，是否有人在日期A与日期B期间内持有XYZ公司股票。1995年私有证券改革法通过后，法律规定损失最多的原告必须当“带头原告”，律师除了花时间讨好法人投资者外，还得和关键的散户经纪人打交道。那些经纪人不会无端大发慈悲而与律师合作，律师必须提出利益交换条件：贿赂经纪人，包括推荐潜在客户、提供球赛门票、周末旅游，与高级饭店住宿等。

有位消息灵通人士曾告诉我一个案例，他联络的一位经纪人坚持不肯透露客户姓名，而这桩集体诉讼可能大有赚头。后来那位来自底特律的经纪人暗示，如果能拿到在芝加哥举办的底特律活塞队对芝加哥公牛队的季后赛门票，他就愿意合作，他说在芝加哥“从没看过一场球赛”，可怜的家伙。我的消息来源者只好疯狂打电话给城里所有的黄牛，最后花2 000美元张罗到两张像样的门票。那位经纪人专程从底特律南下，取票后却当了黄牛，擅自在体育场外兜售门票而遭警方逮捕，最后球赛那一晚他在库克郡监狱度过。更精彩的是，后来他需要我这位消息人士去法院帮他打赢黄牛官司，这也更加稳固了他们之间的关系，并使那位原本不情愿合作的经纪人，变成律师最可靠的带头原告介绍站。

经纪人经常处于尴尬的处境，他们靠提供服务、维持投资人的满意而赚钱，但给予他们支持、尊荣、电话与办公桌，甚至偶尔奖励他们完成命令、造成你的损失的，却是他们的公司。

公司设计产品

每个年代都有骗局。在某些情况下，有意义的投资概念用在大规模的散户投资人身上，却可能成为证券公司抢钱的伎俩。在80年代，问题出在公司设计的有限合伙商品。多数大型公司都卖这项产品，不过保诚却是风评最差的一家，它卖了超过700个土地能源有限合伙资格，募集资金高达80亿元。保诚40%的散户客户，一度每个人至少有一个有限合伙产品。

这些通常都不是好投资。证券公司既收服务费、又收佣金，同时威胁利诱经纪人，确保他们积极向客户推销，再直接从保诚本身或其客户购得交易股份，最后客户大部分的投资成本都耗费在佣金和管理服务费上。许多一般合伙人如果不是保诚的关系机构，就是它的客户，因此保诚利用赚有限合伙人的钱，持续为一般合伙人带进收入来源——管理费、保险费，以及其他费用。虽然保诚否认有任何不当行为，但最后为了解决问题，它还是付出了上亿美元的和解费、罚金与诉讼费用，证交会与刑事单位也针对保诚展开调查，许多持有有限合伙产品的客户，从此不再与保诚打交道，不少经纪人也对公司的销售方式深恶痛绝。当该产品失败后，部分经纪人甚至控告保诚，宣称这种销售垃圾投资的强迫策略，让他们丢了原有的客户。

保诚并不是单一的个案。许多大型证券公司也销售类似的合伙商品，或从隐藏资金中创造证券，这些都是法人客户不愿碰的。回溯80年代，德雷克斯（Drexel）投资公司包装了一些最烂的垃圾债券，并将之营销为“高收入信托债券”（HITS）。那些债券就连垃圾债券大王迈克尔·米尔肯，也无法说服信服他的客户投资，购买的投资人最后只能到破产法院排起长队，去瓜分那

些公司仅剩的一点东西。

有限合伙产品或许已不再采用德雷克斯的方式，但华尔街仍企图强迫不知情的散户买下有限合伙产品。问题是，证券公司的动作太慢，等他们弄清楚什么投资标的热门，利用投资人一窝风的情绪创造新产品时，通常已错过最适当的时机。例如，当华尔街开始筹资创办网络与电信类基金时，这两大类股已面临股灾的威胁（如果有设计放空网络与电信股的基金，或是能贱价购买特定电信公司债券的基金，散户或许还能从中获利；不幸的是，即使反应慢的华尔街曾计划提供这类工具，恐怕那时也已错过电信股崩盘的时机了）。

1998年末至1999年，一些在网络黄金期发展顺利的创投公司，开始对散户投资人营销创投基金。不过他们还来不及有大动作，就先遇上网络股灾。如果当时黄金时期维持长一点，证券公司肯定会募集创投基金，并告诉你，那是跟着一群精英在最容易赚钱的创投世界赚钱的良机。那些投资人为此掏出大笔费用，结果只买到一般合伙人或顾问（证券公司与创投公司）根本不想要的东西。

90年代下半期或许是创投风光的时代，但其他时候则不然。好莱坞一直很热门，运通时喜证券（Shearson Lehman Hutton）等数家公司，曾推出一系列迪斯尼电影公司的有限合伙产品，称为“银幕伙伴”，投资人只要花5 000元，就能帮新电影筹资，像个大人物一样。有一段时间，拥有“银幕”有限合伙的投资人数甚至超过迪斯尼的股东，这样的设计，让迪斯尼轻易以低廉成本为新片筹资。如果影片赔钱，至少它已从投资人身上收取了足够的费用；如果部分影片票房大好，迪斯尼还赚了大笔的管理费，并有权优先分配电影票房收入。迪斯尼有足够的赚钱高手，所以

不会损失太过惨重，至于一般投资人，可能还是单买迪斯尼股票比较好。

在投入华尔街五花八门的投资产品前，还有几件事需要思考。这些投资工具中，许多都难以变现，如果不打算长期持有，就别贸然买入。另外，了解该金融工具的其他合伙人背景；探听经纪人和证券公司销售的获利比率，并且拒绝签署任何你不了解的法律条文或缴税结构，除非你愿意自行聘请专业人员评估。

最后，购买前一定要详细阅读公开说明书，这些金融工具都需要你签署一份声明，表示你已读过并了解公开说明书的内容。小心经纪人同时递交申请表格和公开说明书给你，并告诉你：“直接签名就行了，这是必要的手续。”那些投资工具的公开说明书简直是梦魇，但至少这些说明都很诚实，卖方为了自卫，必须利用这些事实陈述透露所有奇怪的风险。

80年代，一家热门的芝加哥房地产公司VMS（Van Kampen-Merritt-Stone）委托证券公司销售有限合伙的房地产商品，VMS主要想出售这些房地产给散户投资人，并从管理费、借贷与保险契约上获利，它的公开说明书很典型——填写许多难懂、令人望而生畏的内容，他们的坦诚不止针对房地产卖主出售有限合伙收费，对一般合伙人同样也收管理费。此外，合伙人一定得付所有的服务费，从保险、房地产管理、鉴定价格到融资，一样也不能少，这些都由VMS的相关公司或合作证券公司提供。

我认识一位集体诉讼律师，一开始他拒绝以证券欺诈案起诉VMS。一般证券律师并非完全不愿打官司，因此他的决定很令人意外，尤其一些较大的损失已发生。“他们已透露了每

种风险与卑鄙交易，”他告诉我，“所以投资人只能怪他们自己。”幸好VMS与其相关机构的欺诈诉讼最后还是成立，这位律师与其他近50人感到相当满意，他们的和解金高达上亿美元。

坏建议

经纪人也是凡人，犯错误在所难免，就像你在一生的投资过程中也会犯错误。这就是为什么你自己做决定、挑选你的投资标的比较好，责任在你身上，经纪人的角色是让你的船维持平稳，提醒你何时风险太高（或还有承担风险的空间），并帮助你集中注意力在长期目标。与此相反，如果是经纪人做决定，而你只是在一旁等待结果，这样就很可能酿成大祸。

1992年，一个叫VG的人雇用了美林的经纪人，该经纪人将VG投资组合的1/3放在Hyperion证券1997年定期信托债券，并解释这项投资既能保本，也会配股息，他的推销非常好，低成本单位（通常是10美元）有四项好处，最佳的共同基金与个人股票，每一项都由美林的多位经纪人详加说明。投资人可获得：

1. 长期国库债券的固定收入；
2. 不动产抵押担保证券，与其他不动产抵押借款证券的较高收益；
3. 专门研究利率的经理人提供利率预测；
4. 股票的变现性：因为有许多张股票，投资人可以卖掉部分单位给其他美林的客户。

在VG的个案中，合约于1997年结束时，债券到期，本金应

该还给投资人。

谁能比刘易斯·蓝尼艾力更适合为这些新产品募资？蓝尼艾力在纽约布鲁克林区出生、长大，他进入证券业的第一份工作是所罗门兄弟公司的收发室职员。20年来，他奋发向上，在他协助下，Solly's被忽视的房地产抵押证券部门，又成为充满生产力的地方，他的天资与敏锐使他成为畅销书 *Liar's Poker* 中最有趣的一部分。在所罗门一次无预警的裁员后，蓝尼艾力成立了Hyperion，并从法人客户那儿募集了数亿元，但一般投资人也有钱，于是四期基金Hyperion又决定从VG这类散户募集18.2亿美元。

不幸的是，每股赚10美元只不过是目标，并不是绝对的保证。由于数度猜错利率走向，导致四期的Hyperion信托债券一片混乱。据说VG的美林证券经纪人告诉他，虽然个别情况会有所不同，但“我们会把10元钱赚回来。”同时，该笔信托债券市值直线下滑，投资人不断对Hyperion提出告诉，导致它恶名昭彰。1996年Hyperion公司年度报告中指出，怀疑该笔信托基金能否付足10美元。VG于是打电话给经纪人，经纪人再度向他保证，并说要拿出证据回覆VG。但几个月过去，经纪人音讯全无，VG打电话去经纪人办公室时，又常遭到无理对待，他只好把账户转至美林的另一分行。美林最后与VG达成和解，但他始终不相信他想象中的3 000美元，根本就是经纪人一派胡言。他的经纪人也忽然间失去了联络。

当情况不对劲时：让仲裁较不武断多变

每位投资人在开户并签约的同时，往往忽略了合约中小号字体印刷的条款内容，等发现情况不对时，一切为时已晚。

与证券业专业人员解决争端，最好通过仲裁途径，避免走上法庭。在大多数情况下，这是好事，因为在法院已经挤了一些笨蛋的案子排队，他们也许埋怨那些紧追盯人的电话营销人员害他们损失了300美元。不过了解一下仲裁的工作程序以及知道如何操作，对每个投资人而言都是必要的。

当你遇到麻烦时，该怎么办？首先要打电话给经纪人，向他解释你认为有什么问题以及你为什么认为自己被骗了；同时，表明你熟悉仲裁流程与初始的步骤，要注意避免语气带威胁性。你可能会惊讶地发现，原来当经纪人知道你感觉受骗、准备采取某些行动时，他们可以火速解决你的问题。如果你对经纪人的处理结果仍不满意，打电话给该经纪公司分行经理，并利用挂号邮件或快递服务，以书面方式追踪处理结果。详细列举问题，并记录你每次联络经纪人的电话内容与结果，保留书面询问的寄件收据，让分行经理知道你正在建立一连串的文件记录。

如果这么做还是无法获得满意结果，此时就该考虑仲裁流程。由于你需要花费150至250美元的仲裁申请费，而且已损失的金额几乎无法百分之百讨回来，所以按照合理的估计，只有损失超过500美元，才值得进行追讨；如果你损失的金额超过5000美元，不妨考虑直接聘请顾问。证券公司有一群律师专门负责处理这类案子，所以你的对抗最好也能旗鼓相当。有些律师专门帮受骗的投资人准备文件及选择审判地点（处理某些类别案件时，证券公司协会未必是最好的渠道），你甚至可以考虑请一位非律师的代表人，例如加州洛杉矶Marina Del Rey市的证券仲裁集团，或大众投资人仲裁律师公会

(PIABA), 都是推荐律师的可靠来源, 他们的会员遍及全美各地。联络PIABA (电话: 888-6217484或www.piaba.org), 取得离你较近的证券律师名单。最后不论你选择了谁, 证券仲裁评议会 (SAC) 都可提供律师推荐服务 (电话: 973-7615880, 或www.sacarbitration.com), 他们的专家能解决各类议题, 能与经纪人周旋10回。只要付25至75美元, SAC就会寄给你一张名单, 上面列有你居住地附近的仲裁协调人, 因此你能判断代表人可发挥多少效用, 并打电话给代表人进一步咨询。

胜算机会不太大。根据证券仲裁评议会最近完成的一项调查发现, 投资人仲裁案件约有1/4的人获胜, 当中大部人都未获得要求的全额补偿。但你如果决定采取仲裁步骤, 打电话给证券公司协会 (电话: 800-2899999或www.nasdr.com), 询问该协会全国13个区域办公室, 哪一个较适合接受你提出的申诉, 然后小心翼翼地填完冗长的表格 (也可以利用网络下载表格), 详述你的案例, 但不要像个侦探一样把所有的推论加进去, 此时清晰叙述更胜过法律用语。记得附一份你曾寄给经纪人及其主管经理信件的复印件以及任何证明他们收到信件的收据复印件。交出申请表后, 他们就会通知你是否指派仲裁人听你申诉, 如果核准了, 你和经纪人都可以分别提出案情说明。最后由一群专业人士组成的评审小组决定谁胜诉, 并裁决胜诉的一方是否获得赔偿金、诉讼费用。整个过程相当快速、简单与便宜, 这也是仲裁能优先取代法院的原因。不过裁定结果并非每次都公平, 所以请牢记, 无论如何你必须为自己的钱负责。

考虑另一种选择：下次开新的证券账户时，干脆删除那些要求你必须先试着解决争议，才能找仲裁的小行字。或许你的经纪人会说，你必须按照合约上的规定签字，但如果你威胁把钱拿到别处去开户，他极可能通融你而放弃自己原来的立场。如此，一旦你需要仲裁制度协助时，就能自由运用，而且大都用得上。当问题严重到需要法律协助，以及运用“真正的”法律系统调整问题时，你的选择也不会受限制。

经纪人如何帮助你

每次的投资都需要做出判断，有时你甚至没察觉自己在判断。或许你受到某些事影响，认为迪斯尼的低股价已维持太久，于是你决定买进一些，但如果你的持股中已有20%投资在美国在线-时代华纳与维亚康姆（Viacom）等媒体公司，好的经纪人会提醒你小心，投资过分集中于娱乐产业。同样，如果你已拥有英特尔与微软，而又想开始投资戴尔，经纪人也许会建议你，这笔资金应该从卖掉部分英特尔与微软持股而来。因为每台戴尔电脑中，都有英特尔与微软的产品，因此对戴尔有利的事，应该对英特尔与微软同样有利。

这并不代表经纪人永远都对，或是你每次都得听他的建议。经纪人应该永远保持谨慎，这才是投资人受惠于他的可贵经验之处。选一个你感觉他能扮演好这种角色的经纪人。如果你的经纪人是社交聚会的中心人物，并且成为你的好朋友，这样的发展不错，但你真正需要的是一个随时抱有怀疑态度，而且不在意自己是否非常招人喜爱的人。

经纪人可能以正式或非正式的方式，告诉投资人选择较好

的投资组合。试着询问经纪人对资产分配与风险承受度提供何种服务。许多经纪人所受的训练，都只会与你讨论投资目标以及按照投资种类，分配适合你的投资组合，其他的则借助财务模型，分析你投资组合的多元性以及个别投资所承担的风险。接受所有这些评估，借此找出适合你的投资目标与范围。这些只是原则，不是命令。另外，确认经纪人记录并保留你的投资组合规划，因此当你方向偏离太远时，他会给你忠告提醒。

好的经纪人除了表现理智，也必须保护投资人不成为经纪人所在公司牟取暴利的对象。每一位经纪人都告诉你，他会代表你的利益，但你要从中选出一位不盲目信赖其公司政策的人；通常这代表必须远离那些老想卖自家公司产品给你的经纪人。

好的经纪人会帮助投资人从他公司研究部门报告中，分辨出各种论点是否有道理。分析师的报告经常引述许多重要背景资料，偶尔也有真正深入的观点，但我看过许多可笑例子，绝大部分都是为投资银行家准备的行销文件，或为了补偿承销业务的损失。例如，一位美林经纪人给我一份清单，上面列有美林投资的330家可笑的公司（不是给他客户的），那些公司的价值过去几年平均下跌51.75%至100%，在每家公司的名称旁边，他注明了美林的分析师开始看坏的时间点——总是迟到无法为客户做任何弥补时。看看有多少经纪人自觉被他们公司的研究部门毁了！这几年你应该更容易找到独立思考的经纪人。

切记，所有的金融服务企业合并，都建立在以下的假设上：公司如果拥有相当的客户基础，并向他们提供完整多样的服务，如此就能获利。当然，这些“综合效益”只在某些逻辑下有效。如果是一个破产过两次的前科犯，就不该期望他在所罗门美邦证券的2万美元账户，能享有花旗银行的折扣、抵押贷款以及无需

偿还头期款等优惠。此外，好的经纪人可以做你的朋友、合作伙伴，甚至知己密友，帮你确定未来的财务规划，劣质的经纪人则可能毁了你好。你不得不谨慎选择，而且不要单独轻易做出决定。

经验与提醒

如果你正在寻找经纪人，你应该注意：

- 监督你投资组合的风险与多元性的人。
- 对你的投资决定唱反调的人。
- 非专业的选股人。
- 探听资金管理人的来源。
- 各种提供有利条件或较不麻烦的金融服务，例如保险、不动产抵押借款与信用卡。
- 折扣手续费如果经纪人未提供附加价值服务时。

评估全方位服务经纪人时，考虑以下资格：

- 为人正直。
- 该经纪人在证券公司协会的正式记录（也就是CRD），包括过去就业、任何判决与遭遇过的起诉等资料。
- 熟人所提供的建议。
- 经纪人自己的投资追踪记录以及为客户操作的成绩如何。
- 独立于证券公司与自身利益之外做判断。
- 对自己公司偶尔不公正的影响心存怀疑。

对于经纪人过去提供股票情报等不可靠的信息，完全不予理会。

提防经纪人与证券公司可能出现下列滥用权力的情形：

- 偷偷在你的投资组合中，塞进他们公司推出的金融产品，那些产品不但变现性低、充满利益冲突，而且他们卖给你只为了贪图佣金。
- 股票情报来自于无法证实的传言，或对承销客户不重要的内部分析师。

如果你和你的经纪人都在寻找资金管理人，请评估以下事项：

- 长期的审核结果。
- 经理人的专长领域（例如，大型股、市政、州郡债券、外国基金）。
- 协商费用的弹性。

★译注：

1. 美邦证券原属于旅行者集团（Travelers Group）旗下的证券公司，1997年旅行者购并所罗门兄弟，并将它与美邦合并，改名为所罗门美邦投资证券。

2. 美国金融业自90年代中期后，掀起一阵购并风潮，众多合并案中，交易金额最大、也最成功的案例，要属旅行家集团与花旗银行结合而成的花旗集团。由于两家公司原来的市场重叠性不高，合并后彼此取长补短、扩大利基，加上旅行者先前拥有的所罗门美邦投资证券，大幅提高了集团的风险承受度，也满足客户更多需求。

3. 留置权属于担保物权的一种，当债务人未清偿债务前，债权人依法有权扣留债务人财产，直到他履行债务为止。

4. 位于科罗拉多州丹佛市的布林德-罗宾森，曾为美国最大的低价股经纪公司，1990年，其创办人麦尔·布林德因证券欺诈、诈财与洗钱案而遭起诉，两年后被定罪。

5. 布伦南于1980年代设立第一泽西证券，展开一连串低价股买卖的骗局。他利用电话营销策略，强迫式推销低价股给一般投资散户。该公司鼎盛时，一年毛收入高达9 500万美元。1985年，美国证交会对布伦南提起诉讼，该案缠讼10年才告结案，期间布伦南又犯下多起证券交易诈骗案。

6. 有限合伙是美国企业筹资的主要方式之一。它与一般合伙（general partnership）不同，前者的合伙方式只需出资、共享盈余而不参与管理，并负担有限的法律责任，管理权则归一般合伙人。

第5章 乐在基金

工作时，我花许多时间与人电话交谈，对象大都是对冲基金（hedge funds）管理人，他们像我一样，白天也花许多时间寻找企业的资讯。我们的任务有几分相似，目标却不同；当他们一发现有用的投资资讯，便立刻买卖股票，我则在电视上告诉全世界（或在那时正在收看电视的人）。他们的目的是尽可能赚更多的钱，而我的目的是告诉观众哪些事会影响他们的投资决策。

我们或许不像志同道合的伙伴，但持续交换信息对大家确实都有帮助。交易行动对我们来说，都是不可或缺的信息——我必须专注于一些事件，从中挖掘与投资相关的报道素材，他们也得寻找资讯，即使短期操作，那些资讯也有一定作用。我向自己信赖的对冲基金经理人探听资讯与情报，并持续追踪，把后续信息（虽然当中只有极少数成为重要新闻）回馈给他们。有时我能联络上某些消息渠道，这些人可能不愿意接对冲基金经理人的电话。2001年9月，我在一则新闻中透露贝斯（Bass）家族为了补缴融资保证金，被迫抛售价值20亿美元的迪斯尼股票。这笔交

易消息最初来源于一位对冲基金经理人（事后他告诉我，他只知道迪斯尼股票将有一大笔交易，但猜不出卖方身分；尔后其他对冲基金经理人也打电话给我讨论那则消息。我有一位不愿透露姓名的消息提供者和我分享情报，因而猜出了卖方是贝斯家族及出售的原因）

如果你有足够财力，也许有机会投资对冲基金。一般人一生中可能投资好几种基金，其中以共同基金最为常见，因此，了解各种基金的运作相当重要，不论是共同基金、对冲基金，还是私人股票基金（private-equity fund）。或许你不投资任何基金，只打算将本书提供的方法运用在股票市场，但即使从未投资过基金，通过认识投资基金的方法，也能从中拈取对自己有用的知识和经验。或者，即使你从不把钱交给投资机构管理，或从资金动向中学习投资经验，你也该了解基金如何影响市场。

对冲基金vs.共同基金

对冲基金与共同基金很相似（译注1），两者都由专业经理人管理投资人共同投入的一大笔资金，他们向投资人收取管理费用，并为客户投资赚钱。共同基金以股份为单位销售，每股价格称为资产净值（NAV, net asset value）。基金净值每天变动（有些基金净值一天变动数次），并依照持有股数，反应投资组合中所有股票的市价总值，这就是在报纸上所看到的基金净值。美国证交会依照1993年的证券法与1940年的投资公司法规范共同基金，限制范围包括每季和每年必须对投资人与主管机关详细公布信息，以及募集基金前必须公布的资讯。

机构投资者

除了共同基金、私人股票基金与对冲基金外，法人机构也为市场注入活力，包括庞大的退休基金、捐赠基金、基金会以及保险公司。

保险公司将保险费收入用于投资，以创造利润；退休基金也投资其提拨款，增加基金规模，满足退休劳工的需求；基金会与捐赠基金则为了维持生存而投资，这些机构都是对冲基金、共同基金与私人股票基金的主要资金来源。

这些机构也雇用数千名专业人员，管理其庞大的投资组合，例如，哈佛大学拥有巨额捐赠基金，分别由学校内部财务投资人员与多家投资伙伴进行管理。

约翰·迈尔斯是通用电气（GE）公司的一位英雄，他为通用电气投资操作退休基金，不但获利丰富，甚至帮助通用电气改善其净收益（第二章曾提及资产负债表）。不过通用电气公司的退休基金也投资对冲基金，例如它是欧米茄（Omega）基金最大的单一投资者。欧米茄由对冲基金管理公司库柏曼管理经营。

美国最大的退休基金为政府基金，其资金来自教师、消防员等公务员。例如，加利福尼亚州公务员退休系统（CalPERS）、教师保险年金协会——大学退休股票基金（TIAA-CREF）都不是一般人熟知的名称，但是这两大基金的规模，却分别超过富达投资麦哲伦基金与普利基金（Janus Fund）的总和。

尽管法人投资者都信奉“用脚投票”的原则，但这些庞然大物有时未必能从投资的烂公司全身而退。例如，某个退

休基金持有10%的通用汽车（GM）股份，当基金经理人认为GM的首席执行官是个笨蛋时，他会毫不犹豫地卖掉持股，导致其他一些大型机构跟进施压，要求通用汽车内部改善管理、或威胁征求委托书，支持反对派，甚至支持要求首席执行官下台的行动。这些大型机构平时宣称代表社会良心，因为他们代表加入工会的公务员。

对冲基金受法令规范约束比较少，也不以基金净值出售股份（译注2）。对冲基金分为两种，投资人少于100人与少于500人，这些投资者都属于富豪级的受信投资人（accredited investors），他们虽是大户，却不一定有能力自行管理投资。受信投资人必须通过一些门槛限制，包括过去两年收入至少达到20万美元，或至少有100万美元的净财产。

竞争征求委托书：通过股东投票，企图使主管下台、改变公司政策或反对计划中的企业合并等动作。因为股东已同意委托他人代为投票，因此股东的投票工具被称为“委托书”。大部分的股东投票都属于单边事务，一如前苏联的选举，对管理者的提名皆为“不反对”或“推荐”。对于恶意购并者计划拔除主管，或想反对既有、未定案的合并计划时，征求委托书是最有效的方式。股东也能利用征求委托书试着阻止合并计划，最近大家较熟悉的例子是惠普（HP）共同创办人的长子沃尔特·依利特（担任惠普董事），对抗HP的管理阶层，反对该公司策划购并康柏的计划（译注：惠普在2002年3月的股东会中，以8.3亿股以上的赞成票对超过7.9亿股反对票，通过了合并案）。

对冲基金只接受极少数投资者，而且投资额下限都是庞大数字，第一笔投资经常要求不得低于100万美元。不过，有些基金门槛较低（译注3），甚至有些基金会给投资人通融，特别是针对亲朋好友或基金缺钱时，接受低于门槛的投资额度。

对冲基金因法规限制较不严谨，一般投资策略多靠惯性，他们还是提供基金文件给投资人，但指定的投资下限远比共同基金模糊许多。对冲基金与一般的共同基金不同，它除了买进，还能放空股票，也能投资复杂的固定收入证券、衍生性工具、断头银行债券以及风险套利等，做融资投资时，还能利用财务“杠杆”（债务），每次投资的金额更是很少有限制。通过放空操作或“对冲”，对冲基金较能安全度过市场低潮期，但其弹性也提高了风险。对冲基金表现应该优于大盘平均及市场上的共同基金，以降低过高的风险。

对冲基金近来增长速度惊人，目前市场上约有6 000种基金，总市值超过4 000亿美元。80年代，对冲基金业由七个人组成，他们一共管理10亿元基金，其中3人为迈克尔·斯坦哈特、朱利安·罗伯森与乔治·索罗斯（译注4）。有时我对现在业内一些新手感到惊讶，他们竟然能募集上亿元资金。他们大都聪明绝顶，但即使我报道华尔街新闻只有十五年的经验，都足以让他们感到不好意思。这没有道理，而且他们不少人是卖方的分析师。不过，人生本来就不公平。

共同基金与对冲基金的收费结构大为不同。

共同基金的收费分为两种，第一种为购买时的“手续费”，在投资人申购（front-end load，申购手续费）或购回（back-end load，购回费用）时收取，这只是为了借重基金经理人的智慧所付的代价而已。许多基金没有收费，但所有的共同基金都会收取

一笔费用，以支付基金的营销费用与行政成本，其比率大约为基金资产的1%。收1%管理费听起来似乎不多，但如果你有200亿美元的共同基金，一年的手续费就高达2亿美元。

对冲基金独创了另一种收费结构，该结构起源不明，但被业内多数人所采用。对冲基金和共同基金一样，平均收取1%的管理费，此外，对冲基金也收取该笔基金年获利的20%，管理良好的对冲基金可因此让投资的有限合伙人致富（通常他们已经很有钱了），基金管理合伙人更能大捞一笔。

有些基金收取较少的管理费，有些则收得较多。当一个默默无闻的基金经理人准备掌管新基金时，他或许愿意只收15%的投资报酬为管理费，或降低大客户与重要客户的管理费，因为他们可能带来其他新客户。

金融投资家索罗斯曾将他所管理的部分基金投资于其他对冲基金，他投资时总是要求降低收费，最后都能达到目的。因为有了索罗斯这位超级客户，基金经理人可以借此证明自己相当优异。因此，即使你不是亿万富翁，当基金生意不大好时，不妨试着要求减少收费。

另一种方式也行得通。还未展现募集新基金实力的对冲基金经理人，呈现出来的收费结构可能会让索罗斯掉泪，路易斯·培根的穆尔基金管理公司（Moore Capital）收取3%的手续费，外加25%的投资报酬。史蒂文·科恩的SAC资金管理公司有个措施胜过培根——科恩收取投资人50%的投资报酬，反正科恩能募到基金市场大部分的资金，因此他不必担心寻找新资金的问题。

我有个好友自己投资操作多年后，最近开始成立一个小型对冲基金。他希望这笔基金维持小规模，因此他发挥创造性，制定了新收费方式：对于基金前15%的获利，其中20%归他所有，

超过15%的获利部分，他则收取50%。

单向选择

当我前往老虎基金管理公司（Tiger Management）采访著名的基金经理人罗伯森时，公司大厅里空荡荡的，办公桌旁也空无一人。前一天我在报道中透露老虎基金即将停业，同事恩萨纳随即邀我一道去探望这位温文儒雅的南方绅士。罗伯森曾一度管理资产值达210亿美元的基金。

走过老虎基金的大厅，我不禁有几分伤感，再也没有人来欣赏这里精致的艺术摆设，没有人来欣赏这美好的风景。不过罗伯森的心情却并不落寞，实际上看来他还挺高兴，也乐意提供证据作证：如果从老虎基金成立初期就一直投入，到现在获利起码达85倍。

我还是好奇地问，他为什么选择在时运不济时收手。老虎基金从1998年8月的高峰到2000年3月，基金净值由210亿美元减少到不足70亿，在此期间投资人曾购回77亿，其余的全被市场吞没了。为什么罗伯森这么自负的人不继续反击？罗伯森说，他作为理性的投资者遇上了不合理的市场，所以无法再处理这种状况（等他结束营运后，市场状况果真有了变化）。我认为这也和高水位（high-water mark）有关。

对冲基金丰厚的报酬虽然诱人，但基金经理人顺利赚进20%的绩效奖金前，基金如果因任何损失而缩水，他们就得弥补投资人的损失，才能赚到20%的利润。例如，对冲基金募集10亿美元后，开始营运，当基金净值超过10亿元以上，基金经理人才能赚到20%的利润；如果投资第一年，基金下跌10%，缩水为9亿元，在基金尚未回稳至10亿元前，一般合伙人将无法领取任何

20%的利润金。换句话说，损失10%至9亿元时，基金经理人必须努力赚回11个百分点（回复10亿元资产规模），才能分到自己的利润，这称之为“高水位”。当对冲基金惨淡经营几年后，基金经理人可根据营运状况决定是赔钱退出，还是继续奋战。

随着基金持续增加投资人，新投资者的高水位标准愈来愈高，虽然早期加入老虎基金的投资人，曾在从前高获利时遇过高水位，但晚加入的投资人则没那么幸运。罗伯森在老虎基金晚期募集了许多新资金，但当资产规模减少了30、40或50个百分点时，无论再怎么努力，基金资产已很难回到原点，这可能是罗伯森遭遇挫败的另一个原因。

想想看，景气好的那几年，罗伯森赚了大笔钞票。当时他管理的老虎基金资产约为100亿美元，增值维持在30%的水平，装进他口袋里的管理费高达1亿美元，同时还有6亿美元的绩效奖金，他拥有庞大的企业转这些账，而你当然相信他。几年后的现在，罗伯森如果要跨过领绩效奖金的门槛，起码得让基金获利达100%，由此可以了解他为何决定退场。

索罗斯在2000年春天忽然决定结束索罗斯基金管理公司，可能也是因为迟迟无法达到高水位的缘故。像索罗斯与罗伯森这类情况，当年他们早已是亿万富翁，如果要达成损益平衡，不知还得奋战到什么时候，他们很可能宁愿放弃而不愿耗费太多心力。所以，如果对冲基金做得好，你就能发财；如果时运不济，基金经理人可能选择结束而不是继续苦撑。

做出这样的决定看来像个懦夫，不过，只要仔细观察那些经历过几年厄运的对冲基金经理人，其中道理就不难明白。即使某笔基金只下跌10%，而这样的跌幅足以迫使基金经理人改变投资风格，并且走上比他原来计划风险更高的路，这样只会带来更

多麻烦。通常，当你投资的对冲基金跌幅达20%或更多时，你就应该立即认赔退出，即使下跌只有10%，你也得加倍注意以后的发展变化。

不够多样化

如果你在本书中有所收获（我希望如此），就应该知道，自己做投资决定，需要花许多功夫与精力。或许你没有足够的时间或意愿消耗这两种珍贵资源在投资决定上，于是你选择了投资共同基金。但即使如此，你还是得花费一些功夫，去了解共同基金如何运作，以寻找合适的共同基金。

共同基金的一大卖点，在于其投资组合的多样性，它们把投资风险降至最低。在某种程度上这是事实，但即使一只共同基金持有数家公司股票，它可能还是不够多元化，并且可能让你蒙受损失。

大多数共同基金都必须严格遵守公开说明书中详细的规范，尤其是投资范围部分，其中经常规定禁止放空股票。本书中，我花了相当多篇幅讨论放空操作的好处，因为股票并不会永远上涨，有时情况还会超出我们的预料而失控，股票就会下跌。你把辛苦赚来的钱投入基金，但它只在股票上涨时才能获利，此一规定实在是获利的绊脚石。当你把钱投资在共同基金上，就像买了一张单程车票。

共同基金经理人必须保持基金处于“完全投资”状态，这表示即使他们认为市场已接近高点，接下来走势可能下跌，他们也不能闲置20%的基金在现金上。关于投资作风等原则说明都相当复杂，纵使公开说明书的内容留有回旋余地，晨星（Morningstar，

理财网站)与一些个人理财杂志还是会责怪那些基金经理人是“机会主义者”，随时追逐最佳机会而毫无策略。最后，基金经理人的投资范围一定得符合规定，例如，有时增长型股票基金经理人心里认为现金、债券或价值型股票是最佳投资标的，但受限于只能投资增长型股票的规定，他很难照着自己的判断去做。

这就是某几类基金遇到特定市场环境时，操作得特别好的原因。1990年中期至末期，股市正值多头市场(bull market)，投资增长型股票的基金获利显著，属于该类的晋利(Janus)系列基金气势如虹，它投资的公司都具有高利润、现金流量增长、未来发展极具潜力等特色，特别适合繁荣的经济与市场。晋利与其系列基金也发挥良性循环影响，激励了许多它所持股的公司，因为晋利各种基金都有高获利，投资人于是蜂拥而至。晋利用新投资人的钱买了更多同类型股票，资金不断投入，它所投资的股票价格节节攀升，提升了晋利的绩效数字，也吸引更多钱流入该基金。如今那些美好的往日，都已成为过去。

投资人如果在1995至1999年之间投资晋利的基金，大都获利丰厚。那段时间内，特别是1998年与1999年间，晋利的旗帜产品晋利基金(Janus Fund)大赚，其表现甚至大幅超越标准普尔500指数。但该基金并不是完全没有风险，而最后事实却证明它有很大的风险，因为晋利基金不能根据市场的变动而改变、弃守它已承诺的投资原则。即使基金经理人认为许多公司的增长已趋缓，还是不能增加现金的持有比率，对于内部研究发现即将出问题的公司，晋利也不能放空那些股票；最后它只能在一小撮公司之间做买或卖的选择。于是，当EMC、美国在线与Clear Channel Communications(译注5)的股票开始下跌时，晋利基

金也跟着走下坡路了。

增长与动量型投资：意指一些投资人谨守严格的投资模式，只买进公司营收与利润双双成长的股票，并卖掉增长已趋缓公司的股票。

动量（momentum）增长股票投资人并非永远遵循相同的原则，不过他们的策略实质上相同。这类投资人只注意持续增长的公司，万一该公司某一季表现不佳，投资人也只是一时的损失。

动量投资人有时可能会错过一些时机。在股市繁荣时，他们的投资策略能产生极高的获利，然而某些股票一旦无法维持要求的增长率，他们也可能一天内就承受极大损失。

虽然普利基金在1997年产生23%的巨额获利，1998年39%，1999年更高达47%，但到了2001年秋季，晋利的5年平均年度报酬只剩7%。如果你和许多散户一样，连续在那5年里持有该基金，就享受不到前几年惊人增长期的利益；如果你迟至1998或1999年才进场，就根本没什么好运气。这就正如他们所说，以往的基金绩效不保证未来收益；如果你无法多元化持有共同基金，选股只集中在增长股，就不会有好成绩。

当然，如果选择多样化的基金，也要将那些专买（低增长）价值股的基金列入考虑，90年代中期至末期增长型基金突飞猛涨时，你可能会因为基金报酬微薄而受挫，但这么做最后还是帮助你保护了投资组合。虽然这些基金从未有过增长型基金的繁荣景象，但他们确实坚持到了新世纪，在市场上维持得不错。

产业基金的正常现象：乱成一团

许多共同基金不仅专注于特定的投资原则，同时也将该原则运用在某几项产业。投资增长型基金至少已确保相当程度的产业多样性，比较之下，产业型基金忽视了多样性，于是增加了基金本身的风险。例如，管理科技基金的人多少会买到一些他不喜欢的公司；他的工作是将资金100%投资在一个小名单中的公司，他的方法不是思考“这是不是个好投资？”而是“这是不是我名单中比较好的选择？”

第4章曾提及，许多证券公司与系列基金经常开发一些直觉上认为会畅销的基金。举例来说，当健康保险类股在市场上不再是热门的时候，购买这类基金似乎毫无意义，但其实这倒不失为成立或投资这类基金的好时机。然而，一般大众往往在热门的网络、电信类股炒作到高峰后，才开始买这类热门股的基金。事实上，当你发现某些产业型基金已经过多时，就应该考虑放空该产业的股票。

几年前我认识了一些做共同基金的朋友，他们专做当冲（day trading），这看来虽然有点荒谬，但如果你只投资某一产业的基金，就必须每天注意，而不要把它看做长期投资。想想基金经理人每天所承受的压力，他既不能投资于规定范围以外的公司，还要完全或近乎完全投入所有的资金。如果他负责投资的产业不受市场青睐时，他惟一能做的，就是试着投资该产业中受害较低的个股。考虑只下赌一个产业所要耗费的精力与工作，倒不如直接选一家在该产业中居领导地位的公司投资，并长期持有，结果可能还要好一些。

报税时间

当你卖掉自己的投资时，你很清楚获利与损失的状况；失败时，你甚至可以更改卖出的策略，以适应你某一年的报税条件。共同基金本身不扣税，因此它通过资本利得的分配，将付税责任转嫁到你身上，其实你除了自己的钱之外，根本没有“分配”到任何事物，我的一位朋友费了好一番功夫才了解这个问题。他和许多人一样，第一笔共同基金都向有口碑的富达麦哲伦基金购买，但他进场的那年时机不佳，投资的基金一直赔钱。原来他只想买了基金就搁着不动，但他惊讶地发现，即使他没有赎回，当基金价值持续滑落时，他还是要缴那笔基金的资本利得税。看来基金似乎内藏了一些股票利得，而那些股票实际上要等到新基金经理人接手，并改变投资组合时，才被卖掉。虽然我的朋友按持股比率分配了税，实际上，他根本没有领到过任何投资报酬。

这个问题从长期来看并不存在。当我朋友不再投资麦哲伦基金时，他购回并兑现了自己所有的基金，由于当中包含了还未实现、也未扣税的利得，下一批投资人便得继承那笔税金。但就短期来看，实际上可以采取某些行动来避免意外的税赋，例如查看基金的平均周转情形（译注6），基金每次买卖股票、持股多久？一般来说，基金最好维持低周转率，才不至于经常分配资本利得而增加纳税负担。也可以查阅基金公开说明书、晨星网站或其他多家财经网站所列的基金资讯，了解基金未实现利得在其资产中占多少百分比。

不只共同基金有复杂的纳税问题，在对冲基金的领域里，投资人也必须了解基金经理人的投资作风以及该基金是否大量走短线交易。许多基金经常交易频繁，这类操作手法产生了高额的

资本利得税，因此，考虑对冲基金时，你必须多加询问并确认这些短线资本利得税，对投资人的净收益有多少影响。一些对冲基金经常疯狂交易，账面上的收益数字虽然很好看，但经实际计算纳税后，投资人获得的净收益最后所剩无几。

部分对冲基金会将投资人的资金捆绑住两年，例如科恩的SAC资金管理公司。这表示在两年期限内，不得要求购回基金。如果你投资科恩的基金，看在他总是交出漂亮收益成绩单的份上，对此限制或许没意见，但在那两年期间，科恩所有的短线交易利得也制造了高额的税单；他将短线报酬放进自己口袋，你却得为此每年缴税，而且不能真正兑现某些被科恩赚走的利得。这是对冲基金只接受资金雄厚的大户的另一项理由

认识你的基金经理人

投资对冲基金，必须相当清楚该基金经理人的投资作风，这是首要重点。如果不知道自己的对冲基金经理人是增长型还是价值型投资者，没做好该做的调查，最后你的投资可能损失惨重

投资人不仅应该了解对冲基金经理人，对共同基金的操盘人也应该有所了解。毕竟，任何我们想得到的基金都面临许多竞争者，他们销售相同的产品，惟一不同的就在于做出投资决定的人。基金经理人是否充分投入，并将自己的钱投资于他管理的基金？基金经理人是否已管理该笔基金一段时间？他接受过何种训练？许多基金都提供这类资讯，因此你应该善加利用这些信息，对你要托付金钱给他的人，必须详细调查其背景。

另一个重要动作是记录基金管理人的变动。当罗伯特·史丹斯基接替范尼克出任麦哲伦基金经理人时，史丹斯基很快重新

调整了投资组合。这是典型的作法，每个新任基金经理人都有自己的特色，并希望按自己的风格行事；如果你投资某档共同基金是因为欣赏该基金经理人的表现，一旦他离职时，你也许得考虑是否跟着退出。

私人投资账户

私人账户（PA, personal account）是最容易令基金经理人分心的事。

私人账户危险的理由很简单：基金经理人原本应该注意你的资金，现在却花了更多时间在他自己的账户上。当范尼克管理富达的麦哲伦基金时，他个人的交易习惯很有名（见第一章），身为全世界最大基金的经理人，他对平常接受的重要资讯都非常清楚，因此范尼克的私人账户大概是富达中表现最好的单一基金，但除了他本人外，别人都无法分享他那些获利。

较大型对冲基金也有相同的危险。许多知名的基金经理人所管理的大型基金，实际上都雇用较年轻的人专门监控特定产业，这些年轻人能够准确掌握他们所负责的产业，但却经常在自己的私人账户上疯狂炒作，而且一点也不忌讳。为什么？原因是他们没有薪水保障，因此他们觉得有必要以其他方式增加收入；或许他们也认为，虽然他们自己投资了整体的基金，但他们不负责决定整体的投资，所以他们想要多一点的控制权。另一部分原因在于他们的自我表现意识太强烈。

基金经理人太专注于自己的账户，却没花费足够时间在他们管理的基金上，特别是当自己的私人账户投资不佳时，就造成了更大的麻烦。想想看，当他也是个投资人时，那对他的精神有多大的影响。

考虑共同基金的薪资结构，你就比较理解为什么基金经理人还从事私人账户交易：这可以帮助他们支付日常生活开销，对于产业基金经理人，这也是在不同市场领域投资的机会。例如，管理电信业基金、小型价值型基金或甚至指数型基金的经理人，不可能真正相信只有他们的基金才值得投资。一些共同基金认为这可以磨炼基金经理人判断投资更为敏锐，因此鼓励他们进行这类交易，而有些基金则不赞同，甚至禁止这类交易行为，还有些基金禁止基金经理人在其私人账户放空操作。为了消除私人与公众交易两者间的不平衡，或许更合理的做法是允许共同基金放空操作，而不是一味禁止私人账户的行为。

投资对冲基金或共同基金时，务必询问该基金的私人账户政策，或许有助于在可能的选择中间做出最后决定。

投资对冲基金还有一件重要的事要做：注意操盘基金的其他成员。对冲基金经常以团队合作方式来营运，他们当中有的人擅长于卖出，有的人显然精于买进。最好同时认识这两种人，因为所谓的基金经理人，可能只是口舌便利，说话中听，而当大好投资机会迎面而来时，他根本没能力去发现。这倒还好，只要他所组的团队知道状况就好。你也该知道除了与你联络的人之外，还有哪些人参与该基金的投资工作，当投资团队中有人离职时，你才能清楚那档基金是否已不可靠。刚投资一档基金时，尽管去拜访负责该基金的基金经理人，重要的是，你不但要对他的投资判断力有信心，同时也要对他领导团队的能力与诚实有把握。

一些较大型对冲基金有专人提供投资资讯给基础客户，并向未来客户推销基金。和这些了解基金营运的业务代表打交道虽然很有意思，但你还是要接触真正的基金经理人，因为他们才是

决定基金策略的关键人物。建议你和基金公司派来的代表谈论与你账户相关的事，但当你想了解那些经理人的习惯与倾向时，确定你至少有几次坐下来与他谈话的机会。

最后，确定基金经理人投入他大部分私人资金在你所投资的那档基金里。有个值得参考的原则是：基金经理人应该投注他75%的私人资金进去，该基金的资深员工也应该是重要投资人。有些基金保留较多部分给内部合伙人，其理由相同：为了确保基金经理人与你并肩作战投资。

确定你了解对冲基金的结构。基金经理人同时管理着几个基金？你所投资的基金中，哪一个有一般合伙人完全投资？许多基金经理人同时管理两个基金，一个包括有限合伙投资人的钱，经理人可从中获得20%的利润，另一个只限一般合伙投资人与基金公司员工可以投资，他们通常投入大笔自己的钱在上面，这造成相当多冲突。例如，上一次股市结束多头之前，一些对冲基金经理人利用他们管理（你所投资）的基金规模，为自己赚得许多IPO配股。许多股票的价格只在上市首日一飞冲天，任何人拿到IPO价格，转手就能大赚一笔。因此，有些对冲基金将这些IPO配股放到他们的第二个基金——一般合伙人和基金公司员工所控制的基金里，交易后立即赚进可观的利润，主要的基金却一点好处也沾不到。如果你发现你的基金经理人有类似行为，必须尽快撤回你的钱。

有时你会发现，对冲基金经理人对不同的基金有不同的忠诚。德鲁肯米勒为索罗斯管理量子基金长达10多年，他过去的表现纪录毋庸置疑，但较令人质疑的是，这10多年他同时管理另一个对冲基金杜肯基金管理公司（Duquesne Capital Management），索罗斯聘用他时，便同意他继续管理杜肯基金。这个对冲基金原为小型基金，近年来发展得很好，完全不像量子基金一样遭遇挫折（译注7）。当

索罗斯结束经营量子基金时，德鲁肯米勒休息了一段时间，再回到华尔街时，他只管理自己从未离开过的杜肯基金，当时该基金资产成长至40亿元规模。外人无法得知德鲁肯米勒在两个基金间，是否曾有何者该多给予注意力或忠诚的困惑（虽然这不难想像），而且这样的安排有些特别。这个问题还是值得持续观察

另一个需要注意的，是基金的私人股票投资。稍后我会进一步讨论其细节，强调对冲基金投资一些不容易卖掉的未上市股。许多对冲基金常有机会替未上市公司融资，或者为一些只想私下交易股票或债券的企业融资，这类案子的报酬率通常很高，但风险相对也高。由于这些股票无法在公开市场交易，基金公司投资后，短时间也无法脱手，因此这类投资资金无法来自于容易迅速缩水的钱，许多对冲基金只好另外成立规范锁定期的基金，并利用锁定期间进行私下投资。在这里必须再次强调，这种投资风险极高，即使是特别设立一个部门专门研究这类投资的索罗斯基金管理公司，都曾在多头市场期间遭受严重损失。

有些共同基金就其投资部位的大小与缺乏变化的投资组合来看，比较像私人股票基金。过去几年，拜伦价值33亿美元的拜伦资产基金（Baron Asset Fund）已投入超过1/3的资产在主要五项投资标的，包括索思比控股公司（Sotheby's Holdings）、Polo Ralph Lauren与嘉信理财等。该基金一直是索思比与Polo Ralph Lauren全球最大的单一法人股东，这表示当你买进拜伦资产时，同时也买进了一些庞大且流动性低的单位。

大不一定比较好

我看过许多成功的基金经理人，他们从小型基金起家，但

随着基金发展规模愈来愈大，形式上虽然仍在掌管投资，实际上却已逐渐远离他们的基金，因为他们只专注于募集资金而无心经营。因此，我要告诉你几个可能比较有争议的忠告。

我相信小型基金比大型基金好，不论共同基金或对冲基金都是如此。所谓小型基金并不是指投资小企业的基金，而是资产规模不超过1亿美元或1.5亿美元的基金，不论其投资标的是什么。这个观点纯粹是我个人的经验，不可能有经验资料作为证据。

我认为，基金一旦发展壮大，就会失去原有的竞争优势。我经常看到这种情况，当基金经理人管理小型基金时，他自己负责每一项投资决定，但随着基金规模逐渐成长，基金公司必须进行更多投资、维持多元化的投资组合，以降低风险，因此经理人无法继续亲自做每一个投资决定，所以必须雇用更多人来监测各种投资，他开始管理人员，而不是管理资金；他离投资组合愈来愈远。如果他不擅长管理和领导人，基金就会赔钱。

虽然有许多小型基金不赚钱，也有许多大型基金表现得很好，我还是认为管理较小规模基金的经理人，在与拥有同样判断力、但管理较大规模基金的经理人相比较时，前者会表现得更好一些。成功的小型基金规模也能迅速增长，例如，1980年老虎基金以880万美元起家，18年后，它的资产规模达到210亿美元，当然，听从了我对资金规模上的建议后，你或许会在基金规模变大时考虑撤出。

为了赚更多的钱，大多数对冲基金经理人都希望他们的基金规模愈来愈大，他们靠着从前规模还小时所建立的绩效记录，花许多时间到处募资。但也有许多经理人故意维持小型的基金规模，所以可以有较多时间去评估投资标的，而不是募集资金，因此较小规模基金更容易采纳运用一些好主意和好点子。

我的一位采访对象的经历，正是我所说的一个典型。以往我们几乎每天交谈，部分原因是他永远掌握一些资讯，当时他的基金规模大约在3 000万~4 000万美元之间，绩效非常漂亮——有一年获利90%，第二年更超过100%。这使他大受鼓舞，并认为如果那些绩效表现能帮他扩大基金规模，就能获得更多财富。

他开始走向募资模式，花费许多时间去拜访潜在客户，并顺利募得2亿元。接着他忽然发现，必须聘请更多的人来负责为客户提供服务、追踪更广范围的投资部门和单位。于是，他与自己最擅长的事的距离愈来愈远，基金的收益也大幅度下降，而且我们再也无法像过去一样经常在一起聊天了。

对冲基金快速扩大时，经理人开始寻找股市以外的投资机会，因此投资人也需要多加注意。从前老虎与索罗斯等重量级投资公司规模陆续成长时，都跨入汇市与固定收益投资，他们被迫投下“大量”赌注，部分原因是，即使基金增长，如果缺少公司内部研究部门的精心配合，并让基金开始就得像标准普尔500指数的翻版，他们的股票投资还是无法持续增长。他们的改变大致上是正确的，因为都猜对了汇率，例如英镑与日元，但基金规模过大的危险仍然存在。就像小型对冲基金经理人随着规模变大时，便不再亲自管理投资组合，大型对冲基金经理人在基金规模愈来愈大时，同样也会远离当初让他们成功的投资训练。例如，老虎基金创办人罗伯森曾为自己建立了声望，成为知名的价值型基金经理人，而不是只懂得何时进出场日元远期换汇的家伙。

股票基金无法从事这类活动，但随着基金规模加大，部分基金必须持有庞大部位才能表现优良绩效。因此，这些基金不能买股票，因为股票没有足够的股份供买卖，他们需要大量交易的股票，也就是说，他们需要容易“变现”的股票。

最大型的共同基金看起来像追踪标准普尔500指数绩效的基金，例如麦哲伦基金，因为它需要拥有最大、且最容易变现的股票。如何避免变成这样？也许你直接买指数型基金会更好，可以省下大型共同基金的高额管理费。

市场影响者 (Market Mover)

史丹斯基身为全世界最大共同基金麦哲伦基金的经理人，当他买股票时，大家都会赶快四处探听消息。史丹斯基一旦决定在他770亿美元投资组合中，大幅增加某一只股票，他一个人就足以带动那只股票股价急速上扬。排名麦哲伦前10大公司的股票，可能占基金总资产的4%，这代表史丹斯基需要买下某一公司30亿元的股票。这笔庞大数字听起来挺吓人，不过富达的经理人不是一口气买足，而是要华尔街所有证券经纪人来凑齐该只股票，而且尽可能不让外界知道他们究竟打算买进多少。

来看一个真实的例子。2001年8月底，美国在线-时代华纳被麦哲伦基金选为10大持股标的，沃尔玛百货 (Wal-Mart) 则没入选，当时两家公司股价都在45美元左右徘徊。但情况在9月间有了转变，麦哲伦卖掉美国在线，其股价随即跌至30美元出头，在市场一片下跌声中，沃尔玛百货却大幅上扬至50美元出头，下一次你再看到麦哲伦基金的大幅变动时，仔细看看该股前一季的表现就会明了。如果麦哲伦对其所持股已大幅减码，甚至已结清，那么该只股票当季必跌无疑，而如果麦哲伦正在建立某一基点，该股股价即可能攀升。

共同基金出现赎回压力时，对大型公司股价的影响也随之扩大。在市场大多下跌时，投资人因为认定共同基金赎回时，将加

剧股票市场大跌，纷纷出脱基金，恐慌性卖压随之而起，结果投资人对市场的想像并没有发生，但伤害已经造成。例如，我总是听到传闻，指晋利基金是造成某档股票跌价的幕后推手，投资大众常以为晋利基金要脱手其较大部位，以应付赎回，虽然这些传闻时真时假，但你不难想像，当晋利20这类价值150亿美元的共同基金一年下跌40%时，它的投资人可能决定赎回。接着，晋利卖掉任何持股都会导致那些股票下跌，不论是传播媒体股Clear Channel Communications、维康，或是通讯股诺基亚（这些都是晋利家族基金经常持有的股票）。此外，晋利常采取一种投资策略，在多档家族基金中买进相同的股票，因此，当多档基金同时面临赎回压力时，遭殃的可能也是那些先前大量买进的股票。

专业的投资人经常持续注意大型共同基金或对冲基金，观察他们在困难时期的投资组合。我认识许多基金经理人，他们特别喜欢乘机放空某些晋利的主要持股，期待晋利因此被迫抛售一些股票，以应付投资人资金赎回。虽然他们的推论大致合理，但晋利抛售持股的好戏，并不如他们预期的精彩。

窗饰

每一季结束前，共同基金与对冲基金经常玩所谓“窗饰”（window dressing，译注8）的把戏。他们趁每季规定公布持股明细前，大幅更动其投资组合，卖掉一些垃圾股，再买一些已有显著获利的股票，有时导致每一季结束前几天出现大量交易，加速助长这些已获利股票变得更好或更坏。当你阅读这些投资组合说明时可别受骗，仔细比较这一年来基金的结果与最大持股资料，你就不难发现，有时某档基金明明下跌10%，但它最主要的

持股却涨了20%，这是该档基金在股票上涨后才补买的缘故。小心避开这些基金，操作这些基金的经理人一点儿也不值得信赖。

窗饰当然不止这类简单的把戏而已，不过，在每季的最后一天，共同基金与对冲基金确实常贸然买进一些他们已大量持有的股票，即使没有花大笔钱在上面，他们的行为仍常导致一些股票忽然交易量大增，这些股票平常少有大量交易。一般来说，5%的变动，对许多窗饰的股票可说相当平常，如果你持有一定股数时，试着同样的操作，你也能让自己的投资组合在一季结束前上涨2%，甚至3%。当然，下一季开始时，这些账面获利就会消失，因为这与原来考虑要买的股票不一致，但你得到了一整季的时间去操心这个问题，同时，你也向投资人报告了超过原来持股绩效的成绩。

窗饰操作到了年底就会出现负面效应。我知道一些小型对冲基金专买小资本的公司，只要交易达到一定的数量，这些公司的股价就很容易变动，年底时，这些对冲基金再炒高他们的股价。这种做法已不只是窗饰——根本是变相偷窃，因为对冲基金经理人按照每年绩效表现领奖金，于是他们以不稳定的手法来美化绩效。你必须知道你的经理人持有哪些股票，并注意这种行为。如果是小资本额股票，查清楚年底最后一天的绩效，如果每一只股都上涨50%，你就逮到这些经理人作弊了。

知道他们做什么，而不是说什么

杠杆是对冲基金世界中的万灵丹，例如，10亿元的投资组合，因杠杆操作而拥有30亿美元的购买力；另一方面，杠杆只不过是负债的一种好听说法，债务毕竟还是债务，也具有杀伤力。杠杆为原来保守的策略带来风险，它订了交易截止日——债务累

积利息，必须偿还，衍生性契约有到期日，证券经纪账户则有追缴保证金的要求，这些因素导致长期资本管理公司（LTCM）1998年发生濒临破产事件。

我密切注意LTCM破产一事，并抢先报道它岌岌可危、等待银行救援的消息。LTCM的资金来自多家知名银行，经常在投资组合中，选择过多较难获利的公司。

LTCM的投资人完全不知道这家投资公司到底以何方式进行投资，他们以为不需要知道，于是最后LTCM成了梅里韦瑟一个人的独创作品。梅里韦瑟原本是所罗门兄弟投资公司的杰出债券交易经理人，1994年起，他与一些所罗门的离职同事和两位诺贝尔经济学奖得主（译注9）成立了LTCM基金。投资人风闻这几位基金创办人以往的成功经验与显赫资历，不加分说地便主动把钱送上门，连询问问题都免了。但LTCM因借贷债务过高，在套利交易失败后，违反融资的保证金追缴与账户制度，同时本身也因为资产流动性过低，而面临极沉重的变现卖压。最后在纽约联邦储备银行介入下，强迫商业银行与投资银行接手LTCM部分投资组合，才避免LTCM的倒闭危机，也避免引发美国金融市场崩溃。LTCM基金投资人长期忽略那些家伙究竟在格林尼治（LTCM的企业总部，位于康涅狄格州）干些什么，才会落得如此下场；他们投资1美元，最后只拿回了9美分。

不了解LTCM所发生的事，显然是相当危险的。这个问题并非是制度上的，他们的经济模式很好，但杠杆过高带来极大的风险，甚至可能在短时间内引发经济动荡，这也是该基金始料未及的。

如果你有机会投资对冲基金，不要相信他们宣称将采用多少杠杆、做多少对冲。自己去查一查，并要求查看报价，呈现每

个持股与空头部位所对应的金额、市场价格、部位的盈亏、已实现损益以及运用多少杠杆等资讯。每个对冲基金每天都有这样的报价资讯，事实上，对冲基金公司使用的软件，都能算出最即时的损益金额，决定投资前，你得勇于要求查看这类信息。

8亿美元规模的对冲基金标准报价，包括了超过150个空头与多头部位，一天最后的记录看起来如下：

总风险头寸（译注10）：\$1 153 945 528	总盈亏：\$10 920 158
多头风险头寸：\$769 887 758	多头盈亏：\$17 795 415
空头风险头寸：-\$384 057 770	空头盈亏：-\$6 875 257

询问经理人实际做了多少对冲？采用何种风险管理？确定自己知道每天达成的最后数字为多少？特别提防那些宣称只有放空操作的对冲基金，根据我的经验，这类基金为了多赚投资人的钱而撒谎，让投资人误以为这可以作为他们其他投资的对冲策略。在多头的市场，这类基金通常撑得很辛苦，最后往往得靠买股票营造绩效。这还算明智的做法，但你总不希望碰上这样的基金，一开始就误导你投资的方法。

你也要谨防那些拥有特定专门知识、但无法在市场上获利的资金经理人。以风险套利来说，当市场缺乏交易时，专注风险套利的基金无法靠大量资金来刺激市场，这还无所谓，但如果经理人认为无法忍受，开始在他专业领域外做投资，反而比较麻烦。我认识一个聪明的风险套利银行家，他认为自己擅长投资小公司，其实结果证明他并不擅长此道。许多风险套利基金发展了一套专门知识，研究债务投资（distressed investing：投资已破产或濒临破产公司的证券）。这也很好，只要投资时你知道这可能

成为专心发展的领域，知道基金也可以进行这类投资。

许多对冲基金常从客户那儿获得一些最好的点子，这些客户可能是企业高层主管，或拥有良好人际关系的富豪，不少对冲基金刻意去寻找首席执行官级的投资人，以便获得内部情报。这种方式并不合法，但如果CEO与对冲基金经理人彼此交情好，你可能会对经理人所能推测的程度感到惊讶。例如一档大型科技基金——名称我不便透露，聘用了一些前英特尔的资深高层主管，于是，那档基金预测英特尔的相关数据时，显得特别敏锐，形成有力的竞争优势。

获取更多资讯

对冲基金为合伙制，原来就设计得极机密，因此，比较各家基金的绩效表现与持股明细等资讯并不容易。以下是几个相关最佳网站：

- www.hedgeworld.com

自行叙述可靠的对冲基金社群，但必须付费才能浏览附赠内容。

- www.hedgefund247.com/funds2.html

这个网页由海龟交易系统（Turtle Trader）提供所有对冲基金的清单，并列出多档基金的表现绩效资料，以促销其原始海龟交易系统课程。虽然有些重要资讯被删除，但只要點選原始的海龟交易系统，就能以999美元选取其课程。

- www.vanhedge.com

提供大约4 000种对冲基金资讯的庞大资料库。

- www.e-hedge.com

- www.hedgefund.net

私人股票基金

过去，私人股票基金一直被称为融资收购（LBO，译注11），获利相当丰厚，现在已经很难再让投资人赚钱。虽然有些人仍在等待私人股票基金再现昔日风光，然而经过了90年代后，这项金融产品已显得落伍。

私人股票，顾名思义就是以对冲基金从事私人投资。这些投资包括买下整家公司，或对企业进行大型、流动性低的投资，例如买下公司一大部分可转换优先股。

在对冲基金中，私人股票基金的一般合伙人可以坚持自由支配如何投资那笔钱，并获得20%的利润。有限合伙人可以有限度地接触他们的钱与基金经理人。私人股票基金与对冲基金不同的是，大多数私人股票基金的投资人是大型退休基金、保险公司或行政捐赠基金，而非富有的个人。私人股票基金需要保证投资，而非立即的投资，因此当募集50亿美元基金时，这50亿美元全来自投资人支持股票投资。

即使这些基金也投资上市公司，通常也得投资流动性低的标的。大部分私人股票基金告诉投资人，他们一次进出场约为4~7年的时间，当汤姆·李的基金于1992年买下Snapple（美国知名软性饮料制造商）时，投资人（最大的投资者是通用电气公司退休基金，几乎占整笔股票基金的全部）完全无法预期将有多少利润，以及何时才可获利。6个月后，汤姆·李成功让公司上市，放出13%股份在股市流通，每股价值超过刚购买时的8倍。到了1994年底，Snapple被以17亿美元的高价卖给桂格麦片，这个价格包括承受Snapple的债务以及买下其他股东的持股，此时汤姆·李2.8亿美元的投资，已暴增为9亿美元。这是理论上的例

子，虽然私人股票基金应该这么发展，但即使对汤姆·李而言，实际上的结果通常不太好。

90年代后期以来，私人股票基金的投资报酬都是一塌糊涂，它靠垃圾债券融资，但垃圾债券市场变得很不稳定，基金数量激增更导致房地产展开一场竞标战，成交价往往与第一次价格相去甚远。大多头市场的头几年里，估价高得让投资公司却步而不敢买，银行的态度也让事情变得更麻烦，在19世纪90年代，融资收购可以用10亿美元买下一家公司，做一番打理，两年后再以11亿美元的价格卖掉，每年获利还不及5%，不够让你登上《财富杂志》(Fortune)的封面；但如果你发现有人借给你9亿美元，只要再加上1亿美元你自己的钱，这个投资就能为你赚进大笔财富——获利整整1倍！不过那些日子已成为过去，因为银行大幅删减贷款给股票投资的额度。

这些基金显得缺乏创意。不论大家如何看待80年代的企业“狙击手”（译注12），以及垃圾债券大王米尔肯投入市场的融资收购，他们至少表现出勇气与创造力，但这些特质后来在他们的公司里都消失无踪。

私人股票仍可能重振交易。他们退出股市时，曾拖累了许多公司的市值，从前一些公司只好以极低的价格进行交易，如此又给了融资收购发展机会；如果投资私人股票的人能获得融资，他们就有可能再受注意。无论如何，我们都不必为这些公司感到难过，即使这几年状况不佳，他们还是照收管理费——大约占管理资产的1.5%，而且只要一完成交易，一般合伙人通常还会收取金融服务费。科克罗投资公司在80年代后期，就以收取庞大投资金融费著称，它一开始先为自己的基金提供建议而收费，更别提后面还有更多安排融资等费用。许多投资银行仍有私人股票

基金这项产品，不但多提供一项获利机会，同时也保障了该公司银行家的收入，不论他们进行的交易是赚还是赔。

经验与提醒

- 了解你基金的专门知识，确定基金投资范围未偏离核心。
- 多选择小型基金，而非大型基金。
- 不必担心选定某一种有效的（价值或增长型）投资型态，却又在无效时放弃。
- 考虑可以放空操作的共同基金。
- 产业基金刚成立时，应避免投资这类基金。
- 了解各种基金错综复杂的税赋原则。
- 查核未实现利得占共同基金资产中的百分比。
- 详查投资组合的平均周转率。
- 选择对冲基金时，了解他们是否采短线交易，产生短期的资本利得（如果是，准备接高额的纳税单吧）。
- 了解你的基金经理人：
 - 他是否将自己的钱也投资在基金中？
 - 他的工作纪录如何？
 - 掌握基金经理人的变动，必要时，应准备退出该基金。
 - 查验基金对（基金经理人）个人交易的政策规范。
- 确定对冲基金经理人将他一大部分资金投入自己管理的基金中，也就是你所投资的基金。
- 查看基金是否允许（基金经理人）开立私人账户进行交易。
- 询问你的基金经理人是否操作其他的基金，包括那些私人

投资基金。

- 了解投资组合中有多少杠杆操作。
- 了解基金所采用的风险管理。
- 认识基金经理人以外的基金操作成员。
- 明白基金的锁定期协议（lockup provision）
- 如果你成为某档基金的创始投资人，或者承诺个人投入相当高比率的资金，尽量要求对方降低管理费
- 如果你的避险基金一年内下跌20%或更多，立刻离开。

★译注:

1. 对冲基金和共同基金最大不同之处,在于对冲基金可放空股票、借钱投资,或进行风险较大的套利动作。

2. 一般共同基金依每日净值报价,但对对冲基金的报价方式,申购和赎回不依照基金净值决定买卖价,而是要加上基金的溢价。因溢价的高低由基金公司根据市场供需情形而决定,投资人所面对的风险也相对增加。

3. 2000年起,股市开始进入空头,一些对冲基金投资门槛从以往的100万美元降至10万,甚至1万美元,不少证券公司也另起炉灶,在共同基金之外增设对冲基金,以留住客户。

4. 这三人管理的著名对冲基金,分别为斯坦哈特的斯坦哈特基金(Steinhardt Partners)、罗伯森的老虎基金(Tiger Fund),以及索罗斯的量子基金(Quantum Fund)。

5. EMC为全球最大储存设备厂商;美国在线原为美国网络业龙头,后与媒体巨人时代华纳合并,成为美国在线-时代华纳公司。Clear Channel Communications为大型国际媒体集团,在全球拥有近1 000家电台及多家电视与户外媒体广告公司。

6. 共同基金周转率(turnover rate),显示该基金的历史投资组合中,买进或卖出的频率,例如一期周转率50%的基金,意味该基金未来一年可能卖出目前持有股票的半数。一般周转率高的基金,往往产生较高的收益与资本利得税,投资者购买基金时,应选择周转率低于100%或更低的基金。周转率资料列于公开说明书中。

7. 量子基金于1999年上半年因看淡网络股,导致基金资产大幅缩水。当索罗斯发现错误而转向高科技股时,却又遇上科技股重挫而损失惨重,包括德鲁肯米勒等重要高层干部相继离职。

索罗斯于2000年7月将量子基金与量子发展基金（Quantum Emerging Fund）合并为总值65亿美元的新基金，新名称为量子基金（Quantum Endowment Fund），他的投资策略随之转变，趋于保守。量子基金成立于1969年，原始投资额为10万美元，1992年量子基金因挑战英国中央银行，获利10亿美元，并使英镑加速贬值而一举成名。1997年索罗斯又以量子基金炒作泰铢，引发了东南亚金融风暴与香港联系汇率制度保卫战。

8. 窗饰，指基金公司赶在每一季或财会年度结束前所做的交易，目的是为了拼凑出表现优异的投资组合，以便向客户或股东交代。

9. 1997年诺贝尔经济学奖得主斯科尔斯与默顿，两人以1973年发表的选择权评价理论，共同获得诺贝尔经济学奖。

10. 风险头寸（exposure）指外汇变动可能产生的盈亏，包括经济风险、交易风险、折算风险等。

11. 融资收购（leveraged buyout），指公司通过举债方式，买回流通在外的股票并取得控制权，整个募资过程都由银行代为策划。

12. 狙击手（raider），指专门发掘收购具有升值潜力的企业或股票，并企图以此获利的投资者。后因投资市场国际化，某些国家或地区的利率、汇率也成为狙击手的炒作对象。

第6章 购并游戏怎么玩

我在职业生涯中报道过一些大交易的新闻，其中有三件是因为有人口风不紧才被揭露的。夸口是人的天性，如果夸口再加上年轻人的浮躁，就构成了许多独家报导的因素——而那正是我很乐意看到的。

我在2000年10月报道了联合科技计划购买霍尼韦尔这件新闻，线索来自一个在Skadden, Arps工作的年轻律师。我不认识他（如果我认识他，就不能说这个故事了），他大概也不知道他是我发现这件交易的原因，因为他真的没说什么。他只是随口告诉一个在对冲基金工作的朋友，说他正在进行一件“旧经济”的案子，400亿美元的交易已接近宣布阶段。那个朋友告诉他的老板，他的老板又告诉我，我在一天之内就搞定了那则报道。

1996年底，英国电信公司（British Telecom）收购MCI的交易进入法律程序，而让我披露这则新闻的线索，则要感谢在雷拉飞瑞（Lazard Frères）工作的一位年轻银行家。那位银行家无意地向我一位在私人金融投资公司工作的消息提供者夸口，说他正在进行一笔电信交易，能让雷拉飞瑞赚进丰厚的3 000万美元。

他没有提到名字——只有一个产业和一笔收费金额。我花了三个星期才找出那笔交易背后的规模、布局和公司名称。

1989年12月的最后一周，一个在对冲基金工作的消息提供者从佛罗里达的游泳池畔打电话给我，说电信业将会有一笔交易。除了这笔交易“很大”之外，他不知道公司名称，也不知道交易规模。我花了大约三天才打听到“很大”表示超过400亿美元，那可能表示大西洋贝尔公司（Bell Atlantic）要收购无线电话公司（空中通讯AirTouch）。我从来没问我的消息提供者，他如何得知那笔已进入法律程序的交易，我不想知道。不过，我觉得很有可能是某个年轻的银行家或律师在夸口时无意之中流露出来的。

在前述的故事里，你会注意到一些事情。首先，随着经验积累，一旦我得到可靠的线索之后，花在确认上的时间变得比较少了，这是因为我和银行家、律师以及业界主管的关系随着时间而日益加深。那也是一个明证，显示CNBC的整体力量让我打出去的电话较快得到回音。

你很有可能得不到我这些线索（我说过，人喜欢夸口）。就算得到了，也不能完全依赖我的消息来源网络确定你听到的是否属实，然而，如果你得到购并线索时能像我这样思考，就能大幅增进你在投资上的聪明才智。这简短的购并独家名单还可以引伸出第二层意义：虽然每家被点名收购的公司都被买了下来，购买者却都不是上述列举的潜在买主。每一个案例里都有另一家公司出现，付出了更高的价钱。在其中两个案例中，还有部分原因是因为在交易进入了法律程序之后，在签字前却出现了我的报道，但我的论点是一样的。如果要赚钱，就一定要正确了解购并消息的本质与真实性；赚钱之外又要省钱，还要了解购并什么时候可能成为真实的，什么时候其他竞价者会出现，还有什么时候交易

会做不成。

传闻的真相

传闻对任何健全的资本市场而言，都有存在的必要。如果明天通过法律，规定讨论传闻或根据传闻做交易不合法，交易量就会明显萎缩。每天都有数以百计的股票，是根据四处流传、似真似假的资讯在涨跌，而在那个漩涡中心分量最重的，就是购并传闻。购并传闻因为蕴藏快速致富的前景，因此是传闻制造厂里最诱人，也是最危险的一种。

如果传闻会直接影响某一特定股票的价值改变时，我就会报道这些传闻。当然，我宁可只报道事实，或揭穿我知道是不实的传闻，但我也相信，让投资人知道某只特定股票的变动因素，是比较好的，即使该则新闻并未获得证实。不过，对观众来说，事实和传闻之间有时似乎没有什么区别。

我报道联合科技正在洽谈购买霍尼韦尔的新闻后不久，杰克·韦尔奇正巧来到纽约证券交易所。我的同事鲍勃·皮萨尼告诉他：“我们的戴维·法柏报道说，联合科技和霍尼韦尔正在洽谈……”杰克的反应是：“哦，那是个传闻。”后来我寄给杰克一封轻松的电子邮件，揶揄他忽略了自己企业群体中发生的大独家新闻。而杰克并不是其中惟一的一个。我经常面对的一些情况，就是世故的投资人把传闻当成事实，把事实又当成传闻。

可是传闻是什么？我最喜欢的一个形容词是“未经证实的事实”。那到底是什么意思？一件事情可能又是传闻、又是事实吗？拿真实的传闻对比虚假的事实又如何？传闻是和真实性有关，还是和资讯的公开程度有关？

为了把这个问题弄清楚，我查了权威的韦伯大学词典（Merriam-Webster's Collegiate Dictionary）第10版：

- 传闻：1. 没有可辨识的来源而传布广泛的言语或意见
2. 没有已知证据的陈述或报道趋势

事实：以客观事实呈现的一则资讯。

这真可以平息争议了吗？假设我知道A公司要买B公司的事情是真的，A公司的首席执行官告诉我是真的，甚至将交易备忘录传真给我，可是拒绝让我透露他的名字，或拒绝告知交易的条件。如果我在节目中报道“A正在洽谈要购买B，我已获得接近公司的高层消息来源的证实，”我觉得那是事实，不是传闻。但这两家公司在我报道前就已经在变动，之后也在继续变动，对于可能拥有这两家公司股票的投资人来说，这是事实还是传闻？或者两者兼有？但那是事实，因为我宣布的那则资讯有客观事实；然而，那也是被广泛传播的言语，我的消息来源为我所知，对观众来说却是无法辨识的。所以谁知道呢？

无论如何，我从不将我知道的事实说成是传闻。如果我能够确认安进公司正在商谈购买Immunex（我是能够确认的），我就不报道“谣传安进公司可能会收购Immunex”，我报道这两家公司正在商谈的“事实”。我会将这些消息来源用记者常用的最好词句——“接近公司的人士”或“熟悉情况的人士”——来表示。对世故的观众而言，这两个词应该会引起他们的注意，表示我报道的是事实，况且，提供我资讯的消息来源不让我使用这类用词以外的说法。

“传闻”这个词，有时候是我报道的公司为了让我的报导失

效才说的。我所报道的是事实，可是该公司还没有准备好要证实这件事。当别的新闻机构追踪我的报道去接触这家公司时，它就会发布制式、无用、但法律上很安全的评论：“我们不评论传闻和臆测。”如果我知道那是真的，但公司不愿证实，又没有其他记者能证实，那么我已经报道的，究竟是事实还是传闻？这些是不是已经把你逼到无所适从的绝境了？也许应该适时结束这个话题，因为虽然了解什么是传闻很重要，但是对投资人来说，更重要的是听到传闻时应该怎么办。

身为投资人，你可能会从各种不同来源听到传闻：经纪人、某个朋友或工作上认识的人、互联网、某个亲戚，或是某个在华尔街工作的人。与你分享传闻的那个人的身份，通常最能清楚传达这则传闻的真实性有多少：某个在大制药公司工作的邻居告诉你，他听到一则有关制药公司的传闻，就比从某个口齿伶俐的经纪人透露出来的来得可信。既然本书和华尔街有关，我就先从谁在那里散布传闻说起。

传闻通常出自交易员。为了替大单制造流动资金（并让股价上升），交易员会散布传闻。例如富达投资想要卖200万股雅虎，它要摩根斯坦利帮它去卖10万股（在那背后的也许更多）富达不会立刻把全部的数额委托给摩根斯坦利，甚至不想让摩根知道它有多少股要卖，不过，如果要卖的股票还有很多，交易员通常都看得出来。所以富达会留意摩根斯坦利如何“作单”。如果摩根看起来做得不错，富达也许会再委托10万股给他们。

交易员对这样的生意求之不得。富达是受重视的顾客，在华尔街能制造出数亿元的佣金。于是，这个做雅虎卖单的特定交易员，就找了一个天真的记者或投资组合经理人之类的好哥们，对他说：“记不记得迪斯尼和雅虎的老传闻，还有高盛那个说雅

虎需要合作伙伴的分析师？我听说迪斯尼可能会考虑一下。我不知道这是不是真的，可是……”这个传闻确实有若干合理性，因为迪斯尼曾经和雅虎一起做过生意，而AOL和时代华纳已经在一起了。迪斯尼的股票走弱了一阵子，可是雅虎跌了90%。

这个传闻显然对富达有利。一旦迪斯尼正在考虑出价的这个说法在市場上传开，那么富达的10万股加入供方之列将不会让雅虎下跌，雅虎的股价还可能持稳或上升。如果这个交易员有不错的渠道能够静静地传播消息，这件事发生的机会就很大。这项传闻也对始作俑者的摩根斯坦利交易员有利，第一，他为客户做了一个人情：富达把股票卖进一个比较流动的市场，在这个过程中却没有把手弄脏；事实上，富达甚至可能完全不知道传闻的起源。第二，上升的价格可能会促使富达把更多股票交给那个交易员卖，让他赚到更多佣金。

当投资银行家企图将某个想法引进市场，当做风向球进行试探时，也可能会制造传闻。再以迪斯尼和雅虎的传闻为例（这纯属假设），银行家可能会造访迪斯尼的经营者，鼓吹他们购买雅虎：“你们真是绝配。你们可以分散现金流量，还可以和其他所属媒体创造出绝佳的协力合作……”迪斯尼的总裁鲍勃·伊格尔可能会这样回答：“那会影响我们的盈余，因为即使到现在，雅虎还是以比我们高出很多的市盈率在交易，我们的股价肯定会垮掉。请你走吧。”

如果我们的银行家很顽强，他也许会试着证明伊格尔是错的。如果这则传闻传进市场，让雅虎的股价上升，而迪斯尼的股价没有下跌，也许伊格尔就会留意。他甚至可能会打电话给那个银行家，就那个想法再开一次会。也有可能迪斯尼的一些大股东在听到这则传闻后，会鼓励伊格尔考虑收购雅虎。成功的可能性

不高，但银行家总是在做这样的尝试。

这类的传闻贩子，和银行家扮演的潜在交易放话人的角色大不相同。有些情况下，在我试图查出特定的合并消息时，银行家会为我证实消息，包括所有的细节，例如可能的换股比率。假设迪斯尼决定要买雅虎，而我也得到有关这件交易的重大线索，在这个案例中，我可能会打电话给为雅虎提供建议服务的银行家，他可能会证实有一件交易即将拍板定案，迪斯尼将会以一股换两股的比率取得雅虎股票。为什么银行家要告诉我？因为即使交易已进入签字阶段，它还是需要雅虎的董事会同意迪斯尼用一半股价来交换雅虎股票。银行家可以借着证实合并消息的细节观察市场，看看一旦交易宣布，两家公司的股票交易价格会产生什么变动。而市场对我的报道的反应，则会让雅虎董事会好好判断，一旦交易进入正式程序后，迪斯尼的股价会有什么表现。如果迪斯尼的股价因为我的报道而明显下跌，雅虎的董事会也许会要求在交易中享有若干的价格保护，或干脆放弃交易。

银行家也会以散布交易传闻作为烟幕，掩护正在进行的交易，不让它受到详细审查。我在新闻界最糟糕的一段时间，就是围绕德意志银行要买摩根银行的传闻转圈子的时候。摩根成为合并传闻的主角已有好一阵子，在瑞士信贷第一波士顿银行宣布买下帝杰银行之后，传闻更热火了起来。可是这些传闻没有道理，因为摩根的经营者不像要卖断给德意志银行，德意志银行几年前才刚合并信孚银行（Bankers Trust），现在已尝到合并带来的忧喜参半的结果。

我仍旧追踪着这些传闻，直到能够确实证明这全都是空穴来风为止。有一天，我选在股市交易快结束时报道我的发现，结果时机选择得再糟糕不过了。就在我告诉观众，摩根并未和德意

志银行商谈合并后10分钟，我们听到摩根要被大通买下的消息。我追踪到了假象，却漏失了真的新闻。那真是一个大错误。

传闻并非总是发源于资本市场。很多时候传闻一开始是出现在街谈巷议之中，然后就流传进了华尔街。这是人的天性：在不该分享资讯的时候，却要分享资讯。某个首席执行官的配偶告诉网球球友或大学室友，现在是买进该公司股票的好时机；那个人打电话给股票经纪人，除了买股票之外也买选择权；那个经纪人可能对他买进的背后原因所知有限，但也许多多少能猜出事有蹊跷；传闻接着进入了市场；于是我开始进行众多查证中的第一项，投资人也可以自行进行这样的查证，判定合并传闻是否属实。

选择权的交易状况是否很奇怪？

股票选择权是指在特定的期间内，以事先决定好的价格，买进或卖出某只个股一百股的权利。“买入选择权”（call option）代表买进的权利，“卖出选择权”（put option）代表出售的权利。购买一张戴尔“10月50”的买入选择权，让你有权利——而非义务——在10月的第三个星期五那天或之前，以50美元的价格购买100股戴尔的股票。

这个权利值多少钱？视情况而定。如果戴尔在选择权到期前一个星期的股价是30美元，一股付50美元的权利值不了多少钱。但如果戴尔在选择权到期前3个月的股价是49美元，付50美元去买权利可能就值不少钱。那是因为在你必须执行选择权的期间内，股票价格很有可能会超出你的“履约价格”（strike price，即50美元）。如果在执行选择权之前，戴尔的股价涨到65美元，那你以50美元买100股的权利就值1500美元（你付5000美

元买价值6 500美元的股票)。卖出的道理也是一样：如果股票是45美元，在40美元卖出的权利就很有价值（如果股票35美元就更有价值），但如果股票是60美元，在40美元卖出的权利就很靠不住。

在我披露的许多新闻中，即将被收购的公司的买入选择权，都会暴出不寻常的量。单独来看，这则资讯并没有太大的价值。在克莱斯勒即将被戴姆勒-奔驰（Daimler-Benz）收购的新闻出现前几周（这是我亲爱的朋友、前《华尔街日报》记者史蒂文·林宾的独家新闻），它的买入选择权不寻常地活跃。我注意到活跃的情形，但显然没有得到史蒂文发掘出来的资讯，因此没有发现其他显示这历史性交易即将发生的线索。

了解选择权

选择权是衍生商品——本身没有价值，而是以其他金融工具的价格为根据来“衍生”价值。因此，买进或卖出戴尔股票选择权的价值，根据的是戴尔目前的股价。在这个案例里，戴尔被称为“目标证券”。做为目标的可以是一只股票（像是戴尔），或甚至是整个股票指数，如是标准普尔500。

选择权不是免费的。买方要付一笔费用，这是由市场对该选择权到期时获利的可能性来决定的。决定费用的第一个变数是目标股的价格，如果一只股票是80美元，以90美元买入的选择权费用，会比100美元的贵。时间是第二个决定性的变数，选择权到期前的时间愈长，股票超过履约价格的机会就愈大。所以，如果戴尔的股价在2月时是30美元，“6月40”的买入选择权就比“3月40”的买入选择权要贵，因为戴尔有比较长的时间达到40美元的水平。另一个影响选择权价格的

主要因素是目标股的波动性。股票波动性愈大，选择权的费用愈贵，因为股价一变动，有利的机会就愈大。

在判断一则传闻的可靠性时，选择权的量是必须注意的事项之一。因为通过选择权能达到杠杆效应——每一个买入或卖出选择权控制了100股——因此是那些不想有大资本就要迅速捞一票的人的首选工具。当然，选择权的风险也高得多。

不过，即使你有很多资讯可以追踪，单凭选择权的量，仍不足以证明有交易正在进行。当我第一次听到埃克森（Exxon）正在进行收购美孚的交易时就感到很可疑，不提可能的法规限制（稍后会详细说明），光是这个交易的规模看起来就不像是真的。虽然我没有办法向任何一个与实际交易有关的人求证，但却不断得到线索指出真有其事。这一次我觉得很气馁，因为我在石油与天然气业内没有好的消息来源，又无法接触到那一小群实际在进行这件巨大交易的银行家和律师。可是我持续不断努力，部分原因是美孚的买入选择权持续大量出现，最后我并没有搞定那则新闻，我所能说的，就只是一则有关那些传闻的新闻和一些推测传闻可能是真或假的原因。真是很整脚。

身为投资人，除了自己，不用感激任何人。如果你有我的资讯，可能没有什么会阻止你根据这则资讯买进美孚的股票，而你也不需要确定。可是事关选择权的量，就要小心谨慎，虽然选择权可以是揭露交易的有用工具，选择权的活动也可以被散布有关交易错误传闻的人，用来制造交易的假象。这很值得仔细想想。一个交易员先花钱制造一点量，例如在股价20美元的时候买进40美元的买入选择权（用40美元买股票的选择权）。接着他放出一则传闻，并用选择权的活动加强可信度——选择权的活动

却是他自己制造的！这个交易员利用的是人心基本的贪婪和不信任：“他一定知道某些事，不然为什么有人要花那么多钱买选择权？”

- 寻找基本的选择权资讯：芝加哥选择权交易所（www.cboe.com）提供交易所所有的选择权价格与交易量免费资讯，延迟时间是20分钟。
- 在www.cboe.com上，你可以看到100个当月交易量超过每月平均交易量最多的选择权，也可以下载列有所有选择权在这方面数字的试算表。不幸的是，这两份资讯两个月才更新一次。

研判潜在交易是否属实，其实很简单：这件交易有没有道理？

收购者是否比较大、比较“重要”？

我在查证埃克森是否真的和美孚进行收购会谈时，因为交易的规模而无法想象它会是真的，但事实上，埃克森确实有可能积极进行这笔交易：它在每一个重要的方面都比美孚大：营收、盈余，还有市值。在这点上，这则传闻经得起仔细检查。

你也许会听到某个特定的消息，判断它合理与否的好方法，是由规模上开始着手验证。一个经常上CNBC节目的投资组合经理人有一天寄给我一封电子邮件，她听说世界通讯可能很快就会被日本的NTT收购。这是发生在世界通讯的市值还是很庞大的时候。我知道这则传闻可能是假的，因为日本公司向来很小心谨慎（更甭说这样的交易会引来一些严重的政治纷争）。再者，由外

国所有权在日本市场中可能产生的障碍来看，由世界通讯收购NTT也同样不可能。可是当我查验过双方的规模之后，就不用再查其他项目了：那时的世界通讯比NTT有价值得多。

在某些交易中，比较小的公司是收购者，但是这很少出现股票交换的情形。如果像曾经短暂谣传的，诺基亚要买下朗讯，它的股东最后会拥有合并后公司大部分的股票，而这只有在诺基亚的价值远高于朗讯时才可能发生。即使如此，那也不是十拿九稳。虽然那个传闻（不真实的）开始出现时，诺基亚的规模比较大，可是这种情况并没有持续多久。如果从抢救价值下跌的角度来看，这个消息有点道理，但突然的时运转变，是否足以让之前站在买方的巨人变成收购目标，是投资者必须存疑的。公司在股价迅速下跌之后，匆匆忙忙要和别人合并，这是一种很少见的现象。曾有一年时间朗讯的股价介于50~80美元之间，这类公司的经营者通常要经过好一阵子以后，才能习惯它的股价可能风光不再，如果有较小、默默无闻的公司愿意出价收购，它应该会认真考虑。到2001年5月朗讯和阿尔卡特（Alcatel）开始谈判之前，朗讯的问题已经发展到不可收拾的地步；在这两家公司考虑进行的交易中，朗讯的股价被估算为每股8~9美元之间。

相反，如果收购者的股票最近窜升，收购者就更不可能愿意让膨胀的货币（即股票）有全额的价值。这就是为什么在网络公司兴盛时，不常见到网络公司和比较有建制的公司合并的原因。在所有的传闻中，惟一完成的一件大型交易是AOL和时代华纳，那是因为格里·莱文是互联网的信徒，并认为AOL的估价很实在，而史蒂夫·凯斯又是网络公司首席执行官中，少见的认可实际资产与旧经济现金流量价值的人。

因此，考虑规模的时候，不单要从股票市值的角度来看，

还要考虑销售、获利、现金流量、员工和历史。

业务契合状况如何?

这是你首先要问的问题之一，因为这应该是合并的两家公司首席执行官考虑的首要问题。

事业单位的业务内容，可以从公司年报得知。两家公司是否从事类似业务，合并后是否既可产生规模经济，又没有严重违反反托拉斯法的嫌疑（稍后会多谈这一点）？是否可以充分将产品线多样化，得到更大增长？记住，属于相同产业的企业合并可以是横向的（扩充产品线，如拥有连锁加油站后再买一个加油站），也可以是纵向的（在已经拥有连锁加油站的情况下，买一个采油事业，扩充生产链的触及范围）。

公司极有可能做不合逻辑的事，并会为错误的原因合并。所以你可以打开电视——虽然你知道合并有可能是几个白痴提出来的——看那两个首席执行官在讨论交易后可能带来的优点时，笑得跟南瓜灯笼一样就明白了（译注：用南瓜挖掉肉雕成的灯笼，通常刻成带着笑脸的人头）。

交易会加分吗?

在迪斯尼收购雅虎的例子中，我虚构了伊格尔担心迪斯尼盈余会被稀释的回答。对任何一家考虑交易的公司而言，的确需要担心交易后潜在的稀释效果。这个概念相当简单：公司进行交易后每股盈余会变多还是变少？收购公司的每股盈余如果比没有合并的情况来得少，在这种情况持续的期间，这项交易就会被认为是“稀释”了收购者。收购公司的每股盈余如果变多了，就是“添加”或“增加”交易。

市盈率非常高的公司较容易形成添加的交易。如果一家公司的股票是以盈余的100倍在交易，这家公司买下一家股票以盈余10倍交易的公司，收购者付的钱（通常这个“钱”就是股票）就得到非常多的盈余。举例来说，想像有两家公司各有1亿股的股票流通在外，这两家公司各赚了1亿美元（每股盈余1美元），可是A公司的交易价格是盈余的50倍（让它的市盈率成为50），B公司是10倍（市盈率10），B公司的市值是10亿美元，所以如果A公司用2 000万股自己的股票（10亿元）买B公司，A公司的股东只需牺牲20%的股票，就有2亿的盈余（每股盈余加倍）。这就是添加的交易。

市盈率：这是在决定公司的股价价值上，使用最广泛的工具，它是用公司的股价除以每股盈余，或者用公司的市值除以年度净收入。不管用哪一个方法，都会得到一样的数字。如果一只股票的价格是100美元，每股盈余是10美元，它的市盈率就是10。

从另一方面来讲，你买了这家公司的股票，如果公司的盈余保持不变，你付的价格就相当于公司10年的盈余。花点时间仔细想想，如果以盈余的10倍买下整个公司，而盈余又不变化的话，在10年后就能将钱全数回收，你的投资报酬率是10%。如果盈余每年增加10%，7年多一点就能将钱回收，1年的报酬率增加了将近14%。风险最低的资产（政府公债）的利润是3%~4%，所以10%或更高的报酬率看起来很不错。当然，那是假定盈余不变或增加。在长达10年的时间里，其中有几年也许会不太好——这就是投资人为什么乐意付较高的市盈率，购买像通用电气（GE）这类每年保持盈余增长稳定的公司股票。

这也就是像世界通讯这样的公司能够一再进行交易，股价仍是盈余的许多倍的原因之一。一个市盈率低的公司每完成一件交易，合并后的盈余就上升，然后导致股价上升，作为未来交易之用（世界通讯也可以利用每一次的交易，作为将营运支出隐匿为一次费用的机会，借此提高其营运利润。世界通讯否认此事，但不管如何，世界通讯强劲的营运利润，是投资人愿意付出比其他公司高的市盈率的原因，而这又让它的股票维持在高价）。

回到诺基亚和朗讯的例子。诺基亚的市盈率比朗讯高得多，那时朗讯获利颇丰，所以它们之间的交易对诺基亚有添加效益，就这一点而言，那则传闻或许有些道理，不过，等我们认识到文化上的问题之后，那则传闻就不再让人信服了。

在文化上合不合情理？

在过去10年中，有许多外国公司收购美国公司，但许多交易都进行得不太顺利，部分原因是美国的做事方式和其他国家不大一样。虽然每个收购者都煞费苦心地说什么事也不会改变，而且要向美国学习，但最后必定会试着说服被收购的公司，改用他们的方式做事。

像戴姆勒收购克莱斯勒这类受到高度瞩目的交易，就曾经碰到过一些问题。松下和索尼在90年代初期收购MCA和哥伦比亚电影公司进军电影事业时，更面临了巨大的文化障碍。所以一个大型、跨越国界的交易，必须要有信心十足的首席执行官来拍板定案。诺基亚收购朗讯这个说法虽然不能排除，但是看起来的确还是有文化障碍。在诺基亚的传闻出现不到一年之后，朗讯确实想要让一家法国公司（阿尔卡特）把它买下来，然而交易最后还是在签字前破裂，因为双方无法跨越分隔彼此的文

化鸿沟

该信任还是该反托拉斯：主管单位会不会大惊小怪？

美国反托拉斯法的目的是要保护消费者。大体上，由政府干涉商业活动的意愿来看，能与之配合保护消费者的最佳方法，就是促进竞争。在各种合并的情况中，最常受到考验的两种被美国反托拉斯法禁止的行为，就是竞争者之间串通牟利和滥用独占势力。在合并政策上的传统焦点是横向的行为中——独自支配市场或串通竞争者来控制市场。纵向的活动——有利益存在于好几个层面的行为——也可能是非法的，但相对需要比较多滥用和危害的证据。

当我听到世界通讯计划买下Sprint的传闻时（另一个我未能披露的新闻），我和许多业内专家都认为，这件交易要通过反托拉斯法与有关执法部门不是那么容易。这两家公司排名长途电话业务市场中的第二和第三名，而任何一个市场皇的前三名加起来如果控制了90%的市场，政府很少会让第二名和第三名合而为一。这不让人看好的前景，并没有阻止世界通讯和Sprint，两家公司仍然热烈地进行交易，一直到司法部出面制止为止。

一件交易是否会受到质疑，关键通常在于政府要如何定义市场。当史戴普说要买下办公室补给站时，没有几个投资人认为政府会反对，因为看起来并没有一个可以被定义为“办公用品超级商店”的市场。毕竟，全国仍有数以千计的小型文具店在与办公室补给站以及史戴普竞争，它们为什么不该被认为是这个市场的一部分？但政府的看法不是如此。这件交易因为政府的反对而进了法庭，最后政府赢了。

相反地，当我听到埃克森就要买下美孚的传闻时，并不完全相信，部分原因是这两家公司分别市场中排名第一和第二。我并没有考虑到如果埃克森和美孚真的合并后，市场上剩下的竞争者数目（政府的确强迫它们放弃数以千计的加油站，不过那件交易大致上获准）。

在现在这个隐密活动增加、国家安全防备升高的时候，我们也应该要记住，联邦政府会密切注意跨国交易引起的任何国家安全议题。发生“9·11”悲剧后，很难想像如果朗讯的贝尔实验室（Bell Labs）和法国公司（阿尔卡特）计划合并，美国政府会让贝尔实验室并入阿尔卡特的麾下。

反托拉斯法案是一个活动的游标，随着不同党派当权和当时的政治状况而改变。但是当我们听到进入法律程序的交易时，不论是发生在美国或欧洲，都必须考虑到反托拉斯法。

传闻中的买方是否经常收购公司？

有些公司靠进行交易维生，这类公司通常也会因交易而死。这些连续收购者让股东相信，他们比较会经营公司，然后再三地用高市盈率的股价去收购市盈率较低的公司，最后都栽了大筋斗，原因如果不是做成了交易（如HSF和CUC），就是没做成交易（如世界通讯和Sprint）。从某方面来说，这些连续收购者是早已逝去的多头市场现象，但每个市场和每个时代都会有这样的公司。

在2000~2001年的空头市场之后，Tyco成为最主要的屹立不倒的连续收购者。这家多角化经营的工业公司做成许多交易，可是当它的股价在2002年初崩盘时，它做了一个180°的大转弯，决定把自己分散成数家独立公司。在下一次的多头市场中，仍

旧会出现类似的交易狂热的公司，所以当你听到的传闻和那家公司有关时，由收购者对交易的偏爱来看，那项传闻也许有若干真实性。这并不表示你要排除与那些通常会避开交易的公司交易的可能性。也许有一天，就连南方贝尔公司（BellSouth）也会决定进行交易；过去没有用交易作为增长机制的公司，也可能会决定展开大采购。安进公司在着手进行生物科技产业有史以来最大的收购，买下Immunex之前，一向拒绝一切大型的交易。

可能的收购目标是否有不稳定状况？

收购目标本身如果状况不稳定，就会比较愿意考虑让别人开价收购，但这同时也让目标公司较为危险。以朗讯为例，他们比竞争者更深受产品供过于求之苦（竞争者受害也不浅）。交易障碍中，除了商业景气循环暂时会受到影响外，更大的障碍是像违法疑虑或营收认列这类问题，就像朗讯在诺基亚的传闻刚开始流传前宣布的消息一样。这类问题是交易杀手，即使公司股价因为这类宣布急速下跌（就像朗讯），在会计问题尾随收购目标的情况下，很少有公司愿意冒险交易，因为不值得。

两家公司是否已经一起合作？

两家公司如有进行中的合作计划，表示传闻有其价值。例如，迪斯尼和首府拥有的美国广播公司（ABC）在合并之前，就共同发展并拥有电视节目“欢乐DIY”，并一起创造了迪斯尼乐园中的ESPN主题区。雪佛龙（Chevron）和德州石油（Texaco）在合并之前，就已经在亚洲的一个石油合资事业中合作了65年。英国电信在已经拥有MCI20%的股权之后，才出价收购其他部分。

两家公司是否有共同的董事？

目标公司与收购者董事之间的关系，可以让人较易想象合并的讨论会如何开始。从很多来源都可以弄到董事名单，但你可以直接去找公司的委托书。许多公司在网站上刊登委托书，你也可以从证交委员会的档案EDGAR中，找到所有公司的委托书。阅读董事的背景，可以看出董事之间的关系，也许两家公司没有共同的董事，但它们某些董事也许一起在另一家公司当董事。这不是什么关键，因为公司有许多方法打开沟通管道，但仍然有助于看出眉目来。举例来说，诺基亚和朗讯就没有共同的董事，董事之间也没有什么关系。

在以上的问题中，并没有足以判断谣传中的交易会不会发生的可靠信号，只是这些问题的肯定答案倾向于可能，而否定答案则会发挥一些揭露的力量。换句话说，这些问题如果有一大堆肯定的回答，表示传闻绝对值得详细考虑，甚至可以采取行动；如果有大量的否定答案，表示可以很放心地猜测它是假的。

宣布之后

与你持股的公司相关的交易案宣布之后，你该怎么办？如果你决定继续持有那些股票，我建议你不如卖掉。如果你选择某只股票是因为你喜欢那家公司的经营与策略，那么，会让你赚到一些钱、也可能会改变你的喜好的收购提案，就是你考虑说再见的好时机。

你投资的公司已经有了实质上的改变。如果你投资的是目标公司，投资原因是觉得公司有一定的价值，那么如今收购者的

动作就表示你已经达到了目标。但如果这是一件股票交易，换股后的公司会跟原来选的公司大相径庭，基于这些原因，在交易宣布后卖出也许有些道理。

即使如此，你还是可能因为各种原因决定不卖。或许你不满意合并带来的利润，或许根本没有那样的利润，或许你觉得交易后的组合胜过原先投资的公司，或是认为还会有更好的收购提案浮现。这些都是合并案宣布后持续抱股的正当原因。但如果你选择这么做，最好继续往下看。

股票故事：环球电讯、新域通讯和美西公司

环球电讯要买美西公司的计划，是多头市场的电信股中最怪异的交易之一。我披露这则新闻的方法，说明了调查纠结的传闻时可以用到的许多技巧。

环球电讯在1997年之前根本不存在。两年之后，它变成了电信大企业，市值更是庞大。但又过了两年它就垮了。1999年初，我听说它正在进行收购美西公司的交易，初次听到这则传闻时我并不相信。小贝尔公司（Baby Bells，译注：美西公司为美国的7个小贝尔公司之一，这7个公司均为历史悠久的地方电话公司）会接受环球电讯这样的新创公司，实在很荒谬。除了认为美西会对接受环球的高价票券感到迟疑外，我还想到法规方面的风险，因为地方电话公司和长途电话公司的结合似乎会触犯一些法律。我也对这两家公司在社交上（两个相对来说很年轻的首席执行官）与文化上（新创公司对墨守成规的老大企业）该如何彼此适应感到很好奇。

那则传闻是一个可以信任的消息来源提供给我的。我问对方从哪里听来的，他只肯说是一个在丹佛的人告诉他的

(丹佛是美西公司的所在地)。他也曾在几个月前告诉我另一则来自那个丹佛人的消息，那则消息是真的，但我忽略了。由这个丹佛人的记录来看，我觉得这消息值得我打几个电话。

1999年3月18日，环球电讯和新域通讯(Frontier)达成协议，要以价值110亿美元的股票买下该公司。除了公司市值外，新域在每方面都比环球大。在这件交易存在的情况下，我也很好奇，为什么环球电讯可以不需要、或为什么不需要新域的同意，就开展另一件交易？

我开始打电话给银行家和律师，也决定要和钮博管理有限公司(Neuberger Berman)的投资组合经理人、同时也是不相信那则传闻的环球电讯大股东迈克尔·坎敏斯基谈谈。投资组合经理人通常并不过问交易之事，所以在我尚未打电话给达克尔时，我认为如果有事情正在进行，他应该会知道。我打电话给他，是想了解环球电讯的股东怎么看待这件交易。坎敏斯基也认识一些经营阶层的人，几年后我慢慢跟那些人搞熟，但当时和他们还没有交情。我想坎敏斯基在听到这则传闻之后，也许可以跟经营阶层查证一下真实性(结果他打了电话，对方却跟他说谎)。

我也打电话给投资银行家保罗·左迪斯，我想他可能为美西工作。他的公司雷曼兄弟几年前率先将美西与其有线电视公司MediaOne分离。左迪斯显然不知道有任何交易——如果他知道，就会很快把我打发走。他没有这么做，反而好整以暇地详述1996年电信传播法案的第271节。那一节是要求小贝尔公司申请提供长途电话服务的许可时，必须提出非常详细的申请书；新域和环球都提供长途电话服务，但美西没

有。左迪斯也质疑环球是否愿意当一个以设备为主的公司——拥有、并操作实际拨接电话的交换机具的公司——因为基础设施及维护要花很大一笔钱。他的结论是，“我不会推荐他们去做这件事。如果他们要做一笔300亿的交易，他们可以买更好的设备，而且，还有一个由谁来经营这家公司的社会问题？”

我接着打电话给一个和我关系良好的律师，他是绝对不会说谎的，有时还会给我一些指引。我问他知道些什么。“我想你的兔子有个好鼻子。”他回答，然后默不出声，接着是“喀”一声挂断了电话（那句话来自电影“华尔街”中的一场戏，记者想要追查一件交易，结果从其中一个主角那里得到了那句回答）。我只打了一个电话，突然间就从以为在追一则无用的传闻，变成确知有事情在进行中。

接下来的几个电话是打给新城在摩根斯坦利的银行家。“我想，环球电讯要和美西公司合并，那对你们的交易会怎么样？”我认为，这些人一定注意到他们的合并伙伴已经在关心下一件交易了，所以当其中一个银行家告诉我，环球电讯没有经过新城同意没办法进行交易时，我就知道这些人一无所知。最后，这个人承认听说环球电讯的加里·威尼克“想要做些什么事”。但他向我保证，加里如果打算付出超过25亿元的股票（显然如此），必须得到新城的同意。“他还没有要求新城许可，如果他提出要求的话，我会知道。”

我又和一个曾在瑞士信贷第一波士顿银行做过事、现在自立门户的资深电信业银行家谈了谈。“环球电讯能从中得到什么？”“他们可以有流量。”他告诉我，而且流量很值钱。

美西的地方电话顾客可以变成环球电讯网络的使用者——这是综效论点。他还指出，这可能是一个用膨胀股价购买实际资产和现金流量的典型例子。”“乖乖，如果美西愿意收环球电讯的股票，”他下了结论，“他们一定是不顾一切了。”

然后，我跟一个接近所罗门美邦的知名电信业银行家兼分析师格鲁曼（他也是我们的朋友）的人谈了谈，我知道格鲁曼跟环球电讯有深厚的关系。格鲁曼当时应该在西班牙，但我发现他实际上是在丹佛渡周末。嗯，颇有玄机，那是美西公司总部所在地。

现在最重要的是时间。在和银行家、律师及投资组合经理人谈话的过程中，我已经把这则传闻放进了公共领域，其他记者可以获知这个消息，开始像我一样打电话。我也不想让传闻传得太广太快，让美西公司的股价上涨，引起媒体更进一步的注意。

我坐拥这个消息，心里还是着急。几天过去了，我仍旧无法找到什么人可以直接证实这件事，或给我一些细节。一周就要结束，如果有个交易即将进行，很可能会在星期一早上宣布，并在周末时先将消息泄漏给《华尔街日报》。我打电话给一个朋友，他帮助即将进行交易的公司向投资人公开消息。让我惊讶的是，他直截了当地证实了这个消息：环球确实要收购美西。他之所以向我证实，是因为这个消息已经开始流传出来，他觉得与其让它没有细节、没有炒作地慢慢传进市场，还不如把两样都告诉我比较好。

他告诉我，第271节的问题他们已经讨论过了，对这一点没有人担心。新城不知道交易的事，他并且声称，他们反正

没有权利否决协议。他解释，关于这件交易的理论基础，是美西公司在为顾客连接DSL线的业务上超越了所有的人，而那代表着巨大的潜在营收。“是有一些有趣的点子。我们不是要把环球跟一个恐龙绑在一起。”

我的下一个电话是我最喜欢的。我打电话给新域在摩根斯坦利的银行家，告诉他我知道环球要买美西。他并没有说什么有意义的话来回应，所以我就挂掉了，但我知道他一定立刻就拨了电话给新域的首席执行官。

就在我准备新闻时，接到一个那位负责投资人公关的朋友打来的电话，他说这件交易碰到了一个大阻碍：新域对环球把他们排除在小圈子之外感到很恼火（真是个大意外），更别说我想办法钻进了小圈子，威胁要阻止这件交易。

如同你知道的，环球电讯还是签约收购美西公司。然而，就像我报道中预测的情况，Qwest半路杀进来出价收购新域和美西，拆散了这桩婚姻。Qwest得到了美西，可能因此确保它得以继续生存下去；环球完成了对新域的收购，但在3年后申请破产。

投资人没有办法复制这种调查。即使投资人找到从事合并业务的律师，得知有交易正在进行，运用那项资讯进行交易也是非法的。无论如何，重要的是了解如何使用记者的技巧，来当一个好的投资人。

风险套利

这个名词听起来颇为性感，可是这个职业却并非如此。那些

精于此道的人非常聪明，对细微的差异和细节非常注意，而且精通法律。即使如此，他们仍可能会一败涂地——而且经常如此。

从历史上来说，套利（arbitrage）涉及利用不同市场之间的效率不明显。举例而言，如果黄金在苏黎世的交易价比在伦敦高，套利人就会在伦敦买进黄金，同时在苏黎世卖出。随着各个市场愈来愈有效率，这些东西的差价变得愈来愈小，但能够套利的情况也变得愈来愈多。

价格区间：在以股换股的合并中，双方可能同意为目标公司加入保护措施，如此在收购者股价下跌的情况下，也能保障维持交易价值。这种称为价格区间的保护措施，可以视收购者股价的高低，改变股票的转换比率度。

如果收购者的股价落在价格区间内，但偏向高的那一端，股票的转换比率就相对调整得较低：交易的价值仍然相同，但因为股价较高，需要转换的股票总数就比较少。反过来说，如果股价偏向价格区间较低的那一端，收购者就必须付出较多的股票，以维护交易的价值。当股价不高于也不低于区间时，股票转换的比率就固定在事先指定的区间顶端或区间末端的水平。在某些交易中，如果收购者的股价在成交之前一定的天数中都低于区间，目标公司可以取消交易。许多交易都不使用价格区间，这是因为两家公司的经营者要借此显示他们对市场有信心，认为市场会适当地奖励这么好的交易。

股票转换比率：在以股换股的合并中，两家公司间股票交易的比率。通常一家公司会被指定为存续公司，这家公司会在

股东继续持有股票的情形下，将股票分配给另一家公司，举例来说，AOL（美国在线）与时代华纳于2000年1月宣布合并时，AOL是收购公司。时代华纳的股东以时代华纳的1股股票，换得1.5股的AOL股票，AOL的股东仍继续持有他们的股票。相较于两家公司的股价，这个比率代表合并者对两家公司个别价值的看法以及如果有溢价（premium）要付给其中一个公司，溢价应是多少的看法。

在80年代，风险套利是个比较光彩而又神秘的行业，同时也染上了一点不法行为的意味，众所周知的就是反映在最有名的风险投资者伊凡·波斯基的欺诈行为上。波斯基与其他同业一起买进他们认为很快就会成为收购目标公司的股票，借此在交易宣布前大赚一笔。这些都是以前发生在华尔街的。食利人、投资银行家和企业狙击手（译注：指融资收购状况不佳的企业，再将企业的资产变现获利者）都是一丘之貉，他们随时随地可以得到内幕消息，证券法规也远没赶上市场现实。波斯基是个花钱买交易资讯的卑鄙家伙，其他套利人虽然没那么腐败，但也是在利用关系寻找下一个交易会出现的地方。而现在的风险投资者的出发点就比较公平。

现今的风险投资者几乎完全将注意力放在交易宣布后，是否最终会照原先的计划完成。这看起来或许不像他们的前辈在80年代做的事那样大胆，但也不乏戏剧性的时刻，有好也有坏。

风险投资者和那些涉猎合并投资的人，注意的关键事项是什么？

风险套利怎么做？

有些股东在交易一宣布后就卖出股票，风险投资者就等着购买他们的股票。报酬——与风险——出现的形式，是收购者愿意付出的每股收购价格和目标公司目前股价之间的差价。换句话说，如果收购者计划以每股现金55美元收购目标公司的股票，而目标公司目前的股价是50美元，那价差就是5美元，或说10%。当然，如果交易破裂，风险投资者可能就会有很大麻烦。

在现金交易中，风险投资者的决定很简单：不是买下目标公司的股票，然后等待交易完成，就是不碰这笔交易。在股票交易中，风险投资者有一套比较复杂的情况要处理。如果以上的例子是股票交易，风险投资者会以55美元放空收购者的股票，同时以50美元买进相同数量的目标公司股票。在交易完成后，风险投资者手中的每一股目标公司股票，都可以得到一股收购公司的股票，这些股票就可以用来回补融券。假设收购者的股价上升到60美元，空仓每股损失了5美元，但50美元的目标公司股票现在上升到60美元，增加的价值就弥补了损失。但如果收购者的股票下跌到45美元，空仓每股赚得的10美元，就被目标公司股价下跌的损失抵消了一部分。

对交易确定性的认识改变，交易的价差也会随之改变。主管单位放行、股东投票同意，或是交易基础和原先预估的并无改变，价差就会缩小；如果主管单位方面出现问题，交易基础变弱，双方开始交火，交易如原先计划（如果有计划）通过的可能性降低，价差就有可能变大。在整个交易中，风险投资者是根据他们对交易破裂风险的认识下赌注。他们

还可以用牵涉到选择权的复杂对冲策略来获取价差，而在交易顺利完成或夭折的情况下，也能用比率来放大获利能力或避免风险。

业务发生不利变化的风险

虽然合并协议的缔结，是为了保护被收购公司（即目标公司）不因收购者突然改变心意而受影响，但被收购公司的业务也可能发生不利的重大变化，使得买方叫停。那些变化通常会在合并协议的重大不利变化条款（MAC条款，material adverse change）中定义。风险投资者总会仔细阅读这项条款，因为它界定了“重大变化”的构成要素，以及收购公司放弃交易的能力。

重大不利变化条款的神圣性，在2001年被德拉瓦州最高法院再度确认。泰森食品（Tyson Foods）以重大不利变化之名，从合并食物加工商IBP的交易中退出，而法院则规定泰森必须完成收购。法官判决IBP并没有重大不利变化，而是泰森自己变心了。最后泰森完成了那笔交易，让风险投资者很开心。

安然则在控告Dynergy从交易协议中退出，要求赔偿100亿美元的诉讼案中，声称从未违反合并协议中的重大不利变化条款。由安然内部上演的灾难来看，这可能很难证明，但如果法官同意安然的说法，那项MAC条款就是所有安然债权人看到自己部分债权获得清偿的最大希望。

随着“9·11”恐怖事件的发生，风险投资者被迫更仔细检查任何旅游业交易的MAC条款。举例来说，Cendant能不能因为伽利略国际公司（Galileo International）的旅游预订业务受到严重的影响，而脱身不买它？如果律师精明能干，产业中所有业者

都会经历到的重大不利变化，就会被排除在买方可退出的原因之中。Cendant和伽利略的例子就是如此。

在出现足以诉诸MAC条款的变化时，并不表示交易就会被取消。许多时候被收购的公司宁愿接受买方较低的价钱，也不愿意冒险继续保持独立。对风险投资者及同样选择等到交易完成才卖股票的投资人而言，这样的举动仍旧可能会招致灾难。

风险套利圈所经历过最丑陋的削价，可能来自一件我很熟悉的交易。当我在1996年11月1日报导英国电信以220亿美元收购MCI的新闻时，风险投资者蜂拥而来。英国电信被他们称为是“好买方”，因为它是个很大的公司、又很坚决，这件交易还因为它的规模大而让风险投资者能买卖大量股票，因而深受他们喜爱。

1997年6月，MCI宣布该年的地方电话业务将会亏损8亿美元——比预期的糟糕很多。几个星期过去，英国电信没有任何表示，而英国金融新闻界则同声斥责该公司经营者花过高价钱买下一个狡诈的美国公司，如今才会陷入困境。这件交易的价差，因为投资人担心英国电信削价或全面放弃，许多不同的分析师宣称，他们的消息来源告诉他们英国电信不会削价。雷曼兄弟的电信分析师布莱克·巴思，因为向风险套利圈保证MCI的经营者知道交易会持续，而永远得罪了他们，接着斧头就砍下来了：英国电信将交易价格砍掉了20%，MCI接受了。

英国电信的投资人爱极了这个新价格，宣布的当天就将英国电信的股价冲高5.7%。而在宣布后的两天内，MCI的股价下跌了18.7%。风险投资者受到双重打击，因为他们放空的上涨、买进的又跌价。在风险套利圈里，那就是痛苦的定义。

我偶尔会碰到所罗门兄弟投资公司前任风险套利部门的主

管，他在MCI大灾难中使公司损失了10亿美元，老板威尔在那次打击之后就裁撤了那个部门。即使已经过去这么多年，那件交易似乎还困扰着那位先生（基于尊重，我不会透露他的名字）。他似乎仍想不通英国电信怎么能得到MCI的同意而削价，而虽然已经过了许多年，我每次见到他，他还都会跟我提起这件事。

金钱的时间价值

直到我披露英国电信出价收购新闻之后几乎两年，MCI才公开上市。交易的完成需要花时间，当初收购者承诺在6个月内要付给你55美元，之后可能不值55美元，就像7年到期的100美元储蓄公债，现在用50美元的价格就能买到。

一件交易的价差拉大或缩小，不仅在于对交易不能抵达终点线这种风险的认知，也因为终点线会愈移愈远，因此降低交易目前的价值。也许10%的价差值得你花些时间等待，但如果一桩交易要花8个月才完成，请记住，在你的钱真正拿到手前，时间是持续不断流逝的。那拖延的主要原因是什么？是对于通过反垄断法审核的疑虑。

主管单位复审

每一件合并都必须接受司法部或联邦贸易委员会依照反垄断法进行的复审。如果合并公司在欧洲做生意或希望在欧洲做生意（现在每个大公司皆如此），双方还必须得到欧盟竞争委员会的准许。前面已经讨论过美国这边主管单位复审时会引起的疑虑，相对于美国比较注意消费者方面的问题，欧盟则倾向于注意竞争者方面的问题。由于欧盟在交易能不能放行上有相当大的重要作用，对于交易是否要面对艰难而漫长的主管单位的复审，增

加了问题的复杂性。

要知道哪些交易很快会得到同意、哪些交易会遭遇严重反对，并非一件容易的事——被认为是通用电气韦尔奇职业生涯中的一个诱饵的那件交易，显然就是这样的——一个案例。通用电气收购霍尼韦尔一案在美国只遭到极小的反对，结果却被马里欧·蒙提和他的欧盟竞争委员会拦截。这件交易的关键议题是，通用电气同时拥有一个航空设备制造商——加上霍尼韦尔的航空产品线之后会变得更大、更强——一个贷款给航空公司购买航空设备的事业单位。蒙提宣称，如此通用电气得以对航空公司施压只买它的产品。他提议的解决方案包括通用电气出售贷款事业单位Capital Aviation的19.9%给HP或劳斯莱斯等竞争者。虽然许多风险投资者相信杰克可以想出办法做成交易，同时又给蒙提一个保住面子的让步机会，然而这样的情况却没有发生。

欧盟在美国的公共知名度，显然因为否决通用电气和霍尼韦尔的合并而显著上升，可是早在1997年，蒙提的前任曾威胁要否决波音（Boeing）和麦道（McDonnell Douglas）的合并时，欧盟就在美国大型合并案中扮演了一个角色（波音同意做若干改变，加上来自美国的压力，欧盟最后让步了）。从那之后，欧盟通常都和有类似反托拉斯议题的司法部协力工作，虽然司法部比欧盟早一天否决世界通讯和Sprint的合并，欧盟却在否决之前就表示了不满，原因是合并后的公司将会控制太多互联网基础设施等。

为什么“他们”能干涉“我们”的合并？那是因为美国公司在哪个国家做生意，就必须服从哪个国家的法律。非美国公司要在美国做生意也是一样的，戴姆勒-克莱斯勒不能说，“我们这辆奔驰是在德国生产的，所以我们只遵守德国法律，”就不理

会美国国家高速公路交通安全署的安全标准或是环保署（EPA）的废气排放标准。阿姆斯特丹条约的第81和82条，陈述了大体上和美国标准相似的反托拉斯标准，这项规定并赋予竞争委员会司法权，可以审核任何合并后公司全球营收超过50亿欧元（约45亿美元）、欧元区营收超过2.5亿欧元（约2.25亿美元）的交易案。

市场说“免了，多谢”

股票市场也可能对合并新闻产生负面反应，以至于吓退了交易双方。USA Networks与来科思（Lycos）的合并，就沦为这种市场混乱的受害者。从1999年2月宣布交易，到5月USA放弃交易期间，来科思的股票跌掉了1/3，USA的股票也下跌。这是第一件新媒体和旧媒体的合并项目，而这次合并之所以破裂，原因是来科思的某位关键性股东无法接受网络类股的价值可能是短暂的这种观念。CMGI的创办人兼来科思董事戴维·韦瑟雷尔在来科思董事会通过同意交易时，曾起立鼓掌，结果几天后市场出现负面反应，他又开始反对。随着股价持续下滑，其他人也开始紧张，最后交易破裂了。

竞价抢标

有人要出价收购你所投资的公司时，如果你持股流连不去，必定是期待其他公司付出更高的价钱。那就是辉瑞对Warner-Lambert做出的举动，也是诺福克南方公司（Norfolk Southern）对联合铁路（Conrail）、美国电话电报公司（AT&T）对MediaOne、世界通讯对MCI、通用电气对霍尼韦尔做出的举动——这里仅列举一部分。

什么时候会有人再对公司出价，就不容易得知了，不过有几件事可以谨记在心。

物以稀为贵。这家公司是不是同类公司中最后一个可能被合并的？它有没有哪些业务是独一无二的？美国电话电报公司要买下TCI，显然就是决定要成为最大的宽频带服务提供者。当MediaOne签约要被并入Comcast时，美国电话电报公司知道它不能让这样的资产落入竞争者的手中；没有了MedaiOne，美国电话电报公司的雄心壮志就无法实现。它必须采取行动。

在铁路事业快速合并的90年代中期，诺福克南方的经营者不能让联合铁路这个仅存的独立公司之一，轻易就被卖给CSX。联合铁路和CSX企图让人相信它们的交易是两个势均力敌的对手的合并，并且用保护这种“策略联盟”的德拉瓦州法律作为掩护。但是，那并不是两个势均力敌的对手的合并，最终诺福克南方获胜，买下联合铁路的大部分股份。

我对那件交易的股东投票记得很清楚。在让人神智麻木的寒冷天气中（-19°C），我站在费城的会议地点前报道投票进展。在会场里，联合铁路的职工排成一个长队，轮流在麦克风前表达他们的意见。每个职工都把自己所持有的微薄的股份列出，然后谈论他们在这家公司工作、在70年代看着公司度过艰难的时候，都是那么骄傲。每个人都有一段曾和公司首席执行官李凡共事的故事，每个职工最后都以支持经营者和CSX交易的决定作结语。

接着出现了一个只身赴会的华尔街人：风险套利公司Wyser-Pratte & Company的龙麦尔。龙麦尔身材修长（即使穿着羽绒大外套），当他走向麦克风时，我很怕他会遭到袭击。他列出他公司持有的几十万股，群众里传出口哨声回应他，他接着解释他为什么

要以自己所持股份投票支持诺福克南方出价，立刻得到一片嘘声相应。艾瑞克的谈话很简单，没有忠诚或同情，或是在铁路工作的日子这类感性诉求。他的公司偏向诺福克南方，只是因为它愿意每股付出较多的钱。有时候华尔街看起来真是冷酷的地方。

Warner-Lambert带着它种类繁多的药品投向美国家庭产品(American Home Products)时，辉瑞决定不能袖手旁观，“物以稀为贵”在这里也扮演了一个角色。辉瑞以前曾跟Warner-Lambert接洽过交易的事。通常这类讨论必须详细记载在合并计划书中，借此才能弄清公司在决定交易前，有没有拒绝过其他好的交易。

交易公司的产业是不是在整合？环球电讯和Qwest争夺美西公司，双方都是因为地区性贝尔公司的数目有限以及新的电信服务提供者都在找拥有顾客的传统公司。当产业里的每个人都在买或被买的时候，每件交易都会引起业界其他人的仔细检查，并激发出潜在利益。

交易的价钱是否太低？如果目标公司在已宣布的交易中获利不多，或收购价格的倍数不及其他交易，或低于股票以往的交易价格，此前迟疑的竞价者就可能会加入，因为价钱开得低。2001年4月，第一联邦银行同意收购渥乔维亚银行(Wachovia Bank)，协议的价钱比过去5年银行界交易的基准倍数低了许多。在那之前4个月，阳信银行(SunTrust)曾试图和渥乔维亚银行交涉交易，但却失败了，所以从头到尾只能做壁上观。不过，因为渥乔维亚同意被收购的价格只比市场价格多一点点，所以如果阳信要插进去出价，所冒的出价过高的风险相对也比较低。

出售通知

在还没有人出价前，就发出出售通知的目标公司，显示它

可能不是什么抢手货。有时公司会宣布他们正在“评估策略性的选择”，并暗示已经有企业表示兴趣。如果接下来的行动持续好一段时间，就更要保持怀疑的态度。如果有可行的买主提出有利可图的价钱，交易应该不超过3~4个月就会浮现在水面。在一个产业中，可能会考虑某件交易的竞争者，对目标公司应该都很熟悉，如果有兴趣要买，很快就会决定。

有些时候，能造成巨额现金流量的公司，也会吸引财务收购者的兴趣——意即对目标公司财务的兴趣高于核心业务。当交易涉及到这类买主时，可能就会拖得比较久。这些收购公司通常都是借钱来进行交易，在银行或债券市场（bond market）阻绝他们的行动前，或是根本不能达成自己预期的偿还时，他们的出价只能到一定程度。

萨姆·海曼（译注：北美最大屋顶材料制造商GAF的首席执行官）对力士化学公司（Hercules）施加压力要求出售，结果该公司真的试图求售。它对外宣布的拍卖持续了6个月，这还不包括在宣布之前所进行的出售努力（事实上那些宣布前的努力是很常见的，所以宣布拍卖后的酝酿期间，有时可以是买空卖空股票的好时机），不要被那些求售公司所谓的造访资料室的新闻给骗了，求售公司的竞争对手如果不利用这个免费机会观察对手业务的详细状况，那就太笨了。

长期拍卖的危险，具体呈现在通用汽车与休斯电子（GMH）的悲惨故事上。通用汽车执意于弄到一个免税协议，又欠缺及时搞定交易的能力，造成了休斯电子的毁灭。在出售过程开始时，休斯电子的股价有40多美元，等出售过程接近尾声时，股价已经跌到12美元了。在那段时间中，休斯电子的DirecTV业务成长缓慢，经济和股市都在向下坠落，整个国家因为一桩残忍的恐怖

攻击被迫进入战争状态。这里说得很明白：如果要拍卖，动作就要快。

交易之后

大部分的合并都不会成功

尽管在购并时有价值数以兆计的金钱转手——还有数十亿花在法律、财务和会计专家身上——大部分的交易都不会成功。这在过去几年里已经研究过无数次了，只要是想得到的判断标准——投入资本报酬率、所得和现金流量等财务度量单位，资深主管意见、长期股价——都用上了，而这些研究的一致结论就是，大部分的公司没有交易反而会过得比较好。

- 伟世管理咨询公司（Mercer Management Consulting）研究了从1990—1995年之间，价值5亿美元以上的150件交易，将股票表现和标准普尔工作指数比较，结果只有17%的交易创造出重大价值，30%创造出边际报酬，20%侵蚀了报酬，33%重大侵蚀了报酬。伟世也比较了收购者和非收购者，结果发现非收购者的表现经常优于指数。
- 永道会计师事务所（Coopers & Lybrand）调查了125家公司合并后的状况，结果发现超过60%在财务上都不成功。
- 麦肯锡顾问公司（McKinsey & Co.）研究了1987年的116件合并案，结论是61%都没能在3年内赚回投资的股权资本。
- 纽约大学的马克·席洛瓦评估了1979—1990年间的168件合并案，结果发现在合并后第四年的平均报酬率是-20%。他

和另外两位爱荷华大学财金系的教授发现，股票合并——当前主要的交易方式——的表现比现金交易要糟

- KPMG研究了1996—1998年间，完成的107个大型跨国合并案。只有17%增加了价值，30%没有创造出可见的差异，53%还消灭了价值。KPMG调查的是在交易一年后，公司相对于产业的股票表现。一份在2001年进行重新检查1997—1999年间完成的118件交易的追踪研究发现，只有30%的合并创造出价值，39%什么也没做，31%消灭价值。这份调查的结果虽然比较好，但仍离合格成绩很远。
- 科尔尼顾问公司（A.T.Kearney）调查了1990—1999年间最大的50件购并案，发现在交易完成后的两年中，有69%的后继公司在总体股价报酬回收上，落后于同行业的平均值。在记录时间最长的交易中，有70%的后继公司在交易完成后5年表现落后于行业中同类公司。

最近一些交易的传闻证据，看起来差不多都相同。你如果细看过去几年最大的几个交易新闻，就可以了解为什么很多交易都没有成功。大公司进行的小合并案很难判断，因为要确定成功实在太难。大型交易比较容易评断，失败经常是因为不合实际的期望、出价过高，还有最重要的：经营者没有能力进行整合。

合并后成功机会的阻碍

不合实际的期望

在期望能与现实配合之前，完成交易的人还有一段很长的路要走。在KPMG1999年的研究中，82%的回应者认为交易达到

了目标；事实上，只有17%的交易实际上创造了股东价值。2001年-KPMG重新进行调查，结论是情况有所好转：75%的董事认为合并有益处，30%的交易创造了价值。可是，承诺很容易，而且从交易的生存取决于收购公司的股价表现来看，许多承诺都没有实现一点也不让人惊讶。

华尔街想要很快看到交易成果，可是在许多情况下，首席执行官更人不抱希望会比燃起人们的期望要好一些。如果迈克尔·阿姆斯特朗没有将美国电话电报公司的业务带往和长途电话截然不同的方向，AT&T的股价大幅度降低就是毋庸置疑的。但阿姆斯特朗并没有看出美国电话电报公司进入宽频带的举动究竟要经过多长时间，才会在结算书的损益栏上呈现出成绩。他过早地提出乐观增长预测；他应该仅仅对外解释他只是在拯救公司，但新策略要花一定的时间才会奏效。

熊的拥抱 (bear hug)：熊的拥抱是指来自穷人的恶意出价。它的出价方式，不是直接而善意地对目标公司的股票开价，而是以公开出价的方式购买目标公司。这种公开手段的目的，是要让股东对公司施加压力去干涉交易。

熊的拥抱很常见，因为许多公司的预防接管计划，阻碍了善意出价的成功进行。这也是一个比较便宜的方式，让公司知道市场是不是喜欢其提案，同时也是一个公司要强迫另一个公司出售一部分股份时，惟一可行的方法（如Comcast和美国电话电报公司宽频之例）。

如果收购者没有更积极的行动，熊的拥抱通常都会失败。

美国电话电报公司在向MediaOne提出竞价时，对于纳入

MediaOne之后的宽频事业能创造出的现金流量所做的估算，现在看起来过于天真。阿姆斯特朗当时就应该已经知道这些数字有很大水分，但他决定支持公司对MediaOne的竞价。几年后，那些空洞的预测被Comcast当做炸弹用来攻击阿姆斯特朗，证明他把公司经营得有多糟糕。

霍尼韦尔和联合讯号（AlliedSignal）的合并，也是脱离实际的受害者。为了向投资人推销这个涵盖广泛的企业集团的合并，霍尼韦尔的首席执行官迈克尔·波尼西诺对某些成熟事业的增长做出不合实际的承诺。合并后，公司成绩平庸，让华尔街措手不及，反应迟钝，因而沉重打击了股票，并使公司成为俎上肉，先后被联合科技（United Technologies）和通用电气收购。

迪斯尼在1996年收购首府/ABC所根据的想法，是迪斯尼的内容和首府的发行渠道间的综效——这是当交易看起来无法在短期内贡献盈余时，经常出现的合理的思考。能让两个公司变得更好。如果同时拥有一个热门节目又拥有电视网，确实可以赚更多钱，但如果你的供给线上没有任何热门节目呢？不单是你的制作部门会赔钱，电视网突然也和蹩脚的产品绑在一起。而且如果制作部门和发行部门关系太过密切——迪斯尼后来把正金石制片公司（Touchstone）和ABC合并在一起——要卖东西给其他发行商就会比较困难，因为他们不想向竞争者买东西。

有时，承诺最少的人，反而是达到和成功最多的人。如果首席执行官对成本节约的态度比较保守，市场对交易的反应冷淡，当那份怀疑在股票上获得回报时，你可能就否极泰来了。西北银行（Norwest Bank）和富国银行（Wells Fargo）的合并，和多数大银行的合并不一样，首席执行官科瓦斯维奇并没有决定大

裁员或节约成本。这使士气保持高昂，后来也给投资人带来惊喜。

合并后的拙劣经营

即使把两家好公司合并在一起，交易价钱也不高，交易还是有可能——而且常常——失败，因为经营者无法让两家公司真正合二为一。这是一件非常困难的工作，而且，在这方面最在行的公司，通常是那些最有经验的公司：通用电气、Tyco和思科这些公司，就曾经反复操练过50~500次。经验丰富的收购者仍有可能因为付太多钱，或买下别人的问题而失败，但缺乏经验的收购者，很可能会被合并两家大公司的艰巨任务给绊倒。如果合并是由收购者在小房间里进行，或是双方有地理或文化上的差异，问题就会更加恶化。

如果合并公司没有特别利益可以提供给投资人，可能是因为还没弄清楚自己的特色；如果还有没处理好的棘手问题，就可能出问题了。戴姆勒因为想要得到克莱斯勒的冒险文化而买下克莱斯勒，虽然戴姆勒的于尔根·施伦普喜欢克莱斯勒的企业精神，但他从没有搞清楚如何把握这种精神。在这件被误传为是势均力敌的对手合并的交易中，负责企业文化的主管不是辞职，就是被迫离职，把克莱斯勒一直存在的老问题留给合并后的公司。不只是被收购公司的主管值得注意，在许多例子里，收购公司的长期经营者拿到钱后立刻就走人，任由整合过程陷入混乱。

美国电话电报公司1991年购入安讯资讯(NCR)，损失了数十亿美元，部分原因是收购过程冗长又充满恶感，并让美国电话电报公司损失了一些安讯资讯最高层的经营主管。电脑事业是在美国电话电报公司的专业领域之外，事实上，美国电话电报公司

买下安讯资讯的部分原因，就是希望安讯资讯能帮助整顿赔钱的电脑部门。当合并成果没有立即符合美国电话电报公司的期望时，它改变了早先让安讯资讯保持原状的承诺，撤换了一批主管，下令裁员，甚至还更换了公司名称。这使它在拥有经营权的四年时间中，造成超过30亿美元的损失，后来它以当初付出的市值的一半，将之分成几家公司让给股东。

1996年，联合太平洋铁路公司（Union Pacific）和南太平洋铁路公司（Southern Pacific）合并。这项合并执行之拙劣，简直是在制造全国危机。从电脑系统开始，联合太平洋根本没有做好整合的准备，经营者不了解，要把两家公司的铁路业务合在一起究竟要花多少功夫。由于合并后营运失调的公司拥有太多路线，以致仅凭一家之混乱，就把整个美国的铁路运输交通打成了死结，导致大量列车延误。这种混乱的情况，导致地面交通局（Surface Transportation Board）对铁路行业进一步的整合发出了禁令。

要仔细观察经营者的素质，除了观察他们对合并后的计划有何说法外，更要花时间去观察其他动作。他们是否已经知道谁要担任主要职务？是否指出节省了哪些成本？除了彼此拍肩膀之外，是否还做了什么事来安排两家公司的合并？注意是不是有清楚的组织系统图，是不是事先就知道谁会担任什么工作、有多少人会被裁掉。这些事都是证据，显示公司有计划并了解将要面对什么问题。如果对这些事情都不清楚，或公司不肯说，投资人就要找麻烦了。这种傲慢的表现，会让投资人不安。如果没有清楚的方向感和有力的领导者，大家只是坐着等待命运降临，什么事情都做不好。

前化学银行的经营团队，可以写一本如何处理整合的教科书。他们的第一个交易是出于需要，和势均力敌的对手汉华银行

(Manufacturers Hanover Trust) 合并。由主管组成的霹雳小组，迅速而精确地针对银行内部不同单位展开行动，所以合并进行得很顺利。下一个交易名义上说是对手之间的合并，其实是收购大通银行，化学愉快地以大通这个响亮名号取代自己的名称。这次交易，化学的人员遵循同样的作战计划，迅速选定各个主管，所以也进行得很顺利。大通买下摩根银行并不是对手合并，而是前化学银行的经营团队，十分开心地把目前为止最响亮的-一个新名字让给摩根。经营团队再度通力合作，为合并后的公司协议出任1 000个经营职务。

毒药丸 (poison pill): 这是由律师马蒂·利普顿所设计，让公司变得贵得吓人的一种方式，是帮助公司抵抗恶意出价收购的绝招。毒药丸通常要求发行特殊股权，使某人不需经过董事会同意而获得一定比率的公司股票——通常是15%。这样的权利让现在的股东能购买额外的特殊股：(a) 以稀释恶意收购者的拥有权；(b) 如果控制权改变时，收购者必须付出额外费用才能赎回。毒药丸的目的，是要迫使积聚公司股票的人和公司当面交涉，而无法依靠在公开市场上收购股票来控制公司。提出恶意收购的公司，可以试着除掉目标公司的董事，换上倾向收购的董事，这样他们就会投票解除毒药丸。不过有些企业甚至出现了一种毒性更强的毒药丸，叫做“死控丸”(dead hand pill)，只能由原有的董事解除，即使他们已经被替换了仍是如此。对于在特拉华州成立的企业“死控丸”是非法的。

交易如果要成功，整合并不是必要的项目。摩根斯坦利和

添惠 (Dean Witter) 的合并之所以成功, 正是因为他们决定不整合。摩根斯坦利的银行家甚至不提添惠两个字, 以致他们最后终于摆脱了那个名字。摩根维持了它在投资银行链最上端的地位, 同时又享受着拥有经纪人网络销售产品, 以及一个信用卡事业消化现金的好处。

付价过高

回到1989年, 科克罗公司 (KKR, Kohlberg Kravis Roberts, 全球最大收购公司) 以250亿美元买下了纳贝斯克 (RJR Nabisco), 做成了当时最大的杠杆收购, 出价不但高于经营者, 也高于华尔街大多数的融资收购基金与投资银行。科克罗公司付出的价钱太高, 以至于几年后完成公司的分解时, 尚未平衡收支。在竞争的情况下, 买主付价过高的危险变得更明显; 而当买主使用股票为货币时 (多数情况都是如此), 是不会太在意后果的。所以就会有一些糟糕的交易, 像是世界通讯购买MCI; 或是更糟糕的, BancOne在1997年初以超出账面价值5倍的价格, 购买First USA, 溢价是它交易前股价的43%。

任期交错的董事会: 为了让外来闯入者较难借着委托战更换董事会, 许多公司开始错开董事的任期, 让他们不在同一时间全部改选。林业公司惠好 (Weyerhaeuser) 在购买威勒梅特 (Willamette) 长达18个月的痛苦过程中, 惠好发动了一场委托战, 并成功更换了3名董事, 但还是没有控制董事会。

权力分享

以前曾有好一阵子流行两个首席执行官分享权力的观念,

幸好没有持续太久，但迫不及待要合在一起的公司，仍然决定采用这种奇怪的领导权配对，而不愿中断交易谈判。投资人对这种安排应持怀疑的看法。过去几年中，在受到高度瞩目的权力分享的事例中，多数都是其中一个首席执行官假装分享权力来安抚另一个首席执行官，而后者则没注意到前者的阴谋。以花旗集团的状况为例，许多人都怀疑两家公司的文化是否能融合，还有威尔和约翰·里德是否能在一起担任首席执行官。事实上这个方式进行得非常成功：因为威尔干脆就把里德挤到一边凉快去了。

且交易为人所知后，权力结构的清晰程度如何？如果两个首席执行官在合并会议中对这一点着墨不多，他们可能已经认识到这是一个问题，所以不想为此发生争执而毁掉协商（那种态度或许能把阿尔卡特和朗讯送进礼堂，但如果一定要发生公司由谁管理的争执，最好还是让它发生在交易之前）。

文化冲击

作为投资人，你可以借此来检查很多事情，来决定文化问题会不会毁掉交易。两家公司此前已经合作过的计划进行得是否顺利？他们有没有和其他人合作愉快的纪录？他们在国际市场上的表现如何？要找到这些资讯，可以看年报和公司简介。KPMG在1999年对大型跨国合并案进行的研究显示，公司如果在合并前就面对并且解决诸如谁负责什么经营职位、如何处理文化差异等这些问题，在交易后的3年中比较可能会有显著增进股票市价值的表现。

经验与提醒

合并的传闻来自何处？

- 企图替大单创造流动资金的交易员。
- 企图招揽生意的投资银行家。
- 在交易议价期间测试市场的投资银行家。
- 制造烟幕掩饰实际活动的投资银行家。
- 告诉朋友可以买股票的公司内部人员。

尽量利用各种因素的存在或不存在，来判定合并传闻是否属实。如果发现以下事项，那么传闻就比较有可能是真的：

- 大到足以进行谣传交易的收购者。
- 收购者与目标公司的业务契合。
- 交易对收购者的盈余有加分效果。
- 文化上的契合，显示对新的或合并的领导权没有抗拒。
- 没有会阻碍交易审核的法规问题。
- 谣传的收购者有较好的名声。
- 潜在目标内部有不稳定的状况。
- 两家公司之前有合作关系。
- 有共同的董事或主管间有关系。

交易的宣布可能会显著改变相关公司的股价，交易完成的可能性变成了一项投资考虑。以下因素可能会破坏交易：

- 任一家公司的业务发生不利的变化。
- 主管单位复审。
- 股市反对这件交易

- 另一家公司竞价

竞价战可能会抬高目标公司的股价（或者，如果收购公司的股东对于交易不感兴趣，则可能会影响到潜在收购者的股价）。以下的因素可能指出另有竞价者浮现：

- 物以稀为贵。
- 正迅速整合的产业
- 有迹象显示收购者低价购得目标公司。

在交易后你必须判断，两者的结合会创造价值，或会降低价值？很不幸，多数合并的结果是后者。以下是破坏多数结合的若干因素：

- 期望不切实际。
- 合并后拙劣的经营，包括关键主管退出和不可行的权力分享安排。
- 付价过高。
- 文化冲击。

第7章 首席执行官也是人

2001年9月6日，我是有幸参加杰克·韦尔奇正式离职派对的200人之一。那个派对就像韦尔奇本人一样简朴，在公司位于纽约克罗顿维尔的管理训练中心举行。韦尔奇在通用电气待了40年，其中20年担任首席执行官，派对上满是他最亲密的事业伙伴，还有朋友、家人、通用电气董事以及像我这样经过挑选出来的职工。那天是永久改变了我们世界的“9·11”事件前5天，虽然在那群严肃的企业主管中，仍然有人在担心经济的状况，但是空气中还是洋溢着愉快的气氛。

当那个充满优雅敬酒和敦厚揶揄的夜晚接近尾声时，一位年迈但生气勃勃的绅士上了讲台。他就是雷金纳德·琼斯，20年前将首席执行官的工作托付给一个45岁未经考验的名叫杰克·韦尔奇的狂妄的家伙。在琼斯的时代里，他被视为了不起的首席执行官，当他选择韦尔奇为继承人时，有人怀疑他是不是在玷污自己的典范。

琼斯滔滔不绝地说起韦尔奇和通用电气。在不得已或必要时，高龄85岁的他看起来还是相当适合回到公司。他接着介绍

了杰弗里·伊梅特，也就是即将在4天后继韦尔奇成为首席执行官的人。伊梅特和韦尔奇出任首席执行官的时候一样，也是45岁，但伊梅特看起来和韦尔奇并不一样，或许因为来自不同时代。韦尔奇很迷人，可是比伊梅特更令人敬畏；伊梅特待人极为亲切，或许也没有老派前辈那么刚毅，但一样积极进取，同时又有风度。伊梅特由衷地谈着韦尔奇和通用电气。接着他介绍当晚的主角，韦尔奇在全场起立鼓掌下，走上讲台。

这一连串的敬酒致意令人感动，从琼斯到韦尔奇到伊梅特：一家伟大公司的伟大历史生动具体地呈现在前两个人的身上，而它的未来是第三个人的责任。我不禁想，20年前出席琼斯离职派对的人，有没有人会想到韦尔奇会变成如此伟大的领导者？我不禁又想，有没有人能知道伊梅特会不会成功地跟随那些脚步前进？而我了解，未来是不可预知的。

我知道伊梅特是韦尔奇选择的；我知道伊梅特聪明而自信；我知道他表达清晰并富有魅力，但我不知道他会不会成功，成功要由投资人来判断。要了解一个企业领导者面对的所有挑战是不可能的（5天之后这更是昭然分明）；要知道股市会如何运作，或命运会用哪一只手出击也是不可能的；要知道通用电气的股价会因为伊梅特的伟大领导而上升，或即使没有他的领导仍然上升，或虽然有他的伟大领导仍然下跌，或因为他的失败而下跌，同样都是不可能的。

好的经营管理会改变一个公司，甚至推动它前进；然而即使是一个伟大的公司，坏的经营最终也会使之毁灭，这是毋庸置疑的。我可以私下告诉你一些应该注意的事，用来预测特别好或特别糟的经营管理者，但这只是我个人主观的认识和经验。我可以提供一些线索，但我们谈论的是人，他们可能看起来很出色，

但表现得很糟，或者表现得像个笨蛋，事业却极为成功。有一件事我始终无法做到，就是预测股票市场会怎样变动。

首席执行官只是一个男人或女人，完全不能代表经营管理者的聪明才智。但在判断经营管理者时，首席执行官是投资人最明显的资讯来源。长期下来，他或她的决定，就是成功和失败之间的差别。

现代首席执行官的工作之一是要能刀枪不入——永远不惊讶，永远有自信，永远没有疑惑。大公司的首席执行官已经爬到了食物链无情的顶端，即使是相当差劲的首席执行官也极为聪明，要不就是精明地伪装成非常聪明的样子，而且还是公关专家、政治肉搏角斗士和公司的伟大表率 and 象征。即使没有企业机器的帮助，这帮家伙（是的，他们仍然几乎全都是男性——比参议院更严重）也能借着了解媒体和访问他们的人，爬到现在的地位，而且他们有庞大的机构协调工作致力于防止意外、随时准备对任何事情做出反应，并阻止任何人跨越那些内部的桥梁，去寻找不设防的真实情况与真知灼见。

一般投资人对首席执行官的接触，很可能只是来自电视、杂志和报纸的介绍，以及每年一次出现在年报股东来信栏中的首席执行官来信。单单依靠那些资料决定买卖股票是完全不够的，即使你有心盯紧他们，这些家伙还是太滑头，不能光靠他们的声音或文章中的谈话来作判断，而更要注意他们做了什么，这比他们说了什么更要紧。利用你能搜集到有关首席执行官的资讯（如果是正面的），来支持投资背后其他好的理由。如果资讯是负面的，就要更小心地利用它来检视你投资公司的理由。

除了说出我对某个首席执行官的印象最后经实际证明错得一塌糊涂之外，我无法用其他更强烈的方式把我曾受到过的那个

教训说出来。

里奇·麦金有成功所需要的一切条件：在美国电话电报公司和伊利诺贝尔（Illinois Bell）长期工作的广泛的经验；跟随朗讯原首席执行官亨利·沙赫特见习的经验；好胜而又和善的性格；最重要的是他帮助朗讯事业发展的非凡纪录。但麦金让我印象最深刻的地方，是他在朗讯的获利第一次未能达到预期时的处理方式。

现在的首席执行官都训练有素，要想从他们身上压榨出一句未经仔细过滤的话，几乎不可能。就像棒球球员总会说些“团队努力”、“100%的付出”这类的话，最高层的主管也是照着反复排练又毫无趣味的剧本在演出——特别是在事情出差错的时候。很少有人负起责任，或明确指出问题所在，过错全部都是牢牢扣在业务衰退或缺乏能见度的头上。更糟糕的是，很多主管在麻烦一出现时就干脆躲避起来，只通过在翻云覆雨的艺术上受过更好训练的发言人对媒体（以及股东）讲话。

所以麦金才会是一个清新可喜的例外。当朗讯在2000年1月开始出问题的时候，麦金在商业新闻有线电视台（CNBC）让我和我的同事目眩神迷。朗讯未能完成当季的获利预测，那是公司上市以来的第一次。朗讯的股票当天将会开低，因为投资人认为它在此之前持续不断的增长已面临危机，所以会卖出股票。大多数的首席执行官会向另一个方向跑，但麦金那人早上依旧出现在摄影棚里，来到“股市扩音器”节目。

在20分钟的访问中，马克、乔和我问了他许多问题，他都没有躲闪回避。他对朗讯营收减少负起个人责任，指出造成这项结果的部门，并保证要让没有完成目标的主管负责。他认识到问题所在，采取决定性的措施保证问题不会再重现，在各方面都展

现出一个掌权负责的老板应该有的样子。那真是一种非常清新可喜的态度。

在他走了之后，马克、乔和我仍不断谈起麦金，说他真是一阵清新的空气。他是一个负责的家伙，是一个会告诉你他犯了错、解释给你听，并说明为什么不会再犯的首席执行官。我一向认为一个愿意承认错误的首席执行官，就是让人愿意追随的那种人。每个公司都会有自己的问题，只有承认“付出100%”也许还不足以解决问题的首席执行官，才会执行有意义的解决方案。

麦金把这个理论打进了地狱。

麦金风度翩翩，极为吸引人，我和他并不很熟——吃过几次饭，也许面对面谈过10次话——不过他总是那样随和而亲切，而且看起来很了解自己的事业。他总是直接面对挑战和缺点——而且不光是那次在“股市扩音器”上如此。可是麦金骗了我——还有数百万的投资人。在他谈论朗讯增长停滞时，我们都忽略了事情的全貌。朗讯之前每一季的表现都超过分析师的预期，事实上是付出了巨大的代价。麦金和他的经营班子执迷不悟地想要让华尔街留下深刻印象，于是把产品管道塞满、削减售价，又堆积顾客的订单。为了让增长机器不断运转，朗讯必须把许多设备都推给顾客，最后导致市场供过于求。更过分的是，那种心态造成他们积极在账目上下功夫，因此销售数字也令人质疑。在第一次未能完成预期获利之后，麦金还让股价又支撑了6个月，但接下来朗讯一次又一次地达不到预测数字，于是到2001年1月麦金去职前，朗讯已经彻底失去控制。

朗讯股票的持有者在全世界是人数最多的（意即它的股东人数最多）。但随着坏消息愈积愈多，朗讯的股价从80美元跌到5美元，市值也从2500亿缩成200亿。就如同我在第2章中曾解释的，

朗讯的资产负债表中，有许多资讯透露出它最后的厄运，但如果只是以直言不讳的首席执行官为指标，那么，当那超过2000亿的市值消失无踪时，很有可能你还在抱着它的股票不放。

滚烫的席位

我喜欢卡尔·艾肯，我喜欢他是因为我在商业新闻有线电视台访问他时，他会说这样的话：“你们有一个我称之为‘反达尔文原则’，就是‘最不适者生存’。你们找到一个在公司待了很久，或靠买股权进入公司的家伙，他不是很聪明，但却是很会社交的人。他就像是兄弟会的会长，如果你有家族公司，绝对不会让他去经营，不过他就现成的一个人在那儿，而且董事会也喜欢他。他不会烦到任何人，不过他也不是真正会有企业精神的人……而且他永远不会让第二号的家伙比他好，所以第二号的家伙注定比他还糟，到了最后就是白痴在经营公司。这就是整件事的问题所在。”

卡尔承认有很多例外，不过，首席执行官很少因为事情做得很糟而遭到责难。但董事会伸手拿斧头的速度要比过去快得多；麦金得到几季的机会来证明他能走出泥沼，但也仅限于此。

现实的情况是，顾客和所有权人现在都比较没耐性。在球队待了许多年的选手如果有几季无法参加季后赛，一年付9000万薪水的球队老板，可能就会想换个方法办事。不管是庞大的法人机构还是散户，投资人的行径也差不多。而且巨额的金钱会制造出更高的期望。光是受聘为首席执行官，就是件改变命运的事：绝少有首席执行官不会为了7位数的薪水，和与之相当的退休金而签字——那还不包括股票选择权。对一个大公司的成功首席执

行官来说，最后赚到帝王般的财富并不是什么不寻常的事，就连不合格的首席执行官领导了让人不甚满意的几年之后，也常常能赚走价值1 000万到2 000万的股票。以那样的薪水来看，没有人会接受借口。

像通用电气、花旗集团和微软这些经营良好的巨人，现在变得愈来愈大，公司内也有愈来愈多的高层主管认识到，永远轮不到他们来经营公司。如果你提议让他们担任一家重要公司首席执行官的职务（以及随之而来的所有财务诱因），要把他们挖走并不是件难事。

要当一个好的首席执行官很难，要找到能胜任这个职务要求的企业领袖更难。最好的首席执行官拥有的本领，应当包括下面这些：

- 有远见——首席执行官必须是公司长期计划的规划者
- 能激励人心——长期计划必须传达给全公司，而且每个人都必须相信那是个好计划
- 财务专家——即使有一个好的财务长，首席执行官还是常常要能让华尔街看见，并受到华尔街的信任。
- 营销专家——首席执行官必须了解公司的产品或服务如何销售，充当公司面对公众的脸孔，并参与大型的交易和合约。
- 交易专家——首席执行官必须了解买或不买别家公司背后的策略思考，并能处理公司有或没有交易的任何一种最终组合。
- 营运专家——首席执行官必须对日常的实际营运了解得足够多，才能不光靠试算表和摘要来制订计划，并能处理危

害计划的营运问题。

- 公关专家——除了成为公司中最突出耀眼的人之外，在发生危机时，不论这危机是出自公司的作为还是全国性的，首席执行官必须能快速而适当地反应。
- 投资人关系专家——首席执行官有责任将公司的方针传达给投资人知悉。

事实是，只有很少数的首席执行官能胜任这所有的工作；但好的首席执行官必须具备在全盘战略或个别用兵的层面上，能够制胜的能力。我这里提到的是两套不同的本领：战略型的首席执行官了解交易怎么进行、怎么完成，了解公司在哪些方面需要改变以获得成功；用兵型的首席执行官知道如何就既有的资产做最好的利用，得到最大的收获。有些首席执行官长于局部用兵，有些是绝佳的战略思想家，很少有人能将这两套本领合二为一。那也就是为什么像通用电气韦尔奇这样的人，会被视为现代首席执行官的模范。

我为韦尔奇工作了8年。在那段期间我报道过他，访问他的次数也多得记不清。我不时能从一个比较轻松的环境观察他，了解他的想法，但我当然不会宣称是韦尔奇专家。然而，他留下的典范如此庞大，提供的经验与智慧结晶如此有助益，确实值得我们把他浓缩为几个特质——或许你能在其他人之先，发现一些具备这些特质的后起之秀。

- 求胜的意志。我在杰克退休几个星期后碰到他，他就像我们所有人一样，深受纽约世贸中心事件的震撼。但他仍然告诉我，他的新书《杰克》是全国畅销书第一名——“而且没有做任何宣

传。”就是那种想要超越、制胜的火焰，让韦尔奇如此成功。

- 注意底线。韦尔奇担任首席执行官初期，曾被戏称为“中子杰克”，但股东并没有这样称呼他。如果通用电气没有将资本做最有效率的利用，韦尔奇会毫无迟疑地改变。那表示他会出售或结束高成本、低报酬的事业单位，并根除不必要的支出，包括职工。在韦尔奇担任首席执行官期间，通用电气不但一年比一年变得更精简、更有效率，而且在韦尔奇离开之前，公司也因为业绩成长，比在没裁员时雇用了更多的人。

- 惟才是用。韦尔奇和他早期的外号完全相反。他向来坚持要尽全力留下最好的人才，不让他们离开通用电气。他总是强调通用电气的力量在员工，并要主管创造出一个能让最好的人才充分发展的环境。

- 制定发展计划并让人遵照计划行事的能力。谁能说出韦尔奇对飞机发动机和核磁共振扫描仪究竟懂得多少？然而他所学到的，足以让他管理那些范围广大的事业——不光是制订财务目标，还要了解每个公司的风险和机会，然后安排在他的计划中，并确定有实际经验的主管遵循计划行事。

- 完美的团队工作者。杰克的偶像地位大部分出现在这几年，因为媒体执着于报道他日渐逼近的退休日。虽然通用电气极佳的财务收益早就让他成为许多赞美文章和书籍的主题，他却从来就不是爱出风头的人。他给予主管经营的空间，当他们表现良好时，无论在公开场合或是在财务上，他都和他们分享荣誉。当事情出错时，他绝对是站在最前面的一个。在过去几年中，许多杰出的主管离开通用电气去经营别的大公司，但没有一个人离开是因为不喜欢和杰克共事。

- 注意交易。韦尔奇在收购这件事上表现出高度的自律，但

仍对之充满兴趣与活力。他对所有超过1 500万美元的投资都有最后决定权，但他有幕后班子为他分析潜在的交易，让通用电气在机会出现时已经做好准备出击。

- 永远的推销员。在半年一次的商业协会会议上，杰克会找其他首席执行官，亲自向他们介绍租用波音商务喷气客机的好处。当然，通用电气是波音这项事业的伙伴，但看到地位最高的人在做强有力的推销，仍然是件让人目瞪口呆的事。杰克对产品完全有信心，而且是一个非常好的推销员。

- 注意继承问题。在韦尔奇准备退休的前5年，我开始问他对退休与继承的计划。即使早在那时，他就冷静地告诉我这个问题已经成为他注意的焦点，并会在以后的几年中成为他最优先要做的事。他说话算话，选择继承者的过程井然有序。杰克最让我激赏的，就是提升了3个候选人，然后又把另外3个人升到3个候选人从前的职位，为有一天其中一个人胜出、另外两个人离开公司做好了准备（这正是后来发生的状况）。

以上这些就已经很可观了，但也许读者还能再补充一些。另外还有几个值得注意的情况，可以显示公司的发展是否为正面的经营。

有钱能使鬼推磨

在当上大公司的首席执行官之前，此人本身应该已经相当富裕，而首席执行官的基本薪水更能确保将来会变得更富裕。如果首席执行官愿意将薪资配套方案中的相当数额换成公司的股票，或愿意用自己的钱来买股票，那你们的利益就是一致的。我

指的并不是股票选择权，我认为股票选择权可以用来做为激励全公司职工的工具，但经常都是大量分配给上层经营者，却没有相对地要求他们投入资本。

看到新上任的首席执行官买股票，或是旧首席执行官行使选择权后把股票留下来（那表示他必须投入资本），是我觉得最振奋的时候。不过要小心，因为公司也会提供无偿贷款给高层主管，让他们买股票，而这贷款过几年后就不必偿还了。如果事情发展不理想，这又限制了首席执行官所要负担的风险。

就像我们会问基金经理人有没有把自己的钱投入基金一样，一个会用自己的资本来承担风险的首席执行官，就会是努力保护并增加股票价值的首席执行官。当然，首席执行官的持股部位不同，情况也不太一样。如果是巴菲特或盖茨这些创办人在经营公司，他们在某一季公司表现不佳之后，是不需要拿出自己的二期贷款来买股票的。不过，知道首席执行官大部分的财产是公司的股票，的确让人感到欣慰。

萨姆纳·雷石东是最好的例子。我访问过雷石东无数次，也和他共进过晚餐，他这个人没有什么私生活，完全为维亚康姆媒体而活、而呼吸。维亚康姆占据了他所有思绪，他庞大财产中的每一块钱都和维亚康姆绑在一起，也总是津津乐道自己从没卖过一股维亚康姆的股票。雷石东在晚餐时聊天的话题范围也许不甚宽广，但他对维亚康姆股票的胃口，让他永远和他的股站在同一阵线。

如果首席执行官持有的公司股票不多，看到他再买公司股票就是正面的征兆。当办公室补给站的股票因为公司表现衰落而从24美元跌到6美元之后，布鲁斯·尼尔森在2000年7月走马上任，成为该公司的首席执行官。身为公司的最高级主管，他在股

价低迷期间从公开市场上买进10万股公司股票，并在电话会议中把这件事告诉分析师，他还表示，长期来看，不应认定办公室补给站会不好。他不只是说说而已，还把自己的钱投资进去。一年后，在整体零售业不理想的环境中，办公室补给站的股价上升了1倍。

戴蒙更戏剧性地强调了这一点。2000年3月，他由强迫退休重返江湖，执掌第一银行。当他签约时，花了自己5700万美元买了200万股第一银行的股票。他的买价是每股28美元，而当第一银行聘任他的消息宣布后，股价迅速涨到35美元（后来又很快回跌）。他在第一银行的头15个月——对银行业并不是段特别好的时期——第一银行的股票维持在34、35美元到将近40美元之间。这笔钱如要获利了结还太早，不过，这当然显示了戴蒙（他还得到现金贷款、记名股和选择权）会照投资人预期的方式做事，因为他的钱也在里面。

当然，这个指标并不是万无一失，有时候首席执行官可能为了自己或其他人的利益而陷得太深。世界通讯的埃贝斯自从公司股价开始下滑以来，就持续融资买进。到了2000年10月，世界通讯的股价已经跌到15美元以下，结果一个融资追缴令就逼他卖了300万股。为避免接下来的追缴令让埃贝斯卖出太多公司股票，世界通讯借给他7500万美元。等到2002年世界通讯的股价跌得更惨时，公司竟然借给埃贝斯4亿美元去补足追缴款项。这种事情对资产负债表一点帮助也没有。

没有了选择权

在最近一次的多头市场中，有些公司大量发行股票选择权给职工，以代替付现金给他们。这些公司得到了两种好处：能吸

引到有才能的职工，而且可以省下一定要出现在薪水单上的现金，因为选择权不算薪水，不会出现在薪水单上。但是在股票下跌的时候，问题就来了，这些公司不但面临职工去职的危机，同时还被迫增加成本，因为这时现金已经取代股票，成为薪资的主要形式。而在呈下跌趋势的股市中，包括微软、Sprint和Amazon.com等大公司都竞相重新发行股票选择权，或降低选择权认购价。

在这之中，Sprint将股票选择权当成报酬用的方式特别不公平。1999年10月，Sprint答应，一旦股东同意让世界通讯收购公司，就让员工立即取得选择权的所有权。股东的确在2000年4月通过了那件交易。问题在于交易并没有发生，反托拉斯法的主管单位阻止了交易，让股东损失惨重，但有些刚刚取得所有权的主管，机灵地执行了选择权，替自己赚了一笔。雪上加霜的是，许多高层主管从选择权上赚了一笔后就离开了公司，让股东又被涮了一回。

集体诉讼律师和美国总工会劳联产联（AFL-CIO）强烈抨击Sprint，宣称公司授予所有权的条款，就为5个最高主管在选择权上提前赚进6亿美元。首席执行官威廉·艾斯瑞2000年的薪资和股票选择权总共有6 930万美元，另外，他执行前一年获取的股票选择权又赚了6 410万美元。之后一年多，有一天晚上我有机会和艾斯瑞谈到这件事。他和许许多多的首席执行官一样迷人，精瘦结实，态度通常很随和，可是那天晚上当我提到选择权时，他立刻就跳起来为他的公司辩护。他说，授与选择权的条款在公司有案可查已经许多年了，并不是他有意要那么做的。他后来承认，如果那件事没有发生会更好，但又说真正离开公司的员工并不多。

时代华纳和美国在线的交易比Sprint还过分。时代华纳大胆地在交易的消息宣布时，就让所有已发行的选择权取得所有权。进行这项交易的律师告诉我，他们从来没有见过这种事，那表示，如果第二天交易破裂，或股东投票反对，或主管单位制止，经营者仍有机会在当天将选择权兑换成现金，不管他们是不是几个星期前才拿到选择权。从交易宣布后时代华纳股价大涨来看，可以说赚到的钱实在不少。

会让股东利益和经营者利益相左的，不单只有选择权这一样。你或许已经受不了MCI和英国电信的例子了，但容我再引用一次。

MCI因为获利远远没有达到预期，英国电信重新出的价钱就减少了20%，据说当时MCI的总裁蒂姆·普赖斯对这新价钱感到很满意。“我们降价——或说重新调整了交易的结构——好让两家公司双赢，”他当时这样说。

后来世界通讯也加入，最后以400亿美元买下MCI——比英国电信削价后的价格多了1倍有余——这不禁让人怀疑，普赖斯在此之前对于重新交涉后的低价表现得那么高兴，是不是吸了迷幻药。后来谜底揭晓，英国电信和MCI的合同中包含了一个不寻常的条款：如果交易能做成的话，MCI的经营者计划要再加入1亿美元的人才预留金——即使成交的条件和原始协议不同！难怪普赖斯那么快活——即使MCI和英国电信重新交涉，差一点让股东损失惨重，然而神圣的人才预留金却安全得很。事实上，曾经参与了跟MCI有关的所有交涉的人告诉我，MCI的经营者最关心的，就是人才预留金的数额多少，以及交易完成后至少留任一年的主管能拿到多少奖金。

有远景者引进专业

好的公司经常会发展成创办人或领导人远景中的形象，科技和娱乐界的公司尤其如此。史蒂夫·凯斯真心相信将微型计算机（PC）使用者连结起来的力量，以及资讯与互联网的力量。他在1996年之前就把美国在线变成了发电站，不过却是个有点反覆无常的发电站：在服务质量、会计措施、增加竞争力、经营模式和经营者的深度上，都经常出现问题。后来鲍勃·皮特曼加入美国在线的经营阵容，成为总裁兼营运长，领导美国在线走过网络公司的盛衰，美国在线虽然曾流血流汗，但也变得愈来愈大，自身的价值足以使它以股票为货币，合并了时代华纳，让美国在线的股东在合并后的公司中持有多数股份。在投资人将美国在线的股价飙上青云的同时，皮特曼专注于创造新的营收来源，并维持公司持续获得利润。

在1980年代初期，小罗伊·迪斯尼对任何能接管迪斯尼、将公司经营得更好的人敞开心扉。一个有“创意发电机”之称的派拉蒙电影制片厂的主管迈克尔·艾斯纳，获选为以远景为这个奄奄一息的电影和主题乐园公司重新注入活力的人。除了艾斯纳之外，迪斯尼的执政班子（包括企业狙击手、善意的接管投资人和迪斯尼家族成员）还找来了能够对财务细节一把抓的前华纳主管弗兰克·韦尔斯。这是个完美的组合，艾斯纳改进了迪斯尼营运的每一个方面——电影、动画、主题乐园和商品——并拓展了迪斯尼的品牌，韦尔斯则专注于一系列巧妙的财务措施，挤出了大量的金钱。

然而，领导人的组合仍有可能会产生相反效果，因此不要因为远景带进了一个主管，就顺理成章地假设你的钱很安全。

1983年，史蒂夫·乔布斯将约翰·斯卡利带进苹果电脑，希望他能提供经营经验。乔布斯怀抱的远景是：电脑应该要易于使用，他希望斯卡利继续帮他向社会大众推销这个远景。斯卡利成功地强化了苹果的经营，苹果也进入了微机事业的主流，但斯卡利没有办法维持苹果的利润。不过，他倒是整合了他的力量，把乔布斯赶了出去。如果说乔布斯难以共事，还算是过于轻描淡写，实际上他倒是应该留在苹果内担负起一些责任的。苹果在斯卡利的领导下失去了焦点，未能抓住机会在微软做出同样好的东西之前，将执行系统授权给电脑业者，以至于陷入苦苦挣扎之中。

如何扮演救世主

日光的邓拉普、Primedia的罗杰斯、Conseco的加里·温特，以及美国电话电报公司的阿姆斯特朗之间有什么共同之处？他们每个人都接管了一家陷入困境的公司，而且光是他们被任命为首席执行官这件事，就使新东家的股价大幅上涨。

这几家公司的状况虽然大不相同，但其困境都难以在短时间之内克服。那些首席执行官的任职带来的股价上升，都在上任后的一年半之内烟消云散。这一切带来了什么教训？公司一旦走下坡路，要让它东山再起就非常困难。长期经营不良的公司不可能一夜之间就治愈。投资人经常以为被视为救世主的那些首席执行官上任之后，拯救公司的成果很快就可以出现。然而，就像成功的文化需花时间培养一样，失败的文化也要花时间才能根除。

当然，在著名的新面孔受命经营一家陷入困境的公司，这时是买股票的好机会，因为股价似乎必然会随着期待上升。但是

要记得，公司在真正被完全改变之前，可能要花上好几年的时间，所以，利用高知名度的首席执行官走马上任的机会去卖股票，或许会比在这个时候投资要好。

继承失败

继承问题会带来很多投资人不希望发生的风险。朗讯发生过，可口可乐发生过，宝洁（P&G, Procter & Gamble）、施乐和霍尼韦尔也都发生过：做了很久的首席执行官被更换掉，而公司则失去了方向。

当首席执行官没有确定的继承人，或是看起来无意下台时，这种危机可能会更严重。杉第·威尔迷恋于担任花旗集团老板，他手下有好些能干的人，包括前财政部长罗伯特·鲁宾。但认识威尔的人都不认为他会自愿放弃工作，而且他至今也还没有指定继承人。许多年来，大家都顺理成章地认为，威尔手下的神童戴蒙是他的当然继承人，但威尔对戴蒙曾经开除他的女儿杰西卡·毕布罗维姿始终耿耿于怀。他们的关系在那件事之后明显地冷淡下来，而不久之后威尔就请戴蒙走路了。此后，威尔就一直没有当然继承人。

在寻找高知名度的助手这件事上，雷石东也不遑多让。从弗兰克·比昂迪到梅尔·卡莫辛，雷石东似乎以找寻能干的助手为乐。如果雷石东决定要退休，没有人会怀疑卡莫辛能成功领导维亚康姆。但在我认识的人当中，却没有几个人认为雷石东会退休，而且认为卡莫辛在3年合同期满后还会留下来的人更少。

那也许是欺骗死神的一个方法，又或许是他们暗示没人能做得比他好的方式，但雷石东和韦尔奇是在替股东帮倒忙。韦尔

奇花了好几年经营一个精心打造的流程，来帮助他选择通用电气的下一任首席执行官，在这方面他得到董事会大力协助，即使是最彻底的流程，也不能保证会找到最合适的人选，但这显然比什么都不做要好得多。

有时候有些公司有那样的一个程序，但接下来又会陷入一片混乱。举例来说，如果首席执行官开始开除他下面的那些人，特别是在董事会、或他的年龄、或健康因素显示他应该找个继承人之后这么做，那么，这个首席执行官自己疑神疑鬼，下面的人众叛亲离，也只是时间问题了。

首席执行官vs.董事会

董事会最重要的角色之一，就是保护投资人不受首席执行官的过与不及所害。他们的职责包括在明显有必要更换领导人时开除首席执行官，以及在首席执行官明显不愿离职时，督促他提出关于继承人的计划。

美林的董事会最近就对选择首席执行官戴维·柯曼斯基的继承人这件事，明白表示了自己偏爱的对象。柯曼斯基属意负责美林资产管理事业的杰夫·皮克接任，但董事会比较中意美国私人客户部门的主管斯坦利·奥尼尔。董事会说服了柯曼斯基改变他最初的选择。

注意不要被董事会中一些很受敬重的名字给骗了，董事会里如果有名重一时的律师，或前任政府官员、银行家、创业投资专家、教授等，并不一定会对公司的业务有所帮助。公司的业务是经营者的事，而且如果他们需要帮助，可以聘请顾问。如果你一定要把焦点放在董事会身上，就该自问，这些人在事情出差错

时是否会起来对抗首席执行官。

迪斯尼的董事会是出了名的弱势。16名成员中包括了洛杉矶的教师、演员悉尼·鲍迪、神学教授、建筑师、洛杉矶一份西班牙文报纸的发行人，还有前参议员乔治·米奇尔等。迪斯尼总裁艾斯纳为董事会辩护说，一个娱乐与不动产的公司，是应该有演员、建筑师和教师这类的董事。也许他是对的，但你也可以确定，这些人不会要艾斯纳卖掉一些让公司严重失血的资产，也不是那种会告诉他应该让凯森柏格诉讼案（译注1）早一点达成和解的人。

但即使董事会里有重量级的成员（迪斯尼也有这样的人，像是罗伊·迪斯尼和首府公司传奇的前任首席执行官汤姆·墨菲），我们还是应该牢记约翰·马龙告诉我的，他在美国电话电报公司董事会任职的经验：“我是个注重团队合作的人……即使我本人的态度有所保留，我也会尊重董事会的决定。”所以你虽然可以看看董事会是不是有强有力的成员，但是那并不能保证董事会可以控制首席执行官。如果注意通用电气的董事会，你会注意到其中有好几位是有经营大公司经验的外来者：塞拉斯·卡思卡特（伊利诺器械的前任首席执行官）、保罗·佛雷斯科（菲亚特总裁）、克劳迪奥·冈萨雷斯（墨西哥金百利-克拉克造纸公司首席执行官）、钟彬娴（雅芳首席执行官）、肯·蓝哥尼（Home Depot创办人之一）、罗雪·拉扎勒斯（Ogilvy & Mather Worldwide首席执行官）、斯科特·麦克尼利（升阳首席执行官）、安德鲁·西格勒（Andrew Sigler，冠军国际前任首席执行官）、道格拉斯·沃纳（摩根大通总裁）。除此之外，这几位董事中有6位拥有超过500万美元的通用电气股票。可是我们不要欺骗自己，评估董事会效能的最佳指标，就是公司的表现，就通用电气

的董事会来说，它所应做的事就是不要挡路而已。同样地，迪斯尼和董事会的关系也已经连续10年占上风。为了在事情出错时投资人仍然有点保障，最好有一些董事是会起来与老板抗争的，而且他们最好拥有一些公司股票。

后代接班人

布莱恩·罗伯茨是个想要接管世界的书生；而只需接管他父亲的有线电视公司，他就能一试身手。罗伯茨是非常聪明的人，同时也是很好的经理人，可是当第二代接班人并不容易。君主体制早已失去举足轻重的地位，并不令人意外，能干的领导人可以来自四面八方，而且血缘并不代表一定有经营的本领。投资一个认为血缘显然胜过头脑的公司，并不见得聪明。

虽然这么说，家族经营还是可以带来巨大的利益。Cablevision的多兰家族、Comcast的罗伯茨家族和维亚康姆的雷石东家族（仅列出一部分），都已经长达15年的时间在各自的股价上表现优异。虽然Cablevision和Comcast都将日常经营工作交给了创办人之子，Cablevision的查尔斯·多兰和Comcast的拉尔夫·罗伯茨仍然还在积极参与公司的事务。那对他们的儿子是一个很大的帮助。

有时候后代子孙可能会陷入困境，尤其是当公司业务发展已经进入艰难时期之际。1997年，摩托罗拉的第三代克里斯·高尔文接管了他的祖父在1928年创立的公司时，就感受到这个既成功又陷入困境的高科技公司带来的压力。高尔文的第一个问题——也是在子继父业的情况中自然会产生出的问题——就是很难和他父亲犯的错误一刀两断。一般认为罗伯特·高尔文是

一个杰出的经理人，为摩托罗拉在无数的高科技事业上建立了基础，但他的公司也因为过多的收购、整合和科技发展而陷入混乱。除此之外，摩托罗拉对卫星电话提供者铱星公司的投资也损失惨重。克里斯·高尔文没有及时结束铱星公司，也没有及时整顿组织上的问题。摩托罗拉的竞争对手在这时候抢走了无线电话的生意，摩托罗拉自己却没有发展出任何重要的新科技，而新科技是在许多迅速转变的事业中生存的必要条件。

然而，同样是家族企业，百威的家族领导就依然稳健。布希家族在实务经营上一向很活跃。奥古斯特·布希三世（August Busch III）是经营公司的第四代，公司的股票在过去几年中持续地向上攀升，不受空头市场或新经济狂热的影响。他的儿子奥古斯特四世是一个事业单位的副总裁，最近因为指导公司的广告宣传活动赢得了一大堆奖。

这或许可以成为一个经验法则：如果公司是做广告和卖啤酒，首席执行官的儿子就可以经营公司，但如果公司牵涉到许多科技议题，那还是不要让家族插手。但套用这个法则，会遗漏掉有史以来最成功的公司之一：国际商用机器公司（IBM）。老托马斯·沃森让IBM成为成功的公司。但将公司推进电脑事业、并在60和70年代创造出后来成为美国企业标准文化的，是他的儿子小托马斯。不过，如果想要找出一个准则，这个方法还是比较管用的。

让我们来看看两个芝加哥公司——里格利和Comdisco的情况，这两家公司在过去几年都面临继承危机，并且都选择首席执行官的儿子领导公司，但结果却大不相同。

以口香糖制造商里格利为例，1999年3月，当时35岁的小威廉在父亲过世后接管了公司，分析师和媒体对他所知不多。为了

填补他父亲以及即将退休的主管职位的空缺，他从宝洁请来了两位经验丰富的主管，并请吉列（Gillette）的前财务总监来担任财务长。两年之后，他似乎已经让这个时常暮气沉沉的公司做好了继续增长的准备。

至于电脑租赁公司（Comdisco），肯尼思·庞提克斯在1994年过世前，就向董事会表明由他的儿子（当时只在公司做了两年）继承。1996年，在过渡时期照顾公司的首席执行官退休，33岁的尼古拉斯·庞提克斯接任。尼古拉斯之前曾在德雷克斯和黑石集团投资公司（Blackstone Group）见习，因此一开始就热衷于交易。Comdisco的生意需要继续发展，但庞提克斯家族的第二代染上了网络热，忙着跟Webvan、eToys、Ask Jeeves这些很快被人遗忘的公司进行交易，任凭比较成熟而有规模的事业荒废。他还买了一家DSL宽带互联网公司，那家公司却在Comdisco花了超过5亿元的购买、开发费用之后，结束营业。

和尼古拉斯比起来，比尔·里格利显然很能适应他的工作。首先，和电脑租赁及灾害复原相比，口香糖事业也许比较容易学习。里格利的缺点就是——一直很呆板，停滞不前，这也许不是长期的优点，但是和综合了创投财务、高科技和互联网狂热的环境——也就是庞提克斯投入的环境——相比较，那是一个比较容易上手的环境。

过多的交易

此前提过，无数首席执行官因为多做了一项交易而惹上麻烦——或因为多做了10件交易而受到名过其实的称赞——的故事，所以我不会再在这上面花功夫。不过值得一提的是，除非这

些首席执行官又插出了别的姿子，否则没有人会指责他们。

当埃贝斯靠着收购建立世界通讯时，多数的公关都把焦点聚集在他由体操教师爬到电信大亨的传奇历史上，而不是他花了多少钱，或他收购的事业获利的情况如何。同样地，亨利·西尔弗曼也有一群仰慕他的投资银行家在宣传他的成功事迹，直到他在CUC的交易上垮下来。

如果首席执行官将一大堆资产玩弄于股掌之间，每个人都会立刻说他是英雄，这不是什么新鲜事。在60年代，Ling-Temco-Vought（后来叫做LTV）变成当时知名度最高的集团，就是因为詹姆斯·凌进行的大量交易。凌出现在许多杂志的封面上，经常买进卖出，再加上随着那些交易而来的衍生公司、控股公司、出售部分股票、发行公司债、发行权证和证券交换，让他不但雇用大批投资银行家，还让许多分析师和投资人看得目不暇接，于是就假设凌一定是天才才能做那么多事，因此把LTV的股票炒高。凌最后靠买进股票成为一家烂公司的经营者，在一件收购案上违反法规，当市场突然对他的交易感到怀疑时，他却没有办法利用那些资产自救。

苗头不对

糟糕的首席执行官就像一座冰山，你能看到的只是10%而已。公司对于隐藏缺点和制造新闻都很在行，如果你隐隐约约感觉到有什么事情不对，还是小心谨慎为妙。

当你看到首席执行官在一些例行公事上做出了愚蠢决定，这表示他和他的左右手已经跟现实脱节。几年前，乔·安东尼尼正在力图拯救凯马特（Kmart，美国数一数二的零售连锁商，已

于2002年初宣布破产)时,有一次带了一个记者到几家新店参观他努力的成果。这一趟参观时看到的,主要是员工热烈的笑容和点头致意,因为老板来到了现场。此外穿插其中的是无数困窘、不自在的时刻。安东尼尼在珠宝柜台前问起黄金饰品的销路,售货员说“很好,”接着透露她来到凯马特工作只有3天,还没有真正卖出一件黄金饰品;后来,还有一个负责收款结账的店员提到她在操作扫描机时碰到问题,这更是哪壶不开提哪壶,因为当时沃尔玛百货商场(Wal-Mart)正以较好的盘存科技设备侵占凯马特的市场占有率。这些现象只会让投资人觉得事情要变得更糟,而事实上事情的确是在变得更糟。

公关机器

公司首席执行官如果不遗余力推销自己和公司,这些公司就值得仔细观察。让投资人知道、看到首席执行官是件重要的事,一家公司的成就受到认可也同样重要。但是能够提供资讯和主动强力促销之间的分寸要掌握得恰如其分,有时有些首席执行官会做过了头。我已经花了不少篇幅叙述犯下欺诈行为的首席执行官的强力促销的情况,现在我要谈一谈诚实但做得过了头的公关。

举例来说,凡是熟悉纽约房地产和政治的人都知道,唐纳德·川普在80年代崛起,父亲的影响力和钱帮了他不少忙。然而,唐纳德宣称是凭自己的努力发迹,这让他赢得不了解内情的许多人的尊敬(我是从80年代末开始怀疑唐纳德,因为他宣称在一些别人有意收购的公司中都持有4.9%的股份——这一切又无法得到证实。这让他看起来像个天才,但我相当肯定他并没有

如他自己所说的那么多股票)。唐纳德很明白，建立巨富的形象可以帮助他卖房子，也能神奇地借到上亿美元来买房子，却不必像贷款比他小额的人一样要经过银行的稽核。贷款人员就像其他人一样被“这个唐纳德”的形象左右，而且他那一脑袋头发的确与众不同。但提到唐纳德的公开上市公司如泰姬·玛哈，伟大的公关并没有带来收益。

EMC（全球最大数据存取系统制造商）却是一个完全不同的例子。首席执行官迈克尔·罗格斯是个随时随地愿意接受采访的人。我一直对EMC有点怀疑，因为这家公司做公关不遗余力。可是我大错特错了。EMC是有史以来表现最好的股票之一，业务也表现得很好。这家公司显然知道公关在做什么，并能用实际的表现证明公关所言不虚。当然，在它的股票于2001年下跌90%之前，它一直都是如此。而当顾客不再买你的产品时，好的公关能做的事情也是很有限的。

经验与提醒

注意以下事项：

- 首席执行官在标准的选择权和配股之外，还买进了公司的股票。
- 远景策略家和实务经营者之间的良好平衡。
- 人才济济：其他高知名度的公司如果经常来挖墙角买走领导人选，表示经营者培育人才很成功。
- 董事会成员多数拥有股票，并有一些不怕挑战首席执行官的强势成员。

应该被视为警讯的事：

- 首席执行官对挑选继承人迟疑不决
- 首席执行官的后代接管公司——除非公司的业务单纯，下一代能逐渐扮演好首席执行官的角色
- 对交易和财务操纵的注意，似乎超过对营运的关注
- 不论公关机器的努力如何，首席执行官在公开场合一贯表现得很糟糕
- 首席执行官不遗余力地推销自己。

★译注：

1. 迪斯尼前总裁杰弗里·凯森柏格于1996年控告迪斯尼累积拖欠2.5亿美元红利未发，官司拖到1999年才在庭外和解，迪斯尼发还凯森柏格的钱超过3亿美元。

结 语

解读资讯，才能获利

我曾经问过迈克尔·艾斯纳为什么不信任别人，并念了一段著名媒体银行家赫伯特·艾伦的话给他听，艾伦说：“他是一个极具创意而不相信别人的杰出人才。”艾斯纳并没有被这段话或我的问题吓住，他向我解释，每个人都是在卖东西，在华尔街谋生的人也不例外。他说，一个银行家说他不相信别人，一点也不让人意外，因为他对华尔街那个产业的产品经常表现出强烈的怀疑。“如果你是买主，那个要卖东西给你的人，可能就会夸大他的产品或公司的价值。”

艾伦是一个有教养、世故而正直的人，艾斯纳并没有冒犯他的意思。这两个人在交易和策略上共事了许多年；而艾伦曾经承认，他能把自己的狗调教成一个投资银行家。那就是为什么我很欣赏这个小故事的原因，它浓缩了我自己对华尔街的看法。那是一个充满了聪明和正直之人的地方，而那些人工作的产业，却不应该受人盲目信任——这是在那里工作的人都会乐意承认的事，可是投资那里的人，却似乎并不想知道这件事

我收到观众寄来电子邮件，问我的态度为什么总是那么负面。我从来无法了解他们在想什么，也从来无法了解为什么花钱投资的人，不愿意去多了解一些他们所投资的东西。我在报道的时候并没有故意持负面或正面的态度，我只是想提供资讯。我一向认为，资讯和了解是做出好决定的重要因素，而且我还坚信，时常抱着一种怀疑的态度，对于向华尔街前进的投资人来说，是很正常和有益无害的。

我希望这本书在这方面能有一些帮助。我希望它能帮助读者了解华尔街实际上是如何运作的；我希望它能帮助指引读者未来做决定的过程；我也希望读者抱着一点怀疑的态度，同时又明白：华尔街仍是一个投资能够获利的地方。

有一件事很有趣：我从来没有接到过在华尔街做事的人的电子邮件说我态度太负面，他们似乎接受我的报道和我的意图。我很感激这一点，也很感激他们。温斯顿·邱吉尔对民主的描述，很适合拿来表达我对华尔街的感觉：没有人应该认为它是完美或完全明智的，但对那些说它极不完美又不明智的人，我的反驳是：它比我看过的其他事物都要好。

[G e n e r a l I n f o r m a t i o n]

书名 = 法柏报告——透视股市谎言

作者 =

页数 = 284

SS号 = 0

出版日期 =

封面页	
书名页	
版权页	
前言页	
目录页	
第 1 章	我为什么痛恨分析师
第 2 章	我为什么喜欢卖空的人
第 3 章	你也可能遇到欺诈事件
第 4 章	揭开证券经纪人的真相
第 5 章	乐在基金
第 6 章	购并游戏怎么玩
第 7 章	首席执行官也是人
结语	
附录页	