

# 投资

跨越历史探寻投资的  
进化之路

认知有效投资的  
四条基本原则

把握大变局时代的  
财富创造机遇

[美] 诺顿·雷默  
NORTON REAMER

[美] 杰西·唐宁  
JESSE DOWNING

著

张 田  
舒 林  
译

的

# 进化

## INVESTMENT

### A HISTORY

## 有效投资原则与财富创造逻辑

中信出版集团

# 版权信息

书名:投资的进化

作者:[美]诺顿·雷默 [美]杰西·唐宁

译者:张田 舒林

出版时间:2023-09-01

ISBN:9787521756937

中信出版集团制作发行

版权所有·侵权必究

谨以此书献给我的妻子丽塔，她“赋予”我生命。

——诺顿

感谢我的父母——约翰和安-玛丽，我的姐姐和哥哥——贾内尔和布伦丹，感谢他们这么多年来一直鼓励我大胆创新，给予我关爱，支持我的好奇心，陪我度过愉快的时光。

——杰西

# 引言

## 投资挑战

2007—2009年全球金融危机后，人们对投资充满疑虑。从伯尼·麦道夫的惊天骗局，到2007年、2008年的次级抵押贷款危机，以及“安全”债券的收益不足，似乎为家庭的未来而规划的投资项目在经济中成为管理或者监管最失败的领域。但是，在随后几年，股市出现新高，融资价格居高不下，很多产业的信用不良与运作缺陷受到惩治和矫正，停滞不前的经济似乎逐渐恢复，原本看上去充满危险的投资重新焕发生机。

这次全球金融危机及其漫长的恢复进程引发人们大量的讨论。然而，这些讨论主要关注现代金融、法律和政治等领域，很少有人对这次危机的诱发因素——投资——有所关注，很少有人对投资的长期发展历程与机制展开讨论。投资究竟是什么？谁来进行投资？他们是怎么操作的？这方面有能用于分析、便于理解的故事吗？有什么教训可以吸取吗？事实证明，关于投资有大量鲜活的故事及案例，能帮助我们更加深刻地理解（即使无法彻底改变）这一话题与当前的任务。投资，即通过投入资源来实现收益目标，一直是人类发展史上的核心推动力，我们必须熟悉投资的发展历程，这样才能更全面地理解人类的动机、机会与行为。

当前我们要讨论研究的投资问题涉及面非常广，几乎触及我们生活的方方面面。可能给人带来的最明显的感受是，投资是我们整个经济的拉动引擎。投资是决定以下活动的重要因素，包括哪类项目能获得融资，个体如何形成集体（如公司、机构或联盟等），世界范围内资本从

哪里流入、从哪里流出，企业何时兼并、解散或者结束某些业务线。所有的经济实体都在进行投资。企业或机构的成长与收缩，实际上是基于各类投资项目的成本收益率。

但是作为人类最基本的活动之一，投资的重要性不仅仅体现在纯粹的货币表现上。投资还与社会目标密不可分地相互交织，这些社会目标包括获得房屋所有权，进行储蓄从而获得教育机会，实现慈善捐赠基金的良好、健康运作等。此外，投资在政治层面有非常现实的反馈效应。投资影响失业水平、老年人的退休计划、基础设施与研究的可用资金，以及政府进入信贷市场的能力。实际上，投资渗透在我们的日常生活中，时而明显、时而隐匿地发挥着重要作用。尽管投资无所不在，但我们很少能看到全面介绍投资发展历程的研究书籍。

本书并非直接告诉读者怎样对投资进行管理，而是从更广泛的角度向读者讲述长期以来投资的发展历程与各类投资活动，认为投资进程对于投资管理的影响至关重要。本书追溯到古老文明的投资萌芽，那时农耕土地、借贷与贸易活动是经济的基础；随后介绍基本金融、集体与慈善投资形式的出现；最后将介绍一系列专业投资工具与基金，从而把读者带入21世纪。我们在本书中还重点回顾了最为重要的投资演进历程：投资大众化。

投资大众化——将投资活动的机会拓展到普通民众——伴随着合资公司的诞生、工业革命以及公开市场的发展而出现。而投资大众化也恰恰成为以下概念与活动的驱动力，如退休及养老金概念的诞生、多元化投资组合的构建、证券监管的发展、对周期性危机与投资理论的深入理解、独立投资经理与投资管理公司的出现。然而，我们必须限定大众化一词的使用。投资向普罗大众的渗透并不代表每个人的投资渠道或者收益分享是平等的。大众化不一定代表绝对的平等。但是，从更长的历史维度看，投资大众化的确是投资历史上的一大变革。而且无可争辩的是，投资不再只是部分人的特权，在本书中我们称其为权力精英。当然，这并不意味着投资大众化已经或者应该走到终点。实际情况绝非如

此，投资大众化将是一个持续的进程。

## 投资的四条原则

为了给后续要讲述的悠久投资历史奠定基础，我们首先会解释有助于形成有效投资思维的四条一致性原则。这四条原则是掌握基本投资理念的基础，分别是：实际所有权、价值寻找的重要性、金融杠杆的重要功能，以及资源配置对于保证投资计划成功的重要性。

引入这些原则是为了表达投资的主旨与机制。我们希望用这四条原则帮助读者深化对投资的理解，减少认知障碍，慢慢意识到投资的概念与其他单一简练的概念相比，更容易受到细微差别与复杂度的影响。总而言之，对投资特性的深入理解有助于我们领会其漫长而传奇的历史。

### 实际所有权

在本书中，我们会讨论直接投资活动以及对金融工具（也代表对这些直接投资的所有权）的投资。虽然乍看之下，这些似乎是不同类型的投资，但实际上并不尽然。20世纪末、21世纪初美国投资者公认的“股神”——沃伦·巴菲特就认同这一观点。巴菲特一直认为直接收购公司与购买代表公司所有权的股票并不存在实质差别。<sup>①</sup>这表明，直接投资与对金融工具的投资可以产生同样的结果：获得实际所有权。

因此，投资的第一条原则是，无论是从公开市场购买上市公司的股票，还是私下购买整个或部分企业，其本质没有差异。两种情况下的投资活动，本质上都是“投入资源来实现收益目标”。因此，直接拥有一家企业和持有其股份，两种方式殊途同归。纵观历史，我们可以发现所有权与股权几乎不存在实际差异。投资者必须表现为他们已经购买了这家

企业，而不仅仅是一只股票，因为在两种情况下，投资者都必须勇敢面对来自现实的投资挑战——对投入资源的企业进行准确分析与评估。

## 基本价值

投资的第二条原则是价值至上。20世纪美国经济学家与《投资价值理论》的作者约翰·伯尔·威廉斯，给出了一家企业投资价值的最基本概念，也是一个经久不衰的概念：“未来股息的现值。”换言之，一家企业股权的投资价值是所有未来股息的现值，外加所有可预测本金的折现值。<sup>①</sup>

一直以来，这个概念对每位投资者都具有重要的现实意义，因为这个概念清楚地界定了审慎投资与投机。一方面，如果投资者以低于投资价值的价格买入有价证券，那么通常能产生高于该买入价格的总收益。另一方面，如果投资者以高于投资价值的价格买入有价证券，正如前文所述，他们可能面临损失，除非该证券卖给了愿意参与市场波动投机活动的另一方（也就是“更大的傻瓜”）。正因如此，当面临金融市场交易决策时，谨慎的投资者往往依靠于对投资价值进行估算。在购入和售出的问题上，价值提供了一个不可或缺的指南。<sup>②</sup>

长期以来，投资中缺乏对基本价值考虑的例子数不胜数。最戏剧性的就是涉及对证券或大宗商品价值严重高估的臭名昭著的“泡沫”事件，导致灾难性的市场崩溃和投资损失。关于一些市场崩盘事件以及市场低迷环境为投资创造廉价介入契机的情况，历史记载中还较少出现。价值投资有时会成为难以想象的丰厚利润的来源。

## 金融杠杆

投资的第三条原则是金融杠杆的重要性。纵观历史，人们获取贷款的目的多种多样，既有个人原因，也有商业目的。对于古人来讲，出于个人原因的借款较为常见，恰似如今我们所处的状况。古希腊和古罗马同样也广泛利用贷款为经营活动进行融资。由于农业土地是最重要的收益性资产并享有很高的地位，所以那些最重要的生产性借贷活动都是围绕土地展开的。当然，关于贸易融资的借贷相对普遍。自15世纪以来，随着产业的发展，信贷对工业发展、经济增长和实现收益所需的经营活  
动与资产融资起到了同样的促进作用。⑨

长期以来，金融杠杆是取得杰出投资业绩的一项重要推动力，但同时也是灾难性后果的助推因素。然而，当投资取得成功时，人们通常不会谈论杠杆所发挥的作用。相反，当投资失败时，杠杆通常会承担责任。这恰恰是长期资本管理这家大型对冲基金公司在1998年遭受重大投资失败后被多数人所熟知的原因。后来发现，这家公司利用了高达100：1的杠杆率来放大其投资组合。也就是说，100美元的债务等价物仅对应1美元的股权承诺。尽管该公司主要投资于高品质的政府债券，但是其异乎寻常的高杠杆造成了很大的风险，以至于其投资组合价值的轻微波动都能导致其资本净值承受超高压。如果不是政府组织实施救助，长期资本管理公司很可能受创当年就倒闭。⑩

另外，德高望重的投资者（再次想到了沃伦·巴菲特）通过采用更加适度的金融杠杆并辅以良好的资产选择和稳定的融资来源，同样可以在较长时期内使投资获得重大成功。多年来，巴菲特之所以取得了非凡的业绩表现，一定程度上是因为采用了大约1.6：1的杠杆率以及较低的债务融资成本。⑪

总之，金融杠杆放大了风险敞口：如果投资成功，它会放大利润；如果投资出现严重分析失误或时机不当，则将放大损失。因此，杠杆是一把最锋利的“双刃剑”。但是，对于具有深远意义的创业成功以及投资急剧性增长来讲，杠杆的使用一直发挥着显著的作用。

## 资源配置

投资设定中的资源配置，即配置资本和人力的过程，早在商业革命以及意大利城邦的商业银行取得成功的时期便开始出现。例如，有明确的证据表明，在15世纪的佛罗伦萨，美第奇家族以及其他极力将其资金和人力资源投入金融、纺织品制造和贸易领域企业的人士，已经敏锐察觉到资源配置的重要性。他们认识到分析投资机会的重要性，将其与资本实力和人力状况进行匹配，并合理付诸运用，在资源配置方面展示出显著的“现代意义上”的敏锐度。<sup>①</sup>事实上，我们甚至可以在古希腊和古罗马的房地产管理中察觉到这种敏锐度，身处其中的房地产所有者挑选经理人的标准是，这些人能够在农业资源和资本投资等方面做出收益最大化的决策。

尽管首席执行官（CEO）被视为管理手段、目标设定及实施过程的执行者这一现代观念仍然占据着主导地位，但是近年来另一种管理模式也获得了关注。那些重视对资本和人力进行有效配置的CEO取得的成功，也导致了对不同层级管理技能的重新评估。<sup>②</sup>值得注意的是，这些CEO中包括沃伦·巴菲特（伯克希尔-哈撒韦公司）、亨利·辛格尔顿（特利丹公司）以及托马斯·墨菲（大都会通信公司），他们都证实了CEO承担资本和人力资源分配者角色所产生的重大影响。

通常来讲，资本配置的关注重点是与强调管理层级中有意义的分散化管理风格搭配在一起的。权力分散化为精心挑选出来的部门经理或子公司CEO提供了实质性的自治权。分权管理的做法是企业体系的不同部门确定经验丰富、技能娴熟的成熟型领导者，允许他们在不涉及控制主要可利用资源的领域采取相对较少的日常经营监管。在许多管理理论家看来，与那些控制主宰型CEO所呈现出的实时掌控一切的狂热方式相比，这种方式的管理控制体现出了明显的优势。<sup>③</sup>

20世纪60年代至80年代，亨利·辛格尔顿出任特利丹公司的CEO，他很好地诠释了这种管理风格。尽管在此之前，一些CEO对于资源配置

的重视程度高于实施管理手段和日常管理计划等更为传统的管理技巧，但辛格尔顿似乎是当代最突出的摆脱该主导模式的人物。除此之外，辛格尔顿致力于压缩特利丹的流通股数量，通常用于取代潜在并购以及在厂房和设备方面的大规模投资。在他看来，重点在于股东投资的回报，而不是单纯衡量收入增长指标。<sup>①</sup>

## 本书的结构框架

本书的结构安排兼顾了时间顺序和主题。全书始于对古代投资的叙述，然后延续至当前的发展。然而，关于历史发展的内容主要围绕投资大众化这一中心主题展开。在1600—1900年这300年时间里，投资从一种完全造福于权力精英的活动演变为囊括商人、企业主、实业家和生意人等中产阶级并符合其利益的活动。

为了理解投资大众化的历史意义，必须通晓投资活动在其他时代和文明中是如何发展和运作的。在古代文明中，农业土地是财富和投资的基础。此外，只有权力精英，也就是那些拥有财富和地位，与政府、教会、贵族或军队领导人有关联的人，才能成为土地所有者或投资者。平民百姓几乎没有任何财富积累。

第一章探讨了支撑全球贸易和商务发端的投资结构。虽然那个时代的投资还处于最初发展阶段，但是我们仍然能瞥见美索不达米亚、古埃及、古希腊、古罗马和亚洲古代文明的金融成熟迹象。从中，我们发现了抵押贷款、不同保险类型、投资合作有限责任概念以及利润共享制度等案例。投资发展史同样与计息贷款的发展进程交织在一起，并且不同的宗教和文化对于高利贷概念的态度对许多投资和贷款结构造成了影响。

第二章通过回顾导致投资参与者及投资活动发生巨大变化的三大发

欢迎访问：电子书学习和下载网站 (<https://www.shgis.com>)

文档名称：《投资的进化》[美]诺顿·雷默,[美]杰西·唐宁.pdf

请登录 <https://shgis.com/post/4970.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

