

## 马克·塞勒尔：伟大投资者超越平庸的7个特质

### 【编者按】

马克·塞勒尔是对冲基金 Sellers Capital Fund 创始人，曾在晨星担任首席股权战略师，本文是他在 08 年的时候，给哈佛 MBA 做的演讲。这个耸人听闻的标题并非博取眼球的标题党，马克·塞勒尔表达的恰恰就是这个观点。别慌，这不是消极者的厌世之言，也不是失败者的呓语。宇宙洪荒，人人生而渺小，「伟大」注定稀缺。然而，就像胡适所说，「怕什么真理无穷，进一寸有进一寸的欢喜」。

### 【正文】

我即将告诉你们的是：我不是来教你们怎样成为一个伟大投资者的。相反，我是来告诉你们，为何你们中只有极少人敢奢望成为这样的人。如果你花了足够的时间去研究查理·芒格、沃伦·巴菲特、布鲁斯·博克维茨、比尔·米勒、埃迪·兰伯特和比尔·阿克曼等投资界巨子，你们就会明白我是什么意思。

我知道这里的每一个人都有超越常人的智力，并且是经过艰苦的努力才达到今天的水平。你们是聪明人中最聪明的人。不过，即便我今天说的其他东西你们都没听进去，至少应该记住一件事：你们几乎已经没有机会成为一个伟大的投资者。你们只有非常、非常低的可能性，比如 2%，甚至更少。这已经考虑到你们都是高智商且工作努力的人，并且很快就能从这个国家最顶级的商学院之一拿到 MBA 学位的事实。如果在座的仅仅是从大量人口中随机抽取的一个样本，那么成为伟大投资者的可能性将会更小，比如 5000 分之一。你们会比一般投资者拥有更多优势，但长期来说你们几乎没有机会从人群中脱颖而出。

其原因是，你的智商是多少、看过多少书报杂志、拥有或者在今后的职业中将拥有多少经验，都不起作用。很多人都有这些素质，但几乎没有人在整个职业生涯中使复合回报率达到 20% 或 25%。

我知道有人会不同意这个观点，我也无意冒犯在座诸位。我不是指着某个人说：“你几乎没有机会变得伟大了。”这个房间中可能会出现一两个能在职业生

涯中实现 20%复合回报率的人，但在不了解你们的情况下很难提前断言那会是谁。

往好的方面讲，虽然你们中的大多数人都无法在职业生涯中达到 20%的复合回报率，但你们依然会比普通投资者做得好，因为你们是哈佛的 MBA。一个人能学会如何成为一般级别之上的投资者。如果你们聪明、勤奋又受过教育，就能做得足够好，在投资界保住一份高薪的好工作。不用成为伟大投资者，你们也可以赚取百万美元。通过一年的努力工作、高智商和努力钻研，你就可以学会在某几个点上超越平均水平。因此无须为我今天说的话而沮丧，即使不是巴菲特，你们也将会有一份真正成功且收入不菲的职业。

但是你们不可能永远以 20%的复合回报率让财富增值，除非你的脑子在十一二岁的时候就有某种特质。我不确定这是天生的还是后天习得的，但如果你到青少年时期还没有这种特质，那么你就再不会有了。在大脑发育完成之前，你可能有能力超过其他投资者，也可能没有。来到哈佛并不会改变这一点，读完每一本关于投资的书不会，多年的经验也不会。如果你想成为伟大投资者，那些只是必要条件，但还远远不够，因为它们都能被竞争对手复制。

作个类比，想想企业界的各种竞争策略吧。我相信你们在这里已经上过或者将要上战略课程。你们或许会研习迈克尔·波特的文章和书籍，这是我在进商学院之前就自学过的。我从他的书里受益匪浅，在分析公司时仍然总会用到这些知识。

现在，作为公司的 CEO，什么样的优势才能使你们免受残酷的竞争？如何找到合适的点来建立起广泛的巴菲特所说的“经济护城河”（economic moat）？

如果技术是你唯一的优势，那么它并不是建立“护城河”的资源，因为它是可以、而且最终总是会被复制的。这种情况下，你最好的希望是被收购或者上市，在投资者认识到你并没有可持续性优势之前卖掉所有股份。科技是那种寿命很短的优势。还有其他的，像一个好的管理团队、一场鼓动人心的广告行动，或是一股高热度的流行趋势。这些东西制造的优势都是暂时的，但它们与时俱变，而且能被竞争者复制。

经济护城河是一种结构性（structural）的优势，就像 1990 年代的西南航空。它深植于公司文化和每一个员工身上，即使每个人都多少知道西南航空做的

是什么，却没有别人能复制。如果你的竞争者知道你的秘密却不能复制，那就是一种结构性的优势，就是一条“护城河”。

在我看来，实际只有4种难以复制且能持久的“经济护城河”。一种是规模经济，沃尔玛、宝洁、家得宝就是例子。另一种资源是网络效应，如eBay、万事达、维萨或美国运通。第三种是知识产权，比如专利、商标、政府许可或者客户忠诚度，迪斯尼、耐克和Genentech即是此中典范。最后一种是高昂的用户转移成本，薪资处理服务公司沛齐（Paychex）和微软就受益于此，因为用户转向其他产品的成本实在高昂。

就像公司要么建立一条“护城河”，要么就忍受平庸，投资者也需要一些超越竞争者的优势，否则他就沦为平庸。

现在有8000多家对冲基金和1万家共同基金，每天还有数百万计的个人投资者试图玩转股票市场。你们如何比这些人更有优势？“护城河”由何而来？

首先，大量阅读书籍、杂志、报纸并不是建立“护城河”的资源。任何人都读书。阅读自然无比重要，但不会赋予你高过他人的强劲优势，只能让你不落在别人后面。投资界的人都有大量阅读的习惯，有的人阅读量更是超群，但是我不认为投资表现与阅读数量之间呈正相关关系，你的知识积累达到某个关键点后，再多阅读就会呈收益递减效应。事实上，读太多新闻反而会伤害你的投资表现，因为那说明你开始相信记者们为了报纸销量而倾泻的所有废话。

另外，任凭你是顶尖学校的MBA，或者拥有注册金融分析师资格、博士学位、注册会计师证书等等数十种可能得到的学位和证书，都不可能让你成为伟大的投资者。哈佛也无法把你教成这样的人，西北大学、芝加哥大学、沃顿商学院、斯坦福也不能。我要说的是，MBA是学习如何精确地获得市场平均回报率的最好途径。你可以通过MBA的学习极大地减少前进道路上的错误。这经常能使你得到丰厚的薪水，即使你离成为伟大投资者越来越远。你不可能花钱买到或是通过读书学习而成为伟大的投资者。这些都不会让你建起“护城河”，只是让你更容易获得进入这场赌局的邀请而已。

经验是另一件被高估的事情。经验的确很重要，但并不是获得竞争优势的资源，它仅仅是另一张必需的入场券。经验积累到某一点后，其价值就开始收益递减。如果不是这样，那么60岁、70岁和80岁就应该是所有伟大资金操纵者的

黄金时代。我们都知道事实并非如此。因此一定程度的经验是玩这个游戏所必需的，但到了一定时候，它就不再有更多帮助。它不是投资者的经济“护城河”。查理·芒格说过，你们可以辨别出谁能正确地“理解”，有时那会是一个几乎没有投资经验的人。

因此什么是投资者必备的竞争优势呢？就像一个公司或者一个行业，投资者的“护城河”也应该是结构性的。它们与一些心理学因素有关，而心理因素是深植在你的脑子里的，是你的一部分，即使你阅读大量相关书籍也无法改变。

我认为，至少有7个特质是伟大投资者的共同特征，是真正的优势资源，而且是你一旦成年就再无法获得的。事实上，其中几个特质甚至丝毫没有学习的可能，你必须天生具备，若无就此生难寻。

**第一个特质是，在他人恐慌时果断买入股票、而在他人盲目乐观时卖掉股票的能力。**每个人都认为自己能做到这一点，但是当1987年10月19日这天到来的时候（历史上著名的“黑色星期一”），市场彻底崩溃，几乎没人有胆量再买入股票。而在1999年（次年即是纳斯达克大崩盘），市场几乎每天都在上扬，你不会允许自己卖掉股票，因为你担心会落后于他人。绝大多数管理财富的人都有MBA学位和高智商，读过很多书。到1999年底，这些人也都确信股票被估值过高，但他们不能允许自己把钱撤离赌台，其原因正是巴菲特所说的“制度性强制力”（institutional imperative）。

**第二个特质是，伟大投资者是那种极度着迷于此游戏，并有极强获胜欲的人。**他们不只是享受投资的乐趣——投资就是他们的生命。他们清晨醒来时，即使还在半梦半醒之间，想到的第一件事情就是他们研究过的股票，或者是他们考虑要卖掉的股票，又或者是他们的投资组合将面临的<sup>1</sup>最大风险是什么以及如何规避它。他们通常在个人生活上会陷入困境，尽管他们也许真的喜欢其他人，也没有太多的时间与对方交流。他们的头脑始终处在云端，梦想着股票。不幸的是，你们无法学习这种对于某种东西的执迷，这是天生的。如果你没有这样的强迫症，你就不可能成为下一个布鲁斯·博克维茨（Fairholme Funds的创始人，选股思路深受巴菲特影响，组合集中、低换手率、很少越界）。

**第三个特质是，从过去所犯错误中吸取教训的强烈意愿。**这点对于人们来说

是难以做到的，让伟大投资者脱颖而出的正是这种从自己过去错误中学习以避免重犯的强烈渴望。大多数人都会忽略他们曾做过的愚蠢决定，继续向前冲。我想用来形容他们的词就是“压抑”（repression）。但是如果你忽略往日的错误而不是全面分析它，毫无疑问你在将来的职业生涯中还会犯相似的错。事实上，即便你确实去分析了，重复犯错也是很难避免的。

**第四个特质是，基于常识的与生俱来的风险嗅觉。**大部分人都知道美国长期资本管理公司（1990年代中期的国际四大对冲基金之一，1998年因为俄罗斯金融风暴而濒临破产）的故事，一个由六七十位博士组成的团队，拥有最精妙的风险分析模型，却没能发现事后看来显见的问题：他们承担了过高的风险。他们从不停下来问自己一句：“嗨，虽然电脑认为这样可行，但在现实生活中是否真的行得通呢？”这种能力在人类中的常见度也许并不像你认为的那样高。我相信最优秀的风险控制系统就是常识，但是人们却仍会习惯听从电脑的意见，让自己安然睡去。他们忽视了常识，我看到这个错误在投资界一再上演。

**第五个特质是，伟大的投资家都对于他们自己的想法怀有绝对的信心，即使是在面对批评的时候。**巴菲特坚持不投身疯狂的网络热潮，尽管人们公开批评他忽略科技股。当其他人都放弃了价值投资的时候，巴菲特依然岿然不动。《巴伦周刊》为此把他做成了封面人物，标题是“沃伦，你哪儿出错了？”当然，事后这进一步证明了巴菲特的智慧，《巴伦周刊》则变成了完美的反面教材。就个人而言，我很惊讶于大多数投资者对他们所买股票的信心之微弱。根据凯利公式（Kelly Formula，一个可用于判断投资和赌博风险的数学公式），投资组合中的20%可以放在一支股票上，但很多投资人只放2%。从数学上来说，运用凯利公式，把2%的投资放在一支股票上，相当于赌它只有51%的上涨可能性，49%的可能性是下跌。为何要浪费时间去打这个赌呢？这帮人拿着100万美元的年薪，只是去寻找哪些股票有51%的上涨可能性？简直是有病。

**第六个特质是，左右脑都很好用，而不仅仅是开动左脑（左脑擅长数学和组织）。**在商学院，我曾经遇到过很多天资聪颖的人。不过主修金融的人，写的东西一文不值，他们也无法创造性地看待问题，对此我颇感震惊。后来我明白了，一些非常聪明的人只用一半大脑思考，这样足以让你在世上立足，可是如果要成

为一个和主流人群思考方式不同的富有创新精神的企业投资家，这还远远不够。另一方面，如果你是右脑占主导的人，你很可能讨厌数学，然后通常就无法进入金融界了。所以金融人士很可能左脑极其发达，我认为这是个问题。我相信一个伟大投资家的两边大脑都发挥作用。作为一个投资家，你需要进行计算，要有逻辑合理的投资理论，这都是你的左脑做的事情。但是你也需要做一些另外的事情，比如根据微妙线索来判断该公司的管理团队。你需要静下心来，在脑中勾画出当前情势的大图景，而不是往死里去分析。你要具备幽默感、谦卑的心态和基本常识。还有最重要的，我认为你也得是一个好的写作者。看看巴菲特，他是商业世界里最杰出的写作者之一，他同时也是古往今来最好的投资家之一绝非偶然。如果你无法清晰地写作，我认为你也不能清楚地思考。如果不能清楚地思考，你就会陷入麻烦。很多人拥有天才般的智商，却不能清楚地思考问题，尽管他们心算就能得出债券或者期权的价格。

最后、最重要的，同时也是最少见的一项特质：**在投资过程中，大起大落之中却丝毫不改投资思路的能力。**这对于大多数人而言几乎是不可能做到的。当股票开始下跌，人们很难坚持承受损失而不抛出股票。市场整体下降时，人们很难决定买进更多股票以使成本摊薄，甚至很难决定将钱再投入股票中。人们不喜欢承受暂时性的痛苦，即便从长远来看会有更好的收益。很少有投资家能应对高回报率所必须经历的短期波动。他们将短期波动等同于风险。这是极不理性的。风险意味着你若押错了宝，就得赔钱。而相对短时期内的上下波动并不等于损失，因此也不是风险，除非你在市场跌到谷底时陷入恐慌，被损失吓得大乱阵脚。但是多数人不会以这种方式看问题，他们的大脑不容许他们这么想。恐慌本能会入侵，然后切断正常思考的能力。

我必须申明，人们一旦步入成年期就无法再学到上述特质。这个时候，你在日后成为卓越投资者的潜力已经被决定了。这种潜力经过锻炼可以获得，但是无法从头建立，因为这与你脑组织的结构以及孩童时期的经历密切相关。这不是说金融教育、阅读以及投资经验都不重要。这些很重要，但只能让你够资格进入这个游戏并玩下去。那些都是可以被任何人复制的东西，而上述7个特质却不可能。