

## 4 管理案例 Management case

## 爱即放手：印度塔塔驯服捷豹路虎的秘诀

在印度神一般存在的塔塔集团本身不缺少传奇,2012年年底刚退休的塔塔集团前主席拉坦-塔塔正是其中之一。“宠爱”不代表要绝对的“控制”。在管理方式上,与一些对被收购企业“大规模洗脑”,“控制狂”不同,拉坦-塔塔钟爱的正是捷豹路虎原本的个性。塔塔汽车之所以并没有毁了捷豹路虎,市场认为恰是因为塔塔没有插手捷豹的管理,也没有有意无意地让英伦风的捷豹路虎印度化。

6年前,塔塔集团2.3亿美元并购捷豹路虎,被评论为“摆阔”及“昂贵的错误”。未曾想,塔塔时代的“虎豹”扭亏为盈,上周刚发布的第三季财报显示其利润同比2012年翻番至8.42亿英镑,早已成为塔塔汽车的顶梁柱。在本土市场凄风残雨时,如果没有捷豹路虎,塔塔汽车公司股价完全不可能在过去12个月内上涨13.38%。

捷豹路虎的锋芒重现完全出乎市场意料之外。同样一波分析师,盛赞印度塔塔在新兴市场,是少数几家有能量管理西方困难企业的公司。这些分析师们没看到的,是为车痴狂的塔塔集团前掌门人拉坦·塔塔(Ratan Tata)对捷豹路虎的极大偏爱,以及他所谱知的“爱即放手”。国内企业大都为海外并购“买易养难”而头痛,虽然乐于借鉴塔塔的宝贵经验,但在实际的企业运营中却很难拷贝成功。

## 印度大象为何宠爱虎豹

刚被塔塔并购时,捷豹路虎公司的光芒有些消逝。尤其是联想到印度曾是英国殖民地——一个安乐窝,野鹤闲云的国度——英国捷豹归顺印度塔塔更为耐人寻味。

在印度神一般存在的塔塔集团本身不缺少传奇,2012年年底刚退休的塔塔集团前主

席拉坦-塔塔正是其中之一。拉坦是塔塔家族的第四任继承人,执掌家族企业21年,他最大的成就就是让塔塔集团从一家印度本土公司走出国门。

拉坦在任期间,塔塔汽车收购了捷豹和路虎品牌、塔塔钢铁收购了欧洲最老牌的英国哥鲁斯(Corus)钢铁集团、塔塔茶业收购了著名的英国泰特利茶业(Tetley)。塔塔对英国制造业的总投资达到160亿英镑。

如果拉坦-塔塔是一个海外并购领域的商界奇才,那他应该可以创造出无数个捷豹路虎的奇迹,可他没有。塔塔钢铁是在2007年以113亿美元的价格收购了哥鲁斯,但之后哥鲁斯钢铁鲜有建树。

拉坦-塔塔在汽车界的卓越成就,一个是捷豹路虎;另一个是要在印度发展为国民车的“Nano”。当然,必须提一下的是他还买了韩国的大宇(Daewoo)商用车,后者第三财季净利润暴涨8倍。

个人对汽车行业的痴迷,是拉坦-塔塔如此用心的原因之一。抛去他的国际化路线,拉坦-塔塔是公认的一位挺安静的人。他不张扬,为人处事低调谨慎,不抽烟不嗜酒,没有桃色新闻,略显中庸色彩。

可骨子里那个拉坦-塔塔却有着不羁的一面,他酷爱车,爱到有些痴狂。他的个人名车收藏中的每辆车都有特别定制材料,展示馆级别的精神料理,除了他自己,没人可以开走任何一辆。

每周日上午,最令拉坦-塔塔醉心的一个消遣,就是一辆接一辆的开自己心爱的藏在孟买兜风。这些藏品中,包括追求极致速度的法拉利,其中有一款大概是印度第一辆的法拉利加利福尼亚(Ferrari California),此外还有凯迪拉克XLR,玛莎拉蒂Quattroporte,以及诸多克莱斯勒,路虎,奔驰等等。

即使不考虑个人喜好的因素,拉坦-塔塔对捷豹路虎的“偏心”也不难理解:捷豹路虎个性十足,两个品牌在高档豪华轿车、跑车与SUV的优势正是塔塔汽车所缺失的。从上世纪90年代与丰田大众技术支持谈判不了之后后来与奔驰及菲亚特合资公司的尴尬合作,再度证明新兴市场企业的“取经路”大都



荆棘遍地。对捷豹路虎的并购给塔塔汽车提供了宝贵的技术支持和海外营销资源。

## 塔塔如何“放手”捷豹路虎

“宠爱”不代表要绝对的“控制”。在管理方式上,与一些对被收购企业“大规模洗脑”,“控制狂”不同,拉坦-塔塔钟爱的正是捷豹路虎原本的个性。塔塔汽车之所以并没有毁了捷豹路虎,市场认为恰是因为塔塔没有插手捷豹的管理,也没有有意无意地让英伦风的捷豹路虎印度化。

收购伊始,捷豹路虎的管理层公开提出,收购不应该对公司文化产生影响。对此,拉坦-塔塔全无异议。收购完成后,如其之前承诺的,塔塔集团绝对放权,英国公司的人士构架与收购前没什么差别,对公司日常运营依然拥有绝对权威。

按照拉坦-塔塔本人的话来说:收购刚落定时,就有猜忌说塔塔将英国的工厂解散,将生产转移到印度,但他想要的,只是捷豹路虎

“对自己的命运负责”。他说他不是魔法师,捷豹路虎的团队才是。当然,捷豹路虎每有需要,塔塔一定会是有力后盾。

在收购捷豹路虎这个案子上,收购刚完成时,捷豹路虎深陷危机,塔塔大举投入,废除了关闭英国一间工厂的计划,保住了数千人的饭碗。同时,之前从老东家福特传下来的几个项目,都在收购的几年依然继续开展下去,塔塔没有干涉。

Evoque就是福特的“遗产”之一,这个项目延续至今一直很成功。到2012年结束的2011财年,捷豹路虎的零售销售达到30.6万辆,当年就已经变身塔塔集团收入和利润的主要驱动力。同时,因为新产品线进展顺利,捷豹路虎一路走得很顺利,几款新品的等待时间平均达到4到6个月,这些新款占公司销量的32%。

这种“放手”从一开始就奠定的基调,多年以来未曾改变。

如今,拥有98个子公司的塔塔集团业务

范围包括IT、钢铁和汽车三大核心业务,还涉足电力、电信、宾馆、茶饮、钟表、珠宝和工程等等各个领域,塔塔Logo在印度几乎无处不在。在腐败和贫穷的泥沼中,塔塔也难做到独善其身,但兼济天下的理想还是有的。

与单纯的资本逐利不同,塔塔的热情以及宽容,让捷豹路虎获得了张扬个性的空间和资本。作为回报,捷豹路虎的报表也越来越漂亮。

在过去3年,捷豹路虎公司每年利润均上10亿英镑的规模。同时,捷豹路虎还比收购前多9000个工作岗位,并有望继续增加1700名新员工。目前捷豹路虎每年生产的车辆只有1/4在英国本土销售,另外近1/4在中国市场,剩下半数销往欧美,及金砖四国的巴西、俄罗斯和印度。相比而言,受限国内经济放缓,反倒是塔塔汽车在印度本土的销售一再歉收。这一颓势这两年也依然没有任何改变。如果没有全球化棋子之一的捷豹路虎,塔塔汽车远不会有今天这般光鲜。(郝倩)

我已记不起当时花了多少钱来买《聪明的投资者》的第一版。无论花了多少钱,都可以强调出本的格言:价格是你支付出去的,价值是你所获得的。我做过的所有投资当中,买本(本·格雷厄姆)的书就是最好的投资。

“像做生意一样对待投资,是最聪明的。”  
——本·格雷厄姆,《聪明的投资者》

引用本·格雷厄姆的话作为这封信的开场白是合适的,因为我很感激能从他了解到关于投资的想法。我在后面会谈到本,甚至很快会谈到普通股,但首先我想和你聊聊,在很久以前我曾做过的两个小小的非股票投资。尽管它们都没有明显地改变我的净值,但还是能带来些启发的。

## 两个小小的非股票投资

这故事始于1973至1981年的内布拉斯加州,当时美国中西部的农场价格暴涨,因为大家普遍认为恶性通货膨胀要来了,而且小镇银行的贷款政策还火上浇油。然后泡沫爆了,导致价格下跌50%甚至更多,摧毁了那些举债经营的农民和他们的债主。在那场泡沫余波中倒闭的爱荷华州和内布拉斯加州的银行,数量比我们最近这次大萧条中倒闭的还要多五倍。

在1986年,我从FDIC(联邦存款保险公司)那买下了一个400英亩的农场,坐落在奥马哈北部50英里处。这花了我28万,此价格比前几年一家倒闭了的银行批给农场的贷款还要少得多。我根本不懂怎样去经营一个农场,好在有个热爱农活的儿子。我从他那得知这农场能生产多少蒲式耳的玉米和大豆,经营费用会是多少。通过这些预估,我计算出这农场当时大概能有10%的正常回报。我还认为生产力会随时间而提高,农作物价格也会越来越高。后来这些预期都得到了印证。

我不需要有与众不同的知识或智商来得出结论,这项投资不会有向下的趋势,而是有潜在的,会实质向好的趋势。当然了,可能偶尔会歉收,或是价格有时让人失望。那又如何?总会有些非常好的年份嘛,我完全不会有任何压力去卖掉这块资产。现在,28年过去了,这农场的收入翻了三倍,它的价值已是我支付价格的五倍甚至更多。我还是对农活一无所知,最近才第二次去实地看了看。

在1993年,我做了另外一个小投资。那时我还是罗门的CEO,罗门的房东赖瑞·西弗史丹告诉我,有个清算信托公司打算要卖掉纽约大学邻近的一块商业地产。泡沫再

## 我最好的投资就是买本的书——2014 巴菲特致股东信(摘录)

次爆破了,这次波及到商业地产,这个清算信托公司专门用于处置那些倒闭储蓄机构的资产,正是这些机构乐观的贷款政策助长了这场闹剧。

这里的分析依旧简单。就像那农场的例子中,该资产的无杠杆当期收益率大约为10%。但资产正被清算信托公司低效率经营着,如果把一些空置的商店出租,它的收入将会增加。更重要的是,占地项目约20%面积的最大租户支付的租金大约为5美元一英尺,而其他租户平均为70美元。9年后,这份廉价租约的到期肯定会带来收入的显著增长。这资产的位置也是极好的,毕竟纽约大学跑不了。

我加入了一个小团体来收购这栋楼,赖瑞和佛瑞德·罗斯也在其中。佛瑞德是个有经验的高级房地产投资者,他和他的家族将管理这项资产。这些年也确实由他们经营着。随着旧租约的到期,收入翻了三倍,现在的年分红已超过我们初始投资额的35%。此外,原始抵押分别在1996年和1999年被再融资,这种手段允许进行了几次特别分红,加起来超过了我们投资额度的150%。我到今天为止还没去看过这项资产。

从那农场和纽约大学房地产获得的收入,很可能未来几十年内还会增长。尽管收益并不具有戏剧性,但这两项投资却是可靠且令人满意的,我会一辈子持有,然后传给我的孩子和孙子。

## 投资的基础原则

我说这些故事是为了阐明一些投资的基础原则:

获得令人满意的投资回报并不需要你成为一名专家。但如果你不是,你必须认清自己的局限性并遵循一套可行的方法。保持简单,不要孤注一掷。当别人向你承诺短期的暴利,你要学会赶紧说“不”。

聚焦于拟投资资产的未来生产力。如果你对某资产的未来收入进行了粗略估算,却又感到不安,那就忘了它继续前进吧。没人能估算出每一项投资的可能性。但没必要当个全能者;你只要能理解自己的所作所为就可以了。

如果你是聚焦于拟投资资产的未来价格变动,那你就是在投机。这本身没什么错。但我知道我无法成功投机,并对那些宣传自己能持续成功的投机者表示怀疑。有一半人第一次扔铜板时能压对宝;但这些胜利者如果继续玩下去,没人能拥有赢利为正的期望值。事实上,一项既定资产最近的价格上涨,永远都不会是买入的理由。

通过我的两个小投资可以看出,我只会

考虑一项资产能产出什么,而完全不关心它们的每日定价。聚焦于赛场的人才能赢得比赛,胜者不会是那些紧盯记分板的人。如果你能好好享受周六周日而不看股价,那工作日也试试吧。

形成自己的宏观观点,或是听别人对宏观或市场进行预测,都是在浪费时间。事实上这是危险的,因为这可能会模糊你的视野,让你看不清真正重要的事实。(当我听到电视评论员油嘴滑舌地对市场未来走势进行臆想,我就回想起了米奇·曼托的尖酸评论:“你都不知道这游戏有多简单,直到你走进那个演播厅。”)我的两项购买分别是在1986年和1993年完成。决定进行这些投资的时候,当时的经济状况、利率或是下一年(1987和1994年)的证券市场走势,对我来说都不重要。我已经记不起当时的头条新闻,或是权威人士说了些什么,不管别人怎么说,内布拉斯加州的玉米一直在生长,学生也会聚集在纽约大学。

我的两项购买分别是在1986年和1993年完成。决定进行这些投资的时候,当时的经济状况、利率或是下一年(1987和1994年)的证券市场走势,对我来说都不重要。我已经记不起当时的头条新闻,或是权威人士说了些什么,不管别人怎么说,内布拉斯加州的玉米一直在生长,学生也会聚集在纽约大学。

## 两个小投资和股票投资之间的区别

在我的两个小投资和股票投资之间,有个重要的区别。那就是股票会让你知道所持股份的实时定价,而我却从没见过对我农场或纽约房地产的报价。

证券市场的投资者有个极大的优势,那就是他们的持股有宽幅波动的估值。对于一些投资者来说,确实如此。毕竟,如果一个穆迪的朋友,每天围着我的财产对我喊出报价,愿意以此报价来买我的农场,或将他的农场卖给我,并且这些报价会根据他的精神状态,在短期内剧烈变化,我到底该怎样利用他这种不规律的行为来获利?如果他的日报价令人可笑地低,并且我有闲钱,我就会买下他的农场。如果他喊出的报价荒谬地高,我要么就卖给他,或是继续耕种。

然而,股票的持有者往往容易被其他投资者的反复无常和不理性所影响,搞到自己也不理性。因为市场上的噪音太多了,包括经济状况、利率、股票的价格等等。一些投资者认为听权威人士的意见很重要,更糟糕的是,还认为参考他们的评论来投资很重要。

那些拥有农场或房子的人,能够默默持有资产几十年,但当他们接触到大量的股票报价,加上评论员总在暗示“别一直坐着,来买卖吧!”,他们往往就会变得狂热起来。对于这些投资者来说,流动性本来是可以拥有的绝对优势,现在却变成了一种诅咒。

一个闪电崩盘或是其他极端的市场震荡,对投资者所造成的伤害,并不会比一个古怪且爱说话的邻居对我农场投资的伤害来得



大。事实上,下跌的市场对真正的投资者来说,是有帮助的,如果当价格远低于价值的时候,他手里还有钱可用的话。在投资的时候,恐惧的氛围是你的朋友;一个欢快的世界却是你的敌人。

在2008年底发生的,严重的金融恐慌期间,即使一个严峻衰退正在明显地形成,我也从未想过要卖出我的农场或是纽约房地产。如果我100%拥有一项具良好长期前景的稳当生意,对我来说,哪怕是稍微考虑要抛售它,都会是非常愚蠢的。我持有的股票就是好生意的一小部分,那为什么要卖出呢?准确地说,每一小部分或许最后会让人失望,但作为一个整体,他们一定能做好。难道有人真的相信,地球会吞没美国惊人的生产性资产和无限的人类创造性?

这是为非专业人士说的“投资是什么”。“什么时候投资”也是很重要的。最危险的是胆小的或新手的投资者在市场极度繁荣的时候入场,然后看到账面亏损了才醒悟。(想起巴顿·比格斯最近的观察:“牛市就像性爱,在结束前的感觉最好。”)投资者解决这类错时交易的方法是,在一段时间内积攒股份,并永远不要出现坏消息和股价远低于高点时卖出。遵循这些原则,“什么都不懂”的投资者不仅做到了多样化投资,还能保持成本最小化,这几乎就能确信,可以获得令人满意的结果。实际上,相对于那些知识渊博,但连自身弱点都看不清的专业投资者,一个能实事求是面对自己短处的纯朴投资者可能会获得更好的长期回报。

## 本·格雷厄姆和《聪明的投资者》

现在说回本·格雷厄姆。我在1949年买了本所著的《聪明的投资者》,并通过书中的投资探讨,学到了他大部分的想法。我的金融生涯随着买到的这本书而改变了。

在读本书之前,我仍在投资的环境外徘徊,鲸吞着所有关于投资的书面资料。我阅

读的大多数内容都使我着迷:我尝试过亲手画图,用市场标记来预测股票走势。我坐在经纪公司的办公室,看着股票报价带卷动,我还听评论员的讲解。这些都是有趣的,但我并不为之颤抖,因为我还什么都不懂。

相反地,本的想法能用简单易懂的平凡文字,有逻辑地去阐明(没有希腊字母或复杂的公式)。对我来说,关键点就是最新版第八章和第十章的内容,这些观点引导着我今日的投资决策。

关于这本书的几个有趣花絮:最新版包括了一个附录,里面描述了一个未被提及的投资,是关于本的幸运投资的。本在1948年,当他写第一版书的时候进行了收购,注意了,这个神秘的公司就是政府雇员保险公司Geico。如果本当时没有看出还处于初创期的Geico的特质,我的未来和伯克希尔都将会大大的不同。

这本书1949年的版本还推荐了一个铁路股,当时卖17美元,每股盈利为10美元。(我佩服本的一个原因就是他有胆量使用当前的例子,如果说错了就会让自己成为被嘲讽的对象。)某种程度上,低估值是由于当时的会计准则造成的,那时候并不要求铁路公司在账面盈余中体现出子公司的大量盈余。

被推荐的股票就是北太平洋公司,它最重要的子公司是芝加哥,伯灵顿和昆西。这些铁路现在是北伯林顿铁路公司的重要组成部分,而伯克希尔现今完全拥有北伯林顿铁路公司。当我读这本书的时候,北太平洋公司的市值约为4000万美元,现在它的继承者每四天就能赚这么多了。

我已记不起当时花了多少钱来买《聪明的投资者》的第一版。无论花了多少钱,都可以强调出本的格言:价格是你支付出去的,价值是你所获得的。我做过的所有投资当中,买本的书就是最好的投资(我买的那两本结婚证除外)。

(翻译 by 刺猬偷猫)