

一個 Wall Street Meat 投資分析師的 告白

華爾街

牛肉場

年薪千萬、喊水結凍、低調神祕的投資分析師的真相

安迪·凱斯勒 著
(Andy Kessler)

李芳齡 譯

強力推薦

朱成志 《萬寶週刊》社長

作者簡介

安迪·凱斯勒 (Andy Kessler)

在華爾街擔任研究分析師、投資銀行家、創投家及對沖基金經理人近二十年，為《華爾街日報》(Wall Street Journal)、《富比世》(Forbes)雜誌、TheStreet.com、《美國旁觀者》(American Spectator)等刊物撰寫文章，並在國家廣播公司財經頻道(CNBC)、有線電視新聞網(CNN)、美國廣播公司(ABC)「夜線」(Nightline)新聞節目、國家廣播公司「日線NBC」(Dateline NBC)等節目中擔任評論員。

譯者簡介

李芳齡

美國愛荷華州立大學經濟與企管雙碩士，曾任職經濟研究機構與外商證券公司研究部經理，獨立編寫製作中華民國外交部國際合作與發展經貿英文季刊。目前除於大學兼授經濟與管理課程外，專事寫作與翻譯，有《啟動革命》、《哈佛商業評論精選：企業策略》、《第五項修練III：變革之舞》、《業競天擇》、《鞏固素作崇》、《創新者的解答》、《創新者的修練》等近四十本譯作，同時為《EMBA世界經理文摘》月刊特約編譯。

一個 Wall Street Meat 投資分析師的告白

華爾街
牛肉場

安迪·凱斯勒 著
(Andy Kessler)

李芳齡 譯

推薦序

台股龍捲風 V.S 美股牛肉場

朱成志

一九八五年，當時才二十六歲的作者，莫名其妙地進入了美國華爾街，擔任半導體產業的分析師。一九八八年，二十八歲的我，離開原本服務的《遠見雜誌》，進入了台灣的華爾街——南京東路，當時政策剛開放新設證券公司，我參與籌備一家以政大校友為主要股東的證券公司。由於我晚上及假日都在教投資，所以公司還沒成立，就被另一家證券投資顧問公司挖角，擔任研究部經理工作！當我看到這本書的第一章內容時，很容易讓我把時空拉回到當年的場景。

到了新公司，有一位原本在日資證券公司服務、也被挖角到投顧的主管，第一次碰到我時，就說當他在美國拿到 MBA 學位，到華爾街工作的第一天，他的美國上司也說，要去哪個地方買西裝，要去哪個地方買皮鞋……，他正如本書的康乃爾。

當然，台灣版的證券界與美國相當不同。台灣沒有美國那麼廣大的證券市場，可是自從一九九五年以來將近十年的時間，外資逐步投入台股，也改變昔日

主力炒作色彩濃厚的台股，業界生態產生了非常大的變化。隱約間，這本書也浮出了台股的部分場景。

其實，以本書作者在證券界的經歷，只有一九八五年到一九九〇年代短短數年而已。我從事證券投資分析的相關工作，從一九八八年到現在二〇〇五年，時間比他來得更久，老實說，台灣的分析師應該要羨慕，在美國的分析界能有這麼多的機會。一直以來，我不認為台灣的分析師水準不如老外，華爾街的環境給他們太多可發揮的空間，在台灣證券界想出人頭地，辛苦多了。

不論中外，分析師的角色定位非常重要，而在這當中，最重要的問題就是分析師到底為「誰」服務？

以作者的角度，可以看到他擺盪在投資銀行的分析師與證券公司客戶之間。而投資銀行的分析師，基本上是為了機構法人的客戶，而非中立、客觀地服務所有大小投資者。

這就好像股市永遠分成買方和賣方。例如：在台灣要承銷一家公司，這家證券公司還要包銷部分數量的股票，當然不可能寫出不利初始股發行（IPO）的研究報告，就成為「賣瓜的人，永遠說瓜甜」，立場是偏向賣方的。

一般而言，證券投資顧問公司立場比較貼近投資者的買方，角色比較不同。

只不過，在地狹人稠的台灣，也有許多投顧分析師，常常在有線電視股票分析節目中產生角色的混淆，形成「打拳頭、賣膏藥」的畸型味道，加上台灣社會的霹靂火、龍捲風式搶短線文化，形成許多股市亂象，吹牛的騙子容易走紅，正規的分析師反而不容易出頭天。

今年舊曆年間出國旅遊，巧遇香港高盛證券的一位年輕分析師，聊到鴻海在港掛牌公司富士康控股（FIH，一檔標準手機代工股）。

這位來自北大、出自美國名校 MBA，一位非常優秀的女性分析師，提及他們的研究報告把鴻海 FIH 拿來跟 NOKIA 手機代工來做比較時，我忍不住說，FIH 應該要和台灣的華寶和華冠這類手機代工公司相提並論才合理！

我問她：「你們真的看得懂，鴻海集團的全球運籌分工模型，以及每一筆帳嗎？」她回答：「其實，我們主要還是看郭台銘這個人。」

分析師究竟是不是要本書中所謂的「Wall street Meal」？其實，如果專業度沒有問題的話，還是要看自己的定位，和道德良心。雖然有不少產業分析師的確是專家，正如同與鴻海做同一種產品的公司很多，為什麼其他競爭力不行的公司都垮了，而成為一將功臣萬骨枯的局面？成功者總是少數，「知道」與「內行」兩種層次還是差很遠，何況有多少產業分析師比公司經營者更懂這家公司好壞

呢？有一位台灣四大會計師事務所的資深合夥人告訴我，查帳會計師努力要躲開科技股的地雷，但如果這家公司存心騙你，短期間內，會計師也不容易看出來。

這本書的作者把他曾經服務的摩根士丹利及網路天后分析師瑪麗·米克（Mary Meeker）批判很慘。我必須誠實地告訴讀者，沒有永遠不敗的股神，也沒有永遠精準的分析師，批評容易，自己做事就很難，投資理財的過程當中，最後，最值得相信的還是「你自己」。不過，只要我們了解這個市場的生態，照樣還是可以從許多的投資資訊中，歸納出自己所需要的多空方向。股市是葷腥牛肉場？還是養生素菜館？All you can eat，靠你自己的眼光、品味、實力、觀念及執行力！

（本文作者為《萬寶週刊》社長）

推薦序

利益實在太誘人

麥克·路易斯 (Michael Lewis)

傑克·格魯曼 (Jack Grubman)、法蘭克·奎特隆 (Frank Quattrone)、瑪麗·米克、亨利·布洛傑 (Henry Blodget)，他們是炒熱華爾街網際網路——電信熱潮的知名投資分析師，幾年前，他們被大力讚揚，被捧上了天，如今，那樣的風光令人感覺就像美索不達米亞那般古老！

紐約州檢察長艾略特·史匹哲 (Eliot Spitzer) 花了一年多時間，沸沸揚揚地調查並查辦這三人，因而聲名大噪，就如同當初華爾街讓他們出盡風頭、享盡甜頭一樣。現在全都落得鼻青臉腫的下場。

史匹哲挖出並披露布洛傑以前的一些電子郵件通信，其中內容揭露了布洛傑的真實動機與面貌，讓熟識布洛傑資歷生涯的人震驚不已。如今，美國證券商公會正在徹底調查布洛傑，調查結果很可能使他必須付出數百萬美元的罰金，並被判終生不得再踏入證券業。

有「華爾街卡利班」(the Caliban of Wall Street，譯註：Caliban 是莎劇《暴風

雨》中醜惡凶殘的奴僕）之稱的格魯曼被判必須繳付一千五百萬美元的罰金，而且，非但終生不得再從事證券業，也不能碰觸紐約的私立幼稚園。（譯註：據說，格魯曼曾經爲了把自己的一對雙胞胎小孩送進紐約一家高級私立幼稚園而提高他負責研究的公司的評級。）至於奎特隆，則是在二〇〇三年三月遭指控阻礙有關當局對瑞士信貸第一波士頓投資銀行的調查工作，他面臨的處罰可能比格魯曼還要嚴重。

領略華爾街的稀奇古怪

米克就比較幸運了，她不但沒有遭到罰款、未被禁止再從事此行業等懲處，她的東家——摩根士丹利——還要求她留職留薪休假一陣子。史匹哲似乎已經放棄再繼續創她的底細，也沒有對摩根士丹利追查到底。

摩根士丹利的高層主管顯然決定要力挺他們這位最知名的分析師到底。在四月初的摩根士丹利股東年會上，值得好萊塢編劇考慮的角色人物——股市聞人艾芙琳·戴維斯（Evelyn Y. Davis）拿米克開刀，大力抨擊摩根士丹利的執行長菲爾·波塞爾（Phil Purcell）。

戴維斯說：「她害許多人賠錢，應該被炒魷魚！」可是，面對這位高齡七十

三的老太太的多方指責，波塞爾仍然力挺米克，他說：「我們對米克的貢獻有非常不同的看法，她是網際網路產業分析的先驅，我們很重視她的研究。」

這是令人好奇的情況，當你閱讀《一個投資分析師的告白》這本淘氣、引人入勝的著作時，你會更領略華爾街的稀奇古怪、百態盡出。

我認識本書作者安迪·凱斯勒已久，卻不知道他在寫這本書。一個陰天，這本書的稿子出現在我的書桌上，我不覺深吸了口氣！又一位該死的朋友寫了本該死的書，我又得至少假裝讀完這本該死的書！

在良心道義的驅使下，我拿起來，讀了幾頁，心開始往下沉——看樣子，這本書還真不賴，我可沒法撒謊、假裝自己讀過。我又讀了幾頁……，再讀幾頁，……我狼吞虎嚥地一口氣把它看完，哇！真是令人驚豔！

凱斯勒曾經是華爾街的科技類股分析師，在潘韋伯集團（Paine Webber Group Inc.）和格魯曼共事過，也在摩根士丹利和米克及奎特隆共事過，最後，他靠投資科技類股賺了錢後，於一九九〇年代退出，不再當分析師。可是，他曾經身處其中，深知華爾街機器的運作內幕。

在賺了錢後，凱斯勒如今似乎可以以自由之身來談談他任職過的公司和老同事，他敘述的故事大概會惹毛他們，不過，他說的都是真實故事，會讓我們讀之

津津有味。

這本書道出了華爾街研究界的基本問題——它不再是服務投資人，而是服務投資銀行業務人員。當然，如今，大多數人已經知道這個問題了。

投資人付錢給誰？

投資人付給投資銀行（譯註：在本書中，所謂的投資銀行，實際上包括投資銀行和券商的承銷業務部門）的經紀費用已經低到令他們負擔不起寫出誠實的研究报告，因此轉而利用研究报告幫助那些讓他們賺更多錢的企業，而這種曖昧的新賺錢模式的始作俑者是——摩根士丹利。

當凱斯勒從潘韋伯集團跳槽摩根士丹利時，他其實只是在相同的一條街上移動一百碼左右，但是，這短短的距離卻把他從老舊、不賺錢的舊華爾街世界帶入欣欣向榮的新華爾街世界。

在摩根士丹利，凱斯勒了解到，付他錢的不是證券經紀業務，而是投資銀行業務，其中，對凱斯勒影響最大的投資銀行業務人員是奎特隆。

奎特隆後來離開摩根士丹利，先是跳槽德意志銀行，接著又跳槽瑞士信貸第一波士頓銀行，不過，在任職摩根士丹利期間，他發掘並塑造了一位後來聞名華

爾街的分析師。在凱斯勒看來，這位分析師急切地想躋身知名男性分析師行列，她沒有任何有用的投資概念，她願意為發行證券的企業效力，而不是替購買這些證券的投資人服務，這位分析師就是米克。

凱斯勒認為，對投資銀行業務人員來說，米克顯然是個很容易受影響、利用的分析師，因為她根本沒興趣服務投資人。

史匹哲檢察長為何會放過米克，可能有諸多理由。第一，對政客來說，公開打擊一位女性可沒什麼好處；其次，摩根士丹利的資訊技術人員把公司許多舊電子郵件通訊紀錄刪除了，史匹哲無法找到關鍵的私下通訊證據可修理摩根士丹利。（反觀在網際網路投資熱中扮演角色不如摩根士丹利重要的瑞士信貸第一波士頓銀行，被史匹哲挖到了十倍於摩根士丹利的舊電子郵件通訊紀錄。）或者，史匹哲可能未發現什麼有利證據可證明米克在炒作網際網路熱中圖利企業、犧牲投資大眾。

不論你相信哪一種理由，凱斯勒在這本書中說得很清楚了：摩根士丹利和米克做的就是那套生意。

在凱斯勒看來，摩根士丹利做的根本不是傳統生意——服務投資人，它也沒有能力這麼做，因為它的投資銀行業務根本就沒把投資人的利益放在心中。米克

和她的上司在出賣投資人以取悅企業時毫無罪惡感，因為在這樣的生意中，利益實在太龐大、誘人了。

〔本文作者為《老千騙局》(Liar's Poker) 一書作者〕

Wall Street Meat

目錄

推薦序

台股龍捲風 V.S 美股牛肉場

朱成志

2

推薦序

利益實在太誘人

麥克·路易斯

6

楔子

每天都有人送上五億美元

16

第 1 章

五一%的準確度

22

第 2 章

凶猛的食人魚

40

第3章 你從事的是娛樂事業

第4章 行情

第5章 嚴肅的時刻到了

第6章 在摩根縱橫捭闔

第7章 上升，又下沉

第8章 九〇年代啟動



174

164

128

106

80

68

Wall Street Meat

第 9 章

關於瑪麗·米克

188

第 10 章

網景公司公開上市

234

第 11 章

呱呱叫的鴨子

244

第 12 章

價格目標這項行銷工具

258

第 13 章

合成的高盛證券

278

第 14 章

斧頭症候群

296

第15章 修復者史匹哲

跋 全身而退



楔子

每天都有人送上五億美元

我和夥伴弗瑞站在矽谷核心地帕羅阿托的麵包師傅餐廳（Il Fornaio Restaurant，譯註：在加州起家的義大利餐廳，後來於加州及美國各地開設二十多家連鎖餐廳與麵包店而變成企業化公司）前，時為一九九九年七月，雖是一大早的八點左右，我們已經在辦公室裡騷亂了一個半鐘頭了，實在是忙碌的一天，忙到根本沒辦法喘口氣。情況猶如雞飛狗跳，網際網路和電訊公司的名字不斷蹦出，所以，我的所有老友也忙成一團。傑克·格魯曼把世界通訊（Worldcom）的股價不斷推上新高，我今天早上好像看到它漲到了六十五美



元；在瑞士信貸第一波士頓銀行有法蘭克·奎特隆不斷推薦潛力股；摩根士丹利的瑪麗·麥克每星期發掘一家值得投資的網際網路公司。你連想一想的時間都沒有。

東岸有人要我們幫個忙來見見面、開個會，我連要和誰見面都搞不清楚，更別提要會面談什麼，實在摸不著頭緒。

「我們到底要和誰見面？」我問。

「我也不知道」，弗瑞答道：「只是有人央求我們和這些傢伙見個面，聽聽他們怎麼說。」

戲上場了。一輛大型黑色加長禮車停在餐廳前，伴隨的還有幾輛禮車，車上下來八位穿西裝的傢伙，其中三人體形壯如知名的美式足球防守前鋒華倫·薩普（Warren Sapp），西裝在他們壯碩的身上顯得像包肉粽，此情此景讓我聯想起〇〇七電影「金手指」裡詹姆斯龐德的差事。

我們訂了餐廳靠裡頭的十人桌，餐廳幾乎滿座，我注意到所有人都在喝拿鐵咖啡，快速掃視一下，有進步創投（Accel Ventures）的吉米·布瑞爾（Jim Breyer）、先進科技創投（Advanced Technology Ventures）的史提夫·巴羅夫（Steve Baloff）、我想，那位應該是傑迪速（JDS Uniphase，譯註：全球最大光