

格雷厄姆和多德部落的超级投资者

每个价值投资人的投资业绩都来自于利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。

——沃伦·巴菲特

【价值投资策略最终要归根于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的思想。1934年年底，他与戴维·多德（David Dodd）合作完成了他酝酿已久的《证券分析》（Security Analysis）。这部划时代的著作标志着证券分析业和价值投资思想的诞生。这本巨著在过去70年间共发行了五版，被誉为投资者的“圣经”。

纽约证券分析协会强调，格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样重要。格雷厄姆“给这座令人惊叹而为之却步的城市——股票市场绘制了第一张可以依赖的地图，他为价值投资奠定了方法论的基础，而在此之前，股票投资与赌博几乎毫无差别。价值投资没有格雷厄姆，就如同共产主义没有马克思——原则性将不复存在。”人们通常认为是格雷厄姆确立了证券分析的原则，所以格雷厄姆被尊称为现代证券分析之父。

1984年，在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中，巴菲特——这位格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课上唯一给了“A+”的最优秀的学生进行了一次演讲，他在演讲中回顾了50年来格雷厄姆的追随者们采用价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，总结归纳出价值投资策略的精髓，在投资界具有非常大的影响力。可以这样说，读懂了巴菲特的这篇演讲，就能够抓住价值投资的本质，弄清价值的内涵。让我们一起来聆听巴菲特这位当代最伟大的价值投资大师的演讲吧。】

价值投资过时了吗？

格雷厄姆和多德“寻找价值相对于价格具有一个显著的安全边际”的证券分析方法难道已经过时了吗——许多教授在他们编写的大部头教科书中都作出这一论断，他们口口声声地宣称股票市场是有效的，也就是说股价反映了所有关于公司发展前景和经济状况的所有信息。这些理论家们声称，由于聪明的股票分析师利用了所有可获取的信息进行分析判断，从而使股价总是正确无误地保持在合理的水平，因此根本不存在价值被市场低估的股票。至于那些年复一年击败市场的投资者，只不过是类似彩票连续中奖的少数

幸运儿。一位教授在他编写的当今十分流行的教科书中写道：“如果股价完全反映了所有可获取的信息，这些投资技巧将毫无用处。”

哈哈，也许如此。但我想向大家介绍一群年复一年击败标准普尔 500 股票指数的投资者，他们的经历无可辩驳地表明，那种认为他们持续战胜市场只是偶然事件的简单看法是很难成立的，我们必须深入探究其根本原因。之所以如此，一个关键事实是，这些股市大赢家我都非常熟悉，并很早就被公认为超级投资者，其中成名最晚的那位也在 15 年前就名扬一时。如果事实并非如此，我只是最近搜索了成千上万的投资记录，从中选出几个业绩优秀的人在此向各位介绍，那么，你听到此处就可以把我赶走了。我要补充说明的是，他们的投资业绩记录都已经过严格的审计。另外，我还要补充说明一下，我还认识许多选择这些投资管理人的客户，他们这些年来获得的投资收益与这些投资管理人公开的投资业绩记录完全相符。

全美抛硬币猜正反面大赛

在我们开始探究这些投资大师持续战胜市场之谜之前，我想先请在座各位跟我一起来观赏一场想象中的全美抛硬币猜正反面大赛。假设我们动员全美国 2.25 亿人明天早上每人赌 1 美元，猜一下抛出的一个硬币落到地上是正面还是反面，赢家则可以从输家手中赢得 1 美元。每一天输家被淘汰出局，赢家则把所赢得的钱全部投入，作为第二天的赌注。经过十个早上的比赛，将大约有 22 万名美国人连续获胜，他们每人可赢得略微超过 1000 美元的钱。

人类的虚荣心本性会使这群赢家们开始有些洋洋得意，尽管他们想尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们会吹嘘自己在抛硬币上如何技术高超，如何天才过人。

如果赢家从输家手里得到相应的赌注，再过十天(将会有 215 位连续猜对 20 次硬币的正反面的赢家，通过这一系列较量)，他们每个人用 1 美元赢得了 100 万美元之多。215 个赢家赢得 225 个百万美元，这也意味着其他输家输掉了 225 个百万美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏，他们很可能会写一本书——“我如何每天只需工作 30 秒就在 20 天里用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚者，他们可能会在全国飞来飞去，参加各种抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事根本不可能发生，难道我们这 215 个大赢家是从天下掉下来的吗？”

对此，一些工商管理学院的教授可能会恼羞成怒，他们会不屑一顾地指出：即使是

2. 25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果也毫无二致，只不过赢家是连续猜对 20 次的 215 只狂妄自大的大猩猩而已。但我对此却不敢苟同，在我下面所说的案例中的赢家们确实有一些明显的与众不同之处。

我所说的案例如下：（1）参加比赛的 2.25 亿只猩猩大致像美国人口一样分布在全国各地；（2）经过 20 天比赛后，只剩下 215 位赢家；（3）如果你发现其中 40 家赢家全部来自奥马哈的一家十分独特的动物园。那么，你肯定会前往这家动物园找饲养员问个究竟：他们给猩猩喂的是什么食物，他们是否对这些猩猩进行过特殊的训练，这些猩猩在读些什么书以及其他种种你认为可能的原因。换句话说，如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白到底是什么不同寻常的因素导致了赢家不同寻常地集中。

科学探索一般遵循完全相同的模式。如果你试图分析一种罕见的癌症的致病原因，比如每年在美国有 1500 起病例，你发现其中 400 起发生在蒙大拿（Montana）的几个矿区小镇上，你会非常仔细地研究当地的水质、感染病人的职业特征或者其他因素。因为你很清楚，一个面积很小的地区发生 400 起病例绝不可能是偶然的，你并不需要一开始就知道什么是致病原因，但你必须知道如何去寻找可能的致病原因。

格雷厄姆和多德价值投资部落

当然，我和各位一样认为，事实上，除了地理因素之外，还有很多其他因素会导致赢家非常地集中。除了地理因素以外，还有一种因素，我称之为智力因素。我想你会发现，在投资界为数众多的大赢家们却不成比例地全部来自于一个小小的智力部落——格雷厄姆和多德部落，这种赢家集中的现象根本无法用偶然性或随机性来解释，最终只能归因于这个与众不同的智力部落。

可能存在一些原因，使这种赢家非常集中的现象其实不过是件平凡小事。可能 100 个赢家只不过是简单地模仿一位非常令人信服的领导者的方法来猜测抛硬币的正反面，当领导者猜正面朝上时，100 个追随者一起随声附和。如果这位领导者是最后胜出的 215 个赢家中的一员，那么，认为其中 100 个只会随声附和的人获胜是由于同样的智力因素的分析就变得毫无意义，你不过是把区区 1 个成功案例误认为是 100 个不同的成功案例。与此类似，假设你生活在一个家长强大统治下的社会中，为方便起见，假设每个美国家庭有 10 位成员。我们进一步假设家长的统治力非常强大，当 2.25 亿人第一天出门进行比赛时，每个家庭成员都唯父命是从，父亲怎么猜，家人就怎么猜。那么，在 20 天比赛结束后，你会发现 215 个赢家其实只不过是来自于 21.5 个不同的家庭。那些天真的家伙将会说，这种情形表明猜硬币的成功原因可以用遗传因素的强大力量来解释。但这种说法其实毫无意义，因为这 215 位赢家们并非各不相同，其实真正的赢家是 21.5 个随机分布、各不相同的家庭。

我想要研究的这一群成功投资者，他们拥有一位共同的智力族长——本杰明·格雷厄姆。但是这些孩子长大离开这个智力家族后，却是根据非常不同的方法来进行投资的。他们居住在不同的地区，买卖不同的股票和企业，但他们总体的投资业绩绝非是因为他们根据族长的指示所作出完全相同的投资决策，族长只为他们提供了投资决策的思想理论，每位学生都以自己的独特方式来决定如何运用这种理论。

来自“格雷厄姆与多德部落”的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异，实质上，他们利用了二者之间的差异，却毫不在意有效市场理论家们所关心的那些问题——股票应该在星期一还是星期二买进，在1月份还是7月份买进等等。简而言之，企业家收购企业的投资方式，正是追随格雷厄姆与多德的投资者在购买流通股时所采用的投资方式——我十分怀疑有多少企业家会在收购决策中特别强调交易必须在一年中的某个特定月份或一周中的某个特定日子进行。如果企业整体收购在星期一或星期五进行没有任何差别，那么，我无法理解那些学究们为什么会花费大量的时间和精力研究代表该企业一小部分股权的股票交易时间的不同将会对投资业绩有什么影响。追随格雷厄姆与多德的投资者根本不会浪费精力去讨论什么Beta、资本资产定价模型、不同证券投资报酬率之间的协方差，他们对这些东西丝毫不感兴趣。事实上，他们中的大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚，追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量——价值与价格。

我总是惊奇地发现，如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，他们关注的都是股票价格和数量行为。你能想象整体收购一家企业只是因为其价格在前两周明显上涨——当然，关于价格与数量因素的研究泛滥成灾的原因在于电脑的普及应用，电脑制造出了无穷无尽的关于股价和成交数量的数据，这些研究毫无必要，因为它们毫无用途，这些研究出现的原因只是因为大量的现成数据，而且学者们辛辛苦苦学会了玩弄数据的高深数学技巧。一旦人们掌握了那些技巧，不运用就会产生一种负罪感，即使这些技巧的运用根本没有任何作用甚至会有负作用。正如一位朋友所言，对于一个拿着斧子的人来说，什么东西看起来都像一颗钉子。

九位格雷厄姆和多德部落的超级投资者

我认为，这群来自同一个智力家族的投资者们十分值得进一步的研究。顺便说一下，尽管所有的学术研究都关注类似于价格、数量、周期性、市值规模等因素对股价表现的影响，却从来没有证据表明学术界有兴趣研究这群非同寻常集中的价值导向的大赢家们所采用的投资策略。关于投资业绩记录的研究，我首先要从1954年到1956年间我们在格雷厄姆—纽曼公司（Graham-Newman Corporation）工作的四位同伴开始。我们总共只有四个人，我并不是从数以千计的投资人中挑选出这四个人的。我选修格雷厄姆的投

资课程之后，要求进入这家公司无偿工作，但格雷厄姆却以我要价太高为由拒绝了我的要求，他对价值因素考虑得非常严肃和认真。在我一再恳求之下，他最后终于答应雇用我。当时公司有三位合伙人，还有我们四位当时对投资还不太在行的“小学徒”（the “peasant” level）。从 1955 年到 1957 年公司结束，我们四个人先后离开公司。目前我们能够追踪到其中三个人的投资记录。

表 1：沃特·斯科劳斯

年份	标准普尔指数含红利 在内的年投资收益率 (%)	沃特·斯科劳斯有限 合伙人年投资收益率 (%)	沃特·斯科劳斯公司 所有合伙人年投资收 益率 (%)
1956	7.5	5.1	6.8
1957	-10.5	-4.7	-4.7
1958	42.1	42.1	54.6
1959	12.7	17.5	23.3
1960	-1.6	7.0	9.3
1961	26.4	21.6	28.8
1962	-10.2	8.3	11.1
1963	23.3	15.1	20.1
1964	16.5	17.1	22.8
1965	13.1	26.8	35.7
1966	-10.4	0.5	0.7
1967	26.8	25.8	34.4
1968	10.6	26.6	35.5
1969	-7.5	-9.0	-9.0
1970	2.4	-8.2	-8.2
1971	14.9	25.5	28.3
1972	19.8	11.6	15.5
1973	-14.8	-8.0	-8.0
1974	-26.6	-6.2	-6.2
1975	36.9	42.7	52.2
1976	22.4	29.4	39.2
1977	-8.6	25.8	34.4
1978	7.0	36.6	48.8
1979	17.6	29.8	39.7
1980	32.1	23.3	31.1
1981	-6.7	18.4	24.5
1982	20.2	24.1	32.1
1983	22.8	38.4	51.2
1984 年第一季度	-2.3	0.8	1.1

标准普尔指数 28.25 年（1956 年-1983 年第一季度）的复利收益率	887.20%
沃特·斯科劳斯投资公司有限合伙人 28.25 年的复利收益率	6678.80%
沃特·斯科劳斯投资公司全体合伙人 28.25 年的复利收益率	23104.70%
标准普尔指数 28.25 年的年均复利收益率	8.40%

沃特·斯科劳斯投资公司有限合伙人 28.25 年的年均复利收益率	16.10%
沃特·斯科劳斯投资公司所有合伙人 28.25 年的年均复利收益率	21.30%
沃特·斯科劳斯投资公司在经营期间曾持有过 800 多只股票，而且大部分时间是满仓，现在所管理的资产规模约为 4500 万美元。	

1. 沃特斯·科劳斯 (Walter Schloss)

第一个案例是沃特·斯科劳斯 (Walter Schloss) 的投资记录。沃特没有上过大学，但他在纽约金融学院 (the New York Institute of Finance) 选修了本杰明·格雷厄姆教授的夜间课程。沃特 1955 年离开了格雷厄姆—纽曼公司，在其后 28 年中，他取得了以下投资业绩记录。亚当·史密斯 (Adam Smith) 经我介绍采访了沃特，他在他的著作《超级投资大师》 (Supermoney, 1972) 中对沃特是这样描述的：

“他根本不与外界进行沟通，也没有任何获取有用信息的渠道。事实上，华尔街上根本没有人认识他，他也根本不理睬华尔街上任何想法。他只是仔细查看股票手册上的有关数据，向公司索取年报，他所做的一切仅此而已。”

“巴菲特向我这样介绍沃特·斯科劳斯时，我内心在想，他同时也是在描述他自己：‘他从来不曾忘记他是在管理别人的资金，而这种心态使他本来就十分强烈的风险厌恶态度变得更加强烈。’他为人非常正直，并且自我认识十分客观，资金对于他是现实客观的，股票同样是现实客观的——只有在符合安全边际原则的前提下，股票对他才有吸引力。”

沃特的投资组合是多元化的，他通常持有 100 多只股票。他知道如何发掘那些股票市值明显低于公司私有化价值的股票。这就是他要做的一切。他根本不考虑交易时间是不是 1 月份、是不是在周一、是不是选举之年。他只是这样想，如果一个企业价值 1 美元，而我能够用 40 美分买入，我很可能会取得很好的投资回报。他一次又一次地寻找这样的投资机会。他拥有的股票数目比我多得多——而且他和我不同的是，他对公司业务的基本特点几乎都不感兴趣。我对沃特来说根本没有什么影响力，这正是他非常强大的个人品质之一——没有人能够影响他。

2. 汤姆·科拿普 (Tom Knapp)

第二个案例是汤姆·科拿普 (Tom Knapp)，他也是我在格雷厄姆—纽曼公司的同事。二战前，他是普林斯顿大学化学专业的学生，二战结束后，他退伍回来后终日在海滩上游荡。有一天，当他得知戴维·多德将在哥伦比亚大学开设夜间投资课程，汤姆以无学分方式选修了这门课程。他很快对投资产生了浓厚的兴趣，以至于正式注册进入哥

伦比亚商学院学习，后来他获得了 MBA 学位。35 年后，我打电话给汤姆核实我以上所说的事情，这时他仍然在海滩上游荡，唯一的不同是，他现在拥有了这片海滩！

1986 年，汤姆·科拿普与同样是格雷厄姆信徒的艾德·安德森 (Ed Anderson) 以及其他几位有共同投资理念的人合伙组建了特维帝—布朗合伙公司 (Tweedy Browne Partners)。该公司取得以上投资记录的方式是进行高度分散化的投资组合，他们偶尔也会并购企业取得控制权，但其被动式投资业绩与控制权投资的业绩基本相同。

表 2：特维帝·布朗合伙公司

截止期限 (9 月 30 日)	道琼斯指数* (%)	标准普尔 500 指 数* (%)	特维帝·布朗投 资公司所有合伙 人 (%)	特维帝·布朗投 资公司有限合伙 人 (%)
1968 (9 个月)	6.0	8.8	27.6	22.0
1969	-9.5	-6.2	12.7	10.0
1970	-2.5	-6.1	-1.3	-1.9
1971	20.7	20.4	20.9	16.1
1972	11.0	15.5	14.6	11.8
1973	2.9	1.0	8.3	7.5
1974	-31.8	-38.1	1.5	1.5
1975	36.9	37.8	28.8	22.0
1976	29.6	30.1	40.2	32.8
1977	-9.9	-4.0	23.4	18.7
1978	8.3	11.9	41.0	32.1
1979	7.9	12.7	25.5	20.5
1980	13.0	21.1	21.4	17.3
1981	-3.3	-2.7	14.4	11.6
1982	12.5	10.1	10.2	8.2
1983	44.5	44.3	35.0	28.2
15.75 年总收益 率	191.8%	238.50%	1661.2%	936.4%

标准普尔公司 15.75 年 (1968 年 9 个月-1983 年) 的年均复利收益率 7.00%

特维帝·布朗投资公司有限合伙人 15.75 年的年均复利收益率 16.00%

特维帝·布朗投资公司所有合伙人 15.75 年的年均复利收益率 20.00%

*道琼斯工业平均指数与标准普尔 500 指数收益中包括红利支付在内

3. 沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)

格雷厄姆—纽曼公司第三位员工的投资业绩记录。他在 1957 年成立巴菲特合伙公司，他所作出的最明智的决策就是在 1969 年结束合伙公司。从某种意义上讲，从此以后，伯克希尔·哈撒韦公司在某种程度上成为合伙公司的延续，我无法给各位一个能够公正衡量伯克希尔·哈撒韦公司投资管理水平的单一业绩指标，但我认为，不论采用任

何衡量指标，你都会发现伯克夏的投资业绩一直都令人相当满意。

表 3: 巴菲特有限合伙投资公司

年份	道琼斯指数总收益率 (%)	合伙公司收益率 (%)	有限合伙人收益率 (%)
1957	-8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.2
1959	20.0	25.9	20.9
1960	-6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	-7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	36.9
1966	-15.6	20.4	16.8
1967	19.0	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	45.6
1969	-11.6	6.8	6.6
累积复利收益率:			
1957	-8.4	10.4	9.3
1957-1958	26.9	55.6	44.5
1957-1959	52.3	95.9	74.7
1957-1960	42.9	140.6	107.2
1957-1961	74.9	251.0	181.6
1957-1962	61.6	299.8	215.1
1957-1963	94.9	454.5	311.2
1957-1964	131.3	608.7	402.9
1957-1965	164.1	943.2	588.5
1957-1966	122.9	1156.0	704.2
1957-1967	165.3	1606.9	932.6
1957-1968	185.7	2610.6	1403.5
1957-1969	152.6	2794.9	1502.7
年均复利收益率	7.4	29.5	23.8

4. 比尔·鲁安

红杉基金 (the Sequoia Fund) 的投资业绩记录，该基金经理是比尔·鲁安 (Bill Ruane)，1951 年我们在格雷厄姆的课程中结识。他从哈佛商学院毕业后进入华尔街工作，他在工作中意识到自己需要接受一种真正的商业教育，于是报名参加了格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课程，1951 年年初我们正是在那里相识。从 1951 年到 1970 年间，比尔所管理的资金规模相对于平均水平而言小得多，但投资业绩却远远超过平均水平。当我结束巴菲特合伙公司时，我问鲁安能否成立一家基金公司以吸收巴菲特合伙公司原

来合伙人的资金，于是他就设立了红杉基金。他设立这只基金的时候恰恰在我结束合伙公司之时，这是一个非常糟糕的市场时机。他正好碰上了一个双重市场，并且遭遇了价值投资者相对业绩表现非常差劲的困难时期。我非常高兴地说，我原来的合伙人不但继续与他相守，而且追加了更多的资金，他取得如此优秀的投资业绩，当然让基金持有人非常满意。

我并非事后诸葛亮。比尔是我当时推荐给合伙人的唯一人选，当时我就表示，如果他能取得高出标准普尔指数 4 个百分点的投资业绩就非常不错了。但尽管他所管理的资金规模不断扩大，比尔的投资业绩却远胜于此。资金规模越大，投资管理越困难，资金规模是投资业绩增长的绊脚石。虽然这并不意味着资金规模的扩大会使你的投资业绩无法超过平均水平，但超越平均水平的幅度会有所减小。如果你所管理的资金规模高达 2 万亿美元，这正好相当于整个股票市场的总市值，那么，你根本不可能取得超过平均水平的投资业绩。

表 4：红杉基金有限公司

年份	年均投资收益率变化**	
	红杉基金 (%)	标准普尔 500 指数* (%)
1970 (自 7 月 15 日起)	12.1	20.6
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	-7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	-5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984 (第一季度)	-1.6	-2.4
全部期限内	775.3%	270.0%
累积复利收益率	17.2%	10.0%
加 1% 管理费	1.0%	
总投资收益率	18.2%	10.0%

*包括红利在内，红利及红杉基金资本收益分配均被视为在投资

**本表中标准普尔 500 指数与沃特·斯科劳斯投资业绩表中的数字稍有不同，这是本表中将红利再投资收益计算在内的原因。

我必须补充说明一下，截至目前我们所考察的投资者的业绩记录，他们各自的投资组合在整个投资期间实际上无一相同。这些投资人都是根据价格与价值间的差异来选股，但他们选择的股票却有很大的不同，沃特持股最多的公司都是实力强大的公司，如哈得逊纸业公司(Hudson Pulp& Paper)、掘都高地煤矿公司(Jeddo Highland Coal)、纽约暗色岩公司(New York Trap Rock Company)，即使是偶尔阅读商业新闻的人也会对这些企业耳熟能详。特维帝·布朗公司所选择的股票则是那些名不见经传、默默无闻的公司。比尔的红杉基金选择的则是那些规模很大的企业。在他们各自的投资组合中，股票出现重叠的现象非常非常少。他们的投资业绩记录表明，他们并非像前面抛硬币比赛中一个人喊出后其他 15 个人高声附和那样跟随别人进行投资，他们在各自独立地进行不同的投资决策。

5. 查理·芒格(Charles Munger)

投资业绩记录来自于我的一位朋友，他毕业于哈佛法学院，并且成立了一家律师事务所。我在 1960 年前后认识他，当时我对他说，律师作为一种业余爱好相当不错，但是他完全可以在投资中做得更好。于是，他成立了一家投资合伙人公司。他的投资风格与沃特·斯科劳斯完全相反，他的投资组合集中于非常少数的证券，因此投资业绩的波动性很大，但他遵循的同样是寻找价值被低估股票的投资策略。他愿意接受投资业绩从高峰到低谷的大幅震荡，正如结果所表明的那样，他正好是那种心理能力完全适合集中投资的人。不用多说，这正是我在伯克夏公司的长期合作伙伴查理·芒格的投资业绩记录。不过，当他管理他自己的合伙公司时，他的投资组合与我以及前面提到的投资人完全不同。

表 5: 查理·芒格

年份	马萨诸塞投资信投(Mass. Inv. Trust) (%)	股票投资(Investors Stock) (%)	莱曼(Lheman) (%)	三州(Tri-Cont. %) (%)	道琼斯指数 (%)	所有合伙人 (%)	有限合伙人 (%)
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	30.1	20.1
1963	20.0	16.5	23.8	20.3	20.6	71.7	47.8
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	49.7	33.1
1965	10.2	9.8	19.0	10.7	14.2	8.4	6.0
1966	-7.7	-9.9	-2.6	-6.9	-15.7	12.4	8.3
1967	20.0	22.8	28.0	25.4	19.0	56.2	37.5
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	40.4	27.0
1969	-4.8	-7.9	-1.9	0.1	-11.6	28.3	21.3
1970	0.6	-4.1	-7.2	-1.0	8.7	-0.1	-0.1

1971	9.0	16.8	26.6	22.4	9.8	25.4	20.6
1972	11.0	15.2	23.7	21.4	18.2	8.3	7.3
1973	-12.5	-17.6	-14.3	-21.3	-13.1	-31.9	-31.9
1974	-25.5	-25.6	-30.3	-27.6	-23.1	-31.5	-31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.2	73.2
复利收益率 (2)							
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12.2	-7.6	30.1	20.1
1962-1963	8.2	0.9	6.0	5.6	11.5	123.4	77.5
1962-1964	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	234.4	136.3
1962-1965	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	262.5	150.5
1962-1966	27.5	14.1	39.5	23.2	27.5	307.5	171.3
1962-1967	53.0	40.1	78.5	54.5	51.8	536.5	273.0
1962-1968	68.8	51.4	90.5	65.0	63.5	793.6	373.7
1962-1969	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	1046.5	474.6
1962-1970	61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	1045.4	474.0
1962-1971	76.3	56.2	119.5	100.1	72.5	1336.3	592.2
1962-1972	95.7	79.9	171.5	142.9	103.9	1455.5	642.7
1962-1973	71.2	48.2	132.7	91.2	77.2	959.3	405.8
1962-1974	27.5	10.3	62.2	38.4	36.3	625.6	246.5
1962-1975	69.4	47.0	112.2	87.4	96.8	1156.7	500.1
年均复利收 益率	3.8	2.8	5.5	4.6	5.0	19.8	13.7

6. 李克·古瑞恩 (Rick Guerin)

投资业绩记录属于查理的一位好朋友，同样并非商学院毕业，他毕业于南加州大学数学系，毕业后进入 IBM，曾经做过一段时间的销售工作。在我认识查理之后不久，查理也认识了他。他就是这份投资业绩记录的创造者李克·古瑞恩(Rick Guerin)。从 1965 年到 1983 年，标准普尔指数的复合成长率为 316%，而李克·古瑞恩的投资业绩为 22200%，或许是由于没有商学院教育背景，他竟然认为这在统计上具有显著意义。

这里我们偏离一下主题，让我感到非常奇怪的是，对于以 40 美分的价格买进 1 美元纸币这种价值投资理念，人们要么是马上就接受，要么就是根本不接受。这就像接种预防注射一样。如果一个人无法马上理解这个投资理念，即使你以后对他谈上几年，并且出示各种投资业绩记录，结果仍然没有什么不同，他还是不会接受。这种投资理念如此简单，可是他们就是无法领悟。像李克这样完全没有接受过正式商业教育的人，马上就领悟了价值投资策略，并且在五分钟之后就开始学以致用。我从来没有见过一个人是在 10 年之内才逐渐地皈依价值投资理念的，这似乎和智商或学术教育无关，要么顿悟，要么永远无法领悟。

表 6: 李克·古瑞恩管理的太平洋投资有限合伙公司 (Pacific Partners, Ltd.)

年份	标准普尔指数 (%)	有限合伙人 (%)	所有合伙人 (%)
1965	12.4	21.2	32.0
1966	-10.1	24.5	36.7
1967	23.9	120.1	180.1
1968	11.0	114.6	171.9
1969	-8.4	64.7	97.1
1970	3.9	-7.2	-7.2
1971	14.6	10.9	16.4
1972	18.9	12.8	17.1
1973	-14.8	-42.1	-42.1
1974	-26.4	-34.4	-34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976	23.6	127.8	127.8
1977	-7.4	20.3	27.1
1978	6.4	27.4	37.9
1979	18.2	36.1	48.2
1980	32.3	18.1	24.1
1981	-5.0	6.0	8.0
1982	21.4	24.0	32.0
1983	22.4	18.6	24.8

标准普尔指数 19 年 (1965-1983 年) 的复利收益率	316.4%
有限合伙人 19 年的复利收益率	5530.2%
有限合伙人 19 年的复利收益率	22200.0%
标准普尔指数 19 年的年均复利收益率	7.8%
有限合伙人 19 年的年均复利收益率	23.6%
所有合伙人 19 年的年均复利收益率	32.9%

7. 斯坦·波尔米塔 (Stan Perlmeter)

斯坦·波尔米塔 (Stan Perlmeter) 的投资业绩记录。他毕业于密西根大学艺术系，是波泽尔·雅各布斯 (Bozell & Jacobs) 广告公司的合伙人之一。我和我的办公室恰好位于奥马哈市的同一栋大楼。1965 年，他发现我所从事的投资业比他从事的广告业前景更好，于是他离开了广告业。与李克·古瑞恩一样，斯坦·波尔米塔在五分钟之内就完全接受了价值投资理念。

斯坦·波尔米塔所持有的股票与沃特·斯科劳斯不同，也与比尔持有的股票不同，他们的投资记录表明，他们各自独立进行不同的股票投资，但斯坦·波尔米塔每一次买进股票都是由于他确信将来卖出所获得的回报高于他所支付的买入价格，这是他唯一考虑的因素。他既不关心公司季度盈利预测是多少，也不关心公司明年收益预测如何，他不在乎交易时间是星期几，也不关心任何机构的投资研究报告是如何评价这只股票的，

他对股票价格动能（momentum）、成交量等指标也丝毫不感兴趣，他只关注一个问题：这个公司的价值是多少？

表 7：波尔米塔投资公司

年份	所有合伙人 (%)	所有合伙人 (%)
1965 (8月1日-12月31日)	40.6	32.5
1966	6.4	5.1
1967	73.5	58.8
1968	65	52.0
1969	-13.8	-13.8
1970	-6	-6
1971	55.7	49.3
1972	23.6	18.9
1973	-28.1	-28.1
1974	-12	-12
1975	38.5	38.5
1976 (1月1日-10月31日)	38.2	34.5
1976年11月1日-1977年10月31日	30.3	25.5
1977年11月1日-1977年10月31日	31.8	26.6
1978年11月1日-1977年10月31日	34.7	28.9
1979年11月1日-1977年10月31日	41.8	34.7
1980年11月1日-1977年10月31日	4	3.3
1981年11月1日-1977年10月31日	29.8	25.4
1982年11月1日-1977年10月31日	22.2	18.4
所有合伙人投资收益率 (1965年8月1日-1983年10月31日)		4277.2%
有限合伙人投资收益率 (1965年8月1日-1983年10月31日)		2309.5%
所有合伙人年均复利投资收益率		23.0%
有限合伙人年均复利投资收益率		19.0%
1965年7月31日道琼斯工业平均指数		882
1983年10月31日道琼斯工业平均指数		1.225
道琼斯工业平均指数包括红利在内的年均复利收益率		7%

8. 华盛顿邮报公司退休基金 (the Washington Post Company's Pension Fund)

投资业绩记录分别属于我参与的两家退休基金，它们并非是从我所参与的十几种退休基金中选择出来的，他是唯一两家我能够影响其投资决策的退休基金。在这两家基金中，我引导他们转变为价值导向的投资管理人，只有非常少数的基金是基于价值进行投资管理的。华盛顿邮报公司退休基金 (the Washington Post Company's Pension Fund) 的投资业绩记录。几年之前，他们委托一家大型银行管理基金，后来我建议他们聘请以价值为导向的基金经理，这样能够使投资业绩更好。

正如你在投资记录中所看到的那样，从他们更换基金经理之后，其整体投资业绩在所有基金中一直名列前茅。华盛顿邮报公司要求基金经理人至少保持 25% 的资金投资于债券，而债券未必是基金经理人的投资选择。因此，我在表中也将其债券投资业绩包括在内，而这些数据表明他们其实并没有什么特别的债券专业技巧，他们也从未这样吹嘘过自己，虽然有 25% 的资金投资于他们所不擅长的债券领域，从而拖累了他们的投资业绩，但其基金管理业绩水平仍然名列前一百名之内。华盛顿邮报公司退休基金的投资尽管并没有经过一个很长的市场低迷时期的考验，但仍然足以证明三位基金经理的许多投资决策并非后见之明。

表 8: 华盛顿邮报集成信托(1983 年 9 月 31 日)

	1983 年 3 季度		1 年期末		2 年期末		3 年期末		5 年期末	
	收益率排名* (%)		收益率排名* (%)		收益率排名* (%)		收益率排名* (%)		收益率排名* (%)	
所有投资										
	4.1	2	22.5	10	20.6	40	18.0	10	20.2	3
	3.2	4	34.1	1	33.0	1	28.2	1	22.6	1
	5.4	1	22.2	11	28.4	3	24.5	1	-	-
集成信托	3.9	1	28.1	1	28.2	1	24.3	1	21.8	1
普通股										
	5.2	1	32.1	9	26.1	27	21.2	11	26.5	7
	3.6	5	52.9	1	46.2	1	37.8	1	29.3	3
	6.2	1	29.3	14	30.8	10	29.3	3	-	-
集成信托	4.7	1	41.2	1	37.0	1	30.4	1	27.6	1
债券										
	2.7	8	17.0	1	26.6	1	19.0	1	12.2	2
-	1.6	46	7.6	48	18.3	53	12.7	84	7.4	86
	3.2	4	10.4	9	24.0	3	18.9	1	-	-
集成信托	2.2	11	9.7	14	21.1	14	15.2	24	9.3	30
债券及现金等价物										
	2.5	15	12.0	5	16.1	64	15.5	21	12.9	9
	2.1	28	9.2	29	17.1	47	14.7	41	10.8	44
	3.1	6	10.2	17	22.0	2	21.6	1	-	-
集成信托	2.4	14	10.2	17	17.8	20	16.2	2	12.5	9

*排名表明根据 A. G. Becker 数据库基金业绩相对水平，排名用百分比表示，1 表示位于最前 1%，是最好水平，100 表示意味排名最后，水平最差。

9. FMC 公司退休基金

表 9: FMC 公司退休基金年均投资收益率 (%)

截止期	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年
FMC									
1983	23.0								
1982	22.8	13.6	16.0	16.6	15.5	12.3	13.9	16.3	•17.1
1981	5.4	13.0	15.3	13.8	10.5	12.6	15.4		
1980	21.0	19.7	16.8	11.7	14.0	17.3			
1979	18.4	14.7	8.7	12.3	16.5		-		
1978	11.2	4.2	10.4	16.1					
1977	-2.3	9.8	17.8						
1976	23.8	29.3							
1975	35.0							*18.5 (仅股累投资)	
贝克大型退休基金									
1983	15.6								12.6
1982	21.4	11.2	13.9	13.9	12.5	9.7	10.9	12.3	
1981	1.2	10.8	11.9	10.3	7.7	8.9	10.9		
1980	20.9	NA	NA	NA	10.8	NA			
1979	13.7	NA	NA	NA	11.1				
1978	6.5	NA	NA	NA					
1977	-3.3	NA	NA						
1976	17	NA							
1975	24.1								
标准普尔 500 指数									
1983	22.8								15.6
1982	21.5	7.3	15.1	16.0	14.0	10.2	12.0	14.9	
1981	-5.0	12.0	14.2	12.2	8.1	10.5	14.0		
1980	32.5	25.3	18.7	11.7	14.0	17.5			
1979	18.6	12.4	5.5	9.8	14.8				
1978	6.6	-0.8	6.8	13.7					
1977	-7.7	6.9	16.1						
1976	23.7	30.3							
1975	37.2								

投资业绩属于 FMC 公司退休基金，我本人没有管理过这家基金的一分钱，但我的确在 1974 年影响了他们的决策，说服他们选择以价值为导向的基金经理。在此之前，他们采取与其他大型企业相同的方式来选择基金经理。在他们转向价值投资策略之后，其投资业绩目前在贝克退休基金调查报告 (the Becker survey of pension funds) 中超越其他同等规模基金而名列第一。1983 年时，该基金共有 8 位任职 1 年以上的基金经理，其中 7 位累积投资业绩超过标准普尔指数。在此期间，FMC 基金的实际业绩表现与基金平均业绩表现的净回报差额是 2.43 亿美元，FMC 将此归功于他们与众不同的基金经理选择倾向，这些基金经理未必会是我个人中意的选择，但他们都具有一个共同的特点，即基于价值来选择股票。

以上这9项投资业绩记录都来自于格雷厄姆与多德部落的投资大赢家，我并非像事后诸葛亮那样以后见之明而从数千名投资者中挑选出这9个大赢家，也不是在朗读一群在中奖之前我根本不认识的彩票中奖者的名单。多年之前，我就根据投资决策的架构选择出他们进行研究，我知道他们接受过什么样的投资教育，在接触中也多少了解他们的智力、品质和性格，非常重要的一点是，我们必须要知道，这群人往往被大家想当然地认为只承受了远低于平均水平的风险，请注意他们在股市疲弱年份的投资业绩记录。尽管他们的投资风格不同，但其投资态度却完全相同——购买的是企业而非股票。他们当中有些人有时会整体收购企业，但是他们更多的只是购买企业的一小部分权益。不论购买企业的整体还是购买企业的一小部分权益，他们所持的态度都是完全相同的。他们中的有些人的投资组合中有几十种股票，有些人则集中于少数几只股票，但是每个人的投资业绩都来自于利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。

价值投资风险更小却收益更高

我确信股票市场中存在着许多无效的现象，这些“格雷厄姆与多德部落”的投资人之所以成功，就在于他们利用市场无效性所产生的价格与价值之间的差异。在华尔街上，股价会受到羊群效应的巨大影响，当最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人决定股价的高低时，所谓市场价格是理性的说法很难令人信服。事实上，市场价格经常是荒谬愚蠢的。

在价值投资中却恰恰相反。如果你以60美分买进1美元的纸币，其风险大于以40美分买进1美元的纸币，可是后者的预期报酬却更高。基于价值构造的投资组合，风险更小，预期报酬却高得多。

我举一个简单的例子：1973年，华盛顿邮报公司总市值为8000万美元，那时任何一天你都可以将其资产卖给十位买家中的任何一位，而且价格不会低于4亿美元，甚至还会更高，该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及几家市场地位举足轻重的电视台，这些资产目前的市场价值高达20亿美元，因此，愿意支付4亿美元的买家并非疯狂之举。

现在股价如果继续下跌，公司市值从8000万美元跌到4000万美元，其Beta值也会相应地上升。对于用Beta值衡量风险的人来说，价格跌得越低，意味着风险变得越大。这真是仙境中的爱莉丝一般的人间神话，我永远无法了解为什么用4000万美元会比用8000万美元购买价值4亿美元的风险更高，事实上，如果你能够买进好几只价值被严重低估的股票，而且精通公司估值，那么，以8000万美元买入价值4亿美元的资产，特别是分别以800万美元的价格买进10种价值4000万美元的资产，基本上是毫无风险的。因为你本人无法亲自管理4亿美元的资产，所以，你希望并确信能够找到诚实并且能干的管理者共同来管理公司，这并非一件困难之事。

与此同时，你必须具有相应的知识，使你能够大致准确地评估企业的内在价值。你并不需要非常精确的评估数值，你所需要的就是格雷厄姆所说的价值**超出价格所形成的安全边际。你不必试图以 8000 万美元的价格购买价值 8300 万美元的企业，你要让自己拥有一个很大的安全边际。当你建造桥梁时，你会确保这座桥能够承受 3 万磅的载重量，但你只准许载重 1 万磅的卡车通过。在投资中，你也应该遵循相同的安全边际原则。

价值投资将继续长期战胜市场

你们当中的也许是那些商业头脑比较发达的人会怀疑我这番高谈阔论的动机何在，让更多的人转向价值投资必然会使价格与价值的差距更小，这会让我自己的投资获得的机会更少。我只能告诉你，早在 50 年前本杰明·格雷厄姆与多德写出《证券分析》一书时，价值投资策略就公之于众了，但我实践价值投资长达 35 年，却从没有发现任何大众转向价值投资的趋势，似乎人类有某种把本来简单的事情变得更加复杂的顽固本性。船舶将永远环绕地球航行，但相信地球平面理论的社会（the Flat Earth Society）仍旧繁荣昌盛。在股票市场中，价格与价值之间仍将继续保持着很大的差距，那些信奉格雷厄姆与多德价值投资策略的投资人仍将继续取得巨大的成功。

沃伦·巴菲特
1984 年