

付録

1. グラハムアンドドッズビルのスーパーインベスター

ウォーレン・E・バフェット

編集者注 :この記事は、ベンジャミン・グラハムとデビッド・L・ドッドによって書かれた、セキュリティ分析の50周年を記念して1984年にコロンビア大学で行われた講演の編集されたトランスクリプトです。

この専門巻は、後にインテリジェントインベスターで普及したアイデアを最初に紹介しました。バフェットのエッセイは、グラハムの弟子たちがグラハムのバリュー投資アプローチをどのように使用して株式市場で驚異的な成功を収めたかについての興味深い研究を提供しています。

グラハムとドッドは、セキュリティ分析への「価格に対してかなりの安全マージンのある値を探す」アプローチは時代遅れですか？今日教科書を書いている教授の多くはそう言っています。彼らは、株式市場は効率的であると主張しています。つまり、株価は企業の見通しや経済状況について知られているすべてのものを反映しています。過小評価されている株はありません、これらの理論家は主張します。なぜなら、確実に適切な価格を保証するために利用可能なすべての情報を利用する賢いセキュリティアナリストがいるからです。毎年市場を打ち負かしているように見える投資家はただ幸運です。「価格が入手可能な情報を完全に反映している場合、この種の投資の熟達度は除外されます」と、今日の教科書の著者の1人は書いています。

まあ、多分。しかし、私はあなたに、毎年、毎年、スタンダード&プアーズの500株価指数を上回っている投資家のグループを紹介したいと思います。彼らが純粋な偶然によってこれを行うという仮説は

調べる価値が最も少ない。この調査で重要なのは、これらの受賞者はすべて私によく知られており、優れた投資家として事前に識別されていたという事実です。最新の識別は15年以上前に行われました。この条件がない場合、つまり、今朝、数千のレコードから最近検索していくつかの名前を選択した場合は、ここで読むのをやめることをお勧めします。これらの記録はすべて監査されていることを付け加えておきます。さらに、これらのマネージャーに投資した多くの人々を知っており、これらの参加者が長年にわたって受け取った小切手は、記載された記録と一致していることを付け加えておきます。

この試験を始める前に、全国的なコイントスコンテストを想像していただきたいと思います。明日の朝に2億2500万人のアメリカ人を迎え、全員に1ドルを賭けるように頼んだとしましょう。彼らは朝日の出に出かけます、そして彼らは皆コインの裏返しを呼びます。彼らが正しく電話をかけた場合、彼らは間違った電話をした人からドルを獲得します。毎日敗者はドロップアウトし、翌日、以前のすべての賞金がラインに入れられると、賭け金が増えます。

10回の朝に10回のフリップを行った後、米国では10回のフリップを連続して正しく呼び出した人が約22万人になります。彼らはそれぞれ1,000ドル強を獲得しているでしょう。

今、このグループはおそらくこれについて少し膨らみ始めます、人間の本性はそれが何であるかです。彼らはモデストになろうとするかもしれませんが、カクテルパーティーでは、異性の魅力的なメンバーに、彼らのテクニクが何であるか、そして彼らがフリップングの分野にどのような素晴らしい洞察をもたらすかを認めることがあります。

勝者が敗者から適切な報酬を受け取っていると仮定すると、さらに10日間で、コイントスを20回続けて呼び出すことに成功し、この演習によってそれぞれが1ドルを少し上回った215人がいることになります。100万ドル。2億2500万ドルが失われ、2億2500万ドルが勝ちました。

その時まで、このグループは本当に頭を失うでしょう。彼らはおそらく「朝30秒で働く20日間で1ドルを100万ドルに変えた方法」に関する本を書くでしょう。さらに悪いことに、彼らはおそらく、効率的なコイントスに関するセミナーに出席し、懐疑的な教授たちに「それができないのなら、なぜ私たちが215人いるのか」と、全国を飛び回り始めるでしょう。

しかし、ビジネススクールの教授の中には、2億2500万人のオランウータンが

同様のエクササイズを行っていた場合、結果はほぼ同じになります。つまり、215回の自我オランウータンと20回の連続勝利です。

ただし、これから紹介する例には、いくつかの重要な違いがあると主張します。一つには、(a)米国の人口とほぼ同じように分布している2億2500万頭のオランウータンを摂取した場合。(b)20日後に215人の勝者が残った場合。(c)40がオマハの特定の動物園から来ていることがわかった場合は、何かに取り組んでいることを確信できます。それで、あなたはおそらく外に出て、動物園の飼育係に彼が彼らに何を与えているか、彼らが特別な運動をしたかどうか、彼らが読んだ本、そして誰が他に何を知っているかについて尋ねるでしょう。つまり、本当に異常な成功の集中を見つけた場合は、原因となる可能性のある異常な特性の集中を特定できるかどうかを確認する必要があります。

科学的調査は当然そのようなパターンに従います。まれな種類の癌の考えられる原因を分析しようとしていて（たとえば、米国では年間1,500例）、そのうち400例がモンタナ州の小さな鉱山の町で発生していることがわかった場合、非常に興味を引くでしょう。その水、または苦しんでいる人々の職業、または他の変数。400が小さなエリアから来るのは偶然ではないことをあなたは知っています。必ずしも原因となる要因を知っているとは限りませんが、どこを検索すればよいかはわかります。

地理以外の起源を定義する方法があることをあなたに提出します。地理的な起源に加えて、私が知的起源と呼ぶものがあるかもしれません。投資の世界で成功したコインフリッパーの不均衡な数は、グラハムアンドドッズビルと呼ばれる可能性のある非常に小さな知的村から来たことがわかったと思います。偶然では説明できない勝者の集中は、この特定の知的村にたどることができます。

その集中力さえも作る条件が存在する可能性があります

重要ではありません。おそらく100人が、ひどく説得力のある性格のコイントスの呼びかけを真似ていたのでしょう。彼が頭を呼んだとき、100人の信者が自動的に同じ方法でそのコインを呼んだ。リーダーが最後に残された215の一部であった場合、100が同じ知的起源から来たという事実は何の意味もありません。

1つのケースを100のケースとして識別するだけです。同様に、あなたが強い家父長制の社会に住んでいたと仮定しましょう

そして、米国のすべての家族は便利なことに10人のメンバーで構成されていました。さらに、家父長制の文化が非常に強かったため、初日に2億2500万人が出かけたとき、家族全員が父親の呼びかけに気づいたと仮定します。さて、20日間の終わりには、215人の勝者がいて、彼らは21.5家族から来ていることがわかります。一部の素朴なタイプは、これが成功したコイントスの説明として巨大な遺伝的要因を示していると言うかもしれません。しかし、もちろん、それはあなたが215人の個人の勝者を持っていなかったことを単に意味するので、それはまったく意味がありません。

私が検討したいこの成功した投資家のグループには、共通の知的家長、ベン・グラハムがいました。しかし、この知的な家長の家を去った子供たちは、彼らの「フリップ」を非常に異なった方法で呼びました。彼らはさまざまな場所に行き、さまざまな株や会社を売買しましたが、偶然では説明できない組み合わせの記録を持っています。リーダーがコールの合図をしているので、彼らがすべて同じようにフリップをコールしているという事実によって、それは確かに説明できません。家長は単にコインを呼ぶ決定をするための知的理論を述べただけですが、各学生は理論を適用する彼自身の方法を決定しました。

Graham and-Doddsvilleの投資家の共通の知的テーマは、これです。彼らは、ビジネスの価値と市場におけるそのビジネスの小片の価格との間の不一致を探します。基本的に、彼らは株式が月曜日か木曜日か、それとも1月か7月かなど、効率的な市場理論家の懸念なしにこれらの不一致を利用します。ちなみに、ビジネスマンがビジネスを購入するとき、これはまさにGraham&Doddの投資家です。市場性のある株式を介して行っている—多くの人が取引が行われる曜日または月に購入決定を急いでいるとは思えません。すべてのビジネスが月曜日と金曜日のどちらで購入されても違いがない場合、同じビジネスの小さな部分を購入するときに、それが違いを生むかどうかを確認するために学者が多大な時間と労力を費やす理由に戸惑います。言うまでもなく、Graham&Doddの投資家は、ベータ、資本資産価格モデル、または証券間のリターンの共分散については議論していません。これらは対象ではありません。

それらへの関心。実際、それらのほとんどはそれらの用語を定義するのが難しいでしょう。投資家は、価格と価値という2つの変数に焦点を当てるだけです。

チャーティストのような価格とボリュームの振る舞いについて非常に多くの研究が行われていることは、いつも異常だと思います。先週と前週にビジネスの価格が大幅に値上げされたという理由だけで、ビジネス全体を購入することを想像できますか？

もちろん、これらの価格と量の変数について多くの研究が行われている理由は、現在、コンピューターの時代に、それらについて利用可能なほぼ無限のデータがあるためです。そのような研究が何らかの有用性を持っているからといって必ずしもそうではありません。それは単にデータがそこにあり、学者がそれら进行操作するために必要な数学のスキルを学ぶために一生懸命働いてきたということです。これらのスキルを習得したら、使用法に有用性や否定的な有用性がない場合でも、それらを使用しないことは罪深いように思われます。友人が言ったように、ハンマーを持った男には、すべてが釘のように見えます。

私たちが一般的な知的な家によって特定したグループは、研究する価値があると思います。ちなみに、価格、出来高季節性、資本規模などの変数が株式のパフォーマンスに与える影響についてのすべての学術研究にもかかわらず、この異常な集中の価値志向の勝者の方法を研究することに関心は証明されていません。

この結果の調査は、1954年から1956年までGraham-Newman Corporationで働いていた4人のグループに戻ることから始まります。4人しかいませんでした。数千人の中からこれらの名前を選択していません。ベン・グラハムのクラスを受講した後、私は無料でグラハム・ニューマンに行くことを申し出ましたが、彼は私を過大評価して断りました。彼はこの価値のあるものを非常に真剣に受け止めました！

何度も悩んだ後、彼はついに私を雇いました。「農民」レベルには3人のパートナーと4人のパートナーがいました。会社が解散した1955年から1957年の間に4つすべてが残っており、3つの記録をたどることができます。

最初の例（549～550ページの表1を参照）は、Walter Schlossの例です。ウォルターは大学に進学したことはありませんでしたが、ニューヨーク財務研究所で夜にベングラハムからコースを受講しました。Walterは1955年にGraham-Newmanを去り、28年以上にわたってここに示されている記録を達成しました。

「アダム・スミス」（私がウォルターについて彼に話した後）がスーパーマネー（1972）で彼について書いたものは次のとおりです。

彼には、有用な情報へのつながりやアクセスがありません。練習

ウォール街の誰も彼を知らず、彼は何のアイデアも与えられていません。彼はマニュアルで数字を調べて年次報告書を送ります、そしてそれはそれについてです。

私に[シュロス]を紹介する際に、ウォーレンは私の心にも自分自身を説明しました。「彼は他の人のお金を扱っていることを決して忘れません、そしてこれは彼の通常の強い損失への嫌悪感を強化します。」彼は完全な誠実さと彼自身の現実的な絵を持っています。

お金は彼にとって本物であり、株は本物です—そしてこれから「安全マージン」の原則への魅力が流れます。

Walterは非常に多様化しており、現在100をはるかに超える株式を所有しています。彼は、個人所有者にとっての価値よりもかなり低い価格で売られている証券を特定する方法を知っています。そして、それは彼がするすべてです。

彼はそれが1月であるかどうか、月曜日であるかどうか、選挙の年であるかどうかについては心配していません。彼は単純に、もしビジネスが1ドルの価値があり、私がそれを40セントで買うことができれば、何か良いことが起こるかもしれないと言います。そして彼はそれを何度も何度も繰り返します。彼は私よりもはるかに多くの株を所有しており、ビジネスの根底にある性質にはあまり関心がありません。私はウォルターにあまり影響を与えていないようです。

それが彼の強みの1つです。誰も彼に大きな影響を与えません。

2番目のケースは、私と一緒にGrahamNewmanで働いていたTomKnappです。トムは戦前はプリンストン大学で化学を専攻していました。彼が戦争から戻ったとき、彼はビーチバムでした。

そしてある日、彼はデイブ・ドッドがコロンビアでの投資にナイトコースを提供していることを読みました。トムはクレジットなしでそれを取りました、そして彼はそのコースをとることから主題にとても興味を持ったので、彼はコロンビアビジネススクールに来て入学しました、そこで彼はMBAの学位を取得しました。彼は再びドッドのコースを受講し、ベン・グラハムのコースを受講しました。ちなみに、35年後、私はトムに電話してここに関係する事実のいくつかを確認しました、そして私は彼を再びビーチで見つけました。唯一の違いは、彼が今ビーチを所有しているということです！

1968年、同じくグラハムの弟子であるトム・ナップとエド・アンダーソンが、同様の説得力を持つ他の1人または2人のフェローとともに、Tweedy, Browne Partnersを結成し、その投資結果を表2に示します。彼らは時折事業の支配権を購入しましたが、受動的投資の記録は統制投資の記録と同じです。

表3は、形成されたグループの3番目のメンバーを示しています
1957年のバフェットパートナーシップ。彼がした最高のことは辞めることでした
それ以来、ある意味で、バークシャー・ハサウェイはいくつかの点でパートナーシッ
プの継続でした。単一のインデックスはありません
私はあなたに私が投資の公正なテストになると思うだろうとあなたに与えることができます
バークシャーでの管理。しかし、私はあなたがそれをどのように理解しても、それは
満足しています。

表4は、管理されているセコイアファンドの記録を示しています。
私が1951年にベン・グラハムのクラスで出会った男、ビル・ルアンによって。
ハーバードビジネススクールを卒業した後、彼はウォールに行きました
街。それから彼は実際のビジネス教育を受ける必要があることに気づき、私たちが
出会ったコロンビアでベン・コースを受講するようになりました
1951年初頭。1951年から1970年までのビルの記録は、比較的少額で、平均よりは
るかに優れていました。巻いたら

バフェットパートナーシップ私はビルに、彼が処理するための基金を設立するかどうか尋ねました
私たちのすべてのパートナーなので、彼はセコイアファンドを設立しました。彼は私が辞めた
ようにその時、ひどい時にそれを設定しました。彼はすぐに2層に入りました
市場と価値志向の投資家の比較パフォーマンスをもたらしたすべての困難。私は
私のことを言うてうれしいです
パートナーは、驚くべき程度に、彼と一緒にただでなく、
お金を追加し、幸せな結果を示しました。

ここには後知恵はありません。ビルは私だけだった
私のパートナーに勧めました、そして私はその時に彼が
標準よりも年間4ポイントのアドバンテージを達成しました。
貧しい人々、それは堅実なパフォーマンスになるでしょう。ビルはうまく達成しました
その上で、次第に多額のお金を使って作業します。それが
物事をはるかに困難にします。サイズはパフォーマンスのアンカーです。それについては疑問
の余地はありません。それはあなたができないという意味ではありません
大きくなると平均より良くなりますが、マージンは小さくなります。
そして、もしあなたがそうなるとしたら、あなたは2兆ドルを管理している、そして
それはたまたま、
経済、あなたが平均よりうまくいくとは思わないでください！

これまで見てきた記録には、この全期間を通じて、これらに重複はほとんどな
かったことを付け加えておきます。
ポートフォリオ。これらは、価格と価値の不一致に基づいて証券を選択する男性で
すが、彼らは非常に選択を行います
別の方法で。ウォルターの最大の持ち株は、
Hudson Pulp & PaperとJeddo Highland Coalおよびニューヨーク
トラップロックカンパニーとすぐに来る他のすべての名前
ビジネスページのカジュアルな読者でさえ気に留めてください。 Tweedy

ブラウンの選択は、名前認識の点でそのレベルをはるかに下回っています。一方、ビルは大企業と協力してきました。これらのポートフォリオ間の重複は非常に少なくなっています。これらの記録は、一人の男がフリップを呼び、50人が彼の後に同じことを叫んでいることを反映していません。

表5は、ハーバード・ローの卒業生であり、大手法律事務所を設立した私の友人の記録です。私は1960年頃に彼に出くわし、法律は趣味としては問題ないが、彼はもっとうまくやれると彼に話しました。彼はウォルターとは正反対のパートナーシップを築きました。彼のポートフォリオはごく少数の証券に集中していたため、彼の記録ははるかに不安定でしたが、同じ割引価格アプローチに基づいていました。彼はパフォーマンスのより大きな山と谷を喜んで受け入れました、そして彼はたまたま精神全体が集中に向かっている仲間であり、結果が示されています。

ちなみに、このレコードは、パークシャー・ハサウェイの運営で長い間私のパートナーであったチャーリー・マンガーのものです。しかし、彼がパートナーシップを実行したとき、彼のポートフォリオの保有は、私のものや前述の他のフェローとはほぼ完全に異なっていました。

表6は、USCで数学を専攻していたチャーリーマンガー（別の非ビジネススクールタイプ）の仲間であった仲間の記録です。彼は卒業後IBMに勤め、しばらくの間IBMのセールスマンでした。私がチャーリーに着いた後、チャーリーは彼に着きました。これはたまたまりック・ゲリンの記録です。リックは、1965年から1983年にかけて、S&Pの316%の複合利益に対して、22,200%で落ち込みました。これは、おそらくビジネススクールの教育を受けていないため、統計的に有意であると考えています。

ここでの1つのサイドライト :40セントでドル札を購入するという考えは、人々にすぐに受け入れられるか、まったく受け入れられないというのは私にとっては並外れたことです。それは予防接種のようなものです。一人の息子をすぐにつかまえないければ、何年も彼と話をし、記録を見せてもいいと思います。が、何の違いもありません。単純に、コンセプトを理解できないようです。ビジネスの正式な教育を受けていなかったリック・ゲリンのような仲間は、投資への価値のあるアプローチをすぐに理解し、5分後にそれを適用しています。このアプローチに10年以上かけて徐々に転向した人を見たことがありません。IQやアカデミックトレーニングの問題ではないようです。それは即座の認識であるか、それは何でもありません。

表7は、Stan Perlmeterの記録です。スタンはいバラルアーツでした
のパートナーであったミシガン大学の専攻
ボゼル&ジェイコブスの広告代理店。私たちはたまたま
オマハの同じ建物。1965年に彼は私が彼よりもビジネスが良いと考えたので、
彼は広告をやめました。繰り返しますが、5分かかりました
スタンがバリューアプローチを採用するために。

Perlmeterは、Walter Schlossが所有するものを所有していません。彼はしません
ビル・ルアンが所有するものを所有します。これらは独立して作成されたレコードです。
しかし、Perlmeterが株を買うたびに、それは彼が手に入れているからです
彼が払っているよりも彼のお金のために。それが彼の唯一のことです
について考える。彼は四半期ごとの収益予測を見ていませんが、
彼は来年の収入を見ていません、彼は考えていません
それが何曜日であるか、彼はどんな投資を気にしません
どこからの調査によると、彼は価格の瞬間や量などには興味がありません。彼は単
に尋ねています：ビジネスの価値は何ですか？

表8と表9は、私が行った2つの年金基金の記録です。
関与している。彼らは数十の年金基金から選ばれていません。
私が関わってきたもの、私が影響を与えたのは彼らだけです。どちらの場合も、私
は彼らを価値志向のマネージャーに向けました。非常に少数の年金基金が価値か
ら管理されています

立場。表8は、ワシントンポスト社の年金です。
基金。数年前に大手銀行と一緒にだったので、
彼らは価値志向のあるマネージャーを選ぶのに良いでしょう。

ご覧のとおり、全体として、これまでで上位のパーセンタイルになっています。
彼らが変更を加えたので。ポストはマネージャーに
これらの資金の少なくとも25%は債券であり、
必然的にこれらのマネージャーの選択でした。だから私は含めました
このグループが債券に関する特定の専門知識を持っていないことを単に説明する
ための債券のパフォーマンス。彼らはそう言っていなかっただろう。
あった地域で彼らの資金の25パーセントのこの抗力があっても
彼らのゲームではなく、彼らは資金管理の上位パーセンタイルにありました。ワシ
ントンポストの経験はひどくカバーしていません
長い期間ですが、それは多くの投資決定を表しています
遡及的に特定されなかった3人のマネージャー。

表9は、FMCコーポレーションファンドの記録です。私はそれを自分で熟成させ
ることはしませんが、1974年に彼らの決定に影響を与えました
価値志向のマネージャーを選択します。その時より前に彼らは選択していました
ほとんどの大企業とほとんど同じ方法でマネージャー。彼らは今

この価値アプローチへの「転換」後の期間にわたる年金基金の規模についてのベッカー調査で第1位にランクされています。昨年、彼らには1年を超える期間の8人のエクイティマネージャーがいました。そのうちの7つは、S&Pよりも優れた累積記録を持っていました。昨年は8つすべてがS&Pよりも良い記録を残しました。この期間におけるFMCファンドのパフォーマンスの中央値と実際のパフォーマンスの正味の差は2億4300万ドルです。FMCは、これをマネージャーの選択について彼らに与えられた考え方に起因すると考えています。それらの運用会社は、私が必ずしも選択する運用会社ではありませんが、価値に基づいて証券を選択するという共通の分母を持っています。

つまり、これらはグラハムとドッズビルからの「コインフリッパー」の9つの記録です。私は何千もの中から後知恵でそれらを選択していません。宝くじの当選者の名前を暗唱しているわけではありません。宝くじに当選する前に聞いたことのない人たちです。私は何年も前に、投資の意思決定の枠組みに基づいてこれらの男性を選びました。私は彼らが何を教えられたかを知っており、さらに彼らの知性、性格、気質について個人的な知識を持っていました。このグループが想定しているリスクは平均よりはるかに少ないことを理解することは非常に重要です。一般市場が弱かった年の彼らの記録に注意してください。彼らはスタイルが大きく異なりますが、これらの投資家は、精神的には、株式を購入するのではなく、常にビジネスを購入しています。それらのいくつかは時々全体のビジネスを購入します。はるかに多くの場合、彼らは単にビジネスの薄片を購入します。彼らの態度は、ビジネスのすべてを購入するか、小さな部分を購入するかにかかわらず、同じです。それらのいくつかは、数十の株式を持つポートフォリオを保持しています。他の人は一握りに集中します。しかし、すべてがビジネスの市場価格とその本質的な価値の違いを利用しています。

市場には多くの非効率性があると私は確信しています。これらのGraham-and-Doddsvilleの投資家は、価格と価値の間のギャップをうまく利用してきました。株式の価格がウォールストリートの「群れ」の影響を受け、最も感情的な人、最も貪欲な人、または最も落ち込んだ人によって価格がマージンに設定されている場合、市場が常に価格を設定しているとは言い難い。合理的に。実際、市場価格はしばしば無意味です。

リスクと報酬について一つ重要なことを言いたいと思います。リスクと報酬は正の相関関係にある場合があります。誰かが私に言ったとしたら、「私はここに6人のシューターがいて、

1つのカートリッジをそれに滑り込ませました。回転させて一度引っ張ってみませんか？あなたが生き残ったら、私はあなたに100万ドルを差し上げます。」私は断ります—おそらく100万ドルでは十分ではないと述べます。次に、彼はトリガーを2回引くために500万ドルを提供する可能性があります。これは、リスクと報酬の間の正の相関関係になります。

バリュー投資の場合、正反対のことが当てはまります。ドル紙幣を60セントで購入する場合は、ドル紙幣を40セントで購入する場合よりもリスクが高くなりますが、後者の場合、報酬の期待は大きくなります。バリューポートフォリオの報酬の可能性が高いほど、リスクは少なくなります。

簡単な例：1973年のワシントンポスト社は、市場で8000万ドルで売られていました。当時、その日は、資産を10人の購入者のいずれかに4億ドル以上、おそらくかなり高い金額で売却できたはずでした。同社は、ポスト、ニュースウィーク、および主要市場のいくつかのテレビ局を所有していました。

それらの同じプロパティは現在20億ドルの価値があるので、4億ドルを支払ったであろう人は狂っていなかっただろう。

さて、もし株価がさらに下落して、評価額が8000万ドルではなく4000万ドルになったとしたら、そのベータはもっと大きかったでしょう。そして、ベータがリスクを測定すると考える人々にとって、より安い価格はそれをより危険に見えるようにしたでしょう。これは本当に不思議の国のアリスです。8000万ドルのライオンよりも4000万ドルで4億ドル相当の不動産を購入する方がリスクが高い理由を私は理解できませんでした。そして、実際のところ、そのような証券のグループを購入し、ビジネス評価について何も知らない場合、特に1,000万ドルを購入して4億ドルを購入する場合、8000万ドルで4億ドルを購入するリスクは本質的にありません。それぞれ800万ドルの山。

あなたは4億ドルを手に入れていないので、正直で適度に有能な人々と一緒にいることを確認したいのですが、それは難しい仕事ではありません。

また、基礎となるビジネスの価値について非常に一般的な見積もりを行うことができるようにするための知識も必要です。

しかし、あなたはそれを近くで切りません。それが、ベン・グラハムが安全のマーゲンを持っていることによって意味したことです。あなたは8000万ドルで8300万ドルの価値のある企業を買おうとはしません。あなたは自分自身に巨大なマーゲンを残します。あなたが橋を建てる時、あなたはそれが30,000ポンドを運ぶことができると主張します、しかしあなたはそれを横切って10,000ポンドのトラックを運転するだけです。そして、同じ原則が投資にも有効です。

結論として、より商業的に気にされているもののいくつかは

なぜ私がこの記事を書いているのか不思議に思うかもしれません。バリューアプローチに多くの変換を追加すると、スプレッドが狭くなります
価格と価値の間。秘密は
ベン・グラハムとデイブ・ドッドが書いた時から50年間
証券分析、それでもバリュー投資の傾向は見られません
私がそれを実践してきた35年間で。簡単なことを難しくするのが好きな人間の特徴がいくつかあるようです。
アカデミックな世界は、どちらかといえば、実際には
過去30年間のバリュー投資の教え。それは
そのように続けます。船は世界中を航行しますが、フラット
地球社会は繁栄します。市場における価格と価値の間には、引き続き
大きな食い違いがあります。
彼らのグラハム&ドッドを読んで、繁栄し続けます。

表1〜9は次のとおりです。



表2 Tweedy, Browne Inc.

終了した期間 (9月30日)	ダウ ジョーンズ* (%)	S&P 500 * (%)	TBK 全体 (%)	TBK 限定 パートナー (%)
1968年 (9か月)	6.0	8.8	27.6	22.0
1969年	-9.5	-6.2	12.7	10.0
1970年	-2.5	-6.1	-1.3	-1.9
1971年	20.7	20.4	20.9	16.1
1972年	11.0	15.5	14.6	11.8
1973年	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年	29.6	30.1	40.2	32.8
1977	-9.9	-4.0	23.4	18.7
1978年	8.3	11.9	41.0	32.1
1979年	7.9	12.7	25.5	20.5
1980年	13.0	21.1	21.4	17.3
1981年	-3.3	2.7	14.4	11.6
1982年	12.5	10.1	10.2	8.2
1983年	44.5	44.3	35.0	28.2
トータルリターン				
153 4年1,661.2 %スタンダード	191.8%	153 238.5%	4年1,661.2 %スタンダード	936.4%
ドパートナー153 4年1,661.2 %スタンダード	191.8%	153 238.5%	ドパートナー153 4年1,661.2 %スタンダード	7.0%
153 4年1,661.2 %スタンダード	191.8%	153 238.5%	153 4年1,661.2 %スタンダード	16.0%
153 4年1,661.2 %スタンダード	191.8%	153 238.5%	153 4年1,661.2 %スタンダード	20.0%

* Standard & Poorの500コンポジットインデックスと
ダウ工業株30種平均。

表3Bu ettPartnership、Ltd.

年	全体 結果 から ダウ (%)	パートナーシップ 結果 (%)	限定 パートナーの 結果 (%)
1957年	-8.4	10.4	9.3
1958年	38.5	40.9	32.2
1959年	20.0	25.9	20.9
1960年	-6.2	22.8	18.6
1961年	22.4	45.9	35.9
1962年	-7.6	13.9	11.9
1963年	20.6	38.7	30.5
1964年	18.7	27.8	22.3
1965年	14.2	47.2	36.9
1966年	-15.6	20.4	16.8
1967年	19.0	35.9	28.4
1968年	7.7	58.8	45.6
1969年	-11.6	6.8	6.6

累積ベースまたは複合ベースで、結果は次のとおりです。

1957 -8.4 1957-58 26.9 1957-59 52.3	10.4	9.3
1957-60 42.9 1957-61 74.9 1957-62 62.6	55.6	44.5
1957-63 94.9 1957-64 131.3 1957-65 146.1	95.9	74.7
1957-66 122.9 1957-67 165.3 1957-68 158.7	140.6	107.2
1957-69 152.6	251.0	181.6
	299.8	215.1
	454.5	311.2
	608.7	402.9
	943.2	588.5
	1156.0	704.2
	1606.9	932.6
	2610.6	1403.5
	2794.9	1502.7

年間複利率7.4

29.5

23.8

表4SequoiaFund,Inc.

年	年間変化率** セコイア 基金 (%)	S&P 500 索引 * (%)
1970年 (7月15日から)1971	12.1	20.6
年1972年1973年1974年1975	13.5	14.3
年1976年1977年1978年1979	3.7	18.9
年1980年1981年1982年1983	-24.0	-14.8
年1984年 (第1四半期)	-15.7	-26.4
	60.5	37.2
	72.3	23.6
	19.9	-7.4
	23.9	6.4
	12.1	18.2
	12.6	32.3
	21.5	-5.0
	31.2	21.4
	27.3	22.4
	-1.6	-2.4
全期間	775.3%	270.0%
複合年間収益	17.2%	10.0%
プラス1%の管理費	1.0%	
総投資収益率	18.2%	10.0%

*配当 (およびセコイアフンドの場合はキャピタルゲインの分配)を含みます
再投資されたかのように扱われます。

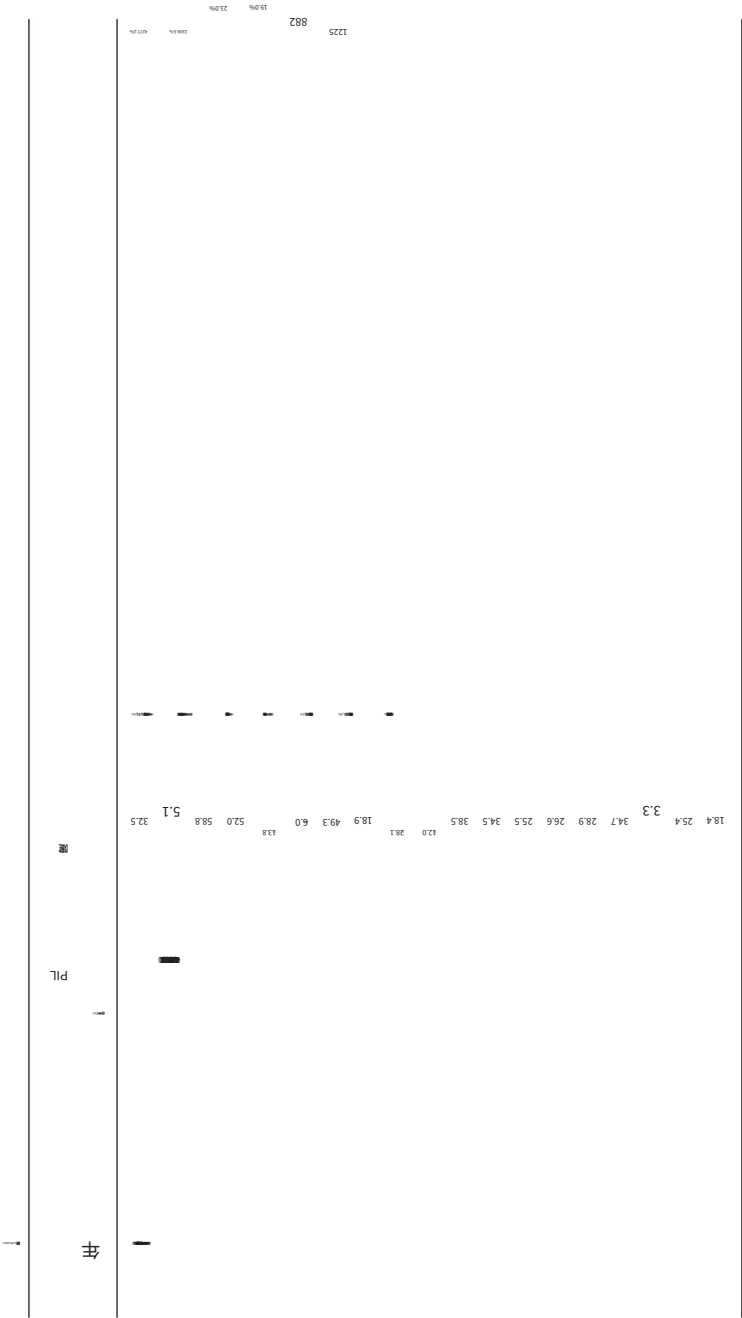
**これらの数値は、再投資された配当の計算が異なるため、表1のS&Pの数値とはわずかに異なります。

[illegible]

13.7	500.1	246.5	405.8	642.7	592.2	474.0	474.6	1046.5	1046.4	1186.3	1455.5	959.3	625.6	1166.7	19.8	106.7	625.6	959.3	1455.5	1186.3	1046.4	1046.5	793.6	536.5	307.5	262.5	234.4	123.4	30.1	77.5	20.1													
5.0	96.8	36.3	77.2	103.9	72.5	57.1	44.5	63.5	51.8	27.5	51.2	32.4	11.5	7.6	5.0	96.8	36.3	77.2	103.9	72.5	57.1	44.5	63.5	51.8	27.5	51.2	32.4	11.5	7.6	5.0	96.8	36.3	77.2	103.9	72.5	57.1	44.5	63.5	51.8	27.5	51.2	32.4	11.5	7.6
4.6	87.4	38.4	91.2	142.9	100.1	63.5	65.2	65.0	54.5	23.2	32.4	19.6	5.6	12.2	4.6	87.4	38.4	91.2	142.9	100.1	63.5	65.2	65.0	54.5	23.2	32.4	19.6	5.6	12.2	4.6	87.4	38.4	91.2	142.9	100.1	63.5	65.2	65.0	54.5	23.2	32.4	19.6	5.6	12.2
5.5	112.2	62.2	132.7	171.5	119.5	73.4	86.9	90.5	78.5	39.5	43.3	20.4	6.0	14.4	5.5	112.2	62.2	132.7	171.5	119.5	73.4	86.9	90.5	78.5	39.5	43.3	20.4	6.0	14.4	5.5	112.2	62.2	132.7	171.5	119.5	73.4	86.9	90.5	78.5	39.5	43.3	20.4	6.0	14.4
2.8	47.0	40.3	48.2	79.9	56.2	32.7	39.4	51.4	40.1	14.1	26.6	15.3	0.9	13.4	2.8	47.0	40.3	48.2	79.9	56.2	32.7	39.4	51.4	40.1	14.1	26.6	15.3	0.9	13.4	2.8	47.0	40.3	48.2	79.9	56.2	32.7	39.4	51.4	40.1	14.1	26.6	15.3	0.9	13.4
3.8	69.4	27.5	71.2	95.7	76.3	61.7	60.7	68.8	53.0	27.5	38.2	25.4	8.2	9.8	3.8	69.4	27.5	71.2	95.7	76.3	61.7	60.7	68.8	53.0	27.5	38.2	25.4	8.2	9.8	3.8	69.4	27.5	71.2	95.7	76.3	61.7	60.7	68.8	53.0	27.5	38.2	25.4	8.2	9.8

表6PacifiCorp.Ltd.

年	S&P 500 索引 (%)	限定 パートナーシップ 結果 (%)	全体 パートナーシップ 結果 (%)
1965年	12.4	21.2	32.0
1966年	-10.1	24.5	36.7
1967年	23.9	120.1	180.1
1968年	11.0	114.6	171.9
1969年	-8.4	64.7	97.1
1970年	3.9	-7.2	-7.2
1971年	14.6	10.9	16.4
1972年	18.9	12.8	17.1
1973年	-14.8	-42.1	-42.1
1974	-26.4	-34.4	-34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976年	23.6	127.8	127.8
1977	-7.4	20.3	27.1
1978年	6.4	28.4	37.9
1979年	18.2	36.1	48.2
1980年	32.3	18.1	24.1
1981年	-5.0	6.0	8.0
1982年	21.4	24.0	32.0
1983年	22.4	18.6	24.8
スタンダード&ブアーズの19年間の複合利益			316.4%
リミテッドパートナー19年の複合利益			5,530.2%
全体的なパートナーシップ19年の複合利益			22,200.0%
スタンダード&ブアーズの19年間の年間複合レート			7.8%
リミテッドパートナー19年間の年間複合レート			23.6%
全体的なパートナーシップ19年間の年間複合レート			32.9%



Year	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Population (millions)	14.6	14.8	15.0	15.2	15.4	15.6	15.8	16.0	16.2	16.4	16.6	16.8	17.0	17.2	17.4	17.6	17.8	18.0	18.2	18.4	18.6	18.8	19.0	19.2	19.4	19.6	19.8
GDP (trillion USD)	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6
Life expectancy (years)	74	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	100
Urban population (%)	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79	80	81
Renewable energy (%)	10	12	14	16	18	20	22	24	26	28	30	32	34	36	38	40	42	44	46	48	50	52	54	56	58	60	62
Forest cover (%)	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41
CO2 emissions (Gt)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1

10/10/2008

2. 投資所得および証券取引の課税に関する重要な規則（1972年）

編集者注：このようなトランザクションを管理するルールが大幅に変更されたため、以下のドキュメントは歴史的な目的でのみここに示されています。1972年にベンジャミングラハムによって最初に書かれたとき、その中のすべての情報は正しいものでした。ただし、介入する開発により、このドキュメントは今日の目的に対して不正確になっています。グラハムの元の付録2に続いて、「投資課税の基本」の改訂版と更新版があり、関連する規則について読者に最新の情報を提供します。

ルール1-利息と配当

利息と配当は、(a)州、地方自治体、および同様の義務から受け取った、連邦税は免除されているが州税の対象となる可能性のある収入、(b)資本の返還を表す配当、(c)を除いて、経常利益として課税されます。投資会社が支払う特定の配当（下記参照）、および (d)通常の国内企業配当の最初の100ドル。

ルール2-キャピタルゲインとキャピタルロス

短期キャピタルゲインとキャピタルロスをマージして、純短期キャピタルゲインまたはキャピタルロスを取得します。長期キャピタルゲインとキャピタルロスをマージして、正味の長期キャピタルゲインまたはキャピタルロスを取得します。純短期キャピタルゲインが純長期キャピタルロスを超える場合、その超過分の100%が収益に含まれるものとします。その上での最大税額は、そのような利益の25%から\$ 50,000までで、残りは35%です。

純キャピタルロス（キャピタルゲインを超える金額）は、経常利益から当年度および今後5年間で最大1,000ドルまで控除できます。あるいは、キャピタルゲインを相殺するために、未使用の損失をいつでも適用することができます。

（1970年より前に発生した損失の繰り越しは、後の損失よりも寛大に扱われます。）

「規制対象投資会社」に関する注記

ほとんどの投資ファンド（「投資会社」）は、税法の特別規定を利用して、