

价值投资进化史1

来自： 刘备和朋友们

刘备教授

2019年03月15日 19:03



扫码加入
查看更多优

今天比较忙，先发我正在写的书的一章吧。

本杰明·格雷厄姆（1894-1976）是巴菲特的老师，价值投资思想的开创者。在他之前，美国股市也是一个几乎纯粹投机的市场，人们依靠各种消息来对股票进行炒作，追涨杀跌。吴敬琏曾经说过中国股市是一个赌场，但如果我们回头去看格雷厄姆时代的美股，毫无疑问那才是一个真正的赌场。

1925年，格雷厄姆仔细研究了北部管道公司的年报，发现该公司的股价为65美元，但拥有大量的高等级债券，折合到每股是80美元。因此他大量买入该公司股票，并敦促公司提高分红率，3年后以110美元的价格卖出。

这次交易被认为是“安全边际”思想的最早体现。这个词的含义在未来会不断进化，但在格雷厄姆时代非常简单，就是一家公司的现金或者现金等价物之和大于市值。所谓现金等价物，就是可以迅速变成现金的各类资产，如企业持有的短期债券等。

假设有一家上市公司，市值是1亿，但在银行里有8000万存款，此外还持有5000万国债，由于1亿<8000万+5000万=1.3亿，就具备了安全边际。

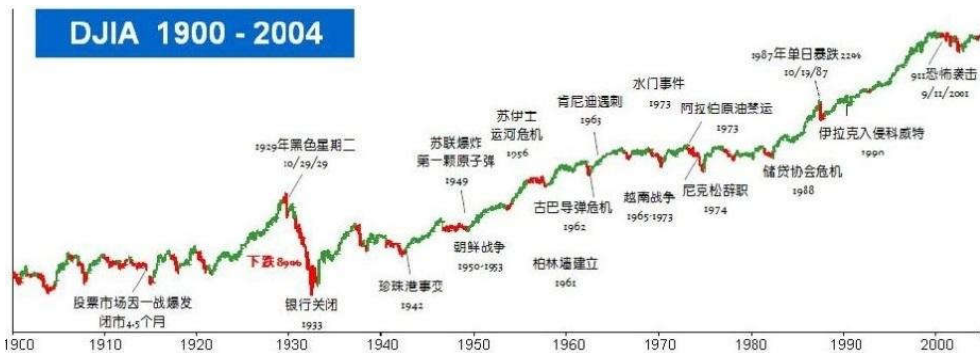
安全的原因就在于投资人可以把这家公司大部分的股票买下来，成为控股股东，然后要求公司把所有现金进行分红。这样仅分红所得就超过了购买股票的成本，自然一定会赚钱。

可能有人会质疑，既然公司股价这么便宜，那么为什么其他人不去买呢，难道他们都是傻子么？

原因主要有三条。

- 1、当时所有的上市公司报表都是以纸质的形式撰写和保存，并不易获得。只有像格雷厄姆这样的少数人才有耐心和毅力去系统性查阅、分析，并发现机会。
- 2、当时还未产生电子股市交易系统，股票仍是一张张的纸质凭证。这就意味着，即便发现了一些具备“安全边际”的股票，也必须找到持有这些股票的人才有可能完成交易。
- 3、大萧条时期，整体股价大跌，的确出现了一批市值极低的公司。但经历大萧条的投资者们心有余悸，根本不敢买入股票。1948年在美国曾经有一项调查，90%以上的人认为股市就是赌场。

总结一下就是，在今天看起来很容易的事情，在格雷厄姆时代却不容易。



上图是道琼斯指数从1900年以来的走势。在1929年10月，道琼斯指数来到了381点，然后遇到大萧条急剧下跌，到了1932年只剩下41点，整体股价几乎只剩下高点时的十分之一。在这一阶段，格雷厄姆也遭受到了重大损失，1929年亏损20%，1930年亏损50%，1931年亏损16%，1932年亏损3%。一直到1953年，经历了24年道琼斯指数才重回381点。在1956年，道琼斯指数到达500点的时候，格雷厄姆选择退休。从1932年到1956年，格雷厄姆打理的基金平均年化收益达到了15%左右，这当然是一个非常辉煌的成绩。

很多人将格雷厄姆的战法比作“捡烟蒂”，就是找到那些价格特别便宜、有残存价值、但却无人理会的股票，就像在马路被丢掉的烟蒂，捡起来还能吸上几口。但实际上格雷厄姆应该被称为“财报流”。他可能是第一个系统性关注上市公司财报，并通过强大的财务分析能力来识别真伪的人。捡烟蒂谁都会，但重要的在于捡起来的这个烟蒂是不是有毒。

当然，在任何股市中都避免不了财务造假的情况，光看财报免不了有中招的时候。但由于美国的法律体系比较完备，格雷厄姆在遭遇造假的情况下，可以通过诉讼来挽回损失。

随着道琼斯指数的走高，想要找到符合格雷厄姆“安全边际”要求的企业越来越难。根据格雷厄姆自己的说法，在1949年还能找到大约200家符合要求的企业，但进入20世纪50年代以后就比较困难了。这可能也是他在1956年选择退休的一个重要原因。值得一提的是，作为学者的格雷厄姆出版过《证券分析》和《聪明的投资者》两部著作，并多次改版，正是这两本书奠定了他的地位。毕竟赚钱的交易员到处都是，但系统性阐述思想的却很少。

作为一名股票交易手，格雷厄姆还可以；但是作为一名投资思想大师，却当之无愧。虽然格雷厄姆“捡烟蒂”的战法在今天只有在特定的少数时期有用，但其归纳出来的价值投资三重境界却始终适用。

境界一：做些傻事，防御型做分散投资。

境界二：做些趣事，在安全边际的保护下进行进攻型的价值投资。

境界三：做些好事，帮助别人，成就自己。

后文会再对这三层境界进行详细讨论。

