

《金融时报》
价值投资指南

价值投资 第2版

如何成为一个训练有素的投资者

VALUE INVESTING
How to Become a Disciplined Investor

〔英〕格伦·阿诺德 著 易荣华 译

Glen Arnold

上海远东出版社

《金融时报》价值投资指南

价值投资

第2版

如何成为一个训练有素的投资者

VALUE INVESTING

How to Become a Disciplined Investor

〔英〕格伦·阿诺德 著 易荣华 译

Glen Arnold

 上海远东出版社

图书在版编目(CIP)数据

价值投资：如何成为一个训练有素的投资者：第2版/
(英)阿诺德著；易荣华译. —上海：上海远东出版社，2010

ISBN 978 - 7 - 5476 - 0168 - 6

I. ①价… II. ①阿…②易… III. ①投资学
IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 034165 号

© Pearson Education Limited 2002, 2009

THE FINANCIAL TIMES GUIDE TO VALUE INVESTING; HOW TO BECOME A
DISCIPLINED INVESTOR,

This translation of THE FINANCIAL TIMES GUIDE TO VALUE INVESTING;
HOW TO BECOME A DISCIPLINED INVESTOR, Second Edition is published by
arrangement with Pearson Education Limited.

本书由 Pearson Education Limited 授权上海远东出版社独家出版。
未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

图字：09 - 2008 - 208 号

责任编辑：金 舫

封面设计：李 廉

版式设计：李如琬

责任制作：李 昕

价值投资 如何成为一个训练有素的投资者(第2版)

著者：[英]格伦·阿诺德

译者：易荣华

出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址：中国上海市仙霞路 357 号

邮编：200336

网址：www.ydbook.com

发行：新华书店上海发行所 上海远东出版社

制版：南京前锦排版服务有限公司

印刷：昆山亭林印刷有限公司

装订：昆山亭林印刷有限公司

版次：2010 年 5 月第 1 版

印次：2010 年 5 月第 1 次印刷

开本：710×1000 1/16

字数：355 千字

印张：19.75 插页 2

印数：1—5100

ISBN 978 - 7 - 5476 - 0168 - 6/F · 415

定价：58.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话：62347733)

如发生质量问题，读者可向工厂调换。

零售、邮购电话：021 - 62347733 - 8555

谨此献给我的两个儿子：查尔斯和劳伦斯，
毋庸置疑，这是我过去最重要的投资。

译者序

当上海世纪出版集团远东出版社的编辑建议我承担本书的翻译任务时，我曾犹豫再三。对我而言，翻译这本集金融投资知识普及与研究双重功能的世界级优秀著作，既是一个难得的学习机会，更是一个充满未知的全新挑战。

本着既忠实原著又兼顾中文可读性的原则，在整整一年的时间内，我反复推敲原著中的专业术语和复杂语句，尽量保留原著的风格和体例，对原著中的一些繁冗之处少有节略或改动，原著中用斜体或大写加重语气之处也悉仍旧贯。尽管如此，难免存在遗漏与误译之处，在此，真诚欢迎读者批评指正。

为了回答“什么是决定股票投资成功的关键因素？”这个广为关注的问题，格伦·阿诺德(Glen Arnold)先生通过系统总结著名投资大师的投资理念和投资方法，结合他自身的研究成果，于2002年推出了 *Valuegrowth Investing* 一书。此书一问世，即以其独特的分析视角以及基于著名投资大师实践经验的理论提升成果而受到了基金管理人、专业学者和个人投资者尤其是美国读者的欢迎。很少有一本金融著作能够获得如此广泛读者群体的充分认可，但阿诺德先生做到了。在我看来，与众多晦涩难懂的学院派文献相比，正是因为本书以其深入浅出、通俗易懂的表述方式以及具有极高实用价值并可以成功运用于实践的投资原则而赢得了更多读者的青睐。

鉴于2002年以来市场所发生的巨变，2009年1月，作者基于新的环境，本着超越时间限制的写作原则进行了修订，并更名为 *Value investing: how to become a disciplined investor*。在我看来，本书第二版的可读性和时效性更强，我相信这部著作一定会有助于认真阅读的投资者分享著名投资大师的价值增长投资哲学及其宝贵经验，开阔视野、启发灵感并提升实战技能，最终享受成功投资的快慰。

本书翻译得到了国家自然科学基金的资助(项目批准号70873115)。上海远东出版社的编辑以其高度的责任感深深地影响了我，正是他给予的不断鼓励和指导，使我得以在几度欲放弃的情况下坚持完成这一艰巨任务。在翻译过程中，我的研究生李必静和刘云放弃她们的休息时间，热心承担了繁重的校对任务，有力地支持了我的工作。在此一并表示感谢！

易荣华

于中国计量学院日月湖畔

2009年12月

前言

本书第一版《价值增长投资》出版于2002年,非常高兴本书受到了基金管理人、专业学者和个人投资者尤其是美国读者的广泛欢迎和支持。拥有一群挑剔和专业的读者是值得庆幸的,但多少也有一些沮丧。

我写作本书的目的是为广大投资者提供容易获取的、有益的投资指导,也许本书书名有卖弄小聪明之嫌,知道(或认为他们了解)什么是“价值投资”的人肯定也知道“增长投资”,但“价值增长投资”使他们为难了,当价值与增长组合在一起的时候,传递了本书的重要信息——这对于真实的投资者来说有点矫揉造作,容易误导他们将价值和增长割裂开来——这似乎阻止了潜在读者在挑选本书时跨出第一步。

考虑到本书提出的投资理念大多数要点源于“价值学派”,为使更广泛的读者可以接受,似乎将本书命名为“价值投资”更合适,让更多的读者接受意味着有更多的投资者可以从投资大师以及他们的投资方法中受益。

但是,请不要误解,书名中的“价值”,本人的意图是说服你,为了取得与投资大师一样杰出的业绩,在你的投资实践中必须吸收增长投资的理念。正如沃伦·巴菲特所言:能熟练区分“增长”和“价值”投资方法类型的市场评论员和投资经理人表明的是他们的愚昧而非老到,在价值的计算公式中,增长只是其中的一个变量——通常是增值因素,但有时是减值因素(2000年)。

2002年以来,市场发生了令人不安的巨变,尤其是在通货紧缩期间。因此,在某些方面,许多事情已经变了。然而,在修订本书的过程中,如何修改那些需要修改的内容让我很为难,经过仔细考虑,我认为明智的做法是按照不受时间限制的投资原则进行写作。这些原则已经为广大投资者提供了半个多世纪的指导,而且,在下一世纪仍将继续为那些有知识、明智而老到的投资者提供指导。因此,虽然参考文献得到了更新,但基本思想和原则保持不变。

我希望读者能顺利领悟本书的风格,迅速理解其中的关键要素,在投资活动中,找到满意收益的投资策略并实现之,从中享受赢利及其投资过程。

祝你好运!

格伦·阿诺德

2009年1月

目 录

前言/ 1

导论 —— 一项艰巨的任务/ 1

第一部分 投资哲学/ 13

1 彼得·林奇的利基投资	15
个人投资者与职业基金管理人	17
优秀利基股票(niche stock)的特征	22
管理投资组合的其他要素	27
避免做什么	30
卖出时机	33
方法的难点和不足	33
彼得·林奇投资方法要点	35
2 约翰·奈夫的明智低市盈率投资	38
投资原则	39
寻找有价值的低市盈率股票	47
避免做什么	48
卖出策略	52
方法的难点和不足	53
奈夫投资方法要点	54
3 本杰明·格雷厄姆——现代证券分析之父	56
早期影响	57
投资理念要点	59
三种类型的股票购买者	64
与市场共舞(使市场波动成为你的朋友)	65
避免做什么	66
4 本杰明·格雷厄姆价值投资的三种方法	74
流动资产价值投资	74

防御型价值投资	81
进攻型价值投资	82
卖出时机	85
格雷厄姆投资方法的难点和不足	86
格雷厄姆投资方法要点	89
 5 菲利普·费雪的博南扎公司投资	 92
费雪投资方法的关键要素	97
避免做什么	113
卖出时机	117
方法的难点和不足	119
费雪投资方法要点	120
 6 沃伦·巴菲特与查尔斯·蒙吉爾的商业远景投资(一)	 123
投资记录	124
沃伦·巴菲特——亿万富翁之路	128
GEICO	130
格雷厄姆—纽曼公司的“土包子”	131
巴菲特合伙公司	131
美国证券交易所与迪斯尼	132
牛市	133
波克夏·哈撒韦公司	134
《华盛顿邮报》公司	137
回归 GEICO	139
非上市公司	140
时思糖果	141
内布拉斯加家具卖场	143
查尔斯·蒙吉爾——从店铺助理到亿万富翁	146
投资哲学的演变	147
投资原则	150
 7 沃伦·巴菲特与查尔斯·蒙吉爾的商业远景投资(二)	 161
经济特许权	161
诚信有能力管理层的特征	166
避免做什么	178
卖出时机	187

方法的难点和不足	189
巴菲特与蒙吉尔投资方法要点	190
第二部分 价值增长投资方法/193	
8 价值增长投资者	195
分心的代价	198
价值增长模型	203
股东权益增长	208
安全边际	214
多样化程度低	214
长期持有	215
性格特征与个人品质	216
价值增长投资的关键原则	217
附录 8.1 关于贴现率的税收影响的讨论	219
9 产业分析	220
竞争基准收益(The competitive floor)	220
五种竞争作用力	221
市场准入的威胁	223
现有公司之间的竞争强度	225
来自替代品的威胁	228
买方(顾客)实力	228
供应商实力	230
产业演化	231
产业分析的关键要素	241
10 竞争性资源分析	243
TRRACK 体系	244
是什么使资源特殊?	255
资源投资	261
资源杠杆作用	264
竞争性资源分析的关键要素	266
致谢	268
词汇表	271
参考文献	282

导论——一项艰巨的任务

几年前,我开始尝试回答一个重要的问题:“什么是决定股票投资成功的关键因素?”,这是一项令人畏惧的任务。许多人认为,要想设计出一种能够应对具有多样性和复杂性的现代公司且易于理解的评估技术几乎是不可能的。必须声明的是,从严格挑剔的角度讲,识别价格被低估股票的通用方法框架不可能被设计出来。

解决这一问题有两种可能的途径:第一条途径是沉迷于有关股票分析的学术文献。作为一个金融学教师,我熟悉股票评估模型,但这一途径被广泛证明是徒劳无功的。不过,请不要误解我,我并不想全盘否定这些模型的作用。在计算股票价值时,它们对于引入价值评估模型变量的识别是有用的,如未来每股收益。问题是在度量这些变量的实际影响方面很少有帮助。例如,是什么因素决定了未来每股收益?

第二条途径(我的选择)是对世界上最受尊敬的投资大师所运用的关键要素进行研究。我们可以从他们的成功经验中学习,考察他们一生努力所获得的对股票价格行为的领悟以及所展示出的令人羡慕的业绩记录。有些投资者的业绩确实优于绝大多数投资者,我认为通过考察所有杰出投资者评估公司及其股票时的做法来识别出他们所关注的主要因素是完全可能的。如果这些共同的因素可以归纳成一组规则和框架,并且与现代投资分析和金融技术相结合,那么,我就可以凝炼出一些有价值的东西。

本书提供了这方面研究工作的结论。从自私的观点来审视,我拥有了某些对自己具有重要价值的发现——拓展了自身投资理念的条理性,为个人的未来投资提供了指导。我衷心希望读者能够从中获得一些可以成功运用于实践的投资原则。

价值增长投资

股东权益现值决定股票的内在价值

“价值增长”投资是一种基于合理原则、容易领会的投资理念。这种投资理念的精髓是重点关注构成股票价值基础的公司主营业务，投资者必须通过研究产生“股东权益”的潜在业务来对股票进行估值，这些股东权益的现值决定了股票的内在价值。而决定内在价值的关键要素则是公司经济特许权的优势和持久性、管理层的品质(公信力和胜任力)及公司的财务状况。

20 世纪，一些杰出的投资者对他们的投资理念和指导原则作出了说明，他们并不惧怕其他投资者将来会模仿他们，削弱他们的“竞争优势”，对他们而言，最令他们困惑的是很少有人真正理解他们显而易见的忠诚的寓意。这些投资大师并不喜欢以随笔、书籍和演讲的形式去回顾和总结他们的投资方法，如沃伦·巴菲特、菲利普·费雪、本杰明·格雷厄姆、约翰·奈夫、查尔斯·蒙吉尔和彼得·林奇等等。同样重要的是，他们公开要求废止来自出版物的这些有损于投资者价值标准或者至少会分散和转移其注意力的思想和方法。

战胜市场

在苦苦探索投资理念期间，我的本职工作是从事金融和战略教学工作的大学讲师和教授，这项工作在某些方面违背了我的研究意愿。例如，在关于股票市场的学术文献中，绝大多数集中在“有效市场假说(EMH)”上。也就是说，事实上，除非偶然，普通投资者仅靠公开信息(即他们不是业内人士)不可能战胜市场指数，甚至更有趣的是不可能战胜黑猩猩选择的投资组合(经过试验，黑猩猩比专业投资者总体上表现更好)。

许多金融学家坚信这一假说反映了事实，已有的统计分析和“证据”认为发达国家的成熟市场具有很强的股票定价能力。在学术界，关于金融学教授完全相信有效市场假说是真实市场写照的说法已经成为大家熟悉的笑柄。有一天，教授与几位学生一起走向阅览室，学生突然打断大家的谈话，声称地上有一张 20 美元的钞票，教授告诉学生不必弯腰去捡，“因为如果确有其事，那么，此前肯定有人已经捡走了”。

即使在学术界，也已经出现了一些关于有效市场假说的质疑：按照简单价值原则购买的股票似乎战胜了市场平均组合；小公司股票具有超额回

报(至少在某些时期是如此);股票市场泡沫对有效市场假说提出了严重挑战。

自然地,如果我们将目光转向普通投资者,我们会看到他们对有效市场假说概念的嘲笑。沃伦·巴菲特说:

我相信市场在大多数情况下是无效的……当股票价格受到最情绪化的人、最贪婪的人、最悲观的人等给出极端竞价的华尔街“人群”影响时,很难说市场定价是理性的。事实上,市场价格常常是愚蠢行为的结果……常常有一些固执的人倾向于使简单事情复杂化。总之,最近三十年来,学术界实际上不愿意考虑价值投资的观点,而是继续固守既有理论。环绕世界的航船即将扬帆启航,地球平面协会终将步入繁荣。¹

本杰明·格雷厄姆——一位有争议的 20 世纪最具影响力的投资思想家也给出了类似的批评观点:

很显然,证券市场实现估值的过程常常是不合逻辑的和错误的,这一过程……并非自动的和机械的,而是受到投资者交易心理活动的影响。市场的错误实际上是由个人投资者组成的群体性错误,他们中的大多数人可以归为以下三种情况:过度夸张、过度单纯化、疏忽大意。²

辅以战略分析

我的学术工作是现代策略分析的教学和研究,这使我特别重视从基础资源的角度去研究上市公司——一门自 1990 年代发展起来的学科。运用该学科的分析框架和工具,可以分析上市公司经济(或行业)环境和所处的竞争地位。

这些知识是成功投资者所信守投资原则的很好补充,例如,沃伦·巴菲特关于公司“经济专利”利润的演说、彼得·林奇关于拥有独占性经济专利和进入壁垒的“利基公司”的调查结果均可以作为评估股票长期价值的重要依据。

价值与增长并不矛盾

试图分离增长和 价值是荒谬的

经过多年对各种投资方法的阅读和思考之后,我终于提出了价值投资方法,将价值与增长组合在一起提出价值增长投资方法并非有意与增长投资方法对立。作为评价工作的一部分,投资者按照价值原则选股时必须分析其增长潜力,另一方面,投资者并不为评估所谓的增长型股票发生任何支付,而是指望购买相对其前景定价较低的股票。试图分离增长和价值是荒谬的,我绝对不可能动摇沃伦·巴菲特的观点:

大多数分析师往往持对立的观点,认为他们必须在“价值”和“增长”两种方法之间进行选择。的确,许多专业投资者往往自作聪明地混淆这两个词语。

我们认为这是一种模糊的思想(这是公认的,几年前我就已经明确过)。据我们看来,这两种方法密切相关,增长通常是价值评价的组成部分,其重要性的变化范围从微不足道到影响巨大,既可以是积极的也可以是负面影响。

此外,我们认为完全意义上的“价值投资”是不必要的,如果不是刻意地寻找价值,那么,投资股票应付出的合理价格究竟是多少呢?如果因期望股票价格能够迅速上涨而愿意以高于其价值购买,那么,这应该属于投机(在我们看来,这是一种既不合法也不道德的金融升值)。

无论是否恰当,“价值投资”已经被广泛采用。很典型的是,人们倾向于具有低市净率、低市盈率或高股息率特征的股票。不妨这样说,即使它们组合在一起,这些特点也并非投资者购买具体股票的决定因素,而是升值原则在其投资活动中起关键作用。相应地,相反的特点——高市净率、高市盈率和低股息率——决非与“价值”投资一致。

类似地,本质上,成长型业务很少提供关于股票价值的信息。可以肯定的是,增长常常对股票价值具有积极的影响,但是,这种影响并不是确定的。例如,为了改善处于困境中的国内航空公司的财务状况,投资者不断地将资金注入其中,但如果奥维尔(Orville)不能顺利从基蒂霍克起飞,那么,糟糕的情况不可能得到改变。这种行业增长越多,投资者损失越大。

增长对投资者有益的前提是相关业务能给投资者带来满意收

益,换言之,仅当用于经营的每一元钱的增长能够产生一元以上的长期市场价值的时候。在低收益业务需要增加资金的情况下,增长反而伤害了投资者。……贴现现金流预测显示为廉价的股票往往是值得投资者购买的对象,在这种情况下,可以不考虑公司成长情况、盈利起伏情况以及相对当前收益和账面价值的股价高低情况。³

两个阶段

价值增长方法包括 7 种有着明显不同想法和技巧的投资方法,这些方法在本书的前半部分作出了解释和对比。

本书由两部分组成,第一部分论述 20 世纪发展起来的选股哲学,从本杰明·格雷厄姆的资产现值方法(以低于 2/3 营运资本价值的价格购买股票)到菲利普·费雪的博南扎投资方法(关注科技成长股票)。

掌握成功投资背后的基本原理仅仅是第一步,也是最容易的一步,市场上有许多描述这些思想的书籍,但它们几乎不可能帮助读者构建可为投资者所用的实战技术,这正是本书第二部分要做的事情,运用现代战略评估技术将这些方法中最老到的元素整合在一起,提出价值增长投资方法。

这种方法有 7 个要点:

- 投资你熟悉的商业领域;
- 公司拥有强有力且可持续的经济特许权;
- 公司由诚信的能人管理;
- 公司资金实力强;
- 股票价格具有吸引力;
- 业务多样化程度低;
- 长期持有。

必要的努力

价值成长投资是一门很费心力的学科,从事本学科研究需要有献身精神和大量的时间投入,金融出版物中充斥着大量没有意义、时效短暂的东西,如短期市场运动趋势、货币政策恐慌、股价动量图表等等。本书将使投资者认识到投资并不是一件很难的事情,只是必

必须把注意力集中到公司经营业务上

须将注意力集中在公司经营上。换句话说,毕竟投资者购买的是一张股权凭证,应该避免将注意力集中在以希腊字母表示的数学模型上,要忘却图表,搁置数学模型和资产配置规则,远离市场情绪化气氛和狂热的投资热点。对内幕消息、经纪人、股评家的投资建议要保持警觉和怀疑,远离市场交易场所,不要被那些主动提供短期诱人前景、但事实上未来几年内可能很难盈利、而当前股票换手率很高的公司所诱惑。

本书也希望能为价值成长投资者的成功提供心境指导,如:不要冒险、调适好情绪、保持耐心、设定合理目标、承认自身错误并从中吸取教训等。

战胜职业投资专家

阅读本书的个人投资者可能认为他们不可能与职业基金经理人竞争或取得杰出投资者那样的投资业绩,但这是毫无理由的自嘲,所有成功投资者都说,与个人投资者相比,机构基金经理人深受傲慢自大之苦。

掌控多达几亿美元投资资金的基金经理人承受着来自巨大财产和流动性短缺的压力,他们通常限于分析和购买有着足够价格浮动空间、可以进行大规模投资的公司股票。对他们来讲,也许更重要的是,对于股性不活跃的股票宁愿不投资,结果是他们的投资对象主要是有着高流动性的公司股票(或其他金融资产)。这种“流动性崇拜(fetish of liquidity)”⁴导致大量中小型公司股票被分析师、经纪人和基金经理人所忽视,除了一时的热点以外,这常常是对中小型公司股票的严重无知。即使在大公司股票的行列里,下跌后的股票也往往被专业投资者所忽视,在市场分析相对不足的领域中,你更容易找到便宜的投资对象。

边际吸引力递减

此外,在这些领域,敏锐的个人投资者具有一定的竞争优势。设想一下机构投资者面临的困难,它们常常被迫持有数百只股票,这可能是由于基金章程或是机构类型规则的要求(如养老基金的规则),从某种意义上讲,这些规则是合情合理的。但是,对于一位职工退休基金保管员的基金经理而言,把钱放在一个篮子里的做法将是无法接受的。然而,机构投资者过分采信几乎无懈可击的投资组合理论和投资多样化的益处,这种倾向会给个人投资者(或非传统的基金经理人)提供了机会。由于机构投资者往往最终持有数百只股票,基金资金必然要遭到我所称之为“边际吸引力递减(diminishing marginal attractiveness)”

的问题。如果设想你自己正承担着投资 20 亿美元的责任的话,就可以理解了。你会怎样做? 你可能首先按照吸引力排序列出你认为值得购买的股票清单,你的清单必定是一个大清单,因为为了不失去必要的流动性,你根本无法在单一股票上投资很高比例。因此,假设你选定 100 只股票为所需的最低数(平均每只股票投资 2 000 万美元),那么,从增值潜力看,清单中排序第一的股票将是你的第一选择,第二只股票仍具有较高的吸引力,但不如第一只股票,也就是说,紧邻其后的股票的吸引力递减。相比前一只股票,清单下面的股票的边际吸引力将减少。因此,排位第九十的股票的吸引力远小于第十位股票,最终,投资组合越来越大,而业绩将趋于中等(且这是在不计费用之前!)。

另一方面,个人投资者可以避免因投资过于分散而导致的吸引力边际递减曲线的影响,可集中投资于前十名,或者,如果愿意承受略多一点风险,可以仅仅选择前五名投资。

来自于大街上的噪声

基金经理还面临另一个问题,他们整天呆在金融区的办公室内,处理所控股的 100、200 或 1 000 只股票的日常业务,他们急于争取时间收集有关拟购买的公司股票信息。试想,当你在选择投资组合、举行年度会议或面临管理危机时不断受到竞价交易噪声的影响,那种噪声肯定是震耳欲聋、使人的精力高度分散。“由于忙于过多的事务,很多财富悄悄地从手指中溜走了”。⁵ 个人投资者则受益于得以远离金融市场上的嘈杂,你可以以多种方式去体验和考察拟购买股票的公司状况。例如,到购物中心的新连锁零售店去购买一件衬衫,尽管这家店目前还很小,但未来也许会带来衬衫销售的变革;或者向孩子们打听最新时尚;或者参加产品展示会,与公司的客户和竞争者交谈。与其他人相比,你所获得的关于公司产品和服务的知识和日常体验使你更具竞争优势。当你坐在纽约摩天大楼的时候,资产负债表分析或宏观经济预测数据不可能告诉你麦当劳所生产的汉堡包及其客户满意率(假如你在 1950 年代投资),也不能告诉你英特尔公司(Intel)拥有一支令竞争对手羡慕的杰出技术团队(在 1970 年代)。但是,如果你是一个对餐饮或计算机技术感兴趣的个人投资者,那么,你就可以发现这些关键因素。华尔街的经理人通常太忙或者被市场热点分散注意力,他们的个人意识被迫分散,而个人投资者则可以很专注。“当一个人一心一意集中于一个目标的时候,他的思维将不断促进其价值标准的改进”⁶。正如 16 世纪意大利医生亚撒利亚·罗西(Azariah Rossi)所言:“除了目标专一的人以外,任何人不可能超过我”。

从长远考虑

基金管理人往往深受短视之苦，他们的能力通常通过基金业绩季度报表来体现。当一个季报相对较差的时候，就会有少数信托基金和共同基金持有人出来呼吁“请他滚蛋”，而当连续出现 5~6 个很差的季报以后，基金管理人则必须另谋高就。

本书涉及的几个投资大师均认为，在当今变化无常的市场环境下，仅仅依据几个季度的报表来评估对内在价值反应很慢的基金业绩，时间确实太短，许多基金管理者一致赞同这种看法。不幸的是，他们必须意识到来自同行和投资者的短期投资理念的的压力，他们不可能简单地选择长期投资理念。

“大傻瓜”

与那些失败的长期投资者相比，多数基金由坚信优异业绩主要来源于利用短期趋势顺势交易观点的人所管理，这些管理者通常坚信“大傻瓜”投资方法。这种投资方法是指不管股票是否有投资价值，交易的目标是在“投资”获利后将股票传递给那些仍然保持高涨热情的市场投机者，当然，在这场击鼓传花的高回报游戏中，投资者被不断上涨的价格趋势所吸引，最终为此付出了相当高的代价。当市场开始追逐新的热点题材的时候，鼓声突然停止，“大傻瓜”深受其害。

烧钱的高频交易

投资机构往往鼓励投资者“高频交易”，即频繁买卖股票。“高频交易”伴随的高交易成本降低了投资者的投资收益，“买入持有”策略可以增加个人投资者的财富，而不会增加他们的经纪人或顾问的财富。个人投资者的另一个重要优势是有时他们可以远离市场，正如阿尔弗雷德·希区柯克 (Alfred Hitchcock) 对演员的劝告：“呆在那儿，别做任何事”。你不必整天呆在股票市场，当现金是最宝贵财富的时候，不要担心失去投资机会，而机构对此的适应性则要差得多。

跟风有害

作为一个群体，职业经理人往往容易形成一致的看法，这可能源于他们拥