



Mc
Graw
Hill

《巴菲特致股东的信》编者对巴菲特理念的深入解读
价值投资的经典著作

向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

How to Think Like Benjamin Graham and
Invest Like Warren Buffett

华章经典 · 金融投资

L a w r e n c e A . C u n n i n g h a m

[美] 劳伦斯 A. 坎宁安 著
阎佳 侯君 译

*Lawrence A.
Cunningham*



机械工业出版社
China Machine Press

向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

How to Think Like Benjamin Graham and
Invest Like Warren Buffett

华 章 经 典 · 金 融 投 资

L a w r e n c e A . C u n n i n g h a m

〔美〕劳伦斯 A. 坎宁安 著

闫佳 侯君 译



机械工业出版社
China Machine Press

Lawrence A. Cunningham. How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett.
ISBN 0-07-140939-4

Copyright © 2001 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2011 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司合作出版。

版权 © 2011 由麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）销售。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-5012

图书在版编目（CIP）数据

向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资 /（美）坎宁安（Cunningham, L. A.）著；阎佳，侯君译．—北京：机械工业出版社，2011.1

（华章经典·金融投资）

书名原文：How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

ISBN 978-7-111-32872-8

I. 向… II. ①坎… ②阎… ③侯… III. 投资－经验－美国 IV. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 254314 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：胡智辉 版式设计：刘永青

北京京师印务有限公司印刷

2011 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·16.5 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-32872-8

定价：38.00 元

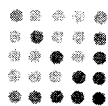
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 88379210；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com



前言

Preface

Q 文化

常识是投资和企业管理的核心环节。然而，吊诡的是，“常识”又是那么难得。举例来说，人们常说某只股票或市场总体水平被“价值低估”了或被“价值高估”了。但这其实是一句空话。不管是单只股票，还是以市场指数形式表现的所有股票的总和，本身都是有内在价值的。这个内在价值，是指该个股或指数未来能产生的所有现金流折成的现值。

估计现金流的大小和现值是非常困难的，但这才是价值的定义所在，不管人们的希望和猜测是多少，它都是一样的。希望和猜测的结果——有时候是分析的产物，但大多数时候都不是——是股票的价格或市场的水平。故此，在涉及个股或市场指数的时候，更准确的说法应该是“定价过高”或“定价过低”，而不是“价值高估”或“价值低估”。

价格会极大地偏离潜在价值，这一看法属于常识，但它与普遍存在的认识有些矛盾。就以纳斯达克主要的市场指数“纳斯达克100”（Nasdaq 100：QQQ）做例子吧。美国证券交易委员会的营销天才们选择3个“Q”来代表它，因为“Q”本身是个很酷、品牌意味很强的字母。然而，“纳斯达克”本身有5个字母可选（N、A、S、D、Q），他们偏偏选中了代表“报价”（Quotation）的

“Q”，不经意中反映出这个创立于1999年年中的典型新经济指数，具有一种受报价所驱使的文化。

在狂热的当代股市当中，股票的报价一直都是人们关注的焦点。因为股票的买家和卖家对报价单背后的企业一点儿概念也没有，可它的价格却明明白白地摆在眼前。着迷于报价，使得人们放弃了分析，只看重周遭的态度；放弃了思考，只听命于本能，是以目光分外短浅。报价是短线炒家每日例行的功课，它塑造出一种赌场式的文化：人在无理性冲动的驱使下，光顾着赶紧行动，却忽视了有质量的思考。用“QQQ”来代表这个股市历史上最具波动性的市场指数，恰如其分。

在Q文化里，常识变成了“常见的荒唐认识”，价格成了万事万物的基础，企业价值靠边站了。Q交易者（Q trader）认为价格就是一切。明智的投资者懂得什么是价值。他首先看重价值，再将价值与价格相比较，看看投资是否有望带来良好的回报。这样的眼光，要求投资者成为企业分析师（business analyst），而不是市场分析师、证券分析师，自然更不是Q交易者。

本书旨在灌输一套企业分析的心态，用以矫正Q文化。它探讨了各类选股工具，点明了斟酌市场、价格、企业及管理者的关键领域。它树立了一座常识的框架，来填补当今市场存在巨大的价值虚空。

本书首先向读者解释，为什么像市场分析师那样操作，依仗市场来透露价值（其实市场只能揭示价格）的做法是错误的。接下来，它列举了思考绩效和价值的工具，同时提醒读者当心：受到扭曲的财务信息会给人造成误导。相应地，它认为理性投资的基本要素是评估企业管理层（尤其是首席执行官和董事们）可信度的常识能力。

企业分析投资法打破了Q文化主流投资思路造就的不少神话（当然，放眼历史，这些神话也并不仅限于Q文化）。举个例子，从企业分析的观点来看，区分所谓的“成长型投资”和“价值型投资”（或“成长型股票”

与“价值型股票”)是错误的。诚然,有些企业收入增长势头可能比其他企业更好,但这种增长速度只不过是价值的一个构成要素,故此,上述源自20世纪70年代初、日后愈发成为惯例的区分是不具分析价值的。

另一方面,企业分析法强调了价值与投机(或赌博)的关键区别。所有的投资都有风险,从某种意义上来说,的确可以说有一定的投机成分在内。然而,明智的投资要求合理地确定价值,并将之与价格进行比较。

人们购买自己一无所知的新上市公司或互联网新企业的股票,或是买股票前不先读一下企业年报,不知道要从年报中寻找哪些信息,就是投机和赌博的典型例子。你当然听说过很多赌博成功的故事,但在它们背后,藏着更多失败的故事,只不过你不知道罢了。正如《华尔街日报》新近说的一句俏皮话:从没听说有哪个连襟会向你吹嘘他在股市里亏了多少钱的。

20世纪眼光最精准的投资思想家兼商学院教师,本杰明·格雷厄姆创造出了一位虚构的“市场先生”,用以强调要把企业分析当成重点,而不是市场分析。资本市场中价格与价值是相背离的,因为市场本身具有狂躁型抑郁症的特点,大多数时候不是过分乐观,就是过分悲观。而流行的看法认为市场能有效又准确地为证券定出价格,可惜这是一种错误认识。

等你知道身为企业分析师该怎么看待问题以后,接下来就是搞清楚到哪里去看。这里的核心要点是确立你的能力范围(circle of competence)。能力范围的概念由20世纪最成功的投资家兼商业教育家沃伦·巴菲特提出。它是根据你对公司产品和经营背景的理解力来定义的。不同的投资者有不同的能力范围。所有的投资者都必须解决以下挑战:利用当前和过去的信息预测企业将来的绩效。

对大多数人来说,对于那些已经成立了很长时间,经历了多轮商业周期循环、面对过经济衰退考验的企业,要做到这一点比较容易。在这类企业中,有不少历史悠久、堪称典范的例子——有着强有力全球化产品和市场地位的老牌公司,比如宝洁、通用电气、可口可乐和迪士尼公司。有些

企业能长久健康地发展下去，另一些则会败给竞争者（正如通用电气打败了西屋电气，沃尔玛打败了西尔斯·罗巴克）。判断谁是赢家谁是输家的能力因人而异，因为每个人在评估这些公司时资质不同。要理解这些类型不同的企业，必须掌握不同的技能。

对那些经营时间并不太长的较新企业，投资者评估其将来绩效的能力也有高下之分。这类企业可称为“优质企业”，它们已经成立了一段时间，但其经营领域，属于一些高速发展的新兴动荡产业，思科、英特尔或微软即属此列。它们的历史较短，对很多人来说也更难于理解。但有些人能够很好地理解它们，也能够对其将来的发展潜力做出明智的判断。

和经典企业一样，优质企业里也同样有百战不倒的战士，有不幸掉了队的弱者。以个人电脑行业为例，1990~1999年间，新创企业戴尔建立了一套超赚钱的电脑直销模式，销售量和利润都涨势惊人，康柏紧随其后，也干得不错，Tandy和苹果落在后面。而同期还有更多蹒跚难行的弱者饱受业务衰退之痛，如AST、Digital、Atari、Tulip、Commodore和Kaypro等。

第三类公司叫“新丁”——企业是全新成立的，甚至从事的产业也是全新的，全无历史背景可跟踪。这些企业走在时代前沿，就类似早前的钢铁产业、汽车产业、稍后的塑料产业，还有世纪之交的互联网产业。此类企业里除了最早采取动作的闯将（比如20世纪90年代互联网行业里的“雅虎”和“美国在线”），其他的根本没有值得一谈的经济经历。

即便如此，仍有一些投资者利用现有工具，对这些新丁的前景做出了明智的预测。2000年，时代-华纳公司和美国在线联姻，前者的高层管理者自信满满地认为自己有这个能力。他们的判断是否成立，尚有待时间检验。但毫无疑问，有些公司只会昙花一现，另一些则能后来居上，跻身优质战士的行列，最终升华成老而弥坚的经典。说到底，每一家公司都是从新丁干起的。

故此，能力范围的核心特点在于它必须根据不同的人量体裁衣。这并

不意味着明智的投资者就要避开那些难于理解或飞速变化的企业。恰恰相反，倘若投资者具备相应的能力，下苦功夫去理解别人眼里难于理解的东西，比别人更准确地判断一家企业及其所属行业的发展，显然就具备了决定性的优势。即便如此，每个投资者仍然需要一步一步地搞清楚自己的能力范围是什么，哪些东西不在自己的能力范围之内，如此方能做出明智投资所要求的准确判断。

接下来要弄明白，在能力范围内，你要寻找的是什么。主要的问题在于，你对一家企业长期经济特点的评估准确度有多高。判断“新丁”企业，强烈的自信是必需的，优质企业次之，经典企业最少。但不管是对哪类企业，评估它们的长期业绩特征都至为关键。

要获得必要的评估自信，只需要问几个定量问题就行了。在本书的第二部分，你将看到，企业的财务报表能帮助你回答以下三个问题：

- ▶ 债务到期时，企业还清债务的可能性有多大？
- ▶ 管理层将这家企业经营得好不好？
- ▶ 企业的价值是多少？

只要对若干关键的财务比率有着基本的熟悉度，就能以足够的自信精确解答上述问题。这些财务比率是与运营资本和负债、库存管理及其他短期资本、权益回报率，以及未来利润前景等相关的。

正如每个投资者的能力范围互不相同，不同的人对这些财务特点的评估也是不一样的。归根结底，企业的价值是它在未来为所有者创造的所有现金的现值。既然没有谁能准确地预料未来，要想得出上述数字，就必须掌握合适的工具集，并有着良好的判断力。

凭借这些工具，并在你能力范围内进行选择，你能够判断出进行价值评估需要多少证据，以及需要哪一类证据。但由于没有哪一种单一的工具能准确判断企业价值，明智的投资者必须观察格雷厄姆和巴菲特的谨慎投

资关键原则：在你付出的价格和获得的价值之间找出一个安全的边际。

在尝试解答所有这些问题的时候，你必须带着审慎的怀疑态度来看待财务报表里的数字。财会惯例和判断有可能歪曲企业的现实情况。举例来说，与库存和应收账款相关的会计准则会歪曲运营资本的数据。一些过时或非竞争性固定资产，其实际残余价值恐怕比报告里的数字要低。

另一方面，有些资产的价值，在资产负债表里可能会被低估（比如天然气公司的储备量和土地价值）。此外，与环境问题、员工退休后健康福利、管理层股票期权等相关的表外负债项目，也应当纳入财报数字的调整范畴。你不必知道每一个细节，但一定程度的理解是必需的，只要稍做努力，培养出企业分析的思维方式，自然就具备了这种理解能力。

在对企业长期特征做评估的时候，准确性的问题还与以下这一点挂钩：说到将企业利润回馈给股东，你对管理层这么做有多大的把握？诚然，不管评估什么投资，最重要的影响因素仍然是蓬勃向上的整体经济态势。尽管一流的管理层也很难抵挡恶劣的经济环境，可糟糕的管理层必定会伤害良好的企业（不过，糟糕的管理层想要破坏一家杰出的企业，就有点难度了）。

管理层的实际情况，加上市场机能不健全、财务数字不可靠，这三者要求投资者还需看重企业分析的定性维度。这里面最重要的，是那些能反映企业有着以所有者为导向的性质。

以所有者为导向，并不是要求企业管理者像法律那样遵守它，或是当成惯例来实践它。具备所有者导向，也不光靠制定某些企业规章制度，比如拥有大量的外部董事，把 CEO 和董事长的职能分开。故此，对管理者的关注，就是对其信赖度的关注。

估计企业管理者的可信赖度，和评估未来女婿的可信赖度差不多。它是一种常识——当然，这又是一种稀罕但能掌握的思维方式。说到企业管理者，洞悉其可信赖度的渠道，包括企业的过往记录，以及其跟股东沟通

的素质——尤其是 CEO 每年写给股东的公开信。本书最后一章列举了运用这门艺术的一些例子，如杰克·韦尔奇（通用电气前 CEO）、迈克尔·艾斯纳（迪士尼前 CEO）和已故的罗伯特·戈伊苏埃塔（可口可乐公司前 CEO）。

俗话说的“注意你的 P 和 Q”^①并不是指“价格”（price）和“报价”（quote），而是指常识。在投资领域，这意味着掌握基本的财务、会计和管理情况，观察以下现象的发生：

- ▶ 有效市场理论在 4/5 的时候都是成立的，投资者可以利用剩下 1/5 的机会。
- ▶ 财务分析的传统工具仍然是投资者最好的朋友，但盈余管理和会计操纵是投资者最可怕的敌人。
- ▶ 明智的投资者尤其看重管理者是什么人、他们是否值得信赖。

注意 P 和 Q，并不需要做海量的工作，但它的确要求具备大量的常识，来抵挡“Q”狂热。

常识这服解药，能带你进入更安全、更成功的“V 文化”世界。V 文化的创业祖师格雷厄姆，本身就是个成功的实践者。格雷厄姆最杰出的学生和实践者沃伦·巴菲特，同样是位导师。所有的好学生都会听从老师的指导，并在应用中将之发扬光大。巴菲特并不例外，格雷厄姆其他的门徒同样如此，他们汲取祖师的核心教诲，并将之成功地扩展到多个领域。

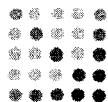
当然这里也存在一些值得说一下的微妙区别。巴菲特不打折扣地保留了格雷厄姆企业分析思维方式的核心概念，关注价格和价值之间的区别，坚持在投资时保留充分的安全边际。但在实际应用中两人有一些细微的区

① Minding your Ps and Qs，意为谨言慎行。这个说法有一种来历，小学生刚学写字时容易分不清小写的‘p’和‘q’，因为这两个字母不但顺序相邻，而且拼写相似，所以老师会用这句话来提醒大家。——译者注

别，基本上仅限于下面几点：巴菲特在投资中更加关注管理者的重要性，对格雷厄姆钟爱的购买便宜货的做法不太热衷；他比格雷厄姆更看重无形资产的价值。但这些区别并未掩盖两人的共同点，而是反映了两人在深层次上恪守的一致原则：投资中独立判断的重要性。

格雷厄姆其他的门徒选择了其他不同的方式来应用其主要概念——有的人尽量多元化地分散投资，另一些人则强调集中化，也有人更多地关注企业内在本质，还有一些人对此关注得较少。本书不揣冒昧，对格雷厄姆提出的概念以及巴菲特对其的进一步扩展和应用做了阐释。它具体针对当今投资环境做了深入说明。当今的投资环境，格雷厄姆并不熟悉，而巴菲特又只能在每年相对公式化的股东公开信里有限度地涉及。

不管在什么时代，企业分析思维方式的基础，都是价格和价值的区分，以及安全边际原则，它们是 V 文化的牢固锚点。我很荣幸能为它鼓与呼，但真正的大师永远是格雷厄姆和巴菲特。



目 录

Contents

前言：Q 文化

第一部分

两个市场的传说 / 1

第 1 章 市场先生的躁郁症 / 2

波动、泡沫和崩盘 / 4

异常现象 / 10

一大群猴子 / 11

第 2 章 服用百忧解的市场 / 16

缘起 / 16

简单性 / 18

完全竞争市场之梦 / 22

相关理论概况 / 28

第 3 章 混乱的市场 / 33

新浪潮 / 33

又一波新浪潮 / 36

复杂性 / 46

行为金融学 / 47

第4章 波动性的增强 / 50

信息波动性 / 51

交易波动性 / 58

交易者的波动性 / 62

病状预断 / 66

第5章 抓住20% / 68

谁来负责 / 69

坚持到底 / 71

炼金术 / 81

长期 / 86

第二部分

给我看看钱在哪儿 / 89

第6章 苹果树和经验 / 90

愚人与智者 / 90

基本常识 / 100

第7章 你的能力范围 / 104

初始范围 / 105

能力范围的培养 / 108

全面的能力范围 / 113

做决策 / 116

第8章 辨识成功 / 118

企业燃料 / 119

显微镜下的管理者 / 123

少花钱多办事 / 127

完整的工具箱 / 130

第9章 该你做主 / 132

资产 / 133

收益 / 137

灵丹妙药和安全边际 / 141

现金 / 143

市场循环 / 144

第10章 摆弄数字 / 151

讽刺作品 / 155

财务谜语 / 160

小结 / 165

第三部分

信任经理人 / 167

第11章 放眼世界 / 168

两个世界的故事 / 169

义务的误读 / 173

世界大同 / 176

第12章 规则和信任 / 186

家族企业管理 / 187

局部治理 / 188

综合治理 / 192

会议上的发言权 / 195

第 13 章 工作中的董事 / 197

向 CEO 致敬 / 198

薪酬 / 199

交易 / 203

资金 / 206

审核 / 209

第 14 章 炉火边的 CEO / 212

大师级经理人 / 212

行动 / 214

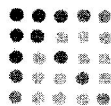
初露锋芒 / 221

信任 / 226

结论：胜利的文化 / 233

致谢 / 235

注释 / 237



第一部分 Part 1

两个市场的传说



第 1 章 Chapter1

市场先生的躁郁症

有这样一位病人，他患有典型的躁郁症（也叫双相情感障碍），喜怒无常。他会连续疯狂地花上好几个月的钱，买他根本不需要的东西。在心情愉快的时候，他话多健谈，充满创意，但颠三倒四、前言不搭后语。他能凭借魅力叫你买下布鲁克林大桥。可突然之间，他的情绪立刻变了，进入了长达数月之久的黑暗抑郁状态，最微不足道的麻烦事儿——比如小小的坏消息，不尽如人意的结果——都能让他勃然大怒。

根据专家们的观察，这种病情或许是遗传而来，由天生的化学物质引起。此类化学物质影响心情、食欲，造成痛苦的感觉，反过来，这又令他体重忽上忽下。病人有可依靠的安全网，如政府的支持，以及类似情绪稳定剂等政府认可的治疗方式。但他对自己的病一味否认，愤怒又多疑，有时还不吃药，结果导致心情出现更猛烈的高低起伏。

显然，我说的这个“病人”就是股市。它忽而陷入无理性的恐惧，忽而又呈现无理性的贪婪。它兴起时，引得大量的资金注入；它萧条时，这些资金又果断撤出。它像马戏团里踩弹簧高跷的小丑一样高高跃起，编织着不费力气就挣大钱的狂野神话。紧接着，它就变脸了，大多数时候，只要听到这家或那家公司每股仅差了几分钱没达到盈利预期，它会像铅锤一样直线下降，纠正之前的错误。