

J·E·J·F

金融教父



格兰姆是本世纪
投资哲学家,是华
精神父亲和技
部著作《聪明

格兰姆全传

《**《**有价证券分析**》**》被誉为全世界金融人士的《圣经》。

美国最伟大的
尔街投资者的
术导师,他的两
的投资人》,

在许多人的罗盘上,格兰姆
就是到达北极的唯一指标。

——沃伦·巴菲特

中国经济出版社

人行研究生部藏书

分类号 K833/A2—

童
编著

071975

金融教父



071975

格兰姆全传

图书在版编目(CIP)数据

金融教父:格兰姆全传/叶童编著.

-北京:中国经济出版社,1998.2

ISBN 7-5017-4203-0

I.金… II.叶… III.格兰姆-生平事迹

IV.K837.125.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 28455 号

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

邮编:100037

各地新华书店经销

华西医科大学印刷厂印刷

*

开本:850×1168毫米 1/32 11.5印张 230千字

1998年3月第1版 1998年3月第1次印刷

印数:1-8000册

ISBN 7-5017-4203-0/F·3033

定价:18.80元:

叶 章 编 著 中 国 经 济 出 版 社

金甌父子

格 兰 姆 全 传



第一章 金融教父

他依靠自己的努力和智慧，在我们这一行创立了一整套卓有成效的理论。格兰姆的证券分析学说是每一位华尔街人士的《圣经》，而他则是当之无愧的华尔街教父。

——〈美〉大卫·刘易斯

在许多人的罗盘上，格兰姆就是到达北极的唯一指标。

——〈美〉沃伦·巴菲特

大宗师与追随者

在 人类从事的每一个行业中，出类拔萃的佼佼者总是
不在少数，而能够称得上大师的人却很少，被誉为
“宗师”者更是少而又少，每百年也不过一、二人而已。因
为作为宗师者，必然具有超乎常人以及一般聪明人的悟性和
智慧，能够穿透他所从事行业最为复杂、隐秘的所在，以他
的光亮启迪人的心灵，从而使芸芸大众顿开茅塞，找到迷宫
中的出路，抵达梦想的殿堂。

股市向来被人视为精英荟萃之地，华尔街则是衡量一个
人智慧与胆识的决定性场所。一百多年来，若干人物曾在此
搏杀沉浮，或风云一时，或寂然消失。从“华尔街大佬”摩
根到“股市阻击者”索罗斯，从“恐怖的伊万”到沃伦·巴
菲特。有若群星闪耀，各领风骚，成为万众憧憬的对象和传
奇的主角。

但是，有一颗星的光芒却盖过了上面提到的每一颗星。
它的光芒映透了华尔街的投资者的心灵，并且会恒久不灭
……。

在本世纪六七十年代，每隔两年，那些华尔街的大户们
都会长途跋涉，去往某一个固定的豪华度假圣地拜访一个

·金融教父·

人，至于具体去哪儿，全视这个人的行踪而定，有时是英属哥伦比亚维多利亚省的桂冠酒店，有时是新墨西哥州的主教酒店，有时则是弗吉尼亚州的威廉斯堡酒店。

这支队伍鼎盛时多达 60 余人。除了非常特殊的原因之外，没有人愿意错过这两年一次的聚会，而且他们中的每一位都以入围这支队伍为荣。这情形有点类似于“朝圣”，而实际上他们就是去“朝圣”。只要我们随便点出这支“朝圣”队伍中几个人的名字，就会知道它的份量了：

K·格拉汉：美国影响力最大的报纸之一《华盛顿邮报》的发行人；

D·柯尔：著名于世的可口可乐公司的前任总裁；

L·迪士奇：美国电视业巨头之一、哥伦比亚广播公司的老板；

比尔·盖茨：计算机与电脑业巨人微软公司的创始人；

沃伦·巴菲特：今天的美国首富、跺脚华尔街就会抖动的超级投资者；

.....

毫无疑问，这是一群成功者！他们的身价都在数十亿美元之上。在公众眼中，他们也是金钱、权势、智慧的象征。他们本身就是偶像，还会崇拜谁呢？在这个世界上还有人能成为他们的偶像吗？他们要去拜谒的究竟是谁呢？

这个人的名字是：本杰明·格兰姆！

对于大多数人来说，本杰明·格兰姆这个名字听上去远不如他的朝拜者和追随者如巴菲特、盖茨等人那样如雷灌耳。“自古圣贤皆寂寞”，学究天人的格兰姆也不例外。但他一生追求的只是投资作为一门科学的真谛，而非在现实世界

中的成功，虽然他也曾作为投资者在华尔街风云一时。

即便如此，格兰姆在上述那群“当代英雄”或“超级投资者”的心目中的地位却是无可替代、不会动摇的。他们中很多人都是格兰姆的学生，曾长期从他的教诲中受益，并运用他的理论在证券投资中取得了非凡的成就。包括他们在内，又有谁能否认这种成就就是格兰姆本人的成就呢？

所以，对于他们来说，这种定期“朝拜”只基于两个简单的理由，第一，是格兰姆对于股票和证券的了解，比他们所认识的任何一个人都要高明；其次，他们相信他对金融投资的卓越洞察能力。正是由于格兰姆的教诲，他们方才洞悉了价值投资的基本原理：选择证券必须以一家公司的实际财务状况及其未来的获利能力为依据。价值投资者不必关注于单一股价的波动或市场行情的走势。同时，格兰姆也是发现规避股市各种风险的诸多技巧的先驱，并找到了在复杂的局势中实现套利的方法。在复杂的操盘过程中，他知道什么时候该卖，什么时候该买。诚如巴菲特在谈到他们这一群人时所说的那样：

“……他们现在都已经非常富有了，虽然他们没有创办象联邦快递之类的大公司，但也都算独霸一方的人物，不过格兰姆却将他们比下去了，如此而已。”

出自巴菲特之口的这番话可以视作这群人中龙凤的共同心声。就某种程度而言，他们对格兰姆有的不仅仅是尊敬，甚至可以称得上是顶礼膜拜。这种心情，我们可以从巴菲特等人 1968 年对格兰姆的一次拜谒中得到佐证。

熟悉美国金融历史的人知道，1968 年是纽约股市异常疲软的一年。往日喧哗不已、消息四起的华尔街冷冷清清。投资者们茫然无措，大户们也是愁眉不展，甚至连象巴菲特

·金融教父·

这样的超级大户也不知何去何从。危难之际，他们不约而同地想到了一个人：本·格兰姆。

巴菲特回忆说：

“我知道他刚回国。我打电话给他说：‘假如我们几位学生在一起，你是否愿意抽空教我们一下’。他很爽快地答应了。于是，我联络了十余个人。每个人在接到我的电话时，都雀跃不已。”

作为格兰姆忠实的学生和传人，巴菲特又郑重其事地写信给那些即将与会者说：

“我们象是去从事某种异花授粉的工程。但我深知你们当中有几位有喜好演讲的倾向（而我觉得有人指的是我），我不得不事先提醒一下，他是蜜蜂，而我们只是花朵，我深感若我们没有自我约束，真心请求教益，反而乘机向他夸耀他忽略了我们的一些伟大想法时，则此次会面有可能沦为了一场波斯地毯的拍卖会。”

事实证明，这些超级大腕们对格兰姆的恭敬是恰当的。当他们去到圣地亚哥海边的柯罗拉多酒店见到他们的“教父”时，不仅享受到了如诗如画的风景，而且聆听到了从别处永远无法获得的教诲和对未来股市走向的真知灼见。

这一年，格兰姆已经 74 岁，他身材瘦削，已带有不可抗拒的衰老的迹象，但那炯炯有神的双眼却令这群饱经风浪、心理素质出类拔萃的朝拜者们难以对视。他那儒雅的外表和温和的气质，与他对事物鞭辟入里的分析、深刻的洞察相结合，融成了一种极富吸引性的人格魅力。这种魅力正是领袖和宗师的魅力，与他那“华尔街教父”的美誉正好相称！

· 这就是格兰姆。数十年来，他一直是声誉卓著的格兰姆

——纽曼投资资金的掌管者，哥伦比亚大学金融教授，被称为“华尔街《圣经》”的两本书《有价证券分析》和《聪明的投资人》的作者，也是20世纪中世界上最有影响力的投资思想家和哲学家。他的学说和思想在投资领域震动和影响了几乎三代重要投资者。如今活跃在华尔街的数十位上亿级投资管理人都自称他们是格兰姆的信徒！

那么，究竟是什么样的学说，令格兰姆在华尔街产生了如此深远而重大的影响的呢？

这里，我们先对格兰姆的学说作一个简单介绍。

格兰姆投资分析原则

本杰明·格兰姆被公认为财务分析之父。他之所以被授予这个荣誉，是因为在他之前还没有财务分析这项专业，只是在他之后，人们才开始意识到并接受这种说法。

格兰姆最著名的两部著作是与大卫·陶德（David Dodd）合写的，第一部是在1934年第一次出版《有价证券分析》（Security Analysis）。当时，1929年的股市风暴刚过，全国正陷入严重的经济萧条阶段。另一部是《聪明的投资者》，在1949年出版。当时，其他学者还在尝试着解释经济萧条原因时，格兰姆却在企图使投资者振作起来，寻找机会，设法在不景气中立足获利。

从1928年到1956年的28年中，格兰姆在哥伦比亚大学教授财务课程。很少有人知道他的财务曾被1929年的股市大崩盘所拖垮。但是格兰姆经受住了这次打击，他通过这次大崩盘获得了许多启示和思考，于是与同僚大卫·陶德教

授共同完成了一份关于稳定投资策略的完整论文，即《有价证券分析》。

格兰姆和陶德都有着相当丰富的投资经验，他们费了四年时间才完成了这部书。当《有价证券分析》首次出版时，《纽约时报》的路易斯·理奇（Louis Rich）写道：

“该书是一本迄今为止整体成熟，结构严密的著作，在学术领域中，具有较高的研究价值。全文有广泛而深入的探讨，在实务上则富有洞察力。如果书中的理念能发挥其本身的影响力，它必将引导投资者的注意力，从市场转到有价证券问题上。”

针对当时的实际情况，格兰姆和陶德重点指出公司滥权问题。在1933年和1934年的证券法施行之前，公司当局发布的讯息常有误导投资人的嫌疑，而且资讯量严重不足。许多的工业公司拒绝公开营收报告，资产的评价经常令人难以置信其是否有公正性。公司发布错误的讯息，企图操纵证券的价格，无论是首次公开发行的股票，还是在交易市场中流通的股票，都是一样。在证券法公布之后，公司制度的改革虽然较慢，却也渐渐有所发展。

1951年，该书三版时，提出了公司滥权的情况已经成为过去，取而代之的是他们对股东与管理者之间的关系的研究。这些问题主要出现在管理者的经营能力和股利政策上。《有价证券分析》一书的精华，是指出一个经认真选择，而且分散风险，合理价格的普通股投资组合，才有可能是聪明的投资。

而格兰姆发现，在经营领域还没有一个单一而被广泛认可的投资定义。他引用琼斯特斯·布兰狄斯（Justice Brandeis）的话，指出投机这个词包括许多意义，却未提及该项

投资指的是股票或债券。购买高风险的债券，不能因为它是债券，就当成一项投资。如果股票的每股价格小于其流动资产净额，也不能只因为它是股票，而被看作投机。不管是债务，还是股票，格兰姆认为，决定用借款购买有价证券，并希望在短斯内获得利润，那么这样做就是投机。

于是，格兰姆表示，投资的动机更甚于有价证券本身，决定了此项交易是投资或投机交易。针对这一问题的复杂性，格兰姆提出自己的定义：投资就是在经过完整的分析研究之后，认为能确保本金的安全，而且能获得较好的报酬。不符合这些要求的操作便属于投机。

格兰姆的另一个发现，是在区别投资和投机之间的差别之后，建立了一套较有效的投资观点。在《有价证券分析》出版之前，以计量方法选择股票的模式尚未建立。

在股票市场崩盘后的二十几年来，许多的学术研究会曾对各种不同的股票投资方法作过分析。格兰姆提出了自己的三种方法：即：横断法（cross section approach）、预期法（anticipation approach）和安全边际法（the margin of safety approach）。横断法也与现代的指数投资法相仿。选择个别股已经为投资组合所取代。投资人会平均购买道琼斯工业指数三十家公司的股票，获利则相当于那些被选入指数的公司。格兰姆认为，华尔街的老手并不一定能够达到比指数法更好的结果。预期法又分为短期选择法和成长股票法。短期选择法是个人在短期中选择最有获利前景的企业赚取利润，这段期间通常是一年到六个月。华尔街花费许多的精力预测经济前景，包括销售量、成本和盈余、公司能预期达成的指标。而这种方法的谬误在于盈余经常是易变的，而且短期经济前景的预期也容易低估股价。

最后，是比较基本的估计，一项投资的价值，并不在于它将会在这个月或下一个月赚得利润，也不是下一个季度的销售量将会怎样，而是长久来看，该项投资预期会对投资人带来什么样的报酬，基于短期资料的决策，经常是表面而短暂的。由于短期选择法强调经济情势的变动与交易，所以成为华尔街上比较占优势的投资策略。成长性股票，简单而言，就是指企业的销售与获利成长率，高于一般企业的平均水准之上的股票。格兰姆使用全国投资人协会（National Investors Corporation）的定义指出，成长型企业是指那些会随着周期而不断成长的企业。格兰姆认为，如果想成功地运用成长股票法，最困难的是投资人是否有能力判断成长型公司，而后确定目前的股价所反映出的未来企业成长的潜能。

所有的公司都有所谓的利润生命周期。在早期的发展阶段，公司的销售额加速成长，盈余开始出现。在急速扩充阶段，销售额持续成长，收益增加，而且盈余也急剧增加。当公司进入稳定成长阶段，销售额的成长速度开始减缓，盈余也开始变少。在最后一个阶段，由稳定走向衰退，总收入下降，同时利润的盈余都随之而降。

运用成长股票法作为投资策略的投资者，会遇到两难的情况。如果他们选择了一家处在迅速扩充阶段的公司，他们可能会发现公司的成功只是短暂的，因为该公司将无法承受年复一年的考验，而且公司的利润可能无法长久。还有，处在稳定成长阶段的公司，可能好景不长，当盈余开始下降时，公司会很快进入稳定到衰退时期。多年来，要想准确无误地指出一家公司是处在生命周期的某个阶段，一直令财务分析师们深感为难。

如果推测一下，投资人已正确地特别指出一个成长型公

司，投资人该以什么样的价格购进最为合理？显而易见，如果公司的名气较大，而是在繁荣时期，那么其股价相对而言会比较高。格兰姆提出，我们如何知道价格过高？很难准确回答。

另外，就算是决定正确，投资人将立刻会面对一个新的风险，即公司将会比预期的成长更缓慢。要是这种情况发生了，投资人就会支付过高的股价，因为股票市场的修正机能，很可能使股票的价格下跌。

如果分析师对于公司未来的成长持乐观态度，而且相信这家公司将会适合加入投资组合中，分析师有两个购买方案可采用。一是当整个市场都以低价交易时，可以购买该公司的股票。二是当交易价格低于它的实质价值时购买。虽然此时整个市场的实质价位并不低。而格兰姆认为，不管采用什么方式购买，都应该考虑安全边际（margin of safety）。

在 1930 年和 1940 年之间，格兰姆提出了这个战略性课题，即安全边际。

格兰姆把稳定投资的概念压缩成一句话，那就是安全边际，这一精确的箴言适合所有的证券。例如，如果一位分析师回顾某公司的营运史时发现，平均而言，在近五年中，这家公司每年赚得的盈余为固定费用的五倍，那么公司的债券就达到了安全边际。格兰姆没有预期投资人能否正确地判断出公司将来的收益。不过，他认为如果盈余和固定费用的差额大，就算公司出现料想不到的利润衰退，投资人也不会受到什么损失。

建立安全边际的概念并不太困难，真正的考验是这个方法是否适用于股票。格兰姆推测如果股票的价格低于其实质

价值，则股票存在一个安全边际。很明显，为了应用这一概念，分析师需要一些技术来决定公司的实质价值。格兰姆认为实质价值就是那些事实决定的价值，这些事实包括公司的资产、盈余和股利，以及任何将来发生机率极高的情况。而在决定公司的价值时，唯一最重要的因素是它将来的获利能力。

简而言之，公司的实质价值能够由估算公司的盈余，乘上适当的资本化因子来算出。这个资本化因子，或说是“乘数” (multiplier)，受公司盈余、资产、股利政策和财务状况稳定与否的影响。

用实质价值估算股价，会被分析师对公司未来经济状况的不精确计算所限制。但是分析师的预测和计算结果，可能被一些潜在的未来因素轻易地否定掉。销售量、定价和费用的预估是困难的，如此使得运用资本化因子计算股价，变得更加复杂。不过格兰姆提出的安全边际法，能够成功地在三个区域有效。一，它在稳定的证券，比如债券和特别股运作良好。二，它能够运用比较分析。三，如果公司的股价及其实质价值之间的差价够大，那么安全边际就能够用来选择股票。

一般情况，实质价值是令人无以捉摸的概念。只有直接由市场行情价格来看，才能明白一些。本来，实质价值被认为企业的账面值，要么是企业的实质资产总值减去负债的总数。这种概念与早期认为实质价值可明确被估算有关。但是，分析师后来发现，一家公司的价值不但是它的资产净值，实际上，也包括这些资产所产生的盈余价值。而精确地决定公司的实质价值，并不是必要的。

然而，取而代之的是必须接受一个近似的衡量或评价范

围。为了要建立安全边际，分析师只需要一个相对于市场价格的数字，看看它是高于还是低于市场价格。

掌握净资产价值。格兰姆认为，财务分析不是一门精确的学科。有一些特定的量化因素，包括资产负债表、损益表、盈余和股利、资产与负债科目，他们对完整的证券分析研究，有极大贡献。两个最常见的质化因素是经营能力和企业的本质。当然也有不容易分析的质化因素，虽然是这样，却是公司计算实质价值过程中必要的两因素。

格兰姆对于过份强调质化因素深表忧虑。格兰姆并不否认这些质化因素存在的价值。然而，当投资人过度重视这些无以捉摸的观点时，潜在的失望便会增加。对质化因素持乐观主义，通常导致建立一个更高的资本化因子。从自己的日常积累的经验中，格兰姆发现在某种程度上，投资人会把注意力由可见的固定资产转移到无形资产上，例如经营能力和企业的本质，而这会暗中为投资者带来具有风险的思考模式。

当然，投资人必须确定市场，一开始就以净资产价值当作基本的出发点。如果投资人购买资产，他的下限被限制在那些资产的变现价值上。而如果那些预测无法实现，没有谁能把投资者从乐观的成长预测的失败中唤醒。如果有一家公司被认为是很有吸引力的企业，并且可以预知其未来丰厚的盈余，无容置疑，它会吸引越来越多的股票投资者。

格兰姆认为，那些投资者将会出高价购买它，同时这种价格盈余比将逐渐增加。当越来越多的投资人被预期的回收迷惑时，价格很容易偏离其现有价值，而创造出一个美丽诱人的幻像，而后又不断扩大，直到最终破灭。

格兰姆认为，如果大部分公司的实质价值来自于经营的