

福布斯

经典投资故事



本杰明·格雷厄姆撰写了一部关于投资方法的名著 其中搜集了他们一些新的投资方法。直到今天，他的信徒如沃伦·巴菲特等人仍坚信他的投资理论。

1

价值的化身

本杰明·格雷厄姆

(Benjamin Graham)

1914年夏天，只是一次很偶然的机会有，本杰明·格雷厄姆来到华尔街，对这个金钱世界进行一番初步的调查。没有任何迹象表明他将成为这个金钱世界里呼风唤雨的人物，能探索出一条关于价值投资的核心理论，能在随后的40年里制造出成千上万个像他一样的超级投资者。格雷厄姆的主要信徒之一就是他的学生兼雇员沃伦·巴菲特。他对格雷厄姆佩服得简直五体投地。巴菲特说：“除了他的父亲之外，格雷厄姆给他的影响最大。”

为了突出表示他对格雷厄姆的尊敬，他把儿子的名字叫做霍华德·格雷厄姆·巴菲特 (Howard Graham Buffett)。在他那些如同儿女般的感激之情中，巴菲特曾经直言不讳地告诉他的同事——伯克希尔—哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway) 的股东们：“我从本杰明·格雷厄姆身上汲取了大量的智慧，他是金融史上最伟大的老师。”

巴菲特没有亵渎格雷厄姆的圣地，因为他是一个谨小慎微的人。格雷厄姆已经去世 30 多年了，但是采纳他的投资规则中一些充满神秘色彩的策略，确实使巴菲特以及许多其他信徒们变成了富翁。

格雷厄姆究竟向这些地位显赫的部长级管理人员传授了什么持久不变的投资决策呢？价值投资的一条基本原则就是要透过市场价格看出实际价值。当你购买股票时，你不是只买了一张股票，而是买下了一个企业的一个部分。一个企业的内在价值往往与经常波动的股票市场所显示的股票价格有极大的差距。如果购买的股票价格明显高于它的内在价值，你就会遭受损失；相反，如果低于内在价值，交易过程中赚钱的机会就比较大，资金被长期套住的危险就很小。基本的赌注就是市场价值最终将和内在价值相吻合。

格雷厄姆为《福布斯》杂志写了许多重要文章，在其中一篇文章中他认为自己的策略就是“以 50 美分买一美元”。就是这个策略使得他在 1929 年的经济大萧条中得以幸存，没有像别人一样破产。同时在许多好年景里还给他带来了 20% 甚至更高的盈利。

内在价值就是试金石。那么如何确定内在价值呢？格雷厄姆是一个不畏艰难博学多才的人，他喜欢说双关语，喜欢在弗莱德—阿斯泰尔 (Fred Astaire) 演播室里跳舞（主要是因为漂亮的女教师），还喜欢拉丁文诗歌。直到 1976 年他 82 岁时离去的那一天，他一直都在孜孜不倦地、几乎一字一句的提炼自己的投资策略。首先致力于被低估的资产，然后用风险收益公式来计算

本杰明·格雷厄姆投资十大要素

在本杰明·格雷厄姆的最后几年中，他根据 60 多年的经验提出了投资十大要素，希冀能够帮助聪明的投资者从复杂的股票市场中有价值的股票。

10 点：

1. 盈余价格比率是三 A 级公司债券的两倍以上。盈余是价格盈余比率的倒数。
2. 价格收益比低于近 5 年股市最高收益比的 40%，（或价格收益比低于市场平均价格收益比 10% 以下）。
3. 股利获利率至少是三 A 级公司债的三分之二以上。
4. 股价是有形账面价值的三分之二以下。
5. 股价是可立即变现净值（流动资产总值减去总负债）的三分之二以下。
6. 总负债低于有形账面价格。
7. 流动比率（流动总资产除以总负债）是两倍或更高。
8. 总负债小于可立即变现净值，同第 5 条。
9. 获利率近 10 年达两倍（或 10 年内每年盈余成长率平均 7% 以上）。
10. 稳定的收益增长：近 10 年盈余增长率为负 5% 以上的年度不得超过两年

这 10 条放在一起构成了一个强有力的风险回报屏障。前 5 条指的是通过比较价格和以收益等主要经营效果来预见潜在的回报。后面 5 条则通过检测财政完善情况和稳定的收益来衡量风险。

调查回顾表明，选择符合这些标准中两到三条标准的股票会带来很好的回报。然而变化的市场形势和商业行为（见正文）使许多股票不能符合格雷厄姆和詹姆斯·雷（James Rea 航空学工程师）制订的保护措施。格雷厄姆去世 6 年以后，詹姆斯·雷把这些公式应用到美国多种全球基金会（American Diversified Global Value Fund），这个基金会由詹姆斯·雷的儿子小詹姆斯（James Jr.）经营，后来变得败落不堪了。

收入和红利。格雷厄姆规则的最终形式即 10 项精华要旨，是他在《最后的意愿和遗嘱》（*Last Will & Testament*）一文中提出的。这篇文章发表在 1977 年 8 月 1 日的《福布斯》杂志上。

这些投资精要得益于他在华尔街的经历、哥伦比亚大学商学院 30 年的教学经验以及他写的两本书《证券分析》（*Security Analysis*）和《聪明的投资者》（*Intelligent Investors*）。

格雷厄姆几乎没有时间去考虑华尔街那些骗人的把戏和夸张的做法。在他去世前不久，当谈到越来越多的股票狂和科技股票狂时，他指出波旁王朝的国王们可以说是“什么都不忘记，什么也学不会”；而华尔街的人们是“典型的什么也没学会，什么也记不住”。在这个人人都抱有雄心壮志的时代，格雷厄姆被认为是不人流的人而遭到排挤。如果格雷厄姆真的不人流的话，那么沃伦·巴菲特也一样。

华尔街大亨本杰明·格雷厄姆对股票的研究是从 1914 年夏天开始的。当年他 20 岁，是一名崭露头角的毕业生和古典文学学者。他有时把自己比作彷徨的尤利西斯。他拒绝了哥伦比亚大学三个系部的教学工作机会。那里的工作还是很不错的，只是报酬有些偏低。他还错过了去欧洲旅行的机会，就是为精力充沛的作家诺曼·安杰尔（*Norman Angell*）当助手。他还曾尝试为广告写短诗（“一个来自威诺娜的年轻女郎，从来不曾听说过卡伯娜”）。

格雷厄姆拿着哥伦比亚大学校长弗雷德里克·凯佩

尔 (Frederick Keppel) 的推荐信焦急地徘徊在三圣教堂前，等待塔楼上的时钟爬向下午 3 点 10 分。到时候他将抄近路赶到百老汇大街 100 号，在那里他要进行一场面试，申请到纽约证券交易所内的纽伯格—亨德森—洛布公司 (Newberg, Henderson & Leob) 作初级股票销售员。

整个面试过程有点让人发窘。主考官是高级合伙人阿尔弗莱德·纽伯格 (Alfred Newburger) ，公司里的人都称他为 A. N. 先生。尽管格雷厄姆在数学、英国文学以及哲学上成绩突出，纽伯格好像对格雷厄姆放弃了惟一的一门经济选修课都感到很吃惊。格雷厄姆仅用两年半的时间就拿到了哥伦比亚大学的学位，期间也做过一些临时工，如在美国快递 (US Express Co.) 做夜班管理人员，和挨门挨户的叫卖摄影优惠券等。格雷厄姆赶紧告诉 A. N. 先生他可以重新安排经济学选修课程，然后切入正题提出他工作最初的薪水是每周 10 到 12 美元。A. N. 先生回答他说：“在我们这儿新手每周报酬一般是 10 美元。考虑到你的需求，我们破例给你每周 12 美元。”

纽伯格对格雷厄姆的家庭背景有所了解。本杰明·格雷厄姆 9 岁时，父亲就去世了。在他叔叔的掌管下，这个家族兴旺的陶器进口生意也迅速破产了。这一切导致了家庭财产的迅速减少。原来家里还有一个厨师、一个女佣、一位法国女家庭教师。现在只剩下一间寄宿公寓，一家人绝望地挣扎在生活的最低线。格雷厄姆最为感到耻辱的事情是企业的倒闭使得家里不得不连家具也当掉。作为家中的“数学家”，12 岁的本杰明·格雷

厄姆要逐个房间计算能够获得的收益，甚至包括卖了 150 美元的钢琴。

纽伯格所指的本杰明·格雷厄姆的特殊需要，不仅包括帮助他那孤寡的母亲，还有帮助他大哥利昂(Leon)几个月前买下的那间乡村电影院。由于经营不善，电影院也面临长期的财政亏损。

为了迎合本杰明·格雷厄姆的需要，A. N. 先生正确地指引本杰明·格雷厄姆把握华尔街提供给年轻销售员的每一次机会。面试结束后，他又叫回本，并且警告他说：“年轻人，一旦做投机买卖，就一定会输钱。请永远记住这一点。”年轻的本杰明·格雷厄姆一直把这次告诫记在心里。只是有几次因为自己大脑发热而迷失方向，忘记了这一告诫。A. N. 先生谈到的投机买卖并不只是指赔掉股票的威胁，而是指输得倾家荡产。

格雷厄姆从基础的工作学起。他在封闭的办公室里匹配买股和卖股，与其他销售人员一样交换支票和股票。下班后他就得意洋洋地把刚获得的优等生的荣誉奖章挂在胸前的表链上，然后接着做两个小时的兼职工作。一份是给总督岛军官的儿子们做家庭教师，一份是在夜校教外国人英语。

总之，本杰明·格雷厄姆一个星期的收入是 28 美元，在当时是一份十分不错的收入。那时候买一件工装衫只需要 75 美分，买一磅牛肉排只需 26 美分。加上他的兄弟利昂和维克托(Victor)的薪水，他们可以足够让格雷斯鲍姆斯(Grossbaums)一家人搬到一处高级公寓里(第一次世界大战爆发后，他们一家人换了姓氏)。本

杰明·格雷厄姆回忆道：“这是一套并不十分令人心仪的公寓，有五个房间，一个月租金只有 45 美元。”这比他们原来在凯利 (Kelly) 大街的那所破房子仅仅贵 10 美元。然而能搬到布朗克斯 (Bronx) 南部的公寓里与犹太人为邻，周围都是漂亮的带有天篷的房子，还有穿制服的守门人和网球场，这已经是不错的改善了。

本杰明·格雷厄姆回忆道：“想象格雷斯鲍姆斯一家人，能在这所宏伟而又耀眼的宫殿里拥有一处居所，是多么自豪的一件事啊！过去的那种厌烦享乐的经历再不能浇灭我们此时的热情。任何一种智慧也不能平静我们心里胜利的喜悦，让我们知道这一切在别人眼里是多么的一文不名。”他经常梦想能恢复家族原有的财产，但这只是空洞和不切实际的想法。格雷厄姆正在品尝第一枚胜利的果实。在他古典主义的灵魂中，背弃自己当大学老师的理想与在华尔街工作的心理一直难以平衡。

从封闭的股票办公室处理琐碎杂事到在纽伯格证券部门工作，本杰明·格雷厄姆不需要重复地提醒自己，A. N. 先生关于进行投机买卖有危险的告诫。他从母亲的失败中已明白了这一点。格雷斯·保姆斯夫人有一小笔证券交易中的顾客保证金。她把它兑换成美国钢铁公司股票。本杰明·格雷厄姆回忆说，在他还是一个孩子的时候，他就开始查看财政专栏，记录股票的走势。他只知道股票的涨跌能让他开心或难过。在 1907 年的大恐慌中，他母亲的股票投资彻底破产。这使得他在被遣送去银行兑现个人支票时经常感到不安。银行的出纳员

会低声耳语：“格雷·鲍姆夫人就存有 5 美元吗？”

在纽伯格—亨德森—洛布公司工作时，格雷厄姆已经开始明确地表述出他对价值投资理论的论点。他认为任何投资都带有一些投机的因素。游戏目的就在于降低风险程度，因此必须寻找最安全的股票。本杰明·格雷厄姆的理论还没有完全成熟，还不是十分完美。这些理论都要经过反复的实验；有成功也有挫败，最后臻于成熟。

难道是家族生意的失败使格雷厄姆坚信最大程度的安全性是投资过程中至高无上的真理？20 岁时他就饱尝其他人也许一生才会遇到的小挫折。对他来说，更大的挫折还在等着他。

1910 年夏天，格雷厄姆从布鲁克林（Brooklyn）男子高中毕业后，就到纽约北部一个偏僻的奶牛场做苦力。他一周要工作 60 个小时，他的工作是扔干草、喂猪、除粪。一个月的薪水包括食宿是 10 美元。晚上干完活后，本就在灯笼光下自学古希腊文，希望能拿到普利策奖学金，读完哥伦比亚大学的四年课程。

然而不久之后传来了坏消息。格雷厄姆原以为自己已经轻松地通过了最后的面试，结果却得知根本没有被学校录取。他唯一的去处就是去免费的纽约城市大学。那时候纽约城市大学正处于办学顶峰时期，只靠有长处是很难入学的。那里是有才华的穷人集聚地。没有被哥伦比亚大学所录取，只能退而求其次，到城市大学就学。格雷厄姆认为这里只是“接受次等生和失败者的学

校”。不久后他就退了学，开始从事一些单调的流水线工作。他靠背诵《鲁拜集》（*Rubaiyat*）和《艾涅德》（*Aeneid*）中的文章来打发沉闷的时光。

不久哥伦比亚大学的凯佩尔（Keppel）院长给他带来了令人吃惊的消息，由于一些部门管理混乱，弄混了本杰明·格雷厄姆与他的表兄路易斯·格雷斯鲍姆的名字。因为他的表兄已经得到了普利策奖学金，所以本杰明·格雷厄姆的奖学金被一些官僚无情地送给了排名下一位的同学。“但是我已经失去了一年的学习机会！”本杰明·格雷厄姆对凯佩尔院长说。然后他就埋头苦学准备插班测验，以此弥补失去的时光。

当格雷厄姆默默地记住 A. N. 先生关于不许做投机买卖的告诫时，它的价值投资理论的两方面要素已经初具雏形：一方面是事先估计可能发生的事情；另一方面就是要做好严密的调查研究。

在纽伯格公司工作期间，本杰明·格雷厄姆一有空闲时间就开始记忆公司推荐册上的债券详细资料，然后匆匆地记录在笔记本活页上。刚开始他还很难区分各种股票，后来经过一一归类，他最终成为铁路运输公司有关证券的活指南。

他开始寻找这些原始数据背后隐藏的更为深奥的问题。这一工作具有极大的挑战性，因为那时各个公司刚开始稍微显现出他们在运作时存在弄虚作假的行为，并且股票价格时常只是谣言以及人为操纵的产物。

在本杰明·格雷厄姆的一份早期报告中，他分析指出密苏里州太平洋铁路运输公司（Missouri, Kansas &

Texas Railroad) 的债券已经滑入投资等级以下。这份报告明察秋毫，一家有实力的经纪人公司要将他招之麾下。纽伯格公司抢先了一步把本杰明·格雷厄姆的工资从每周 12 美元升到 18 美元。他不再是一名债券信息员（这一工作让他没赚多少钱），而是晋升为纽伯格公司的第一统计员（或者说一名证券分析师）。

本杰明·格雷厄姆一直以来非常重视企业的销售额，此次晋升使他更加充满自信。他曾经一度也拄起了手杖。尽管格雷厄姆非常小心谨慎，但这并不是说他反对风险。相反他十分愿意享受那种由于自己的推荐发了财的客户的激动心情。

另外，他还预测说密苏里州、堪萨斯州以及德克萨斯州的铁路运输公司的收益将会提高，因为每股 12 美元的股票价格看上去很便宜。本杰明·格雷厄姆利用纽伯格公司的一个客户的账户买进 100 股。正当他刚赚到钱时，代表 A. N. 先生的上司进行了干预。

(A. N. 先生好像对公司里的每个人都非常了解，本回忆时说。) 纽伯格先生命令他放弃这笔交易，并且痛斥了他一顿。

“如果你打算做投机买卖，就应该有敏锐的判断力，而不是匆忙地下结论说 M. K. T. 铁路运输公司是最好的股票。”这次教训再次证明进行严密的分析的必要性。A. N. 先生更为看重的是运输公司债券的利润总额。格雷厄姆并没有因为有证据表明 M. K. T. 铁路运输公司的利润只是暂时的（并且有人怀疑是偶然的）而改变初衷。

结果表明 A. N. 先生与格雷厄姆都是正确的。M. K. T. 公司确实陷入了破产的困境。但是一份格雷厄姆撰写的新的分析研究使得纽伯格公司赚了一大笔钱。在他的建议下，纽伯格公司以每股 50 美分买进 M. K. T. 公司的股票。当铁路公司重组时，新股票的价值涨至原来的 2 倍。

M. K. T. 事件使得本杰明·格雷厄姆开始从事风险套利事业。这一职业要求必须具备快速而又精确计算的大脑；要有一双敏锐的双眼，能识别出两种不同的信息：一种是市场价格，另一种是内在价值。

本杰明·格雷厄姆第一次取得如此巨大的成功，是因为他能感觉到市场过低地估计了古根海姆开发公司（Guggenheim Exploration company）的清算结果。这个公司拥有四家股市大牌矿业公司的主要利益。正如他的同事（也是超级投资家）欧文·卡恩（Irving Kahn）在为金融分析家研究基金会所作的一份调查研究中推想出：“古根海姆公司的停业清算情形应该是这样的：控股公司的每一股份应该收到 0.7277 股的肯内科特铜业（Kennecott Copper），0.1172 股的奇诺铜业（Chino Copper），0.0833 股的美商冶炼（American Smelting），以及 0.185 的雷氏联合铜业（Ray Consolidated Copper）。

这一股票的市场价格合计为 76.23 美元。而古根海姆开发公司的股票抛售价为 68.88 美元。本杰明·格雷厄姆建议纽伯格卖掉这些零散股，同时再买进每股毛利润在 7.35 美元的古根海姆股份。

这也是一笔套汇交易。在确定按次排序的前三个月

内，存在各种风险；如股东们或许会拒绝这笔交易；交易也许会因打官司或者一些调整而受到阻碍；在分配给古根海姆的股东们之前，一些小股份的价格会突然攀升等等。这些风险都会导致套汇失败。本杰明·格雷厄姆已经估计到这些危险，但他认为这并不是实质性危险。本杰明·格雷厄姆是正确的。这一次的成功又为他赢得晋升的机会。凭借对古根海姆公司的成功一击，本杰明·格雷厄姆开始发展自己的党羽，并建立起一套更为缜密的价值投资观。这就是：一旦你察觉出没销路的东西有自己的内在价值，就要去争取。本杰明·格雷厄姆购买古根海姆股份的安全理由是该公司极其有可能花高价买回其股份。

最近在本杰明·格雷厄姆的追随者中有一位是本杰明·格雷厄姆在哥伦比亚大学读书时最喜欢的教授阿尔杰农·塔森（Algernon Tassin）。塔森把他一生的积蓄——大约是一万美元很值钱的股票——存到他和本杰明·格雷厄姆共有账户中。本杰明·格雷厄姆可以动用这个账户，利润与损失两人互相平分。本杰明·格雷厄姆因善于驾驭投机而享有盛誉。风险是存在的，但不可以根据市场上一些不十分明朗的瞬时变化信息就赌自己能赚钱。你买的是股份隐藏价值，市场迟早会察觉并进行适当的调整。

塔森赚到了钱，但更多的人却仍在股市上摸爬滚打。美国参加了第二次世界大战。出生在本杰明·格雷厄姆——当他刚一岁多时，他们一家人就从伦敦搬到纽约——想方设法报名参加军官培训学校。因为

他不是美国公民而遭到拒绝。但他却设法进入了纽约护卫队。与此同时，他和海泽尔·梅热（Hazel Mazur）结了婚。新娘是一位可爱的舞蹈教师，谈吐中充满了自信。本杰明·格雷厄姆是在和哥哥利昂参加两对男女约会时认识了她。

为了表示感谢，本杰明·格雷厄姆也资助利昂重新投资利昂影院（就是这个哥哥投资电影院失败），还帮他买下百老汇唱片店。唱片店坐落于百老汇第 98 大街的住宅区内，将近 7 000 美元的资金都来源于塔森账户中的收入。最后唱片店也关门大吉了。对本杰明·格雷厄姆来说，不幸的是由于人们对和平的恐慌，股市中股票才会价格大跌。因为有迹象表明德国准备投降，人们担心看涨的股市行情会大幅下跌。那些因战争发家的商人们对以后的经济也没有足够的信心。

本杰明·格雷厄姆的价值理论从各个角度论证，以安全为重的投资者（不同于投机买卖者），在资产净值看涨的情况下，应该把钱更多的转向买卖债券，而不是股票。只有当市场稳定时，才能再投资股票。通常来说，本杰明·格雷厄姆会在人们担心因和平而导致股价下跌的时候买进股票。但是由于所有的资金都套在百老汇唱片店以及沃克朗公司（Vocalion）唱片存货上，并且还有资产清算的束缚，他已经没有购买力。更糟糕的是他不能在规定的期限内还清因塔森账户而欠下的债务。

为了还债，他被迫卖掉老教授的一些值钱的股票。

本杰明·格雷厄姆回想起他在极其绝望时徘徊在金

融区的情景：“我欠了债，没有能力偿还债务，更糟糕的是由我掌握的塔森的资金也惨遭失败。”

在完全回报到来之前的两年间，老教授的回报率只有每月 60 美元。尽管如此他还是一如既往的支持本杰明·格雷厄姆。塔森对本杰明·格雷厄姆的信任最终使他成为了富翁。后来本杰明·格雷厄姆以亏本的价格买进了一批相当重要的优先股，来自不被看好的伊奥利亚公司(Aeolian Company)。在这次交易中本杰明·格雷厄姆努力挤出了一点利润。不管怎么说，塔森危机算是结束了。这件事使本杰明·格雷厄姆对借贷更加小心。本杰明·格雷厄姆很谦虚地接受了这次教训，在以后的市场策略中加强了自身的警惕性。

本杰明·格雷厄姆的一个朋友给他提供机会，使他抢占先机买入一个正在大力推销的萨福轮胎(Savold Tire)股票。这是一个科技股，萨福在机动车轮胎翻新有革命性的新工艺。该股开盘价 10 美元，很快涨至 35 美元。格雷厄姆回忆当时的情况时说，他先期买的 5 000 美元股票一周之内就翻了三番。

格雷厄姆强烈要求买进更多该股，和朋友筹集了 20 000 美元买了萨福子股。四周后该股上涨。股票的内部价格是 20 美元，开盘时是 50 美元。格雷厄姆在强烈的兴奋中庆祝了自己的 25 岁生日。除了收回成本以外，他还获得了 150% 的收益。

当他和朋友们再次要求购买时却被拒之门外，他们被告之股票数量有限。接着就传来好消息，华尔街股市会再一次上涨。这是最后的机会！格雷厄姆迅速筹集了

60 000 美元，其中有一半是三个朋友的。剩下的就只有等着开香槟庆祝再一次大捷的到来。

胜利并未如期而至，本杰明·格雷厄姆听说是管理层的耽搁。日子在热切的盼望中一天天过去。后来萨福公司的钱像一阵烟全部消失了，留下户外交易市场中的抗议和喧嚣。

身经百战的格雷厄姆事后认为整个事件令人迷惑的东西中最真实的就是挂在环形交易大厅的一块巨大的电子显示牌。就像魔术一样，它先闪现“安全”，然后“过时”，然后是“安全过时”。本杰明·格雷厄姆对自己受制贪心感到很吃惊，发誓戒贪。得出的教训是：牛市末期上市的股票都是新投机环境的一部分，这类游戏从没有过改变。

自萨福轮胎后又有许多新股涌入市场。本杰明·格雷厄姆认为他们已经被推至“有些疯狂的程度”，短期内注定要崩溃。今天的营销方式可能与过去不同，网上聊天室代替了霓虹灯显示牌，可结果还是一样的。几十家大商业网站因耗资巨大而蒸发掉了。很明显，你上赌桌去碰运气都比买这些股票强。

本杰明·格雷厄姆直接去追索资金，最后逮住了促销人，挤出了最后一次萨福投资额的约 30%。懊恼的格雷厄姆在这件事上表现不佳，可悲之处就在于违背了自己的建议。他曾为纽伯格 (Newburger) 公司客户写的小册子中大肆强调对资产价格低于市场的股票进行调查的必要性。他曾传授说，不要盲目跟从。

这是一个在华尔街闯荡不到 10 年的“统计员”颇