

巴菲特最著名的演讲： 价值投资为什么能够持续战胜市场

每个价值投资人的投资业绩都来自于利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。

——巴菲特

所有价值投资策略最终要归根于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的思想。1934年底，他与戴维·多德（David Dodd）合著完成了他酝酿已久的《证券分析》（《Security Analysis》）^①。这部划时代的著作标志着证券分析业和价值投资思想的诞生。这本巨著在过去长达70年间共发行了五版，被誉为投资者的“圣经”。

纽约证券分析协会强调，格雷厄姆“对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样重要”。格雷厄姆“给这座令人惊叹而为之却步的城市——股票市场绘制了第一张可以依赖的地图，他为价值投资奠定了方法论的基础，而在此之前，股票投资与赌博几乎毫无差别。价值投资没有格雷厄姆就如同共产主义没有马克思——原则性将不复存在”^②。人们通常认为是格雷厄姆确立了证券分析的原则，所以格雷厄姆被尊称为“现代证券分析之父”。

[美] 本杰明·格雷厄姆，戴维·多德：《证券分析》海南出版社，1999年。

② [美] 罗杰·洛文斯坦：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》海南出版社，1997年，第44页。

1984年，在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版50周年的庆祝活动中，巴菲特这位格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课上惟一给了“A+”的最优秀的学生发表了演讲，他在演讲中回顾了50年来格雷厄姆的追随者们采用价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，总结归纳了价值投资策略的精髓，在投资界具有非常大的影响力。

可以这样说，读懂了巴菲特的这篇演讲，就能够抓住价值投资的本质，弄清价值的内涵。本书所有内容都围绕这篇演讲中的价值投资策略来进行阐述，结合最近70多年来格雷厄姆、费雪、彼得·林奇等最著名的投资大师运用价值投资策略持续战胜市场的经验和智慧并进一步加以解释和剖析价值投资策略的基本概念、基本原则和基本应用技术。

让我们一起来聆听巴菲特这位当代最伟大的价值投资大师的演讲吧。^①

价值投资过时了吗

难道格雷厄姆和多德“寻找价值相对于价格具有一个显著的安全边际”的证券分析方法已经过时了吗？许多教授在他们编写的大部头教科书中都做出这一论断。他们口口声声宣称股票市场是有效的，也就是说股价反映了所有关于公司发展前景和经济状况的所有信息。这些理论家们声称，由于聪明的股票分析师利用了所有可获取的信息进行分析判断，从而使股价总是正确无误地保持在合理的水平，因此，根本不存在价值被市场低估的股票。至于那些年复一年击败市场的投资者只不过是类似连续彩票中奖的少数幸运儿。一位教授在他编写的当今十分流行的教科书中写

^① Warren E. Buffett, 1984, “The Super-investors of Graham-and-Doddsville”, the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4-15. 文中小标题为译者所加。

道：“如果股价完全反映了所有可获取的信息，这些投资技巧将一无是处。”

哈哈，也许如此。但我想向大家介绍一群年复一年击败标准普尔 500 股票指数的投资者。那种认为他们持续战胜市场只是偶然事件的简单看法很难成立，我们必须深入探究其根本原因。之所以如此的一个关键事实是，这些股市大赢家们我都非常熟悉，并很早就被公认为超级投资者，其中成名最晚的那位也在 15 年前就名扬一时。如果事实并非如此，我只是最近搜索了成千上万的投资记录，从中选出几个业绩优秀的人在此介绍给各位，那么你听到此处就可以把我赶走了。我要补充说明的是，他们的投资业绩记录都已经过严格的审计。另外，我还要补充说明一下，我还认识许多选择这些投资管理人的客户们，他们这些年来获得的投资收益与这些投资管理人公开的投资业绩记录完全相符。

全美抛硬币猜正反面大赛

在我们开始探究这些投资大师持续战胜市场之谜之前，我想先请在座各位跟我一起来观赏一场想像中的全美抛硬币猜正反面大赛。假设我们动员全美国 2.25 亿人明天早上出来每人赌 1 美元，猜抛出一个硬币落到地上是正面还是反面，赢家则可以从输家手中赢得 1 美元。每一天输家被淘汰出局，赢家则把所赢得的钱全部投入作为第二天的赌注。经过 10 个早上的比赛，将大约有 22 万美国人连续获胜，他们每人可赢得略微超过 1 000 美元的钱。

人类的虚荣心本性会使这群赢家们开始有些洋洋得意。尽管他们想尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们会吹嘘自己在抛硬币上如何技术高超、如何天才过人。

如果赢家从输家手里得到相应的赌注，再过 10 天内将会有 215 位连续猜对 20 次硬币的正反面，那么通过这一系列较量，他们每个人用 1 美元赢得 100 万美元。这 215 个赢家总共赢得了

2.25 亿美元，也就意味着其他输家输掉了 2.25 亿美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏。他们可能会写一本书“我如何每天只需工作 30 秒就 20 天用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚之，他们可能在全国飞来飞去，参加抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事根本不可能发生，那么，我们这 215 个大赢家是天下掉下来的吗？”

对此一些工商管理学院的教授可能恼羞成怒，不屑一顾地指出：即使是 2.25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果也毫无二致，不过赢家是连续猜对 20 次的 215 只狂妄自大的大猩猩。

但我却对此不敢苟同，在我下面所说的案例中的赢家们确实有一些显著的与众不同之处。我所说的案例如下：（1）参加比赛的 2.25 亿只猩猩大致像美国人口一样分布在全国各地；（2）经过 20 天比赛后只剩下 215 位赢家；（3）你发现其中 40 位赢家全部来自奥马哈的一家十分独特的动物园。那么，你肯定会前往这家动物园找个饲养员问个究竟：他们给猩猩喂什么食物，他们是否对这些猩猩进行特殊的训练，这些猩猩读什么书，以及其他种种你认为可能的原因。换句话说，如果那些成功的赢家不同寻常地集中，你就会想弄明白到底是什么不同寻常的因素导致赢家不同寻常地集中。

科学探索一般遵循完全相同的模式。如果你试图分析一种罕见的癌症的致病原因，比如每年在美国有 1 500 起病例，你发现其中 400 起发生在蒙大拿（Montana）的几个矿区小镇上，那么，你会非常仔细地研究当地的水质、感染病人的职业特征或者其他因素。因为你很清楚一个面积很小的地区发生 400 起病例决不可能是偶然的。你并不需要一开始就知道什么是致病原因，但你必须知道如何去寻找可能致病的原因。

格雷厄姆和多德的价值投资部落

当然我和各位一样认为，事实上除了地理因素之外还有很多其他因素会导致赢家非常集中。除了地理因素以外，还有一种因素，我称之为智力因素。我想你会发现在投资界为数众多的大赢家们却不成比例地全部来自于一个小小的智力部落：格雷厄姆和多德部落。这种赢家集中的现象根本无法用偶然性或随机性来解释，最终只能归因于这个与众不同的智力部落。

可能存在一些原因使这种赢家非常集中的神奇现象其实不过是件平凡的小事。可能只不过是 100 个赢家简单地模仿一位非常令人信服的领导者的方法来猜测抛硬币的正反面。当领导者猜正面朝上时，100 个追随者一起随声附和。如果这位领导者是最后胜出的 215 位赢家中的一员，那么认为其中 100 个只会随声附和的人获胜是由于同样的智力因素的分析毫无意义。你不过是把仅仅 1 个成功案例误认为是 100 个不同的成功案例。与此类似，假设你生活在一个家长强大统治下的社会中，为方便起见假设每个美国家庭有 10 位成员。我们进一步假设家长的统治力非常强大，当 2.25 亿人第一天出门进行比赛时，每个家庭成员都惟父命是从，父亲怎么猜，家人就怎么猜。那么在 20 天比赛结束后，你全发现 215 个赢家其实只不过是来自于 21.5 个不同的家庭。那些天真的家伙将会说这种情形表明猜硬币的成功原因可以用遗传因素的强大力量来解释。但这种说法其实毫无意义，因为这 215 位赢家们并非各不相同，其实真正的赢家是 21.5 个随机分布、各不相同的家庭。

我想要研究的这群成功投资者，他们拥有一位共同的智力族长——本·格雷厄姆。但是，这些孩子长大离开这个智力家族后，却是根据非常不同的方法进行投资。他们居住在不同的地区，买卖不同的股票和企业，但他们的总体投资业绩绝非是因为他们

根据族长的指示做出完全相同的投资决策。族长只为他们提供了投资决策的思想理论，而每位学生都以自己的独特方式来决定如何运用这种理论。

来自“格雷厄姆与多德部落”的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异，实质上，他们利用二者之间的差异，却毫不在意有效市场理论家们所关心的那些问题：即股票买入应该在周一还是周二买进，在1月还是7月等。简而言之，企业家收购企业的投资方式，正是追随格雷厄姆与多德的投资者在购买流通股股票时所采用的投资方式——我十分怀疑有多少企业家会在收购决策中特别强调交易必须在一年中的某个特定月份或一周中的某个特定日子进行。如果企业整体收购在周一或周五进行没有任何差别，那么我无法理解那些学究们为什么会花费大量的时间和精力研究代表该企业一小部分股权的股票交易时间的不同将会对投资业绩有什么影响。追随格雷厄姆与多德的投资者自然而然根本不会浪费精力去讨论什么贝塔值（Beta）、资本资产定价模型、不同证券投资报酬率之间的协方差。他们对这些东西丝毫不感兴趣。事实上，他们中大多数人甚至连这些名词的定义都搞不清楚。追随格雷厄姆与多德的投资人只关心两个变量：价值与价格。

我总是惊奇地发现如此众多的学术研究与技术分析臭味相投，它们关注的都是股票价格和数量行为。你能想像整体收购一家企业只是因为其价格在前两周显著上涨？当然，关于价格与数量因素的研究泛滥成灾的原因在于电脑的普及应用，电脑制造出了无穷无尽的关于股价和成交数量的数据。这些研究毫无必要，因为它们毫无用途，这些研究出现的原因只是因为大量的现成数据，而且学者们辛辛苦苦学会了玩弄数据的高深数学技巧。一旦人们掌握了那些技巧，不运用就会产生一种负罪感，即使这些技巧的运用根本没有任何作用甚至会有副作用。正如一位朋友所言，对于一个拿着斧子的人来说，什么东西看起来都像一颗钉子。

九位格雷厄姆和多德部落的超级投资者

我认为这群来自同一个智力家族的投资者们十分值得进一步研究。顺便说一下，尽管所有的学术研究都关注类似于价格、数量、周期性、市值规模等因素对股价表现的影响，却从来没有证据表明学术界有兴趣研究这群非同寻常集中的价值导向的大赢家们所采用的投资策略。

关于投资业绩记录的研究，首先，我要从 1954 年到 1956 年间我们在格雷厄姆 - 纽曼公司（Graham - Newman Corporation）工作的四位同伴开始。我们总共只有四个人，我并不是从数以千计的投资人中挑选出这四个人的。在我选修格雷厄姆的投资课程之后，我要求进入这家公司无偿工作，但格雷厄姆却以我要价太高拒绝了我的要求。他对价值因素考虑得非常严肃认真。我一再恳求，他最后终于答应雇用我了。当时公司有三位合伙人，还有我们四位当时对投资还不太在行的“小学徒”（the “peasant” level）。从 1955 年到 1957 年公司结束，我们四个人先后离开公司。目前，我们能够追踪到其中三个人的投资记录。

1. 沃特·斯科劳斯（Walter Schloss）

第一个案例（见表 1）是沃特·斯科劳斯的投资记录。沃特根本没有上过大学，但他在纽约金融学院（the New York Institute of Finance）选修了本·格雷厄姆教授的夜间课程。1955 年，沃特离开了格雷厄姆 - 纽曼公司，在其后 28 年中他取得了如表 1 所列的投资业绩记录。在我介绍后，亚当·史密斯（Adam Smith）采访了沃特，并在他的著作《超级投资大师》（Supermoney, 1972）中对沃特这样描述道：

“他根本不与外界进行沟通，也没有任何获取有用信息的渠道。事实上，华尔街根本没有人认识他，他也根本不理睬华尔街的任何想法。他只是仔细查看股票手册上的有关数据，向公司索

取年报，他所做的一切仅此而已。

“巴菲特向我这样介绍沃特·斯科劳斯时，我内心想，他同时也是在描述他自己：‘他从来不曾忘记他是在管理别人的资金，而这种心态使他本来就十分强烈的风险厌恶态度变得更加强烈。’他为人非常正直，并且自我认识十分客观。资金对于他是现实客观的，股票同样是现实客观的——只有在符合安全边际原则的前提下股票对于他才有吸引力。”

表 1 沃特·斯科劳斯的投资记录

| 年 份 | 标准普尔指数含 红利在内的年投 资收益率(%) | 沃特·斯科劳斯公 司有限合伙人年投 资收益率(%) | 沃特·斯科劳斯公司 所有合伙人年投资收 益率(%) |
|------|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 1956 | 7.5 | 5.1 | 6.8 |
| 1957 | -10.5 | -4.7 | -4.7 |
| 1958 | 42.1 | 42.1 | 54.6 |
| 1959 | 12.7 | 17.5 | 23.3 |
| 1960 | -1.6 | 7.0 | 9.3 |
| 1961 | 26.4 | 21.6 | 28.8 |
| 1962 | -10.2 | 8.31 | 11.1 |
| 1963 | 23.3 | 15.1 | 20.1 |
| 1964 | 16.5 | 17.1 | 22.8 |
| 1965 | -13.1 | 26.8 | 35.7 |
| 1966 | -10.4 | 0.5 | 0.7 |
| 1967 | 26.8 | 25.8 | 34.4 |
| 1968 | 10.6 | 26.6 | 35.5 |
| 1969 | -7.5 | -9.0 | -9.0 |
| 1970 | 2.4 | -8.2 | -8.2 |
| 1971 | 14.9 | 25.5 | 28.3 |
| 1972 | 19.8 | 11.6 | 15.5 |

续表

| 年 份 | 标准普尔指数含红利在内的年投资收益率(%) | 沃特·斯科劳斯公司有限合伙人年投资收益率(%) | 沃特·斯科劳斯公司所有合伙人年投资收益率(%) |
|---|-----------------------|-------------------------|-------------------------|
| 1973 | -11.8 | -8.0 | -8.0 |
| 1974 | -26.6 | -6.2 | -6.2 |
| 1975 | 36.9 | 42.7 | 52.2 |
| 1976 | 22.4 | 29.4 | 39.2 |
| 1977 | -8.6 | 25.8 | 34.4 |
| 1978 | 7.0 | 36.6 | 48.8 |
| 1979 | -7.6 | 29.8 | 39.7 |
| 1980 | 32.1 | 23.3 | -31.1 |
| 1981 | -6.7 | -8.4 | 24.5 |
| 1982 | 20.2 | 24.1 | 32.1 |
| 1983 第一季度 | 22.8 | 38.4 | 51.2 |
| 标准普尔指数 28.25 年(1956 年 ~ 1983 年第一季度)的复利收益率 | | | 887.2% |
| 沃特·斯科劳斯公司有限合伙人 28.25 年的复利收益率 | | | 6 678.8% |
| 沃特·斯科劳斯投资公司全体合伙人 28.25 年的复利收益率 | | | 23 104.7% |
| 标准普尔指数 28.25 年的年均复利收益率 | | | 8.4% |
| 沃特·斯科劳斯投资公司有限合伙人的年均复利收益率 | | | 16.1% |
| 沃特·斯科劳斯投资公司所有合伙人的年均复利收益率 | | | 21.3% |
| 沃特·斯科劳斯投资公司在经营期间曾持有过 800 多只股票,而且大部分时间是满仓。现在所管理的资产规模约为 4 500 万美元 | | | |

沃特的投资组合是多元化的,他通常持有 100 多只股票。他知道如何发掘那些股票市值明显低于公司私有化价值的股票,这就是他要做的一切。他根本不考虑交易时间是不是 1 月、是不是在周一、是不是选举之年。他只是这样想,如果一个企业价值 1 美元,而我能够用 40 美分买入,那么,我就很可能会取得很好的投资回报。他一次又一次地寻找这样的投资机会。他拥有的股票数目比我多得多——而且他和我不同的是,他对公司业务的基本

特点几乎不感兴趣。我对沃特来说根本没有什么影响力——这正是他非常强大的个人品质之一：没有人能够影响他。

2. 汤姆·科拿普(Tom Knapp)

第二个案例是汤姆·科拿普，他也是我在格雷厄姆 - 纽曼公司的同事。第二次世界大战前，他是普林斯顿大学化学专业的学生。二战结束后，他退伍回来后终日在海滩上游荡。有一天，他得知大卫·多德将在哥伦比亚大学开设夜间投资课程，汤姆以无学分方式选修了这门课程。很快他对投资产生了浓厚的兴趣，以至于正式注册进入哥伦比亚商学院学习，并获得了 MBA 学位。35年后，我打电话给汤姆以核实我以上所说的事情，这时他仍然在海滩游荡，惟一的不同是他现在拥有这片海滩！

在 1986 年汤姆·科拿普与同样是格雷厄姆信徒的艾德·安德森(Ed Anderson)以及其他几位有共同投资理念的人，合伙组建了特维帝·布朗合伙公司(Tweedy, Browne Partners)，他们的投资业绩见表 2。该公司取得这些投资记录的方式是进行高度分散化的投资组合，他们偶尔也会并购企业取得控制权，但其被动式投资业绩与控制权投资的业绩基本相同。

表 2 特维帝·布朗合伙公司投资记录

| 截止日期(9月30日) | 道·琼斯指数*(%) | 标准普尔500指数*(%) | 特维帝·布朗投资公司所有合伙人(%) | 特维帝·布朗投资公司有限合伙人(%) |
|-------------|------------|---------------|--------------------|--------------------|
| 1968(9个月) | 6.0 | 8.8 | 27.6 | 22.0 |
| 1969 | -9.5 | -6.2 | 12.7 | 10.0 |
| 1970 | -2.5 | -6.1 | -1.3 | -1.9 |
| 1971 | 20.7 | 20.4 | 20.9 | 16.1 |
| 1972 | 11.0 | 15.5 | 14.6 | 11.8 |
| 1973 | 2.9 | 1.0 | 8.3 | 7.5 |
| 1974 | -31.8 | -38.1 | 1.5 | 1.5 |

续表

| 截止日期(9月30日) | 道·琼斯 指数* (%) | 标准普尔 500 指数* (%) | 特维帝· 布朗投资 公司所有 合伙人(%) | 特维帝·布朗投 资公司有限合 伙人(%) |
|--|-----------------|------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| 1975 | -36.9 | 37.8 | 28.8 | 22.0 |
| 1976 | 29.6 | 30.1 | 40.2 | 32.8 |
| 1977 | 9.9 | -4.0 | 23.4 | 18.7 |
| 1978 | 8.3 | 11.9 | 41.0 | 32.1 |
| 1979 | 7.9 | 12.7 | 25.5 | 20.5 |
| 1980 | 13.0 | -21.1 | 21.4 | 17.3 |
| 1981 | -3.3 | -2.7 | -14.4 | 11.6 |
| 1982 | 12.5 | 10.1 | 10.2 | 8.2 |
| 1983 | 44.5 | 44.3 | 35.0 | 28.2 |
| 15.75 年总收益率 | 191.8% | 238.5% | 1 661.2% | 936.4% |
| 标准普尔公司 15.75 年(1968 年 9 个月 ~ 1983 年)的年均复利收益率 | | | | 7.0% |
| 特维帝·布朗公司有限合伙人 15.75 年的年均复利收益率 | | | | 16.0% |
| 特维帝·布朗投资公司所有合伙人 15.75 年的年均复利收益率 | | | | 20.0% |

* 道·琼斯工业平均指数与标准普尔 500 指数收益中包括红利支付在内。

3. 沃伦·巴菲特(Warren Buffett)

表 3 是格雷厄姆 - 纽曼公司第三位员工的投资业绩记录。他在 1957 年成立巴菲特合伙公司。他所做出的最明智的决策就是在 1969 年结束合伙公司。在某种意义上讲, 从此以后伯克希尔·哈撒韦公司在某种程度上是合伙公司的延续。我无法给各位一个能够公正衡量伯克希尔公司投资管理水平的单一业绩指标。但是, 我认为采用任何衡量指标, 你都会发现伯克希尔的投资业绩一直都令人相当满意。

表 3 巴菲特合伙公司投资记录

| 年 份 | 道·琼斯指数 总收益率(%) | 合伙公司 收益率(%) | 有限合伙人 收益率(%) |
|-------------|-------------------|----------------|-----------------|
| 1957 | -8.4 | 10.4 | 9.3 |
| 1958 | 38.5 | 40.9 | 32.2 |
| 1959 | 20.0 | 25.9 | 20.9 |
| 1960 | -6.2 | 22.8 | 18.6 |
| 1961 | 22.4 | 45.9 | 35.9 |
| 1962 | -7.6 | 13.9 | 11.9 |
| 1963 | 20.6 | 38.7 | 30.5 |
| 1964 | 18.7 | 27.8 | 22.3 |
| 1965 | 14.2 | 47.2 | 36.9 |
| 1966 | -15.6 | 20.4 | 16.8 |
| 1967 | 19.0 | 35.9 | 28.4 |
| 1968 | 7.7 | 58.8 | 45.6 |
| 1969 | -11.6 | 6.8 | 6.6 |
| 累积复利收益率 | | | |
| 1957 | 8.4 | 10.4 | 9.3 |
| 1957 ~ 1958 | 26.9 | 55.6 | 44.5 |
| 1957 ~ 1959 | 52.3 | 95.9 | 74.7 |
| 1957 ~ 1960 | 42.9 | 140.6 | 107.2 |
| 1957 ~ 1961 | 74.9 | 251.0 | 181.6 |
| 1957 ~ 1962 | 61.6 | 299.8 | 215.1 |
| 1957 ~ 1963 | 94.9 | 454.5 | 311.2 |
| 1957 ~ 1964 | 131.3 | 608.7 | 402.9 |
| 1957 ~ 1965 | 164.1 | 943.2 | 588.5 |
| 1957 ~ 1966 | 122.9 | 1 156.0 | 704.2 |
| 1957 ~ 1967 | 65.3 | 1 606.9 | 932.6 |
| 1957 ~ 1968 | 185.7 | 2 610.6 | 1 403.5 |
| 1957 ~ 1969 | 152.6 | 2 794.9 | 1 502.7 |
| 年均复利收益率 | 7.4 | 29.5 | 23.8 |

4. 比尔·鲁安 (Bill Ruane)

表4是红杉基金 (the Sequoia Fund) 的投资业绩记录，该基金经理是比尔·鲁安。1951年，我们在格雷厄姆的课程中结识。他从哈佛商学院毕业之后进入华尔街工作。然后，他在工作中意识到自己需要接受一种真正的商业教育，于是报名参加了格雷厄姆在哥伦比亚大学的投资课程，1951年，我们正是在那里相识的。从1951年到1970年间，比尔所管理的资金规模相对于平均水平而言小得多，但投资业绩却远远超过平均水平。当我结束巴菲特合伙公司时，我问鲁安能否成立一只基金公司以吸收巴菲特合伙公司原来合伙人的资金，于是，他就设立了红杉基金。他设立这只基金的时机恰恰在我结束合伙公司之时，而这是一个非常糟糕的市场时机。他正好碰上了一个双重市场，并且遭遇了价值投资者相对业绩表现非常差劲的困难时期。我非常高兴地看到，我原来的合伙人不但继续与他相守，而且追加了更多的资金，他取得如此优秀的投资业绩当然让基金持有者们非常满意。

我并非事后诸葛亮，比尔是我当时推荐给合伙人的惟一人选，并且当时我就表示如果他取得高出标准普尔指数4个百分点的投资业绩就非常不错了。虽然他所管理的资金规模不断扩大，但是，比尔的投资业绩却远胜于此。资金规模越大，投资管理越困难，资金规模是投资业绩增长的绊脚石。虽然这并不意味着资金规模扩大会使你的投资业绩无法超过平均水平，但超越平均水平的幅度会减小。如果你所管理的资金规模高达2万亿美金，这正好相当于整个股票市场的总市值，那么，你根本不可能取得超过平均水平的投资业绩。

表 4 红杉基金投资业绩记录

| 年份 | 年均投资收益率变化* | |
|--------------------|------------|-------------------|
| | 红杉基金(%) | 标准普尔 500 指数** (%) |
| 1970 (自 7 月 15 日起) | 12.1 | 20.6 |
| 1971 | 13.5 | 14.3 |
| 1972 | 3.7 | 18.9 |
| 1973 | -24.0 | -14.8 |
| 1974 | -15.7 | -26.4 |
| 1975 | 60.5 | -37.2 |
| 1976 | 72.3 | 23.6 |
| 1977 | 19.9 | -7.4 |
| 1978 | 23.9 | 6.4 |
| 1979 | 12.1 | 18.2 |
| 1980 | 12.6 | 32.3 |
| 1981 | 21.5 | 5.0 |
| 1982 | 31.2 | 21.4 |
| 1983 | 27.3 | 22.4 |
| 1984(第一季度) | -1.6 | -2.4 |
| 全部期限内 | 775.3% | 270.0% |
| 累积复利收益率 | 17.2% | 10.0% |
| 加 1% 管理费 | 1.0% | |
| 总投资收益率 | 18.2% | 10.0% |

* 包括红利在内，红利及红杉基金资本收益分配均被视为再投资。

** 本表中标准普尔 500 指数与沃特·斯科劳斯投资业绩表中的数字稍有不同，这是表中将红利再投资收益计算在内的原因。

我必须补充说明，截至目前我们所考察的投资者的业绩记录，他们各自的投资组合在整个投资期间实际上无一相同。这些投资人都是根据价格与价值间的差异来选股，但他们选择的股票却有很大不同，沃特持股最多的公司都是实力强大的公司，如哈得逊

纸业公司 (Hudson Pulp & Paper)、掘都高地煤矿公司 (Jeddo Highland Coal)、纽约暗色岩公司 (New York Trap Rock Company), 即使是偶尔阅读商业新闻的人也对这些企业耳熟能详。特维帝·布朗合伙公司所选择的股票则是那些名不见经传、默默无闻的公司。而另一方面, 比尔的红杉基金选择的则是那些规模很大的企业。他们各自的投资组合中股票出现重叠的现象非常非常少。他们的投资业绩记录表明, 他们并非是像前面抛硬币比赛中一个人喊出后其他 15 个人高声附和那样跟随别人进行投资, 他们各自独立进行不同的投资决策。

5. 查理·芒格 (Charles Munger)

表 5 的投资业绩记录来自于我的一位朋友, 他毕业于哈佛法学院, 并且成立了一家律师事务所。我在 1960 年前后认识他, 并且对他说律师作为一种业余爱好相当不错, 但是他完全可以在投资中做得更好。于是, 他成立了一家投资合伙人公司, 他的投资风格与沃特·斯科劳斯完全相反, 他的投资组合集中于非常少数的证券, 因此投资业绩的波动性很大, 但他同样遵循的是寻找价值被低估股票的投资策略。他愿意接受投资业绩从高峰到低谷的大幅震荡, 正如结果所表明的那样, 他正好是那种心理能力完全适合集中投资的人。不用多说, 这正是我在伯克希尔公司的长期合作伙伴查理·芒格的投资业绩记录。不过当他管理他自己的合伙公司时, 他的投资组合与我前面提到的投资人完全不同。

表 5 查理·芒格投资业绩记录

| 年份 | 马萨诸塞投资信托 (%) | 股票投资 (%) | 莱曼 (%) | 三州 (%) | 道·琼斯指数 (%) | 所有合伙人 (%) | 有限合伙人 (%) |
|---------|--------------|----------|--------|--------|------------|-----------|-----------|
| 年收益率(1) | | | | | | | |
| 1962 | -9.8 | -13.4 | -14.4 | -12.2 | -7.6 | 30.1 | 20.1 |
| 1963 | 20.0 | 16.5 | 23.8 | 20.3 | 20.6 | 71.7 | 47.8 |

续表

| 年 份 | 马萨诸塞投资信托 (%) | 股票投资 (%) | 莱曼 (%) | 三州 (%) | 道·琼斯指数 (%) | 所有合伙人 (%) | 有限合伙人 (%) |
|-----------|--------------|----------|--------|--------|------------|-----------|-----------|
| 1964 | 15.9 | 14.3 | 13.6 | 13.3 | 18.7 | 49.7 | 33.1 |
| 1965 | 10.2 | 9.8 | 19.0 | 10.7 | 14.2 | 8.4 | 6.0 |
| 1966 | -7.7 | -9.9 | -2.6 | -6.9 | -15.7 | 12.4 | 8.3 |
| 1967 | 20.0 | 22.8 | 28.0 | 25.4 | 19.0 | 56.2 | 37.5 |
| 1968 | 10.3 | 8.1 | 6.7 | 6.8 | 7.7 | 40.4 | 27.0 |
| 1969 | -4.8 | -7.9 | -1.9 | 0.1 | -11.6 | 28.3 | 21.3 |
| 1970 | 0.6 | -4.1 | -7.2 | -1.0 | 8.7 | -0.1 | -0.1 |
| 1971 | 9.0 | 16.8 | 26.6 | 22.4 | 9.8 | 25.4 | 20.6 |
| 1972 | 11.0 | 15.2 | 23.7 | 21.4 | 18.2 | 8.3 | 7.3 |
| 1973 | -12.5 | -17.6 | -14.3 | -21.3 | -13.1 | -31.9 | -31.9 |
| 1974 | -25.5 | -25.6 | -30.3 | -27.6 | -23.1 | -31.5 | -31.5 |
| 1975 | 32.9 | 33.3 | 30.8 | 35.4 | 44.4 | 73.2 | 73.2 |
| 复利收益率(2) | | | | | | | |
| 1962 | -9.8 | -13.4 | 14.4 | -12.2 | -7.6 | 30.1 | 20.1 |
| 1962~1963 | 8.2 | 0.9 | 6.0 | 5.6 | 11.5 | 123.4 | 77.5 |
| 1962~1964 | 25.4 | 15.3 | 20.4 | 19.6 | 32.4 | 234.4 | 136.3 |
| 1962~1965 | 38.2 | 26.6 | 43.3 | 32.4 | 51.2 | 262.5 | 150.5 |
| 1962~1966 | 27.5 | 14.1 | 39.5 | 23.2 | 27.5 | 307.5 | 171.3 |
| 1962~1967 | 53.0 | 40.1 | 78.5 | 54.5 | 51.8 | 536.5 | 273.0 |
| 1962~1968 | -68.8 | 51.4 | 90.5 | 65.0 | 63.5 | 793.6 | 373.7 |
| 1962~1969 | 60.7 | 39.4 | 86.9 | 65.2 | 44.5 | 1046.5 | 474.6 |
| 1962~1970 | -61.7 | 33.7 | 73.4 | 63.5 | 57.1 | 1045.4 | 474.0 |
| 1962~1971 | 76.3 | 56.2 | 1191.5 | 100.1 | 72.5 | 1336.3 | 592.2 |
| 1962~1972 | 95.7 | 79.9 | 171.5 | 142.9 | 103.9 | 1455.5 | 642.7 |
| 1962~1973 | 71.2 | 48.2 | 132.7 | 91.2 | 77.2 | 959.3 | 405.8 |
| 1962~1974 | 27.5 | 10.3 | 62.2 | 38.4 | 36.3 | 625.6 | 246.5 |
| 1962~1975 | 69.4 | 47.0 | 112.2 | 87.4 | 96.8 | 1156.7 | 500.1 |
| 年均复利收益率 | 3.8 | 2.8 | 5.5 | 4.6 | 5.0 | 19.8 | 13.7 |

6. 李克·古瑞恩 (Rick Guerin)

表 6 的投资业绩记录属于查理的一位好朋友，同样并非商学院毕业，他毕业于南加州大学的数学系。毕业后他进入 IBM，曾经做过一段销售工作。在我认识查理之后不久，查理又认识了他。他就是这份投资业绩记录的创造者李克·古瑞恩。从 1965 年到 1983 年标准普尔指数的复合成长率为 316%，而李克·古瑞恩的投资业绩为 22 200%，或许是由于他没有商学院教育背景，他认为这种非常突出的投资业绩在统计上具有显著意义。

这里我们偏离一下主题：让我感到非常奇怪的是，对于以 40 美分的价格买进 1 美元纸币这种价值投资理念，人们要么是马上就接受，要么就是根本不接受。这就像接种预防注射一样。如果一个人无法马上理解这个投资理念，我发现即使你以后对他谈上几年，并且出示各种投资业绩记录，结果仍然没有什么不同，他还是不会接受。这种投资理念如此简单，可是他们就是无法领悟。李克是一个完全没有受到正式商业教育的人，却马上就领悟了价值投资策略，并且在 5 分钟之后就开始学以致用。我从来没有见过一个人是在 10 年之内才逐渐地皈依价值投资理念的，这似乎和智商或学术教育无关，要么顿悟，要么永远无法领悟。

表 6 李克管理的太平洋合伙投资公司投资业绩记录

| 年 份 | 标准普尔 500 指数 (%) | 有限合伙人 (%) | 所有合伙人 (%) |
|------|-----------------|-----------|-----------|
| 1965 | 12.4 | 21.2 | 32.0 |
| 1966 | -10.1 | 24.5 | 36.7 |
| 1967 | 23.9 | 120.1 | 180.1 |
| 1968 | 13.0 | 114.6 | 171.9 |
| 1969 | -8.4 | 64.7 | 97.1 |
| 1970 | 3.9 | -7.2 | -7.2 |
| 1971 | 14.6 | 10.9 | 16.4 |