

# 第 1 章

## 巴菲特投资思想的形成

巴菲特毫无疑问是成就显著的。然而，巴菲特的投资策略，简单得令人难以置信。不用学习电脑程式，或研读厚厚的投资银行业务手册。“我们所做的事，不超出任何人的能力范围”。巴菲特是成功了，然而其他与他一样具备超群能力的人却失败了，他解释道，“商学院教导了数以万计的学生出来，但是这项教育对思考却没有任何好处”。这并不表示巴菲特只达一般水准，相反，他远远超前许多。巴菲特与其他专业投资人之间的差距，就是投资思想上的差距。一言以蔽之，就是因为他们自觉去玩失败的游戏，而这正是巴菲特不会选择去玩的的游戏。

## 一、人生坐标的定位

对于取得辉煌成就的成功人士来说，他们的天才往往可以追溯到童年及孩提时代，那是他们童蒙初开的早慧岁月，对于有些人来说，甚至是人生坐标就此定位的初始时期，沃伦·巴菲特与股票结缘也许从牙牙学语就开始了。

巴菲特从启蒙时就接触的商品流通低进高出赚取差价的法则，从他儿时到少年时代便不断从实践中得到印证，这对他的经商意识和坚韧不拔的投资风格形成是有深远影响的。

就投资股票来说，巴菲特显然地具有继承乃父专业的优越条件，其父霍华德是一位股票经济人，家中关于股票的藏书甚丰，这使巴菲特从小就感受到股票投资的氛围，他对于数字的特殊的兴趣和悟性与此显然不无关系。当他 8 岁时，便会阅读这些书籍，并使他十分着迷。

从 8 岁开始，巴菲特就开始学着做生意了，他从家中的杂货铺里买来可口可乐，然后加价五美分卖给他的小伙伴，一年多下来，巴菲特已成为当地孩子们中颇有名气的“小老板”了。11 岁时，他到父亲担任经纪人的哈里斯·厄普汉姆公司做股价板的记录。这使他对低进高出有了更深一层的理解，把他的兴趣由小生意转向了股票。

13 岁时，随当了国会议员的父亲迁居华盛顿，虽然家中生

活优裕，但巴菲特这时已由做小生意转而对自己创事业感兴趣。他先是替《华盛顿邮报》、《时代先锋报》送报。有意思的是后来沃伦·巴菲特成了《华盛顿邮报》的大股东，以至有人怀疑是不是少年时送报伊始，就为他以后入主《华盛顿邮报》埋下伏笔了。

也是在这时，巴菲特用自己做生意的积蓄开始他的第一次实业投资，他用 50 美元购买了两台半新的弹子机，借一家理发厅的空地方摆放做生意，后来又陆续再购进了五台，七台弹子机每月可以为他挣得 200 美元的收入。尝到了投资甜头的巴菲特后来又与中学的一位朋友在一起，化了 350 美元，购买一辆旧的劳斯莱斯车，然后以每日 35 美元租金出租，这使他在 16 岁中学毕业时，已赚得了 6000 美元。

从沃伦·巴菲特孩提时赚 5 美分一罐可口可乐到出租旧车积聚起第一笔资金起，我们可以看到随着年龄增长和知识的增加，他的投资实践也在一步步前进的轨迹。尽管他还稚嫩，但作为投资天才的潜质已经显现，因为到他积聚第一笔 6000 美元资金时，他还仅只 16 岁，一个在人们眼中还不谙世事的中学毕业生而已。

17 岁那年，他进入了内布加斯洲立大学学习，专业是企业管理。应该说这门专业是巴菲特真心的选择，因而学习兴趣也十分强烈，将业余时间差不多全投入书海之中。并碰巧拜读了哥伦比亚大学教授本杰明·格雷厄姆的一部题为《聪明的投资者》的著作，使他大喜过望，据说，就是这本书深刻地影响了巴菲特的投资思想。

从此，希望能投师于格雷厄姆门下是青年巴菲特的最大愿望。所以，巴菲特大学一毕业就离开了家乡奥玛哈，只身来到纽约，进入哥伦比亚大学商学院，直接师从于格雷厄姆教授。

对于自己的这个选择，巴菲特一直引以为自豪，直至他 67

岁那年，即 1998 年 5 月，他与比尔·盖茨应邀，联袂向华盛顿大学商学院与学生的对话中，有这样一段精彩的论述：“成功就是获得了你想得到的东西，而幸福就是追求你想得到的东西。虽然我不知道幸福具体指的是什么东西，但我决不会去做任何不愉快的事情。当你们走出校门的时候，我建议你们去为敬仰的人做事，这样你将来就会像他们一样。”这段话无疑是巴菲特自己切身体会的经验总结，因为他大学毕业后的第一个选择，就是求师问道，在敬仰的葛拉汉谆谆教导下步入股坛的。

巴菲特是幸运的，他不但有幸福的少年时代，在命运之神的垂青下，这位天才投资大师的青年求学之路也是平坦而顺利的。但如果没有巴菲特本人的勤奋努力，最好的求学环境也是不起作用的。因此，其间我们更多地看到了巴菲特聪颖的悟性和渴求知识的执着。他几度为了获得新的知识而寻访老师，使他顺利平坦的求学之路平添了亮色，也使他矢志追求的投资知识更显扎实和完满。这得益于他的不自满自足，并不断调整自己觅取知识的视野，这是他显著地超越同时代人的非凡之处。如果说曾经有不少教育家、预言家对处于平凡生活中的人难以成才的判断有不全面之处的话，巴菲特就是一个例证。巴菲特在顺利平坦大的道上成长，但他胸怀大志有着不平凡的追求，有超越平凡的强烈求知欲和主动寻师问道的不平凡行为。除了这种强烈的内驱力和远大奋斗目标，如果还同时兼备对知识的高度领悟能力，并努力付诸实践不断加以完善的话，那么成才是可期的。这就是青年巴菲特在其看似平凡的道路上努力奋斗，向着未来投资大师之峰巅攀登的起步阶段留给人们的启示。

## 二、汲取“华尔街教父”的智慧

格雷厄姆被认为是金融分析的开山鼻祖。之所以这样称呼他，是因为“在他之前没有金融分析这种职业，在他之后，人们才开始这样称呼这种职业。”

格雷厄姆 1894 年 5 月 9 日出生于伦敦。在他还是婴儿的时候，父母移居纽约。格雷厄姆早期教育是在布鲁克林中学完成的。二十岁的时候，他拿到了哥伦比亚大学理学学士学位，并被选进 Phi Beta Kappa 联谊会（该联谊会成员均为男性——译者注）。格雷厄姆的希腊文和拉丁文都很流利，对数学和哲学也都很感兴趣。尽管他未受过正式的商学院教育，但他大学一毕业就进入了华尔街。起初在纽伯格—亨德森—劳伯经纪行做信息员，主要负责把债券和股票价格贴在黑板上，周薪 12 美金。后来，他升职为研究报告撰写人。之后不久，又荣升为经纪行的合伙人。

1919 年，格雷厄姆还只有 25 岁，年薪却高达 60 万美元。格雷厄姆和杰瑞姆·纽曼组建了投资合伙公司。

入行没多久，纽约股市即因第一次世界大战而宣告关门大吉。股市重新开盘时，格雷厄姆很快就以卓越的选股技术在华尔街崭露头角，并且发展个人独到的投资方法。不久他就开始投资管理别人的资产，到 1920 年更是声名赫赫、自信满满，但也就在那个时候，他的命运开始改观。

1929 年的股市大崩盘不只摧毁了格雷厄姆的投资组合，也摧毁了他的计划——他原本想写一本关于个人投资理念的书。虽然格雷厄姆有高超的选股技术，他的客户还是和其他人一样，在

大崩盘中损失惨重。格雷厄姆与他的合伙人杰瑞姆·纽曼（Jerome Newman）不收分文地工作了五年，才把这些客户的损失轧平。虽然这次的经验颇为惨痛，格雷厄姆的正直诚信也因此声名远播。

1934年，当投资人再度放弃股票市场的同时，格雷厄姆与多德出版了有名的《证券分析》一书。多德当时是一位初出茅庐的年轻学者；格雷厄姆在哥伦比亚大学授课时他还是一名勤奋抄写笔记的学生。格雷厄姆上课时的笔记，后来就成为《证券分析》这本书的雏型。无数次再版之后，该书现在已经成了教科书市场上有史以来再版最多次的畅销书，也是许多投资人眼中的“圣经”。

《证券分析》1934年第一次出版时，格雷厄姆和多德都已有十五年以上的投资经历。他们花费了四年时间才完成了这本书。《证券分析》一书首次出版时，《纽约时报》记者的路易丝·里奇评论该书“相当成熟，细致入微，值得称赞，是理论探讨和实践经验两者智慧的结晶。如果这种投资理念早点产生的话，投资者的思想会集中于证券本身而非证券市场”。

在《证券分析》第一版中，格雷厄姆和多德的大部分注意力集中在公司信息滥用问题上。在1933年和1934年的《证券法》颁布前，公司披露的信息往往容易误导投资者。大多数公司拒绝透露销售信息，资产评估通常是令人怀疑的，公司的错误信息既存在于股票公开发售阶段，也存在于二级市场上被人用来操纵股价。《证券法》生效后，公司信息披露改革方法仍然很缓慢。到1951年该书第三次出版时，有关公司信息披露的章节被删除了，取而代之的是股东与管理者的关系问题。这些问题集中在管理者的能力和红利政策上。

《证券分析》的精华之处在于：一个基于理性评估、精心选

择、投向分散的普通股组合即是一个正确的投资组合。格雷厄姆在书中帮助投资者循序渐进地理解他的投资理念及方法。格雷厄姆解决的第一个问题是统一和明确“投资”定义。在此之前，投资是一个多义词。一些人把购买股票称为投机，而把购买债券称为投资；也有人认为购买安全性较高的证券是投资，而购买股价低于净现值的股票行为是投机。格雷厄姆认为，意图比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借钱去买证券并希望快速挣钱的决策不管他买的是债券还是股票都是投机。格雷厄姆提出了自己的定义，“投资是一种通过认真分析，有指望保本并能有一个满意收益的行为。不满足这些条件的行为就叫投机。”格雷厄姆主张分散投资以降低风险。他把“仔细分析”解释为“基于成熟的原则和正确的逻辑对所得事实仔细研究并试图作出结论”。格雷厄姆进一步把分析描述成三个步骤：描述、评判、分析。

在描述阶段，分析者收集所有突出的事实并把它们清晰地表达出来。在评判阶段，分析者关心的是信息的质量，侧重于分析所得信息是否客观地反映了事实。在选择阶段，分析者判断所考察的证券是否具有投资价值。

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资的证券来说，其本金必须有某种程度的安全性，并有满意的回报率。格雷厄姆解释说，所谓安全并非是说绝对安全，而是指在合理的条件下投资应不致于亏本。格雷厄姆不认为一个非常反常或不可能的事件会使一个安全的债券拖欠。而满意的回报不仅包括股息或利息收入而且包括价格增值。格雷厄姆特别提到“满意”是一个主观性的词，投资回报可以是任何数量，不管有多低，只要投资者做得明智，并在投资的界限内。按照格雷厄姆的定义，一个运用正确的逻辑进行金融分析，并遵循本金安全和合理回报率的原则的人即是一

个投资者而不是投机者。

要不是债券市场的景况很差，格雷厄姆有关投资的定义也许会被人们忽略。1929 年到 1932 年期间，道·琼斯债券指数从 97.70 跌至 65.78。像股票一样，债券不仅失去了合理的价值，而且使许多发行人破产。这使得购买债券不再被不假思索地认为是纯粹的投资了。关键在于区分股票与债券的投资与投机特性。

格雷厄姆一生都被投资和投机问题所困扰。格雷厄姆晚年很伤心。因为在他看来，机构投资者所进行的活动显然是投机性的。1973 年—1974 年纽约股市进入熊市后不久，格雷厄姆应邀参加一个由 Donaldson, Lufkin & Jenrette 公司（译注：华尔街排名第 10 位的投资银行）所组织的基金管理人会议。当格雷厄姆在会议圆桌旁坐下后，对他的同行们所认可的东西深感震惊。“我不理解，”格雷厄姆说，“机构理财是如何从正确的投资退化到试图在最短的时期里得到最可能高的收益这种激烈的竞争上去的。”

区分了投资与投机后，格雷厄姆的第二个贡献是提出了普通股投资的数量分析方法。在《证券分析》之前，几乎没人利用数量方法来选择股票。在 1929 年之前，上市公司主要是铁路行业的公司，工业和公共事业公司股票只是全部上市股票中的一小部分。银行和保险公司等投机者所钟爱的股票都未上市。这些以铁路公司为主的上市公司都有实际的资本价值支撑，大多以接近面值的价格交易，在格雷厄姆看来都有投资价值。

格雷厄姆指出，经济繁荣会导致股票市场进入牛市状态，股票发行量和交易量会急剧上升，这会煽起投资者的乐观情绪，但这种失控的乐观会导致疯狂，而疯狂的一个主要特征是它不能记取历史教训。

格雷厄姆指出了三种导致股市暴跌的力量。第一，交易经纪

行和投资机构对股票的操纵。每天，经纪人总是添油加醋地告诉客户哪支股票开始变动以及一些令人兴奋的股票信息。第二，银行贷款购买股票的政策。20年代，银行往往贷款给那些焦急等待华尔街最新热点的投机者，银行贷款用于购买证券的金额从1921年的10亿美元上升到1929年的85亿美元。由于贷款是由股票市价来支撑的，当股市暴跌时，一切就坍塌了。《证券法》颁布后，保护了个人投资者不受经纪人欺诈，靠保证金买证券的做法也比20年代大大减少了。但有一种因素是立法难以控制的，这就是格雷厄姆认为应对股市暴跌负责的第三种力量——过度乐观。

1929年的股市灾难并非投机试图伪装成投资，而是投资赶时髦而成了投机。格雷厄姆指出，历史性的乐观是会蔓延的。投资者往往容易受过去的繁荣所鼓舞，因而憧憬着一个持续增长与繁荣的时代，因而逐渐失去了对股票价格的感觉，格雷厄姆认为，人们对股票所支付的价格根本没有考虑数学期望。在乐观的市场上，股票可以值任何价格。在这种不理智的状态下，投资与投机的界限也就模糊了。

当人们感受到股市暴跌冲击的时候，股票就被贴上投机的标签。在大萧条时期，普通股投资的概念简直就是一个咒语。格雷厄姆指出，投资哲学因心理状态的变化而变化。在第二次世界大战后，人们对普通股的信心再次上升起来。格雷厄姆1949年至1951年写《证券分析》的第三版时，认识到普通股已经成为投资者资产组合中的主要部分。

在1929年股市暴跌后的二十年里，无数学者和投资分析家研究并推出了普通股投资的不同方法。格雷厄姆描述了三种方法：横截面法、预期法以及安全空间法。

横截面法相当于今天人们熟知的指数投资法。格雷厄姆认

为，这种方法的实质是以广泛分散的多元化投资替代了有选择的投资。即一个投资者要买下道·琼斯工业指数所包括的三十只工业公司的等额股份，获利也和这些被选公司一致。但格雷厄姆指出，并不能肯定华尔街会取得比这一指数更好的结果。

预期法可分解为短期投资法和成长股投资法两种方法。短期投资法即是寻求最近期间（一般为六个月到一年内）内前景最好的公司。华尔街花费了很多精力预测公司的经营业绩，包括销售额、成本和收入等等公司预期能达到的指标。格雷厄姆认为，这种方法的缺点在于公司的销售和收入经常变化，并且近期业绩预期很容易贴现到股票价格上。但关键而又最基本的问题在于投资价格不在于一家公司这个月或下个月能挣多少，也不在于下个季度的销售额，而在于公司长期内能给投资者多少回报。基于短期数据的决策经常是肤浅和短视的。由于华尔街重点强调变化与交易量，短期投资法因而成了主要方法。

成长股，简而言之，就是销售额和收入增长率高于行业平均水平的股票。格雷厄姆采用国民投资者公司的定义说明，处于成长期的公司即是收入从一个周期过渡到另一个周期的公司。

按照格雷厄姆的解释，采用成长股投资法的困难主要在于投资者判别成长型公司的能力以及确定现在的股票价格中已经包含了多少该公司增长潜力的贴现。每个公司都有一个所谓的利润生命周期。在早期发展阶段，公司的收入加速增长并开始实现利润；在快速扩张阶段，销售收入继续增长，经营利润和税后利润陡然猛增；当公司进入成熟增长阶段后，收入和利润都开始下降。格雷厄姆认为，采用成长股投资法的投资者面临两难问题。如果他们选择了一家处于快速扩张期的公司，他们会发现该公司的成长可能是暂时性的。因为该公司经受考验的时间不长，公司的利润可能会很快耗尽。另一方面，处于成熟增长期的公司也许

处在一个成熟增长的后期。很快就会进入衰退下降阶段。识别公司处在其生命周期的何种段一直困扰着金融分析者。

假定投资者已经准确地找到了一家处于增长阶段的公司，那么投资者应付多少钱去购买该公司的股票呢？显然，如果大家都知道这家公司处于成长繁荣期，那么它的股票价格就会上升到比较高的水平。但如何判断目前的股票价格是否太高呢？答案很难确定，投资也会马上面临一个新的风险——公司增长可能会比预期要慢。如果发生这种情况，投资者支付的价格就太高了，随后该公司的股票价格就可能迅速下跌。

格雷厄姆进一步指出，如果分析家对某公司的未来增长持乐观态度，并进一步考虑将该公司股票添加到投资组合中去。那么有两种买入技巧：一种是在整个股票市场低迷时买入；另一种是在整个股票市场并不低迷，但该公司股票市价低于其内在价值时买入。格雷厄姆认为，这两种购买技巧都有一种体现于股票价格上的“安全空间”。

仅在市场低迷时买入证券会导致一些困难。首先，容易诱导投资者挖空心思去研究用于预测股票价格高低的模型或公式。这类投资者实际上成了预测市场走势这种极不确定事件的人质。其次，当市场对股票公平估价时，投资者便难以从购买普通股中获利。并且，在购买股票前等待市场进入低迷期以及购买后等待市场进入牛市的整个过程可能相当漫长而令人乏味，甚至到头来空喜一场，一无所获。

格雷厄姆建议投资者的精力最好用来判识单个证券是否被低估而不要去理会整个市场的价格水平。格雷厄姆承认，为使这种策略有效，投资者需要掌握判识股票是否被低估的方法或技巧。在三十年代和四十年代，这种集中关注于购买被低估的证券而不管市场总体水平的想法是一种革新的思想。格雷厄姆著书立说的

目的就是力图描述这种策略。

格雷厄姆把正确投资的概念缩减为他称之为“安全空间”的箴言。也可以称为收益的安全差额。这句箴言试图用单一的方法来统一所有的证券（股票和债券）的投资方法。例如，如果一个分析家在考察一家公司的经营历史时发现，在过去五年里，公司平均每年能获得五倍于固定费用的收入。按格雷厄姆的理论，投资该公司债券的收益就有了一个安全的空间。格雷厄姆并不指望投资者去精确地确定公司未来的收入。他认为，只要收入和固定费用之间的差距足够大，投资者在公司收入意外下降时就可以得到保护。

建立一个有关债券投资收益的安全空间概念并不难。真正的考验在于格雷厄姆能否将其运用到普通股投资上。格雷厄姆认为，如果股票价格低于其内在价值，那么投资普通股就存在收益的安全空间。显然，实际应用这个概念时，需要掌握确定公司内在价值的技术。格雷厄姆关于内在价值的定义在《证券分析》一书中描述为“被事实所确定的价值。”这些事实包括公司的资产、收入、红利以及任何未来确定的预期收益。格雷厄姆承认在决定公司内在价值中最重要的因素是公司未来收益的能力。简单地来说，一个公司的内在价值可用公司的利润乘以一个适当的资本化率因子来估计。这个因子或乘数受公司利润的稳定性、资产、红利政策和财务状况等因素制约。

格雷厄姆认为，内在价值方法受分析家对公司未来经济情况不精确的计算所限制。格雷厄姆担心，分析家的结果可能被大量的潜在因素所轻易否定。由于销售额、定价和费用均难以预测，使内在价值方法的应用更加困难。但格雷厄姆并未因此而气馁，他建议安全空间的概念可以在三个领域得到成功的运用。首先对于像债券和优先股这种具有稳定收益的证券很有效。其次，可用

来作比较分析。最后，如果公司股票市价与其内在价值的差距足够大，那么安全空间的概念就可以用来选择股票。格雷厄姆告诫读者，必须意识到内在价值是一个难懂的概念，它区别于市场价格。起初内在价值被认为等同于公司总资产减去负债，即净资产价值。这种看法导致人们认为内在价值是可以确定的。然而分析家们逐渐认识到公司的内在价值不仅是净资产价值，而且还包括这些资产所能产生的利润。格雷厄姆认为，没有必要确定公司内在价值的精确值，只需估算一个大致范围。为了分析安全边际，分析者只需简单地估计一个比市价明显高或明显低的大概值。

格雷厄姆指出，金融分析并非一门精确的科学。对某些数量因素，包括资产负债状况、损益和红利等可以进行仔细分析。但质量因素则难以分析，但这些不易分析的质量因素恰恰是分析公司内在价值的必要成份。人们通常提到的两种不易分析的质量因素为“管理能力”和“公司的性质”。

格雷厄姆对把分析重点放在质量因素上深感不安。格雷厄姆认为，管理概念和公司性质不易测量，对难以测量的因素强行测量可能导致较大的测量及内在价值估算误差和失真。格雷厄姆并不否认质量因素的重要性。但他认为，当投资者过分强调这些难以捉摸的因素时，潜在的失望也会相应地增加。对质量因素的乐观情绪经常反映为一个较高的市盈率。格雷厄姆的经历使他相信，如果投资者的注意力从有形资产转向诸如管理能力和公司业务性质这类无形资产的话，他们将倾向于购买潜在风险较高的证券。

格雷厄姆强调，投资者必须搞清楚自己的理论根据。如果你买资产，那么其下跌的下限是这些资产的流动清算价值。格雷厄姆认为，在计划完成之前没有人能够保证乐观的增长。如果一家公司被认为富有吸引力、拥有出色的管理、预计未来有较高的收

益。“于是他们（投资者）会争先恐后地购买这只股票，这样他们就会开出高价，市盈率也随之上升。当越来越多的投资者热爱这家公司时，该公司的股票价格就会逐渐背离其基本价值，从而创造了一个不断扩大的美丽气泡，直到它最终破裂为止。”

格雷厄姆认为，如果公司内在价值中最大的一部分取决于管理质量、业务性质以及乐观的增长计划的话，则投资该公司就没有安全空间。相反，如果公司内在价值的较大部分是由可测量的数量因素支撑的，则投资者的下跌空间就会有一个下限。固定资产、红利、当前及历史利润均可测量，这些因素都能用数字表示，因而他们可成为内在价值实际估算时的推断基础。

格雷厄姆认为，记忆力好是他的一项负担。正是一生中两次损失重大的记忆导致他强调下跌保护而不是上升潜力的投资方法。格雷厄姆常提及两个投资原则。第一条原则是不要失败，第二条原则是不要忘记第一条原则。这种“不要失败”的哲学使格雷厄姆同时坚持安全空间的两种选股方法。第一种方法是以不超过公司净资产三分之二的价格购买股票，第二种方法是购买市盈率低的股票。以不超过净资产三分之二的价格购买股票既符合格雷厄姆对现实的感觉，又满足了他对某种数学期望值的需要。如果股票价格低于每股净资产值，格雷厄姆认为投资该股票就存在收益的安全空间。格雷厄姆认为这是一种错不了的投资方法。他又着重强调这个结论是基于一组股票而不是基于单只股票。这种股票在熊市的底部非常普遍，在牛市期间则很稀少。

等到市场进入调整期才去投资的认识可能是不合理的。于是格雷厄姆着手设计第二种购买股票的方法。他集中于那些价格正在下跌、市盈率低的股票。格雷厄姆在其整个投资生涯中对这种方法做了几次修订。直到他去世前不久，还在和科特一起修订《证券分析》的第五版。格雷厄姆分析了十年中市盈率低、股价

只有前期最高价一半的股票的财务结果，发现其理论得到满意的印证。

格雷厄姆认为，以不超过净资产价值三分之二的价格购买股票或购买市盈率低的股票的方法可以经常应用。但格雷厄姆基于这些方法所选的股票都很不适合市场当时的口味。某些宏观和微观因素导致市场对这些股票的定价低于其价值。格雷厄姆强烈地感到这些股票的价格“低得不公平”，是极富吸引力的购买对象。

格雷厄姆表示：“我目前所要介绍的投资准则，其理论基础与以前的方法类似，乃是买进一组市场价低于其实际价值的股票，而由以下的情况可以得到哪些股票的市价低于其实际价值，我所偏好的准则即是股票市价为其过去 12 个月盈余的七倍。你可用股利率在 7% 以上，或股票帐面价值在其市价 120% 以上等准则选股。我们曾经利用这种方法研究 1925 年至 1975 年的股票，年投资报酬率都在 15% 以上，而且在同期间道琼斯 30 种工业指数涨幅的两倍左右。我对这方法深具信心，理由有三：（1）具有逻辑性；（2）使用简单；（3）具有事实支持其效用。这种技巧可以让真正的投资人利用一般大众经常发生的过度乐观和焦虑。”

由于格雷厄姆的选股标准与投资准则分散在他洋洋百余万字的著作中，因此，归纳起来可有以下几点：

- 收益率至今是信用评级为 AAA 债券的 2 倍。
- 股价利润比例是以往 5 年最高数字的 40%。
- 股息至少是 AAA 债券利息的 2/3。
- 股价不应超过帐面价值的 2/3，最好是净流动资产的 2/3。
- 贷款不应超过帐面净资产。

- 流动资产应 2 倍于流动负债。
- 所有债务应不超过流动资产的 2 倍。
- 过去十年的利润成长率至少为年均 7%。

### 三、来自另一位大师的启迪

费雪从斯坦福大学工商管理学院毕业后，在旧金山巴黎国民银行任分析家。不到两年，便坐上了银行统一部门的第一把交椅。费雪正是从这个位置目睹了 1929 年的股市暴跌。费雪后来跳槽到当地的一家经纪行，工作了一段时间后，便决定开办自己的投资顾问公司。1931 年 3 月 1 日，费雪的公司开始招揽顾客。30 年代初期，正值股市和经济萧条之际，在这个时候开设投资顾问公司似乎不太明智。然而，费雪惊奇的发现他具有两个有利条件。首先，在股市猛跌后还有钱的投资者，可能对他现在的经纪人不满意。其次，大萧条中，商人大都有足够的时间坐下来和费雪交谈。在斯坦福念书的时候，有一门商业课要求学生和教授定期去访问旧金山地区的公司。教授和公司经理们进行一系列有关他们公司的讨论。在开车回斯坦福的途中，费雪和他的教授就他们所访问的公司和经理们谈个没完。费雪回忆说：“每周的这个时间都进行这种训练。”正是这些经历使他相信可以通过下列方式获得超额利润：（1）对获利能力在平均潜力以上的公司投资；（2）和最有能力的管理者合作。为了分离出这些特别的公司，费雪开发了一个通过公司特征和管理特征评价公司的“点系统”。

费雪的投资理念是重视对企业特质的了解与掌握：

费雪曾自我评价自己早期投资的错误是：“用超出自己有限

经验之外的技巧，去作投资计划。我开始投资那些我并不完全了解的公司，它们的经济活动领域截然不同，而我也没有任何相关可供参考的背景知识。”

因此，费雪的投资理念是十分重视对投资公司的了解和掌握。他认为超额利润的创造必须具备两个条件：一是投资那些潜力在平均水准之上的公司；二是向那些最有能力的经营阶层看齐。为此，他在选出具有独特潜力的公司方面下了功夫，他发现了以企业本身的特质和其经营管理能力为基础的“计分系统”，用以评列出企业的等级。

所谓企业的特质，即这些公司能以高于一般企业水准的能力使销售与利润每年呈递增趋势。而为了达到这个目标，公司至少在数年之内，其产品或劳务有充分的市场潜力，能使销售大幅度增长。虽然费雪并不十分强调销售上的每年持续增长，但他注意公司在数年内的整体表现，并以此判断其优劣。由于商业景气循环往复变动而影响企业的销售额与利润，因此，费雪以十年为一周期，找出那些在十年间，成长率高于平均水准的公司。费雪认为，能够预期获得高于平均成长率的公司第一类是幸运且有能力的；第二类是幸运来自其能力的。

费雪举例说，美州铝业公司是一家“走运和有能力”的公司的例子。说该公司能干是因为公司的开办人极有能力。美州铝业公司的管理者预料到了他们产品的商业价值，于是积极扩大铝的生产能力、增加销售额。该公司也很“走运”。因为超出管理者直接控制之外的事情对公司及其市场产生了积极的影响。航空运输的快速发展极大地增加了铝的销售量。由于航空工业的发展，使该公司获得了远远超出管理者所预计的利润。

费雪认为，杜邦是一家“由于能干而走运”的公司。如果杜邦停留在生产最初的产品——炸药粉末，那么杜邦公司就只能