

第 1 章

当今的投资模式

价值投资再次变得时髦起来了。在 20 世纪 90 年代的股市狂潮中，只有少量的投资者仍然坚持自己的投资原则：寻找并投资那些市场价值被低估的股票。大部分投资者靠在市场上投机获利，他们承受巨大的风险，最后损失惨重，而价值投资者却幸免于难。尽管投机者似乎可以夸耀他们在短期内的高回报，价值投资者在长期内却遥遥领先。当前，虽然价值投资理念重新获得重视，但很多人仍然缺乏一个清晰的概念：什么是价值投资。本书将对此进行详尽的介绍。

当今世界有五种投资模式占据统治地位：

价值投资者：他们依靠对公司财务表现的基础分析找出那些市场价格低于其内在价值（公司未来现金流的现值，这将在以后的章节中讨论到）的股票。这种战略最早可以追溯到 20 世纪 30 年代，最早由哥伦比亚大学的本杰明·格雷汉姆（Benjamin Graham）和大卫·多德（David Dodd）提出。由于伯克希尔·哈撒威（Berkshire Hathaway）公司首席执行官兼主席沃伦·巴菲特（Warren E. Buffett）的使用，价值投资战略在 20 世纪 70 到 80

年代受到推崇。

- 增长投资者：他们致力于寻找那些经营收益能够保证公司内在价值迅速增长的公司。著名投资者兼作家菲利浦·费舍尔（Philip Fisher）在 20 世纪 50 年代最早采用这种价值投资战略的变种。麦哲伦基金经理彼得·林奇（Peter Lynch）在 80 年代对其进行了大胆的扩展。
- 指数投资者：他们通过购买股票来复制一个大的市场细分，如标准普尔 500。格雷汉姆认为这种投资战略对防守型投资者很有效。范格尔德基金创始人约翰伯格（John Bogle）在 20 世纪 80 年代推广了这种战略。
- 技术投资者：他们采用各种图表来收集市场的行为，以此来显示投资者预期是上升还是下降，市场趋势如何，以及其他的“动力”指标。这种战略被《投资者商业日报》的创始人威廉·奥尼尔（William O'Neil）大力推崇并在 20 世纪 90 年代末被广泛采用。
- 组合投资者：他们确知自己能够承受的投资风险水平并通过建立一个多元化的投资组合来承担这个风险水平。这个理论最早在 20 世纪 50 年代被提出并在 70 年代被一群获诺贝尔奖的经济学家所完善。70 年代初，这种战略由于普林斯顿大学经济学家伯顿·莫卡尔（Burton Malkiel）的名著《华尔街漫步》而开始流行。

所有投资哲学的中心问题都是价格与价值之间的关系。价值投资者和增长投资者认为价值和价格是不同的；指数投资者不确定自己是否能找出这二者的关系；技术投资者只关心价格而不关心价值；组合投资者则认为价格就是价值。

这些不同的信念产生了不同的投资策略：

- 价值投资者寻找那些价值被低估的股票；
- 增长投资者寻找那些近期的增长显示其价值与目前的市场价格相符合的公司；
- 指数投资者认为最保险的投资策略就是购买那些能够代表整个

市场状况的股票；

- 技术投资者寻找那些能够迅速地以更高价格脱手的股票；
- 组合投资者相信价格与价值是独立的。价格的变化反映了风险，而投资者应该选择一个证券组合来承担所需要的风险水平。

表格 1.1 展示了这五种投资模式的关键原则。

表 1.1 投资模式

投资模式	代表人物	价格 - 价值关系	方法
价值投资	格雷汉姆/多德 巴菲特	不定的，而且可以可 确定的	关注于价值，寻找那些定价 低于价值的投资对象
增长投资	费舍尔/ 林奇	不定的，而且可以可 确定的	关注于增长，寻找价值增长 速度快于价格增长的投资 对象
指数投资	伯格	不能确定	忽略价值 - 价值关系，而购 买“整个市场”的一部分
技术投资	奥尼尔	可能是有联系的，但 并不相关	关注于价格趋势
组合投资	莫卡尔	相互独立	将风险偏好与价格 - 价值观 险水平相配合

为方便说明，我们举个例子：假设 IBM 股票昨天在纽约证券交易所以 \$ 50 / 股收盘。在不同的投资哲学下，不同的因素决定了是否应该购买这支股票（是否卖出的考虑在概念上与此相对，我们将在第 8 章深入讨论）

- 价值投资者：(a) 他们会考虑 IBM 公司未来现金流的现值以及这个现值是高于还是低于 \$ 50 / 股。(b) 只有在现值至少是 \$ 60 美金的时候他们才会买这支股票 [价值与价格间的 \$ 10 差异代表 20% 的“安全利润率” ($\$ 10 / \$ 50 \cdot 20\%$) ；非常保守的价值投资者甚至会坚持要求更高的利润率]。
- 增长投资者：(a) 他们会关注 IBM 在销售额、收益和现金流等相关方面的增长可能性。(b) 如果他们认为 IBM 股票的价值和价格都会在近期向 \$ 60 增长则会购买这支股票。

- 指数投资者：(a) 他们完全不考虑单个股票的价格与价值关系。(b) 他们只是简单地购买基金，由此购买了 IBM 和几百支其他公司的股票。
- 技术投资者：(a) 他们对市场上的蛛丝马迹保持警觉，通过市场线索的分析来测量 IBM 股票价格在近期向上走或向下走的可能性。(b) 如果谣言显示价格有向上走的趋势，他们就会购买股票（这群投资者如果在预期价格趋势是下跌时也有可能卖空，也就是在当前锁定 \$50 的价格并在未来以预期的更低价格购买这支股票）
- 组合投资者：(a) 他们认为这一切都是浪费时间，因为 IBM 股票 \$50/股的价格就代表了 IBM 的当前价值。(b) 重要的是 IBM 的风险水平（通过比较 IBM 股票历史价格的波动性和整个市场的波动性）是否与投资者的风险偏好相符合。

价值投资和增长投资这两种投资哲学有所重叠。它们对价格—价值关系有相同的看法。但它们各自侧重于强调未来的不同方面。价值投资强调确定股票价值并将之与价格相比较。增长投资则强调由增长带来的价值并将这个价值与价格相比较。从这个意义上说，增长投资战略是价值投资战略的堂兄弟。这两种战略的支持者认为投资分析者是可以确定股票价值并与价格相比较的。

指数投资战略则服务于那些没有能力或不愿意进行价值分析的投资者。这种战略不需要特殊的技能或幕后分析的努力。投资回报反映的是整个指数的市场表现而不是某些选定的股票的表现。价值投资或增长投资的热衷者们认为指数投资是那些缺乏技能或时间来进行价值分析的投资者的首选（尽管如此，知晓价值投资的基本哲学仍然有助于这些被动的投资者们理解哪些因素在驱动着他们的这些一般性投资，这一点将在第 12 章中详细说明）

在价值投资者看来，技术投资者实际是在投机，而不是投资。他们试图根据投资者的动向来预测价格趋势，通过研究股票价格变化的历史模式来提炼出对未来的预测。这种方式实际上不太应该被称作一种投资方法，其期限也太短了，不足以成为投资。技术投资对理性投资者来说没有什么吸引力，但在市场持续繁荣的时候却能甚嚣尘上。 20 世纪 90

年代正是大量投资者盲目痴迷技术投资的巅峰时期。

技术投资的一个分支，称为“动力交易”（momentum trading），在 20 世纪 90 年代末风行一时。大部分投机股票价格的攀升更加大了这种吸引。这种方法的采用者们过分自信地以为自己是敏捷灵巧的股票选择者而沾沾自喜，很多人甚至从来没有考虑过所投资公司在从事什么业务，是否盈利，也从来不看公司的财务报表。有 5 年的时间，绝大部分的股票，包括那些业务摇摇欲坠的公司股票价格都持续上涨，这就更使得这种自我陶醉的情绪不可遏抑。

在这期间，大量的新投资者涌向股市，尽管他们几乎不懂得如果阅读一份财务报表或其他投资的基本原理。甚至连经验丰富的投资者们也开始醉心于搜集市场谣言与印象而放弃了对事实和数据的分析。无经验的投资者从来没有听说过价值投资这回事，而经验老到的投资者也相信所谓的“新经济”已经使价值投资不合时宜。历史总有惊人的相似，最众所周知的就是 20 世纪 20 年代的美国股市，其虚假繁荣在 1929 年的“大崩溃”中达到了顶点。

经济发展的灾难促使本杰明·格雷汉姆和大卫·多德总结归纳价值投资的哲学。20 世纪 20 年代末的投资气氛最显著的特点就是投资组合管理技术。这种投资方式由内部信息和市场印象所驱动。格雷汉姆通过为投资哲学设定一个清晰的思维框架来帮助投资者们提高投资水平。他的价值投资框架虽然需要投资者作出更多判断，却为他们提供了一个坚实的分析基础。

组合投资战略是为建立投资哲学框架进行的一个更大胆的尝试。它的核心假设就是价格等于价值。如果所谓的“效率市场假设”成立的话，价值投资将毫无用武之地。这种情况下，试图通过购买市场价格低于其内在价值（未来现金流的现值）的股票而无风险地获取超额投资回报无异于天方夜谭。

在效率市场上，一个公司的业务风险反映为其股票价格历史波动与其他公司的股价的关联程度。这一关键的投资指标被称为股票的 β 值。倡导者们利用 β 值作为风险量度来指导组合投资者进行最适合于其风险偏好的投资（第 7 章将进行额外的详尽阐述）

组合投资理论向前迈进了一大步。它认为人们可以通过建立一个多

元化的证券组合来消除与其中任何一支证券相关的特定风险。任何一支证券的风险都被其余证券的回报所抵消。组合投资的精髓就在于分析 β 值，并设计一个最优的多元化投资组合。人们对这种投资工具有效性进行了大量的数学和计量经济学研究，得到的各种证据对此理论毁誉参半。

价值投资者对效率市场理论和这个理论所倡导的价格与价值独立，以及 β 值是风险的有效度量等说法持怀疑态度。他们的投资记录也是反对这种理论的一个有效实证依据。市场上涌现了太多的成功的价值投资者，这是效率市场倡导者们所无法回避的。而太多的股票表现出其价格高于或低于价值也使得效率理论无法自圆其说。同时， β 值虽然能够度量价格波动的风险，却无法反映企业的业务表现或价值。

市场泡沫绝非偶然，而是一个被高速的技术革新和过分乐观的情绪所驱动的市场环境的征兆。这种乐观情绪盲目扩张，大群的普通投资者错误地以为自己通晓了整个商业和股票市场，而经验老到的投资者也开始涉足其所不了解的业务领域。

同样，市场萧条也不是偶然的，而是一种相反力量的征兆——新手们开始退却，而老手也过分畏缩。剩下的人则饱受煎熬，其苦难的程度和持续之长则远远超过了市场繁荣时期的喜悦。

价值投资者认为无论是长期还是短期，股票市场都是不可预测的。而惟一有一定把握能够确认的，是基于公司过去业务表现和现有信息对其业务的长期表现进行的分析。价值投资者通过对这些信息的分析来确认公司价值并将其与市场价格相比较。

第 2 章

价值投资的传统

价值投资可以部分地认为是一种思维方式，其特征是习惯性地将股票的价格与背后的公司业务的价值联系起来。基础分析的基本原理是价值投资的工具。它产生于以下三种传统。

本杰明·格雷汉姆的安全利润率原则是第一种传统。这个原则要求所购股票的价格必须充分地低于其估计的价值。这种检测需要进行全面的商业分析。首先，价值投资者利用简单的过滤手段将备选股票缩小在投资者所理解并有能力进行评估的业务范围内（这个范围通常被称为“能力圆圈”）。

约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）完善了价值投资的第二个核心传统。这种定量分析的传统要求对公司的内在价值进行估计，在计算内在价值时，人们先利用现有数据对公司未来现金流进行保守估计，然后求得未来现金流的现值以此作为公司内在价值。这个原则隐含的道理是：现在手中的 1 美元比未来的 1 美元更值钱（第 5、6、7 章将详细阐述此原理）。

菲利浦·费舍尔添加了价值投资的第三个传统。这种定性分析的传统要求投资者们通过仔细分析找出那些具有长期发展前景的公司。一个

有前途的公司必然拥有一些独特的商业特权（别人所不具备的资源或能力），比如消费者忠诚度、无与伦比的品牌认同度和强大的市场影响力等。商业特权同样也可以是高素质的经理人队伍。

沃伦·巴菲特将这三种传统融于一炉并使其登峰造极。巴菲特采用了综合性的价值投资方法。他把这种做法简单地称为投资，而认为修饰语“价值”纯属多余。其他的价值投资者则侧重的方面有所不同，于是产生了一系列的价值投资模式。但他们的共同点是都承认价格与价值的不同。

格雷汉姆：价值投资之父

本杰明·格雷汉姆的《聪明的投资者》（*The Intelligent Investors*）是这位价值投资哲学的主要创立者和大力倡导者的经典著作。很多人都曾阅读过此书，它最早于 1949 年出版并且有很多后续版本。这本书的核心观点是建立长期战略和股票选择的框架来避免投资失误。

格雷汉姆与大卫·多德合著的《证券分析》（*Security Analysis*）更详尽地建立起了价值投资的框架（支持者们认为出版于 1940 年的第 2 版是最详尽的版本）。该书强调对资产负债表（资产和负债）的分析以决定公司价值。这本经典著作的当前版本，由其他人重写，同时也强调了对损益表（收入和费用）的分析以评估价值。

争论的中心在于这些著作是永恒的经典还是已经过时。其实这两个极端都是不对的；事实上，他们都是部分正确的。批评家们抱怨说这些著作的最初版本已经过时，因为它们都只是强调当时的行业，如铁路、公用事业和重工业等。其实格雷汉姆也关注于分析资产负债表和资产价值。今天的商业更大程度上依赖于无形资产，而投资群体也在更大程度上关注资产所能产生的现金流而不是其在资产负债表上所占据的价值。

《证券分析》和《聪明的投资者》的内容确实多多少少有些过时，其文笔也过于艰深。格雷汉姆同时代的投资者大多是那些专业人士，他们会不辞辛苦地研读这些著作。而今天的投资者构成则更加多元化，他们来自不同的行业并且习惯于轻松的写作风格。我们这个时代的信息密度和人们注意力的分散要求更简洁的作品。

当今的经济包含了更加广泛的商业领域，从在线音乐到制药不一而足。这些领域大大超越了格雷汉姆喜欢用来作为说明的行业。同时，当今的商业采用了更多样化的资产分类，各个商业领域对有形资产和无形资产的相对依赖程度也大不相同。版权和专利权的价值常常超越了传统的产业资产的价值。

格雷汉姆的基本原则在今天依旧是适用的。“安全利润率”原则仍然是其基石——购买价格要充分低于价值来避免在资本市场上的损失。这样做的主要目的是保存资本。支付过高的价格将承受过大的市场风险。这个原则类似于药品的最高原则即首先不能有害——同样地，首先不能赔钱。

格雷汉姆把投资定义为：通过有效分析，保障本金的安全并产生足够的回报（至少等于通货膨胀率）的经济行为。他认为其他的行为都属于投机。这种哲学反对投机，而关注长期的良好经营。它要求对公司进行评估，不管对象是安休斯布什公司还是微软，或者是其他公司。这种投资原则在短期内效果并不显著，但在长期却是回报丰厚。

格雷汉姆提供了一种有十项条目的分析筛选工具用于进行投资对象的选择。这个分析工具一半用于度量财务能力，另一半用于度量风险的各个方面。财务能力的关键是保持一个比较高的流动比例（流动资产 / 流动负债）和谨慎控制长期负债相对于账面价值和清算价值的比例（第 4 章对此进行详细解释）。为了降低风险，格雷汉姆设定了谨慎的公司选择标准：公司股票回报率至少应是高等级公司债券的两倍，公司当前的市盈率水平应该低于过去 5 年此比例峰值的一半（第 6 章将讨论这些条目）。

格雷汉姆深知运气的好坏在投资（在生活中也一样）中扮演了一个重要的角色，但运气并不能掌控一切。所以投资的目标应该是在运气处于低谷的时候如何控制损失。当今的投资者往往不遵循这种原则，他们热衷于当日交易、通过动力分析来进行投资的策略，以及市场跟风。这些高风险的操作都是试图通过非价值的标准来判断市场动向。仍然也有投资者沿袭着价值投资的传统哲学，他们的做法则是缓慢而仔细地建立起一个可控数量的投资对象，而这些投资对象都控制在投资者所熟悉的领域；同时进行资金成本均摊（一种根据设定的时间间隔对特定证券投

入规定数量的资金的投资操作方法，将在第 12 章中深入探讨。）

格雷汉姆将所有投资者划分为两大类：防守型投资者和进取型投资者。但不管对于哪种类型的投资者来说，最小化损失都比最大化收益更重要。当损失被控制在最小时，收益也会高于平均水平。

费舍尔：关注增长的先驱

格雷汉姆关注于对公司的财务分析，而对公司管理层素质或商业环境等因素却关注甚少。费舍尔扩大了基础分析的范围，开始关注这些定性分析的领域。管理团队对于成长中的公司非常重要，而对于那些正在加速业务转型和技术革新中的公司的风险管理和商业战略更为重要。

费舍尔非常看中商业策略对公司的价值的重要性，例如品牌拓展和产品包装，它们能够为公司创造价值、经济商誉和产生高于行业或同业平均的回报率的能力。这种能力可以被利用于这个日趋全球化的世界，公司可以建立起全球性的品牌并利用这个品牌推出新的产品线或拓展原有产品线。一个很好的例子就是那些娱乐公司，他们的同一产品有印刷、电影、VHS、DVD 和网络等多种格式以及多种语言的版本。

费舍尔强调，即使那些价格低于公司内在价值的投资也可能是糟糕的投资，由此他进一步缩小了价值投资对象的范围。一项业务被价值低估往往不是毫无理由的，例如其管理水平低下。在他看来，当一个价格很有吸引力的投资对象价格被完全发现之后也会变得平平常常。

在费舍尔的年代，投资的财富只能产生于两种途径：一种是传统的价值投资（购买那些价格低于价值的证券并持有直至价格等于或高于了内在价值），另一种是购买那些定价合理但增长迅速的公司。他们的销售额和收益（今天我们又加入了现金流的考虑）增长之快使得公司能够从增长中获得利润。前一种途径就是基于格雷汉姆理论的纯粹价值投资。后者则是费舍尔所首先倡导的增长而非价值投资，这也导致了这两种投资哲学的分野。

费舍尔提供了一个有 15 项条目的标准来甄选出具有增长潜力的公司，其中就包括公司面临的潜在市场是否足够大，以及能否保证今后多年中的销售增长。读者不妨考虑一下对于汽车制造商和汽车电池制造商

来说市场饱和点有何不同。在全球化的浪潮中，市场扩张的机会对于那些跨国公司来说更加巨大了。他们可以把现有产品推向全世界，也可以根据各地域市场口味的不同推出量身定制的新产品。

威廉姆斯：现金流的作用

一个公司、一份股票或者其他任何生产性的资产的价值都是其未来现金流的现值。威廉姆斯详细阐释了这一点，强调对折现现金流（DCF）的分析，这是今天最为流行的分析评估方法。这种方法的流行，却也恰恰掩盖了一个重要的事实：价值易于定义却难于度量（说来容易做起来难）。格雷汉姆和费舍尔发展起来的分析工具在评估中仍然必不可少。

过分依靠折现现金流分析的一个危害就是人们易于把股票简单地划分为价值型股票和增长型股票两种。很多专业人士，包括那些在共同基金工作的人都试图利用这种划分来差异化他们的产品。但这二者实质上差别甚小。

对一个公司（或其他任何生产性资产）的价值评估需要估计其未来可能的业绩并将这些业绩折现为现值，而未来可能的业绩则包含了任何能预期到的增长（或者萎缩）。

所以对增长（或缺乏增长）的考虑已经整合到了评估行为当中。这也支持了那种观点，价值投资这种称呼其实是多余的：投资本身就是一项支付价格低于价值的深思熟虑的决定。只有投机者才会指望通过价值增长超过其支付价格而获利。

如果我们排除这些命名的混淆，价值投资一般被定义为：购买那些低市盈率，低价格/账面价值比例或高股息回报的公司。但这些指标本身并不能使一个公司成为价值投资的对象，事情并不是如此简单。缺少这些指标的公司往往也能拥有充分的安全利润率和定性分析的优势，使其能够进入到价值投资者的投资组合中。

增长并不直接与价值对等。收入的增长可以意味着价值的增长。但收入的增长也可以意味着费用的上升，而有时候往往费用增长得比收入更快。增长只有在其带来的收入高于成本的时候才能创造价值。一个需

要重新投入的 1 美元来使得收入增长 99 美分的公司对持股者来说毫无意义，它可能是一支增长型的股票，却不是一支价值型的股票。

巴菲特：集大成者

沃伦·巴菲特把这些观点融于一炉。价值投资的要素是：对那些在投资者自身能力圆圈内的业务进行分析以找出那些产生高资本回报的公司（相对于资本成本），然后投资于那些可以以最低成本购得的公司。表格 2.1 总结了价值投资的关键人物和他们的主要贡献。

表 2.1 价值投资奠基人

人物	角色	核心观点	著作
格雷汉姆	价值投资之父	安全利润率原则；关注于《聪明的投资者》；《证券资产负债表；10 项条目的分析筛选工具	
费舍尔	强调定性分析方面和增长的作用	水桶方法；关注于利润；15 项条目的分析筛选工具	《普通股与非比寻常的利润》
威廉姆斯	折现现金流分析	关注于现金流	《价值投资理论》
巴菲特	诸家观点集大成	能力圆圈；商业分析	《沃伦·巴菲特随笔：给美国公司的经验教训》（年度信件汇编）

价值投资的变种

价值投资有很多的变种。这种投资哲学可以根据个人的口味和能力而变化应用。主要的价值投资者创造出了一系列的模式。

费舍尔就是一个很好的例子。很多人将价值投资之父格雷汉姆与增长投资之父费舍尔相比较。但因为价值投资和增长投资实际上互为孪生兄弟，所以费舍尔其实是创造了价值投资的一个变种。它们之间的差别只是模式和侧重的不同而没有根本性的差异。

在格雷汉姆和多德众多追随者的成功记录中，最知名的就是巴菲特的随笔《格雷汉姆和多德式的超级投资者》（The Superinvestors of

Graham - and - Doddsville) 。他记录了一系列的价值投资者，他们都采用了价值投资哲学的某种变化模式。有的投资者分散其投资对象，而另外一些人则把财富集中地投在一组股票上。大部分人都强调在投资前对所投资对象的业务有充分了解，但也有一部分人认为对所投资和持有的对象业务只需要有合理水平的了解。

哥伦比亚大学商学院的布鲁斯·格林瓦德 (Bruce Greenwald) 教授出版了一系列的随笔来更新和完善巴菲特的超级投资者理论。他举出了大量的价值投资者来强调这种方法的一些细微变种。有的投资者完善了评估的方法，将价值定义为一个拥有充分信息的实业家愿意为购买一个公司的等价资产而支付的金额。另一些投资者将价格的历史波动与内在在公司价值联系起来。其他人则将这种创新与更加传统的评估指标综合起来以提高投资的规范性。还有的投资者则强调某些催化剂事件，如接管和破产重组等，有助于那些价值被价格低估的企业发现其真正价值。

在多种多样的价值投资者和他们各自的投资模式中，那些最严格追随格雷汉姆的往往被称为纯粹价值投资者。而那些在方法中强调了其他传统或加进了现代思潮影响的投资者则通常被称为修正价值投资者。不管称呼如何，所有价值投资者的共同点都是承认股票价格与商业价值间的差异以及遵从安全利润率的原则。而他们的共同特征是，都拥有超乎寻常的投资业绩。

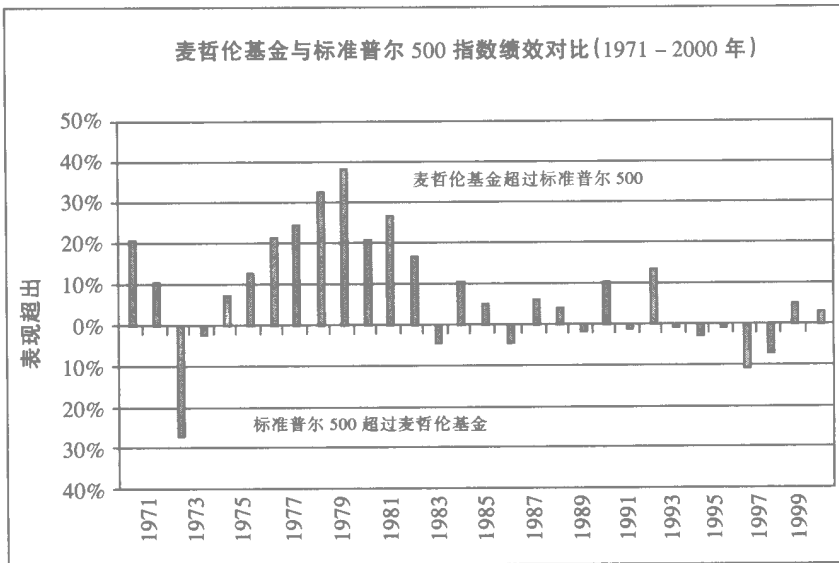
广大价值投资者

价值投资是充满挑战性的。确定公司的质量并进行价值估算难度颇大。很多想尝试学习价值投资的投资者往往转向了别的选择——指数基金。这是为适应今天繁忙的节奏而推出的“聪明的投资者”的当代版。正如指数投资的主要倡导者约翰·伯格所讽刺的那样，价值投资是次优的投资哲学。对于那些缺乏必须的训练来进行价值投资的人，伯格的讽刺是适用的。但对于那些拥有价值投资知识的人来说，则没有比这更优的方法。

我们在此不妨比较过去几十年中美国市场上两个最卓越的投资选择的业绩：麦哲伦基金，由彼得·林奇创立，因采用价值投资的变种增长

投资理论进行投资而著称；标准普尔 500，代表了伯格的指数投资理论。在 1971 - 2000 年间，麦哲伦基金在多数年份业绩都超越了标准普尔指数，而且通常是遥遥领先。只有在少数年份标准普尔指数业绩领先，并且优势并不明显。表格 2.2 显示了此对比。

表 2.2 价值投资与指数投资



资料来源 梅尔·斯塔特曼和乔纳森·斯希德所著《巴菲特的先见之明和后见之明》(圣克莱大学工作底稿 No. 00/01 - 37, 2001 年 6 月)

价值投资对投资者智力的要求不高，它的要求并不是天才的级别。但价值投资对常识和良好的判断力却有比较高的要求。而培养这些本领则依赖于一个精确的思维框架。实践者们需要对这个框架进行调整并加以整合来满足他们自己的特定要求。

价值投资多少带有几分好奇的意味。它的热爱者们往往对理念问题很感兴趣。他们热衷于阅读商业分析和投资方面的各种书籍并认为这至关重要，因为他们觉得没有单独的一本书（包括本书在内）能够提供关于某一特定主题（当然也包括投资）的所有知识。

一些顶尖的价值投资者也热衷于发表著作来展示他们的成果。格雷汉姆、费舍尔和威廉姆斯都曾经出书来阐释他们的交易。而其他人则仿

效巴菲特，通过给投资者写信来详细解释他们的投资哲学。

反复阅读高质量的投资方面的书籍和随笔能够拓展投资者的视野。除了前面提到的那些投资者和作家（包括本书作者在内）的著作以外，关于价值投资的值得一读的书籍还有罗伯特·哈格斯通（Robert Hagstrom）、珍妮特·洛厄（Janet Lowe）、蒂莫西·维克（Timothy Vick）和马丁·惠特曼（Martin Whitman）的著作。

随着读者投资知识和经验的积累，价值投资将越来越清晰地作为一种投资的基本哲学出现。通过清晰、明确而富有逻辑性的方法来学习价值投资的原理能够帮助投资者建立一种思想观点和思维框架，而这种思维框架将更多地成为一种个人哲学而不仅仅是投资分析的工具箱。分析工具确实很重要——本书也将介绍一些关键的分析工具，但一种投资哲学的智力基础永远是其最显著的特征。

价值投资者思想开明。他们不是技工，不仅仅教人们如何操作。他们知道如何选择合适的分析工具来进行投资。这需要对历史、商业、会计的丰富知识，良好的判断力，基本的心理学知识，以及针对特定商业领域的特殊知识（例如，针对保险行业的精算知识、针对时尚产品行业的消费者偏好的知识和针对媒介公司的受众信息偏好的知识等等）。

第 3 章

能力圆圈

实行价值投资需要进行商业分析。成功的商业分析要求充分了解公司的经营环境，而惟一成功的途径就是关注于那些投资者能够充分了解的公司。一个投资者所能充分了解的公司的集合称为他或她的能力圆圈。价值投资的基本原理就是要清晰地定义一个人的能力圆圈并保持在这个范围内进行投资。

商业领域

价值投资者通过评估他们对一个公司的产品、顾客和经营环境的熟悉程度来决定他们是否了解这个公司的业务。投资者的个人兴趣和口味会影响其能力圆圈，投资者自身所处的行业是一个很好的投资起点，因为他对其有充分了解。个人的消费习惯则是第二个影响能力的因素。公司的地域远近是第三个影响因素。

价值投资者不断地提问自己。他们会问：这个公司在销售什么样的产品或者提供什么样的服务？公司的产品或服务是如何被消费者使用的？消费者需要这些产品或服务吗？需求的稳定性有多高，公司的竞争