

# BENJAMIN GRAHAM

## BUILDING A PROFESSION

| 第二部分 |

### 界定证券分析的专业性

这一部分的几篇文章向我们展现了本杰明·格雷厄姆的另一面，而且很少有读者会注意到这一面：对公平正义的热爱，对公司治理不力的愤怒。他相信，某些公司的管

理松懈并不仅仅是内部原因，外部因素也会导致公司治理效果不佳，从而使得股东不能行使自己的合法权利。

1932年夏天，格雷厄姆为《福布斯》杂志撰写了三篇非常经典的系列文章。在文中，他强烈反对公司内部人士的特权行为，因为他们根本不考虑社会公众股东的利益<sup>1</sup>。

在1929年大崩盘刚刚爆发的时候，公司管理层都主张持有大量的现金，一方面是将来一旦遇到危险可以提供缓冲空间，另一方面也是为了保护他们自己，避免自己为错误判断所导致的严重后果承担责任。而股东们，除了被巨额亏损吓得目瞪口呆以及对公司管理层的想法或做法听之任之以外，其他什么都做不了。

格雷厄姆用直白而朴实的语言阐述了这个问题，逻辑关系十分清晰，同时还带有一点圣经式预言的激情。在大萧条期间，当美国民众深受经济危机折磨蹂躏的时候，一些公司依然紧紧守着现金毫无作为，格雷厄姆对此感到很愤怒。“这些日子里，企业的财务主管每晚依然能睡得很安稳，”他写道，“可是股东们却夙夜难寐，沉浸在担心绝望的情绪里。”

格雷厄姆明确指出，公司的现金政策是公司治理的关键所在。公司的现金属于所有股东，但是管理权却掌握在公司的管理层手中。如果股东完全了解自己的权利和义务，他们就应该意识到，不能想当然地相信企业的管理者总是会正确地制定并执行现金政策。

尽管格雷厄姆对管理层的做法非常不屑，但与此同时，他也毫无掩饰地表露出对大多数投资者的厌恶之情，因为这些投资者拒绝履行自己应尽的义务。

在《通胀的国库券与“紧缩”的股东：公司是要榨干它的所有者吗》这篇文章（本书第10章）中，格雷厄姆指出：

公司的股东好像忘记了他们是公司的所有者，而不仅仅是股票行情自动收录器上某个报价证券的所有者。现在，成千上万的美国股东到了将他们的注意力从关注已久的每日股票市场报告转向企业本身的时候了。股东是这些企业的所有者，企业的存在是为了给股东创造收益，而这些收益应由股东来自由处置。<sup>2</sup>

格雷厄姆强调的这种态度，有时被我们称为“爸爸最懂行”，甚至连最强大的机构投资者，长期以来对企业的管理者都存在着这种顺从心态，他们以为内部人士比外部人士更清楚该如何经营管理公司。正如格雷厄姆所说的那样，“爸爸”或许最了解情况——但是，这并不意味着他总是相应地采取正确的行动。

格雷厄姆的警告总结起来就是一句话：要想成为一个聪明的投资者，你就必须先成

为一个聪明的所有者。当投资者买入某只股票时，证券分析师应履行的职责——了解并分析有关该企业的所有信息并未结束；相反，我们可以证明，这时恰恰应当是证券分析师开始认真履行职责的时候。既然已经评估了目标企业的内在价值，那么接下来，证券分析师应当继续监督公司管理者管理活动的质量，以及资本分配决策是否明智合理。

对企业管理者损害股东利益的行为提出谴责，这种做法当然很有吸引力；不过，证券分析师应该牢牢记住，当你用一根手指指向别人的时候，至少还剩下三根手指是向后指向自己的。以2006年与2007年为例，美国非金融公司的借款总额就达到了1.3万亿美元左右，这其中大部分钱都用来回购股票，然而就在当时，股票的市场价格正在接近历史的最高点。<sup>3</sup>

很少有分析师要求公司管理层提供充分的理由证明当前的股票价格足够低，值得采取回购措施，或者是让公司解释大量借款的决定为什么是明智的。大规模的回购行为让很多行业的龙头企业负债过重，或者资本严重不足。面对这种局面，我们应当责怪借款人呢，还是责怪那些同意甚至鼓励借款人去借款的人？

还有一些公司手里掌握着大量的现金资产，这些现金来源于日常经营活动以及借款。截至2009年11月，美国公司持有的现金和可交易证券的总价值不少于8400亿美元，这是一个空前的记录。<sup>4</sup>

在绝大多数分析师之间似乎形成了这样的一个共识：企业手中的大量现金就像拦截洪水的沙袋一样，可以为公司和股东提供强有力的保护。但是，只要看一看格雷厄姆撰写的分析大萧条深远影响的文章，我们就会发现，在谨慎处理公司资产与剥夺投资者本应享有的、在自身认为适当时进行资本重置的权利之间是有一个清晰界限的。而这个界限到底应该划在哪里，不应只由企业管理者单方面完成；在证券分析师的指引下，外部投资者也应当享有一定的话语权。

总之，分析师的工作不仅仅是要判断某家公司的证券是否估值合理，同时还应该评判一下公司的股东是否受到了公平待遇。正如格雷厄姆在1949年所写的那样：

有两个最基本的问题值得股东注意：

- 公司的管理是否有效？
- 普通外部股东的正当权利是否得到了真正的承认？<sup>5</sup>

那些对格雷厄姆所做的工作一无所知的人经常把格雷厄姆看作空谈理论的思想家，认为他相信使用僵硬死板的估值方法便能机械地筛选出具有投资价值的证券。然而，这种观点与真正的事实相差甚远。相反，正如这部分中其他文章所揭示的那样，格雷厄姆总是对事物充满好奇心，始终保持灵活性，一直在努力寻找新的领悟与更

好的分析方法。与那些优秀的科学家一样，格雷厄姆总是在不断修正自己的想法，只要事实证明这样做是正确的。在格雷厄姆引导证券分析行业慢慢成熟的过程中，他总是敦促同事们认真研究相关职业领域当前最流行的行业标准都有哪些，例如医学、会计和法律行业。当然，他自己也是这样做的。

格雷厄姆提醒读者，不要把分析个股当作个案；另外，在分析每一只证券并采取行动时，必须使用统一的标准。他坚持认为，这才是证券分析这个新兴的职业向市场展示自己的专业严肃性并赢得尊重的唯一途径。更为重要的是，如果证券分析想要朝着“科学学科”的方向发展，那么系统化的分析程序是必不可少的。

《探寻证券分析的科学性》一文（本书第5章）对本书第一部分囊括的多篇文章做了进一步展开论述。在这篇文章里，格雷厄姆认为前提条件是：证券分析师应该在科学方法的指导下开展工作，总的来说，他们应该先认真观察、发现事实，然后以观察到的事实为基础构建相关的理论（或者“公式”），再通过预测未来来检验这些理论或公式是否正确。

格雷厄姆列举了4种投资产品类别，每一种投资产品都可以按照科学方法加以分析，这4种投资产品是：

- 债券；
- 价值型股票；
- 成长型股票；
- “短线投资机会”（通过短线交易能为投资者快速创造收益的证券）。

格雷厄姆一直很排斥技术分析这种方式（在文中，他将技术分析称为“股票市场分析”）。不过，至于技术分析是否能成为基本面分析的有效补充这一问题，他并没有回答。

格雷厄姆反复强调搜集以及保存大量样本资料的重要性。如果没有这些观察数据，那么建立理论以及检验科学方法的正确性都将变成不可能的事。<sup>7</sup>在《探寻证券分析的科学性》一文中，他这样写道：

一直以来，我始终认为我们这个行当最大的不足之处就在于，我们未能真正全面地记录下自己在各种原则与方法的指导下所做的各项投资的结果。我们从其他人那里获得了大量的统计数据，但我们做出的投资决策实际获得了多高的收益，这方面统

计数据的收集与整理工作进展较为缓慢。

格雷厄姆提出了一个具有深远意义的观点：大多数投资专家在分析自己所在公司的经营状况时，并不像分析自己所要投资的公司时那样严格认真。事实上，这样做是不对的，他们应当同样严格认真。在同一篇文章中，格雷厄姆继续写道，只有连续不断地、系统地自我检查才能够“发现哪些方式或方法是合理而又有效的，哪些方法经受不住事实的检验”。

我们可以简单地举几个例子：你觉得自己的卖出原则是有效的，那么你是怎么知道这一点的呢？证券公司有没有在你卖出这些股票后，持续跟踪这些股票的价格走势，以此确定你的卖出行为真的为公司创造了价值？如果你相信与公司管理者举行的会议能提高选股的准确性，那么你又是怎么知道这一点的呢？你是否系统地记录了多年的数据，来证明这一观点是对还是错？如果你觉得只选择那些肯对研发工作拨备巨额投资的公司肯定能给投资者带来相应的回报，那么同理，你怎么知道这个结论是正确的？公开发表的实证研究成果是否已经证明增加研发投入与权益报酬率的提高之间存在正相关关系？

同时，格雷厄姆还用一段非常醒目的文字警告说，建立在广泛的样本数据基础上的结论可能会导致非常危险的决定。他对今天我们称之为“股票风险溢价”的变量进行了评价。这个变量的含义是，投资者持有股票要比持有债券或现金面对的风险更大，因此为了补偿额外的风险，股票的投资收益率高于债券或现金收益率的部分就叫作“股票风险溢价”。格雷厄姆指出，过去这种风险溢价一直过高，这一结论“从科学的角度来看是有事实根据的，但是从心理的角度来看，其实是很危险的”。如果每个人都认为投资股票就应该获得这么高的收益，那么股价就会被炒得过高，而这种高股价明显不具备可持续性，最终必将导致未来的投资收益率下降。对历史数据的检验从未证明“不管股票的卖出价格有多高”，它们都具有很强的吸引力。<sup>8</sup>

在《普通股估值的两种方法》这篇文章（本书第6章）中，格雷厄姆指出股票的现值主要取决于其未来的盈利以及股息分配情况，而没人现在就能确定股票未来的盈利以及股息支付额到底是多少。对这两个未知量，格雷厄姆提出了两种预测方法。第一种方法是历史分析法，要使用5个变量——每股盈利的增长率、“稳定性”（或者说困难时期留存收益的最小波动率）、支付的股息额、资本回报率以及每股净资产，赋予每个变量20%的权重，然后求得一个综合得分。这个模型看上去似乎很呆板，也不太适用，然而实践告诉我们，在现实世界里，简单的模型往往要比那些理论上更正确、更加复杂的模型好用得多。这是因为，人们能更容易坚持使用简单模型，而不需要总是调整模型的变量及其权重。有些投资公司对格雷厄姆提出的这种“简单优先”模型嘲笑不已。不过，它们应当先亲自用一用这个模型，检测一下，或许结果会让它们感到非常惊讶。<sup>9</sup>

格雷厄姆意识到，证券估值时最关键的变量是公司未来的预期业绩表现，因为未来的经营业绩可能与过去的经营业绩相差甚远。他承认，“价值的真正决定因素”是“未来的收益和股息”。于是，格雷厄姆提出的第二种预测方法是将市场价格本身作为企业未来增长的最佳预测变量。在分析时，他设计了一个公式，将过去的盈利增长指标与市场预期的未来增长指标联系起来。他建议，分析师在评估市场价格是过于乐观还是过于悲观时，都可以用这个公式作为分析的“起始点”。

1958年5月，格雷厄姆在全美金融分析师联盟（美国特许金融分析师协会的前身）的年会上发表了名为《普通股的新投机因素》（本书第7章）的演讲，他再次提到了“投资”和“投机”的区别。而早在20世纪30年代，格雷厄姆就曾定义过两者之间的区别。最开始时，格雷厄姆对“投机”的定义是负面的：任何不满足格雷厄姆为投资设定的严格标准的活动都属于投机。<sup>10</sup>

然而到了现在，投机不仅指不满足投资产品标准的证券，还是分析师试图将使用更高级的数学工具计算出来的确定性结果来替代变数较大的未来预期。格雷厄姆警告说，用非常精确的数学工具来预测并不确定的变量，其效果未必会好于使用简单的数学工具预测。事实上，效果反而可能会更差，因为过于精确的公式更容易让信赖它的人过于自信，在某些存在高度不确定性的领域，这会让使用者产生一种自己能找到“确定性”答案的幻觉。然而事实上，这样的领域根本不存在“确定性”这种东西。

格雷厄姆在《普通股的新投机因素》一文中提出的警告在2008—2009年金融危机的爆发与蔓延过程中得到了印证。这场金融危机的导火索就是复杂的金融衍生产品，这场危机对美国经济造成了极大的破坏：

精确的公式与模糊的假设结合在一起，可以被用于评估证券的价值。而且不管分析师想给出多高的估值，这种方式都可被用来证明估值结果是合理的……一般来说，大家都认为数学的计算结果很精确，值得信赖；然而在股票市场上，我们使用的数学工具越复杂、越深奥，推导出来的结论可能就越不确定，带有更强的投机性。在华尔街摸爬滚打的44年时间里，我从未见过哪一个使用高级的数学工具得到的有关普通股估值或投资决策的计算结果是值得信赖的，而这些数学工具远比简单算术或最基础的代数更复杂。一旦在估值时用到了微积分或高等代数，你就可以将此看成一个危险的警告信号，它表明使用者试图用高深的理论来代替实际的经验，这种做法常常会为投机披上投资的伪装。

今天，投资者喜欢使用高斯方程以及其他一些复杂的公式来证明与抵押贷款捆绑的金融衍生产品是值得购买的。然而早在50年前，格雷厄姆就意识到了其中蕴含的危险。即使假设前提只有一点点瑕疵，测量方式也只有一点点误差，这也会导致公式结果彻底错误。

在《特殊情况》这篇文章（本书第8章）中，格雷厄姆描述了各种各样的套利机会以及如何对其加以分析。他将“特殊情况”定义为：“尽管整个市场表现一般，但是某些个股由于某些特殊情况能够创造出令人满意的投资收益。” 破产重组、未付股息累积额较高的优先股、兼并收购、重大的诉讼事件、监管机构对控股公司的拆分、可转换债券的套利等，这些都属于特殊情况。一方面，格雷厄姆坚持认为，特殊情况要求“特定的变化情况正在进行”。另一方面，虽然比较有把握，但是他还是提醒读者，有必要估算一下成功的概率有多大以及“一旦失败”可能造成多大的损失。

格雷厄姆很早就开始关注特殊情况，并一直对它们很感兴趣。在他只有21岁的时候，古根海姆勘探公司（Guggenheim Exploration Company）宣布公司即将解散。这家公司是4家公开上市交易的铜矿企业的大股东，因此一旦古根海姆勘探公司宣布解散，就会把自己手中持有的4家铜矿企业的股份分发给公司所有股东。格雷厄姆算了一下，古根海姆勘探公司持有的这4家企业的股权价值总额要比古根海姆勘探公司的自身价值高出11%左右。于是，他买下了这家公司，同时把公司持有的4家铜矿企业的股份全部卖掉了。<sup>11</sup>

大约40年后，也就是1954年，格雷厄姆让一位新加入公司的分析师去调查洛克伍德公司（Rockwood Company）的套利机会，这位年轻的分析师名叫沃伦·巴菲特。这家位于纽约布鲁克林地区的巧克力公司提出了一个非同寻常的交易规则：80克的可可豆可以换一股普通股。格雷厄姆很喜欢这样的交易，他派巴菲特用可可豆换回了该公司若干股普通股。<sup>12</sup>

在1962年发表的《通过投资股票积累财富的若干问题》这篇文章（本书第9章）中，格雷厄姆对一种观点进行了评价，这种观点声称这是一个“全新的股票投资时代”，因此“目前股价与市盈率倍数都涨到了前所未有的价位”其实是很合理的。考虑到经济增长势头强劲又稳定，财政政策和货币政策比较合理，民众已经认识到股票是经久耐用的抗通胀产品，再加上共同基金与养老金计划正在向市场源源不断地提供大量资金，因此很多投资者认为“股票市场的特征与未来前景已经发生了根本性的改变”。

格雷厄姆耐心而又客观地谈到牛市可能来临了。他承认，当前很多股票确实值得拥有比过去更高的估值，至少这种观点是具有一定正确性的。不过，在文章的最后，他还是总结说：“股票市场的根本性因素并没有发生改变，因为人性不会改变。”

格雷厄姆指出，从本质上看，最近这些牛市言论其实与20世纪20年代末期“投资新时代”的说法没有什么区别。当然，这些言论还与1999—2000年期间的互联网泡沫有着惊人一致的表现形式。对那些不听从格雷厄姆警告的投资者来说，如果不吸取教训，历史必将重演。

最后，格雷厄姆又分析了在市场已被高估的情况下，定期定额投资策略（dollar-cost averaging）是否依然有效。这种投资方法指的是，在相同的时间间隔购买相同金额的股票。他得到的结论是：“只要在每个周期内都能一丝不苟地坚定执行定期定额投资策略，那么不管从什么时候开始使用该策略，最终必将给投资者带来不错的回报。”正如他所指出的那样，这要求投资者非常严格地控制自己的情绪。若能一直坚持到最后，使用定期定额投资策略的投资者肯定“与其他的普通投资者完全不同……他的情绪不会在欣喜若狂与悲伤忧郁之间反复变化”。格雷厄姆清楚，如果投资者没有在自己的内心建立起一定的内在投资原则，那么任何外在的投资技术或工具都无法帮助他建立起完善的外部投资原则。