

五、解析价值投资一个巨大谎言

而我说的再多，依然会有很多价值投资的信徒不服气，认为上面两个故事无法证明价值投资是空话。因为世界上很多价值投资大家的产生。

你先别急，我们继续来看看价值投资这个东西是怎么产生的，什么时候产生的，看懂他诞生的过程，你就更能明白我说的话。

说到价值投资，那就不得不研究他诞生的土壤——美股。

简单来说，美股大致经历了4个发展阶段。

从最初的梧桐树协议开始，12家经纪人公司以组织形式形成证券买卖的场所，成立纽约相对正规的证券交易场所。

但当时证券交易所最初交易的品种是商品、联邦政府债券和新独立的州政府债券，股票并不是主流。

电报的发明后，开始强化了纽约证券交易所对其他地域交易所的影响，使得华尔街成为美国股票和证券交易的中心。

1886年以前的大部分时间里，美国证券市场依然是以国债、地方政府债和企业债券的交易为主，直到之后铁路股票开始在美国大量上市，才导致行情上涨，涨出铁路股票的泡沫。

也就是这次泡沫的赚钱效应，才使美国证券市场开始从过去的债券市场向股票市场转化。

但这一时期的美国股票市场几乎纯粹是一个投机市场。初期美国的经济与金融是在没有政府管制的条件下自由发展的。

在当时的纽约证券交易所中，政治和金融投机是关系密切的。

当时纽约交易所的创始人之一，联邦财政部长助理威廉·杜尔，就非常热衷于利用政府官员的地位操纵股票，成为美国以后200多年股市操纵者们的鼻祖。

当时政府官员利用自身权力从证券市场牟利的情况非常常见。垄断股票、对倒成交的情况非常普遍，我们的市场对于他们当时来讲就是小巫见大巫。

当时的华尔街有很多专以股市操纵为职业的所谓“强盗式的资本家”，如著名的丹尼尔·得鲁、范德比尔特、杰·古尔德等。

这些人公然通过垄断上市公司股票、操纵股票交易价格、甚至贿赂法官改变规则等为自己牟利。

中小投资者根本没有得到保护，股票市场操纵现象严重，根本没有所谓的投资和长期持有可言。

也就是在这时，伟大股票投机奇才杰西·利费佛开始在华尔街崭露头角，成为适应时代的幸运儿。

之后1907年，股市恐慌发生了一次恐慌，导致了美国政府对股票市场操纵和投机行为的关注，其中休斯委员会有一次调查美国证券市场操纵行为的行动。

但调查的结果出来后，休斯却建议美国政府不要采取激烈的行动改变华尔街的交易规则，仅仅呼吁交易所的参与者要加强自律。

真是个“自由”的市场。

“股票欺诈并非该特别谴责的行为，而是整个股市体系的一部分”。

美国股票市场上的知名人物基本都通过不光彩的手段和欺诈发财，操纵的手法变出了花样。完全就是一个散户投机的屠宰场。

在1917年美国参与第一次世界大战之后，美国经济进入了空前繁荣的时代。

一方面战后自由贸易扩大，通胀率保持在低位，美国企业的管理和竞争力迅速提高。

多种发明和技术如汽车、无线装置、电器和石化产品为经济的发展提供了无限的前景。

因此美国股市也出现了一次空前繁荣的走势。

这一次的繁荣，更多的是属于战后经济自然复苏的结果。

而1924年，史密斯，第一个提出了“股票是长期投资的最好工具”的惊人结论和“股票价值决定于其未来收益”的重要思想。

你们要知道在次之前，美国市场上没有任何一个事件能够证明这种思路的正确性，美股就是一个彻头彻尾的投机市场。

这个思路并非是经过对美股事实的研究而得出的结论。

实际上这就是史密斯把用于金融的分析错误的运用于股票市场中，这就是价值投资诞生的雏形。

战争之后，战时公债开始逐步退出美国证券市场，导致资金开始重新流入股市之中。

国际资本也大量流入美国，银行保证金借款又进一步刺激股市上涨。

美国历史上第一次出现了数百万普通居民争相购买股票的景象（牛市出现）。

在这段股票牛市的后期，乐观演变为疯狂，汽车和无线电的股票被暴炒，1925年开始到1929年美国股市崩溃前，标准普尔指数三年多的时间上升近200%。

由于缺乏政府的有效监管，当时美国股市投机和股票操纵的情况仍然严重，股票市场的发展伴随着频繁的股市恐慌，政府才开始着手对股票市场进行监管。

但此时价值投资学说，并没有市场。

1929年，美国股市出现大崩盘。真正市场的转折，要在这次大崩盘之后。

美国股市大崩盘后，美国政府于1932-1934年在皮科拉掌管下举行了著名的“皮科拉听证会”等股市调查行动。

“皮科拉听证会”揭露了20世纪初华尔街习以为常的种种不正当行为：信息披露不充分，内部人交易，不正当销售证券，逼仓和坐庄，利益冲突等。

虽然举行了听证会，但这一时期的美国股市仍是一个投机占主流的市场，投资思想初步得到发展，但并没有市场。

直到1933年民主党人罗斯福上台后，政治和经济潮流发生了大的转向，罗斯福政府才开展对华尔街的皮科拉调查。

罗斯福经济上实行新政，加强政府对经济的干预和对华尔街的监管，开始制定一系列改革措施，以恢复大崩盘之后国民对金融信心的银行和证券。

大萧条之后，虽然面临华尔街利益阶层的坚决反对，但罗斯福坚决地推行新政，重构了美国证券市场的监管框架。

金融操纵被立法禁止，此时上市企业的信息透明度和投资者保护成为华尔街监管的主题。

并且出台了一系列法律。

出台第一部全国性的证券业法规《1933年证券法》，主要规范证券发行人的信息披露（为杜绝内幕交易）；

出台《1933年银行法》将商业银行与投资银行业务分开，存款保险制度建立（杜绝资金对倒，内幕联合）；

出台《1934年证券交易法》，对证券操纵和欺诈进行了界定，大大规范证券交易行为，促成了证券交易委员会（SEC）的建立（杜绝证券操纵）；

《1935年银行法》修订了1913年的《联邦储备法》，所有存款超过100万美元的银行进入联邦储备体系。（防控流入市场的资金出现大风险）

因为1929年的大萧条极大地打击了人们对股票的信心，股票的投资价值也被严重低估，股票的P/B平均值不到0.5，许多股票的清算价值都大大高于股价，股票市场开始从惨痛的记忆中慢慢恢复。

1933年开始美国股市进入相对平稳的恢复期，与上次股市繁荣的逻辑一样，经济大萧条之后，市场自然会有一个正常的修复回暖期，这是现实的需求。

也就是在这些事情发生的3年前，价值投资鼻祖，巴菲特刚刚出生。

伟大的人总是适应自己的时代，市场通过以上一系列法律开始规范市场，杜绝内部和短线投机交易，使得内幕投机开始减少，似乎就是为巴菲特这种长线爱好者打造新的市场。

也就在这时，本杰明·格雷厄姆出版《证券分析》，提出了新古典价值投资理论。

两年后，凯恩斯发表《通论》，论述了股票价格决定的“选美理论”。

4年后，约翰·威廉姆斯出版《投资价值理论》一书，提出了著名的股票价值的折现原理。

所有这些思想，都只是恰好跟上了时代的需求而已，本杰明·格雷厄姆自己本身，也是破产于抄底，破产于购买价值。

真正这种思路存在市场，还要到1940年，400万员工的养老金计划覆盖，机构投资者大举成立。

到1950年，980万员工养老金计划覆盖，养老基金逐步成为股票市场最主要的机构投资者。

从这一历史时期开始，美国股市才真正进入所谓的投资时代，价值投资思想代替之前的投机思维，成为这一时期主流的投资思想。

之所以这种思想会成为主流，还是在于市场参与者主体的变化，从个人交易者转变为机构交易者，从相信故事的人转变为相信估值的人，但本质都是一样的，都是人的认知运动。

从这一整个经过再去看价值投资的理念，实际上只不过是一种想法的更替，所以价值本质还是一种击鼓传花的游戏，每一个参与市场的主体都组成了历史，也创造了历史。