

W A R R E N B U F F E T T

巴菲特

中国地区独家版权

从100元
到
160亿

沃伦·巴菲特/著
劳伦斯·坎宁安/整理
陈 鑫/译



有史以来最传奇的投资人
用 100 美元炒出 160 亿财富的股坛英杰

125.34

上海證券報 总策划
財政經濟出版社

沃伦·巴菲特/著
劳伦斯·坎宁安/整理
陈 鑫/译

巴菲特

(公司投资要义)

从 100 元到 160 亿

● 翻 译 经 典 系 列 ●

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

巴菲特:从100元到160亿(公司投资要义)/(美)巴菲特著;
陈鑫译,-北京:中国财政经济出版社,2000.3

(中国证券丛书·翻译经典系列)

ISBN 7-5005-4484-7

I.巴… II.①巴… ②陈… III.股票-证券投资-经验-
美国 IV.F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第00912号

作 者:沃伦·巴菲特
编 者:劳伦斯·A·坎宁安
译 者:陈 鑫
责任编辑:伍 宁
封面设计:桑吉芳 鲁继德

中国财政经济出版社出版

URI:<http://www.cfeph.com>

e-mail:cfeph@drc.go.cn.net

(版权所有 翻印必究)

社址:北京东城大佛寺东街8号 邮政编码:100010
发行处电话:64033095 财经书店电话:64033436
北京宏远兴旺印刷厂印刷 各地新华书店经销
850×1168毫米 32开 9.875印张 220.000字
2000年4月第1版 2000年4月第1次印刷
印数:1-5000 定价:18.00元
ISBN 7-5005-4484-7/F·4043
(图书出现印装问题,本社负责调换)

序 —

梁定邦^①

历史上最成功的投资家之一

巴菲特的这本书出版两年以来,受到了美国读者及其他国家英语读者的广泛好评。毫不奇怪,大多数读者都是股票市场的投资者。毕竟,巴菲特的伯克希尔·哈萨维公司的股票在1964年的账面价值仅为每股19.46美元,而到1999年底,每股交易价格达到了51,000美元。1998年6月,其每股价格更达到历史记录的80,900美元。尽管目前有所下跌,能让一只股票在35年内上涨2,500倍决非一般技艺。沃伦·巴菲特仍然当之无愧是历史上最成功的投资家之一。

沃伦·巴菲特的投资理念

伯克希尔·哈萨维由于一些较大投资的表现平平,而在1999年一年内损失了三分之一多的价值,这些投资包括可口可乐公司(结果是撤换了其首席执行官)和通用再保险公司

^① 中国证监会首席咨询顾问,香港证监会前主席,国际证监会组织技术委员会前主席。本序中所包含的纯属个人观点,不代表任何组织。

(该公司保险支出带来的亏损超过 10 亿美元)。巴菲特还错过了 1999 年技术股的狂涨。有些人认为巴菲特在大趋势中已经找不到感觉了。1999 年对巴菲特来说肯定是不如意的一年。但是在这本书中读者会发现,巴菲特认为错过了一个刚刚开始的趋势并不重要。他的时间尺度远远超过一年。他对投资活动中的追赶潮流不以为然。他追求的是经得起考验的投资价值,在真正了解一项事物之前他是不会去投资的。重要的是,他是作为所有者去投资的。所以他进行长线投资,密切跟踪所投资公司的经理人员的表现。简言之,他相信龟兔赛跑中获胜的将是乌龟而不是兔子。这个理念正是所谓巴菲特投资方法的真谛。

现在的这本书中萃取了巴菲特在运用这种投资方法时所积累的经验之精华。这种投资方法事实上是由他的导师,曾经写出《证券分析》这本经典之作的本·格雷厄姆和戴维·多德开创的。我感到非常欣慰的是这两本书都已经出了中文译本(格雷厄姆和多德的《证券分析》已由海南出版社出版),这样包含在这些卷帙中的思想就能够为更多的读者所分享。这些书中所体现的思想是没有时限的,它们可以帮助任何一位投资者在今天波涛汹涌的市场中确定航向。特别是巴菲特关于他自己投资历程的反思可以为我国提供重要的经验和教训。

关于投资的三个基本原则

过去九年来我国股票市场飞速发展。我国的上市公司已超过 900 家,很快还要开辟高科技板块。但是我国股票投资还是倾向于投机为主的模式。在这种模式中,投资者偏向于

用短线眼光看待市场,在牛市买进。熊市则是留给那些在牛市结束时买进而未能及时逃脱的不幸的投资者的。由于受这种短期行为所产生的情绪影响,牛熊市的转化也是比较快的。这种行为可以由两个主要原因来解释。其一是能够让投资者树立足够长期信心的公司太少;其二是投资大众已经学会了依赖政府的暗示,或者更确切地说,依赖他们以为是来自政府的暗示。在这种情形下,巴菲特的投资理念对中国投资者还有用吗?答案就在于世界上所有国家的股票市场都有共同的地方:它们都是由一样有血有肉的人类在操作。最重要的是,所适用的经济学原理都是一样的。这本书中所传达的信息就是来自这些共同点。这些信息可以总结为三条基本原则。

1. 时刻牢记一个企业账面价值、内在价值和市场价值之间是有区别的;
2. 投资的基础是内在价值;
3. 作为一个所有者去投资。

基本问题

在市场和公司文化的演进中,这些关于投资的基本原则经常会被忘记,因为企业领导在市场激流中不得不面对投资者对尽快获利的渴望。在许多市场中,“为股东创造价值”是一个时髦的说法,但是在大多数情况下,这个说法被理解为尽快抬高市场价格。公司因而频繁地进行能够创造最大市场价格的收购兼并。对这些交易活跃股票所代表的企业如何创造长期持久的企业价值则没有足够的关注。对市场价格的追逐把企业领导和投资公众引诱到时尚追逐圈中。去年和今年的

市场是所谓的“高科技股”。没有投资高科技股的投资者被称为“没搭上车”,没有进入高科技行业冒险的企业领导被称为“没有眼光”。“高科技”股票并不是不好,但是有多少投资者是在对这些公司长期持久的增长能力进行研究的基础上投资的呢?有多少企业领导足够深入地研究过“高科技”成分的引进是否能够保证其企业的长期持久发展呢?读者在巴菲特的这本书中会发现他力劝所有投资者问问这些基本问题。这些也正是中国投资者和企业领导应该问问他们自己的问题。

开动思想之车

问一问巴菲特所问的问题,这在中国才只是一个开始。巴菲特的书是以美国经济为背景的。这是一个 200 年前就开始建立市场的经济。到目前为止,这个经济已经形成了一个法律、会计和市场的结构,使之成为世界的领先经济。我国的市场经济改革只有 20 年多一点的时间,不过我们肯定不再需要 180 年。毫无疑问,我们从人类在这两个世纪的成就和失败中可以学到很多东西。同样毫无疑问的是,这本书中的基本原则将提供我们思考所需要的丰富食粮。让我们开动思维之车吧。

证券分析的构成要素

请考虑第一条原则:时刻牢记账面价值、内在价值和市场价值之间的区别。账面价值是一个企业的历史记录。一个企业的花费应该被真实地记录,作为所有企业决策的出发点。

但是历史虽然静止,现实世界仍在变化。用于购买过时和低效机器的费用将不会产生足够的经济效益,抵消其初始成本减去折旧;有时候以低价购入的资产可能因为突然有很大需求而使其价格比购置成本还高;开始信用很好的一笔贷款可能变到最后根本无法偿还。国际会计准则考虑了这些价值上的变化,但所有的考虑代表的只是历史记录。尽管历史记录提供了判断未来的重要线索,我们所有的仍然是不完全的信息资源。会计账目没有显示一个企业是如何组织的,以及它将如何应对未来的变化。我们需要根据有关企业管理人员和企业经营环境等的完整信息才能作出判断。所以一般认为,在一个有效的市场中,信息反映了企业的价值。所掌握的信息越全面,所作出的判断就越准确。不幸的是,没有人能够同时获取关于一个企业的所有信息。即使有人能做到这一点,对信息的研究深度也因人而异。因而市场价格就成为买入的投资者和卖出的投资者之间感觉和分析的混合物。股票价格也因此具有很高程度的随机性。所以,以全部可用信息为基础进行全面分析所作出的对企业内在价值的判断与当时市场价格有差距就毫不奇怪了。这种判断是证券分析的主要内容。我们经常在证券分析报告中谈到关于一只股票是被低估或高估了的判断。这个判断应是在对该股票所代表的企业之内在价值与当前市场价格进行比较后得出的结论。投资的艺术就在于判断当前市场价格是否真实地体现了企业的内在价值。

本书不朽的价值

然而,这本书对于我国读者的价值还不仅仅在于说明了证券分析的原则。寻找企业内在价值的方法也适用于管理层和股东,还同样适用于潜在的投资者。本书警告每一个人:不要被股票的交易记录所迷惑,应该时刻注意股票背后企业真正的经营情况。这个警告把我们引向第二条原则,即投资的基础是内在价值。这条原则看似简单,但当一只股票在一年中从较高的价位下跌了三分之一时,我们还是会发现某些“智者”声称该股票现在“便宜”了。于是投资者就接受这一建议,根本不考虑股票为什么下跌。同样令人担忧的是公司管理层为支持其股票价格而做出的股票回购决定。如果回购的唯一目的是支持股票价格,那么严格地说,这样做是操纵公司股票价格。当操纵股价的目的是为了抬价以便于增发新股时,这种行为就更加明目张胆了。如果应用第二条原则,管理层就应该随时注意公司的内在价值,只有当他们自己对内在价值判断明显地高于市场价格时才是回购的时机。应用第二条原则的条件是股东把自己当作企业的所有者,管理层为了企业所有者的利益进行管理。更理想的是,管理者自己就是持有较大股份的股东。这实际上就是第三条原则的理由所在。

所有权是什么?

所有权是一个传统的概念。它最基本的思想是指对企业活动的全面介入。当企业进入资本市场后这个概念就发生了

根本性的变化。股东作为企业的所有者,不可能直接参与企业经营。这一任务被委托于董事会和公司的执行官员。所以,所有者只能做一般所有者所能做的一部分工作。本书的第三条原则就是针对这一难题的。第三条原则简单地让董事会和执行官员担当起所有者的责任,并让股东来对这一点做出保障。这条原则当然在有关法规中已有规定,要求董事和执行官员以一个负责任的所有者方式行使责任,将所有者的利益置于其个人利益之上。我国也有相似的法律规定。

但是,在实践中到底怎样才算是以所有者的方式行使责任呢?关键在于确保董事会、执行官员以及股东都能发挥自己相应的作用。这当然是所有市场(包括我们国家在内)都在进行的公司治理方面改革的目的。巴菲特在这本书中给了我们一些这方面的启示。首先,他提醒我们注重实质而不是表象。从表面上看,是股东制约董事会,董事会制约管理层,但实际上股东常常只能听信董事会所说,而董事会则只能听信高级执行官员所说。这是因为股东和董事会能够据以判断它们所监督人员的业绩的信息来源很少。巴菲特指出,很少有董事会评价自己的业绩,他们也很少设计详细的标准去评价管理人员的业绩。巴菲特给出了一些药方。他建议应根据学识而不是根据社会地位来选择董事。他还建议多数董事应该来自外部,这样执行官员就不可能控制董事会。他指出,董事会与首席执行官太熟悉可能带来的危险,所以有必要制订评价首席执行官和其他高级管理人员业绩的客观标准。他特别警告说,应该非常审慎地设计期权结构,以防管理人员在短期内利用某些经营手段抬高股价,而不是去提高企业的长期内在价值。给予职员的期权对企业来说是一种成本。他认为,

在公司帐目上这种成本应该和将期权售予公司以外的人是一样的。美国财务会计准则委员会现在也同意这种做法。

在我国市场如何运用投资三原则

虽然这些药方本身就是非常有价值的,不过我相信这本书的真正价值在于使读者思考这样一个问题,即如何将书中所谈到三条基本原则和我国的经济改革结合起来。乍一看,这些原则对于我们的制度似乎并不是那么遥远。我国经济是以国有企业为主导的,管理者没有必要抬高公司股价。他们只需要按照要求提供产品和服务并创造利润。我国宪法告诉我们每个人都是国家的主人翁。所以实际上不仅管理人员而且公司的所有人员都应该像所有者一样行使责任。可是为什么还有那么多的国有企业需要拯救呢?毫无疑问,造成这种现象的根本原因还是在于我国经济还处于过渡阶段。孕育于计划经济中的国有企业发现他们很难适应市场经济。而过渡阶段在将来的某一个时候总要结束。重要的是在过渡阶段要开始建立我国企业在市场经济中长期持久发展的结构。

所有企业应适用统一的基本会计准则

让我们以头一条原则为例:看看如何将其应用于我国。因为只有确切了解企业的账面价值、市场价值和内在价值的基础上才能作出好的企业决策;企业信息必须被正确记录而且容易得到,这一点非常重要。第一步,应该在全国所有企业统一应用能够客观反映企业财务状况的基本会计准则而不

论这些企业是国有或私有,这样每个企业才能成为一个独立的单位。特殊行业和金融机构可以有一些附加的准则,但是统一的基本准则可以保证所有企业得到同等待遇,因此才可能把一家企业和另一家进行有一定可信度的比较。我强调会计准则的制定应该只有一个目的,就是真实反映企业的经营状况。征税之类的其他目的只能把事情搞乱。好的会计准则确定之后,还需要两点延伸:第一是会计准则在企业的持续应用;第二是国际通行审计标准的持续运用。资本市场发展所需的透明度在中国上市公司已经逐渐深入人心。上市公司应该更热情地接待证券分析家,并及时披露可能对股价产生重大影响的事项。

我国管理人员能够像所有者那样想问题?

第二和第三条原则就不是那么容易运用了,因为运用这些原则时国有企业的高级管理人员需要有一种感觉,而这种感觉在我国现有体制中是很难找到的。高级管理人员的未来和企业发展前景没有直接关系。在政府行政管理和企业之间有一扇旋转门。许多高级管理人员将他们的未来定向于政府部门中更高的职位。这样,尽管政府做出了政企分开、党政分开的努力,这些体制的残余仍然明显地存留在国有企业中。向国有企业指派高级管理人员仍然是各级政府人事部门的一项职能。这项职能的行使还要通过与同级政府的组织部门协商。被分配到一家国有企业的干部都期待着回到政府部门并担任更高的职务。不会回到政府部门的那些人通常都是接近公务员退休年龄的干部,将他们分配到国有企业可以看

作是对他们长期有功的政府工作的奖赏。为了保证党在企业中的组织领导,一般认为企业党委书记应该兼任企业的最高决策管理职务之一。因此,国有企业高级管理人员扮演三种角色:企业经理、临时下到企业的政府官员、党的干部。扮演一种角色况且困难,更不用说三个了。

随着我国经济进一步向市场经济转化,国有企业高级管理人员所担当的三种角色必须协调。否则必然会产生角色冲突。公正地说,党和政府已经在努力解决这种角色冲突问题。现在在选择企业干部时更注重才干而不是政府职级。一些省市在为其控制的企业选派管理人员时,实际上已经开始应用通用模式对人选进行正式评估。已经开始研究报酬制度的改革,包括将企业管理人员与企业未来发展联系起来的期权计划。通过鼓励管理者为结果而管理,拉开了企业和政府之间的距离。这些都是令人十分鼓舞的景象,但还远远不够。巴菲特的书指出管理者必须像一个所有者那样去管理。选择有才干的管理人员并给予他们一定的期权激励是会有帮助的,但是,所有者也应该做好他们该做的工作。

需要为国家着想

在“分级管理”的现有体制下,国家的所有者权利由各级人民政府官员行使,国有大公司的国家所有者权利由中央政府官员行使,如此等等。这个体制有一个毛病,就是政府官员在行使国家的所有者权利的同时,还要应付很多其他任务。一个官员经常需要代表许多家企业的所有者权利。所以,他既没有时间,也没有资源在实践中运用巴菲特的第一和第二

条原则,即在账面价值、内在价值和市场价格之间存在差别,以及一个好的投资决策,无论是买或卖,都应该以企业的内在价值为基础。通常,一个所有者应以账面价值为决策起点,因为会计账目中只有账面价值。而内在价值的发现需要对企业的经营环境和市场环境有充分的了解。未上市公司没有市场价格,即使上市公司的股票也并不一定以内在价值进行交易。一个政府官员如何能为国家做出买卖一个企业的全部或部分决策呢?如果将国有资产贱卖或为国家高价买入资产,政府官员承担不起这个责任。这不仅要求官员本身能够对内在价值做出判断,而且需要评价他们业绩的官员也能够认同他们的判断。要政府官员判断他们所监管的管理人员是否提高了所管理企业的内在价值是同样困难的。毫无疑问,应为从事这一工作的政府官员配备专家知识和专业帮助。在我国,这样的专家并不多,但是我们必须有一个开始。

一个可能的解决办法

一种起步方式可能是建立一些试点投资控股公司,其任务是保证在它们控制下公司通过经营可以提高内在价值。这些公司要有一个由具有投资管理经验人士组成的董事会,职员也由具有相当专业经验的专职人员组成。在这些控股公司控制下的企业的帐目必须经过审计。投资控股公司应该判定每家企业的内在价值并考虑如何提高其内在价值。投资控股公司应该有任免控股企业主要经理人员的权力,并允许他们在需要时通过市场招聘人才。此后,投资控股公司应该对企业的前景继续跟踪研究,因为企业经理制定业绩指标。经理

的报酬要与业绩挂钩。这些投资公司要定期向政府主管部门提交报告,可以像上市公司一样采取年度或中期报告的形式以增加可信度。如果试点成功,可以以此为蓝本在全国建立一个投资控股公司网络。这个思路并不是我的独创,实际上在政府拥有大量企业股权的新加坡和韩国已经在采用这种模式。新加坡早已采取了政府投资控股公司的模式(淡马锡公司),政府拥有的企业已学会通过提高自身的内在价值求生存,企业管理人员对市场的要求已经十分敏感。我们所需要培养的就是这种感觉。

结 语

我为这篇序言的长度表示道歉。读这本书激发了本篇序言中的很多思想,我希望这本书也能给广大读者同样的启发。

2000 年春节于北京

序 二

孙 漆^①

“要紧的是了解上帝到底在想什么,其余都不过琐屑细事而已”。

“上帝是不掷骰子的”。

爱因斯坦的这两句名言,想来连高中生都耳熟能详。在探索如何摆脱风险掌握自己未来的奋斗中,人们从这种信念获取了巨大的动力。本世纪初这类信念曾臻于巅峰,科学技术的一系列辉煌突破,令人相信一切都能够分析测度,一切都可以调整安排,一切都受着理性节制驱策。在一个有如马克斯维尔电磁方程系统般精准的世界里,不少人甚至喟叹生辰太晚:所有难题都已被解答完毕,自己再也没有用武的机会了。然而就在此时,殃及全球的一次世界大战继之以几近荒唐的经济大萧条,摧毁了人们对理性的轻信。上帝不但会掷骰子,而且不时地在要命的时刻里掷出要命的骰子!正如爱因斯坦是物理研究的拐点,弗洛伊德成了人类行为研究的拐点。几乎在寝夕之间,两人都成了布衣英雄;而人们对理性的浅薄理解也翻了个儿。

那么上帝在证券市场上掷骰子时的心思到底又是怎样的

① 美国加州大学商学院教授,现任中国建设银行战略规划委员会首席顾问。

呢?每个投资人都想探索其秘密。有两位大师,奈特和凯恩斯,在奠定诠释世界的新思维模式的努力中居功厥伟。奈特的锋头虽不及凯恩斯的健,实际上成就却并不弱。奈特(Frank Knight)1972年逝世时,仍执着芝加哥大学的教鞭,在长达44年的教职内他哺育英才无数,及门弟子中获诺贝尔经济学奖就有五位。奈特的博士论文《风险、不确定性和利润》1921年出版,是有系统地研究投资风险理论的第一部专著。他把不确定性界定为不可测度的风险,与通常所说的风险不同,不确定性是不能以概率统计来测定和把握的。我们在证券交易所面对的正是这种不确定性。凯恩斯前后花了十五年,也在二十年代初完成了他的《概率论》(The Treatise of Probability),他对投资风险的理解和奈特遥相呼应。虽然没有明确区分风险和不确定性的差别,但和奈特一样,凯恩斯认为由于投资活动的前驱(forward-looking)性质,其规律无法根据过去的经验来推断预测。两人的洞察力又使他们明白证券市场的不确定性乃由投资人本身造成,投资者中的每一个人都设法争取高出平均水平的回报,彼此抵牾,互相颀颀。这和科学家所处理的独立于人类的“客观系统”迥异,被预测的对象似乎专门以挫败预测的兑现为其最终目的,尽管在一个短时期内往往也会助长某种预测。作为先驱,奈特和凯恩斯还替以后的博弈论和组合投资理论开了先河。奈特认定不确定性是绕不过去的,凯恩斯进而相信不确定性给高明的投资者以机会,赋予其选择的自由。沃伦·巴菲特把他们的精义化为大白话:要在股市里成功,你不得不在别人惶恐时进取,在别人冒进时收手,逆向使用华尔街常说的投资两大死敌:惶恐和贪婪。股民大众每每过于贪、怕、痴,人类的这些通病并