

网络合作伙伴:



因为我是经营者，所以我成为好的投资人；因为我是投资人，所以我成为好的经营者。

——巴菲特

穿过迷雾



巴菲特投资与 经营思想之我见

任俊杰◎著

系统归类整理巴菲特的投资与经营思想
投资者、经营者、企业主，都将从中获益

段永平 雪球CEO方三文 利檀投资总经理 黄建平

雪球大V @释老毛 @唐朝 @那一水的鱼

联袂推荐

@有智思有财 @中国资本市场 @乐趣

穿过迷雾

巴菲特投资与经营思想之我见

任俊杰◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

穿过迷雾：巴菲特投资与经营思想之我见/任俊杰著.

北京：中国经济出版社，2016.10

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4409 - 9

I. ①穿… II. ①任… III. ①巴菲特 (Buffett, Warren 1930 -) — 投资 — 经验 IV. ①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 235146 号

责任编辑 燕丽丽
责任审读 贺 静
责任印制 巢新强
封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社
印刷者 北京力信诚印刷有限公司
经销者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 26.75
字 数 400 千字
版 次 2016 年 10 月第 1 版
印 次 2016 年 10 月第 1 次
定 价 68.00 元
广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010 - 68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010 - 68355416 010 - 68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010 - 88386794

前言

本书系统梳理和解读了巴菲特的投资与经营思想，其定位是：一本介绍加解读式的读物。基于这样一个定位，笔者主要做了以下三件事情：

(1) 以1977—2015年巴菲特致股东信为基础，将巴菲特的投资与经营思想解构为86个既相互联系又互为独立的部分，并删减了一些笔者认为非伯克希尔股东可能不太感兴趣的内容。经过一番系统的归类整理和解读，希望可以达到如下目的：不管你是一个证券投资者，还是公司经营者，或是某项生意的所有者、债权人，当你拿起本书时，都能够很快且较为系统地找到你所需要的内容。

(2) 将笔者搜集到的所有涉及巴菲特投资与经营思想（主要为1977—2015年巴菲特致股东信）的中文译文——只要被本书摘录——全部进行了逐句逐字的英文核对和必要的重译。之所以要这样做，是因为现有的译文水平参差不齐，且在笔者看来，有很多的错译，可能会误导那些渴望学习巴菲特投资与经营思想的读者。

(3) 在对巴菲特的投资与经营思想进行摘录、归纳和整理时，本书还提供了大量的解读和辅读性资料，其目的主要有三：第一，为一些摘录提供必要的背景资料，方便读者学习与理解；第二，对那些不太了解巴菲特的读者给出一些笔者的解读，谨供参考；第三，通过这些资料，凸显巴菲特是一个价值投资的集大成者，他的许多重要思想和观点不仅源于前辈的贡献，也得到了不少后辈投资者和学者的认可与共鸣。

经过这一番内容重构后，相比直接阅读巴菲特致股东信原文，如果可以帮助您更快且更为系统地领悟到巴菲特投资思想的精彩纷呈与博大精深，那么，笔者创作的目的也就达到了。

在日常的工作和生活中，笔者除了做一些股票投资外，其他领域较少涉及，加上英文水平有限，因此本书难免存在不足和错误，请各界人士不吝赐教。本书出版后，我会在雪球个人页面连载一些与本书相关的内容，也非常高兴与读者朋友就相关问题进行更多的交流与探讨。

在写作的过程中，我得到了儿子任为（美国注册会计师，就职于深圳毕马威会计师事务所）的很多帮助（主要是英文与会计方面）。本想让他参与得更多一些，但由于他工作繁忙，只好作罢。特在此对他表示深深的感谢！除此之外，我的岳母刘朝晖女士也对本书的出版发行有过非常重要的贡献，一并在在此表示由衷的感谢！

目录

001 前言

第一章 买什么

- 003 第一节 四把尺
- 005 第二节 能力圈
- 008 第三节 后视镜
- 011 第四节 100:1
- 015 第五节 砂糖
- 018 第六节 市场特许经营权
- 020 第七节 船与船长
- 023 第八节 护城河
- 027 第九节 小投入 大产出
- 030 第十节 股东利润
- 034 第十一节 踮脚
- 037 第十二节 EJA
- 041 第十三节 船长
- 044 第十四节 六道门槛儿
- 050 第十五节 非理性并购
- 055 第十六节 用结果说话

- 058 第十七节 插满蜡烛的蛋糕
- 061 第十八节 大赢家
- 065 第十九节 基石
- 068 第二十节 打棒球
- 072 第二十一节 财务 2 + 2
- 079 第二十二节 下滑的电梯
- 083 第二十三节 横杆
- 089 第二十四节 我们买了些报纸
- 094 第二十五节 银行业
- 098 第二十六节 20 年的糖果店
- 101 第二十七节 GEICO
- 105 第二十八节 公用事业

第二章 怎么买

- 111 第一节 长期投资
- 118 第二节 集中持股
- 123 第三节 逆向而动
- 128 第四节 笨钱不笨
- 132 第五节 市场先生
- 138 第六节 特别协议
- 142 第七节 卖出

第三章 多面手

- 149 第一节 固定收益证券
- 155 第二节 可转换优先股
- 159 第三节 非常规性投资
- 164 第四节 套利
- 169 第五节 玩转衍生品

第四章 聊市场

- 177 第一节 视而不见
- 181 第二节 音乐厅
- 185 第三节 两元换一元
- 194 第四节 5 分钟
- 198 第五节 酒吧间的喧哗（上）
- 206 第六节 酒吧间的喧哗（下）
- 211 第七节 合法丑闻
- 215 第八节 Rainmaking
- 219 第九节 旅鼠
- 224 第十节 投票机与称重器
- 228 第十一节 平庸的回报
- 231 第十二节 宴会打嗝
- 237 第十三节 独立董事
- 243 第十四节 橡皮图章
- 247 第十五节 所有者资本主义
- 253 第十六节 资本利得税
- 256 第十七节 价值投资
- 262 第十八节 白天与黑夜
- 267 第十九节 股票回购：其他公司
- 272 第二十节 华尔街好人
- 278 第二十一节 风雨过后是彩虹

第五章 说公司

- 285 第一节 双性恋
- 290 第二节 透视盈余
- 295 第三节 特色餐厅
- 302 第四节 靶心
- 310 第五节 股票分割

- 315 第六节 三条线
- 319 第七节 烟蒂
- 323 第八节 非受迫性失误
- 330 第九节 别处没有的管理故事
- 336 第十节 市值管理
- 341 第十一节 夜夜安眠
- 346 第十二节 发动机
- 354 第十三节 世界总部
- 358 第十四节 600 个伯克希尔
- 362 第十五节 B 股
- 367 第十六节 股票回购
- 373 第十七节 股息
- 378 第十八节 克莱顿房产公司
- 382 第十九节 我们有所不为
- 386 第二十节 我们的优势
- 389 第二十一节 聪明钱
- 393 第二十二节 不离不弃

第六章 谈估值

- 399 第一节 厚钱包
- 403 第二节 账面价值与内在价值
- 408 第三节 内在价值评估

- 415 参考文献

第一章

买什么

第一节 四把尺

迷雾 在选择投资标的时，巴菲特手中是否有一个通用的标准？

解析 是的，我们可称其为“四把尺”。

在1977年的巴菲特致股东信中，我们看到了一组可被称为“四把尺”（或“四只脚”）的投资标准：“我们选择股票时的评估方式与买进整家企业的评估方式基本一致，我们想要的企业是：（1）我们懂的生意；（2）有良好的经营前景；（3）由德才兼具的人士管理；（4）非常吸引人的价格。”

一年后，在1978年的致股东信中，巴菲特再次提到了这一选择标准：“只有当以下条件全部符合时，我们才会将保险公司的大部分资金投入股票上：（1）我们懂的生意；（2）具有良好的经济前景；（3）由德才兼具的人士经营；（4）非常吸引人的价格。”

十几年后，在1991年的致股东信中，我们再次看到了它们——尽管表述的方式有了一些变化：“我们持续地在寻找那种拥有容易被理解、有持久性、让人垂涎三尺的生意，并且由有才干且以股东利益为导向的管理层所经营的大型企业。仅具备这些条件还不足以保证结果一定令人满意：我们还需以合理的价格买入且被投资公司的表现与我们当初所评估的结果保持一致。尽管如此，这种‘寻找超级明星’的投资方法却为我们提供了走向成功的唯一机会。查理和我天资有限，再考虑到公司目前的资金规模，我们实在无法靠着灵巧地买卖一些普通企业的股权来赚取足够的收益，我们也不认为其他人能够以这种小蜜蜂在花朵间不停地飞来飞去的方法获取长久的成功。事实上，我们认为将那些交易频繁的机构称为‘投资人’，就如同把那些热衷于

寻找一夜情的行为称为‘浪漫’一样不着调。”

在 1994 年的致股东信中，“四把尺”再一次清晰地展现在我们面前：“我们的投资继续保持集中、简单的风格：一个重要的投资理念完全可以用简单的一句话来说明。我们喜欢的生意必须具有长久的竞争优势并且由有才干并能以股东利益为导向的经理人所管理。当这些条件全部具备时，如果再能以一个合理的价格买进，那么出错的机会是很小的（这也是我们一直需要面对的挑战）。”

抓要点：四把尺缺一不可并同时适用于股票投资和企业收购。

关键词：全部符合、超级明星、唯一机会、小蜜蜂、出错机会。

第二节 能力圈

迷雾 如何正确把握巴菲特提出的能力圈概念？

解析 它包含了多层含义。

易了解才风险可控

在1993年的致股东信中，巴菲特是这样描述能力圈的：“每个投资人都不会犯错，但只要将自己限制在少数几个容易了解的投资对象上，一个有智慧、有知识和勤勉的投资人，一定能够将风险控制在一个可控的范围内。”

简单而美丽

在1994年的致股东信中巴菲特提出，投资回报并不与标的复杂程度成正比。“投资人应当了解，你的投资成绩与奥运跳水比赛的计分方式并不相同，难度高低一点都不重要。你正确投资一家有着单一成功要素、简单易懂并且可持久保持下去的公司，与你投资一家有着多项竞争变量且复杂难懂的公司相比，即使后者已经过你缜密而深入的分析，它们的回报最终也差不了多少。”

知晓边界

在1996年的致股东信中，在谈到有关能力圈的话题时，我们看到了一个非常重要的观点：“有智慧的投资并不复杂，虽然也远不能说它很简单。投资人真正需要的是具备能正确评价一项特定生意的能力。请注意‘特定’这个词语——你不必成为所有乃至许多公司的专家，你只要能对个人能力范围内的公司做出正确评估即可。能力的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己的能力边界在哪里。”

不碰科技股

众所周知，巴菲特不买科技股（至少很长时间如此）。在1999年的致股东信中，巴菲特道出了他不买科技股的原因：“几家我们拥有较大投资部位的公司其去年的经营状况令人不太满意。尽管如此，我们相信这些公司会继续拥有重要的且可持续的竞争优势。这种可以让长期投资获取不错成果的商业特质，查理和我有时还是可以分辨出来的。不过，很多时候我们也不敢百分之百保证一定没有问题。这也是为什么我们从来不买科技类股票的原因，尽管我们也承认它们所提供的产品与服务将会改变这个社会。我们的问题——这一点并不能通过学习和研究就能得到解决——是没有能力分辨出在参与竞争的各项技术中，哪一项技术会有持久的竞争优势。”

坚守能力圈

说了就要去做，要让自己做到知行合一。在1999年的致股东信中，巴菲特提出了投资者必须要坚守能力圈的观点：“如果说我们有什么能力，那就是我们深知要在我们的能力圈范围内把事情做好，以及知晓可能的边界在哪里。如果一家公司身处一个变化快速的产业中，那么对其长期经营前景做出判断就明显超出了我们的能力范围。如果有人宣称他们有能力进行预判并且以公司股价的表现作为佐证，则我们一点也不会羡慕，更不会去仿效。相反，我们会坚守我们所了解的东西。如果我们偏离了轨道，那一定是出于一时的疏忽，绝非有了其他不安定的替代方法。”

机会多多

坚守能力圈是否会大幅缩小投资者的视野，从而束缚投资者的手脚并严重影响他的投资表现？对这个问题，巴菲特是这样说的：“幸运的是，我们几乎可以确定，伯克希尔永远有机会找到它能力范围内可以做的事情。”（1999年致股东信）

一个简单的数学问题

让事情简单化还涉及一个简单的数学问题。在2004年的致股东信中巴菲特指出：“我们的失败再次凸显了一项原则的重要性——尽量让事情简单化。我们已将这项原则广泛应用于我们的投资事业以及生意营运之中。如果某项决策中只有一个变量，而这个变量有9成的成功机率，那么你就会有9

成的胜算。但如果有 10 个变量，而每一个变量你都有 9 成的把握，那么最后成功的概率就只有 35%。在锌金属回收的这项案例中，我们几乎克服了所有的问题，但最后就仅仅因为一个问题出了状况，就导致整个计划的失败。既然一根链条的稳固性是由最弱的那个环节所决定，那么链条的环节就越少越好。”

抓重点：坚守能力圈才有望成功。

关键词：易了解、边界、跳水比赛、变化快速、坚守、永远有机会、链条节点。

第三节 后视镜

迷雾 巴菲特很在意公司历史是否具有较高的稳定性，但历史能代表未来吗？

解析 历史不能代表未来，但历史中却隐藏着不少有用的信息。

在1987年的致股东信中，巴菲特较为集中地谈了他的几个“历史观”。

邻家的女孩更美丽

“我们旗下的这些事业实在没有什么新东西需要向各位报告的。实际上这是一件好事。剧烈的变动通常不会有特别好的结果。当然，大部分投资人的行为显示出的似乎是一个相反的事实。人们通常将最高的市盈率给予那些擅长编制美丽故事的企业，对美好前程的憧憬让投资人往往忘记去正视现实的经营情况。对于这种爱做梦的投资人来说，任何未曾相识的女孩都比邻家的女孩更具吸引力——不管后者是如何的才华出众。”

坚固的城堡需要坚实的土地

“经验显示，最赚钱的往往是那些5至10年来一直做着相同生意的公司。当然，公司经理人不能就此而自满，企业总有机会改善他们的服务质量、产品线、制造工艺等，且必须要好好把握这些机会。但如果一家公司总是面临一些大的变化，那么犯大错的机会也会相应增加。要知道，在一块动荡不安的土地上不可能建造出一座坚固的有着市场特许权（business franchise）的城堡，而这个市场特许权才是持续创造高资本回报的关键所在。”

来自实证研究的支持

“先前提到的《财富》杂志的一项研究，可以支持我们的这个观点。”