

The
Warren Buffett
Philosophy of Investment

一本投资者必读的、系统而全面分析巴菲特投资思想、
揭秘“伯克希尔哈撒韦帝国”经营神话的书

巴菲特



投资与经营哲学

[俄罗斯] 埃琳娜·奇科娃 (Elena Chirkova) ◎ 著 石艳蕊 ◎ 译 孙世选 ◎ 审译

How a Combination of Value Investing and
Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

The
Warren Buffett
Philosophy of Investment



How a Combination of
Value Investing and
Smart Acquisitions
Drives Extraordinary Success

巴菲特 投资与经营哲学

[俄罗斯] 埃琳娜·奇科娃 (Elena Chirkova) ◎ 著
石艳蕊 ◎ 译 孙世选 ◎ 审译

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特投资与经营哲学 / (俄罗斯) 埃琳娜·奇科娃 (Elena Chirkova) 著; 石艳蕊译;
-- 北京: 中国人民大学出版社, 2017.2

ISBN 978-7-300-23637-7

I . ①巴… II . ①埃… ②石… III . ①巴菲特 (Buffett, Warren 1930-) — 投资 — 经验
IV . ① F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 279558 号

巴菲特投资与经营哲学

【俄罗斯】埃琳娜·奇科娃 (Elena Chirkova) 著

石艳蕊 译 孙世选 审译

Bafeite Touzi yu Jingying Zhexue

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京中印联印务有限公司

规 格 160mm×235mm 16 开本

版 次 2017 年 2 月第 1 版

印 张 19 插页 1

印 次 2017 年 2 月第 1 次印刷

字 数 220 000

定 价 59.00 元

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

/ 前 言 /

现在市面上已经有那么多写巴菲特的书，还有可能为他的光辉形象增添色彩吗？我写这本书的目的是将所有促成巴菲特成功的因素呈现给你，包括在他的投资原则之外的很多因素。如果站在那些与巴菲特同属一个阵营的价值投资者的角度来看，这些因素非常传统而且广为人知。本书的某些观点也曾在我早期的文章《为什么我不是沃伦·巴菲特》中提到过。

本书共有 11 章。其中，第 2 章和第 3 章介绍了巴菲特的投资原则，第 7 章至第 10 章介绍了巴菲特应用的策略，这些策略被他应用于收购企业、做组合投资以及将伯克希尔哈撒韦（Berkshire Hathaway）定位为“白骑士”和“满意之家”时。

我在第 1 章中介绍了巴菲特的思想启蒙人——本杰明·格雷厄姆（Ben Graham）和菲利普·费雪（Philip Fisher），他们被巴菲特视为老师。我不赞同有人说“巴菲特是生硬地搬用他们的理念”的观点，我在本书中也阐述了巴菲特的原则与格雷厄姆和费雪的在哪些方面有不同之处。

巴菲特那些不同于格雷厄姆的观点在现代投资界颇有争议，而正是这些观点对他的成功起到了积极的作用。

我在第 5 章中分析了巴菲特关于金融市场如何运作的观点，以及他在公司金融关键事件上的立场。据我所知，这些问题在现有文献中没有被具体分析过。在比较了巴菲特对公司金融的看法与学者们目前持有的主流看法之后，我发现，巴菲特更完善的理论基础是其成功战略的基石。我回顾了其他学者对巴菲特出色表现的分析，因为他的成功最近已经成为了经济学家和金融理论家研究的课题。

本书不仅详细地分析了巴菲特的投资原则，还讨论了他不同的投资原则是如何在逻辑上相互联系的。例如，巴菲特的风险理论（他不同意将风险按照传统解释为波动）、他对投资技术类公司的怀疑以及他的长期投资视野是如何相互联系的。我也对巴菲特、彼得·林奇（Peter Lynch）和罗伯特·默顿（Robert Merton）的投资方法进行了比较。林奇被人们称作与巴菲特具备同样精神的伟大投资家，而默顿则是一位获得诺贝尔奖的金融理论家，他的观点被视为与巴菲特的观点对立。我在第 4 章所做的这些比较有助于我们更具体地理解巴菲特的投资理论。

人们往往将巴菲特的成就与投资基金带来的回报进行比较，但是伯克希尔哈撒韦不是一只基金，而是一家股份公司，这是他成功背后的关键因素之一。将投资业务的架构组织设立为公司，只有在特定的投资策略下才是有益的，在这种策略中，具有长期投资视野是一个关键因素。我详细论述了这个问题。此外，伯克希尔的架构组织和巴菲特对保险业务广泛且智慧地参与，实际上让公司获得了零成本杠杆。本书的第 6 章对伯克希尔公司使用杠杆的情况做了详细分析。

巴菲特出众的投资能力不容忽视，他的知己查利·芒格（Charlie Munger）的贡献也不可小觑。我会在第 11 章中论述。

我非常感谢所有已经写过这个主题的作者和学者，因为我受到了他们的启发，并且对巴菲特的投资实践有了更深入的认识。接下来，我会在这里提到一些书，它们都是我非常宝贵的研究资源（如果把所有书都写上，那么前言就太长了。但是，这些作品对我来说都是必不可少的，我都会在书中提到）。

詹姆斯·阿尔图切尔（James Altucher）所著的《跟巴菲特学交易》（*Trade Like Warren Buffett*）与我对巴菲特的投资策略的理解非常相近，他是我知道的第一个观察到沃伦·巴菲特的投资原则远比人们印象中以及很多书中描述的复杂很多的人。安德鲁·基尔帕特里克（Andrew Kilpatrick）的优秀著作《投资圣经：巴菲特的真实故事》（*Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*）（目前有两卷）汇集了大量关于巴菲特及其交易与投资的故事和事实，内容独特，很多资料都很珍贵。爱丽丝·施罗德（Alice Schroeder）所著的《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》（*The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*）是巴菲特本人参与编写的一部传记，这本书解读了他的一生。《巴菲特：一位美国资本家的成长》（*Buffett: The Making of an American Capitalist*）是罗杰·罗文斯坦（Roger Lowenstein）的杰作，他从人际交往艺术的角度回顾了巴菲特的许多交易。罗伯特·迈尔斯（Robert Miles）的著作《首席执行官巴菲特：从伯克希尔哈撒韦公司的管理者那里得来的秘密》（*The Warren Buffett CEO: Secrets from the Berkshire Hathaway Managers*）是根据他对伯克希尔哈撒韦公司的管理者进行的采访而写的，他们中的很多人都曾经把自己的公司卖给了巴菲特，也是从这本书中，我找到了企业主出售自

己企业的动机，而这些内容从未被媒体报道过。迈尔斯的书对我从行为层面描写巴菲特的商业策略起到了很大的帮助作用，也正是在他的书中，我发现了巴菲特对于并购最深刻的见解。正如斯科特-费策尔公司（Scott Fetzer Company）的首席执行官拉尔夫·舒伊（Ralph Schey）总结的那样：“巴菲特出售对所有权的幻想，而他并没有所有权。”如果我必须要选一句话来阐述巴菲特成功背后的关键驱动力，我很可能会选择这句。

/ 目 录 /

引言 沃伦·巴菲特是谁 // 1

第1章 前辈 // 17

本杰明·格雷厄姆 / 18

菲利普·费雪 / 36

第2章 巴菲特喜欢哪种公司 // 45

巴菲特认为有问题的公司 / 45

具有良好基本原则的公司 / 49

寻找“印钞机器” / 55

报业的经济特许权 / 70

寻找简单、易理解并且可预测的公司以及持保守态度投资 / 78

第 3 章 巴菲特的投资原则 // 83

深入研究投资对象 / 84

投资要量力而为 / 86

长期视野 / 97

意见的独立性 / 100

购买价格 / 102

第 4 章 巴菲特与其他投资人的比较 // 107

沃伦·巴菲特与罗伯特·默顿 / 108

沃伦·巴菲特和彼得·林奇 / 122

第 5 章 巴菲特关于金融理论和公司金融的概述 // 135

投资理论（金融市场的有效性和合理性、风险、不确定性以及投资组合多元化） / 135

股票分割 / 143

新股发行、股息政策和股票回购 / 147

并购和杠杆收购 / 151

上市公司和私人公司：私立的重要性 / 158

公司治理以及伯克希尔子公司的管理者激励 / 161

第 6 章 伯克希尔哈撒韦的债务利用之道 // 169

巴菲特对高杠杆的讨伐 / 169

伯克希尔哈撒韦的保险业务及类似保险的业务 / 174

保险业务对于降低伯克希尔借贷成本的作用 / 177

伯克希尔作为准债务的衍生品合同 / 182

第 7 章 早期的收购：策略明朗 // 187

内布拉斯加家具卖场 / 187

波仙珠宝 / 193

斯科特 - 费策尔公司 / 199

第 8 章 “他们之中谁是最诚实的”：个人形象在巴菲特投资策略中的作用 // 205

没有敌意，没有尽职调查，没有管理层变动 / 206

不干预政策 / 215

慷慨赞扬 / 222

间接影响 / 227

第 9 章 巴菲特：一位战略组合投资家 // 233

战略投资者还是财务投资者 / 233

白骑士的防御 / 239

不可谈判的交易 / 249

第 10 章 声誉的作用 // 255

鲜果布衣 / 256

本杰明摩尔：收购被遗忘的股份 / 263

佳斯迈威：周期下降的交易 / 265

第 11 章 投资理论之外 // 271

出众的能力 / 271

查理·芒格 / 275

巴菲特的双重形象：“金融业的阿甘”与“奥马哈的先知” / 279

结 语 // 285

译者后记 // 291

引言

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing
and Smart Acquisitions Drives
Extraordinary Success

沃伦·巴菲特 是谁

获得满意的投资收益比大部分人所了解的要容易些，但获得超额收益却比看上去的要难。

本杰明·格雷厄姆

沃伦·巴菲特曾说，他从一出生就想着要如何赚钱。也许他的意思是说他从记事起就开始思考如何实现财务成功。一位写过巴菲特传记的作者曾这样描述他：“他总是提起他事业中的小插曲，似乎总想把他的过去当成神话故事反复讲给大家听，他还常常把他的成功部分归功于好运，而不是他毕生的努力。”那么，巴菲特在回忆自己早期经历时是在讲神话故事吗？他的成功是否真的只是因为运气好？

7岁时，巴菲特在住院时对护士说：“现在我没有多少钱，但将来我会有的，我会让我的名字出现在报纸上。”11岁时，他断言，自己会在35岁以前成为百万富翁。从商学院毕业后，他就到父亲的经纪公司工作。当被人问到公司是否应该更名为“巴菲特父子公司”（Buffet & Son）时，他非常认真地回答说，公司的名字应改为“巴菲特及父亲”（Buffet & Father）。1957年当他27岁时，他已经有了20万美元（大约相当于现

在的 150 万美元)。他在给一位朋友的信中写道，他不知道将来如何处置自己的遗产，他并不想留给孩子们。他认为挣钱比花钱要容易些。由此可见，当巴菲特谈起这些往事的时候，他或许并不完全是在讲神话故事。至于他的成功究竟是不是因为他的好运气，这正是我在本书中试图回答的问题之一。

巴菲特童年的愿望成真了。1995 年，《时代周刊》(Time) 刊登了题为《沃伦·巴菲特有多聪明》的文章。作者写道：“很多石油巨头、房地产大亨、货主和强盗贵族站在了财富峰顶，但巴菲特是靠选股登顶的第一人。”1982 年，巴菲特的财富值为 2.5 亿美元，凭此，他出现在了福布斯财富排行榜上。随后，他的排名一路攀升，1993 年荣登榜首时，他已经拥有了 82 亿美元的财富。2001 年至 2007 年以及 2009 年，他都排名第二（仅次于比尔·盖茨）。2008 年，他以 620 亿美元的财富重回榜首。2010 年至 2012 年，他排名第三（那时，他已经把部分财富转给了某慈善基金）。2013 年，他排名第四。

巴菲特“不过”是一位投资者。在开启投资生涯时，巴菲特只有很少的靠小时候送报纸攒下的钱作为启动资金，最终他成为了享誉全球的“世纪成功投资者”和“经济界的摇滚明星”。伯克希尔哈撒韦公司的规模（市值、收入和利润）可以与全球最大的企业集团之一——通用电气比肩。2013 年，伯克希尔公司的收入达到了 1 820 亿美元，净利润更是达到了 195 亿美元。2014 年 11 月，公司市值已经超过了 3 550 亿美元。人们普遍认为，比起很多共同基金、合伙企业、对冲基金或者上市公司，巴菲特及其公司为更多人创造了更多的财富。

在创富的过程中，巴菲特没有得到任何来自他人的经济资助。年轻时，作为一位名不见经传的投资人，他的确需要资金，但他从未依赖过

富有的当国会议员的父亲。父亲于1964年辞世，他没有从父亲那里继承任何财产。父亲在遗嘱中写道，自己并没有为儿子作任何安排，这不是因为他们的感情不好，而是因为巴菲特名下已经有了足够的资产，而且巴菲特甚至还要求父亲不要给他留任何东西。由于巴菲特拒绝接受遗产，他投资的成功完全是靠自食其力实现的，是一次完全没有外来资金支持纯粹的实验。

2000年，伯克希尔哈撒韦公司开始对外公开其资产账面价值的数
据，具体数据包括自1965年巴菲特掌管公司以来公司的年平均回报率。从2002年开始，这些数据被放在了沃伦·巴菲特致股东的信的首页上。这样做的结果令人印象深刻。1965至2013年间，公司的平均年资产增长率为19.7%，同期，标准普尔指数的年回报率（经股息调整后）是9.8%，因此巴菲特给出了高于指数9.9个百分点的回报。1977年之后，公司利润的平均年增长率是20.6%^①。同期，伯克希尔公司每股的资产账面价值大约增长了7 265倍，与此同时，包含股息的标准普尔指数大约增长了93.4倍。伯克希尔的收入增长了4 500倍。

巴菲特会以资产账面价值的年化增长率来发布这些结果。据我所知，为了鼓励人们不要对公司股票存有投机心理，除了仅有的一次，他从未评价过伯克希尔股票的市场价格。因为会计和其他一些原因，在很多行业中，资产账面价值常常比公司股票的市场价格增长得慢，但伯克希尔的股价在1965年至2013年间却比其资产账面价值增长得快——增长了9 184倍（从1965年底的19美元增长到2013年底的174 500美元），或者说年增长率为20.9%。巴菲特青睐的这种展示方式实际上弱化了他的投资成果。

^① 截至2013年的数据。——译者注

在过去的 49 年中，伯克希尔公司的表现都是以这样的形式公布的。成功的投资者通常能够在比这短得多的时间段，比如大约 10 年保持其收益。2001 年，互联网泡沫的破裂引起了大范围的市场下跌，伯克希尔股票的每股资产价值也首次出现了下跌。经股息调整的标准普尔指数的回报率几乎接近 -12%，伯克希尔的资产账面价值的回报是 -6.2%。2008 年，伯克希尔的资产账面价值再次下跌，跌幅达 9.6%，而经股息调整的标准普尔指数的回报是 -37%。在 49 年中，伯克希尔的资产账面价值有 39 年都跑赢了市场。正如巴菲特所说，这 49 年间发生了越南战争、工资与价格调控、石油危机、总统辞职、苏联解体以及股票市场的最大单日波动，我们为此付出了巨大的代价。

如果我们将巴菲特在收购伯克希尔公司之前的业绩也考虑在内，那他的成就就更不错了。在哥伦比亚商学院读书时，他就已经有个人资产了（1950 年刚入学时，他有 9 800 美元的存款）。在 1956 年创立巴菲特合伙公司前，他的钱每年以超过 61% 的速度增长。在 1957 年至 1969 年间，巴菲特合伙公司的年回报率为惊人的 29%，比道琼斯指数高 23.8 个百分点。也就是说，如果你在 1957 年投资该合伙公司 10 000 美元，那么到 1969 年，你就有了 270 000 美元。总体来说，60 多年来，巴菲特一直保持着良好的投资记录。

巴菲特究竟有多成功？他的成就真的如人们在他致股东的信的首页上所看到的那样重要？让我们来想想，将资产账面价值与市场起伏做比较是否有意义。一份基于伯克希尔股票的市场价值的评估显示，巴菲特在 48 年中有 30 年跑赢了市场（而其资产账面价值在 49 年中有 39 年跑赢了市场）。由于伯克希尔股价跑赢市场的年数少于其资产账面价值跑赢市场的年数，所以在某种意义上，股价的表现不如资产账面价值的表现稳

定，尽管伯克希尔股票的回报似乎好于资产账面价值的回报。要想判断出哪种评估更有洞见是一件难事。

巴菲特之所以不对伯克希尔的股票价格进行分析是出于哲学原因。他相信市场是不理性的，比起公司的真实表现，任何公司股票的市场价值更容易发生变化。在他看来，股票的市场价值无法反映公司的真实情况。另一方面，资产的账面价值可能也无法准确地反映该公司的盈利能力。也可以说，尽管账面价值分析可能适用于某些方面，但这种方法可能夸大了巴菲特的成绩。

毋庸置疑，年平均回报率是惊人的。然而，它们反映的是在 1964 年投资伯克希尔的那些人的成绩。那时巴菲特又为多少人所知呢？他的原始投资者是他的家庭成员、朋友和从他的老师兼首位雇主本杰明·格雷厄姆那里获得的少量客户。后来，更多人开始加入巴菲特的冒险事业。1986 年 10 月 12 日，《奥马哈世界先驱报》（*Omaha World-Herald*）的记者打电话给一家公司说沃伦·巴菲特收购了他们公司的股份，对方问道：“谁是沃伦·巴菲特？”直到 1991 年巴菲特成为了所罗门兄弟公司（*Salomon Brothers*）的主席时，人们仍然在问这个问题。现在，人们认为，是 1995 年出版的《沃伦·巴菲特之道》（*The Warren Buffett Way*）一书让更多人知道了巴菲特的成功。这是第一本关于巴菲特的书，作者是小罗伯特·海格士多姆（*Robert Hagstrom*），这本书卖了一百万本。

截至 2013 年年底，作为入场时间的函数，投资伯克希尔公司所获得的回报是逐年递减的（见图 I—1）。如果入场时间早于 1979 年，则平均年回报率会高于 20%；如果入场时间介于 1979 年至 1988 年间，则平均年回报率高于 15%；在 1989 年至 1996 年间入场，则平均年回报率高于 10%；从 1997 年开始，平均年回报率低于 10%，除非你在 2009 年之后入

场。20世纪80年代末，巴菲特开始被更多的人了解，这时投资他公司的人平均每年大约可以赚13%~17%。在海格士多姆的畅销书出版后，那些在1995年底开始投资的人平均每年大约可以赚10.8%，而标准普尔指数（经股息调整之后）的年回报率只少了2.6个百分点，达到8.2%。当伯克希尔首次在其公司年报中公布了历史年均回报率时，那些在2000年买了伯克希尔股票的投资者年均赚了8.6%（重要的是，经股息调整的标准普尔指数在这个时期的年回报率只有4.8%）。

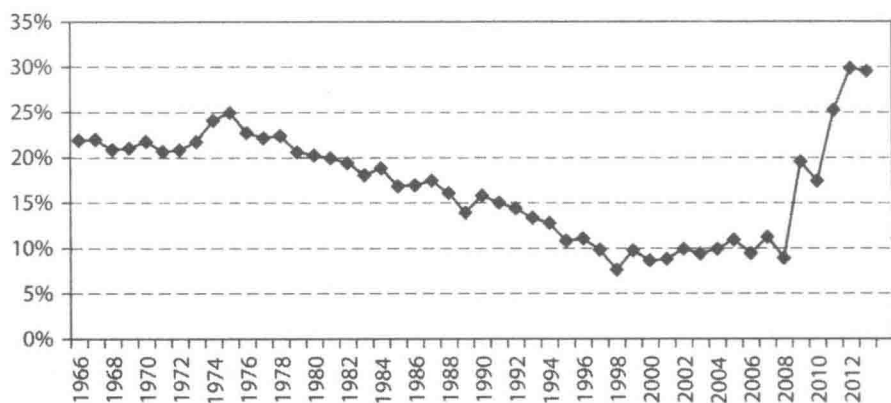


图 I—1 自入场之年至 2014 年，伯克希尔股票在给定年份的平均年回报率
(计算周期为入场之年年末至 2014 年年末)

公布历史回报数据并没有产生负面影响。即使将来巴菲特跑不赢指数，从1965年开始，他的业绩与指数回报可能永远不会重合。例如，如果从2015年起，伯克希尔的资产增长率稳定在每年9%（在很长一段时