

HZ Books
华章经管

摩根大通银行推荐给百万富翁十本必读书之一

The Essays of Warren Buffett
Lessons for Corporate America

巴菲特 致股东的信

股份公司教程

沃伦·巴菲特 著
(美) (Warren E. Buffett)
劳伦斯 A. 坎宁安 编
(Lawrence A. Cunningham)
陈鑫 译



机械工业出版社
China Machine Press

巴菲特

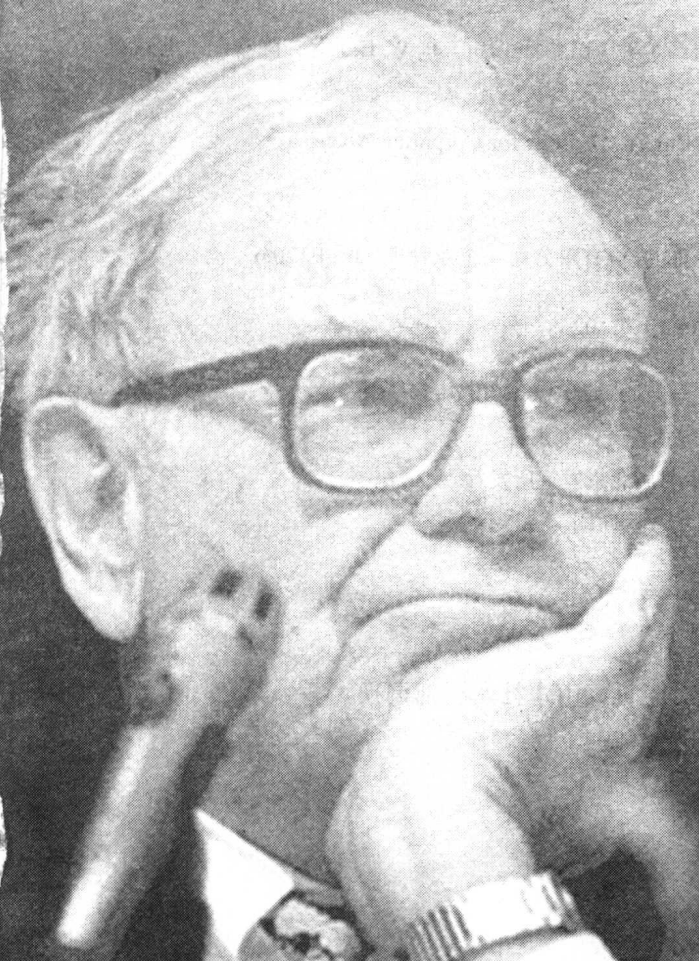
致股东的信

股份公司教程



The Essays of Warren Buffett
Lessons for Corporate America

沃伦·巴菲特 著
(美) (Warren E. Buffett)
劳伦斯 A. 坎宁安 编
(Lawrence A. Cunningham)
陈鑫 译



机械工业出版社
China Machine Press

Warren E. Buffett, Lawrence A. Cunningham. *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*.

Essays by Warren E. Buffett.

Selected, Arranged, and Introduced by Lawrence A. Cunningham-1st rev. ed.

Originally published as part of the *Cardozo Law Review's* special issue on *The Essays of Warren Buffett Symposium*. Copyright © Lawrence A. Cunningham, 1997 and 2001. Includes previously copyrighted materials, Copyright © Warren E. Buffett, reprinted with permission.

经原版权所有者的许可，中文简体字版权©2003归陈鑫所有，翻印必究。

本书中文简体字版由陈鑫授权机械工业出版社在中国大陆独家出版发行，未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2002-3654

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特致股东的信：股份公司教程 /（美）巴菲特（Buffett, W. E.）著；陈鑫译. —北京：机械工业出版社，2004.1

书名原文：The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America

ISBN 7-111-13303-X

I. 巴… II. ①巴… ②陈… III. 股份有限公司—企业管理 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字（2003）第102583号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：李阳 李玲 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2004年1月第1版·2004年3月第3次印刷

787mm×1092mm 1/16·16印张

定价：38.00元

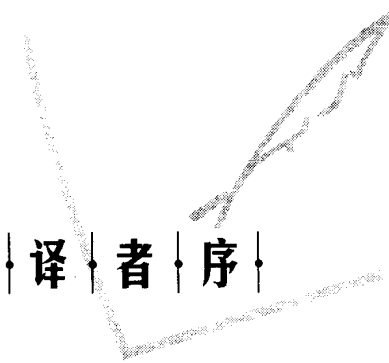
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线电话：（010）68326294

投稿热线电话：（010）88379007

“我热爱的演说是简单、自然的演说，
纸上写的与嘴里说的一样，
一种饶有趣味且坚强有力、扼要且简练的演说，
不过分讲究与梳理，尽管激烈且直率。”

——《蒙田文丛》



译 者 序

巴菲特当然没有写过什么书，但他每年都要在伯克希尔·哈撒韦的公司年报中给股东写一封信，总结在过去一年中的成败得失。从挑选经理、选择投资目标、评估公司，到有效地使用金融信息，这些信涵盖面甚广。但是，在美国法律教授劳伦斯 A. 坎宁安将这些信按特定的主题加以组织整理著成本书以前，这些信中蕴含的思想并没有引起本应获得的广泛关注。巴菲特本人认为，这本书比到目前为止的任何一本关于他的传记都要好，如果他要挑一本书去读，那必定是这本。

巴菲特是第一位靠证券投资成为拥有几百亿美元资产的世界富豪。在过去的35年中，他执掌的伯克希尔公司每股账面价值从19美元上升至37 987美元，年复合增长率高达24.00%（见下表）。尤为难能可贵的是，伯克希尔已经是一家资产总额高达1 300多亿美元的巨型企业。没有哪个人的成功是偶然的。读者看完本书之后，想必会对巴菲特的投资理念有深入全面的了解，也就不难想像他为什么会取得如此惊人的业绩。

巴菲特的许多观点与传统的管理与投资教条相抵触。例如，巴菲特认为用股票期权酬报经理会对股东产生毒害作用，他更倾向于直接用现金奖励经理。因为这些经理若是真的看好自己公司的股票，只要到二级市场上去买就可以了。许多公司的业绩增长，是因为留存了本应派发给股东的红利。如果这些用于再投资的留存收益可以产生高于市场平均收益的回报，那么留存收益显然是明智的；但若是回报率比市场的平均收益率低，那么股东就会蒙受损失。许多公司经理明知回报率低，还喜欢留存收益，因为公司的业绩毕竟还

是增长了，这样他们手中的股票期权的价值就会提高，这等于是拿股东的钱为自己谋利。

年 份	每年的百分比变化		相 对 业 绩
	伯克希尔每股的 账面价值	S&P 500 指数 (含股利)	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	-11.7	32.0
1967	11.0	30.9	-19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	-8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	-14.8	19.5
1974	5.5	-26.4	31.9
1975	21.9	37.2	-15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	-7.4	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	-13.0
1981	31.4	-5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	-3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	-20.5

1999年对伯克希尔来说是不如意的一年，其每股的账面价值增长率创下35年来的新低——仅为0.5%。巴菲特在1999年度的年报中开篇便说，即使是乌龙侦探克鲁索（Inspector Clouseau，已故英国影星彼得·塞勒扮演的法国低能侦探）也能看出你们的董事长有罪。他还说自己在1999年的资产配置成绩只能得个“D”。

伯克希尔业绩不佳的主要原因是它投资的几家大公司在1999年的二级市场表现极糟：可口可乐下跌30.7%；吉列下跌34.1%；联邦房屋抵押贷款公司下跌41%；通用再保险公司下跌50%。幸好，伯克希尔参股的运通公司和花旗银行分别上涨19.9%和51.7%，这才多少为公司挽回一些损失。前几家公司的股价下滑并非由于它们是所谓“旧经济”股，而是因为公司的业绩大幅下滑（见下表）。

公 司	持 股 量	成 本 (亿美元)	1999年末的市值 (亿美元)
运通公司	50 536 000	14.70	84.02
可口可乐公司	200 000 000	12.99	116.50
联邦房屋抵押贷款公司	59 559 300	2.94	28.03
吉列公司	96 000 000	6.00	39.54
《华盛顿邮报》公司	1 727 765	0.11	9.60
富国银行	59 136 680	3.49	23.91
其他		41.80	68.48
合计		82.03	370.08

说到“旧经济”公司，就必然要提到所谓以信息技术（尤其是网络技术）为代表的“新经济”公司。有人认为巴菲特的投资传奇在“新经济”下早已黯然失色，而他的那些投资理念早该扔到故纸堆里去了。但我认为事情正相反。

首先，信息技术对人类社会的影响，犹如蒸汽机对人类社会的影响，这场革命触及社会生活的各个方面。因此，并非直接从事信息技术的公司才能享受革命的硕果。“旧经济”公司也能利用信息技术降低成本，提高竞争力及盈利能力，如柯达公司利用信息技术简化原材料采购环节，结果在产品售价不变的情况下进一步提高了公司的盈利水平。

其次，巴菲特在书中表述的投资理念是一种基础理念（好比法律中的宪法），新技术革命只会使这种理念不断升华。凭借信息技术的进步，我们也许可以建立一套基于低轨道卫星的高速无线因特网接入系统，这样就可以通过手持式上网设备与身处地球上任何角落的人联络，但这终究代替不了人与人面对面的接触。这个道理在投资界中也适用，最基本的东西无法取代。

坚持自己的原则（不是因循守旧）是件很不容易的事。我记得投资大师W. D. 江恩曾经说过，许多人在成功之后就全然忘却了自己在走向成功时所遵循的原则，结果遭到了惨败。让我们设想一下，如果巴菲特把手中原先持有的“旧经济”股全部抛掉，转而投入到泡沫遮天蔽日的网络股中，结局会是什么样子？我不敢肯定巴菲特能从中大赚一票，但可以肯定那时的巴菲特已经不再是巴菲特了。也许这就是为什么当有人问及巴菲特对网络股的看法时，他总是回答：“没智慧的人有解释，不解释的人有智慧”。

的确有不少人抱怨巴菲特没有买进高通公司（Qualcomm）的股票，因为这家拥有CDMA核心知识产权的公司在1999年上涨了近30倍。我想这种抱怨过于片面。我们当然可以举出许多例子证明巴菲特的“愚蠢”，错过了赚大钱的良机，比如在10年内上涨1 000倍的戴尔（DELL）计算机公司，在两年里上涨100倍的雅虎（Yahoo!），等等。我们甚至还可以举证说20年前巴菲特没有到中国来通吃第一套猴年的生肖票，错过了赚多少多少倍钱的良机。似乎，巴菲特不把全世界人民认为他该赚的钱都赚去，他就不是大股王、大投资家。实际上，每个投资者都有自己的投资方式（就像每个人都有自己的生活方式一样），你可以在外汇市场赚钱，他可以在商品期货市场赚钱，我可以在股市中赚钱，人人都可以走一条属于自己的路。若是大家都一样，我们生活的这个世界岂不是太乏味了。

我们实在不必苛求巴菲特。我们的确可以抓住一些良机，赚个盆钵满溢，但要想保持长久的盈利纪录简直比登天还难。如果你能每个月将本金增长20%，那么两年下来你的本金将增长79倍，我不必再重复这个老掉牙的例子，因为绝大多数人（包括我在内）做不到这一点。毕竟，像巴菲特这样成功的人总是少数。

话归正题，我认为这本书不仅适合投资者阅读，更适合上市公司的管

理人员阅读。书中论述的公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购以及会计与纳税等章节，构成了一本实用的投资手册。有着开放思想的读者必会从中领略到一个崭新的投资世界。开放的思想是种非常重要的东西，没有哪一个人会因为汲取别人的优点而颓废，也没有哪一个民族会因为汲取其他民族的优点而衰败。

榜样的力量是无穷的。但是，我建议你千万不要抱着成为“中国的巴菲特”的想法来阅读这本书。同样，那种认为“巴菲特买什么，我也买什么，这样我就可以成为巴菲特”的想法也是极其愚蠢的。一个人来到这个世界上最大的悲哀就是成为另一个人。无论你怎么投资，结局只有一个——成为你自己。相信你也会写一部关于你自己的传奇。

本书的问世凝聚了许多人的辛勤劳动。我要特别感谢本书的编者劳伦斯 A. 坎宁安教授，他不厌其烦地为我提供了本书的许多背景细节。

我当然应为本书中出现的翻译上的错误负责。如果你在阅读过程中有什么建议，可以通过我的电子邮件地址：xinchenc@online.sh.cn与我取得联系，以便在重印时补正。

陈 鑫

2003年秋于上海

作者简介

沃伦·巴菲特

(Warren E. Buffett)

全球知名的投资大师，伯克希尔—哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.) 总裁，全美排名第二富豪。

劳伦斯 A. 坎宁安

(Lawrence A. Cunningham)

美国纽约市卡多佐法学院 (Cardozo Law School) 教授及海曼公司治理中心 (The Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance) 主任。其他著作有 *How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett* (McGraw-Hill 2001)。

本书收录了投资大师沃伦·巴菲特写给伯克希尔—哈撒韦公司股东的信，探讨的主题涵盖管理、投资及评估等，其中核心的精神是由格雷厄姆和托德提出的，书中论述了公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购及会计与纳税等内容，是一本既精炼又富于实用性和教育性的投资手册。特别是虽然这是一本投资书籍，但内容并不枯燥，而是精彩绝伦、妙趣横生，使读者能够从中领略到一个崭新的投资世界。



目 录

译者序

导言	1
开场白	25
第 1 章 公司治理	29
1.1 与所有者相关的企业原则	30
1.2 完整且公平的披露	37
1.3 董事会与经理	39
1.4 关闭工厂的焦虑	46
1.5 基于所有者的公司捐赠方法	49
1.6 酬报主管人员的原则	55
第 2 章 公司财务与投资	63
2.1 市场先生	64
2.2 套利	67
2.3 戳穿教条	73
2.4 “价值”投资：多余	84
2.5 聪明的投资	90
2.6 雪茄烟蒂与习惯的需要	96

第3章 普通股的替代品	101
3.1 垃圾债券	101
3.2 零息债券	108
3.3 优先股	115
3.4 非常规的投资	126
第4章 普通股	129
4.1 交易的祸根：交易成本	129
4.2 吸引正确的投资者	132
4.3 分红政策与股票回购	133
4.4 拆股与交易活动	140
4.5 股东的策略	143
4.6 伯克希尔的资本结构调整	144
第5章 兼并与收购	149
5.1 错误的动机和昂贵的价格	150
5.2 合理的股票回购与反收购	160
5.3 杠杆收购	160
5.4 稳定的收购政策	163
5.5 关于出售一个人的企业	166
5.6 收购的优势	170
第6章 会计与估值	173
6.1 对会计把戏的讽刺	173
6.2 透明盈利	179
6.3 经济商誉与会计商誉	184
6.4 所有者收益和现金流的谬误	193

6.5 内在价值、账面价值和市场价格	200
6.6 伊索与失效灌木丛理论	204
第7章 会计政策与纳税问题	209
7.1 盘购—联营争论	210
7.2 股票期权	212
7.3 “重组”费用	215
7.4 分部的数据与会计合并	219
7.5 递延税	220
7.6 退休福利	222
7.7 公司税负的分配	224
7.8 税制与投资哲学	229
结束语	233
词汇表	239
配置表	241
后记与致谢	243



导 言

► 劳伦斯 A. 坎宁安

拜读过沃伦·巴菲特（Warren Buffett）致伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc.）股东的信的读者已经从中接受了课堂中所没有的教育。这些信用平直的语言提炼出了正确商业实践的所有基本原理。从挑选经理和投资目标，评价公司，到有益地利用金融信息，这些信的涵盖面甚广，睿智不朽。

然而到目前为止，这些信处于一种既不容易获得，又没有按任何特定的主题加以组织整理的状态。因此，其中蕴含的思想并没有引起本应获得的广泛关注。这本精选集和以此为主题的研讨会的动机在于，通过这些信传播给更多的读者来纠正市场观念中的无效率。

基本价值分析原理——首先由巴菲特的导师本·格雷厄姆（Ben Graham）^①和戴维·多德（David Dodd）提出——应当指导投资行为，是贯穿巴菲特各篇明晰易懂文章的主题。将公司经理的恰当角色定义为投入资本的管家，以及将股东的恰当角色定义为资本的提供者兼拥有者，是与该主题相关联的管理原则。自这些主题辐射出的是实用且明智的教程，这些教程涉及从会计到兼

① 1894—1976。华尔街的传奇人物，现代证券分析理论的奠基人。——译者注

并到估价的重要公司问题的整个范围。

巴菲特的许多教程，与商学院和法学院在过去30年中教授的，以及与同一时期在华尔街和整个美国公司中实践的东西，正好相抵触。那些教学和实践中的许多东西都与格雷厄姆和多德阐述的观点相违背；而巴菲特是他们的高徒，坚定地捍卫着他们的观点。这种捍卫从对现代金融理论慷慨激昂的反驳，到对用股票期权酬报经理的毒害作用有理有据的证明，再到对夸大的有增效作用的收购和现金流量分析的益处有说服力的辩驳。

作为伯克希尔·哈撒韦公司——源自19世纪初开业的一批纺织厂——的CEO（Chief Executive Officer，首席执行官），巴菲特运用了这些传统的投资原理。1964年，巴菲特执掌伯克希尔，当时它每股的账面价值是19.46美元，而其内在价值则低得多。今天，它的每股账面价值大约是40 000美元，而其内在价值则更高。在此期间，每股账面价值的年复合增长率是24%。

现在，伯克希尔已经成为涉足多种业务——不含纺织——的控股公司。伯克希尔最重要的业务是保险，主要通过其100%拥有的子公司，如GEICO公司（GEICO Corporation）——美国第七大汽车保险商，以及通用再保险公司（General Re Corporation）——世界第四大再保险公司之一来实现。伯克希尔还出版《布法罗新闻报》（*The Buffalo News*），并拥有生产或销售的产品范围从百科全书、家具和清洁系统，到巧克力糖果、冰淇淋、鞋子、制服和压缩机的其他公司。伯克希尔还拥有多家大公司相当数额的股权，包括美国运通公司（American Express）、可口可乐公司（The Coca-Cola Company）、沃尔特·迪斯尼公司（The Walt Disney Company）、联邦房屋抵押贷款公司（Federal Home Loan Mortgage Corp.，别称“Freddie Mac”）、吉列公司（The Gillette Company）、麦当劳（McDonald's）、《华盛顿邮报》公司（*The Washington Post Company*）和富国银行（Wells Fargo & Company）。

巴菲特和伯克希尔的副董事长查理·芒格（Charlie Munger）通过投资具有出色经济特性并由杰出经理经营的公司，缔造了这家超过700亿美元的企业。在偏爱以合理的价格协议收购这样一家公司100%股权的同时，他们



还采用一种在公开市场上买进此类公司不到100%股权的“双管齐下的方法”(Double-Barreled Approach)，此时他们支付的价格按比例而言远低于100%收购时的价格。

这种双管齐下的方法节省了大笔的投资成本。伯克希尔投资组合中可流通证券的价值，按每股的价格计算，曾从1965年的4美元上升至2000年的50 000美元以上，大约是25%的年增长率。同一时期，每股营业利润从刚过4美元增至500美元左右，即大约18%的年增长率。近几年，这些惊人的成果继续以近似的速率增长。据巴菲特说，这些成果不是出自于什么总体规划，而是出自于集中投资——通过专注于有显著经济特性并由一流经理经营的公司来配置资产。

..... ● ● ●

巴菲特将伯克希尔视做他、芒格和其他股东拥有的一家合伙制公司，而且基本上他所有的200多亿美元^①的净资产都在伯克希尔的股票里。他的经济目标是长期的——通过全部或部分拥有一群能产生现金且收益超过平均值的、业务不一的公司，使伯克希尔的每股内在价值最大化。在实现这个目标的过程中，巴菲特为了扩张而放弃扩张，而且只要公司能产生一些现金并管理良好，巴菲特就不会抛弃它们。

如果留存收益并用来再投资产生的利润在长时期内至少能实现与每股市值同比例的增长，那么伯克希尔会这么做。伯克希尔谨慎地使用贷款，而且仅在它得到的与付出的等值时才出售股权。巴菲特识透了会计常规，特别是那些使实际的经济收益模糊不清的会计常规。

巴菲特称之为与所有者相关的公司原则是贯穿本书所有文章的主线。经过组织整理，这些文章构成了一本关于管理、投资、金融和会计的，风格雅致、教义深刻的操作手册。巴菲特的基本原则为对公司各方面问题的丰富见解提供了框架。这些见解绝非抽象的陈词滥调。事实上，投资者应

^① 截止到1999年8月30日，巴菲特共持有474 998股伯克希尔的A股。若按1999年末的收市价计算，值24 699 896 000美元。——译者注