

BUFFETT BEYOND VALUE

巴菲特 超越价值

巴菲特式投资 = 价值投资 + 成长性投资

WHY WARREN BUFFETT
LOOKS TO GROWTH AND
MANAGEMENT WHEN INVESTING

[美] 普雷姆·杰恩 (Prem C. Jain) 著

汪涛 郭宁 韩瑾 译

挖掘巴菲特60年成功投资的真正关键
一部写给用心投资者的投资实务与独特指南



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

BUFFETT
BEYOND VALUE
巴菲特
超越价值
WHY WARREN BUFFETT
LOOKS TO GROWTH AND
MANAGEMENT WHEN INVESTING

[美] 普雷姆·杰恩 (Prem C. Jain) ◎著
汪涛 郭宁 韩瑾◎译

中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目(CIP)数据

巴菲特超越价值 / (美) 杰恩著; 汪涛, 郭宁, 韩瑾译. —北京: 中国人民大学出版社, 2015.4

ISBN 978-7-300-18675-7

I. ①巴… II. ①杰… ②汪… ③郭… ④韩… III. ①巴菲特 W.—投资—经验
IV. ①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 002472 号

上架指导: 金融投资 / 个人理财

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问 北京市盈科律师事务所 崔爽律师
张雅琴律师

巴菲特超越价值

[美] 普雷姆·杰恩 著

汪涛 郭宁 韩瑾 译

Bafeite Chaoyue Jiazhi

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 170 mm × 230 mm 16 开本 版 次 2015 年 4 月第 1 版

印 张 19.75 插页 1 印 次 2015 年 4 月第 1 次印刷

字 数 260 000 定 价 59.90 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

WHY
WARREN BUFFETT LOOKS TO
GROWTH AND MANAGEMENT WHEN INVESTING

BUFFETT 前言 **BEYOND VALUE**

本书适用于任何一位有兴趣学习巴菲特倡导的投资理念并愿意将其付诸股票投资实践的读者。20多年前，我在沃顿商学院教书，偶然间看到了巴菲特的一篇文章，这促使我开始认真研究巴菲特的投资方式。我发现巴菲特的投资理念与传统的学院派观点有很大差别，我对此很感兴趣。学院派观点坚持认为，想要获得超过市场平均水平以上的收益率是不可能的事，可是巴菲特的观点刚好相反。他认为只要仔细研究公司的基本面以及管理质量，投资者肯定可以获得超过市场平均水平的收益。长久以来，巴菲特骄人的投资业绩是这一观点最有力的证据。对巴菲特取得的成功，绝大多数学者要么是把它看作极其特殊的例外情况，要么是给巴菲特贴上“天才”的标签，认为他的成功无法复制，也无法按照常理解释。我想知道，我们是否可以使用系统性的方法了解并模仿巴菲特的投资理念。

绝大多数作者——其中包括很多学者，都把巴菲特定位为价值投资者。然而，我认为巴菲特并非仅仅是一位价值投资者——至少从人们对“价值投资”这个术语的含义普遍认同来看，情况并非如此。巴菲特经营的上市公司——伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway），其资产、收入、净价值和市场价值在44年间保持着年均约20%的增长率。如此惊人的增长速度更像是一名卓越的成长性投资者才能获得的战绩。与其他同样积累了巨额财富的商人相比，巴菲特的成功是基于其经营的企

业以及对多个不同行业的投资，而且他投资的行业甚至不是那些曾经红极一时的热门行业。这也是巴菲特与其他成功的投资者另一不同之处，事实上，这也是我为什么要认真研究巴菲特的重要原因。沃伦·巴菲特是一个非常诚恳的人，他知道自己有着特殊的天赋，他没有将这种天赋隐藏起来，而是选择把自己最宝贵的经验与做相关研究的学者分享。巴菲特本人根据自己的投资理念与投资原则创作了很多文章和著作，我们可以根据这些资料仔细研究巴菲特的投资策略与方式。

巴菲特之所以能够获得非同凡响的成功，不仅仅是因为他能够坚定地执行最重要的价值投资原则——将亏损风险尽可能地控制在较低水平；更关键的一点是，他同时遵循了成长性投资的基本原则——把资金主要投资于那些具有可持续增长潜力的公司。所以说，巴菲特是把价值投资与成长性投资的基本原则结合在一起使用。不过，他并没有像众多成长性投资者那样投资于高科技企业。我们只需好好研究一下他掌管的伯克希尔·哈撒韦公司到底收购了哪些企业，就能更好地理解巴菲特独特的成长性投资原则。巴菲特只会收购那些整体管理质量非常好的企业。在投资普通股时，巴菲特也采用了这一原则。我对巴菲特投资理念的透彻分析贯穿全书始终，每一章都有一个特定的讨论主题。无论市场处于牛市还是熊市，这些投资原则都具有较强的实用性。

巴菲特的投资模式

作为一名老师兼学者，我的目标不仅仅是要研究巴菲特的投资操作，更重要的是，要弄清楚他为什么能获得如此优异的投资业绩。为什么巴菲特的投资模式能够如此成功？他的投资策略与当时金融市场上的种种实例究竟是怎样结合在一起的？这些疑问促使我于1997年在杜兰大学（Tulane University）开设了一门新课程。这门新课程引入了一个崭新的金融研究视角，要求学生们结合当代金融研究的最新成果分析巴菲特的相关著作与投资决策。与此同时，学生们还分析了许多企业的业务。1999年，图兰大学从学校的捐赠基金中拨出200万美元创建了一个投资组合，学生们在我的指导下负责该投资组合的具体管理与运作。2002年，我离开图兰大学，前往乔治城大学（Georgetown University）任教，而谢里·泰斯（Sheri Tice）教授在

继续讲授这门越来越受欢迎的课程。

首先，我们必须认识到，巴菲特的观点并不总是与现代金融理论相左。例如，所有商学院都会讲授有关现金流贴现以及净现值的概念。除了净现值的理念，内在价值与安全边际也是巴菲特投资模式的核心观点。此外，多元化投资也是巴菲特看重的关键点。巴菲特对多元化投资的观点虽然与传统投资学教科书讲述的内容并不完全相同，但却比较相似。不过，本书主要研究的是巴菲特的投资理念，而不是大学教授们通常讲授的那些内容。我的目标是向读者提供一种在股票市场上更具操作性的投资策略。

抓住问题的关键

巴菲特之所以能获得如此巨大的成功，原因之一就在于他总是能抓住问题的关键所在。同样，为了抓住重点，本书的各个章节将遵循问题 - 答案的模式进行编排。这种编排方式能够帮助读者集中精力关注最重要的问题，同时，这些问题也是多年来投资者、学生和同行们一直问我的问题。在伯克希尔·哈撒韦公司的年会上——在过去 20 多年间，我曾多次参加这个会议，沃伦·巴菲特和查理·芒格（Charlie Munger，他俩分别是伯克希尔·哈撒韦公司的董事会主席和副主席）要花上好几个小时来回答与会者提出的各种问题。2003 年，巴菲特应我的邀请给乔治城大学的师生做演讲时，也采用了同样的问题 - 答案模式。

尽管本章的研究重点是巴菲特的投资模式，但是与此同时，我也介绍了其他投资者和学者们的一些观点，这有助于帮助读者更好地构建适合自己的投资策略。例如，如果在讨论投资问题时没有把本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）这两位伟大先行者的研究成果囊括进来，那么这种研究肯定是不全面的。同样，在讨论成长性投资策略时，我也会把菲利普·费雪（Philip Fisher）和彼得·林奇（Peter Lynch）的观点介绍给读者。

对于巴菲特的投资理念，没有人能比他自己阐述得更加清楚。显然，他对于投资有着自己独到的见解。2008 年 3 月，《福布斯》杂志将巴菲特评选为“全球最富

有的人”，个人资产高达 620 亿美元。1997 年，我在写给巴菲特的一封信中说，如果他能写本书，那么后人肯定会感激他的。巴菲特回信说：“事实上，这本书早就在我的大脑里了，只不过其中的大部分内容已经在年报上讲过了。”因此，即使巴菲特本人写作的投资书籍还需要等待，我也决定先把自己的研究成果与大家分享。为了弄清楚巴菲特的思路，我仔细研究了伯克希尔·哈撒韦公司过去 50 年间的所有年报、1958—1969 年间巴菲特与合伙人的通信，以及我能找到的巴菲特亲自撰写的所有书面材料。这些努力对我的研究很有帮助，我会尽力把巴菲特的投资思想体现在本书的每一个章节中。

简单制胜

巴菲特并不推崇复杂的数学模型。他写道：“成功的投资并不需要投资者必须掌握贝塔（beta）、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场这些复杂的理论。”有了这句话，我敢肯定，即使读者对金融数学一窍不通，也能读懂这本书并从中受益。与巴菲特的观点相同，我的经验也证明运用数学模型选择个股并不是很有用。相反，有时这样做反而有害，因为它会让你对自己的投资能力过分自信。2008—2009 年的金融危机表明，过于依赖数学模型会让投资者对风险 - 收益关系产生一种错误的安全感。

阅读本书要求读者必须了解会计和金融方面的一些基本知识，不过股票市场绝大多数的投资者早就对盈利、股息和权益报酬率这样的名词耳熟能详了。我的目标是阐述这些术语的内在涵义，读者可以更有效地使用这些术语或概念进一步提升自己的投资模式。如果你连基本的投资学知识都不太了解，那么在阅读本书的某些章节时可能会遇到一些障碍。不过即便如此，你也会发现书中更多的是在讲如何挑选股票，而不是一味地玩弄数字。如果在选股时单纯使用数学模型就能搞定，那么共同基金经理们只需要雇用一大批研究火箭的科学家，就能赚到超高收益了。然而，事实恰好相反：只使用简单投资原则的投资者通常要比严重依赖数学模型的投资者做得更好。

本书主要讨论巴菲特的投资理念，因此全文主要围绕着与巴菲特的投资模式相关的话题展开，并分析普通大众如何运用这些投资原则及其如何发挥作用。有些读者或许对巴菲特精彩的人生经历早有耳闻。我相信，一名成功的投资者并不需要和巴菲特一样痴迷于桥牌或棒球。同样，你也不必出生在内布拉斯加州的奥马哈市，或者是与巴菲特喜欢吃同样的食物。即使是他的朋友兼商业伙伴查理·芒格，也不会对他提出的所有观点全盘接受。巴菲特是民主党人，而芒格是共和党人。读者当然也没必要为了向巴菲特学习而加入某个政党。本书只研究巴菲特的投资哲学，因此只会探讨与投资有关的话题。

从本书中可以学到什么

本书包括9个部分，共30章。各章节之间具有一定的连续性，不过大部分章节可以独立阅读。

第一部分（第1～2章），我的主要目标是让大家相信投资就像是寻宝游戏。巴菲特获得成功的原因之一是他很享受整个投资过程；同理，如果你也能把投资当作一场游戏并乐在其中，那么将更有可能获得成功。其次，我按照年代顺序概要介绍了伯克希尔·哈撒韦公司发展历史上的重大事件，便于读者了解巴菲特投资哲学的演变过程。历史背景的介绍有助于读者更好地了解后面各章节的内容。

第二部分（第3～6章），我解释了基本的投资策略，即价值投资（value investing）与成长性投资（growth investing）策略。通过具体的例子，我会向大家介绍在决定投资之前，如何计算企业的内在价值与投资的安全边际。尤其是在第6章，我解释了为什么不能单纯地把巴菲特的投资策略直接划分为传统的价值投资，因为他总是把价值投资与成长性投资策略有效地结合在一起。总而言之，把巴菲特的投资方法简单地归类为某一种投资模式是错误的做法，这会限制读者的想象力。巴菲特总是选择最理性的做法以谋求长期创造价值。由于找不到一个更合适的词语，所以我只好把他叫作“新生投资者”。

第三部分（第7～9章），我分析了巴菲特如何利用保险公司为其他投资项目获

取现金流。要想了解巴菲特，读者必须先对保险行业有一定的了解，因为这是伯克希尔·哈撒韦公司的主营业务。

第四部分（第 10 ~ 13 章），我讨论了巴菲特在零售业、制造业以及公用事业的几个投资项目。这些例子能帮助我们进一步深入了解巴菲特对企业成长和管理质量的重视程度。

第五部分（第 14 ~ 17 章），我分析了巴菲特对几个传统问题的观点，例如，多元化投资和风险水平。

第六部分（第 18 ~ 19 章），我讨论的是巴菲特对市场效率的看法，以及读者如何把巴菲特的思想融合到自己的投资决策过程中。

第七部分（第 20 ~ 24 章），我回顾了几个与盈利能力和会计操作有关的重要问题。虽然我加入这几章的目的并不是要把读者变成会计师，但是它们有助于开拓读者的视角，使大家的眼光不仅仅局限于传统的投资学范畴。

第八部分（第 25 ~ 26 章），我讲述的是投资心理学方面的内容。如果想成为一名成功的投资者，你必须先认清自己，并在为自己或他人做决定时充分考虑到这一点。

第九部分（第 27 ~ 30 章），我着重研究的是公司治理方面的内容，包括巴菲特对首席执行官（CEO）及其他管理者职责的考量，以及为什么他始终强调要在公司上上下下建立起一整套完善的薪酬制度。

本书的结语部分讲述的是，巴菲特一直强调要建立一个在市场上能够获胜的思维模式，就像一位想赢得钻石联赛的棒球选手必须要培养出一股气势那样。

总之，本书会让读者意识到，巴菲特之所以能获得如此巨大的成功，除了其他影响因素以外，最重要的一点是他始终强调高素质的企业管理人员。他把自己手下的管理人员叫作“全明星队”，并且在伯克希尔·哈撒韦公司每年的年会上，对每一

位管理者所获得的成就大肆褒奖。与之相比，绝大多数学者和商学院的教授们更喜欢用各种财务数据作为评价企业管理质量的关键指标。而我的目标是帮助读者提升认识，超越大家以往在大学课堂上、通过公共媒体或其他渠道对投资形成的基本认知。我的目标是不仅要提供一整套投资原则，而且还要提高读者们对投资的心理认识。无论你是一名个人投资者、学生、学者，还是专业的投资组合管理者，这一点都是至关重要的。

WHY
WARREN BUFFETT LOOKS TO
GROWTH AND MANAGEMENT WHEN INVESTING

BUFFETT 目录 **BEYOND VALUE**

第一部分 投资就像寻宝游戏

01 聪明的投资者 / 003

击败股市的概率

如果你投资了巴菲特的公司，你的回报将会有多高

[小结]

02 巴菲特投资哲学的演进：1965—2009年 伯克希尔·哈撒韦公司的投资启示 / 008

1965：情况变糟后别再继续投钱

1967：投资你熟悉和了解的行业

1973：现金流为王

1977：成功的增长

1980：股价下跌后开始买入

1984：披露的财务数据与真实财务状况

1985: 资本支出
1986: 公司商务机和其他奢侈品
1988: 投资的持有期限
1989: 看上去愚蠢的行动VS.愚蠢的行动
1990: 悲观主义是你的朋友
1991: 风险
1992: 股票分拆
1993: 找到优秀的CEO
1994: 普通行业的巨大成功
1995: 公司收购
1996: 卖得太早
1996: 租赁经营
1997: 耐心
1999: 负责任
2000: 在过度兴奋时卖出股票
2001: 当灾难来临时不要只关注损失
2002: 带来大规模破坏的金融武器
2008—2009: 市场崩溃
[小结]

第二部分 巴菲特式投资=价值+成长性

03 价值投资 / 027

价值投资和两大基本原则
对价值投资有帮助的其他指导原则
价值投资真的有用吗
价值投资策略的三大问题
[小结]

04 成长性投资 / 046

可口可乐公司是成长性股票
怎样确定成长性公司股票

业务记录的重要性：销售收入和收益
麦当劳，非科技类高成长性股票的典型案例
[小结]

05 内在价值 / 061

计算内在价值
什么时候买入股票：要考虑安全边际
[小结]

06 巴菲特的投资原则=价值+成长性 / 075

伯克希尔·哈撒韦是一只成长性股票
价值 + 成长性
伯克希尔·哈撒韦公司的投资案例
[小结]

第三部分 利用别人的钱

07 保险：别人的钱 / 097

保险公司：利用别人的钱
[小结]

08 再保险：更多别人的钱 / 107

规模很重要：伯克希尔·哈撒韦公司对通用再保险公司的收购
诚信保险公司的失败
[小结]

09 延期纳税：来自政府的免息贷款 / 118

伯克希尔·哈撒韦公司持有的 100 亿美元政府免息贷款的价值
10 000美元投资25年的收益情况：有税收延期待遇和没有税收延期待遇
[小结]

第四部分 在零售业、制造业及公用事业领域内的成功

10 如果你不了解珠宝，那你就去了解珠宝商 / 125

与沃尔玛的比较：成本优势

黑尔斯博格钻石公司，本桥珠宝公司及其他珠宝公司

盈利能力：伯克希尔·哈撒韦公司的珠宝企业与蒂芙尼公司的较量

[小结]

11 要像B女士这样去和别人竞争 / 133

知道何时不展开竞争：内布拉斯加家具城

威利家具店

事达家具店和约旦家具店

寇特家具的商业服务

[小结]

12 为什么投资公用事业公司 / 139

中美能源公司收购案和其他收购案的相似性

非价格收购的4个标准

[小结]

13 制造业公司，诚信经营带来的高利润 / 147

史考特飞兹公司的成功

萧氏工业集团、马尔蒙控股公司以及麦克莱恩公司

[小结]

第五部分 风险、多元化以及卖出股票的时机

14 风险和波动性：如何从盈利的角度来思考 / 155

风险和收益：持有期限

波动性带来机会

1987年市场急剧下跌带来的机会

1973—1974年以及2008—2009年的缓慢下跌

不仅仅是下跌风险

[小结]

15 流动性带来机遇：为什么要持有现金 / 164

流动性和机遇

伯克希尔·哈撒韦公司的可转换投资

伯克希尔·哈撒韦公司的近期投资：箭牌公司、高盛集团、通用

电气公司、瑞士再保险公司和陶氏化学公司

[小结]

16 多元化：你到底该持有几个篮子 / 170

多元化

伯克希尔·哈撒韦公司的多元化程度如何

你应该持有多少只股票

菲利普·费雪警告反对过度多元化

多元化和“多元恶化”

[小结]

17 最佳时机：何时卖出股票 / 177

伯克希尔·哈撒韦公司股票组合的交易量：为什么巴菲特似乎永

远持有某些股票

两个主要的卖出理由

[小结]

第六部分 市场效率

18 股票的市场效率 / 187

我在股市中能赚到钱吗

绝大多数学者赞成有效市场理论

市场无效的最新证据

[小结]

19 套利和对冲基金 / 194

兼并交易中的套利

巴菲特成功套利的案例

长期资本管理公司：一只对冲基金和伯克希尔·哈撒韦公司的故事

你应该投资对冲基金还是私募基金呢

[小结]

第七部分 盈利能力与会计

20 M = Monopoly (垄断) = Money (财富) / 205

拓宽“护城河”

垄断公司的收益

主导地位并不意味着高利润

如何寻找垄断公司

不要急于抛掉垄断公司的股票

[小结]

21 高度竞争的行业中谁能取胜 / 214

保险是类似于零售行业的商业企业

领头羊的两大特征：低成本和客户满意度

公司如何将低成本保持下去

[小结]

22 好事还是坏事：房地产、工厂和设备 / 221

资本密集度

资本密集度和管理质量

[小结]

23 成功的关键：净资产收益率和其他比率 / 227

净资产收益率：一家企业的基本业绩

资产收益率

巴菲特与会计学

[小结]

24 会计商誉的重要性 / 233

会计商誉和它的经济价值

商誉和收益

收购企业的商誉和收益

[小结]

第八部分 投资心理学

25 你应该知道多少心理学知识 / 241

大众与你

检查你的买卖模式

你可以改变自己吗

心理学如何帮助你

如何理解心理倾向性

投资决策中的重要问题

[小结]

26 错误的力量 / 253

错误和霉运

从错误中学习

为之错和不为之错

[小结]

第九部分 公司治理

27 股息在这个时代有意义吗 / 261

伯克希尔·哈撒韦公司不支付股息

微软公司和它的特殊股息

[小结]