

巴菲特 致股东的信

投资者和公司高管教程

THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT
Lessons for Investors and Managers (4th Edition)

[美] 沃伦 E. 巴菲特 (Warren E. Buffett) 著 杨天南 译
劳伦斯 A. 坎宁安 (Lawrence A. Cunningham) 编



机械工业出版社
China Machine Press

巴菲特 致股东的信

投资者和公司高管教程

| 原书第4版 |

THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT

Lessons for Investors and Managers (4th Edition)

[美] 沃伦 E. 巴菲特 (Warren E. Buffett) 著
劳伦斯 A. 坎宁安 (Lawrence A. Cunningham) 编 杨天南 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程（原书第4版）/（美）沃伦 E. 巴菲特著；（美）劳伦斯 A. 坎宁安编；杨天南译. —北京：机械工业出版社，2018.3
（华章经典·金融投资）

书名原文：The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Mangers

ISBN 978-7-111-59210-5

I. 巴… II. ①沃… ②劳… ③杨… 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（2018）第 029829 号

本书版权登记号：图字 01-2017-9171

Warren E. Buffett, Lawrence A. Cunningham. The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Mangers, 4th Edition.

ISBN 978-1-118-82115-2

Copyright © 1997, 1998, 2000, 2009, 2014 by Lawrence A. Cunningham.

This translation published under license. Authorized translation by Lawrence A. Cunningham. Simplified Chinese translation copyright © 2018 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Lawrence A. Cunningham 授权机械工业出版社在全球独家出版发行。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。

巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程

出版发行：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：程天祥

责任校对：殷虹

印刷：北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版次：2018 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

开本：147mm×210mm 1/32

印张：14.75

书号：ISBN 978-7-111-59210-5

定价：99.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光/邹晓东

| 译者序 |

巴菲特成功的八字诀 与时俱进，良性循环

巴菲特的投资方法到底适不适合中国人？这个话题争论了很多年。

对于这个问题，我应该有一点小小的发言权，因为自从1995年的金秋时节，我初次读到关于巴菲特的书籍之后，22年来（1995年秋至2017年秋）大约获得了1000倍的投资回报。在股市最近十年步履蹒跚的情况下，我甚至以白纸黑字的专栏形式取得了“十年半十倍”的纪录（详见《一个投资家的20年》第2版）。“一本书改变一个人的命运”，这样的故事在我身上得到了真实的演绎。

这本《巴菲特致股东的信》（原书第4版）虽由坎宁安教授剪辑编排，但内容素材却完全来源于巴菲特历年亲自撰写的年报。

今年 88 岁的巴菲特，至今还能“每天跳着踢踏舞上班”，这本身就已是值得我们学习的奇迹。他一生奋斗，栉风沐雨，惊涛骇浪，履险如夷，丰富的经历，深邃的思考，数十年的磨炼使其思维极为严谨精密。这个特点转化在文字上，表现为英语句式中的从句套从句。以至于我在原书中甚至遇见过一句话长达七八行，中间没有任何停顿、没有标点符号这种复杂的情况。如何将这样的语句在尊重原意的情况下，翻译为适合于中文读者的文字，多多少少要费一番脑筋。

通常人们形容读到一本好书的感受时，会说“像是品尝了一杯美酒”，而我在翻译的过程中，在多处感觉像是在美酒的海洋中徜徉。我们今天遇到的很多问题，他老人家在数十年前就遇见过，并且已经给出了智慧的答案。

除了对于投资有兴趣的朋友外，我大力推荐企业家们应该好好读一读巴菲特。巴菲特的那句名言“我是一个不错的投资家，因为我是一个不错的企业家；我是一个不错的企业家，因为我是一个不错的投资家”，正是实业与资本结合的真实写照。

关于巴菲特一生的成功秘诀，已经有无数人做出了评价，我个人认为可以归结为八个字：与时俱进，良性循环。

巴菲特早年师从格雷厄姆，后来遇见费雪，再后来与芒格搭档，可以说是一个终身学习的典范。巴菲特曾经说过，自己 85% 是格雷厄姆、15% 是费雪，但《巴菲特之道》作者哈格斯特朗的说法是，“如果今天有机会再做一次表述，巴菲特可

能会承认他的方法 50% 来自格雷厄姆，50% 来自费雪，二者平分秋色”。谈到芒格对自己的影响时，巴菲特说是芒格“让自己从猩猩进化为人类”。

可见，任何对于巴菲特投资理念僵化不变、刻板固执的理解，都是画地为牢，作茧自缚。真正的巴菲特是“活”的巴菲特，是与时俱进的巴菲特。

除了投资功力上的与时俱进之外，我认为还有一个非常重要的特征对于他取得今天的成功至关重要——良性循环。

良性循环又分为两个层面，一是财务上的良性循环；二是人际关系、社会关系上的良性循环。

一家公司的失败可能由各种导火索引发，或是研发不力，或是营销无方，或是库存积压，或是应收账款无法收回等，但无论是什么原因，最终有一点都是一样的——财务恶化。人们见过的所有企业失败基本上都是由财务上无法形成良性循环造成的。

反观巴菲特，无论是早年投资 2500 万美元买下禧诗糖果，还是后来投资 10 亿美元入手可口可乐，如今获得的分红早已远远超过当年的投资本金，而后续分红依然源源不断，且呈现出越分越多的趋势。这种“每做一笔投资，就多出一股现金流”的行为坚持了几十年，结果就是如今伯克希尔旗下拥有数十家企业，每年可以提供源源不断的资金弹药，这才是巴菲特可以大声说“我喜欢熊市”的底气所在。

良性循环的第二个层面是人际和社会关系上的良性循环。“与坏人打交道，做成一笔好生意，这样的事情，我从来没有遇见过。”巴菲特的这句名言令人深思。从早期买入内布拉斯加家具大世界时，对老板 B 夫人体现出的信任，再到后来大量购买《华盛顿邮报》的股票后，主动让出投票权释出的善意，无不体现了巴菲特的识人之智，日后也得到了正面积极的反馈。

坚持与合适的人、合适的企业打交道，与人为善、良性互动、相濡以沫、相互尊重、相得益彰、交相辉映，这是巴菲特多年一直保持成功的关键。

跳出投资看投资，这对于我们也具有十分重要的现实指导意义。我们所说的“好人会遇见更好的人”“认真的人得到认真的结果”，可以说就是第二层面良性循环的必然因果。

二十多年来，中国大地上受益于巴菲特投资思想而取得财务自由的人从南到北，远不止一例，这表明他的投资理念可以跨越种族与国界。从别人的故事里，找到自己的人生启发，这就是读书的意义所在。再过 20 年，人们一定会看到更多人的命运会因为今天读到这本书而改变。

杨天南

2018 年 1 月

一本渴望已久的书

我对于沃伦·巴菲特的研究已经有 15 年了。在这个过程中，我遇到数以百万计的人，收到过各种各样的研究主题，包括什么样的气质造就优秀企业，如何进行企业估值，如何看待股市行为等。总之，巴菲特给我们人生道路的前行之旅提供了一幅关于投资的智慧地图。然而，对于沃伦·巴菲特的学习和研究，远远不能局限于股票市场。劳伦斯 A. 坎宁安先生的力作《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》一书是研究巴菲特思想最好的教程，它涵盖了公司治理、兼并与收购、会计、税务等多个方面的内容。

乍看之下，一些读者或许认为这本教程对于自己在股市上能否盈利似乎无足轻重，但这种看法可能是个错误。对于那些认为自己是投资者的人而言，这种看法一定是个错误。如果你将自己定义为一个企业的持有人，那么，这个企业的管理如

何，长期而言，对公司价值以及未来的股票价格将有着非常重大的影响。当然，如果你是个投机者、赌徒、炒家，长期的公司管理优劣对于你短期持股几乎没什么影响。

总有些权威人士认为，对公司管理进行评估是浪费时间。原因在于，评估管理这个工作缺乏数字的精确性，而且即便管理能够被测量，它们的价值也已经反映在公司的财务报表之中，因此，任何对于管理价值的加减都有重复计算之嫌。对于这两种态度，巴菲特都不赞同。他对于管理的看法告诉我们，公司未来的价值很大程度上取决于管理层的行为。

坎宁安的这本《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》不仅仅对投资者有益，它也应该是公司管理层和董事会成员的上佳读物。在一个股市高度透明以及短线股价变化经常莫名其妙的时代，公司高层应该认真阅读并思考巴菲特的建议。一定要明白，如果一个公司确立起来了诚信、理性、公平的好名声，股市最终会给予奖励。

关于沃伦·巴菲特的书很多，我也写过两本书分析他的投资方法。此外，还有两本关于巴菲特的传记，以及一些关于他的风趣和魅力的短篇。尽管已经有了这么多关于他的书，但还是无法取代一个事实。在很多时候，我多么希望有这样一本书，能让我重新阅读巴菲特在伯克希尔公司年报里呈现的那些经典段落。

现在，我要感谢劳伦斯 A. 坎宁安先生，我们终于有了渴望已久、编排易读的巴菲特经典文集。巴菲特投资准则和理念的生命力是永无止境且无可估价的。如果你曾经读过巴菲特的年报，那么可以重温一下。如果你从来没有读过这位 20 世纪最伟大投资家的思想，那就准备开始吧！

罗伯特 G. 哈格斯特朗

《巴菲特之道》作者

投资经典《巴菲特致股东的信：股份公司教程》（*The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*）一书第1版的核心内容，来源于20年前（1996年）的一场研讨会，那场研讨会由塞缪尔和罗尼·海曼公司治理研究中心（Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance）主持，在本杰明 N. 卡多佐法学院（Benjamin N. Cardozo School of Law）召开。这个为期两天的研讨会，聚集了数百名高校学生，期间大约三十多位杰出的教授、投资家、企业家发表了精彩的观点。更为重要的是，巴菲特和查尔斯 T. 芒格（Charles T. Munger）始终坐在前排，亲自参与了这个研讨会。

《巴菲特致股东的信：股份公司教程》这本书是我在卡多佐法学院教授商学的标准教科书，它同时被其他法学院、商学

院在投资、财务、会计等课程中采用。一些投资公司也将这本书送给自己的工作人员和客户作为培训交流的项目。我非常高兴能经常收到来自这些学生、教师以及其他读者的积极反馈，并且乐见这本书在教学过程中所发挥的作用。特别致谢汤姆·约翰森（Tom Johansen）教授（海斯堡大学，堪萨斯）和莱昂·陈（Leo Chan）教授（特拉华州立大学）。

还要感谢巴菲特先生的好友、顾问罗伯特·德纳姆（Robert Denham）先生，我与他在研讨会之后一直保持联系。德纳姆是芒格-托里斯-奥尔森（Munger, Tolles & Olsen）律师事务所的合伙人，是他和另一位我们共同的朋友，律师事务所先前的同事，现在也在学院任教的门罗·普利斯（Monroe Price）教授将我和我们学院引荐给巴菲特，感谢他们二位开启的交流之门。也感谢巴菲特的亲密朋友卡罗尔·卢米思（Carol Loomis）女士，她每年都帮助巴菲特整理给股东的信。特别感谢来自塞缪尔和罗尼·海曼公司治理研究中心等机构的支持。

相较于前三版，《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》这个新版本保留了原来的架构和哲学，但是增加了一些巴菲特最新的年报内容。这些新增的内容被编入了书中的相应篇章，它们有机地融为一体，丝毫不影响读者在阅读过程中获得对于稳健企业和投资哲学的整体印象。为了帮助读者区分书中哪些部分是新增的内容，在书末的“注释”部分标注了这些

内容是选自哪些年度的致股东的信件。为了不影响整体的阅读流畅性，正文中的省略部分将不再使用省略号或其他标点符号标出。

这个新版《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》对于稳健企业和投资理念的描述没有什么改变，因为在当下的社会和商业潮流中，巴菲特先生的理念并无改变。我们所做的，只不过是定期更新而已。

在准备之前的版本中，我得到了无数人的帮助，我想再次感谢他们。特别感谢巴菲特先生，他不仅参加了那个研讨会，而且使内容更加丰富多彩。能得到他的允许，重新编辑和出版他的信件，这是我极大的荣耀。他的合作伙伴芒格先生不仅参与研讨，而且还主持了讨论，他同样值得我再次的感谢。

劳伦斯 A. 坎宁安

于纽约

| 目 录 |

译者序 巴菲特成功的八字诀——与时俱进，良性循环

第3版推荐序 一本渴望已久的书

第4版前言

开场白 与所有者相关的企业原则 1

导 言 17

 公司治理 20

 财务与投资 26

 投资替代品 35

 普通股 37

 兼并与收购 42

 估值与会计 45

 会计诡计 49

 会计政策 51

 税务问题 51

第 1 章 公司治理

A. 完整公平的信息披露	55
B. 董事会与公司高管	59
C. 企业变化的焦虑	78
D. 社会契约	87
E. 由股东决策的公司捐赠方法	91
F. 公司高管的报酬原则	99
G. 风险、声誉和失察	114

第 2 章 财务与投资

A. 市场先生	121
B. 套利	127
C. 戳穿标准教条	136
D. “价值”投资：多余的两个字	151
E. 聪明的投资	161
F. 捡烟蒂和惯性驱使（机构强迫症）	172
G. 生命与负债	177

第 3 章 投资替代品

A. 三类投资资产	184
B. 垃圾债券	191
C. 零息债券	201
D. 优先股	211
E. 衍生品	227
F. 外汇和国外权益	241
G. 房屋产权：实践和政策	250

第 4 章 普通股投资

A. 交易的祸害：交易成本	257
B. 吸引正确的投资者	264
C. 分红政策与股票回购	266
D. 拆股与交易活动	281
E. 股东策略	285
F. 伯克希尔公司的资本重构	286

第 5 章 兼并与收购

A. 错误的动机和高昂的代价	295
B. 合理的股票回购和绿色邮件讹诈式回购	311
C. 杠杆收购 (LBO)	312
D. 稳定的收购政策	315
E. 出售企业	320
F. 有选择的买家	326

第 6 章 估值与会计

A. 伊索寓言和失效的灌木丛理论	332
B. 内在价值、账面价值和市场价格	337
C. 透视盈余	346
D. 经济的商誉 vs. 会计的商誉	353
E. 股东盈利和现金流谬论	365
F. 期权的估值	375

第 7 章 会计诡计

A. 会计把戏的讽刺	382
------------	-----

B. 标准的设定	390
C. 股票期权	391
D. “重组”费用	398
E. 退休福利估计	404
F. 账面盈利的实现问题	407
第 8 章 会计政策	
A. 并购	410
B. 分部数据和会计合并	413
C. 递延税项	414
D. 退休福利	417
第 9 章 税务问题	
A. 公司税负的分配	422
B. 税务和投资的哲学	429
后记	437
注释	447