

导 言

巴菲特给股东的 8 堂投资课

讲课主题：长期价值投资策略

讲课人：沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)

讲课地点：伯克希尔·哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.)

讲课时间：伯克希尔·哈撒韦公司年度股东大会期间

主要教材：巴菲特致股东的信 (1970 年 ~ 2003 年)

课程难度：简单，只需要小学算术和基本财务知识

课程安排：

第 1 课	自知
第 2 课	选股
第 3 课	估值
第 4 课	市场
第 5 课	买价
第 6 课	组合
第 7 课	持股
第 8 课	案例

教授：沃伦·巴菲特

如果你在 1956 年把 1 万美元交给巴菲特，它今天（2002 年）就会变成大约 2.7 亿美元，这仅仅是税后收入。

——安迪·基尔帕特里克^①

巴菲特个人简历：从 100 美元到资产 400 亿美元的世界第二富翁

姓名：沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)

出生年月：1930 年 8 月 30 日

出生地：美国奥马哈 (Omaha, U.S.A.)

年龄：74 岁

1947 年~1949 年，宾夕法尼亚大学沃顿商学院学习。

1949 年，转入内布拉斯加大学学习。

1950 年春季，内布拉斯加大学大学毕业，获得理学学士学位。

[美]安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年，第 1 页。

1950 年秋季进入哥伦比亚大学研究生院学习，得到了格雷厄姆在哥伦比亚大学教授证券分析课程 22 年来惟一给过的“ A + ”。

1951 年 6 月，在哥伦比亚大学毕业，获得硕士学位。

1951 年 ~ 1954 年，毕业后巴菲特回到奥马哈，到父亲的巴菲特—福尔克公司交易部做股票经纪人。

1954 年，巴菲特前往纽约到恩师格雷厄姆的投资公司“格雷厄姆—纽曼公司”任职。

1956 年，格雷厄姆退休后，投资公司解散，巴菲特带着他从格雷厄姆那儿学到的投资策略重返奥马哈，开始独立管理投资。

1956 年，巴菲特 26 岁时成立了巴菲特合伙企业——巴菲特有限公司，集资 10.5 万美元。巴菲特象征性投入 100 美元，他的报酬主要来自于做为投资管理人以一定的比例从投资利润中分成。到 1969 年，巴菲特因为股市过于狂热而解散合伙人公司为止，在 1957 年 ~ 1969 年的 13 年期间，取得了 30.4% 的年平均收益率，远远超过了道·琼斯 8.6% 的年均收益水平^①。这 13 年里，道·琼斯工业指数下跌了 5 次，而巴菲特的合伙投资公司却是从来没有发生过亏损。

1965 年，巴菲特合伙公司买入伯克希尔公司 49% 的股票，1968 年 4 月增持到 70%。

1969 年，巴菲特决定解散合伙公司，因为他认为股票市场正处于高度投机的狂热之中，真正的价值在投资分析与决策中所起作用越来越小。巴菲特对合伙公司的资产进行了清算，他把合伙公司的资产分配给投资人，合伙公司持有的伯克希尔

^① [美] 罗伯特·哈格斯特朗：《沃伦·巴菲特的投资组合》机械工业出版社，2000 年，第 50 页。

公司的股票也按比例进行分配。

1969年，合伙公司解散后，巴菲特将2500万美元的个人资产全部买入伯克希尔公司的股票。目前，巴菲特在伯克希尔公司1528217股A股股票中，巴菲特一个人就拥有477166股（约占31.1%），为第一大股东。他的妻子拥有34476股（占2.3%）。

巴菲特担任伯克希尔公司的董事长兼首席执行官。他的长期合作伙伴查理·芒格担任副董事长。

在1965年~2003年间，也就是从巴菲特1965年控股并开始管理伯克希尔公司投资之后，伯克希尔公司每股净值由当初的19美元成长到2003年底的50498美元，年复合成长率约为22.2%。在战后美国，主要股票的年均收益率在10%左右，巴菲特却达到了22.2%的水平。1993年荣登世界首富，而且之后基本上一直保持在第二的位置。

2004年2月27日，美国权威杂志《福布斯》推出了2004年度全球富豪排行榜，号称华尔街“股神”的巴菲特以429亿美元再度名列世界第二富翁。

如果他能让旗下公司保持其历史平均的22%的年利润增长速度，到2009年，巴菲特80岁的时候，他将可能成为历史上绝无仅有的千亿富翁。

巴菲特成为世界亿万富翁的路径与其他人截然不同。石油大王约翰·D·洛克菲勒、钢铁大王安德鲁·卡内基和软件大王比尔·盖茨等都有一个共同特点，即他们的财富都来自一种产品或发明。而巴菲特却是个纯粹的投资家，他从100美元开始，仅仅从事股票投资和企业并购，成为个人资产429多亿美元的20世纪世界超级富豪之一。

作为惟一能在《福布斯》富豪排行榜上进入前10位的著

名投资人，他的财富远远超越了乔治·索罗斯（George Soros）、彼得·林奇（Peter Lynch）等同样富有盛名的同行。

2003年7月，美国《财富》杂志出版了“影响力特刊”，推出该刊评选的全球最有影响力的25名商业人士名单，美国股神沃伦·巴菲特名列榜首，微软的比尔·盖茨、沃尔玛的李·斯科特、花旗的桑迪·威尔、新闻集团的鲁伯特·默多克分别排名全球最有影响力商业人物第二位至五位。巴菲特之所以名列榜首，最重要的原因是他是伯克希尔·哈撒韦的董事长和CEO。

巴菲特投资业绩：39年盈利2595倍

沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”在美国《财富》杂志1999年底评出的“20世纪八大投资大师”中名列榜首。^①

我们将巴菲特管理的伯克希尔公司39年来的逐年投资绩效与美国标准普尔500种股票价格指数绩效相比，可以发现巴菲特在其中的34年击败指数，只有4年落后于指数，更难能可贵的是，美国股市在这39年中有10年出现下跌甚至大幅下跌，巴菲特管理的伯克希尔公司在这39年中只在2001年发生了-6.2%的净资产值下跌，其余38年中则持续增长。

在39年的时间里——从艾森豪威尔时代到比尔·克林顿执政，无论股市行情牛气冲天抑或疲软低迷，无论经济繁荣抑或不景气，巴菲特在市场上的表现总是非常好。巴菲特的投资理念不但为他创造了惊人的429亿美元的财富，也为他的股东

^① Theodore Spencer: “The Investors of the Century,” *Fortune*, Dec.20, 1999.

带来了巨大的财富升值。

如果一个人在 1956 年巴菲特职业生涯开始投入 1 万美元并且坚持到底，那么到 2002 年，它将变成约 2.7 亿美元，而且这仅仅是税后收入^①。

如果一个人在 1964 年巴菲特掌管伯克希尔公司时开始投入 1 万美元并且坚持到现在，那么到 2003 年年底，这 1 万美元的投资回报将会达到 2 595 万美元。

让我们设想一个现代版灰姑娘的传奇故事：

1964 年，一个 21 岁刚毕业的穷困女大学生，如果从第一年微薄的薪水中积攒了 1 万美元，他只需要将钱交给巴菲特，然后什么都不用费心，股神巴菲特就会用他的金手指在 39 年后把这位穷女大学生变成一位身价 2 595 万美元的千万富姐，60 岁的她可以买任何一双她喜欢的水晶鞋，嫁任何一位她喜欢的白马王子。

巴菲特与基金经理、 股票指数的投资业绩比较

下面这个故事会告诉我们，巴菲特与基金经理、股票指数完全不同的投资业绩，会给投资人带来完全不同的未来生活：

一位 1963 年毕业的美国穷大学生，1964 年辛苦工作了一年后终于攒下了 1 万美元的存款。22 岁年轻的他经过一整夜的思考后决定不买汽车，而是在 1965 年初买入投资基金，进行长达 39 年的长期投资，以保证退休后过上体面的小康生活。

^① [美] 安迪·基尔帕特里克：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年，第 1 页。

但市场上有成千上万的投资基金管理人，他该选择哪一个呢？他的选择非常重要，不同的基金管理人决定了他 60 岁后的财富多少，这也将导致他的退休生活将会有天壤之别。

第一种选择是最简单的方式：选择一位指数基金管理人，他的目标是跟随市场，通过复制与指数相同的投资组合来取得与市场整体平均水平相近的投资回报。美国股市标准普尔 500 指数的年均投资收益率在 10% 左右。1 万美元将增值到 47.43 万美元。47 万美元可以让他与老伴周游世界。

第二种选择是最常见的方式：选择一位积极型投资基金管理人，他的目标是战胜市场。但结果令人十分失望，1942 年 ~ 1997 年间，50 年来标准普尔 500 指数几乎年平均超过积极型共同基金的平均水平 1.3% 左右^①。1 万美元只能增值到 23.80 万美元。如果再扣除每年基金收取的管理费（按 1% 计算）只能增值到 17.75 万美元。由于只有 17 万美元，他和老伴只能周游美国了。

第三种选择是最神奇的方式：选择现在是无人不晓但当时是无人知晓的巴菲特，买入他管理的伯克希尔公司股票。结果将如同梦幻一般。在 1965 年 ~ 2003 年的 39 年期间持续战胜市场，投资收益率达到了 22.2% 的水平^②。1 万美元将增值 2 593.85 万美元。他只需投资 1 万美元，然后什么都不用管，39 年后就可以在退休后过着千万富翁的奢华生活，他和老伴可以天天周游世界。

^① [美] 约翰·C·鲍格尔：《共同基金常识》，百家出版社，2001 年，第 107 页，第 10 页。

^② Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2003.

这一简单的比较足可以让我们明白，为什么沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，中国人喜欢称之为“股神”（据我观察，在中国其知名度远不如“食神”周星驰）。他从 100 美元起家，只是通过投资成为拥有 400 亿美元资产的世界第二富翁，也使他管理的伯克希尔公司的众多股东已成为了千万甚至亿万富翁。

表 1 和图 1 再一次将巴菲特管理的伯克希尔公司投资收益率与标准普尔 500 指数收益率进行了比较。

表 1 巴菲特管理的伯克希尔公司投资收益率
与标准普尔 500 指数收益率比较

年份	投资收益率			投资 10 000 美元的价值		
	伯克希尔	标准普尔	差距	伯克希尔	标准普尔	差距
1965	23.80	10.00	13.80	12 380	11 000	1 380
1966	20.30	- 11.70	32.00	14 893	9 713	5 180
1967	11.00	30.90	- 19.90	16 531	12 714	3 817
1968	19.00	11.00	8.00	19 672	14 113	5 559
1969	16.20	- 8.40	24.60	22 859	12 927	9 932
1970	12.00	3.90	8.10	25 602	13 432	12 171
1971	16.40	14.60	1.80	29 801	15 393	14 409
1972	21.70	18.90	2.80	36 268	18 302	17 966
1973	4.70	- 14.80	19.50	37 973	15 093	22 380
1974	5.50	- 26.40	31.90	40 061	11 477	28 585
1975	21.90	37.20	- 15.30	48 835	15 746	33 089
1976	59.30	23.60	35.70	77 793	19 462	58 332

续表

年份	投资收益率			投资 10 000 美元的价值		
	伯克希尔	标准普尔	差距	伯克希尔	标准普尔	差距
1977	31.90	-7.40	39.30	102 609	18 022	84 588
1978	24.00	6.40	17.60	127 236	19 175	108 061
1979	35.70	18.20	17.50	172 659	22 665	149 994
1980	19.30	32.30	-13.00	205 982	29 986	175 996
1981	31.40	-5.00	36.40	270 660	28 486	242 174
1982	40.00	21.40	18.60	378 925	34 582	344 342
1983	32.30	22.40	9.90	501 317	42 329	458 988
1984	13.60	6.10	7.50	569 496	44 911	524 585
1985	48.20	31.60	16.60	843 993	59 103	784 891
1986	26.10	18.60	7.50	1 064 276	70 096	994 180
1987	19.50	5.10	14.40	1 271 810	73 671	1 198 139
1988	20.10	16.60	3.50	1 527 443	85 900	1 441 543
1989	44.40	31.70	12.70	2 205 628	113 131	2 092 497
1990	7.40	-3.10	10.50	2 368 845	109 624	2 259 221
1991	39.60	30.50	9.10	3 306 907	143 059	3 163 848
1992	20.30	7.60	12.70	3 978 209	153 931	3 824 278
1993	14.30	10.10	4.20	4 547 093	169 478	4 377 615
1994	13.90	1.30	12.60	5 179 139	171 681	5 007 458
1995	43.10	37.60	5.50	7 411 348	236 234	7 175 114
1996	31.80	23.00	8.80	9 768 157	290 567	9 477 589
1997	34.10	33.40	0.70	13 099 098	387 617	12 711 481
1998	48.30	28.60	19.70	19 425 962	498 475	18 927 487

续表

年份	投资收益率			投资 10 000 美元的价值		
	伯克希尔	标准普尔	差距	伯克希尔	标准普尔	差距
1999	0.50	21.00	- 20.50	19 523 092	603 155	18 919 937
2000	6.50	- 9.10	15.60	20 792 093	548 268	20 243 825
2001	- 6.20	- 11.90	5.70	19 502 983	483 024	19 019 959
2002	10.00	- 22.10	32.10	21 453 282	376 276	21 077 006
2003	21.00	28.70	- 7.70	25 958 471	484 267	25 474 204
39 年年 平均 收益率	22.20	10.40	11.80			
39 年总 收益率	2 594.85	47.43	2 547.42			

数据来源：伯克希尔公司 2003 年报。

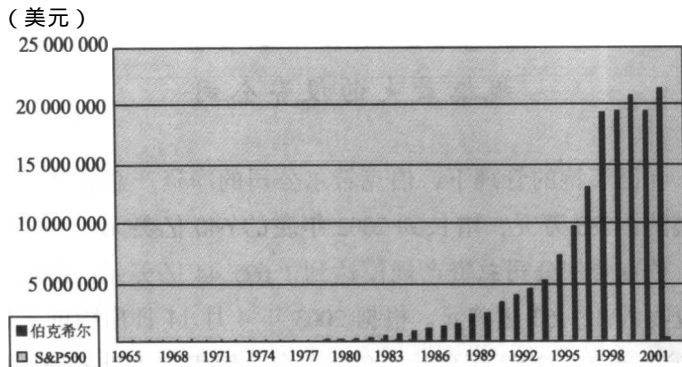


图 1 投资 10 000 美元于伯克希尔公司与标准普尔公司的价值增值比较 (1965 年 ~ 2003 年)

数据来源：伯克希尔公司 2003 年报。

地点：伯克希尔·哈撒韦公司

巴菲特控股并作为董事长进行管理的伯克希尔公司创造了四项投资世界纪录：

1. 最大资产规模的投资公司；
2. 最精干的管理总部；
3. 最贵的股票；
4. 最伟大的投资课堂。

伯克希尔是世界上资产规模最大的投资公司

在巴菲特的管理下，伯克希尔公司的净资产总值从 1964 年底的 2 288 万元，增长到 2002 年底的 640 亿美元。2002 年底，伯克希尔公司总资产规模达到 1 695.44 亿美元，2002 年营业收入 423.53 亿美元。根据 2003 年 4 月 14 日出版的美国《财富》杂志，2003 年全球 500 强大企业销售收入排名中，伯克希尔公司居 78 位，与排名第 69 名和第 70 名的中国石油天然气和中国石油化工集团公司相比，营业收入相差不足 30 亿美元。

但伯克希尔公司的总资产规模已经超过排名第 2 位埃克森

石油公司（2002 年底总资产 1 526 亿美元^①）成为世界上资产规模最大的公司。伯克希尔公司资产规模相当于两个中国石油天然气集团公司（2002 年底总资产 7 361 亿元人民币^②，按 2003 年 8 月 28 日汇率 1 美元折合 8.277 元人民币计算，相当于 889 亿美元）

2003 年，巴菲特管理的伯克希尔公司可以买下中国股市的全部流通股：2003 年 7 月底，中国股市流通总市值为 13 425.09 亿元人民币，相当于 1 621 亿美元（按 2003 年 8 月 28 日汇率 1 美元折合 8.277 元人民币计算），还比不上伯克希尔公司的资产规模 1 695.44 亿美元，二者还相差 74 亿美元。

伯克希尔公司拥有世界上最精干的 的仅由 14 人组成的管理总部

然而最不可思议的是，作为世界上资产规模最大的投资公司伯克希尔总部的管理人员只有两个人：巴菲特和他的伙伴芒格。巴菲特担任公司董事长和 CEO，他的伙伴查理·芒格担任副董事长，公司的管理人员只有他们两位，公司董事会成员只有 7 位，董事年薪只有微不足道的 900 美元。公司总部所有员工只有 13.8 人（有一名会计每周只上 4 天班）但其下属公司员工超过 13 万人。巴菲特并不仅仅是一位投资家，他通过他管理的资产规模庞大的伯克希尔公司在美国乃至全球商界有着巨大的影响力。

^① ExxonMobil Annual Report, 2002, <http://www.exxonmobil.com>.

^② 中国石油天然气集团公司年底财务报告，中国石油天然气集团公司网页，<http://www.cnpc.com.cn>.

伯克希尔公司股票是世界上最贵的股票

1964年，巴菲特控股伯克希尔公司时其股票的平均价格为11美元。2003年，伯克希尔公司股票（A种股票）的最高价格达到了95 700美元。2004年8月9日伯克希尔公司股票收盘价为83 750美元。40年间伯克希尔公司的股价增长了近8 000倍！！（见表2）一股伯克希尔公司股票的价值即使在房价昂贵的上海也足可以买到一套不错的住房。从1965年巴菲特开始管理伯克希尔公司以后，在过去39年以来伯克希尔公司每股净值由当初的19美元成长到2003年底的50 498美元，增长了2 595倍。

表 2 伯克希尔公司股票价格收益率与
标准普尔 500 收益率比较

年份	年末股价 (美元)	股价 涨幅 (%)	标准普尔 500 涨幅 (%)	比较 (%)
1966	17.50	(8.0)	(11.7)	3.7
1967	20.50	15.7	30.9	(15.2)
1968	37	82.7	11.0	71.7
1969	42	13.5	(8.4)	21.9
1970	39	(7.1)	3.9	(11.0)
1971	70	79.5	14.6	64.9
1972	80	14.3	18.9	(4.6)
1973	71	(11.3)	(14.8)	3.5
1974	40	(43.7)	(26.4)	(17.3)
1975	38	(5.0)	37.2	(42.2)
1976	94	147.3	23.6	123.7
1977	138	46.8	(7.4)	54.2
1978	157	13.8	6.4	7.4
1979	320	102.5	18.2	84.3
1980	425	32.8	32.3	0.5
1981	560	31.8	(5.0)	36.8
1982	775	38.4	21.4	17.0
1983	1 310	69.0	22.4	46.6
1984	1 275	(2.7)	6.1	(8.8)
1985	2 470	93.7	31.6	62.1
1986	2 820	14.2	18.6	(4.4)
1987	2 950	4.6	5.1	(0.5)

续表

年份	年末股价 (美元)	股价 涨幅 (%)	标准普尔 500 涨幅 (%)	比较 (%)
1988	4 700	59.3	16.6	42.7
1989	8 675	84.6	31.7	52.9
1990	6 675	(23.1)	(3.1)	(20.0)
1991	9 050	35.6	30.5	5.1
1992	11 750	29.8	7.6	22.2
1993	16 325	38.9	10.1	28.8
1994	20 400	25.0	1.3	23.7
1995	32 100	57.4	37.6	19.8
1996	34 100	6.2	23.0	(16.8)
1997	46 000	34.9	33.4	1.5
1998	70 000	52.2	28.6	23.6
1999	56 100	(19.9)	21.0	(40.9)
2000	71 000	26.6	(9.1)	35.7
2001	75 600	6.5	(11.9)	18.4
2002	72 750	(3.8)	(22.1)	18.3
2003	75 300	3.5	11.9	(8.4)

数据来源：Barron's. August 11, 2003, Legg Mason, National Quotation Bureau, Bloomberg.

伯克希尔公司是世界上 最伟大的投资课堂

巴菲特控股伯克希尔公司后，1970年起开始担任董事长至今。从1970年起，每年在伯克希尔公司的年报中作为董事长给股东的信中经常公开讲述他的投资策略，并逐一讨论当年伯克希尔公司所有重大的投资情况。在股东大会结束后，巴菲特回答股东的各种提问。其中大部分是关于巴菲特管理伯克希尔公司做出的投资决策的问题。

从1965年~2003年的39年间，巴菲特把伯克希尔公司变成了一所传授他的投资思想的学校，课堂就是伯克希尔公司股东大会，教材就是他每年在公司年报中写给股东的信。巴菲特的学生就是伯克希尔公司的全体股东。2002年股东大会吸引了来自世界各地1.5万名股东前往，超过了2001年的1.4万人。

巴菲特丰富的人生经历和充满魅力的人格，以及简单质朴却又奥妙无穷的投资哲学和投资策略吸引着众多的投资者和企业的管理决策者。他们每年一次像圣徒朝圣一样，到奥马哈参加伯克希尔公司年度股东大会，聆听巴菲特关于投资的智慧言论。

巴菲特的家乡位于美国中部小城市奥马哈，伯克希尔公司在当地召开的股东大会是当地每年一度的盛事。不管是华尔街的重量级券商、普通美国投资人，或是欧洲、亚洲等地方的巴菲特迷们，一大清早都会在会场入口前排起长龙的队伍，以便进场能坐到好位置。

有意思的是股东大会往往只有5分钟~10分钟时间。每