

第一部分

巴菲特方法的基本艺术

1. 如何使用本书

教训和训练是沃伦·巴菲特投资哲学的关键因素——别人失败的教训与沃伦由此获得的训练，只有在某个企业确实具有发展前途时，沃伦才会买进该企业的股票。沃伦正是从企业前途角度出发，利用股市上他人失败的教训来训练自己。从企业前途角度投资就是本书的主题所在。

凭借从企业前途角度投资这一原则，沃伦成为全球第二首富，目前沃伦的净资产已超过了 200 亿美元。在《福布斯》(Forbes) 全美 400 名巨富排行榜中，沃伦是唯一从股票市场发家致富的亿万富翁。在过去的 32 年里，他的投资组合平均收益率达到 23.8%。

人类经常受到从众心理的制约，因此经常成为股市起伏不定的受害者，而难有像沃伦那样训练有素的人才能获得可观的利润。当道·琼斯工业指数下跌到 508 点时，整个股市一片恐慌。而沃伦从企业前途考虑，胸有成竹地在各底大肆买进优秀企业的股票。而当股市回升进入平稳状态时，沃伦还是从企业前途考虑，不盲目地将资金投向冒险企业，因为这些企业既没有发展前途，将来也不大可能给他带来可观的回报。

本书就是讲述从企业前途投资这一原则的，我们同时也探究这条原则的起因与发展。同时，本书还会涉及沃伦的良师益友本杰明·格雷厄姆的早期著作，还有其他一些金融专家的观点。并且会利用实例来探讨沃伦哲学的真谛所在。

沃伦通过投资于不同类型企业的股票来聚集财富。他的首选

是完全拥有那些优秀企业的股票，这些企业往往有出色的管理人员与良好的经济状况。如果他做不到这一点，次优方案就是长期持有这些公司的部分普通股。然而，让人们迷惑不解的是，沃伦也投资于固定收益的长期、中期和短期证券，而且在套利领域，沃伦也是个大玩家。

沃伦所投资的企业性质随着他不同的投资方式而变化。他为套利目的所投资的公司可能与他长期投资的公司分属不同的类型。但无论如何，沃伦都是从企业前途角度来考虑是否投资于这些企业的。

大多数人都可以理解沃伦从企业前途角度投资这一思想，但很少有人愿意花功夫去透彻地掌握沃伦的投资技巧与方法。本书的目的就是逐步地展现沃伦哲学的基础和应用方法，这样，读者就可以从中掌握一些技巧，并在实际中加以运用。

在切入正题以前，我想先介绍一些贯穿全书的概念和专业术语，并且提醒你在何处可以遇到这些词。

首先，我们来探讨“内在价值”这个概念。在过去的一个世纪里这个词的定义一直争论不休。我们之所以要用这个概念，是因为只有当某项投资至少可以以其内在价值卖出时，沃伦才会选择这项投资。

要想探究沃伦的投资哲学，关键就是决定某项投资的内在价值。对于沃伦来说，某项投资的内在价值就是该项投资所产生的年盈利收益率。

正是利用这一预期的年盈利收益率，沃伦才决定某项投资是否值得。沃伦一般先预测未来（比如 10 年后）的收益，然后将目前该项投资的买价与预期收益相比，计算出多长时间后才能达到这一预期收益。在本书后面的章节中，我们会介绍一个公式，可以计算出投资的预期报酬率。这个年盈利收益率正是沃伦对不同的投资项目进行比较选择的标准。

举个简单的例子：假若沃伦以每股 10 元的价格购买 X 公司的股票，并且预计 10 年后股价会上涨到 50 美元，那么他就可以计算出这 10 年的年收益率为 17.46%，沃伦把 17.46% 与其他投资的收益率相比较，以决定这项投资是否值得。

你可能会问：沃伦的内在价值模型需要计算投资的未来价值，这预期的内在价值是怎样得来的呢？

这就是解决沃伦投资哲学之谜的关键，也是本书大部分内容的中心议题。

总之，沃伦强调未来收益的可预测性。他认为，如果没有这种可预测性，那么对未来价值的测算就是一种投机，而这就有可能引发愚蠢的行为。

只有当某项投资的未来收益能以较高的确定性预测时，沃伦才进行长期投资。这种确定性去掉了公式中的风险因素，从而使未来价值的确定具有较强的可信性。

在知道这一点以后，我们来看沃伦怎么运用数学公式来决定某项投资的内在价值，以及投资报酬率会是多少。某个投资项目的特点和其投资回报率将决定一项投资的内在价值。

我们把沃伦的成功秘密归纳为：

1、只有可以合理地预测未来收益时，沃伦才进行长期投资（这一点读者已经知道了）

2 沃伦发现，那些可以合理地预测未来收益的公司大都具有优秀的经济状况，这样该企业就可以自由地进行新投资，或者提高资金的使用效率，从而挣得更多的利润。

3 优秀公司的成功大都通过股票的高额回报和较高的收益来体现。这种现象沃伦称之为消费者垄断。而且，这些公司的管理人员会把股东的利益放在首位。

4、证券价格将决定投资的预期收益。价格越低，收益越高；

价格越高，收益就越低。（这点将在第7章中详细论述）

5 和其他专业投资人员不同，沃伦会选择他喜欢的企业，并且由价格（即预期收益）来决定是否购买。（这就像沃伦在中学时挑选约会的女孩一样。在选好目标之后，他会耐心地等待女孩和她的男朋友分手，然后开始追求。）

6 沃伦已计算出，用合适的价格投资于一个优秀企业，将至少产生 15% 的年回报率。沃伦怎么决定购买哪种股票，什么价格合适，这将是本书的中心内容。

7 最后，沃伦发现一种可能获得别人的资金来使用的方法，这样他就可以利用这些资金进行投资，从而赚取利润。最初他是和别人一起合伙，后来是通过购买保险公司从而获取公众的资金。

通过本书，我想教给读者我知道的一切。当你读完本书后，你就会明白沃伦以及他从企业前途角度投资的原则。但最重要的是，你将学会怎样去投资，从而获得 15% 以上的回报率。

我知道，大多数读者都认为：为了变富，你必须在一夜之间挣很多钱。这不是事实。变富只需要像沃伦那样长期不间断地获得高于平均利润率的收益。

我还会告诉你变富的另一条途径——与人合伙投资。沃伦也运用过这种办法。总之，我的意图是将从一贫如洗引向发家致富。现在，让我们开始学习吧，探索巴菲特成功的秘密。

2. 基本认知

已故的本杰明·格雷厄姆，是华尔街的资深投资学家，他的名著《证券分析》重印了四版。他是沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学读书时的教授，后来，巴菲特成为格雷厄姆在纽约的投资公司——格雷厄姆—纽曼公司的职员，在以后的 30 多年时间里，两人成为好朋友。正是格雷厄姆提出：“当投资是最靠近企业的方式来进行时，投资是最明智的。”如果说巴菲特的成功有什么秘诀的话，也就是信奉这条原则。正是基于这一原则的框架，沃伦创造了自己庞大的财富王国。

沃伦的发迹始于 1957 年，那时，他的家人和朋友在他的投资合伙有限公司里共投资了 10.5 万元美。今天，沃伦的财富已超过了 200 亿美元。如果没有格雷厄姆的“从企业前途投资”这一原则的引导，沃伦就不会有今天的成就。正是这一至理名言，使沃伦开创了辉煌的事业。

尽管沃伦信奉这一投资哲学，把它作为伯克希尔·哈撒韦公司的主要管理原则，在偶然一次的大学讲演里也总是提到这一原则，但是，它的具体内容却似乎排斥投资专业知识和大众心理。人们也许会认为，任何职业投资家都会仔细分析沃伦的投资事例，深入解剖其投资方法，但任何职业投资家们都猜不透沃伦，觉得他是个很深的谜，但对于他是个投资天才这一点却供认不讳。

很少有人意识到，沃伦首先是个思想家，是个投资与商业领域的哲学家。他将前人们关于商业和资本的理论综合起来，进行

创造性地运用，他在很多方面所采用的方法和华尔街贤人哲士们采用的方法很不一样，甚至截然相反。

当我们剖析沃伦的投资哲学时，我们会发现，他的思想与方法来源于下面这些人：

本杰明·格雷厄姆。沃伦从他那里学到了从企业前途投资这一概念，并且把价格作为选择投资的重要因素。

菲利普·费雪。这位加利福尼亚投资资金经理和作家，教给沃伦这样一个观点：只有具备良好的企业经济状况的股票才值得投资，并且，永不卖掉好的企业。

劳伦斯·布鲁伯格（Lawrence N. Bloomberg）。他是 30 年代的思想家和作家，他将消费者垄断的超凡投资价值介绍给了格雷厄姆和沃伦（格雷厄姆在 1951 年版的《证券分析》一书中曾引用过他的话）

约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）。他是 30 年代的数学家、金融专家和《投资价值理论》一书的作者，该书 1938 年由哈佛大学出版社出版。他认为，一个企业的价值与它未来赚取的利润有关。

约翰·梅纳德·凯恩斯爵士（John Maynard Keynes）。著名的英国经济学家和作家，沃伦从他那里学到了集中资产组合的概念，投资于自己熟悉的领域而不偏离它。

艾德加·史密斯（Edgar Smith）。1924 年他写了当时颇为轰动但现在已被忘记的著作《长期投资》，这本书介绍了这样一个观点：保留盈余从长期来说增加了企业的价值。这一观点后来被格雷厄姆所采纳。

最重要的是查尔斯·门格（Charlie Munger）。法律专家和财务经理。他是沃伦的朋友和合作伙伴，他劝诫沃伦应该购买优秀企业，只要价格能使投资有意义就行，而不要拘泥于格雷厄姆所

举的几种类型的投资。

这些人的理论加在一起，囊括了 100 年以来关于证券投资的主要观点。

格雷厄姆已经意识到这些人的存在，但正是沃伦非凡的灵敏头脑才将这些人的观点加以综合，从而超越了单个人的成就。沃伦并不害怕会泄露自己成功的秘密，但正像一个优秀厨师在谈论自己最拿手的好菜时，总会漏掉一两样配料，沃伦也不例外。

沃伦是个异常聪明和具有竞争力的人，他不会泄露秘密。他总是认为，投资领域既很广阔又很狭小，必须认真细致地加以考虑和防范。他只和家人和自己圈内的人谈论投资哲学的细节问题。对于其他人，他仅仅讲一点珍闻轶事。足以激起别人的兴趣。他曾经宣称，格雷厄姆的《证券分析》是关于投资方面最好的书，但他不会告诉你，格雷厄姆的理论并不是他唯一信奉的理论。格雷厄姆只是打下了基础，还不是大厦本身。

格雷厄姆为沃伦提供了基础，像其他伟大的天才一样，沃伦在此基础上发展和创新。但沃伦不是格雷厄姆，虽然沃伦深受格雷厄姆的影响，但二人还是各具特色。

沃伦并不是一夜之间成为投资天才的。从格雷厄姆 1934 年版的《证券分析》出版后，沃伦就开始努力，不断地积累知识和经验。在一个具有高度竞争性的领域里的任何战略，都必须随环境的变化而改变。格雷厄姆在 3、40 年代还行之有效的方法到了沃伦的 7、80 年代就不能再用了。

如果一个人把较纯粹的格雷厄姆投资模式，比如说，传奇人物、投资家沃尔特·斯科劳斯（Walter Schloss）（他曾经师从格雷厄姆并为他工作过。现在，他和儿子一起在纽约经营着一家非常成功的合伙投资企业）和沃伦现在的方式相比较，就会发现泾渭分明，差距极大。

斯科劳斯拥有一个规模和范围都很庞大的多样化投资组合，经常包括 100 多种不同的股票。他把价格作为决定购买行为的最重要因素。他寻找机会购买那些卖价低于内在价值的证券，然后遵循格雷厄姆的方法，在价格到达内在价值时卖掉这些证券。这样就丧失了再从企业获利的机会，并且还得就收入纳税。

但是，沃伦的投资组合非常集中，他把企业的经济状况和价格同时作为决定购买与否的因素。只要一个企业的经济情况至少和购买时一样好，沃伦就会长期持有这种股票，从不轻易卖掉。这样，他就可以从保留盈余中获取好处。同时，由于不卖掉投资，他也不必纳税，从而节省开支。

尽管格雷厄姆的哲学在投资领域还占据一席之地，但其最重要的价值还在于为学习投资过程提供基础。格雷厄姆的《证券分析》并不仅仅是投资方面的论著，它还为评价证券提供了一些可行性技巧与方法。从 1934 年到 1962 年，《证券分析》先后出了四版，每一版都把现在运用的证券分析的新旧方法加以分类和分析。

实践出真知，如果不能亲自去实践，就从那些曾经实践过的人们身上去学习，这就是格雷厄姆教给我们的道理。在为格雷厄姆工作期间，沃伦曾说过，在每次投资之前，他都要将格雷厄姆的著作通读很多遍。现在，他仍然把格雷厄姆的这四册书放在书桌旁，随时阅读，并能不断地有新收获。再加上他日益丰富的阅历，不断积累的经验，因而可以取得不俗的业绩。

说实话，格雷厄姆为我们种树，我们在树下纳凉，并且享受香甜的果实，所谓前人栽树、后人乘凉。现在，我们从格雷厄姆哲学的基本原理开始，系统地学习巴菲特的方法。

3. 从企业前途角度投资

从企业前途的角度来投资，是本书中最关键的一个概念。这并不是因为理解这个概念需要相当多的金融与会计知识，而是因为它和时下流行的华尔街的专家们鼓吹的原则方法等大相径庭。

在你阅读本书的过程中你就会发现，从企业前途角度来投资是一种原则，一旦你理解了这个概念，你就必须坚守这个原则，而不能偏离它，否则就会被恐惧和贪婪将你引向愚蠢之路。

坚守这条原则，让别人的愚蠢行为成为你的经验，也就是说，别人由于恐惧和贪婪所犯的错误，会让你吸取教训，积累经验，你只会投资于那些从企业前途来看值得去投资的股票。

但是必须记住，这条原则并不是万能的，并不是在任何情况下都可以使你获利的，而是正如格雷厄姆在提及债券选择时所说的，“是一门否定的艺术”，它不仅告诉投资者该买什么，而关键是不该买什么。

你会发现从企业前途角度投资和华尔街投资专家们所采用的方法有很大的不同：

你会等待市场下跌而不是上升，这样，你就可以购买公开出售的你想拥有的公司的部分证券。

你将会接受用靠近企业的方式来思考的思维模式，并且认识到，购买一种普通股的最愚蠢的理由是下周股价将会上涨。

你将会改变思考问题的角度：以前你会购买一种六个月带来 25% 收益的股票，而现在，你宁愿投资于一个不断发展的企

业，该企业在 5—10 年内每年可给你带来不低于 15% 的收益率。

你会发现多样化投资只是人们为了掩盖自己的愚蠢而采取的办法，并不是从投资角度来考虑的。

即使你在自由市场上购物，你也会获得一些对投资有益的经验。

你会发现波利安那^①（Pollyanna）和你的股票经纪商都非常乐观，但在金融方面却不是非常地聪明。

你会意识到每股 1500 美元很便宜，而每股 2 美元也许会很贵。

你会逐步用可变利率来考虑股票和债券的收益问题。

慢慢地你会发现，尽管沃伦坚持格雷厄姆的理论基础，却并不囿于这一理论。他所寻找的价值和格雷厄姆对投资价值的评价、选择方法很不一样。

因此，让我们来看一看沃伦逐步达到其财富巅峰所采用方法的思想发展历程。适当的时候我们会重温前人的理论，探究沃伦策略的根源。我们也会探讨本世纪前些年的金融理论以及这些理论如何影响格雷厄姆，进而如何影响沃伦。我们会发现，沃伦思想的发展不仅是他自己成功和失败的总结，也是菲利普·费雷和查尔斯·门格这两位现代著名金融专家思想的提炼。

我们也会看到沃伦在哪些方面和格雷厄姆不一致，正像诗人瑞勒·玛丽亚·瑞克（Rainer Maria Rilke）所说“划分为两个不同的阵线”，这使得沃伦重新分析综合格雷厄姆的观点：“当投资以最接近企业的方式运行时，投资才最有效。”

^①遇事总是过分乐观的人，源于 Eleanor Porter 所作小说。

4. 什么是最靠近企业的投资

“当投资以最靠近企业的形式进行时，投资才最明智。”这句话是什么意思呢？它意味着人们不仅仅是把股票市场当作是目标本身，而是去考虑普通股所代表的企业的所有权。

比如，你的股票经纪人打电话给你说，他觉得应立即买进 XYZ 股票，因为在上周它刚上涨了三点了！但你应明白，一种普通股就代表某个企业的一部分所有权，你的经纪人就是试图将你引入每天《华尔街日报》上所见的赛马名次之类的狂热之中，但普通股实际上是某种企业所有权的一种实体代表。正是格雷厄姆教会了沃伦不去问 (A) 买什么股票？(B) 以什么价格？而考虑 (A) 买什么企业的股票？(B) 这次购买有什么样的条件？这样，就是以一种更接近企业的形式来投资。

沃伦的主要观点是以一种合适的价格购买优秀企业，但什么是合适的价格呢？在沃伦看来，这意味着你所投资的企业会给投资者带来最高的可预期年收益率，同时冒最小的风险。沃伦之所以可以比其他投资者做得更好是因为沃伦就像企业主一样，从长期来考虑，而不是像华尔街上的职业投资家一样从短期出发。

我们可以这样来解释这个问题。如果我想卖给你本地的杂货铺，你就会去翻看会计帐簿，来查看这个店到底能挣多少钱。如果你觉得有利润，你就会查清这些利润是否持久，变动是否很大。如果利润是长期的，你就会进一步地弄清楚利润波动幅度大小。如果波动不大，下一步，你就该向我询问卖价了。

一旦你知道了卖价，你就会与杂货店的年利润相比，算出你

的收益率。如果卖价是 10 万美元，年利润为 2 万美元，那么，你的投资所获的年收益率就是 20% ($2 \div 10 = 20\%$)。

如果你算出了预期收益，这样你就可以进行比较，来判断 20% 的收益率是否值得你去做。如果你觉得很有吸引力，你就会进行购买。

这并不是时下流行的华尔街上的投资专家们所采用的办法。沃伦和杂货店的买主都是为了获取所有者的利益，因而从长期来考虑该项投资。也就是说，15 年以来每年都有 20% 的报酬获利，这个收益率相当不错了。

而华尔街上的投资专家们总是从短期来看问题，他们希望迅速获利，迅速卖掉。今年 20% 的报酬率并不能使他们荣登本年最佳投资者的宝座。而对于资金管理者而言，一些坏的业绩可能意味着职业的结束。因此，今天的收益要比明天更为重要。

如果杂货店确实不错，收益率也高，你把它买下来了，那么，如果有人比你的出价高 35% 来购买这个企业，你会卖给他吗？很迅速地获得 35% 的收益率，华尔街上的专家们一定会心动，但沃伦不会。他会说：“每年预期收益率 20%，这是很难找的机会。”迅速的 35% 的收益率还会招来纳税官，迅速地将收益率减至 25%。如果我把那些钱拿出来，我可能找不到那么高的投资机会了。

沃伦和任何好的商人一样，喜欢保留好的企业。对沃伦来讲，长期保有好的企业会比华尔街上专家们的短期收益有价值得多。

5. 沃伦关于利润的观点

为了理解沃伦关于从企业前途角度投资的观点，就必须理解沃伦对于公司利润有着非常独到的见解：

他觉得公司利润与其在公司里的所有权成比例。因此，如果一个公司一股赚 5 美元，沃伦拥有该公司 100 股，那么他就认为他赚了 500 美元（ $\$5 \times 100 = \500 ）。

沃伦相信公司面临两种选择：一是通过红利付出 500 美元，二是保留盈余进行再投资，从而提高公司的内在价值。沃伦相信，通过一段时间，股票市场价格会由于公司内在价值的提高而提高。

这些观点同华尔街大多数专家们所持的意见不一致，只有当利润被以红利形式发给本人之后，他们才认为实现了利润。在沃伦的持股公司伯克希尔·哈撒韦公司的前 80 年里，每股卖价 500 美元，现在已涨到 45000 美元，但至今仍未分派过任何红利。这种股价的上升来源于公司内在价值的增高，而公司内在价值的增高则是由公司留存收益的再投资所实现的。（请注意，伯克希尔·哈撒韦公司的股票分为两种：A 股和 B 股，本书所指均为 A 股。）

沃伦相信：如果一个公司能以较高的收益进行再投资，那么就应该保留所有盈利，因为这样可以使投资者与分得红利相

比，获得更高的回报率。而且由于红利是作为个人收入纳税的，因此保存盈利还能获得税收优惠。

华尔街长期以来一直存在着一种偏见，那就是反对公司不付任何红利而保留全部盈利。这种偏见产生于本世纪早期。那时，人们普遍购买债券而不是股票作为投资。由于债券是由公司资产作担保的，当公司破产时，债券持有者可以优先受偿，因此投资者觉得很安全。另外，债券按季付息，如果投资者当季没有收到利息单，那么他就知道公司存在麻烦，从而作出应对决策。

那时候，由于缺乏会计监督，大多数企业主和管理人员对帐簿有极大的改动余地，从而使普通股存在极大的风险。（本杰明·格雷厄姆在 1934 年版的《证券分析》一书中曾用一章解释了证券分析家们怎样发现会计舞弊，以及这种舞弊又是怎样层层升级的。但是，正如格雷厄姆在以后的版本中所指出的那样，证券交易代理在 1940 年的出现使这种舞弊行为逐渐减少，这极大地提高了普通股的地位，而这又为普通股投资开辟了一个新纪元。）

但是，尽管普通股的地位极大地提高，人们仍然有一种偏见，那就是定期收到利息单才算安心。不论是股票还是债券，华尔街的专家们都避免投资于不发放红利的公司，他们认为不发放红利是公司衰落的象征。

现在，证券投资家们把发放红利的公司定级较高，而将不发放红利的公司定级较低的现象是屡见不鲜的，即使公司不发放红利是正确选择也不例外。（这种偏见就是沃伦的持股公司——伯克希尔·哈撒韦公司在前 80 年为何以帐面价值，甚至低于帐面价值的价格出售的原因）。

我们都知道，普通股总是代表所购买公司的所有权，而所有权就意味着公司盈利归投资者所有。公司的投资者或所有者，通过他们所选举的董事会，来决定究竟是分派红利还是保留盈余，

以作为公司进一步发展和拓展业务的基础。

下面将着重讨论公司管理人员怎样做才对公司持股者最有利。不诚实的管理人员经常操纵董事会，来实现自己扩大管理权限的愿望，但却对持股者没有什么好处。

沃伦在进行投资决策时，很看重管理人员的素质。判别管理人员素质的一种办法是看他们如何处理公司利润，是派发红利还是保留盈余？如果是保留盈余，是不是有利可图？抑或只是一种浪费或不切实际地梦想将公司做大？

沃伦相信，判别是分发红利还是保留盈余的一种方法就是：如果投资者将资金从企业抽走，投资于其他企业，是否更有利？例如，A 公司有一项很好的生意能赚许多钱。如果管理人员能将这些钱投到这项生意上去并且有利可图，那么，管理人员保留盈余继续投资于该事业就是正确的。反之，如果管理人员进行愚蠢的投资决定，最后损失了用来再投资的利润，那就不如把那些利润分配给投资者，让他们自己去投资。

对于伯克希尔·哈撒韦公司来说，沃伦总是使留存盈利的再投资税后年收益率达到 23% 左右。这就意味着伯克希尔公司每留存的 1 美元利润，每年将产生 23% 的收益。如果该公司把这 23% 付给投资者，他们还得按个人所得税税率纳税，这将使收益率减少到 15.9% 左右。另外，付出红利会将盈利分发到投资者手中，从而增加他们的负担，因为他们会想，该把这些资金投向哪儿呢？

对于伯克希尔公司的投资者来说，现在的问题是：他是想以红利形式分享公司盈利，还是想让公司不分派红利而进行再投资？如果公司保留盈利，那么投资者就希望这些盈利能达到每年 23% 的回报率。根据沃伦的理论，该公司的内在价值也会每年增