

引子 做力所能及的事

——沃伦·巴菲特与他的投资理念

在我从业的 35 年中，我没有发现投资领域中存在着某种变化趋势。看来人性中存在着某种异常的东西，就是喜欢把简单的事情搞得复杂。

成功就是获得了你想得到的东西，而幸福就是追求你想得到的东西。虽然我不知道幸福具体指的是什么东西，但我决不会去做任何不愉快的事情。

从巨额消费中，我不会得到什么快乐，享受本身并不是我对财富渴求的根本原因，对我而言，金钱只不过是一种证明，是我所喜欢的游戏的一个计分牌而已。

——沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特是全球最伟大和最富有的证券投资者。他于 1956 年以 100 美元开始了其投资合伙人的生涯，经过数十年的经营他成为全球巨富之一。在美国《福布

斯》杂志 2000 年世界富豪排行榜中，巴菲特位居首位，其成功之路和投资理论令全世界瞩目。

1930 年 8 月 30 日，沃伦·爱德华·巴菲特在内布拉斯加州的奥马哈出生。他的父亲霍华德·巴菲特一直居住在奥马哈，是当地的证券经纪人和共和党议员。沃伦·巴菲特在童年时代就对数字十分着迷，有着很强的心算能力。

沃伦·巴菲特在 7 岁那年发了一次奇怪的高烧，住进了医院，病情一度十分严重，医生和护士都担心他活不久了。当他一人躺在病床上时，他向护士讨来一支笔和一张纸，在纸上写了一长串的数字，并且一本正经地告诉护士：“这些数字就是我未来的财富。虽然我现在没这么多，但总有一天，我会挣到的。”一个年仅 7 岁的孩子，面对死亡毫无畏惧，支撑他活下去的意志是对财富的渴望。

8 岁时，巴菲特开始阅读他父亲的有关股票市场的书籍。巴菲特 11 岁时就在他父亲担任经纪人的哈里斯·阿浦汉姆公司开户。同年，他购买了市政服务公司的优先股，这是他平生第一次买股票。

父亲在国会的那段时间，巴菲特住在华盛顿，不过巴菲特的兴趣转向了企业经营。巴菲特在 13 岁那年找了一份沿固定路线投递《华盛顿邮报》和《时代先驱报》的活儿。小有积蓄后，巴菲特买了几台单价为 25 美元的弹球游戏机，投放在当地的赌场。不久，巴菲特就拥有了 7 台游戏机并且每周能给家里带回 50 美元。后来，巴菲特

与一位高中好友合资用 350 美元购买了一辆 1934 年生产的劳斯莱斯轿车，然后又以每天 35 美元的价格出租。这样，在 16 岁时，巴菲特赚到 6000 美元。他阅读了本杰明·格雷厄姆的经典著作——《理性投资者》。这本有关证券投资的著作对巴菲特产生了深远的影响。为此，巴菲特大学一毕业就离开了家乡奥马哈，独自一人来到纽约，进入哥伦比亚大学商学院师从他敬仰的本杰明·格雷厄姆。格雷厄姆强调理解企业内在价值的重要性，他始终坚信：投资者只要能正确计算企业的内在价值并以低于企业内在价值的价格购入其股票，就能赚到钱。

在哥伦比亚大学获得经济学硕士学位后，巴菲特便回到了奥马哈，他在父亲的经纪公司工作了一段时期。在此期间，巴菲特继续与格雷厄姆保持联系，写信讲述自己的种种投资思想。1954 年，巴菲特应格雷厄姆之邀来到纽约，加盟格雷厄姆—纽曼公司。在格雷厄姆—纽曼公司任职期间，巴菲特对格雷厄姆的投资方法简直着了迷。除了巴菲特，格雷厄姆还雇用了汤姆·耐普、沃尔特·史劳斯和比尔·卢恩。史劳斯后来在一家著名的大公司担任了 28 年的财务主管；耐普毕业于普林斯顿大学化学专业，是特威迪·布朗公司最初的合伙人；卢恩则成了江杉基金的创立者。

格雷厄姆—纽曼公司在 1956 年解散后，61 岁的格雷厄姆决定退休。巴菲特又回到家乡奥马哈，凭着从格雷厄姆那里学来的投资知识以及亲友的金融背景，巴菲

特在 25 岁时开办了一家合伙投资公司。

这家由 7 人合伙组成的投资公司，共有资产 105000 美元，巴菲特是总负责人，他自己仅投入 100 美元。别的合伙人每年可以得到相当于他们投资额 6% 的收入，除这个标准数额之外，还可以分到年净利润的 75%。另外 25% 的利润则归巴菲特。在巴菲特的管理下，此后的 13 年内，合伙公司的年均投资收益率达到 29.5%。取得这样的成就相当不易，因为在这 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芝麻开花节节高，衰退的状况从来没有在这家公司内出现过。

他对合伙人承诺说：“我们的投资是建立在股票内在价值的基础上的，并不是随波逐流。”合伙公司“将努力把长期资本损失（而不是随行逐市的短期损失）减少到最小”。合伙期间，巴菲特不仅采用少数股权方式进行投资，而且还通过大量购买股票，控制了 7 个公众公司和私人公司。例如，1961 年，他购买了制造农用设备的丹普斯特·米尔制造公司；柏克夏·哈萨威这家处于绝境的纺织品公司在 1962 年也被他收购。

巴菲特的知名度越来越高，越来越多的人开始开始请求巴菲特管理他们的钱财。投资入伙者与日俱增，巴菲特相应建立了更多的合伙公司。这种现象一直持续到 1962 年，巴菲特决定把它们合并为一家合伙公司。1962 年，他把合伙公司的总部迁到了奥马哈市的基维特大厦，

也就是公司现在的办公所在地。到 1965 年，合伙公司拥有了 2600 万美元的资产。

结束投资合伙关系的决定是巴菲特在 1969 年做出的。他认为股票市场正处于高度投机的氛围之中，真正的价值在投资分析与决策中所起作用越来越小。60 年代后期，股票市场由高估的股票统治着，像宝利来、IBM、施乐等公司的股票市盈率高达 50 倍甚至 100 倍。巴菲特给他的合伙人寄去一封信，表示自己已跟不上现今市场的步伐。巴菲特表示：“我不会放弃先前那种我已深谙其内的逻辑在方法，尽管我知道它应用起来很困难，并且很可能导致相当大的永久性资本损失，但另一方面，这种方法意味着巨大而且显而易见的收入。”

在开始经营合伙公司时，巴菲特曾经制定了一个目标，年收益率要超过道·琼斯工业指数平均水平 10 个百分点。1957 年至 1969 年，他确实击败了道·琼斯指数。但不只是 10 个百分点，而是 22 个百分点。合伙公司解散后，投资者收回了自己的资本份额，然后各奔前程。有些投资者转投市政债券，有些则由巴菲特推荐给了一位基金管理人，此人是他在哥伦比亚大学时的同窗好友比尔·卢恩，剩下的其他一些成员，包括巴菲特本人在内，则把资产转至柏克夏·哈萨威公司，形成了新的合伙关系。在此后的 20 年里，巴菲特与柏克夏·哈萨威公司的财富都得到了快速的增长。

成立于 1889 年的柏克夏·哈萨威公司原来是一家产

棉公司。40年后，柏克夏·哈萨威公司与其他七家纺织品工厂合并，发展成为新英格兰州最大的纺织公司之一。在这段时间内，柏克夏·哈萨威公司的产量满足了全美大约 25% 的棉花需求，耗用了新英格兰州 1% 的发电量。1955年 柏克夏·哈萨威公司与哈斯维公司制造厂合并，柏克夏·哈萨威成了新公司的名字。

20世纪 70年代末期，柏克夏·哈萨威公司的股东们开始怀疑在纺织行业投资的明智性。巴菲特并未隐瞒困境，但多次表达了自己的考虑：柏克夏·哈萨威公司下属的纺织厂是所在地区最大的雇主；劳工队伍相对来说只需相对固定的技能；企业管理班子显示出了高度的热情；工会也一直支持公司管理层的工作。总之，巴菲特相信经营纺织品仍有利可图。不过，他也指出，他希望纺织集团能以少量的资本支出取得正的收益。巴菲特说：“我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务，但如果公司一旦出现将来可能有会大亏本的迹象，那么，哪怕它目前效益很好，也不能继续提供资金。亚当·斯密不会同意我的第一个主张，卡尔·马克思则会反对我的第二个主张。‘中间立场’是惟一让我感到惬意的位置。”

进入 80年代后，巴菲特逐渐从经营的事实中悟出了一些道理。首先，纺织生意的特定本质决定了它不可能实现高回报。纺织品是一种与竞争对手的产品很难区分的商品，国外的竞争者利用雇佣廉价劳动力的低成本竞

争优势挤压经营利润。其次，为了保持竞争力，纺织厂需要补充很大的资本投入，这在通货膨胀的环境中是很可怕的，万一回报不足，公司就会陷入泥潭，难以自拔。

何去何从？巴菲特面临着艰难的抉择。如果为了保持竞争力而对纺织分部投入大量资本，柏克夏·哈萨威公司可能会陷入资本支出扩张但收入可怜的境地；如果不追加投资，柏克夏·哈萨威公司的纺织厂就会在与国内外其他纺织厂的较量中失去竞争力。而不论柏克夏·哈萨威公司在纺织分部是否追加投资，国外厂家都依然存在因雇佣廉价劳动力而具有的低成本竞争优势。最终巴菲特在 1985 年 7 月，结束了约有一百年历史的纺织业务。

虽然纺织部门遭遇不幸，但这并不完全意味着失败。俗话说：“失败是成功之母。”第一，巴菲特从中悟出了一个宝贵的教训：很少有人能成功地扭转一个已病人膏肓的亏损企业。第二，巴菲特用纺织业务早期阶段创造的资本购买了一家后来成为柏克夏·哈萨威公司摇钱树的保险公司。可谓是堤内损失堤外补。

柏克夏·哈萨威公司在 1967 年 3 月出资 860 万美元购买了奥马哈的两家头牌保险公司——国民赔偿公司和火灾及海运保险公司的全部流通股。这是柏克夏·哈萨威公司的非凡成功故事的开端。

如果想理解这一运作的精妙所在，首先应理解拥有一家保险公司的真正价值。保险公司有时是很好的投资，有时却可能使你的投资血本无归。然而可以肯定的

是，保险业永远是令投资者心动的投资领域。支付保险金的投保人为保险公司提供了稳定的资金来源，保险公司可以用这些现金进行投资，直到有索赔发生。由于索赔发生的不确定性，保险公司偏爱投资流动性好的证券，主要是股票和债券，因此，巴菲特得到的不只是两家运作良好的公司，而且是一辆管理投资的装甲车。

国民赔偿公司和海运及火灾保险公司在 1967 年拥有价值 2470 万美元的债券和价值 720 万美元的股票。两年后，这两家保险公司持有的股票和债券价值总和达到 4200 万美元。对巴菲特这样“行事谨慎”的股票投资老手来说，这是一种完美的组合。其实，在当年管理柏克夏·哈萨威公司所属的纺织公司的证券组合时，巴菲特就已品尝到了成功的甜头。巴菲特在 1965 年接管柏克夏·哈萨威公司时，该公司拥有 290 万美元的有价证券。一年后，巴菲特就把公司的有价证券帐户下的金额扩大到 540 万美元。1967 年，柏克夏·哈萨威公司的证券投资收入是纺织分部全部营业收入的 3 倍，而投在普通股股票等有价证券组合上的资金仅是后者的 1/10。

有人认为巴菲特退出纺织业进入保险业的行为不是明智之举，实际上，他只不过是改变了公司经营的商品类型。保险公司与纺织公司一样，也是在销售一种商品——一种无形商品。保险公司的商品是标准化的，能被任何人“仿造”。保险公司之间没有能够用来互相区分的商标、专利权、地区或原材料上的优势。保险公司容易注

册，保险费率也是公开的，一般一个保险公司最大的特点就是它的成员。在保险公司里，管理者的个人努力对公司的业绩影响很大。

在上个世纪 60 年代后期，保险业是个相当赚钱的行当。1967 年，国民赔偿公司收取了 1680 万美元的保险费，从中获得了 160 万美元的税后利润。到 1968 年，保险费收入增加到了 2000 万美元，税后利润达到 220 万美元。巴菲特早期经营保险业的成功促使他大胆地在这个行业扩大阵营。整个 70 年代，巴菲特除组建了 5 家保险公司外，还购买了 3 家保险公司。

公司的发展势头虽然不错，巴菲特却一直居安思危。70 年代后期，巴菲特开始对保险公司的业务产生了一些忧虑。某些他不能直接控制的因素开始影响成本。尽管物价指数每年只增长 3%，但医疗及汽车修理费每年增长 9%。而且，法庭诉讼中判给原告的赔偿费和保险公司必须支付的赔偿费以令人吃惊的速度增长。巴菲特估计经营成本每月要增加大约一个百分点。按此计算，如果想保持现有保险业务的经营利润，就必须提高保险的费率。

事实却刚好相反，保险费率不但没有增长，反而下降了。在商品经营中，低价格是获取市场份额的一种竞争手段。巴菲特注意到，有些公司宁愿以低于经营成本的价格出售保单也不愿冒失去市场份额的风险。显而易见的是，他们在认为保险费率会上涨，从而能重新获得利润以丰补歉，抵消先前的损失。他的常识告诉他不能采用选种无利可图的方式开

展柏克夏·哈萨威公司的保险业务。

巴菲特试图通过另外两种方法而不是利用价格竞争的手段来表现柏克夏·哈萨威公司保险业务的经营特色。首先是通过柏克夏·哈萨威公司的保险公司的经济实力。在财产保险业中，柏克夏·哈萨威公司保险公司的净资产价值仅次于国民农业公司。而且，柏克夏·哈萨威公司投资组合的总价值与保费总额的比值比同行业平均水平高 2 倍。

巴菲特的第二个与众不同之处在于他并不看重柏克夏·哈萨威公司保险公司的业务总量。对巴菲特来说，他可能在某年签发五倍于前一年或者只是前一年 1/15 的保单业务。他当然希望总能获得大量的保险业务，但前提条件是价格要合理。如果价格过低，他宁愿发行少量的保单。巴菲特的这种保险业务经营哲学是从国民赔偿公司创始人杰克·林沃特那里学来的。柏克夏·哈萨威公司的保险业务一直坚持这一原则。

在巴菲特看来，柏克夏·哈萨威公司保险业务的戏剧性变动并不是由柏克夏·哈萨威公司保险公司自己造成的，而是其他保险公司恶性竞争的行为所造成的。当保险公司为了争夺市场份额，纷纷以低于预期成本出售保单时，客户便见利思迁，离开柏克夏·哈萨威公司保险公司。然而，当许多保险公司因为害怕现期的损失而从市场上退出时，柏克夏·哈萨威公司保险公司却没有退缩。当然，柏克夏·哈萨威公司保险公司仍坚持“价格合理”原则，巴菲特的经营之道像一个稳压器。巴菲特自己则认为：“我们在保险业务供

给短缺时大幅度增加保单业务。当然我们并非只是为了稳定保险业才遵循这个策略，我们遵循它是因为我们相信这是最明智的也是最赚钱的经营之道。”

残酷的价格竞争、持续的保险损失以及微薄的投资收益共同描绘了一幅 20 世纪 90 年代保险行业岌岌可危的图景。巴菲特坚持把财务稳健和财政责任作为柏克夏·哈萨威公司保险公司的经营特色。柏克夏·哈萨威公司坚实的财政实力使它的保险业务超出同行业公司一大截。从某种意义上来说，巴菲特为柏克夏·哈萨威公司保险公司的财务坚实、诚信的做法创造了一种特许权，在以前，这种特许权只在商品经营中才有所表现。

不可否认，在最近十年来，柏克夏·哈萨威公司保险公司经历了不少痛苦。巴菲特自己也承担了保险业务经营失误的相应责任。但他的投资经验和实践常识使柏克夏·哈萨威公司股东的钱包总是被塞得满满的。

柏克夏·哈萨威公司的控股公司而知名。除拥有许多家保险公司以外，还拥有一家报社、一个家具店、一家糖果公司、一个珠宝店、一家百科全书出版社，一家制作兼分销制服的公司和一家真空吸尘器商店。

巴菲特如何获取这些不同生意的故事本身就很有意思。这些故事非常有助于启发我们探究巴菲特评价公司的独特方法。巴菲特对全资公司、具有控股权的公司以及购买小部分股权的公司所采用的评价标准是一样的。拥有这些公司还为巴菲特提供了评价企业经营质量现状

与前景的第一手经验，这些经验成为了以后巴菲特选取股票的参考标准。

在进行投资时，巴菲特只注意公司本身，而大部分投资者却只盯着股票价格。这些投资者用了太多的时间、精力来观望、预期和预测股票的未来价格的变化，而几乎没有花去时间去考察他们拥有部分所有权的公司。这种理解可能是非常初级的，但却正是巴菲特与众不同的根本所在。他具备拥有和管理许多不同类型公司的经验。所以，当他在普通股上投资时，这些经验使他的做法和其他所有的专业投资人都不同。

巴菲特是一名职业投资家，他为人处事既讲原则又不乏灵活性，同时具有耐心、勇气和信心，决策果断。他总是寻找风险已被消除或最小化的投资。他非常了解概率，善于把握机会。他能够迅速而准确地决定一家公司或一个复杂问题的关键所在。他可以在两分钟之内决定放弃投资，也能在几天后再大举买进。他总是准备非常充分，自然也就收获颇丰。

在巴菲特看来，投资者和企业家看待公司的角度应该是一致的。因为从本质上说，他们在追逐同样的东西。企业家想拥有整个公司，投资者想买入公司的一部分。如果问一个企业家：当他收购一个公司时他会考虑些什么？最可能的回答通常是“这个公司能创造多少价值”。企业家和投资者都关心同样的指标是因为他们都想获得利润。

看一看巴菲特成功运作的例子和他简单的投资理论，我们就会发现，对大多数的投资者而言，最合适的问题不再是“他是怎么做到的？”而是“为什么别的投资者不采用他的方法？”。

假如适应巴菲特的投资战略仅仅需要视角变换，那么更多的投资者可能成为其支持者。不幸的是，应用巴菲特的方法不仅仅需要视角的变换，还需要对投资决策的评价和描述方式的转变。以前的投资评价标准是价格的变化：股票买入价和市场价之间的差价。长远来看，股票价格应该追随公司价值的变化。但在短期内价格会在公司价值上大幅度来回波动。这种波动不是由公司发展情况决定的。现在的问题在于，大部分投资者用短期价格变化来衡量他们的投资方法的成败。然而这些短期变化经常与公司的经济价值变化没有任何关系，而是与预测其他投资者的行为密切相关。另外，客户要求职业投资者每季报告投资情况，在等待他们的资产按某种预想的比率增值的过程中，客户经常的失去耐性。如果他们的财产没有在短期内升值，客户会失望并对专业投资人的能力产生怀疑。而巴菲特认为用短期股价变动来评价公司成败是愚蠢的。他在选择一家企业进行投资时，他会考虑：这个企业的内在价值如何？能否以低于其价值的价格购入？企业的业务是否简单易懂？经营历史如何以及是否有良好的发展前景？企业的管理层是否理性等等。

很长一段时期以来，巴菲特的投资方法一直被证明是成功的，而且巴菲特的理论并没有超出普通人的理解力。“我的投资方法并不高深，我所做的一般人也能做到。”确实像巴菲特所说的一样，他的公司里既无庞大的证券研究部门，也没有顶着博士头衔的金融分析专家。他公司的所在地是奥马哈市的偏荒的中西部平原，金融业一向不发达，与号称世界金融中心的纽约华尔街有着天壤之别。他就在一幢普通写字楼里租下两个房间作为公司的办公室，除了一名秘书和一名研究助手以外，连基金经理们常用的股票行情机都没有，只有一些他经常阅读的《标准·普尔股票指南》以及他收集到的各种公司年报。巴菲特在这简陋的办公室里，几十年如一日，不为华尔街的喧闹所侵扰，更不理睬道·琼斯指数的起伏变化，耐心地寻找投资的各种时机。

第一章 成功投资者必备的素质

一、切忌利欲熏心

必须是有工作激情但不贪心过重，同时对投资的过程入迷。但是不能利欲熏心不能性急。如果太爱财便会毁了自己，如果对钱看得太轻则不适合干这个工作。必须是喜欢这个“游戏。”

——沃伦·巴菲特

“当人们因贪婪或受到惊吓的时候，他们时常会以愚蠢的价格买进或卖出股票。”沃伦·巴菲特如是说。

贪婪破坏人的生活，不限于财务和金钱方面。但对大多数人而言，面对金钱的贪欲往往表现得最为明显。在巴菲特眼里，贪欲太盛的人根本不具备投资者的基本素质。

炒股者最大的心理敌人是贪，股民的大忌却是由贪诱发的性格缺陷——犹豫和急躁。

因为贪念过重，想一夜之间变成百万富翁，有些人在决策和操作上要么视同赌博，急于下注；要么如同出阁，不肯下轿；只为自身情绪所左右，却不进行冷静而科学的分析。

毫无疑问，赚钱是我们进入股市的惟一目的，这说明我们都“贪”，但是我们要“贪”得其所、“贪”得有道。如果胡贪、乱贪，那么市场最终会对你毫不留情。有的投资

者确实在证券市场大捞了一把，但由于不懂及时了结，最终又亏损；更有甚者，有些投资者的贪念随赢利的增多而不断高涨，以致高位套牢，一无所获。

做事风风火火、快刀斩乱麻，而不喜欢磨磨蹭蹭是性格急躁的人的典型特征。这在干其他工作的时候也许是可以的，而在股市上却万万使不得。迟疑犹豫的人，天生木讷，做事三思而行，不见兔子不撒鹰。智囊人物或谋士，但在股市上犹犹豫豫，定会后悔莫及。

只有克服这些性格缺陷，在风云变化的股市上里立于不败之地才有可能。有专家建议，对于有犹豫或者急躁性格的投资者，可以从三个方面加以矫正：一是不要天天泡在股市里以免受市场气氛影响。平时多看报刊杂志多听广播密切注意各种动向在家中进行细致分析以决定操盘改变不要太过轻率二是在大势不明朗的时候以观察为主盘局中学会“忍”等到盘局往上或往下突破再顺势而为三是根据自己资金的情况一次买卖不要太多，如果股市上升可逐步吃进，免得把全部资金套死，一旦下跌无还手之力。如果股价下跌也可分批买入越跌买得越多这样虽然不知底在何方但可避免踩空卖出时必须果断行事，一次性脱手即使最后因股价上升乏力而吃不到利润也无所谓安全第一。

有人认为这三种办法都可约束“急性子”和“慢性子”但性格的根子——“贪婪”还是必须铲除。

赚钱是每个投资者进入股市的惟一目的。因此每个人都希望自己能够操作得比较成功，赚得更多些，这是正常的心理。但这种心理如果演变成一种对于金钱的贪得无厌的追求，则会在操作时形成严重的心理障碍。这会使投资者失去很多获利机会，甚至导致投资者遭受巨大的损失。

股票买卖最基本的操作原则是低买高卖。但是什么叫“高”、什么叫“低”却没有精确的含义。有些人企图总是卖到最高点、买到最低点，实际上这是不大可能的。从事股票交易本身并没有最佳的买点和卖点。有些投资者有认真研究股票价格上涨过程，不断提高股价上涨的目标期望，担心卖了以后股价继续上涨使自己失去了可能得到的利润，甚至在价格已经很高的情况下仍然加码买进，这种贪念经常使投资人由赚大钱变成赚小钱，甚至最后变成亏本。有些人在下跌过程中，面对行情逆转毫无思想准备，处于极度紧张害怕的状态，筹到行情快要接近谷底时却为了早一点摆脱噩梦、解脱自己而认赔卖出，结果卖了个最低价。由于投资者贪得无厌，股市中常常出现的现象便是悲上加悲、喜上加喜。

许多人在股市里摸爬滚打后，感慨良多：每当股市上涨的时候，我们的情绪便特别激动，不管是什么样的股也敢去炒，不管是价格多高的股票也敢去接，并且昨天涨了还想今天涨，今天涨了又想明天涨。待自己吃了满肚子的货，股指却掉头向下，股价高台跳水，几天之内唾手可得的富贵踪影