

# （连载 1）序言 —— 一本渴望已久的书

——第三版推荐序

文 / 罗伯特·哈格斯特朗

（《巴菲特之道》的作者）

我对于巴菲特的研究已经有 15 年了。在这个过程中，我遇见过数以百万的人，收到过各种各样的研究主题，包括什么样的气质造就优秀的企业、如何进行企业估值、如何看待股市行为等等。

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，远远不只是局限于股票市场，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，这家企业的管理如何，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，对于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，公司高层们应该



还要感谢巴菲特先生的好友、顾问罗伯特·德纳姆先生，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·普利斯教授将巴菲特引荐给我和我们学院，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的机构支持。

相较于之前版本，《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**，丝毫不影响使读者在阅读过程中，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，在书末标注了这些内容是选自哪些年度的信件。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。

这个新版的《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

**（连载 3）一本有关商业理念和投资哲学的合集**

将公司管理层定位为投资资本的管家，  
而股东的角色是资本的提供者和所有者。

## 一本有关商业理念和投资哲学的合集

### 导言(1)

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

多年以来，那些阅读巴菲特致股东信的读者们一定获益匪浅。这些信件以浅显的语言对真实的商业实践进行了提炼，内容涵盖管理层选择、投资、企业估值、财务信息使用等方面，这些文字涉猎广泛、充满智慧。将这些文字编辑为专题论文而形成的这本书，是一本有关商业理念和投资哲学的合集，意在传播给更为广泛的读者。

贯穿于巴菲特各个条理清晰文章里的中心主题，是企业基本面分析方法，它由巴菲特的导师本·格雷厄姆和大卫·多德提出，与这个主题相关的管理原则是，**将公司管理层定位为投资资本的管家，而股东的角色是资本的提供者和所有者**。这个主题涵盖了企业的各个重要方面，从会计到企业合并、到估值，而且都是实用且明智的教程。

作为伯克希尔公司——一家早在19世纪初就植根于纺织业的公司——的CEO，巴菲特运用着这些传统原则。1964年，在巴菲特接手掌舵伯克希尔之时，该公司的每股账面价值为19.46美元，内在价值则更低。如今，每股账面价值是100,000美元，而内在价值则更高。在此期间，每股账面价值的年复合成长率为20%。

如今，伯克希尔公司已经发展成为一家拥有八十个不同业务范围的控股公司，它最为重要的核心业务是保险，包括持股100%的、名列美国最大保险公司之列的盖可保险，以及世界上最大的再保险公司之一的通用再保险公司。

2010年伯克希尔收购了伯灵顿·北方·圣达菲公司——北美最大的铁路公司之一以及大型能源公司。伯克希尔的很多子公司也规模巨大，如果他们独立运作的话，其中八个可以单独名列于财富500强企业名单之列。

伯克希尔旗下的企业覆盖面如此之广，以至于巴菲特说：“当你在看伯克希尔的时候，实际上你看到的是整个美国商界。”例如：食品、服装、建筑材料、工具、装备、报纸、书籍、运输服务和金融产品。伯克希尔也持有一些大型公司的股份，例如美国运通、可口可乐、国际商用机器（IBM）、宝洁（通过吉列公司持有）、华盛顿邮报、富国银行。

巴菲特和芒格通过投资于那些具有优秀特征的企业和优秀的管理层，构建了一个涉及方方面面的庞大商业王国。在这个发展过程中，他们采用**双管齐下的方式**进行投资，尽管他们倾向于用合理的价格，购买一家公司的100%股权，他们同时也在股市上买入上市公司的（部分）股票。**通常后一种买入股票方式的价格要低于购买整个公司。**

这种双管齐下的方法效果显著。伯克希尔公司持有的可流通证券组合，以每股计算，从1965年的4美元上升至2010年的95,000美元，折合年复利增长率20%。同期，每股营业利润从4美元上升至6,000美元，折合年复合增长率21%。按照巴菲特的说法，这样的结果并不是出自什么伟大的计划，而是源于**集中投资**——通过将资本配置于那些具有杰出经济特征，并由一流管理层管理的优秀企业。

巴菲特将伯克希尔公司视为他与芒格、以及其他股东共同拥有的合伙企业，而他本人的几乎将所有身家都放在伯克希尔公司里。**巴菲特的长期经营目标，就是通过全部或部分持有多元化、能产生现金流、超越平均回报的优秀企业，追求伯克希尔公司每股内在价值最大化。**在达成这个目标的过程中，巴菲特不会为了扩张而扩张。对于旗下那些运营不佳的企业，只要它们还能产生现金并且管理层优秀，巴菲特也不会轻易放弃。

伯克希尔会留存利润，并进行再投资，长期而言，只要这样做能够令每股股价至少产生同比例的增长，它就会一直这么做。伯克希尔会**谨慎地使用负债**，

也只有在物有所值的情况下，才会出售资产。巴菲特看透了会计通用规则，尤其是那些令真实经济收益更加模糊的会计规则。

巴菲特写的“与所有者相关的企业原则”是贯穿于本书的主题。在编辑过程中，这些篇章构成了一个由管理、投资、财务、会计等内容组成的行文优雅、富有启发的手册。巴菲特的基本原则构成了一个涵盖广泛的框架，涉及商业世界的方方面面。

投资者应该专注于公司基本面、具有耐心、练习基于常识的良好判断力，在巴菲特的这些文字中出现的箴言与理念，已经不再是抽象的老生常谈，它们已经完全融入他的生活和人生之中，融为一体，不断前行。

## （连载 4）公司治理 关键在人

企业管理中最为重要的，  
是选择能干、诚实、勤奋的经理人。

导言（2）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

### 公司治理

在巴菲特看来，经理人（包括 CEO、高管、管理层）是股东资本的管家。最好的经理人应该像所有者（股东、主人）那样思考，将股东利益放在心里，并由此做出决策。

但是，即便是一流的管理人，有时也会与股东利益发生冲突。如何避免这种冲突、如何培养管理者的管家意识，这是巴菲特多年以来孜孜以求的努力目标，也是他文章中的鲜明主题。这些文字中谈论了很多极为重要的公司治理问题。

首先，最为重要的是经理人与股东沟通的**直率和坦诚**。

巴菲特只陈述事实，至少是他亲眼所见，而且他常常从小股东角度出发。伯克希尔的年报不追求辞藻的华丽，巴菲特会使用普通人都能明白的文字与数字，并且力求所有的投资者，无论大小，都能同时获得同样的信息。巴菲特以及伯克希尔避免进行预测，因为这是一种糟糕的管理习惯，经常会导致管理人粉饰报表。

除了上述巴菲特身体力行的以所有者导向的信息披露方式，以及“与所有者相关的企业原则”之外，下面一项管理课程是对管理体制结构的反思。与教科书中组织行为的内容相反，巴菲特认为对各具特色的企业形态，画一条抽象的指令流程，收效甚微。**企业管理中最为重要的，是选择能干、诚实、勤奋的经理人。**一流的经理人比汇报层级的流程重要的多，也比谁向谁汇报什么、何时汇报的条款规定重要的多。

尤其需要特别重视公司首席执行官（CEO）的选择，巴菲特认为公司的 CEO 与其他员工相比，具有三个不同之处：

- 1，比之对于普通员工的考核衡量，考核 CEO 表现如何的手段不足，或是更容易被人为操纵。

- 2，在整个管理层体系中，CEO 居于最高位置，所以没有更高位置的人对其进行监督或考核。

- 3，公司董事会也不可能充当监督之职，因为传统上一般而言，董事会的董事们与 CEO 们的关系不错。

为了改善这类问题，重大的改革通常是将经理人与股东的利益结合起来，或加强董事会对于 CEO 行为的监管。以股票期权奖励经理人被捧为一种方式，加大董事会权力被认为是另一种方式。此外，将董事会主席与 CEO 角色分离、任命独立的审计部门、提名或薪酬委员会都被视为具有前景的改革尝试。或许，更为普遍的方式是任命独立董事。上述的所有方式都无法一劳永逸地解决公司治理问题，甚至，有时还会令其恶化。

巴菲特认为最好的方式是，认真谨慎地挑选那些可以不受体制弊端约束的、精明干练的 CEO。大型机构股东在 CEO 的表现不能胜任公司管家角色要求时，可以将其罢免。杰出的 CEO 并不需要来自股东们的指导，但杰出的董事会会对 CEO 们起到很好的帮助作用，所以，应该按照精明强干、利益所在、股东导向的标准来选择董事会成员。

根据巴菲特的观察，美国公司的董事会中存在的最大问题是，董事会成员的构成往往由于其他原因，例如增加多元化、社会声望、利益独立。

## （连载 5）平庸的经理人比糟糕的经理人还糟糕

短期的结果当然重要，但是

任何短期的压力都不应以牺牲长期竞争力为代价。



导言 (3)

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

大多数改革行为会引发董事的不合，人们没有留意到巴菲特所指出的各种董事会中所存在的差别。例如，当一个控股股东兼任经理人、同时董事权力非常弱小时，在这种情况下，如果董事会与经理人之间发生矛盾，董事们除了反对、或更为极端地选择辞职之外，别无他选。反之，如果董事会的权力极大，同时控股股东并不参与管理，当歧义产生时，董事们可以将问题直接交给控股股东。

在现实中，最为常见的是公司没有一个控股股东。巴菲特说，这种公司管理问题可能最大。董事会采取严明的纪律会有好的效果，但是由于董事会的先天构成因素，往往碍于人情。在这种情况下，巴菲特认为保持**董事会的小型化**是提高效率的方法，多数席位由外部董事构成最好。**董事可以运用的最有力的武器**是可以解雇经理人。

在所有的情形中，有一个共同点：**解雇一个平庸的**经理人是件棘手的事情。相对于平庸的经理人，面对或解雇一个**糟糕的**经理人要容易的多。巴菲特强调，治理结构中的首要问题，是美国企业对 CEO 评估的例会，通常这种理会 CEO 都会参与。如果召开评估例会时，没有 CEO 本人参与，将会改善公司治理情况。

伯克希尔旗下的各个公司的 CEO 们享有一种独特的工作环境。他们面对的要求很简单，他们管理的企业，（1）只有一个股东；（2）只有一类资产性质；（3）他们管理的公司不会被卖出或合并，公司会保持目前的状态乃至百年不变。

这样的情况，使得这些公司的 CEO 们可以具备长远的发展眼光，不像上市公司的 CEO 们一样，必须不停考虑下一个季度财务表现所带来的短期市场压力。在伯克希尔的大家庭里，短期的结果当然重要，但是**任何短期的压力都不应以牺牲长期竞争力为代价**。

如果仅仅考虑短期的结果，很多管理决策就容易多了，特别是当企业所独具的经济特征、竞争优势已经丧失的时候。

想想巴菲特买下伯克希尔的例子，**巴菲特认为这是他犯过的最为严重的错误**。在上世纪七十年代后期，伯克希尔原有的纺织业务所具有经济特征、竞争优势已逐渐丧失。巴菲特希望能够力挽狂澜，扭转局面，他意识到伯克希尔的纺织业务对于新英格兰地区的员工、对当地的经济非常重要，而且公司管理层与员工对于面对的经济困境非常理解，团结一心。巴菲特将这个处于衰退之中的工厂一直维持到 1985 年。但是奇迹并没有发生，公司财务没有反转，最终巴菲特关闭了工厂。

这种建立在信任之上的，短期结果与长期远景之间的权衡并不容易，但是这种做法是明智的。类似的例子也发生在伯克希尔的其他投资上，例如互联网时代的报纸业务，以及高度管制的行业，如能源和铁路。在这些案例中，巴菲特看到了企业与社会监督之间所**暗含的社会契约精神**。

## （连载 6）管理人的薪酬方式

如何让管理层站在股东的立场上？

### 管理人的薪酬方式

导言（4）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

有时候，经理人利益与股东利益相冲突，以微妙的形式或者易于伪装的形式出现。以公司慈善为例，在很多大型公司，公司管理层会拿出一部分公司利润进行慈善捐助。但这些捐助的对象是由管理层选定，通常与公司利益或股东利益无关。美国大多数州的法律允许公司管理层这么做，只要其捐助的数量合理，一般不超过公司年度利润的 10%，

在慈善捐助这件事情上，伯克希尔的做法与众不同。慈善捐助不会在控股公司层面发生，而是旗下各个公司自行决定，它们可以继续执行在没有被伯克希尔收购之前已经制定的捐助政策。不但如此，伯克希尔还采取了一种富于想象力的方式，这种方式让各个股东自行决定慈善捐助的对象以及捐助数量。几乎所有的股东都参与其中，每年向数以千计的慈善机构捐助超过数以千万的美元。然而，在堕胎问题的政治争议干扰这个计划。一些政治活跃分子组织起来抵制伯克希尔的产品，以抗议一些它做出的特别慈善捐助，这影响了伯克希尔“合伙决策”的捐助方式。

以公司股票期权奖励管理层，以期达到管理层与股东利益一致的做法，不仅是言过其实，而且掩盖了一些更深层次的、由期权带来的利益分歧。很多公司以股票期权方式奖励管理层，仅仅是基于公司留存利润的简单增加，而不是对于公司资本的良好运用。

然而，巴菲特指出，仅仅是使用公司留存利润再投资而取得利润增加，简直就是举手之劳，并未提高公司真正的资本回报。如此一来，授予管理层股票期权实际上是相当于打劫股东财富，将战利品分给管理层。而且，期权一经授予，便是无条件不可撤销的、并在与个人业绩表现无关的情况下令管理层受益。

使用股票期权方式培养股东导向思维的管理文化是有可能的，对于这一点巴菲特是认同的。但这种用期权绑定，以期二者利益一致的方式并非十全十美。如果公司资本没有被最优化的运用，那么，现有股东的利益会暴露在股票下跌的风险之中，而期权持有者却可以置身其外。

巴菲特因此提醒正在阅读那些给予授权说明书的股东们，注意这种**不对称风险**。很多股东可以理性地将这种说明书置之不理，但股票期权的滥用应该是股东，尤其是那些定期参与公司治理改善促进活动的机构投资者应首要考虑的问题。

巴菲特强调，管理层的薪酬取决于其表现。管理层的表现以盈利能力作为衡量，而且是在扣除了公司相关业务的资本费用或留存利润产生的利润之后。如

果使用期权的方式，应该将其与个人业绩挂钩，而不是与公司业绩挂钩，并且期权的行使价格要与企业价值相适应。

更好的做法，就像在伯克希尔那样，股票期权不作为管理层薪酬的组成部分。伯克希尔的管理层们根据业绩贡献获得现金奖励，如果他们想要公司股票，直接购买即可。巴菲特说，如果他们能这么做，那么就说明他们是“站在了股东的立场上”了。巴菲特认为，相对于管理层薪酬而言，股东利益至高无上，就像其他的公司治理话题一样，例如风险管理、公司合规、财务报告。

## （连载 7）将市场波动等同于风险是一种曲解

巴菲特在超过 40 年的时间长河中，创造了超过 20% 的年复合投资回报率，这一个成绩是同期股市表现的两倍。同样的故事发生在本·格雷厄姆·纽曼投资公司身上。

### 将市场波动等同于风险是曲解

#### 导言（5）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

在过去 35 年中，最具革命性的投资思想是所谓“现代金融理论”的提出。这是一套精致的研究理论，它可以归结为一个简单且误导现实的观点：研究股市上的个股投资机会是浪费时间。根据这个观点，与认真分析研究各个上市公司的基本面信息相比，随手扔出的飞镖所选出的投资组合可能回报更高。

现代金融理论的主要原则之一是“现代投资组合理论”。它认为，人们可以通过持有一组多元化的投资组合，来消除任何单个证券带来的个体风险。也就是俗话说的，“不要将全部鸡蛋放在一个篮子里”，只剩下那些可以补偿的风险。

这种剩下的风险可以用一个简单的数学术语来衡量——**贝塔**，它显示了单只股票相对于整个市场的波动程度。对于那些能将所有信息迅速而准确地反映到价格中的有效市场而言，贝塔可以很好地测量波动风险。在现代金融理论的故事里，有效市场支配一切。

对这种观点的推崇，不仅仅局限于学术的象牙塔里——学院、大学、商学院、法学院，而且成为过去 35 年整个美国金融界的标准教条，从华尔街到主街，皆是如此。很多教授坚信，股票的市场价格已经完全反映了企业的真实价值，剩下的风险就是股价波动的风险。应对股价波动风险的最好方法是投资于一组多元化的组合。

当人们的目光顺着杰出投资者的历史，回溯到格雷厄姆和多德时，会发现他们用逻辑和经验揭穿了这种标准的教条。巴菲特认为，大多数市场并非完全有效，**将市场波动等同于风险是一种曲解**。由此，巴菲特担心在市场有效的现代金融理论影响下，整整一代学子，无论是 MBA（工商管理硕士）或是 JD（法学博士）都处于学习错误课程的风险之中，反倒是错过了重要的东西。

一场代价特别高昂的现代金融理论课程，来自于组合保险的蔓延与滥用。组合保险是指在下跌市场中，一种重新调整组合的电脑程式化技术。组合保险手段的滥用导致了 1987 年 10 月和 1989 年 10 月的股市崩盘。但这也有好的一面，它打破了商学院、法学院盛行的、并且有越来越多华尔街忠实跟风者的现代金融理论完美无缺的说法。

随之而来的市场波动无法用现代金融理论解释，也无法用其他与小盘股、高分红股、低市盈率股等相关表现的现象解释。市场失效的主角，是沐浴在泡沫中的科技互联网公司股票，泡沫在九十年代末、2000 年初破灭，这些公司的股价在兴奋与沮丧之间来回忽悠，像癫痫发作一般，与企业本身的价值毫无干系。越来越多的质疑者指出，贝塔无法真正测量实际的投资风险，并认为贝塔在并不有效的市场中没有意义。

在这种热烈的讨论中，人们开始关注巴菲特成功的投资记录，并开始重新寻找格雷厄姆、多德的投资方法和企业观念。毕竟，巴菲特在超过 40 年的时间长河中，创造了超过 20% 的年复合投资回报率，这一个成绩是同期股市表现的两倍。在这之前的 20 年，同样的故事发生在本·格雷厄姆·纽曼投资公司身上。

## （连载 8）别在花朵间来回跳跃

为了达到理想贝塔数值而进行不断交易、重构组合，这种“**在花朵间来回跳跃**”的行为大大增加了交易成本。巴菲特说：“这就像不断搞一夜情被称为浪漫一样”。

### 别在花朵间来回跳跃

#### 导言（6）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

无论是格雷厄姆·纽曼投资公司，还是伯克希尔公司，它们都具有一些相同的特征：足够大的资本规模、足够长的历史时间段、没有什么意外惊喜而导致的数据失真、也没有大数据挖掘，**而且这些的业绩表现是历史的结果，并非事先安排**。这一切综合在一起，正如巴菲特所强调的那样，取得这样的惊人业绩值得令人尊敬。

现代金融理论受到巴菲特杰出业绩表现的威胁，但这个理论固执的支持者们对巴菲特的成功作出了各种奇怪的解释。例如，说巴菲特的成功仅仅是因为运气好，就像笑话故事中，那只能用打字机打出莎士比亚名作《哈姆雷特》的猴子；或者他能接触到其他投资者无法得到内幕消息。

在不承认巴菲特的同时，现代金融理论的热心支持者依然坚持认为，投资者最好的策略是，基于贝塔或扔飞镖方式的分散持股，并不断进行投资组合的重新配置。

对此，巴菲特报以讽刺和建议。他讽刺这种投资理念的支持者应该继续留在大学校园里，以利于永续传承有效市场的教条。他建议投资者不用理会现代投资理论，或其他类似的市场理论，而应该埋头于投资本身的钻研。**对于大多数投资者而言，最好的方式是长期投资于指数**。或者，投资者可以利用自身在某

方面的所长，对于相关企业进行深入分析。按照这个思路，**风险**并不是什么贝塔或波动，而是投资损失或伤害的可能性问题。

对于投资风险的评估和判断是很不容易的，因为其中涉及的因素包括公司管理层素质、产品情况、竞争对手、负债状况等多方面情况。一项投资是否合算的衡量标准是，**该项投资所取得的税后回报，能否至少不低于最初投资本金的购买力，加上一个合适的回报率。**

在投资过程中，最为主要的一些相关因素，包括企业长期的竞争优势、管理人的能力与诚信、未来的税率、以及通货膨胀水平等因素都是模糊的，并不十分明确，尤其与贝塔那**迷人的精确度**相比。但问题的关键在于是这种判断是必须的、无法回避的，除了投资者的缺点之外。

巴菲特指出了**贝塔的荒谬之处**，他说：按照这个说法，“如果相对于大势，一只股票的股价大幅下跌，……大跌之后的股价反而比先前股价高企之时，具有更大的风险。”贝塔就是这样来测量风险的。

同时，贝塔方式无法区分企业特性的风险，例如“一家只卖宠物石、或呼啦圈这种单一产品的玩具公司，其内在风险与另一家产品是大富翁游戏、或芭比娃娃的玩具公司相比，二者虽然同样是玩具公司，但风险内涵并不相同。”但是，普通投资者可以通过消费者行为和公司之间的竞争，分辨他们的不同。同时，股价的大跌也可能是一个上佳买入机会的信号。

与现代金融理论相反，巴菲特的投资思想中没有规定多元化。这种思路也可以称为**集中投资**，如果没有在投资组合中出现，至少也在心中。谈到集中投资这个问题，巴菲特以凯恩斯为例。凯恩斯不仅是杰出的经济学家，而且是精明的投资家，他认为投资资金应该**重仓于两、三家深入了解的、具有值得信赖管理层的公司。**

这种观点认为，投资和投资思维分布太分散反而会导致风险上升。在投资之前，投资者通过对企业的深度分析，以及对于企业基本情况的了解满意程度，财务和思维的集中策略可以降低风险。

根据巴菲特的观察，贝塔方式的流行忽略了“一个基本原理：模糊的正确胜过精确的错误”。

**长期的投资成功**，并不来源于研究贝塔数值，并且保持一个分散化的投资组合，而是**来源于**投资者将自己视为企业所有者。为了达到理想贝塔数值而进行不断交易、重构组合的行为，实际上却让人远离长期的投资成功。

这种“**在花朵间来回跳跃**”的行为大大增加了价差、手续费、佣金等交易成本，更不要说还要牵涉到纳税问题。巴菲特拿那些频繁炒股的人开玩笑说，“这就像不断搞一夜情被称为浪漫一样”。相对于现代金融理论所坚持的“不要将所有的鸡蛋放在同一个篮子里”，我们更认同马克·吐温在其名作《傻瓜威尔逊的悲剧》中的建议：“将你所有的鸡蛋放在同一个篮子里，然后，看好篮子。”

## （连载 9）价格是你所付出的，价值是你所得到的

格雷厄姆的观点是，**价格是你所付出的，价值是你所得到的**。这两样很少完全相等，但绝大多数人很少能区分它们的不同。

### 价格与价值

#### 导言（7）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

在 20 世纪 50 年代，巴菲特作为哥伦比亚商学院的研究生，从他的伟大导师本·格雷厄姆那里学到了投资的艺术，然后，在格雷厄姆-纽曼投资公司工作。

在一些投资经典著作中，包括格雷厄姆的《聪明的投资者》一书，介绍了很多历史上最有深度的投资智慧。驳斥了一些流行的错误心态，例如将价格等同于价值。格雷厄姆的观点是，**价格是你所付出的，价值是你所得到的**。这两样很少完全相等，但绝大多数人很少能区分它们的不同。

格雷厄姆最为深远的贡献是创造了一个住在华尔街的角色——“**市场先生**”。他是你的假想生意伙伴，你们两个共同持有一家公司的股份，搭伙做生意。他每天都想着买你在公司的股份，或者卖给你他自己持有的股份。

这位市场先生的脾气非常情绪化，从兴奋到绝望极易变化。有时他出的价格高于价值，有时他出的价格低于价值。心情越是狂躁抑郁，价格与价值之间的价差就越大，其行为提供投资的机会也就越大。巴菲特再次介绍了市场先生，他强调尽管现代金融理论没有意识到“市场先生”的存在，但对于整个市场而言，格雷厄姆的这个寓言显示出自律的理性投资思维是多么重要。

另一项来自格雷厄姆的重要的遗产传承是“**安全边际原理**”。这项理论认为，如果在一个投资中，如果支付价格不能明显低于其所提供的价值，那么这项投资就不应该进行。

巴菲特忠实地遵循了这个原理。他提到格雷厄姆说过，如果将所有深刻的投资秘密浓缩提炼为四个字的话，应该是：安全边际。在初次读到这个原理 40 年之后，巴菲特对此依然深表赞同。尽管现代金融理论的热衷者认为市场是有效的，以至于价格（你所付出的）与价值（你所得到的）之间没有差距，巴菲特和格雷厄姆认为这种差距仍然普遍存在。

这种差距也表明“**价值投资**”这个术语是多余的。所有真正的投资必须建立在价格与价值的关系评估基础上。那些不将价格与价值进行对比的策略根本就不是投资，而是投机。投机仅仅是希望股价上升，而不是基于“所支付价格低于所得到价值”的理念。

## （连载 10）成长就是价值的一部分

与“市场先生”、“安全边际”一起，能力圈原理是格雷厄姆、巴菲特智慧投资思维的三大支柱之一。

## 成长就是价值的一部分

### 导言(8)

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

巴菲特留意到，很多专业人士犯的另一个错误，将投资分为“成长投资”和“价值投资”两类。巴菲特认为“成长”和“价值”并非泾渭分明、水火不容，它们是不可分割的整体，因为“成长”就是“价值”的一个组成部分。

“相关投资”这个词与巴菲特也沾不上什么边。这个词在上世纪九十年代中期变得流行，它描述了一种投资风格，为了减少股东所有和经理人控制之间的隔膜成本，强调股东参与和监控经理人。很多人认为巴菲特和伯克希尔可以作为“相关投资”这种风格的代表。的确，巴菲特买了几家公司大量的股份，并持有相当长的时间，他确实只投资那些拥有忠诚经理人的公司。但二者的相似之处大约也就是这些了。如果用一个形容词来描述巴菲特的投资风格，应该是“专注”或“聪明”。即便这些词也是冗余的，质朴的“投资者”一词就是对于巴菲特最好的形容。

其他被误读的术语包括被模糊了区别、作为现金管理工具的投机和套利。对于伯克希尔这样公司来说，套利是很重要的管理大量超额现金的工具。投机和套利都是处置公司现金的方式，而不仅仅是将公司多余的现金放在商业票据等短期现金等价物上。

投机是将资金压在那些尚未公开的公司事件的传言上。而传统而言，巴菲特指出，**套利**是在为数不多的已公开的机会中，利用同一个对象在两个市场间的价差，进行短期持有。它利用的是同一对象在不同时间的价格差异。决定是否用这种方式使用公司现金，取决于四个常识问题，它们都基于信息而不是传言：时间发生的概率、资金占用的时间、机会成本、如果事件没有发生的下跌。

与“市场先生”、“安全边际”一起，**能力圈**原理是格雷厄姆、巴菲特智慧投资思维的**三大支柱**之一。这个原理讲的是，投资者仅仅需要集中于那些自己易于明白的公司身上，坚持于你自己了解的公司。正是这一条使得巴菲特避免了其他人不断重复的错误，特别是那些几个世纪以来，被循环往复、滋生投机市场的科技风潮和新时代华丽辞藻弄得晕头转向的人们尤其值得重视。

在所有投资思考中，投资者必须防备巴菲特所谓的“**惯性驱使**”。这是一种无处不在的力量，在这里，习惯的力量对抗着变化、耗尽公司的现金、下属们为了讨好上级而通过的并非最优的公司战略等。与商学院和法学院经常教授的课程不同，这种力量会影响到企业理性的决策。惯性驱使的最终结果是导致行业的跟风心态，山寨成风，而不是成为行业的领头羊。巴菲特称之为“**旅鼠行军**”。

这本书的每一个读者都会乐在其中，并且乐与家人、朋友分享。巴菲特关于**负债**的观点尤为引人，对于个人家庭和公司的财务都有仔细的解释，适当地关注“生活和负债”，可以明白债务的诱惑和危险。

## （连载 11）对着你心脏的匕首

如果将一把匕首绑在汽车方向盘上，匕首刀尖对着驾驶员，这样会令驾驶员在开车的时候注意力更加集中，从而可以避免发生灾难性后果。是这样吗？

### 对着你心脏的匕首

#### 导言（9）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

## 投资替代品

在巴菲特那些关于投资机会的文章中，所有的投资原理都得以生动的展现。在定义了什么是生产性资产，以及对其投资偏好的解释后，他用一系列的文章对一些替代性投资品种，例如垃圾债券、零息债券、优先股等，做出了说明。

华尔街以及学院派的流行观点认为，巨大的债务负担并不完全是坏事，反而会使得公司管理层更专注、更努力，对垃圾债券提供了多一层的保护，他们将其比喻为“匕首论”。所谓“匕首论”，指的是如果将一把匕首绑在汽车方向盘上，匕首刀尖对着驾驶员，这样会令驾驶员在开车的时候注意力更加集中，从而可以避免发生灾难性后果。对于这个说法，巴菲特再次援引格雷厄姆的观点进行了驳斥。

巴菲特指出，九十年代早期的经济衰退中倒下的大量公司，都是由于债务负担过重。公司债务过重会导致无法偿还，无法偿还的高违约率，进而使垃圾债券必须以较高的利息吸引投资人。

学院派的研究结论认为，垃圾债券的高利息可以补偿它们的高违约率。巴菲特认为这些研究本身的前提假设都存在瑕疵，这类错误连任何大学统计系一年级学生都能分辨出来。这类假设的前提是：研究分析所涉及的、过去流行的历史条件，在未来会同样存在。但情况并非如此。更多这类有关垃圾债券愚蠢观点的评论，可参阅本书中，芒格对于迈克尔·米尔肯财技的表述。

华尔街感兴趣的行为方式往往是以赚钱为导向，并不顾及什么财务意义。从这点出发，华尔街经常将好主意干成坏事情。例如，在零息债券的历史上，巴菲特指出它们能够给购买者提供一个等同于普通债券、锁定的复合回报率，这是普通债券无法提供的。零息债券这一金融工具的使用，一度使得借款人在没有更多额外自由现金流支付利息的情况下，可以为企业筹集更多资金。然而，隐患渐渐暴露出来，由于发行零息债券的主体信用越来越差，以至于无法应付日益增长的债务负担。对此，巴菲特感叹道：“这就像华尔街上那些经常上演的游戏一样，聪明人玩开头，傻瓜玩结尾，先下手为强，后下手遭殃。”

导致 2008 年金融危机的罪魁祸首有很多，其中包括金融衍生品的广泛使用，而巴菲特早在数年之前就已经提出过警告。现代金融工程学将各种复杂金

融工具称之为**金融衍生品**，因为它们本身价值是从合同指定的对标价格波动衍生而来。

支持者相信这些衍生工具对于管理风险非常有用，实际上在巴菲特判断价格合适的情况下，伯克希尔也经常持有为数不多的衍生品合约。但当支持者认为衍生品的使用可以完全消除系统性风险的时候，巴菲特对此持有不同看法，以他的先见之明，他指出衍生品非但不能消除系统性风险，反而可能具有完全相反的效果。它们变动频繁，难以估值，而且在各个金融机构之间的交易合约盘根错节、相互关联。巴菲特警告，由于各种因素的相互交错，使得一旦某个环节的出现一个问题，势必会引发多米诺骨牌式的连锁反应，带来一系列的破坏性后果。2008 金融危机就是这样的情况。

巴菲特承认，他对于衍生品风险的看法源于对巨灾风险的厌恶，他不想让伯克希尔坚强的财务堡垒地位受到侵害。但这还不是主要原因，在收购了通用再保险公司之后，巴菲特忍受数年衍生品管理所带来的煎熬。巴菲特解释说，这种痛苦并非即刻接手企业本身，而是源于接手之后意识到无法卖出去。他花费数年时间，才理清那些如同迷宫一般、数额巨大的长期衍生品带来的债务情况。巴菲特对此陷入沉思，其他人可以从伯克希尔的实验中受益。

在书中的各个章节，还对宏观经济学进行的论述，从美国政府的国际贸易赤字、到引发 2008 年金融危机的房屋贷款政策。

## （连载 12）人以类聚

一个公司就像一家餐馆一样，提供一份菜单以吸引某一类型口味的客户。

人以类聚

## 普通股

巴菲特回忆 1988 年伯克希尔公司在纽约证券交易所挂牌的情形，他对公司的指定交易券商吉米·麦圭尔说：“如果买入股票之后，必须等上两年之后才能卖出，我认为你会有巨大的成功。”尽管巴菲特开玩笑说麦圭尔“似乎对这个主意不够热情”，他强调自己买股票时的心态，“**如果我们因为交易所关闭而不打算持有的股票，那么即便交易所开市我们也不会持有。**”巴菲特和伯克希尔都是长期投资者，但股市上有太多的人是短线股票炒手，这就大大增加了交易成本。

企业盈利的很大一部分被耗散在与交易相关的摩擦成本上。所谓交易就是对股份所有权的**重新分配**。重新分配意味着支付佣金给经纪人、支付费用给投资经理、支付现金给财务规划师和商业顾问，他们在此过程中会提出更多建议。再后来，这些**摩擦成本**升级形成一个行业，他们自称为对冲基金、股权投资公司等等各式各样的名称。巴菲特估计这个行业的整个成本约占全国企业年度总利润的 20%。

不像很多其他 CEO 们希望自己公司的股价在市场上越高越好，巴菲特宁愿伯克希尔的股价最好等同于其内在价值、或贴近其内在价值——既不高、也不低。如果能够这样，这就意味着，**在同一时间段，公司的运营成果将惠及同一时间段的股票持有者**。想要维持这种效果，就要求有一个长期的、以企业运营为导向的**股东群体**，而不是一个短期的、以股市变动为导向的股东群体。

巴菲特留意到其导师费雪的建议，那就是**一个公司就像一家餐馆一样**，提供一份菜单以吸引某一类型口味的客户。伯克希尔提供的长期“菜单”，强调了频繁交易活动的成本会损害长期投资结果。的确，巴菲特估计由券商佣金和做市商差价构成的交易成本，通常会吞噬 10% 或更多的利润。避免无谓的成本、或将这种成本最小化，对于长期投资成功具有重要意义，伯克希尔在纽约证券交易所挂牌有助于遏制这些成本。

公司分红政策是一项重要的资本分配问题，与投资人的利益息息相关，但很少向他们解释。巴菲特给股东的信件中，非常清楚地阐明了这个主题，强调“资本配置对于企业和投资管理都非常重要”。1998年以来，伯克希尔普通股的股价每股超过50,000美元（译者注，2018年10月，每股价格超过330,000美元），公司的账面值、盈利、内在价值等指标常年稳定地增长，超出行业年平均增长率。此外，公司从来没有分拆过股份，过去三十年也没有派发过红利。

## （连载 13）利润留存、股份回购与分拆

只有留存利润产生的增量收益等于或大于派发给投资人的收益”时，留存利润才是合理的。

### 利润留存、股份回购与分拆

导言（11）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

除了反映长期目标的“菜单”和交易成本最小化之外，伯克希尔的分红政策还反映了巴菲特的一个信念，**公司利润到底应该进行分红还是留存利润，取决于一项测验结果**：每一个留存的美元利润能否创造出至少一个美元的市值？如果可以，就应该留存利润；如果不可以，就应该分派红利。

这就是著名的“一美元原则”。“只有留存利润产生的增量收益等于或大于派发给投资人的收益”时，留存利润才是合理的。

就像巴菲特其他简单的准则一样，这一准则常常会被公司管理层忽视，当然除非他们为自己的子公司制定分红政策。利润留存往往因为非所有者的原因，例如为了企业帝国的扩张、或为了管理层提供运营的便利。

这样的事情在伯克希尔却是完全不同的景象，巴菲特在讨论会上说，经过测试，伯克希尔“可以派发超过 100%的收益”。芒格插话说：“太对了。”然而，这没有必要，因为通过巴菲特管家式的管理，伯克希尔提供资本超额回报的机会已经得到了充分的展现。

**回购**那些股价偏低的股票是一种配置资本、提升价值的手段，虽然这看起来好像不那么容易理解。在二十世纪八十年代和九十年代初期，公司股份回购并不常见。巴菲特对于那些能用 1 美元买回价值 2 美元的经理层赞誉有加，因为这是使用公司资金的明智之举。

随之大量跟风者蜂拥而来，就如同经常发生的事情那样，所以你会经常看到不少公司会以 2 美元回购价值 1 美元的股份。这些实际上是毁灭价值的股份回购行为，其目的是试图托起低迷的股价，或抵消同期发行的低价执行期权所带来的影响。

巴菲特列出了伯克希尔进行**股份回购的理由和条件**：只有当股价大幅低于其内在价值之时。这清楚地表明，尽管在伯克希尔以折价回购时，巴菲特对于内在价值可能只是一个大致的感觉，但应该让股票持有人清楚自己手中股票的价值。解决方案是：清晰的信息披露，让卖出股票的持有者在知晓充分信息的基础上进行决策。

**股票分拆**是另一种很多美国公司在资本市场上的常见手法，但巴菲特指出这有损于股东利益。股票分拆有三个后果：

- 1， 分拆增加了交易成本，因为分拆之后的周转率提高。
- 2， 分拆会吸引那些短线客，他们过度关注短期的市场股价涨跌。

3, 由于上述原因的影响, 分拆会导致股价严重偏离公司的内在价值。

巴菲特指出, 如果没有其他益处, 分拆伯克希尔的股票实在是愚蠢之举。不但如此, 这样做还可能毁掉公司过去三十年的努力。在过去的岁月里, 伯克希尔吸引了一批较之其他大型上市公司更专注长期投资的投资人队伍。

## (连载 14) “本公司没有被低估”

吸引那些理念相同的人, 在懂你的人群中散步。

### “本公司没有被低估”

导言 (12)

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

伯克希尔公司的高股价及其分红政策带来了两个后果:

首先, 高高在上的伯克希尔股价, 削弱了股东将其权益赠送给家人或朋友的能力。尽管巴菲特已经制定了一些可行的策略, 例如可以折价出售给受赠者。

其次, 伯克希尔高高在上的股价, 令华尔街上一些金融工程师们试图创造出一类证券品种, 声称可以拷贝伯克希尔的表现, 卖给那些对于伯克希尔业务和投资理念缺乏了解的人。

作为回应, 伯克希尔公司实施资本结构重整, 创造出来一种新型股票——伯克希尔 B 股, 并在公开市场发售。B 股只有伯克希尔 A 股 (即原有股份) 1/30 的权益, 其投票权只有 A 股的 1/200。这样, B 股的股价应该在 A 股的 1/30 附近。

伯克希尔的 A 股可以转为 B 股，这样就赋予公司股东自行决定的权力，如同股票的分拆一样，有利于他们进行赠予等行为。更为重要的是，这种资本重构使得市场上对于伯克希尔的克隆行为得以遏制，这些行为有悖于巴菲特所信奉的基本原则。

这种克隆行为是成立专门买卖伯克希尔股票的投资信托，然后根据市场对信托的需求对股票进行交易，这样做增加了投资人的成本负担。如果伯克希尔的投资人并不明白公司的业务和理念，他们的行为会推高股价，造成价格与价值之间的巨大偏差。

伯克希尔 B 股的设计，是为了吸引那些对于巴菲特集中投资理念认同的投资人。例如，在发售 B 股之时，巴菲特和芒格都强调当下伯克希尔的股价没有被低估。他们说自己不会按照当时的市价买 A 股，也不会买 B 股。这样做，传递的信息很简单：除非你愿意长期持有股票，否则就不要买。这些为 B 股吸引长期投资者的努力，得到了很好的效果：股份的换手率远远低于大型上市公司的均值。

对于巴菲特和芒格做出“**本公司没有被低估**”的警示性声明，有人感到惊讶，因为通常公司管理层在发行新股时，都会告诉市场自己发售的股价非常合理。然而，你也不用对于巴菲特和芒格的声明感到担心，因为巴菲特认为，一家公司如果以低于价值的价格出售股票，对于它现有股东而言是一种犯罪。

## （连载 15）巴菲特喜欢收购的两类企业

出色的企业管理层善于挖掘运营不佳企业的潜力，完成常人难以完成的壮举，运用杰出的才能释放企业那些隐含的价值。

### 巴菲特喜欢收购的两类企业

导言（13）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

伯克希尔的投资政策通常采用双管齐下的方式进行：整体收购全部股份、或仅仅收购部分股份。前提是这些企业至少具备两点：

- 1， 具有优秀经济特征，即拥有所谓护城河的竞争优势。
- 2， 拥有巴菲特和芒格**喜欢、信任、欣赏**的管理团队。

与通常的做法相反，巴菲特认为在进行整体收购时，没有理由支付溢价。

有两类企业是**极其稀缺的**。

第一类是为数不多的企业具有护城河特征 —— 它们可以提高售价但不会使销售数量减少、或不会使市场份额降低，仅需内生性增量资本即可提高两者。即便管理层平庸，这类具有护城河的企业也能提供资本高回报。

第二类稀缺的企业是具有出色管理层的企业。出色的企业管理层善于挖掘运营不佳企业的潜力，完成常人难以完成的壮举，运用杰出的才能释放企业那些隐含的价值。

上述两类公司都是稀缺的，这就无法解释为何每年市场上都有数以百计的高溢价收购。对于那些以高溢价进行并购普通企业的行为，巴菲特将**主导收购的动机归为三类：收购的快感、扩大规模的快感、对于协同效应的过分乐观**。

在支付收购的方式上，伯克希尔只有在物有所值的情况下，才会以发行新股的方式进行支付。但这种方式变得越来越难以施行，因为经过多年的发展，伯克希尔收购、培育了一大批优秀企业聚拢在旗下，就像拥有大批珍贵艺术品的法国卢浮宫，想通过增加一幅波提切利的作品，从而再次大幅提升整个艺术馆的价值是很难的。如果你打算通过放弃伦勃朗的作品而得到增值则更加困难。

让其他企业的高管遵循这一条规则的确困难，但其实也没有那么难，因为他们自己旗下也拥有运营良好的公司。与他人不同的是，巴菲特注意到，以发行新股为手段的并购，卖家通常以股票市价作为依据，而不是以其内在价值作为依据。一个以发行新股作为支付手段的买家，如果其股价较低，比方说，只有内在价值的一半，那么，这就等于给对方支付了双倍的价格。这样做的公司，高管们会以合并后的协同效应或公司规模作为理性的辩护，但实际上是图一时之快，并将过分乐观置于股东利益之上。

此外，以发行新股的方式进行收购，通常被称为“买家去买卖家”或“买家收购卖家”。巴菲特对此有着清醒的认识，他说：这其实是“买家卖出自己的一部分去收购卖家”，诸如此类。无论如何，真实的情况就是：它能使人评估一下买家是放弃了什么而进行收购。

另一种以股票当现金使用的滥用是**绿票讹诈**（greenmail），也就是从狙击公司者手中以溢价回购股份，以阻止收购提议。尽管回购股份可以提升股东价值，但巴菲特谴责这种行为，因为这是另一种对公司的打劫。

芒格在本书第二篇文章中指出，八十年代盛行的杠杆收购（LBO）也应该受到谴责。法律的许可使得 LBO 获利巨大，但芒格告诉我们，LBO 使得企业变得脆弱，巨大的财务杠杆必须付出巨额的代价，并且提升了整个收购成本。

不用增加额外负担，同时能提升价值的收购，这样的机会非常难得。实际上，大多数收购都是贬值的。巴菲特说，发现最佳提升价值的收购机会，必须专注于机会成本，主要是以股市上优秀公司的股价作为衡量。这种专注不同于那些一心想着协同效应和扩张规模的公司高管们的行为，这也是伯克希尔双管齐下进行对外收购或投资的原因。

伯克希尔的收购还具有**额外的优势**：支付高含金量的股票，以及在收购之后，给予公司高管高度的自治权。巴菲特说，在收购行为中，这两样都不常见。

巴菲特很看重**言行一致**，他会提醒潜在卖家，伯克希尔以前从不少家族和他们相关者手中买了不少企业，他也会邀请买家与之前的卖家聚会，看看伯克希尔之前的承诺是否实现。

简而言之，巴菲特希望对于那些持有优秀企业的卖家而言，伯克希尔是个好的买家。这是巴菲特给予人们重要一课，它解释了为什么巴菲特倾向于持有公司而不是卖出公司，即便在这些公司面临困境的时候，他也会这么做。

## （连载 16）透视盈利

内在价值、账面价值、股票价格，三者之间的关系交织在一起，它们各有其道理，但并不是一回事。

### 透 视 盈 利

导 言（14）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

## 估值与会计

关于如何弄懂和使用财务信息，巴菲特的文章提供了一系列有趣和令人深有启发的教程。在剖析通用会计准则（GAAP）方面，巴菲特指出了 GAAP 在分析公司或投资估值时，既有重要性、也有局限性。巴菲特解开了其神秘面纱，揭示了一些关键点的重要区别，例如会计盈利和经济盈利、会计商誉和经济商誉、会计账面价值和内在价值。这些都是投资者或经理人工具箱中的重要工具。

伊索寓言之于古代就像巴菲特之于我们今天。伊索寓言说：“一鸟在手，胜过两鸟在林。”这则寓言体现出估值方式虽穿越千年却没有改变，只不过巴菲特将它延伸至金钱领域。估值事关金钱的数量，不是希望，不是梦想。

很多人一定记得九十年代后期的科技泡沫，泡沫破裂之后，人们发现林中几乎没有鸟。是否每个人都从这一的历史中得到教训，答案值得怀疑。但这样的例子从伊索时代至今不断重演，一次又一次。

巴菲特工具箱中的一件特殊工具是“**内在价值**”——“一个企业在其存续期间创造的所有现金的折现值”。虽然表述起来简单，但内在价值的计算既不容易，也具有主观性。内在价值的计算，取决于对于未来现金流的估算，和未来利率变动的估算。但是它关乎企业的终极本质。

相较而言，账面价值很容易计算，但有其局限性。对于大多数公司而言，同样的情况也发生在市场股价上。**内在价值、账面价值、股票价格**，三者之间的关系交织在一起，它们各有其道理，但并不是一回事。

巴菲特强调，有用的财务报表应该能回答关于企业的三个基本问题：

- 1, 一个公司大约价值几何。
- 2, 实现公司未来规划的能力。
- 3, 管理层的企业运营能力。

巴菲特感叹说，GAAP 使得进行这些判断变得困难。的确，对于任何企业的复杂性而言，几乎所有的会计系统都没有给出完整准确的回答。有感于发明一套优于 GAAP 的会计系统几乎是不可能完成的任务，巴菲特提出了一系列的概念，以帮助投资者和企业管理者可以更好地使用财务信息。

巴菲特提出的概念之一是“**透视盈利**”。根据 GAAP，投资会计要求控股投资使用合并报表法，将子公司合并入母公司财务报表。对于持股股权比例 20% ~ 50% 的投资，GAAP 要求按比例报告。对于持股比例 20% 以下的，GAAP 要求只记录实际收到的分红，而不是记录与持股比例相应的股东权益。

GAAP 的规则实际上掩盖了伯克希尔大量经济价值，因为那些被投资却未分红的公司在伯克希尔集团中占有相当的比重，但如果采用 GAAP 方式制定财报，这些价值就不会在伯克希尔的财务报表中显现。

意识到决定价值的因素并非投资权益的规模，而是盈利的如何分配，巴菲特采用了一个新概念来估算伯克希尔的经济表现——“透视盈利”。**透视盈利**是在伯克希尔净利润的基础上，加上各个被投资公司的未分配利润，减去内在增量税项。

对于很多公司而言，透视盈利与 GAAP 盈利没有什么不同。但这个方法对于伯克希尔和很多个人投资者而言，意义重大。与伯克希尔类似，个人投资者对待自己的投资组合，可以采取类似的方法，并设计出一个能够长期、最大可能提供透视盈利的投资组合。

## （连载 17）会计商誉和经济商誉

具有强大经济商誉的公司，在通货膨胀的年代，所受到的伤害远远小于那些没有经济商誉的公司。

### 会计商誉和经济商誉

导言（15）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

关于会计商誉和经济商誉的异同已经众所周知，但巴菲特的洞察力使得这个话题令人耳目一新。**会计商誉**是指收购一个公司价格超出其公允价值的部分（扣除负债后）。它作为一项资产放在资产负债表中，然后作为年度成本每年摊销，通常历时 40 年。因此，会计商誉这项资产，随着时间推移，作为成本是递减的，数值越来越少。

与会计商誉不同，**经济商誉**是无形资产的集合。无形资产指的是诸如品牌认知度，有形资产指的是诸如厂房和设备。企业的无形资产能够使企业在有形资产之上，产生超出平均的收益率。经济商誉的数值就是这超出部分的资本化。

企业的经济商誉会随着时间的推移而上升，即便是普通的企业，它的经济商誉至少也会与通货膨胀保持同步。对于那些具有独特经济特征、或特许权特征的企业，经济商誉的升值则更为显著。的确，具有强大经济商誉的公司，在通货膨胀的年代，所受到的伤害远远小于那些没有经济商誉的公司。（也就是说，品牌公司比杂牌公司在通货膨胀中处于更为有利的位置。译者注。）

会计商誉和经济商誉的区别如下。

第一，除去负债、剔除商誉摊销后的净有形资产的回报能力，是评估经济商誉的最佳考量指标。这样，当一个企业收购另一个企业，收购反映在资产账目上被称为商誉，对于这家企业的分析不应考虑摊销费用。

第二，由于经济商誉是在摊销之前，在整体的经济成本上进行衡量。所以，在评估一项可能的企业收购时，也不用考虑这些摊销。

然而，巴菲特强调对于折旧费用的处理不同于摊销，折旧是真实的成本，这一点不应该被忽视。巴菲特是在解释伯克希尔收购活动中阐明上述观点的。公司总是告诉股东们扣除 GAAP 要求调整之后的运营结果，以期更为真实的反映收购活动。

华尔街在进行企业评估时，常用的计算方法是：现金流等于（a）运营利润，加上（b）折旧费用以及其他非现金费用。

但巴菲特认为这还不够完整，他认为应该在（a）运营利润，加上（b）非现金费用之后，减去（c）必要的再投资。巴菲特将（c）定义为“企业未来维持其长期竞争力和产量，所必需的厂房和设备平均资本化开支”。巴菲特将“（a）+（b）-（c）”的结果称为“股东盈利”。

如果（b）和（c）不同，那么，现金流分析和股东盈利分析也会不同。对于大多数公司而言，（c）会超过（b），所以，现金流分析通常会夸大经济的现实。在（c）不同于（b）的情况下，计算股东盈利比计算分析 GAAP 盈利更能准确地评估企业的表现，也比进行会计调整后的收购价格现金流分析更准确。这就是伯克希尔为什么在收购之后，除了披露 GAAP 盈利数字或现金流数字之外，还要报告被收购公司股东盈利的原因。

## （连载 19）你不可能在有的时候满足所有的人

通过风格的定位，最终获得一批志同道合的拥趸。

你不可能在有的时候满足所有的人

与所有者相关的企业原则（1）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

就某种程度而言，**我们的股东群体是相当不同于一般的群体**，这使得我们和大家的沟通方式也非同一般。例如，每一年的年底与年初相比，伯克希尔公司的流通股股东名单中有 98%是不变的。这表明大家都是老朋友，我们不必年复一年重复之前说过的话。这样，你们可以得到更多有用的信息，而我们也不至于感到厌倦。

此外，对于 90%的本公司投资者，伯克希尔股票在他们所有投资资产中比重最大，遥遥领先于其他持股。所以，他们愿意花更多的时间，仔细阅读年度报告。反过来，如果我们处于同样的位置，我们也希望能从年报中得到更多信息。

相对于年报的详细，我们在季度报告中没有太多叙述。因为，我们的投资者和管理层都着眼于长期的企业前景，每个季度都发生一些对于长期有重要影响的新事件、或新观点是件困难的事。

当你收到我们发出的信息，应该知道这来自于一个由你们支付工资、为你们管理企业的人。我坚定地认为，股东们应该可以直接与公司 CEO 进行沟通，得到他现在和未来如何对企业进行估值的看法。这样的做法，通常会发生在一个未上市公司身上，而不是一家上市公司。（译者：因为通常未上市公司股东人数有限且彼此相熟。）公司的 CEO 就像是股东为公司聘请的管家，一份一年一度来自管家的报告，与一份来自基于管理层和投资者关系的专家或公关顾问公司、充满职业腔调的报告是不一样的。

我们认为，作为公司的股东、公司的所有者，你们应该有权得到我们作为管理层的报告，就像伯克希尔公司作为母公司可以得到旗下各个子公司管理层的报告一样。当然，二者的详细程度可能会有所区别，尤其当内容涉及商业机密和竞争对手时。但是从总体范围、平衡尺度以及坦率程度而言，两者应该并无二致。我们不喜欢旗下公司高管们在汇报时，写的像官样文章，我想你们应该也不喜欢。

**一般情况下，一个公司的特征决定了它的股东特征**，正所谓“物以类聚、人以群分”。如果公司追求短期的结果、或短期的股价表现，那么，它所吸引的股东也会同样关注短期表现。如果公司对待股东玩世不恭，他们也会得到玩世不恭的结局。

广受尊重的投资家兼作家菲尔·费雪（即飞利浦·费雪）曾经将公司吸引股东的策略比喻成为餐馆吸引顾客的策略。

一家餐馆可以定位于特定的食客阶层——喜欢快餐的、喜欢优雅的、喜欢东方食品的等等。**通过风格的定位，最终获得一批志同道合的拥趸**。如果餐馆的服务、菜单、价格水平策略得当，那么这批客户会成为固定的回头客。但如果餐馆经常转换风格，那么这批快乐而稳定的客户就会消失。如果餐馆的定位在法式美食和外卖鸡之间摇摆不定，那么一定会令重新光顾的客人满脸疑惑，最终夺门而去。

公司与股东之间的定位相处关系，与餐馆和食客的关系类似。**你不可能在有的时候满足所有的人**。有人关注眼前回报高的投资、有人关注长期的资本增值、有人关注市场的动态，但你不可能面面俱到。

一些公司的管理层希望自己公司的股票交易活跃，对于这样的想法，我们感到非常疑惑。这个观点的实际意思是，希望现有的、持续优秀公司的支持者抛弃自己公司的股票，替以他人。因为，公司的股份数量有限，有人出去才会有人进来，而这些新进来的人一定怀有不同的预期。

我们非常希望，那些喜欢我们服务和“菜品”的人年复一年地与我们在一起。伯克希尔公司的总股本数量是有限的，股东的**位子也是有限的**，相对于目前的股东而言，很难发现更好的一批人更适合坐在伯克希尔股东的位子上。所以，我们希望公司股票的低换手率可以继续保持，保持在那些**理解公司运营、欣赏我们策略、分享我们愿景**的人手中。祝愿我们梦想成真。

1983年，我总结了十五条与所有者相关的企业原则，认为这将帮助新的股东了解我们的管理思路。既然被称之为“原则”，这十五条企业原则时至今日，依然有效。

## （连载 18）会计诡计

一个投资者应该在尽可能多的了解信息基础上，做出理由充分的重大投资决断。

### 会 计 诡 计

导 言（16）

文/ 劳伦斯·A·坎宁安

杨天南 译

#### 会计诡计

理解会计方法的最终一点在于，会计是一种形式。既然是一种形式，它就可以被操纵。巴菲特借用其导师格雷厄姆在二十世纪三十年代写的作品揭示了会计操纵有多么严重。

格雷厄姆虚构了一个美国钢铁公司，通过采用高级簿记方法，该公司在没有现金流出、或没有改变运营费用、或没有改变销售的情况下，其盈利取得了“显著增长”。在这个案例中，除了讽刺精神之外，格雷厄姆这则故事中展现出来的会计欺骗，与现实中美国公司发生的情况相符。

GAAP 的确存在问题，但有两个阵营的存在使问题变的更糟糕。一类人是试图通过扩展会计想象力以符合 GAAP 的要求，第二类人是存心利用 GAAP 的规则进行欺诈。

第一类人特别难以应付，就像巴菲特在之前例子中提到的关于股票期权的辩论，充分显示了很多公司高管和会计人员的本位主义。

例如，在关于“授予的股票期权是不是成本”的辩论中，巴菲特的问题简单明确：“如果股票期权不是一种形式的成本，请问它是什么？如果薪酬补偿不是成本，请问它是什么？如果在计算盈利时不考虑成本，请问将它们置于何处？”直到今天，巴菲特也没有得到答案。

对于财务报表诚信的追求是没有止境的，会计欺诈的手段也是与时俱进的，这种随时更新的欺诈手法困扰着美国各家公司的首席财务官们（CFO）。这种手法的最近花样是“企业重组”，涉及范围很广，使得管理层可以运用比以前更为灵活的手段、更平滑的会计技巧。其他的例子，例如对于公司养老金的预估、出售资产的时机等等，这些都会对财务报表的损益产生影响，投资者要当心。

## 会计政策

主张财务报告应该恪守诚信的拥护者应该**言行一致、身体力行**，巴菲特在提交伯克希尔股东信息时就是这样做的。他设身处地地从投资人的角度出发，换位思考，一些股东应该看到的部分数据，即使 GAAP 没有要求披露，他也会披露。巴菲特这样做是正确的，这样做使得他在即便会计规则改变的情况下，也能从容应对，例如会计规则现在要求记录退休人员的福利承诺，之前并没有这样的要求。

从巴菲特关于财务信息的观点讨论中，有一点是清晰的，那就是会计规则有其固有的局限性，尽管它绝对重要。尽管在捏造利润、潜在滥用上存在着很多管理上的漏洞，财务信息对于投资者而言，依然有着巨大的用处。巴菲特每天都阅读财务报表，并据此配置数十亿计的资金。所以，一个投资者应该在**尽可能多**的了解信息基础上，做出理由充分的重大投资决断。这种决断包括对于做出透视盈利、股东盈利、内在价值的调整。

## 税务问题

上述种种论述话题，忽略了在长期投资中的税务影响这个话题。人的一生中有两件事是确定的，在书的结尾记录了巴菲特常开的关于个人寿命的玩笑之一：“如果能怡享天年，他将会威胁到玛士撒拉（据传获利 969 岁）的长寿记录。”在这本文集的讨论会上，有人问及如果巴菲特去世对于股票的影响。另一个人答道：“一定会有不利影响”。巴菲特顽皮地说：“这个不利影响对我个人要大于对股东。”

# （连载 20）我们吃自己做的饭

我们通过公司的长期成长来衡量成功，

而不是以每个月的股票价格变动来衡量成功。

# 我们吃自己做的饭

与所有者相关的企业原则（2）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

1，虽然（伯克希尔的）组织形式上是公司制，但我们以合伙人的态度来行事。

芒格和我将我们的股东视作我们的合伙人，而我们自己则是执行合伙人（因为无论是好是坏，从所占比例来说，我们都是控制合伙人）。我们并不将公司本身看做是资产的最终所有人，而是认为公司仅仅是我们持有资产的一个渠道。

芒格和我并不希望你将自己拥有的股票，仅仅视为一张标有价格的纸片，而这些纸的价格每天波动，你有可能为了一些经济或者政治上的事件焦虑不安，并随时打算出售它们。

我们希望你自己视为一个真正长期拥有公司部分资产的人，就像你和你的家人共同拥有的农场、或者拥有公寓一样。对我们来说，**我们并不希望伯克希尔的股东是一群经常变动的陌生人**，相反，他们是我们的投资伙伴，他们将资产委托给我们管理，希望在未来的生活中获得良好的回报。

有证据表明，伯克希尔的大多数股东已经接受了这种长期合作的观念。即使将我本人所持有的股份排除在外（译者注：巴菲特是最大股东），在美国的大型上市公司中，伯克希尔每年的股票换手率也是相当低的。

事实上，我们公司股东对待伯克希尔的行为，和伯克希尔对待它所投资的企业行为是一致的。例如，作为可口可乐和吉列的股东，伯克希尔是这两个杰出企业的非管理合伙人。**我们通过公司的长期成长来衡量成功，而不是以每个月的股票价格变动来衡量成功。**

事实上，我们一点也不关心这些公司的股票好几年没有交易，甚至没有市场报价。如果我们对一支股票有良好的长期预期，那么短期的价格波动对我们来说毫无意义，除非有人报给我们一个非常有吸引力的价格。

2，大多数的公司董事会成员将伯克希尔视为自己的产业，他们财富的主要部分就是持有公司股份所带来的价值。换言之，**我们吃自己做的饭。**

芒格 90%以上的家庭资产都放在伯克希尔股票上，而我则是 98%- 99%。此外，我的许多亲戚，比如我的姐妹和堂表亲，也都有很大一部分资产持有我们公司的股票。

芒格和我对于这种把所有鸡蛋都放在同一个篮子里的状况感到很舒服，因为伯克希尔本身持有一系列多元化的杰出企业。事实上，无论是拥有这些企业的控股权、还是少数权益，我们相信伯克希尔是一个拥有质量和多样性都非常好的企业，这是伯克希尔独一无二之处。

**芒格和我无法向你承诺结果。**但我们可以保证，只要你是我们的合伙人，在任何时段，你的金融资产和我们自己的资产将**完全保持一致的成长**。我们对高薪、期权奖励，或者其他什么从你们身上挣钱的事情毫无兴趣。我们只希望和我们的合伙人一起，以相同的比例赚钱。甚至，在当我犯错时，我希望从你们那里得到一丝慰藉，因为我和你一起，遭受了同样比例的损失。

## （连载 21）低迷是件好事

一个低迷的股票市场，  
对我们而言是一件好事。

### 低迷是件好事

与所有者相关的企业原则（3）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

3. 我们**长期的经济目标**（受到限制的部分会在后面提及）是伯克希尔公司每股内在价值的平均年回报率最大化。我们并不以公司规模来衡量经济意义或表现，而是以每股的增长来衡量。我们确信未来每股的增长率将会下降——这是**由于资产规模过大所致**。但如果我们的增长率无法超过美国大型企业的平均增长率，我们将会非常失望。

4, 为了达成目标, 我们的首选是直接持有一系列多元化的企业, 从中获得稳定的现金流和持续地高于市场平均水平的资本回报。我们的第二选择是通过旗下的保险公司, 主要是在市场上寻找便于交易的股票, 从而持有一些类似企业的股票。股票的价格和可获得的程度, 以及保险资金的需求决定了任何特定年份的资本配置。

近些年来我们收购了一些企业。虽然有些年份会没有动作, 但我们希望在未来十年能够收购更多的企业, 并且希望能够进行一些大型的收购。如果这些收购的对象能够达到我们过去的水平, 那么伯克希尔将会获得很不错的回报。

像产生现金流一样迅速地产生出好的想法, **这对于我们是个挑战**。从这个意义上说, 一个**低迷的股票市场, 对我们而言是一件好事**。

第一, 低迷的市场使得我们可以更低的价格买下整个公司;

第二, 低迷的市场使得我们的保险公司可以更容易在一个具有吸引力的价格上, 购买一些优秀企业的股票, 包括我们已经持有部分股票的公司;

第三, 一些优秀的企业, 例如可口可乐, 会持续回购自己的股票, 于是他们和我们一起都能以更便宜的价格买入股票。

总之, 伯克希尔和它的长期持有者会**从下跌的股市中获得好处**, 就像一个需要购买日常食品的消费者, 从食品价格的下跌中获得的好处一样。所以当市场大跌时, 就像经常出现的情况一样, 不用担忧、不用沮丧, 这对于伯克希尔而言是个好消息。

5. 由于我们双管齐下的获得企业所有权方式, 以及传统会计方式的局限性, 综合会计报表显示出的盈利无法真实体现出我们实际的经济成果。芒格和我既是所有者又是管理者, 实际上会忽略这些由综合会计报表提供的数据。然而, 我们会向你们报告我们所控制的重要企业所产生的收益, 以及那些我们认为重要的数字。这些数字和我们提供的其他信息一起, 将有助于你们做出判断。

简单地说, 我们试着在年报中披露那些确实重要的数据和信息。芒格和我投入大量精力去了解我们企业运营的情况, 以及它们所处的商业环境。比如, 我们企业的发展是一帆风顺, 还是逆水行舟? 芒格和我需要确切了解市场状况, 并由此相应地调整预期。我们也会将我们的结论告诉你们。

长期以来, 我们投资的大部分企业取得了超越预期的成绩。有些时候我们也会失望, 但无论是喜是忧, 我们都坦白地做出说明。当我们采用非传统的方式制作报表时, 我们会解释这些概念并说明它们为何如此重要。换句话说, 我们会告诉你们我们是如何思考的, 由此, 你们不仅可以判断伯克希尔的价值, 也可以判断我们所管理的方式和资本的配置。

## （连载 22）伯克希尔的两种低成本无风险的杠杆

我不会用所拥有和所需要的东西去冒险，

为了得到原本没有和不需要的东西。

### 伯克希尔的两种低成本无风险的杠杆

与所有者相关的企业原则（4）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

6, 账面的结果不会影响到我们的运作和资本分配的决策。

在收购成本相近的时候，我们宁可购买那些根据标准会计准则，未在账面体现出来、但实际可以带来 2 美元盈利的资产，而不愿购买可以在账面上体现出来、但仅能获得 1 美元盈利的资产。这正是我们经常面临的情况，因为一个完整企业全部资产（所有利润都在报表中体现）的价格会两倍于一个企业的部分资产（大部分利润未在报表中体现）。从整体和长期来看，我们希望那些未体现的盈利，通过资本增值的形式体现在我们的内在价值里。

我们很多时候发现，在汇总之后，我们投资对象的未分配利润就像已经分配给我们一样，最终使得伯克希尔获益（因此这些在我们官方报告中已有体现）。之所以会发生这样令人愉快的事，是由于我们投资的企业都是些优秀的公司，他们合理地使用富余资产，比如投资到企业自身当中、或是从市场上回购股票。表面上看，这些公司的每一项资本决定并没有直接使我们受益，但它们保留下来的每一美元都产生了更高的收益。最终，实际上，我们从这些企业运营中获得了实实在在的透视盈余。

7, 我们非常**谨慎地使用债务**。

当进行借款时，我们试图将长期利率固定下来。我们宁愿拒绝一些诱人的机会，也不愿意过分负债。虽然这种保守的策略会影响我们的收益，但是考虑到我们身后的保险客户、贷款人和那些将相当大部分财产交由我们管理的投资者，考虑到对他们的信托责任，这种方式是唯一能让我们觉得安心的办法。（就像印第安纳波利斯 500 汽车拉力赛的获胜者所说的：“如果想成为第一，首先你必须完成比赛。”）

芒格和我所采取的计算方法，从不要我们为了每一点额外的小利而无法安枕。我不会用我的家人、朋友所拥有和所需要的东西去冒险，为了得到他们原本没有和不需要的东西。

此外，伯克希尔采用的两种低成本、无风险的杠杆资源使得我们可以安全地获取远超权益资本的总资产：递延纳税和保险浮存金（float）。保险浮存金是我们的保险公司在进行偿付之前取得的保费收入的沉淀。这两项资金来源增长迅速，现在总数已有约 1000 亿美元。

更好的消息是，这两项资金来源经常是无成本的。递延纳税这项负债无须承担利息。关于浮存金这部分，只要我们能够承保业务可以取得收支平衡，那么浮存金的成本也就是零。我们应该明白，这两项都不是权益而是债务，但它是没有契约规定到期日的债务。事实上，它们给我们带来了债务的好处——获取更多的可运用资产——却避免了债务的弊端。

当然，我们无法保证未来依然能够获得无成本的浮存金，但在这方面，我们和任何其他保险公司具有同样的机会。不仅仅因为我们在过去达成了这一目标（尽管你们的董事长犯过不少重大错误），而我们在 1996 年完成的对盖可保险公司收购之后，已经从本质上大大增加了未来获得它们的预期。（自 2011 年以来），我们期待更多的贷款集中于我们的公用和铁路事业，这些贷款对于伯克希尔而言，都是无追索权贷款。我们喜欢长期、固定利率贷款。当我们进行大型收购时，例如 BNSF，我们会从母公司借款，但为期很短。

## （连载 23）我用你们的钱就像自己的钱一样

发行新股实际上就是出售公司的一部分。

### 我用你们的钱就像自己的钱一样

与所有者相关的企业原则（5）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

8, (伯克希尔会继续收购活动), 但管理层的这些“愿景清单”决不会让股东花冤枉钱。我们不会置长期的经济结果而不顾, 不会花高价收购公司以追求多元化。**我们使用你们的钱就像使用我们自己的钱一样**, 并将你们从这些多元化行为中得到的价值, 与直接投资所能获得的价值相权衡。

芒格和我只对能够增加伯克希尔每股内在价值的收购感兴趣。我们的薪水高低、办公室的大小永远不会和伯克希尔的资产**规模**相联系。

9, 我们需要定期根据结果反思政策。我们会考察留存在公司里的利润, 长期而言, 每留存 1 美元利润, 至少创造不少于 1 美元市值。至今为止, 这个“一美元”原则都得以实现。我们未来会继续**以每五年为周期**进行观察。随着我们的资产日益增长, 留存利润将越来越难以寻得运用良机。

在这里, 我必须着重强调一下“以每五年为周期”这句话, 我之前没有留意到这个问题, 直到 2009 年的股东大会时有人指出这个问题。

如果以我们的“五年为期”进行验证的时候, 恰巧遇上股市大跌, 我们的市场溢价相对于与净资产**也会跟着大跌**。这样, 我们就无法通过“以每五年为期”进行的测试。实际上, 股市的起伏是常态, 这使得我们的测试结果时好时坏, 例如早期的 1971 年-1975 年的结果非常糟糕, 而 1983 年的结果却令人惊喜。

“以每五年为期”的测试应该满足两个条件:

1, 在此期间, 我们账面价值的增长是否超出标普 500 指数的表现?

2, 我们的股价是否能持续保持对于账面资产的溢价? 这个意思是说, 每留存的 1 美元利润是否总是能创造超出 1 美元的市值?

如果上述两个条件都满足, 那么“以每五年为期”测试“一美元”原则就是合格的。

10, 我们只有在物有所值的情况下, 才会以发行新股的方式进行收购。这一原则不仅运用在我们进行企业并购或股票投资上, 而且还会运用在股债互换、股票期权、可转换证券等方面的投资上。**发行新股实际上就是出售公司的一部分**, 我们出售公司部分股份的估值方式与我们对于整体公司的估值并无二致。

我们在 1996 年发行 B 股的时候, 我们曾经说过“伯克希尔的股票没有被低估”, 这让一些人感到惊讶。这种反应完全没有必要, 或许只有当我们在股价被低估时发行新股, 才应该让人惊讶。

在公开发售股票时, 如果管理层声称或暗示他们的股票被低估的, 那么他或是撒了谎, 或是这种发售对于原有股东是不合算的。如果管理层故意将价值 1 美元的资产以 80 美分卖掉, 所有者们(即股东)就遭受了不公平的损失。我

们在发售 B 股的时候，没有犯这样的错误，并且永远也不会。（但在发售新股时，我们也没有说过我们的股票被高估了，虽然有许多媒体这样报道。）

## （连载 24）我们不会讨论我们的投资活动

我们不会讨论我们的投资活动、股票交易，

因为好的投资主意非常稀缺，所以非常宝贵。

### 我们不会讨论我们的投资活动

与所有者相关的企业原则（6）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

11，你们应该注意到，芒格和我的一种态度不利于我们的财务表现：无论价格如何，我们都**没有兴趣卖掉伯克希尔所拥有的优质资产**。

对于（伯克希尔旗下）那些表现不尽如人意的企业，只要它们还能够产生哪怕微薄的现金流，只要管理层和劳资关系还不错，我们就不会出售。有人建议对表现不佳的企业投入大量资金重振江山，对于这样的建议，我们持有极其谨慎的态度。

（虽然有些项目看起来前途光明，但是，对于糟糕行业投入大量的额外投资，最终**就像在流沙里挣扎一样**，毫无意义。）但是拉米牌游戏的玩法（当每次出牌的机会来临，就放弃最没有希望的企业）并不是我们的风格。**我们宁愿整体上略微遭受不利的影响，也不愿意这么做。**

我们会继续避免上述拉米牌游戏的玩法，的确，在苦苦挣扎了近二十年之后，我们在二十世纪八十年代中期结束了伯克希尔原有的纺织类业务，因为我们认为这将是一项永远无法盈利的、填不满的窟窿。但是，我们不会轻易抛弃那些，需要些许发展资金的业务、或需要花些时间关照的落后企业。

12. 在与股东沟通企业经营状况的过程中，我们会坦诚如实汇报好与不好地方。我们的方针主要是采用换位思考的方式，如果我处在你们的位置上，希望了解哪些情况，我们不会亏欠你们一丝一毫。

此外，作为一个旗下拥有大型媒体的企业，在信息报道的准确、平衡、鲜明等方面，我们不会采用双重标准。

**我们始终认为诚实将令人受益，作为管理者也一样。那些在公众场合能误导别人的人，最终，也会在私下里误导自己。**

在伯克希尔的财报中，你们将不会看到所谓的财务“大洗澡”、或会计调整这样的动作。我们不会故意“平滑”季度或年度的财务数据，**我们会告诉你真实的情况，而不会围着靶心画圈**。当有些数字实在难以估算时，例如遇到保险储备金的情况，这时我们会尽量遵循财务的一贯性原则和保守性原则。

我们与股东**沟通的方式主要有三种**。通过年报的形式，我会亲自撰写，希望在合理的长度内，尽可能多地告诉股东们有关公司价值的信息。我们也会提供浓缩了重要信息的季报，尽管季报并不是由我亲自撰写（重要的东西一年一次足够了）。

另一个重要的沟通形式是股东大会，芒格和我会用 5 个小时或更多的时间，回答大家提出的关于伯克希尔的问题，当然鉴于公司有成千上万的股东，实在无法一对一满足大家。

在我们所有的沟通形式中，我们对所有股东一视同仁。我们不会像市场上的惯例一样，将盈利预测指引信息专门供给业内的分析师和大股东。我们的目标是所有的股东同时得到同样的信息。

## （连载 25）股价过高或过低都不好

尽管我们不愿意讨论个股，

但我们会非常愿意讨论自己的企业和投资理念，

就像当初伟大导师格雷厄姆慷慨分享智慧那样。

**股价过高或过低都不好**

## 与所有者相关的企业原则（7）

—— 巴菲特股东手册

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

13, 虽然我们有开诚布公的态度, 但只会在法规监管的范围内讨论我们的证券市场行为。因为好的投资主意非常稀缺, 所以非常宝贵, 会引来竞争, 就像优秀的产品或企业并购主意一样。

同理, **我们也不会讨论我们的投资活动、股票交易。**甚至那些已经出售的证券, 我们也不会讨论 (因为未来可能再买回来)。**对那些传言中的投资, 我们也不谈论,** 因为如果一会说“不谈论”, 一会说“无可奉告”, 那后者就被信以为真了。

**尽管我们不愿意讨论个股, 但我们会非常愿意讨论自己的企业和投资理念, 就像当初金融界伟大导师格雷厄姆慷慨分享智慧那样,** 使我们获益匪浅。我相信我所学到的可以流传下去, **虽然这样会培养同行竞争者, 就像当初格雷厄姆那样。**

14, **我们希望股东在持有股票期间, 能够获得与公司每股内在价值损益同步的收益。**

为了这一目标, 公司的内在价值需要与股价保持一致, 能“一比一”最好, 我们宁愿看到一个“合理”的股价, 而不是“高估”的股价。显而易见的是, 芒格和我都无法控制股价, 但通过我们的政策与沟通, 我们可以令股东们保持信息畅通和理性, 这样反过来, 能够使得股价保持理性, **股价过高或过低都不好。**

这种态度可能会令一些股东感到失望, 尤其是有卖出打算的人。但我们认为合理的股价能够吸引我们所需要的长期投资者, 这些投资者从公司长足发展中获益, 而不是从合作伙伴的错误中获利。

15, **我们常常将伯克希尔每股账面价值的表现与标普 500 指数比较, 希望长期超越大盘, 否则投资者何必把钱交给我们?**

但这样做也有缺憾。现在我们在每个年度基础上进行这种比较, 已经不如早前的比较更为准确, 因为现在我们持有的资产中, 与标普 500 同向变化的比重越来越少, 不像我们早期的比重大。此外, 标普 500 成分股的盈利全部会被计算在内, 而我们由于联邦税率制度的缘故, 只有 65% 被计算在内。因此, 我们预期熊市时会超越大盘, 而牛市时则会跑输。

# （连载 26）完整公平的信息披露

年会之外，没有其他时间交流；

年会上不会讨论具体个股。

## 完整公平的信息披露

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

### 第一章 公司治理

对于股东和公司管理层而言，很多公司开年会是在浪费时间。有时候，公司管理层不愿意披露实际的经营情况。更多的时候，一场大会的毫无建树是由于参与股东们更在意自己在台上的表现，而不是关心公司运营状况。一场本应讨论公司业务的大会，变成戏剧表演、发泄怨气和鼓吹己见的论坛。（这种情况无可避免，为了股价，你必须告诉痴迷的听众你对于世界运行的看法。）在这种环境下，股东大会的质量经常是一年比一年糟糕，因为这些只关心一己私利的参与者，他们的行为挫伤了那些真正关心企业的股东们的心。

相比于千篇一律的股东年会，伯克希尔的股东年会是完全不同的故事。参与年会的人数一年比一年多，而且**我们从未遇见过愚蠢的问题**、或自说自话的评论（注 2）。相反，我们遇见过各种各样、有关商业深思熟虑的真知灼见。股东年会就是一个讨论这样问题的时间与场合，芒格和我非常高兴回答这样的问题，无论它们多长。（然而，面对数以千计的股东们，我们无法在每年处理股东年会之外的其他时间里，回复来信或电话咨询。一对一、面对面的交流是时间的滥用）。在股东年会上唯一不涉及的业务话题，是那些如果直言不讳就会让公司付出真正代价的话题，例如讨论我们的证券投资活动（注 3）。

（译者注：简而言之，巴菲特的意思是股东年会外，没有其他时间交流；股东年会上，不会讨论具体的个股投资）。

#### 一，完整公平的信息披露（注 4）

在伯克希尔公司，我们通常会换位思考，设想如果我们自己处于股东的位置，应该得到什么样的信息，我们会从这样的角度向股东披露完整的报告。芒格和我会公开当前状况下，公司所有重要的运营状况，以及公司高管对于长期商业经济特征的坦诚看法。无论是很多财务细节，还是任何重大运营数据的讨论，我们都希望得到解读。

当芒格和我阅读报告时，我们对人物、工厂、产品的照片不感兴趣，而引用 EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前的利润）的概念也会让我们不寒而栗——难道管理层认为公司的资本开支会由牙齿仙女（Tooth

Fairy) 承担吗? (注 5) 我们对于模糊不清的会计技巧心存疑虑, 因为太多时候, 这样做意味着管理层希望隐瞒一些东西。我们不想阅读那些由公司公关部、或财经公关顾问发出的信息, 我们期待公司 CEO 能直接用他或她自己的语言解释所发生的事情。

对于我们而言, 所谓“公平报告”意味着, 我们的 30 万个“合伙人”(指伯克希尔的股东) 能够在同一时间、或尽可能可以同时得到信息。为此, 我们选择在周五股市收盘后, 或次日的早晨, 将公司的年度和季度财报发布在互联网上。通常这样的做法, 可以让我们的股东、或有兴趣的潜在投资者有充分的时间, 在周一开盘之前消化其中的信息。

我们要为目前 SEC (美国证券交易委员会) 主席小阿瑟·莱维特进行的股市打假活动鼓掌。这种打假活动针对的目标是公司信息披露行为中的“选择性披露”, 近些年来, 这种“选择性披露”行为像癌症一样蔓延。

的确, 这种信息的“选择性披露”已经成为大型公司的一种标准化的行为, 用于“指引”分析师、或大股东对于盈利的预期, 这种“指引”提供的数据会正好、或略低于公司真实的预期。通过这种选择性的散布线索, 这就像抛媚眼、或点头招呼一样, 给那些满脑子投机思维的机构和顾问发出暗示。相对于那些以投资为导向的个人投资者, 这些人得到了更多的信息优势。这实际上是一种贪污腐败行为, 但却不幸地被华尔街和美国企业界奉为圭臬。

感谢莱维特主席代表投资人利益而进行的不屈不挠且卓有成效的努力。现在, 所有公司都被要求平等地对待他们的股东。但这种变革, 不是出于道德良心, 而是出于强迫压力, 这对于公司 CEO 们以及公司的投资者关系部门而言, 并不是一件光彩的事。

对此, 我想大胆地表述一下更进一步的看法。芒格和我都认为, CEO 们**预测公司增长速度的是骗人的和危险的**。当然, 他们是被分析师和公司自己的投资者关系部门怂恿裹挟着这么做。然而, 他们应该拒绝这么做, 因为这样预测多了会招致麻烦。

## (连载 27) 公司管理层如何从愚蠢走向欺诈

能在二十年中保持 15% 增幅的公司不超过 5%。

### 公司管理层如何从愚蠢走向欺诈

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

以我们的观点，我们认为 CEO 们有自己的内在目标是件好事。甚至，在明智谨慎的提示前提下，CEO 们**向公众表述对于未来的一些希望，也是合适的**。但是，对于一家大型公司而言，对公司未来长期的每股盈利成长率做出预测，例如年复合增长 15%，这样做会招来麻烦。

只有非常少的大型公司能维持这样量级的增长率。这里有个测试：

假设从 1970 年到 1980 年选出 200 家盈利最高的公司，做一个表格，看看从那时起，有多少家公司可以保持 15% 的每股盈利增长率。你会发现，只有很少的公司可以满足这个标准。我敢打赌，2000 年最赚钱的 200 家公司中，能在未来 20 年中保持 15% 每股盈利增长的公司，将不超过 10 家。

这种好高骛远的预测，不仅仅是他们散布了不需要的乐观主义，更麻烦是这腐蚀了 CEO 们的行为。多年以来，芒格和我观察到了很多案例，许多 CEO 们参与那些并不经济的企业运作，仅仅是为了追求实现他们曾经宣布的盈利目标。

更糟糕的是，在使出重重解数、筋疲力尽之后，有时甚至开始玩起了各种各样的会计游戏“制造数字”，以便达成目标。这些会计诡计会有一条滚雪球的路径：一旦公司将盈利从一个时期转到另一个时期，运营的缺口将会随之在未来要求更多会计操纵，更加肆无忌惮的“英勇壮烈”。**愚蠢就这样变成了欺诈**。（据悉，更多的钱是被“笔”偷走的，而不是被用“枪”劫走的。）

对于那些用美妙预测吸引投资者的 CEO 们，芒格和我持怀疑态度。他们中有一小部分确有先见之明，但大部分是先天的乐观主义者，甚至就是喜欢吹牛。不幸的是，投资者如何具有火眼金睛的辩才之能，却**不是一件容易的事**。

页底注：

(2) 在随后发布的“致股东信”中，有时会披露先前参加股东年会的人数。伯克希尔股东年会的参会人数从 1972 年的 12 人，到 1997 年达到大约 7,500 人，到 2000 年到达 15,000 人，到 2008 年达到 35,000 人。自 1984 年以来，这个数字稳步上升。

## （连载 28）如果你不明白，或是因为他们不想让你明白

芒格和我不仅不知道伯克希尔下一年的盈利水平，

甚至不知道下一个季度的盈利情况如何。

## 如果你不明白，或许是他们不想让你明白

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

### 给投资者三个建议

第一，小心展示弱会计的公司。如果一个公司没有费用选项，或如果养老金假设天马行空，对于这样的公司要小心。当公司管理层在公开的方面使用低下的手段，那么他们在背后可能采用同样的手法。**厨房里如果有蟑螂，绝不可能只有一只。**

鼓吹 EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前的利润）是一种有害的做法。考虑到折旧只是一种“非现金”成本，所以折旧并不是一项真实发生的费用。这样的计算毫无意义。事实上，折旧是一项特别没有吸引力的费用，因为现金在所获得的资产产生任何收益之前就已经支出了。

想一下，如果你可能的话，今年伊始，一家公司一次性给员工发了未来十年的工资（这样，他们会编制一个十年的固定资产摊销表）。在接下来的九年里，这种预支的成本会是一种“非现金”成本——今年年初预付成本资产的减少。会有人在意，第二年到第十年的成本记录仅仅一个简单的记账手续吗？

第二，不知所云的注脚往往意味着靠不住的管理层。对于财务报告中的某个注释、或其他管理解释，**如果你不明白，这通常是因为 CEO 们不想让你明白。**在安然公司欺诈案例中，对于某些交易的描述依然困扰着我。

最后，对于那些大肆鼓吹盈利成长预测的公司保持警惕。企业很少在波澜不惊、毫无意外的环境中一帆风顺地发展，所有盈利也不是简简单单就可以预知的。（当然，投资银行家们的招股说明书除外）。

**芒格和我不仅不知道伯克希尔下一年的盈利水平，甚至不知道下一个季度的盈利情况如何。**对于那些一贯声称能够预知未来的 CEO 们，我们抱怀疑态度。如果他们总是能达到他们预测的目标，我们对这样的人会持彻头彻尾的怀疑态度。那些习惯于“制造数字”的公司高管们，在某种程度上是试图粉饰数字。

推荐再次阅读：

# （连载 29）衡量 CEO 的表现不容易

他们热爱公司，他们具有股东导向精神，

他们浑身散发着德才兼备的光芒。

## 衡量 CEO 的表现不容易

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

### 一，董事会与公司高管（注 6）

（页底注 6：1988 年，1993 年，2002 年，2004 年，2003 年，1986 年，1998 年，2005 年。）

我们通常会远远地在一个安全距离上，观察很多其他公司 CEO 们的表现，这与我们在近距离观察的（我们自己投资的公司中那些 CEO 们的表现）有着鲜明的不同。有时候，这些 CEO 们明显不能胜任工作，然而，他们却尸位素餐，能牢牢地待在自己的位置上。最大的讽刺莫过于，一个能力不足的下属或许很容易丢掉饭碗，而一个能力不足的 CEO 却不是这样。

比如说，一个应聘的秘书，被要求具有一分钟能打 80 个字的能力，结果只能打 50 个字，她会立刻失去工作。这里，这个职位有逻辑的标准，其表现很容易测量，如果你不能达标，就会出局。类似的情况也会发生在其他的例子上，例如新的销售人员如果不能达到销售目标，也就立刻被解聘，没有任何借口可以替代订单。

然而，一个碌碌无为的 CEO 却经常可以蒙混过关，因为，衡量这个职位的标准几乎不存在。甚至，当公司运营败像毕露、反复恶化之时，他们还是含混其词、推卸透迤。在很多公司里，这些人总是先射出管理目标之箭，然后，匆忙地将箭落之点圈为靶心。

另外，老板与基层下属之间，还有一个重要区别往往为人忽视，那就是，CEO 的业绩表现没有即刻的监督考察机制。如果一个销售经理所带领的销售队伍中尽是一群庸碌之辈，会急的像热锅上的蚂蚁，因为这直接影响其本人利益，他会迅速修正这些错误，淘汰不合适的家伙。否则，他自己就会被淘汰。一个的办公室经理如果聘请了无能的秘书，也会面临同样的命运。

但是公司 CEO 的老爷们通常也是董事会成员，在那里很少有衡量自己的标准，也不会对旗下公司的表现负责。如果董事会聘用了错误的人，并任由这种情况继续下去，又会怎样？即便公司由于这个错误而被收购接管，也会给离任的董事会成员以巨额利益。（职位越高，跌的越轻。）

最后一点，通常人们希望董事会与 CEO 之间的关系可以和睦相处。在董事会议上，对于 CEO 成绩表现的批评就像打个嗝一样，无关痛痒，但是办公室里不称职的打字员可无法享受这种待遇。

上述这些观点，不应完全被解读为对 CEO 们以及董事们的谴责。他们中的大多数工作勤奋，有一些极其杰出。当芒格和我眼见了这么多管理上的失败，这让我们对永久持有的三家公司的管理层心怀感恩之情，**他们热爱公司，他们具有股东导向精神，他们浑身散发着德才兼备的光芒。**

## （连载 30）“如果你被卡车撞了...”

和和气气但无所事事的董事一旦被任命之后，

再无丢失工作之虞。

### “如果你被卡车撞了...”

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

在我们的股东年会上，会有人问我：“**如果你被卡车撞了**，将会发生什么情况？”我很高兴他们还能以这样方式提问。要不了多久，这个问题会变成：“**如果你没有被卡车撞**，将会发生什么情况？”

类似这样的问题，在某种程度上，提醒我们关注公司治理这个话题，这是过去多年来的一个热门话题。总体而言，我相信董事们近来已经挺起了脊梁，同时，与并不太久的以前相比，（中小）股东们也越来越多得到主人一样的对待。然而，研究公司治理的分析评论人士，很少区分三种存在于上市公司中，经理人与所有人情况的根本性不同。尽管董事们的法律责任完全相同，他们的能力所影响的每个案例都有不同。人们通常会关注到第一种情形，因为这种情形普遍存在。伯克希尔公司属于第二种情形，然而，或许将来有一天会发展到第三种情形，我们将探讨这**三种情形**。

第一种情形最为常见，董事会里没有控股股东。在这种情况下，我认为董事们的行为应该像那些缺席的股东一样，想方设法着眼于公司长期利益。

不幸的是，“长期”这个词给了很多董事们以灵活腾挪的空间。如果他们或是缺乏诚信、或是缺乏独立思考的能力，董事们在做出造成重大的、有损股东利益事情的时候，也会声称他们在从长期利益着眼。但是，假如董事会能恪尽职守，就应该与平庸、或糟糕的公司管理层做斗争，董事们有责任更换那些不称职的管理层，就像一个聪明的主人当家作主一样。如果遇见那些贪婪的公司高管，伸出长长的手越界到股东们的口袋里掏钱，董事们必须打他们的手。

在通常的情况下，如果一位董事看见他自己不喜欢的事情，他应该以自己的观点去说服其他董事。如果他能成功的这样做，整个董事会就有了积极变化的力量。反之，假如这位不愉快的董事未能取得其他董事的一致意见，他应开诚布公地让那些缺席的股东们了解自己的观点。当然，董事会里很少发生这种情况，很多董事的性格不太喜欢这种挑剔的行为。但我认为如果问题很严重，这样做并无不妥。当然，发生抱怨的董事可能会遭到未被说服的其他董事的强烈反驳，他们会阻止不同意者对于细枝末节、非理性事务的追求。

就刚才讨论的董事会的情形，我认为董事会里成员的人数应该少些，比如说，十个或更少，而且多数应该来自公司外部。来自外部的董事们应该制定 CEO 业绩衡量标准、应该定期**召开没有 CEO 参与的会议**，这样才能以衡量标准比较他的业绩作为。

董事会成员应该精通业务、乐于本职、具有**股东利益导向**的精神。在很多情况下，董事会成员的组成往往基于其社会名声，或纯粹出于增加董事会的多元化因素考量，这种做法是错误的。更有甚者，挑选董事的错误特别严重，因为董事任命一旦生效，就很难被解除，和和气气但无所事事的董事一旦被任命之后，再无丢失工作之虞。

## （连载 31）我们在为“大卡车”事件做准备

### 我们在为“大卡车”事件做准备

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

第二种情形存在于伯克希尔公司中，在这里，控股股东同时也是公司高管。在一些公司中，这种安排可以通过发行具有两种不同投票权的股票实现。在这种情况下，很明显，董事会无须扮演股东和管理层的中间人角色，并且董事们除了通过说服达成一致之外，别无他法实施影响或改变。因此，如果股东/公司高管是平庸或糟糕之辈，或越俎代庖、伸手过长，通常董事除了反对之外，会无能为力。如果董事与股东、或公司高管没有关系，但能达成一致的意见，也许会发挥一些作用，但更有可能的是毫无作用。

如果情况没有改观，那么问题十分严重，外部董事应该辞职。他们的辞职将会是对于管理质疑的警示信号，会强调已经没有外部人士可以更正股东、或公司高管的缺点。

第三种公司治理的情形发生在控股股东没有参与公司管理的情况下。这种情形发生在例如好时食品（Hershey Foods）和道琼斯（Dow Jones）公司身上，将外部董事推到了一个潜在有用的位置。如果他们对公司高管的工作能力、或诚信不满意，可以直接向大股东（可能也是董事会成员）通告他们的不满。这种情况对于外部董事有利，因为他只需要将意见反映给一个人，一个想必对其意见有兴趣的人。如果意见被接受，情况会立即改观。即便如此，不满意的董事也只有一条路可走，如果他仍然对严重的问题不满意，除了辞职之外，别无他选。

从逻辑上说，第三种情形对保证一流的管理最为有效。在第二种情形中，大股东同时也是公司高管，老板当然不会解雇自己。在第一种情形中，董事们会常常发现对付平庸之辈、或过分之举，往往很棘手。除非对公司管理不满意的董事能赢得董事会的大多数的支持，这是一项尴尬的社会和后勤任务。特别是发生的问题仅仅是公司管理层的行为有点令人讨厌，而不是太过分，这样董事的行为也会是束手束脚。在现实中，遇到这样的情况，董事们也只能睁一只眼、闭一只眼，得过且过。与此同时，公司高管们继续无拘无束、为所欲为。

在第三种情形中，大股东既不用自我批评，也不用麻烦地面临争取多数董事同意的问题，而且大股东还可以保证，挑选的外部董事能给董事会带来积极有益的因素。这样的董事会，反过来，也知道他们提出的良好建议能被认真地倾听，而不是被冥顽不化的公司管理层置之不理。如果公司大股东聪明且自信，那么他会做出既尊重管理层又维护股东利益的英明决策。此外，更为至关重要是，他能乐于纠正自己的错误。

在伯克希尔，我们目前处于第二种情形中，只要我还在，这种状况一直会保持下去。请允许我加上一句，我的健康状况很好。无论好坏，你们可能愿意让我继续扮演股东/公司高管的角色。总而言之，我们正在为“大卡车”事件做准备。

## （连载 32）独立董事应具备的三项特质

反观我自己的行为，我必须可悲地承认，

我也是经常犯这样的错误。

### 独立董事应具备的三项特质

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

对于公司经理人，无论是能力、还是忠诚，这两项因素都需要长期的监督。其实，大约两千年之前，耶稣基督就谈论过这个话题，他（在路加福音 16：2）赞许地提到，一个富人叫来他的经理管家，告诉他：“请把你管理的账户情况交代清楚，因为你已不再是我的管家了。”

**问责制和管家精神**在过去十年里变得日益缺失，在大泡沫时代这些品质已经不再被认为重要。当股价大幅上升时，公司经理人的行为准则却在下降。但是，在二十世纪九十年代后期，那些在“高速路上”狂奔的 CEO 们并没有遇到严重的交通大拥堵。

应该注意的是，CEO 们本应该是这样的一些人，无论男女，他们都应该是你所喜欢的，并且放心选择作为下一代、或邻居的财产信托人。然而，这些年来，太多的 CEO 们，他们在办公室里行为不端、蒙混数字、报以平庸的业绩，却为自己支取着高额报酬。

为什么聪明又体面的董事会未能防止这样可悲的事情发生？这并不是因为法律的不健全。事实上，法律非常清楚地规定，董事们负有维护股东利益的责任。造成这种现象的原因正是我所说过的“**董事会氛围**”。

例如，在一个由一群和事佬组成的董事会里，不太可能会有人提出更换 CEO 的提议。同样，也不可能对 CEO 提议的公司并购活动提出质疑，尤其是他的下属和外部顾问在场，并一致支持该项决策的情况下（如果这些人不支持，他们就不会出现在董事会的会议室里）。最后，当补偿委员会——一般都配备高新雇请的顾问团——给予 CEO 巨额股票期权时，即便某个董事提请委员会应该重新考虑的建议，也不过就像在晚餐桌旁打个嗝一样，无足轻重。

由外部董事定期召开没有 CEO 参与的董事会，这种形式是一种改革，我对此持热烈支持态度。虽然社会上对此存有非议，然而，我怀疑大多数其他可以带来好处的治理规则和建议，会相应地增加金钱、或其他方面的成本。

当前对于“独立”董事的呼声很高。的确，能思考独立、观点独立的董事当然是再理想不过的人选。但是，这些**独立董事必须精通企业、对此兴趣有加、并具有股东利益导向的特质**（正如之前所提到的）。

在跨越 40 年的时间里，我担任了 19 家上市公司的董事（伯克希尔除外），并与大约 250 位董事进行过交流，他们中的大多数符合今天定义的“独立”内涵。但是他们中的绝大多数至少缺乏我提到的**三项特质**中的一个。结果，他们对于股东利益的贡献非常小，甚至，经常是负数。

这些斯文又聪明的人，对于企业没有足够的了解，对于股东利益也没有足够的关心，他们对于那些愚蠢的企业并购和可恶的赔偿政策不会提出质疑之声。反观我自己的行为，我必须可悲地承认，**我也是经常犯这样的错误**：当我判断管理层做出的决策并不利于股东利益时，我也保持沉默。在这些例子中，“配合”式的和谐显示了独立的特质。

## （连载 33）得到以及最低成本得到

### 得到以及最低成本得到

沃伦·巴菲特 著

让我们看看更多的关于“独立”董事失败的案例，看看一个涵盖数千家公司、历时 62 年的案例研究。自从 1942 年以来，联邦法律规定，投资公司（大多数是公募基金）的董事会有很大比例由独立董事构成。原先规定 40%，现在是 50%。在很多情况下，典型基金公司的长期运营均在由独立董事占大多数的董事会领导下进行。

这些董事们以及整个董事会通常有很多不太明确的职责，但现实中，有**两项职责最为重要：得到尽可能最佳的投资经理，以及谈判以最低的费用得到**。当你自己寻求投资帮助时，这两项也是你所考虑的，当董事们替其他投资人做主时，也应该遵循同样的考虑。然而，在独立董事们完成上述任一目标时，他们的记录都绝对令人感到寒心。

数以千计的投资公司董事会每年召开年会，执行一项重要的任务——选择由谁来管理他们所代表的、数以百万记投资者们的投资资金。年复一年，A 基金公司的董事们永远只会选择 A 经理，B 基金公司的董事们一直选择 B 经理，如此类推，就像一个僵化刻板的可笑流程。

虽然在非常偶然的情况下，董事会也会有所不同。但是更多的时候，即便现任的投资经理的业绩一直表现平庸，我想“独立”董事们愿意开始需找其他的投资经理之前，恐怕连猴子都可以用打字机打出一部莎士比亚的作品了。但是，当董事们处理自己的金钱时，他们会另辟蹊径，他们会谨慎小心地寻找为自己服务的投资顾问；而在他们履行董事责任，肩上负有其他投资人托付时，他们心中却不这么想。

渗透在整个体系中的虚伪在一家基金公司——例如 A 公司被以高价卖给 B 经理时——得以生动的体现。这时，“独立”董事们终于开始自我反省，认为 B 经理才是能够找寻到的最佳人选，尽管此前数年 B 经理就在那儿（或者他被忽视了）。在 B 经理买下 A 公司之后，身价即刻飞涨，这并非偶然。因为 B 出了巨资去收购 A，现在 B 需要补偿之前成本，这些必须通过从 A 公司的股东口袋里捞回来。（关于公募基金行业内幕的精彩讨论，请见约翰·博格的《公募基金的常识》一书。）

投资公司的董事们在管理费谈判中也是经常失败的。如果你或我被授权，我敢向你保证，我们将会很容易将目前大多数基金经理的管理费用降低。相信我，如果董事们承诺他们可以节省一部分费用，降费将充满整个天空。然而，在目前的体系下，费用的减少对于“独立”董事们毫无意义，但对于基金经理们影响重大。你认为这两个阵营，谁会赢得胜利？

一个合适的基金经理当然比一个低费率的基金更重要，这二者不是董事们的职责。但面对这些最为重要的任务时，过去超过六十年的时间，数以千万计的“独立”董事们却可悲地失败了。（然而，他们在关照自己的利益方面却很成功，他们通常在一个“大集团”之下的多家董事会获得很可观的董事袍金，通常能达到六位数。）

对于基金管理费用问题，当基金经理非常关心，而董事们并不那么关心时，这时所需要一个强有力的反制力量存在，但这正是如今公司治理中所缺乏的元素。摆脱平庸的 CEO 以及消除过于雄心勃勃的扩张，这些都依赖于股东们的作为，尤其是大股东。这样做的背后逻辑并不复杂，因为在最近数十年里，股权的集中度有了显著的提高。今天，大机构的基金经理们很容易对于存在的问题施加影响。只要为数不多的机构，比如说二十家，甚至更少的大机构联手，就能够对于一家上市公司进行有效的公司治理改革，仅仅通过手中的选票，他们就可以决定那些庸庸碌碌的董事们的命运。依我看来，这种协作行为是唯一可以使得公司治理得到有意义改善的方法。

# (连载 34) 我们和股东在同一条船上

你的财富在哪里，

你的心就在哪里。

## 我们和股东在同一条船上

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

有几家机构投资者认定我担任可口可乐的董事缺乏“独立性”，其中有一个团体要求我退出该公司的董事会，另外一个好一点，只想把我赶出审计委员会。

对此，我的第一个反应是，或许该偷偷地捐款给第二个团体，我不知道到底有谁想要待在审计委员会里。通常董事通常会被分配到各个委员会，但由于没有任何一位 CEO 希望我待在薪酬委员会，所以一般我都会被派到审计委员会。结果证明，这些团体的努力功败垂成，我还是被分派到了审计任务（虽然我曾极力要求重新安排）。

有些团体因为伯克希尔旗下的子公司麦克莱恩和 DQ 公司与可口可乐有生意上的往来，从而质疑我的独立性。（难道为此我们就应该弃可口可乐而选择百事可乐吗？）根据韦氏大辞典关于「**独立**」的定义，指的是「**不受他人所控制**」。我实在搞不懂，怎么会有人认为我会为了其中的蝇头小利，而牺牲伯克希尔在可口可乐高达 80 亿美元的股东权益。即便假设我稍微有些理性的话，就算是用小学生的算术也能算清楚，我的心和头脑应该站在可口可乐公司股东一边，而不是管理层那一边。

我忍不住要说，连耶稣基督都比这些抗议团体还要了解独立性的真义，在马修 6:21 章节中，他提到：“**你的财富在哪里，你的心就在哪里**”。我想即便对一个大型投资机构来说，相较于与可口可乐往来能赚取的蝇头小利，80 亿美元可以算得上是这样的“财富”。

以圣经的标准来衡量，伯克希尔公司的董事会堪称典范，(a) 每位董事至少将 400 万美元以上的身家放在伯克希尔；(b) 没有任何股份是靠股票期权或赠予获得；(c) 董事们领取的酬劳相较于自身的年收入都极其有限；(d) 虽然我们有一套公司赔偿机制，但我们并没有替董事们安排任何责任保险。**在伯克希尔，董事们与所有股东待在同一条船上。**

芒格和我已看过很多符合圣经所说的“财富”观点的种种行为。根据多年的董事会经验，我们看到，最不独立的董事当属那些依赖董事报酬生活的人，（还有那些期待被邀请加入董事会的人士，好让他们得以增加更多收入）。更可笑的是，恰恰正是这些人被归类为“独立”董事。

这类董事大多举止得体，工作一流，但人类的天性使得他们会反对可能危及其生计的任何方案，他们中有一些会屈从于诱惑。

让我们看看周围现实的例子，关于最近刚传出的一件购并案（与伯克希尔无关），我有第一手的资料。管理阶层相当青睐这件收购案，而投资银行也觉得相当不错，因为购并价格远高于目前股票的市价，此外许多董事也相当赞同，并准备提案到股东会表决。

然而就在此时，有几位董事会成员，他们每位每年都从董事会和委员会领取平均超过十万美元酬劳，却跳出来大表反对，最终使得这件金额高达数十亿美金的购并案胎死腹中，这些未参与公司实际经营的外部董事，仅持有极少数的股权，且多数为公司所赠予。很奇怪的是，虽然目前的股价远低于购并的提案价格，却不见他们自己从市场买进多少股份。换言之，这些董事既不希望股东们提出 X 价格的报价，同时自己也不愿从市场上以 X 价格买进部份股权。

我不知道到底是哪几位董事反对让股东看到相关的提案，但我却很清楚这十万美元的董事袍金，对这些被外界视为独立的董事来说，至关重要，绝对称得上圣经上所说的“财富”。而万一这件购并案要是谈成了，他们每年固定可以领取的酬劳将因此而泡汤。

我想无论是我、还是该公司的股东，永远都不会知道是谁提出的反对议案，而基于一己私利，这群人也永远不知道要如何反省。我们确切地知道一件事，那就是就在拒绝这项收购案的同一次会议上，董事会却投票大幅提高董事们自己的酬劳。

## （连载 35）我们只愿意与喜欢并尊重的人一起工作

与令人倒胃口的人一起工作就像为钱而结婚，在任何情况下，这都是个糟糕的主意，尤其是在你已经富有的情况下，如果这么做，你绝对是疯了。

我们只愿意与喜欢并尊重的人一起工作

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

我们的董事会现在拥有十一位董事，其中的每一位，包含其家族成员在内，加起来总共持有价值超过 400 万美元的伯克希尔股票，而且都已经持股很多年。其中六位，其家族持股价至少数以百万计，持有时间甚至长达 30 年以上。同时，所有董事的持股跟其它股东一样都是从公开市场花钱买来的，我们从来没有发放过股票期权、或是特别股，芒格和我喜欢这种问心无愧的持股方式。毕竟，没有人会喜欢去洗外面租来的车。

—

此外，伯克希尔的董事酬劳平平(我儿子霍华德就时常提醒我这件事)，换句话说，伯克希尔全体 11 位董事的利益按比例与其它任何一位伯克希尔的股东完全一致，一直以来都是如此，并将会继续如此。

不过伯克希尔董事的不利一面，实际上远高于各位股东，因为我们没有投保任何的董事和高管责任险，因此如果有任何可能的灾难发生在董事们身上，他们面临的损失将远高于各位。

—

我们董事们的最后底线是，如果你们赢，他们就大赢，如果你们输，他们就大输。我们的方式或许可以被称之为所有者资本主义。除此之外，我们不知道有什么更好的方法可以维持真正的独立性。

—

**除了要维持独立性，董事们也必须具备丰富的商业经验、以股东利益为导向、以及在公司拥有真正的利益。**在这三样条件中，第一项尤为难得，如果缺乏这一项，其它两项的作用有限。社会上有许多聪明、有思想、且受人景仰的知名人物，但他们对企业却没有充足的了解，这并不是他们的错，或许他们可以在别的领域发挥光芒，但他们并不适合待在企业的董事会内。

-----

芒格和我只做两个工作，其中一项，是如何吸引和留住杰出的经理人，管理我们不同类型的企业运营（注 7）。这个还不太困难。通常，这些经理人会随着我们收购的公司一起进入伯克希尔的体系。通常，在收购之前，他们就已是商界的管理明星，已经证明了自己各自领域中的才华，我们的主要贡献就是让他们自由发挥天分，不给他们添乱。

这个方法似乎非常初级，并不复杂。如果我的工作管理一只高尔夫球队，而且杰克·尼克劳斯和阿诺德·帕尔默这两位著名的职业高尔夫球手愿意为我的球队打球，他们两个人谁都不需得到我的挥杆指令，因为他们自己知道如何挥杆。

（注 7：“两个工作”的另一个是指资本配置，见本书第二部分和第六部分。）

我们一些主要的经理人原本就很富有（我们希望所有的经理人都富有），但这对于他们持续的兴趣并不构成威胁。**他们工作是出于热爱，并享受杰出成就带来的喜悦。**他们始终坚持从股东利益出发的思维方式（这是我们给予经理人的最高评价），并能发现公司的各个方面都令人着迷。

（我们这种职业病的原型是一位信奉天主教的裁缝，他用自己多年微薄的积蓄做路费，前往梵蒂冈朝圣。当他回来后，他所在的教区专门召开一个特别会议，请他谈谈关于教皇的第一印象。“告诉我们，”热情的教提问，“教皇是一个什么样的人？”我们的英雄精炼地回答道：“他是个 44 岁的人。”）

芒格和我都知道，只要有优秀的队员，每个领队都会成绩斐然，就像奥美广告公司天才创始人大卫·奥格威的哲学：“如果我们雇佣都是比我们矮的人，我们将成为一家侏儒公司，但如果我们雇佣的都是比我们高的人，我们会成为一家巨人公司。”

作为一种副产品，我们的管理风格赋予我们一种能力，那就是我们可以较为容易地拓展伯克希尔的经营活动。我们曾读过一些管理学的研究成果，其中特别指出在管理中，一位高管应该管理多少下属，才是合适数目，但这对我们毫无意义。当你拥有的经理人都具有高度工作热情，你可以与一打、或更多的经理人打交道，并且与此同时，你还有午后小憩的时间。反之，如果经理人缺乏诚信、愚蠢、或无趣，即便只有一个，你处理起来也会力不从心。芒格和我可以将打交道的经理人数目再提到一倍，只要他们与目前的经理人具有**同样**的出类拔萃的品质。

**我们只愿意与那些我们喜欢并尊重的人一起工作**，这不仅仅将我们获得好结果的机会最大化，同时可以给我们带来**非同一般的美好时光**。与此相反，与令人倒胃口的人一起工作就像为钱而结婚，这在任何情况下，都是个糟糕的主意，**尤其是在你已经富有的情况下**，如果这么做，你绝对是疯了。

## （连载 36）伯克希尔旗下高管更具效率的原因

一天又一天，似乎没有什么不同，

但随着时光推移，日积月累，其结果十分巨大。

在伯克希尔，我们认为，告诉杰出的 CEO ——例如盖可保险公司的托尼·奈斯利——如何管理他们的公司，简直愚蠢之极。如果前排的司机总是由坐在后排的人指挥驾驶，他们就不会为我们工作了。（一般而言，他们不必为任何人工作，因为大约 75% 的人都已财务自由且独立。）此外，他们都是企业界的马克·麦克基韦斯（美国棒球明星），他们无需我们指点如何控球、如何挥杆。

尽管如此，伯克希尔公司的所有制结构可以使最优秀的经理人变得更有效率。

首先，我们这里没有通常会令 CEO 们疲于奔命的各种繁冗的仪式和无效活动。我们的高管经理人们可以完全专注于他们自己制定的时间表。

其次，我们给每一个经理人一个简单的任务，就像如下三种情况一样运营公司。

- (1) 你拥有 100% 的股份；
- (2) 将公司视为你和你的家族在世界上拥有的唯一资产，并且一直拥有；
- (3) 你至少在 100 年的时间里，不可以出售公司或与其他公司合并。

作为一种推论，我们告诉这些高管经理们，不要让任何会计因素影响他们的决策，哪怕是一丝一毫的影响。我们希望我们的经理人队伍**考虑什么是重要的，而不是考虑什么被认为是重要的。**

几乎没有哪家上市公司的 CEO 们在类似的授权下管理公司，主要是因为他们的老板只是关注短期的发展前景和财报盈利。然而，伯克希尔所拥有的股东基础，使其在所有上市公司中具有最长期的投资时间预期，而且，这种股东基础还会在未来几十年继续存在。

的确，我们的大多数股票持有者打算继续持，直至生命的终点，我们因此可以告诉我们的 CEO 们着眼于长期价值的最大化，而不是下一个季度的盈利。我们当然不会忽视当前的业务结果（在大多数情况下，它们也很重要），但我们永远不会，以牺牲我们构建的日益强大的竞争力为代价，取得短期的业绩表现。

我相信盖可保险公司的故事很好地证明了伯克希尔方式的优势。芒格和我从来没有教托尼（盖可保险 CEO）如何管理公司——永远也不会——但我们创造了一种环境，让他在重要的地方，能够将其天才般的能力尽情发挥。他无需将时间和精力花在董事会、媒体见面会上、对投行进行演示讲解、或会见财经分析师等事务上。此外，他无需花时间考虑融资、信用评级、或华尔街对于每股盈利的预期。因为，我们具有独特的公司所有者结构，他清楚这种运营结果会持续数十年不变。在这个自由的环境中，无论是托尼本人，还是公司本身，都能将其蕴藏的无限潜能，转化为企业成就。

---

### 加宽护城河

每一天，在千变万化的商业环境中，伯克希尔旗下每个公司所处的竞争地位也在变化，或是变弱、或是变强。如果我们能提升客户体验、消减不必要的成本、改进我们的产品和服务，我们会变得更强。但是，如果我们漠视客户、膨胀自大，我们的公司就会日渐枯萎。在一天又一天的时间里，我们的行为效果似乎没有什么不同，但随着时光推移，日积月累，其结果却十分巨大。

我们长期竞争优势的日渐提升，恰恰源自于这些日常不起眼的坚持，我们将其描述为“**加宽护城河**”。如果我们打算在今后的十年、二十年一直拥有公司，这样做是非常重要的。当然，我们也总是希望短期能赚钱。但是，短期如果与长期发生冲突时，“加宽护城河”必须是我们的优先选项。

如果管理层为了追逐短期的盈利而做出了错误的决策，会导致公司各方面的处境恶化，包括成本、客户满意度、或品牌美誉度等遭受损害，后续再做大量的工作也无法弥补。看看如今汽车行业和航空行业，这两个行业里经理人所面临的两难困境，他们正陷于前任留下的巨大麻烦之中，苦苦挣扎。

芒格非常喜欢本·富兰克林的一句话：“**一盎司的预防，胜过一磅的治疗。**”但是，有时候，无论多少的治疗也无法弥补犯过的错误。

## （连载 37）三、企业变化的焦虑

### 我们为什么要保留不赚钱的业务？

七月份，我们决定关闭我们的纺织业务。到年底的时候，这项令人不愉快工作的大部分已经结束。这项业务的历史非常具有教育意义。

当巴菲特合伙企业——一家我曾经担任一般合伙人的合伙企业——在二十一年前买下伯克希尔·哈撒韦公司的实际控制权时，公司的会计账面净资产为 2,200 万美元，而且全部都投在纺织业务上。然而，公司的内在价值实际上远低于此，因为纺织资产无法产生与其会计价值相称的盈利回报。的确如此，在之前的九年里（也就是伯克希尔公司与哈撒韦公司合并在一起运营的期间），总计 5.3 亿美元的销售额产生了 1,000 万美元的亏损。在年复一年的财务报告中，最终的结果是盈利状况总是进一步、退两步。

当年我们收购伯克希尔·哈撒韦的时候，人们普遍认为南部的纺织工厂——大部分没有工会组织——具有强大的竞争力。到目前为止，大部分纺织工厂都已经关闭了，很多人认为，现在也应该是我们清算我们的纺织工厂的时候了。

然而，当年我们认为纺织厂总裁肯·蔡斯先生可以管理的更好，他长期在伯克希尔工作，在我们收购后，他立刻被任命为公司总裁。在这一点上，我们是 100% 的正确，肯和他继任者加里·莫里森先生都是杰出的经理人，他们的每一点做的都与我们其他盈利丰厚的公司经理人一样。

1967 年初，我们用纺织业务产生的现金收购了国民保险公司，进入了保险业。收购资金中，一部分来自公司盈利，一部分来自纺织业务库存、营收账款、固定资产再投资的减少。这种业务上的撤退事后被证明是明智的，尽管肯·蔡斯做了很多改进工作，但纺织业务的盈利状况却日渐衰退，即便在经济周期回暖的情况下也是如此。

### 我们为什么要保留不赚钱的业务？

随着伯克希尔的多元化发展，纺织业务在集团回报中所占的比重日渐缩小。我在 1978 年的年报中（在其他场合也曾总结过）提到过保留伯克希尔纺织厂的原因：

- (1) 我们的纺织工厂在当地是非常重要的就业雇主。
- (2) 纺织工厂高管在汇报问题时直截了当，在解决问题时干劲十足。
- (3) 面对共同的困难，工人们精诚合作，通情达理。
- (4) 相对于其他投资，这项业务还能产出适当的回报。

此外，我还说过：“只要这些条件都还存在——我们希望如此——我们会继续支持纺织业务的存在，即便有其他更为吸引的投资方向。”

事实的结果证明我在第四点上的认识非常错误。尽管 1979 年略有盈利，但在此之后，便一直大量消耗着现金。到了 1985 年中，即便我本人也已经非常清楚，这种情况肯定会继续下去。如果能找到一个买家愿意继续纺织业务的运营，我当然会倾向于出售，而不是清盘，即便出售所得可能会更少。但是纺织业务的经济前景对于我显而易见，对于别人也是如此，所以，没人有兴趣接盘。

## （连载 38）这是我的错

**单个来看，每一家公司投资决策都是考虑成本效益的和理性的；但总体来看，这些投资决策的结果因相互抵消而呈现出中和效应，呈现出非理性的状态。**

我不会关闭那些低于正常盈利水平的公司，以试图在整个集团回报率上增加小数点之后的一点点。然而，我同时也认为，不断资助一个一直亏损、没有盈利前景的公司是不合适的，即便它曾经盈利可观。亚当·斯密不会同意我的前一个观点，卡尔·马克思不会同意我的后一个观点。看来，只有保持中庸路线，能让我感到舒适些。

我应该再次强调一下，纺织业务的先后两位负责人——肯和加里，他们都是足智多谋、干劲十足、富于想象力的人，他们一直试图令我们的纺织厂走向成功。为了取得可持续的盈利，他们更新了生产线、机器配置和分销布局。为此，我们还进行了一项重大收购，收购了沃姆贝克纺织厂，希望能产生协同效应（这是在业界被广泛使用的术语，用于解释收购行为，除此之外，毫无意义）。但最终一无所获，**没有更早些停止这些运作，这是我的错。**

据近期的《商业周刊》杂志报道，自 1980 年以来，已经有 250 家纺织厂关闭。这些工厂老板们知道的信息，没有我不知道的，只是，他们处理的更加客观理性而已。我忽略了哲学家孔德的忠告：“聪明才智应该是内心的仆人，而不应该是内心的奴隶。”在这件事情上，**我选择相信了我愿意相信的东西，对此我应该进行反省。**

美国国内的纺织行业在一个商品经济体系中运行，而整个世界的纺织业已经是一片生产过剩的竞争红海。我们所经历的麻烦，直接或间接地，主要来自国外，那里工人的工资只是美国最低工资的一小部分。但这并不是说，我们今天关闭工厂是由于工人的缘故。实际上，相较于美国平均的工人待遇，我们工人的薪资算是低的，整个纺织行业均如此。

在合同谈判中，无论是工会的领导人，还是工会成员，他们都对不利的成本情况很敏感，他们从来不会提出不现实的提薪、或进行无效生产活动。相反，他们像我们一样努力，试图保持工厂的竞争力。即便在清算期间，他们也表现出色。（但具有讽刺意义的是，如果工会前些年的行为没有这些友好的话，我们早就从财务上脱身纺织业务了，因为，我们当时就会意识到自己所面临的是毫无希望的未来，会迅速关闭工厂，从而避免后来更大的亏损。）

多年以来，我们经常会收到意见，建议在纺织行业投入更多资本，这样能降低可变成本。每一个建议看起来都会有即刻的效果，使工厂成为迅速的赢家。如果按照投资回报的标准来衡量，这些建议给出的承诺回报率，甚至比我们旗下拥有的高利润率的糖果业务和新闻报纸业务还高。

但是，这些建议所承诺的，从纺织投资中产生的利润只是幻象。很多我们的竞争对手，无论国内的、国外的，都在进行同样的资本扩大再生产，一旦有足够多的公司这么做，他们降低的成本会成为整个行业杀低价格的新底线。单个来看，每一家公司投资决策都是考虑成本效益的和理性的；但总体来看，这些投资决策的结果因相互抵消而呈现出中和效应，呈现出非理性的状态。（就像挤在路边的人群里，争相观看游行队伍的人们，每个人都踮起脚希望多看到一些，结果观看的效果与之前一样。）在每一轮扩大再投资过后，所有的参与者都投入了更多的资金，但回报依然毫无起色。

## （连载 39）修补漏船还是换船

**如果你发现自己上了一艘长期漏水的船，**

**那么，换一艘船可能比修补漏洞更富有成效。**

这样的状况让我们面临一个令人痛苦的选择：巨大的投资能帮助我们的纺织企业存活，但留给我们的是不停追加投资所带来的糟糕回报。然而，如果拒绝再投资，我们的工厂竞争力就会每况愈下，即便与国内同行相比也是如此。

我经常设身处地的假设，想起导演伍迪·艾伦在他的一部电影中说过话：“历史上不止一次出现过这样的情况，人类面临十字路口的抉择，一条道路通往失望和彻底的绝望，另一条通往完全的灭绝。让我们祈祷我们有正确选择的智慧吧。”

为了搞清楚“投还是不投”这个两难困境在商品社会中的情况，看看伯灵顿工业公司的例子很有教育意义。无论是二十一年前还是现在，伯灵顿公司都是美国最大的纺织公司。1964年，当伯克希尔只有5,000万美元销售额的时候，伯灵顿公司的销售就已经达到了12亿美元，它具有的强大的分销和生产能力，是我们无法企及的，而且，它的盈利也远超我们的伯克希尔纺织厂。1964年底，伯灵顿的股价是60美元，而伯克希尔是13美元。

伯灵顿决定专注于纺织业务，1985年，它的销售额为28亿美元。从1964年到1985年，公司进行的再投资金额约30亿美元，远远超过美国任何一家纺织公司，所投资的金额平均摊到每股是200美元，而其股价却只有60美元/股。这些再投资的数目中，有很大一部分，我可以肯定，是用于改善成本和扩张规模。考虑到伯灵顿公司的基本战略是留在纺织业，我可以推断公司的资本投资决策是相当理性的。

尽管如此，如以真实美元价值计算，伯灵顿公司的销售额实际上是下降了，而且其销售利润率和净资产回报率都远远低于二十年前。1965年公司进行过1拆2的分股（相当于A股的10股送10股。译者注），目前股价是34美元/股——经过调整后计算，仅仅略高于1964年的60美元/股。同期，用于衡量通货膨胀的CPI指数上涨超过三倍。因此，每股价格的购买力仅仅相当于1964年底的三分之一左右。尽管公司坚持常规性分红，但购买力也已大大下降。

伯灵顿公司的例子表明，**在头脑和精力贡献于错误的前提下**，股东们所能得到的就是这种灾难性后果。这让人联想起英国作家塞缪尔·约翰逊关于马的比喻：“一匹能数到10的马是一匹非凡的马，但不是非凡的数学家。”与此类似，一家能聪明配置资本的纺织公司，是一家非凡的纺织公司，但不是一家非凡的公司。

以我自己的经历和对其他很多公司的观察，一个好的管理记录（以经济回报衡量）的产生，更多取决于你上了什么样的船，而不是你划船的效率。（当然，在任何企业中，无论好坏，聪明和努力都很有帮助）。**如果你发现自己上了一艘长期漏水的船，那么，换一艘船花费的精力可能比修补漏洞更富有成效。**

## （连载 40）报业兴衰

**如果你想得到一个好名声，一定要从事一个好行业。**

并非我们所有的公司都注定能提升利润。当一个行业的经济环境恶化时，具有才能的管理层固然可以减缓公司业务状况恶化的程度，但尽管如此，最终**英雄还要靠时势**，管理技能的杰出依然抵不过大环境基本面的恶化。（我的一个智者朋友很久以前告诉我：“作为一个商人，**如果你想得到一个好名声，一定要从事一个好行业。**”）新闻报纸行业的基本面情况已经全面恶化，这个趋势是引发我们旗下报纸《水牛城新闻报》利润下滑的原因。这种恶化的趋势几乎肯定会继续下去。

在芒格和我年轻的时候，新闻报纸行业在美国是个非常容易获得高回报的行业。就像一个并不太聪明的出版商的著名说法：“我将我的财富归功于两类伟大的美国机构：垄断和裙带关系。”在那些“一城一报”的城市里，无论报纸的质量如何糟糕，无论报纸的管理层如何无能，都无法阻挡报业的利润喷涌如泉。

报纸行业的这种难以置信的回报也很容易解释。在二十世纪的大多数时间里，报纸是美国公众获取信息的主要途径，无论是什么样的主题，体育、财经、或政治，报纸都居于信息获得来源的统治地位。由此，同样重要的是，报纸上的广告栏是最容易找到受众的地方，或者是知道你附近超市货品价格的地方。

因此，大多数家庭每天都需要报纸。但可以理解的是，他们中的大多数不希望同时为两份报纸付费。广告商们喜欢发行量最大的报纸，读者们喜欢广告最多、新闻最多的报纸。这种循环导致一个报纸行业的丛林法则：**大者生存**。

因此，当一个大城市中有两家或三家报纸存在（一个世纪前，基本上都是这种情况），那家领先的报纸通常会通过并购成为独存的赢家。当竞争消失后，报纸的广告价格和发行价格都得到释放。在典型的情况下，广告价格和报纸售价每年都会调升，利润随之滚滚而来。对于这些报纸的所有者而言，这是金钱的天堂。（有趣的是，尽管报纸经常以不满的方式报道一些行业——如汽车或钢铁行业——盈利能力低下的问题，它们却从未启发读者思考它们自身所拥有的点石成金的本领。呵呵……）

早在1993年我给股东们的信中，我曾断言这个隔绝的世界正在变化，写到：“媒体行业……将被证明大不如前，不再像我或同行仅仅几年前还在想的那样了。”一些出版商对这样的看法和我所发出的警告感到不快，报业资产继续畅销，就像坚不可摧的自动贩卖机一样。实际上，很多聪明的报业高管们，他们不断记录和分析世界范围内发生的重要事件，对于在他们鼻子下面发生的事，既不是视而不见，也不是漠不关心。

## （连载 41）曾经的好日子一去不复返

当收入滑落到成本之下，

亏损就像雨后的蘑菇一样疯长。

### 曾经的好日子一去不复返

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

然而，现在，几乎所有的报纸业主已经意识到，他们在不断争夺眼球的战斗中正在失去立足地。简单地讲，如果光纤和卫星电视、以及互联网率先进入，那么我们应该知道，报纸几乎肯定无法存在。

在伯克希尔的体系里，《水牛城新闻报》的负责人斯坦·利普西干的非常好，该报的编辑玛格丽特·沙利文也令我非常感到骄傲。在全美大型报纸中，《水牛城新闻报》的市场渗透率是最高的。我们比大多数都市报拥有更好的财务状况，尽管水牛城的人口和商业趋势都不理想。

然而，即便如此，《水牛城新闻报》也面临着无情的压力，导致利润率下滑。的确，真实的情况是，我们在水牛城的网上新闻领域也是领先的，而且会不断吸引更多的受众和广告。然而，考虑到其他很多可替代的信息和娱乐资源都是免费，而且仅仅是点击一下即可便捷获取信息，我们互联网新闻业务的盈利潜力，最多也仅仅是过去没有竞争对手的纸质报纸时代的一小部分而已。

对于当地居民而言，拥有一个城市自己的报纸，就像拥有一支自己的运动队，会有即时的荣誉感。很典型的感觉是，拥有了一份当地的报纸，能让人拥有力量感和影响力。这也就是为什么它能够吸引有钱人的原因。除此之外，在市民心中，富裕的人们认为一个地方拥有自己的报纸，可以更好的服务当地。这就是为什么彼得·基威特公司四十多年前购买奥马哈报纸的原因。（该公司是总部位于奥马哈的大型建筑企业，财富 500 强公司，创立于 1884 年。译者注）

因此，在报纸行业的合并中，我们愿意看到不以经济利益为唯一考虑的买家，就像发生在大型体育特许经营权的并购一样。然而，拥有新闻抱负的人们必须小心谨慎，没有什么规定可以保证一家报纸的收入不能滑落到成本之下，到那时，亏损就像雨后的蘑菇一样疯长。在新闻报纸行业，固定成本非常高，当单位发行量下降时，这更是一个坏消息。当报纸的重要性消失之后，拥有报纸所带来的“超级”优越感也随之消失，而体育特许权可能依然如故。

除非我们面临无法逆转的现金流失，我们将会继续保留我们的新闻报纸行业，就像我们曾经声明的那样。芒格和我热爱报纸，我们每天读五份报纸。我们相信一个免费并充满能量的媒体，是维持民主的关键要素。我们希望印刷版本和线上版本的某种结合可以避免报纸业经济上的末日，我们会努力在《水牛城新闻报》探索出一个可持续发展的商业模式。我认为我们会成功的，但是，报纸业曾经财源滚滚的时代一去不复返了。

## （连载 42）社会契约

智慧的监管和智慧的投资是同一枚硬币的两面。

### 四、社会契约

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

（注 9）

我们体系中有两个非常大的公司——BNSF（伯灵顿北方圣达菲铁路公司）和中美能源公司，它们所具有的共同特征，可以将其与其他公司区分开来。两家公司的重要特征是，它们都有巨大的由长期负债形成的受管制的长期资产，而对于这些负债，伯克希尔并没有提供担保。无需动用我们的信用，这两家公司自己有足够的盈利能力，即便在极端不利的经济条件下，也足以覆盖它们负担的利息要求。

这两家公司都受到政府的严格管制，两家公司都需要在工厂和设备上不断大量投资。两家公司都需要提供有效的、令客户满意的服务，以赢得当地民众和管理当局的尊重。作为反馈，两家公司都需要得到保证，以允许它们未来获得合理的资本投资回报。

铁路对我们国家的未来至为重要。以“吨位——英里”作为单位衡量，铁路承担了 42% 的美国城际间的运输量。BNSF 的运量超过所有同行，达到了整个行业的 28%。稍微计算一下，这个结果告诉你，BNSF 提供的全美所有城际间“吨位——英里”运输量超过 11%。考虑到西部的人口流动，我们的市场份额应该会再提高一些。

所有这些因素加在一起，意味着我们背负着巨大的责任。我们是美国经济流通系统的主要和重要的部分，我们有责任不断维护并改善我们 23,000 英里的铁路，及其辅助的桥梁、隧道、发动机和车辆。为了完成这项工作，我们必须预见社会的需求，而不是仅仅是进行反馈。为了完成我们的社会责任，我们会定期花费更多的折旧用于维护和改进，这些数字在 2011 年超过了 20 亿美元。我有信心在这些巨大的增量投资中，我们将获得的合理回报。**智慧的监管和智慧的投资是同一枚硬币的两面。**

在中美能源公司，我们参与了类似的“社会契约”活动。我们将会提供更多服务以满足我们客户未来增长的需求。同时，如果我们的运营可靠且有效，我们相信我们会得到合理的投资回报。

中美能源公司向 240 万个美国客户提供电力供应，是爱荷华州、怀俄明州和犹他州最大的电力供应商，在其他的一些州，它也是重要的电力供应商。我们的管道提供全美 8% 天然气。很显然，数以百万计的美国人民每天都需要我们。

中美能源公司向股东和客户都提供了杰出的回馈，伯概率克希尔持有 89.8% 的股份。2002 年，中美能源公司收购了北方天然气公司，后者作为一家天然气管道公司，当时被业内权威评级名列业内最末位——一份报告显示，它处于同业 43 家公司中的第 43 名。在最近出版的一份报告中，北方天然气已经名列第二名。第一名是我们旗下的另一家管道公司——克恩河公司。

在电力行业，中美能源具有良好的可比记录。自从 1999 年，我们在爱荷华州进行收购以来，从来没有涨过价。同期，爱荷华州的其他大型电力公司提价超过 70%，目前它们的电价远远高出我们。在一些大都市里，我们的电厂常常与其他的电厂比肩而立，但我们客户的电费远远低于我们的邻居。我被告知，如果其他电厂取代我们的位置，它们会卖更高的电价。

到 2011 年底，中美能源会产出 2909 兆瓦的风电，超过国内其他接受管制的任何电厂。中美能源公司投资或承诺投在风能上的资金总额达到令人震惊的 54 亿美元。之所以可以做到这样，是因为中美能源公司保留了全部盈利，不像其他公司将大多数盈利用于分红。

-----

中美能源公司持续地对社会提供低价供应，社会反过来也是投桃报李，几乎毫无例外，我们的监管者允许我们在每一笔新增投资资本均可以取得合理的回报。展望未来，我们会以当地所希望的方式去服务他们。反过来，我们也相信，我们会被允许得到我们应得的投资回报。

我们明白在社会公众与我们的铁路业务之间存在一种“**社会契约**”，就像我们的公用事业一样。如果任何一方未能履行其职责，那么双方都会不可避免地遭受痛苦。因此，我们认为**契约的双方都应该明白以能够鼓励对方良好行为的方式行动**。不可想象，如果我们的国家没有第一流的电力和铁路系统，如何实现其巨大的经济潜力。我们将为了实现这个目标而扮演好自己的角色，做出应有的贡献。

（页底注 9：2010 年，随后一年的修订；2009 年）

## （连载 43）由股东决策的公司捐赠方法

我们的股东与众不同，在每一个年末，  
超过 98% 的股票依然被年初的股东所持有。

### 五、由股东决策的公司捐赠方法

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

（注 10）

近期的一个调查报告显示，50% 的美国大型公司进行的匹配慈善捐款是由董事们做出的（有时匹配系数为 3 比 1）。实际上，这些股东代表直接将捐款给了他们喜欢的慈善机构，从不询问股东们的慈善偏好。（我很好奇，如果位置颠倒一下，股东们未经董事们的许可，而将他们口袋里的钱捐赠给自己喜欢的机构，那么董事们会作何感想？）

如果 A 拿着 B 的钱给 C，而 A 又是立法者，这个过程应该叫做纳税。但当 A 是公司的高管或董事时，这叫做慈善。我们坚持认为，除了那些明显对公司有利的捐赠外，公司的慈善行为应该反映股东的偏好，而不是公司高管或董事的偏好。

-----

1981年9月30日，伯克希尔收到了美国财政部发来的税务裁定，在大多数年份里，这项裁定应该可以为你们所选的慈善机构带来很大的益处。

伯克希尔的每一位股东，按照其持股的大小比例，都可以向公司提出指定的慈善捐款的接受者。你指定慈善机构，伯克希尔来写支票付款。我们的股东在做出指定捐款后，上述的税务裁定免除了股东们此项捐款所涉及的个人所得税。

这样，我们的股东们可以行使一种特权，这种特权通常只有那些牢牢把控公司的股东才有权行使。在那些股权广泛分散的公司里，这种特权通常被公司高管所把持。

在股权广泛分散的公司里，公司管理层会安排所有的慈善捐款，不会让普通的小股东参与，通常会有两种情形：

- (1) 使公司直接受益的捐赠，其受益数量与捐赠数量大体相当。
- (2) 使公司间接受益的捐赠，其过程通过多种途径，难以衡量，反馈滞后。

无论在过去，还是将来，我以及伯克希尔的管理层都会按第一种类型安排公司的慈善捐助活动。然而这类捐赠的总额相当低，而且在将来也可能保持相当低的水平，因为，很多捐赠无法显示出与伯克希尔大体相当的直接利益。

关于第二类的捐赠，伯克希尔几乎从来没有参与过，因为我不习惯于一般公司的通常做法，却又没有找到好的替代方法。令我感到困惑的是，普通公司给予捐赠的方法一般基于谁来申请，以及公司同行们的反应，而不是基于客观理性的评估。这一点可以说是，**习惯战胜理性**。

这样做的一个后果是，用公司股东们的钱去满足公司管理层的慈善偏好，而这些管理层通常也会受到巨大社会压力的影响。此外，往往还存在一种额外的不协调，很多公司管理层谴责政府分配纳税人的钱财不恰当，但他们却热烈拥抱自己拥有分配股东钱财的权力。

对于伯克希尔来说，有一种不同的模式看起来更合适。就像我不喜欢你从我的银行账户里开出一张支票，付给你选的慈善机构一样，我同样认为从你们（股东）的公司银行账户里开一张支票，付给我选择的慈善机构，同样是不合适的。你们的慈善偏好和我的偏好都应该受到同样的尊重，以抵扣纳税方式而进行的捐赠资金多少，取决于公司层面，而不是我们个人的层面。

在这种情形下，我相信伯克希尔更像一家非上市公司，而不是一家大型公众公司。假想一下，如果你和我各自拥有一家公司的50%股份，我们慈善捐助的决策就简单多了。如果公司有可用于慈善的钱，应该首先捐给那些与公司运营相关的慈善事业。如果此外还有剩余，那么剩余的部分将依据我们各自的持股比例进行分割，按照我们各自的偏好进行捐助。如果我们公司有职业经理人，我们可以认真听取他们的建议，但是最终的决策权是我们的（也就是股东的）。所以，尽管伯克希尔目前是股份公司的形式，但我们的行为方式会像一家合伙公司一样。

尽管伯克希尔是一家大型的、持股广泛分散的上市公司，但我相信我们在心中将其当做一家合伙公司是可行的。我们得到的财政部的税务裁定也允许这种类似合伙公司的做法。

我很高兴，伯克希尔的捐赠能有股东主导。具有讽刺意味、但可以理解的情况是，越来越多的公司配套捐赠政策由公司的雇员主导（而且——请你心理准备——甚至很多配套捐赠由董事们指定），但据我所知，没有捐赠是按照股东意愿做出的。

我之所以说“可以理解”，因为很多大型公司的股票被一些机构持有，而这些机构只着眼于短期，缺乏长远的股东远景规划，他们拥有这些股票的方式就像通过一个“旋转门”一样，不停地进进出出。

**我们公司的股东与其他公司不同。在每一个年末，超过 98% 的股票依然被年初的股东所持有。**这种长期对于企业的支持反映出的是**真正所有者的心态**。作为你们的管理人（意指巴菲特本人，译者注），我要通过各种可行的方式感谢你们，这种指定捐赠政策就是一个例子。

（注 10：分隔线：1987 年，1981 年（1988 年重印），1981 年，1990 年~1993 年，2003 年。）

## （连载 44）这是芒格的主意

我们如此痴迷于自己的工作，  
以至于到了有点儿“邪恶”的地步。

### 这是芒格的主意

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

我们推出的“由股东自己指定受赠人”的计划受到了非常热烈的欢迎。在有资格参与的 932,206 股中（在我们的股东名册中是有真实姓名记录的），有 95.6% 的股份持有者做出了回应。即便在剔除了与巴菲特相关的股份之后，回应率依然高达 90%。

此外，超过 3% 的股东自发地写来信件或便条，他们完全赞同这个计划。无论是在参与度上，还是在评论的反馈上，股东们的反应热情都是我们前所未见的，即便以前由公司员工和支付高薪聘请职业代理机构进行征求意见，也没有如此热烈的反应。此外，你们超乎寻常的反应是在没有伯克希尔公司提供回邮信封的情况下发生的。这种自发的行为是对这项计划的赞扬，也是对于我们股东的赞扬。

很明显，我们公司的股东喜欢拥有和行使资金的决定权，他们喜欢决定自己捐赠资金的去向。总是传授“爸爸最清楚”的公司治理理念的学院会惊奇地发现，我们的股东中没有人会将决定慈善捐助的表格委托给伯克希尔的高管代办，以期利用他们卓越的智商代做决定。没有哪一个股东建议他的那份捐助，被用于跟随公司董事们决定捐赠的慈善机构（这在很多大公司里，是一种流行的、广泛的、非公开宣扬的政策）。

总计有 1,783,655 美元由股东指定的捐赠被分派给 675 个慈善机构。此外，伯克希尔及其子公司还会根据各地情况，由公司管理层决定做出一些捐赠。

通常有些年份，大约十年中会有两、三年，伯克希尔提供的捐助无法产生足够的税务抵扣额度，或许根本就没有。在这样的年度里，不会影响股东指定慈善捐赠计划。在其他的年度，我们会在 10 月 10 日左右通知股东每股可以指定捐赠的额度，与通知一起，会附上一份回复的表格，你们有三周的时间进行回复。

这个“指定捐赠”的主意，就像很多其他令我们受益的主意一样，是由伯克希尔的副董事长查理·芒格孕育而成的。无论头衔如何，芒格和我作为合伙人一起管理所掌控的公司，我们如此痴迷于自己的工作，以至于到了有点儿“邪恶”的地步。我们也很高兴有你们作为我们的财务合伙人。

## （连载 45）我们很节省，但有架“不可原谅号”

当他想做一件事的时候，

总是能找出、或创造出理由。

我们很节省，但有架“不可原谅号”

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

除了伯克希尔股东们的“指定捐赠”计划之外，公司管理层也进行捐赠，包括商品，平均每年150万美元到250万美元之间。这些捐赠支持了当地的慈善机构，例如联合之路慈善会，这些活动对公司也产生了相应的有益影响。

然而，无论是伯克希尔集团中各个分子公司的管理层、还是母公司的高管，都不可以用公司的资金输送给各种政府计划、或与其个人有特殊利益的慈善机构，除非他们动用自己作为股东所获得的相应的“股东指定捐赠”计划的额度。如果你们的雇员，包括你们的CEO，希望给自己的母校或者其他什么个人眷恋的机构进行捐赠，我们认为他们应该用自己的钱，而不应该用股东的钱。

让我再多说一句，我们的计划非常易于管理。去年秋天，我们从国民保险公司借来一个人，帮助我们执行来自7500个登记股东的指令。我猜测平均下来，公司员工捐赠所跟随的公司捐赠计划的金额远远大于公司行政成本。的确，实际上，我们整个公司的管理费用只是慈善捐助金额的一半还不到。（然而，芒格坚持让我告诉你们，在我们490万美元的行政管理费用中，有140万美元用于购买公司的喷气飞机，这架飞机的名字是“不可原谅号”。注11）

（页底注11。以下选自1986年信。

我们公司去年购买了一架喷气飞机。你们所听到的关于这架飞机的话题都是真实的：它非常昂贵，而且考虑到我们很少去偏远不便的地方，这就更是奢侈了。这架飞机不仅仅运营成本高昂，就是放在那里看着也很贵。一架新的1500万美元的喷气飞机每年税前资本成本和折旧大约300万美元。我们花85万美元买的这架旧飞机，上述费用每年大约20万美元。

即便认识到这些数字，很不幸，你们的董事长（意指巴菲特自己）在公司喷气飞机一事上，已经有了一些相当不节制的记录。相应地，在此次购买之前，我被迫使用伽利略（Galileo）模式。我迅速地经历了必要的“反启示”，现在有了专机，旅行比过去更为方便，也更为昂贵。从这架飞机身上，伯克希尔能否获得相应的物有所值的回报，这或许是一个仁者见仁、智者见智的话题，但是，我会为此而努力（无论这有多可疑）。我恐怕，如果本·富兰克林知道了我的数字，他会说：“做一个明理的人是多么便利，因为当**他想做一件事的时候，总是能找出、或创造出理由。**”

以下节选自1989年信件：

去年，我们出售了在1985年花了85万美元购买的公司喷气飞机，并花了670万美元买了另一架喷气飞机。看到这样的数据，（注意到卡尔·塞根关于阻止细菌指数级增长的风趣话题——参考后面的结束语部分），一些读者可能会惊慌失措。如果我们的净资产以目前的速率增长，同时，我们置换飞机的成本也以当前年化100%的速率增长，用不了多长时间，伯克希尔的所有净资产都会被喷气飞机所吞噬。

芒格不喜欢我将喷气飞机与细菌进行类比，他感到这样做是贬低了细菌。他喜欢乘坐有空调的大巴旅行，而且是当车票打折的时候才上车。我本人对喷气飞机的态度可以用古代基督教哲学家圣·奥古斯丁的祷告（我相信这不是真的）来总结，当他考虑放下世俗的欢乐，成为一名牧师的时候，面对理智与情感，他恳请道：“**上帝，请帮助我，让我成为一个纯洁的人，但不是现在。**”

给喷气飞机命名也是一件容易的事情。我开始时建议叫做“查理·芒格号”，芒格反对，建议用“差错号”，最后，我们决定将其命名为“不可原谅号”。

1998 年的信中显示，巴菲特已经出售了这架喷气飞机。现在，他现在所有的出行都使用伯克希尔公司旗下飞行公司提供的服务。)

## (连载 46) 股东自主捐赠的三个去向

### 股东自主捐赠的三个去向

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

下面是是股东指定捐赠计划中，捐赠去向的几个大类：

- (1) 347 个教堂和犹太教堂收到 569 笔；
- (2) 238 个学院和大学收购 670 笔；
- (3) 244 个 K-12 学校（包括三分之二的非教会学校和三分之一的教会学校）收到 525 笔；
- (4) 288 家专注于艺术、文化、人文科学的机构收到 447 笔；
- (5) 180 个宗教服务机构（平均分配给基督教和犹太教）411 笔；
- (6) 445 个非教会社会服务机构（大约 40%与青年有关）收到 759 笔；
- (7) 153 个医院收到 261 笔；
- (8) 186 个与健康有关的机构（美国心脏协会、美国癌症协会等）收到 320 笔。

上述清单中有三点尤其令我感兴趣。

第一， 在某种程度上，它表明了自愿状态下，人们如何选择捐赠方向。

第二， 上市公司的捐赠计划中，几乎从来没有向教堂或犹太教堂捐赠，但很明显，很多股东个人愿意支持这些机构。

第三， 我们股东的捐赠显示出相互矛盾的人生哲学：130 笔捐赠给了支持妇女堕胎的机构，而 30 笔给了不支持、或反对妇女堕胎的机构（不包括教堂）。

去年，我告诉过你们，我正在考虑提升伯克希尔股东指定捐赠计划的额度，并征求你们的意见。我们收到了几封写得非常好的信，反对这个计划，反对的理由是我们的工作是运营公司，而不是迫使股东们进行产生捐赠。然而，大多数股东留意到了该项计划的税务效率，并敦促我们提升额度。

几位已将股票留给他们的孩子或孙子们的股东告诉我，他们认为这是一项很好的计划，令年轻人可以趁早思考捐赠的话题。换言之，这些人意识到这不仅仅是一种慈善方式，更是一种教育方式。1993年我们的确提升了额度底线，从每股8美元提升到10美元。

-----

2003年，我们不情愿地终止了“股东指定捐赠计划”，原因是由于妇女堕胎问题引发的争议。多年以来，关于这个问题，支持和反对的正反双方都有很多机构，我们股东中也各有自己的支持，并捐赠于不同的机构。结果，我们持续收到一些反对意见，反对支持流产合法化。他们中的一些人和机构甚至联合起来抵制我们旗下公司的产品。

伯克希尔旗下的宠厨厨具公司采取加盟商经营模式，2003年该公司的很多独立加盟商开始感受到了这种联合抵制行为的影响。这种发展态势意味着，很多信任我们的人遭受了严重的收入损失，这些受损失的人，既不是我们的员工，也没有在伯克希尔决策中发表过建议。

对于我们的股东而言，由伯克希尔公司做出的捐赠比他们自己直接捐赠，会有更多一些的税务效应。此外，这个计划与我们的“合伙”方式相一致。但是，与对我们忠诚的加盟伙伴所造成的伤害相比，这些优势显得苍白无力，因为那些加盟商都是通过辛勤努力构建他们自己生意的。的确，芒格和我认为，仅仅为了我们和其他股东得到一些可怜的税务效应，而伤害那些正直善良、努力工作的人们，实在没有仁慈可言。

现在，在伯克希尔的母公司层面已经没有任何捐赠。我们旗下的各个公司继续延续着它们在并入伯克希尔之前的各项慈善政策，没有什么改变，除非以前用公司的钱进行的个人捐赠行为，现在改为由他们自己掏钱。（注12）

（页底注12。）

2002年之前的每一年，伯克希尔都会通告合格的股东指定捐赠计划的大约参与百分比、捐赠的金额数量、以及参与者人数。参与百分比总是超过95%，并且经常会超过97%。捐赠的总数从1980年初的一、两百万美元稳步增长到2002年的1700万美元。同期，受捐赠的机构数目从最初的1,000个以下到3,500个。从该计划开始到2002年终止，累计捐赠总数为1.97亿美元。）

## (连载 47) 盈利的增加可能并非由于管理层优秀

如果他还有一些马基雅弗利的权谋和数学家的底子，

一旦你的管理人大权在握、地位稳固，他...

### 六，公司高管的报酬原则

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

(注 13)

当资本回报率平平的时候，那么一项“投的越多、赚的越多”的投资记录并不是什么了不起的管理成就，因为即便你是躺在摇椅里进行管理，也可以得到同样的结果。例如，将你银行储蓄账户的本金增加到原来的四倍，那么，你所得的利息也会同比例增加到原来的四倍。你不会因为多赚三倍而获得赞美。

然而，在 CEO 退休的通告中，通常会赞美他们在职期间将自己管理的小型机械公司的盈利提高到原先的四倍，没有人测算这样的盈利增长是否仅仅来源于公司多年留存利润的增加，也没有人进行过复利的计算。

如果这个小型机械公司在 CEO 主持期间获得了持续超常的资本回报，或同期所动用的资本仅仅增加了一倍，那么这样的赞美是值得的。如果资本回报乏善可陈，所动用的资本数量与盈利的增长保持相同比例，这没有什么值得鼓掌的。在一个银行储蓄账户中，如果利息不取出滚存为本金，它就可以年复一年以同样的利率获得利息，即便以 8% 的利率计算，经过 18 年也能令本金规模增长到原先的四倍

这个简单的算术力量常常被公司所忽视，以至于对股东造成伤害。很多公司的高管报酬计划仅仅慷慨地以盈利增长为考量指标，而这种增长在很大程度上，要归功于公司的留存利润，也就是截留本应属于股东的利润。例如，（股权激励计划中）授予公司高管为期十年、固定行使价格的股票期权，而这类公司的分红仅仅是盈利的一小部分。

可以用一个例子来演示在这种环境下形成的不公正。让我们假设，你账户里有 10 万美元存款，利率为 8%，有一个受托人来“管理”这个账户，并且他有权力决定每年取出利息（盈利）的多少比例以现金方式支付给你。利息中没有取出的部分作为“留存盈利”继续滚存为本金留在账户里，继续可以获得同样利率的利息。让我们假设你的受托人，以其超常的智慧，设定分给你的“派息率”为每年盈利的 25%。

在这种假设情况下，你的账户数值在第十年年末，将达到 179,084 美元。此外，在富有灵感的管理之下，你的每年盈利从最初的 8,000 美元上升到 13,515 美元。最终，你所得到的“分红”也会相应地提高，从第一年的 2,000 美元稳步提高到第十年年底的 3,378 美元。每一年，你的管理人公司会向你呈递年度报告，其中所有的图表都配有直刺天穹的线条，看起来非常棒。

现在，开个玩笑，让我们将这个情景再往前推进一下，就你的生意（例如，你的储蓄账户）给你的受托管理人授予一个为期十年、固定行使价格的期权，以第一年价值作为公允价值基础进行计算。有了这个期权，你的管理人每年可以获得可观的利润，他的利润体现为你的成本——来源于你留存的那大部分盈利。如果他还有一些马基雅弗利的权谋和数学家的底子，一旦你的管理人大权在握、地位稳固，他还可能消减派息率。

这个情景假设并不是你牵强附会的假想，很多公司的股票期权计划就是以这样的方式设立的。他们所取得的成就仅仅是因为留存利润的自然增长，而不是提高了手中资金的运营效率。

（页底注 13。分隔线：1985、2005、1985、1994、1991、2003、2002）

## （连载 48）对于期权的双重态度

**我会很高兴收到一张乐透彩票作为礼物，**

**但我永远不会去买。**

### 对于期权的双重态度

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

对于股票期权的态度，公司管理层往往采取双重标准。抛开认股权证（它会给发行公司带来即刻的和后续的补偿）不谈，在企业的世界里，没有什么东西值得公司将一个为期十年、固定行使价格的期权授予外人，我认为这是一个公平的观点。

在现实中，为期十个月的期权已经是极限。在公司资本不断增加的情况下，授予管理层长期期权，这是一件极其不可思议的事情。任何想得到这种期权的外部人士，都应该为行权期间所增加的资本支付全额的对价补偿。

但是，公司管理层的这种对于外人的不情愿，在同样的情况发生在自己身上时，却换了一种想法。（与自己谈判很少会引发酒吧里的斗殴。）那些为自己及其同僚设计了为期十年、固定行使价格期权的管理层，第一，他们完全漠视了留存利润可以自行增值的事实。第二，他们漠视资本的成本。结果，这些管理层所获得的收益，就像在储蓄账户上设置的期权一样，而这些账户里的盈利本来就可以自动增值。

当然，股票期权常常是被授予给那些天赋聪明、创造价值的管理层，并且有时给他们带来了相称的应有报偿。（的确，那些真正杰出的管理者所得到的，远远少于他们应该得到的。）但如果结果都是一样的话，那一定是个意外。

一旦期权被授予，那么就与个人日后的工作表现不再相关，因为它是无条件、**不可撤销的**（只要这个人继续待在公司里），懒汉从期权中获得的可能与公司明星一样多。像小说中沉睡不醒的瑞普·凡·温克尔一样，管理层如果准备瞌睡十年，恐怕就没有比这更好的“激励”机制了。

（我忍不住还有再评论一下给外部人士发放长期期权问题。在克莱斯勒汽车公司遭遇危机的时候，由美国政府出面担保，公司获得了贷款。作为获得这种救命贷款的部分条件，克莱斯勒公司授予美国政府股票期权。

之后，当这些期权为政府带来可观收益时，克莱斯勒公司曾试图修改支付方式，辩称政府所得到的远远大于预期，与政府在克莱斯勒复苏的过程中所作出的贡献并不相称。公司对于代价和表现之间不平衡的苦恼成为国内的大新闻。这种苦恼可能是独一无二的，据我所知，无论任何地方，从来没有什么高管因为自己或自己的同事，得到了未经授权的期权而感到苦恼。）

具有讽刺意味的是，期权常常在修辞学上常常被描述为值得拥有的理想东西，其理由是，从财务角度说，期权将管理层和股东（公司的主人）放在了同一条船上。但在**现实中，这完全是不同的船**。没有哪个股东（公司的主人）可以逃得掉资本的成本负担，但那些持有固定行使价格期权的人却可以没有资本成本。

公司股东（主人）必须权衡公司上升的潜力和下跌的风险，而期权持有人没有下跌风险。实际上，你希望得到期权的公司，恰恰是你不想作为股东（主人）的那一个。（**我会很高兴收到一张乐透彩票作为礼物，但我永远不会去买。**）

在公司的分红政策中也是这样，一项政策可能是期权持有人的最佳利益选择，但却可能伤害股东利益。让我们回想一下前面的储蓄账户的例子，如果不分红，持有期权的受托人将会更受益。反过来，账户的主人倾向于加大分红数量，这样他就能防止期权持有人从账户留存收益中再多分一杯羹。（注 14）

（页底注 14。参阅第三章之三：分红政策和股份回购。）

## （连载 49）巴菲特对期权的三点看法

水至清则无鱼，

水稍微浑一些总好过一条鱼都没有。

# 巴菲特对期权的三点看法

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

尽管期权存在缺点，但在一些情况下，还是有其合理性的，我所批评的只是不加分辨的滥用期权。在这些关系中，我想强调三点：

## 第一， 股票期权理所应当与公司的整体表现相关。

从这个逻辑上讲，期权应该授予那些负整体责任的公司管理层。那些仅负有局部责任的管理人员所获得的报酬应与其所负责的部分相关。一个 0.350 的优秀击球手希望——也值得——因其上佳表现而获得丰厚的报偿，即便他所服务的球队整体水平不佳，也应当如此。而一个水平一般的 0.150 的击球手不应该得到任何奖励，即便他为一支获得大奖的球队打球。只有那些**负起整体责任的人才**应该得到与其结果相称的奖励报偿。

## 第二， 期权的结构应该精心设计。

除了特殊因素外，期权的设计应该考虑公司留存利润因素和资本附带成本因素。同样重要的是，它们应当依据现实而定价。当一个公司的管理层面对其他公司的收购报价时，可以准确地指出，相对于公司的真正价值，这个报价是如何的不真实。但为什么，当他们自己公司授予自己期权的时候，可以接受同样的压价行为呢？

（他们或许会走的更远，公司高管和董事们有时会参考税法以决定用最低价格，将公司的部分股份卖给内部人士。当他们这么做时，他们经常选择的计划是对公司最为不利的税务计划。）除了在极度特殊的情况下，股东（主人）不可能从低价出售部分公司权益（意指定价不合理的期权。译者注）中获益，无论是卖给外部人士，还是卖给内部人士。一个显而易见的结论就是：期权应该以真实价值定价。

第三，我想强调的是，一些我非常敬佩的经理人——他们的管理运营记录远远好过我——不同意我对固定价格期权的看法。他们已经建立了公司文化，在那里，期权已经成为一种有用的工具。通过他们的领导力和榜样力量，以期权作为一种激励工具，这些经理人认为他们的同事也具备了股东（主人）思维方式。

这种公司文化极为少见，当它存在的时候应该被保留，尽管其中的低效率和不公平可能会侵蚀期权计划。就像俗话说的“直到用破了再修理”总要好过“为了纯洁不惜任何代价。”

（这句英文语境中的俗语相当于中文语境中的：“水至清则无鱼，水稍微浑一些总好过一条鱼都没有”。译者注）。

# （连载 50）期权侵蚀公司的例子

吃谁的面包，唱谁的歌。

## 期权侵蚀公司的例子

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

举一个例子用以说明，为期十年的固定行使价格期权是如何侵蚀公司的。比如说弗莱德·徒劳先生是停滞公司的 CEO（译者注：这位先生和公司的名字充分显示了巴老的幽默），他收到了一大把期权，足足相当于 1% 的公司股权，符合他自身利益的路径非常清楚：他应该让公司所有盈利都不用于分红，并且回购股份。

让我们假设一些，在弗莱德的领导下，停滞公司过的日子就像它的名字一样停滞不前。在期权授予之后十年的每一年，该公司都以 100 亿美元的净资产盈利 10 亿美元，期初总股本为 1 亿股，每股净利润 10 美元。

弗莱德将全部盈利全部用来回购股份，不派发一分钱的股息。假如股价始终维持在十倍市盈率的水平，在期权期限的第十年年末，股价将上升 158%。这是因为回购股份减少了股本总数，那时总股本已经降至 3,870 万股，因此，每股盈利上升至 25.80 美元。

仅仅通过留存股东的利润、回购股份、减少总股本，弗莱德已经变得非常富有，他自己持股所占的比例越来越大，此时他的身价达到 1.58 亿美元，尽管公司业务本身没有任何改变。更令人震惊的是，如果停滞公司在这十年期间，利润下滑 20% 的话，弗莱德依然可以获利超过 1 亿美元。

弗莱德可以不派息，可以利用公司留存利润发展令人失望的项目和收购，通过这样的手段，他也可以获利惊人。即便这些项目只能提供微不足道的 5% 的回报，弗莱德依然可以大把获利。尤其，当停滞公司的 PE（市盈率）维持在 10 倍的水平，弗莱德的期权将为其带来 630 万美元的财富。而与此同时，公司股东们想知道的是，当初授予期权时说好的“利益联盟”在哪里？

一个“正常”的分红政策——例如，盈利的三分之一用于分红——当然会减缓这种极端的结果，但是仍然会给那些毫无作为的管理层提供丰厚的回报。

CEO 们深谙此道，并知道每派发一分钱的股息，就会降低他们手中期权的价值。然而，在要求批准固定价格期权计划的代理人资料中，我从来没有看到这种管理层和股东之间的利益冲突。尽管这些 CEO 们总是在内部宣扬资本是有成本的，但在授予自己固定价格期权时，他们却忘了告诉股东，期权带给他们的资本是没有成本的。

公司留存利润会自动增值，创造新增价值，董事会在设计激励管理层期权时，应该考虑到这个因素，这并不难，就像同儿童游戏一样容易。但是，令人吃惊、令人吃惊（巴菲特的确在原文中连用了两次。译者注）的是，这种具有自动调整因素的期权从来没有发行过。的确如此。这种行使价格随留存利润进行调整的期权，对于那些报酬设计“专家”而言，好像外来生物一样陌生，但同样是这些“专家”，他们在设计对管理层有利的期权计划时可是百科全书啊。（谚语有言：“吃谁的面包，唱谁的歌。”）

对于一个 CEO 而言，被炒掉的那天是一个大赚特赚的日子。的确，在那一天中，为了清理出他的一张办公桌，他“赚”的钱比一个清理卫生间的美国工人一辈子赚得还多。忘掉老旧的“一事成功事事成功”格言吧，今天，在商界最为风行的是“一事失败事事成功”。（2005 年信）

## （连载 51）建立与业绩相匹配的奖励机制

好的经理人应该与股东穿同一双鞋。

### 建立与业绩相匹配的奖励机制

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

然而，在伯克希尔，我们使用一种激励补偿机制，以回馈那些在其职责范围内达到经营目标的关键管理层。如果喜诗糖果公司干的不错，我们不会奖励新闻公司，反之亦然。我们也不会写在写奖金支票的时候，看看伯克希尔的股价表现如何。

我们相信工作的优良表现应该得到奖励，无论伯克希尔股价是升、是跌，还是平盘。同理，我们认为平庸的工作表现不应该得到特别的奖励，即便我们公司的股价飙升。关于“工作表现”的定义，我们也不会视同行业的经济情况而定：一些经理人享受着并非自己创造的顺风顺水，而另一些经理人正与不可避免的逆风做搏斗。

伴随着这个激励机制的回馈可以非常巨大。在我们各种类型的企业中，顶尖的经理人可以获得的奖金数量是基本工资的五倍，或者更多，所以，1986 年可能是出现了一位奖金达到 200 万美元的经理（我希望如此）。我们的奖金上不封顶，也不分等级。即便一个小单位的经理人也有可能得到比大单位经理人更多的奖金，只要理所应当。

此外，我们相信工作资历和年龄大小，不应该作为激励补偿计划的影响因素（尽管有时这些会影响基本的报酬）。一个 20 岁可以打出 0.300 的优秀击球手，与一个 40 岁同样表现的击球手，对我们而言，具有同样的价值。

很明显，所有伯克希尔的经理人可以用他们的奖金（包括其他资金，甚至可以借钱），到公开市场上购买伯克希尔的股票。他们中很多人已经这么做了，并且还买的相当多。通过愿意接受风险和承担直接购买的成本，这些经理人用实际行动表明**他们与股东穿的是同一双鞋。**

在伯克希尔，我们试图将报酬机制安排的像资产配置一样具有逻辑性。例如，我们会根据斯科特·费泽公司的业绩决定拉尔夫·舒伊的报酬，而不是根据伯克希尔公司的业绩。因为他只是负责这个子公司的运营，与集团的其他部分无关，还有比这样的报酬计划更合理的吗？如果给他的报酬，无论是现金奖金还是伯克希尔的股票期权，这样的奖励会给拉尔夫完全的不确定性。

例如，当他在思考如果带领斯科特·费泽公司进行完美的本垒打的时候，芒格和我在伯克希尔的集团层面犯了错误，使他的努力和时间付诸东流。反过来，如果伯克希尔其他公司都干的很不错，而斯科特·费泽公司拖了后腿，那么拉尔夫凭什么要分享他人的成功呢？

## （连载 52）?资本不免费

在这田园诗般的氛围中工作，

已经是我们平生最大的享受。

### 资本不免费

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

在设定报酬机制时，我们希望遵守诺言，给出丰厚的大胡萝卜式的奖励。但我们同时希望确定的是，这些报酬直接与一个经理人肩负的责任挂钩。如果在一个公司中投入资本巨大，当他们动用资金时，我们要收取利息成本；当他们释出资金时，我们会以同样的利率计算贡献。

这种“**资本不免费**”的做法在斯科特·费泽公司是显而易见的。如果拉尔夫动用的增量资本回报良好，那么他会的报酬也将是丰厚的。如果增量资本的回报超过一定的费用成本之后，他的奖金也将随之增加。

但是，我们奖金的计算是**对称的**：如果新增投资资本的回报低于标准，那么差价部分将记在拉尔夫头上，如同记在伯克希尔头上一样。这样双向安排的结果是，如果他有回报良好的投资项目，他将获得可观的报酬；如果资金留在子公司没有良好去向，就将其交由奥马哈总部安排。

在上市公司层面，将几乎每一个报酬计划都描述为公司管理层与股东利益的联盟，这似乎已成为流行。但是在我们的字典里，“联盟”意味着成为双向合伙人，即无论涨跌，而不仅仅是上涨的时候。很多所谓的报酬“联盟”计划无法成功通过这项测试，他们仅仅是抛硬币游戏中的“**正面我赢，反面你输**”巧妙版本而已。

在安排股票期权时，会发生一个常见的错误，那就是期权的价格没有随着公司留存利润带来的价值增加而增高，的确，一个为期十年的期权、低派息率、复利增长，这些因素综合在一起可以给经理人带来巨大收益，即便他在工作中碌碌无为、胡乱扑腾，他个人也能收益丰厚。对此愤愤不平的人或许会发现，当付给股东的越少，持有期权的经理人获得的就越多。我必须指出，这一矛盾，在恳请股东批准期权计划时的代理人文件中尤为显而易见。

我禁不住提一下，我们与拉尔夫安排报酬计划时只用了五分钟，在我们完成收购斯科特·费泽公司之后即刻生效，中间没有律师或薪酬顾问的“帮助”。这个计划包含了一些非常简单的概念——这些简单的术语都不是专家们所喜欢的，他们不会轻易发出一个大账单，除非他们证实你有了大问题（当然，这样的问题还需要年度复审）。

我们与拉尔夫的安排一直没有改变，这无论对于他、还是对于我，我们双方都感觉良好。在1986年设定计划的时候如此，现在也是如此。我们在集团其他子公司层面的报酬计划安排也简单类似，尽管一些术语会因为各个企业所在行业的不同而各具特点，以及有些公司的经理人拥有部分股权等情况而稍有变化。

在任何情况下，我们都追求理性。那些变幻不定的报酬方式、或者与管理层个人贡献无关的报酬方式，或许会受到一些公司高管的欢迎。毕竟，谁会拒绝免费的彩票呢？但这样的报酬安排对于公司而言是浪费，对于管理层而言，也令他们丧失了对于应该关心的事的专注。此外，母公司的非理性行为可能引发子公司的模仿。

在伯克希尔，**肩负整体责任的只有芒格和我**。因此，从逻辑上讲，只有我们两个人应该从集团母公司层面，作为伯克希尔整体业绩考量而获得报酬的当事人。即便可以如此，这也不是我们的愿望。我们已经认真设计了我们的公司运作模式和我们的工作方式，以确保我们能**与喜欢的人在一起，做喜欢的事**。

当然，同样重要的是，我们有时也会被迫做些极少的无聊的、不喜欢的任务。每天有源源不断涌的丰富的物质和精神奖励涌向公司总部，我们都是受益者。**在这田园诗般的氛围中工作，已经是我们平生最大的享受**，我们不愿意让股东为那些不需要的报酬计划再增加负担。

实际上，即便如果芒格和我没有工资可拿，我们也会很高兴我们的工作。实质上，我们赞同罗纳德·里根的话：“繁重的工作不可能压垮一个人，但我必须明白为何要抓住机会。”

# （连载 53）穿同一双鞋的布朗鞋业报酬计划

对待股东的钱，

应该就像对待自己的钱一样。

## 穿同一双鞋的布朗鞋业报酬计划

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

1991年，我们进行了一次大规模的收购——收购了H. H. 布朗鞋业公司，它是北美最大的工作鞋和靴子制造商，这家公司拥有非同寻常的历史盈利记录，无论从利润率还是资产回报率来看，都表现非凡。制鞋业是一门艰难的生意，美国人每年会购买数十亿双鞋子，大约85%是进口的，这个行业中的大部分企业很糟糕。厂家的各种款式和尺寸的鞋子库存积压严重，大量的资产处于应收账款状态。

H. H. 布朗鞋业公司有一个突出的特点，它的报酬机制是我所遇见的最不寻常的一个，这种方法让我心动。它的主要管理经理人年薪为7,800美元，外加公司利润扣除资本成本之后的数目。这样，这些管理经理人与股东穿的是同一双鞋子，处于同一立场上。相反，大部分管理层总是说一套、做一套，他们会选择奖励多、而处罚少的报酬方式（并且，他们对待资本的态度似乎是免费的一样）。布朗鞋业的这种安排，从各方面来看都不错，无论是对公司、还是对管理层都不错，这并不奇怪：**渴望发挥才能的管理层通常是具有才能的管理层。**

---

CEO是如何失去控制的，这事并不难理解。当公司管理层雇佣员工，或者公司与卖家进行谈判，谈判桌的两边，双方的利益权重是平等的，一方的获利就是另一方的损失，其中涉及的金钱利益具有现实的意义，这样的结果是一场对真诚面对上帝的谈判。

但是，当CEO们（或他们的代表）与薪酬委员会开会的时候，常常会比谈判对方更加看重利益。例如，一个CEO会非常看重收到10万股期权、还是50万股期权作为纪念。对于另一方——薪酬委员会——而言，这个不同似乎不那么重要，特别是在很多公司，无论哪一种期权授予方案，对于财务报告的盈利都看得出来有什么不同影响。在这种情况下，谈判经常就是一种“玩钱”的性质。

在二十世纪九十年代，由于竞争激烈，期权是CEO们得到的最为贪婪的补偿方案，这种现象迅速地遍地开花，到处被复制。这种贪婪流行的传递通常是通过顾问和人力关系部门，他们非常明白谁在给他们的面包上涂黄油，正如一位薪酬顾问评价的那样：“有两类客户你是不会想要冒犯的：现实的和潜在的。”

近年来，薪酬委员会就像处于滑雪道高速大转弯处的小狗，乖乖跟着顾问们的推荐指引，他们不知道应该忠诚于股东。实际上，**那些不露面的股东才是真正的衣食父母**。（如果你无法分辨一些人的立场，通常他们就不是站在你这一边的人。）实际的情况是，SEC（美国证监会）要求每个委员会对于支付进行说明。但是，文件中的措辞通常是公司律师或其人力关系部门起草的官样文章。

这种昂贵的游戏应该停止了。董事不应该参与薪酬委员会，除非他们自己可以代表股东参与谈判。他们应该做出两方面的说明解释——如何考虑薪酬，以及如何衡量工作表现。此外，**他们对待股东的钱，应该就像对待自己的钱一样**。

十九世纪九十年代，工会领导人塞缪尔·甘波斯提出工会的目标就是要求“更多！”二十世纪九十年代，美国的CEO们同样采用了他的战斗口号。结果是，CEO们经常积累了丰厚的财富，而同时，他们的股东们却经历了财务的不幸。

公司的董事们应该停止这样的抢劫行为。给那些工作表现杰出的管理层丰厚奖励，这没有错。但是，如果没有杰出工作表现的话，那么，应该是董事们大声喊出“减少薪酬”的时候。如果近年来膨胀的薪酬成为未来报酬的底线，这将是一场悲剧。薪酬委员会应该回到画板前，重新进行规划。

## （连载 54）名誉胜过金钱

我们并非完美，  
但我们一直在努力。

名誉胜过金钱

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

芒格和我相信 CEO 不应该推卸风险控制责任，这简直太重要了。例如在伯克希尔，我负责起草和监控每一个衍生品合约，除了少数几个与运营有关的合约，例如中美能源公司和再保险的一些小型的分保合约。如果伯克希尔遇到麻烦，这将是我的错，这不能推诿于风控委员会或首席风险官。

以我的观点看，在大型的金融机构里，如果董事会不能坚持它的 CEO 对风险控制负有全责，那么这样的董事会可以说是玩忽职守的。如果他不能处理这项工作，他应该换个工作才是。如果这个 CEO 未能胜任此项工作——由此引发需求政府的资金或担保介入其中——这样的财务后果对他以及他的董事会都应该说是严峻的。

我们国家一些最大的金融机构搞得一塌糊涂，这并不是股东的问题，然而，股东们却承担了损失。在很多失败的案例中，他们的持股损失了 90% 或更多，价值就这样被抹去。在过去的两年中，仅仅四个最大金融机构的惨败就令股东们损失了总共 5,000 亿美元的财富。如果用“解围”一词形容这些股东们的处境，或许也是对“解围”一词的嘲讽。

然而，那些损失巨大的公司的 CEO 们却毫发无损。虽然他们的财富由于他们失察引发的灾难而受损，但他们依然过得不错。这些 CEO 和董事们的行为应该有所改变，如果他们的机构和国家由于他们的鲁莽而遭受损失，他们本身也同样应该付出巨大代价——不能由受他们造成损害的公司补偿，也不能由保险公司补偿。在很多例子中，CEO 和董事们长期享受了超级胡萝卜的好处。现在，在如此糟糕的经济情况下，他们也应该在其职业生涯中尝尝大棒的滋味。

---

## 名誉胜过金钱

（2010 年的年报包括了 2010 年 7 月 26 日给伯克希尔经理人的内容。）这是我在两年一度的信件中，再次强调伯克希尔的最高优先原则，那就是我们所有人都应该积极热烈地捍卫伯克希尔的名声。**我们并非完美，但我们一直在努力。**

在超过 25 年的时间里，我一直在说：“我们可以承受金钱的损失，甚至损失大笔的钱，但我们无法承受名誉的损失，甚至一丝一毫也不可以。”我们必须继续衡量每一个行为，不仅仅是这些行为是否合法，而且还要考虑到如果这些行为被一个不友好却聪明的记者撰写，并刊出在国家报纸的头版上，我们是否还能愉快面对。

有时候，你的同伴们或许会说：“大家都在这么干。”如果这个说法是作为为一个商业行为辩解的话，这条原则几乎一定是有问题的。当去评估一个道德决策时，这是完全不能接受的。无论任何时候，一些人使用这句话作为“原则”时，实际上，他们在说他们想不出合适的理由。如果任何人给出这样的解释，告诉他们将这句话说给记者或法官听，看看会发生什么。

如果你看到任何人的规矩或合法性引起你的犹豫，请给我打电话。然而，如果一个特定的行动引发了这样的犹豫，这可能已经逼近底线，应该放弃。有很多钱是诉诸法院，通过打官司赚的。如果对于是否逼近底线心存疑虑，就**假设这钱不是属于你的，忘掉它吧。**

作为一个推论，如果有任何重大的坏消息，请立刻告诉我，我可以处理坏消息，但我不喜欢在它蔓延之后再与之打交道。由于不情愿迅速直面坏消息，所罗门证券公司的问题本来可以轻易解决的问题，后来恶化，几乎导致了一个拥有 8,000 名员工的公司消亡。

今天，在伯克希尔一些人的行为，如果我们知道的话，也会令你我不愉快。这是不可避免的：我们现在拥有超过 25 万名员工，这么多的人每天不出任何差错的机会是零。但是，在哪怕最为细微的不合适气息出现时，我们可以立即采取行动，利用巨大的影响力，将**大事化小、小事化了，将问题消灭在萌芽状态**。

你通过行为和语言所表露出来的对于这些事情的态度，将会是你企业文化形成的最重要因素。是**文化，而不是文件**，更能决定一个企业的行为。

（页底注 15。2009 年，2010 年附录，2002 年。）

## （连载 55）如何防止假账的发生

让他们明白，如果他们行为不当，

将会面临巨额罚金。

### 如何防止假账的发生

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

在其他方面，无论多少，告诉我你的愿望。你们中的每一个人在以自己的个人风格管理公司时都是第一流的人才，你们不需要我的帮助。你们需要从我这里了解的事情，只是退休后的待遇和非常的资本支出或收购。

审计委员会没有能力胜任稽核任务，只有公司外部的审计师能决定管理层披露的盈利数据是否值得信赖。那些忽视现实、只知道关注审计委员会的架构和章程的改革将是一事无成。审计委员会的关键工作很简单，就是让审计师披露他们所知道的。

为了完成这个工作，审计委员会必须清楚，审计师更担心的是误导性的数字，胜过担心冒犯管理层。近些年来，审计师并不没有如此的感觉。他们通常视 CEO 为客户，而不是股东或董事。这是日复一日工作关系导致的结果，而且审计师们明白，无论文件怎么说，是 CEO 和 CFO 付他们费用，并且决定他们是否留下继续审计工作和其他工作。

最近生效的新规定（要求委员会成员必须有财务专家）并未使这个现象得到根本改观。能够打破这种舒适关系的做法是，审计委员会应该明确地向审计师指出，让他们明白，如果他们不如实披露所知道的、或所质疑的情况，将会面临巨额罚金。

依我的意见，审计委员会可以通过询问审计师四个问题达到这个目标，对于这些问题的回答将被记录在案，并呈报给股东。这四个问题是：

1， 如果审计师是准备公司财务报表的唯一负责人，那么他们的做法会不会与为目前管理层准备的报表有所不同？这个问题涵盖了重要和不重要的方面，必须答复。如果审计师有不同的处理方案，那么，管理层和审计师都必须做出信息披露。审计委员会应该对事实进行评估。

2， 如果审计师身为投资者，那么他是否收到过什么重要信息，帮助他了解在报告期内的公司财务表现？

3， 如果审计师本人是 CEO，公司是否遵循着本应遵守内部审计流程？如果没有，有何不同？为什么？

4， 审计师有没有观察到任何行为——会计方面的、或运营方面的——达到将营业收入、或成本从一个报告期转移到另一个报告期的目的和影响。

如果审计委员会问这些问题，那么它的组织结构（这是大部分改革计划关注的重点）倒是次要的。此外，这样的流程会节省时间和成本。当审计师身在其位的时候，他们会尽其职责。如果他们不是这样……呵呵，我们将会见到结果。

我们提出的这四个问题，其主要目的是起到预防作用。一旦审计师们知道审计委员会要求他们为公司管理层的行为背书，而不是默默姑息他们时，他们会在这个过程一开始就拒绝做坏事，这样可以防患于未然，防止假账的发生。对于牢狱之灾的畏惧将会发生作用。

## （连载 56）市场先生

我们愿意无限期地持有一只股票，

只要我们预期公司能以令人满意的速度提升内在价值。

市场先生

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

### 第二章 财务与投资

1973年年中，我们以每股不到企业价值四分之一的价格，买下了《华盛顿邮报》（WPC）的一些股票。计算价格/价值的比率并不要求具有非凡的洞察力，大多数证券分析师、媒体经纪人、媒体行政管理人员本应该与我们一样，可以估计到华盛顿邮报的内在价值介于4亿到5亿美元之间，而且每个人都能看到《华盛顿邮报》当时在股市上的市值仅有1亿美元，这个价格明显低于其价值。

我们的优势是我们的态度，我们从格雷厄姆那里学到，**成功投资的关键是，在好公司的价格远远低于其价值时出手。**

另一方面，在二十世纪七十年代早期，大多数机构投资者在决定交易价格时，认为企业价值与价格的关系不大。现在看来，这简直是难以置信。然而，这些机构都中了名牌商学院的学术魔法，他们鼓吹一种新型时尚的理论，认为股票市场是完全有效的，因此，企业的价值计算——甚至计算本身——在投资活动中无足轻重。

（我们非常感激这些学者，在一场理智的竞赛中——无论是打牌、下棋、还是选股——如果你的对手被教育说“思考纯属浪费精力”，还有什么比这能使你更具优势呢？（注16）

## 一，市场先生

每当芒格和我为伯克希尔保险公司购买普通股的时候（套利行为留待下一节讨论），我们遵循的交易方法与我们收购未上市公司是一样的。我们着眼于公司的经济前景、负责管理的人、我们支付的价格。我们心中没有想过什么时间、什么价格去出售。

的确，**我们愿意无限期地持有一只股票，只要我们预期公司能以令人满意的速度提升内在价值。**当投资的时候，**我们将自己视为企业分析师——而不是市场分析师、不是宏观经济分析师，甚至不是证券分析师。**

我们的方法在交易活跃的市场里相当管用，因为它会周期性地提供给我们令人垂涎三尺的机会。股市是否存在并不重要，我们持有的股票如果长期停止交易，就像我们持有的世界百科全书公司和范奇海默公司即便没有股票报价，也不会令我们感到不安。最终，我们的命运将取决于我们所持有的公司的命运，无论我们持有的是公司的一部分、还是公司的全部。

我的朋友和老师本·格雷厄姆很久以前就描述过市场波动的心理状态，我认为对于投资成功很有教导意义。他说你应该将市场报价想象为一个名叫市场先生的人，他是你的私人公司（即非上市公司。译者注）的合伙人，是一个乐于助人的、热心的家伙。他每天都来给你一个报价，从不落空，在这个价格上，他即可以买你手中持有的股份，你也可以买他手中的股份。

即便你们俩拥有的这家公司运营良好，市场先生的报价也不一定稳定，悲观地说，这个可怜的家伙有着无法治愈的精神病症。在他感觉愉快的时候，只会看到企业的有利影响因素。在这种心情中，他会报出很高的买卖价格，因为他怕你抢夺他的利益，抢夺他近在眼前的利润。在他情绪低落的时候，他只会看到企业和世界的负面因素。在这种悲观心情中，他会报一个很低的价格，因为他害怕你会将你的股权甩给他。

市场先生还要一个可爱的特点：他不介意被忽视。如果你今天对他的报价不感兴趣，他明天还会给你带来一个新的报价。是否进行交易买卖，完全由你决定，在这种情况下，他的行为越是狂躁抑郁，对你越是有利。

但是，就像参加舞会的灰姑娘一样，你必须留意午夜钟声的示警，否则，时间一到，一切都会现出原形，变回为南瓜和老鼠。市场先生就在那里，**他服务于你，而不是指导你。**你会发现他的钱袋更有用，而不是智慧。如果他哪天出现了特别愚蠢的情绪，你的选择是，可以视而不见，也可以利用这样的机会。但是，如果你受到他的情绪影响，将会是灾难。

的确，如果你不懂得你的公司，不能比市场先生更准确地评估你的公司，你就不要参与这场游戏。就像人们打牌时说的：“如果玩了 30 分钟，你还不知道谁是倒霉蛋，那么有可能就是你。”

## （连载 57）若想投资成功，须结合两种能力

如果你看好的股票不涨，

这至少有一个好处：

## 若想投资成功，须结合两种能力

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

（注：这两天的连载文字较短，但价值千金，值得反复品读。）

### 为何会有人喜欢神秘复杂的东西？

格雷厄姆创造的这个市场先生寓言，在今天的投资世界看来似乎已经过时，今天很多专家、学者谈论的是有效市场、动态对冲套利、贝塔等等。他们对于这些东西兴趣盎然是可以理解的，因为，很显然，**被神秘所笼罩的技巧对于投资建议的传播者是有价值的。**

毕竟，如果一个巫医只是对病人简单建议“回去吃两片阿司匹林就会好的”，这样的话，他如何获得名声和财富呢？

对于获得投资建议的客户而言，市场秘籍的价值完全是不同的故事。在我看来，投资成功不可能是神秘公式、电脑程序、或股票及市场价格变动引起的闪烁信号的产物。

**一个投资者如果想成功，必须将两种能力结合在一起，一是判断优秀企业的 ability，一是将自己的思维和行为与市场中弥漫的、极易传染的情绪隔离开来的能力。**在我自己保持这种隔离的努力中，我发现将格雷厄姆有关市场先生的概念放在心中，非常有用。

遵循格雷厄姆的教诲，芒格和我希望我们持有的可流通的股票，用它们的企业运营结果，而不是它们每天的价格、甚至也不是每年的价格告诉我们这些投资是否成功。市场或许会有一段时间对于企业的实际运营成果视而不见，但最终将会肯定它。

正如格雷厄姆所言：“短期而言，市场是一台投票机；但长期而言，市场是一台称重机。”

企业的成功被市场认可的速度并不重要，只要公司能以令人满意的速度提升内在价值。实际上，**价值被认可的滞后性也有一个好处**：它会给我们以便宜价格，购买更多股票的机会。

当然，有时候，市场会高估一个公司，在这种情况下，我们会卖出我们的持股。甚至也有时候，我们会以平价、或低于价值的价格卖出一些持有的股票，因为，我们需要资金抓住低估更多的投资机会，或买入我们认为更为了解的股票。

## （连载 58）我们永久持有股票的三个理由

我们宁愿与喜欢与尊重的人合作、获得 100% 的回报，

也不愿意与那些讨厌的人合作、获得 110% 的回报。

### 我们永久持有股票的三个理由

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

（这两天连载文字较短，但价值千金，值得反复品读。）

然而，我们需要强调的是，我们不会因为股票的价格上升而卖掉它们，也不会因为持有太久而卖掉。（华尔街的格言中，有一条最愚蠢的格言是：“只要能赚钱，就不会破产。”）

我们非常愿意持有任何股票，持有的期限是永远，只要公司的**资产回报前景令人满意、管理层能力优秀且为人诚实、以及市场价格没有被高估**。

但是，我们的保险公司拥有的三只可流通的普通股股票，即便在股价过于高估的状态下，我们也不会出售。实际上，我们将这些股票投资视为与我们成功控股的公司一样，是伯克希尔永远的一部分，而不是一旦市场先生给我们开出一个足够高的价格，就可以出售的商品。

对此，我将加上一个限定条件，这些股票由我们的保险公司持有，如果在绝对必要的情况下，我们会卖出部分，以弥补异常发生的保险损失。然而，我们打算做好管理工作，以避免发生这样的抛售行为发生。

芒格和我共同作出“**买入并持有**”的决定，很明显，这里面有个人和财务因素的综合考虑。在一些人看来，我们的立场似乎很古怪。（芒格和我一直推崇广告大师大卫·奥格威的观点：“在你年轻的时候尽情发挥你的特异风格，这样，当你年老的时候，人们才不会认为你疯疯癫癫。”）当然，近年来，在交易频繁的华尔街，我们的态度被认为很怪异。在那个圈子里，公司和股票只不过被看做交易的原材料而已。

然而，我们的态度是选择那些合适于我们个性的对象、以及如何**以我们想要的方式度过一生**。英国前首相丘吉尔曾说：“你塑造你的房子，然后，房子塑造你。”我们知道何种方式是我们所希望被塑造的。

为了这个原因，**我们宁愿与我们喜欢与尊重的人合作、获得 100% 的回报，也不愿意与那些无趣或讨厌的人合作、获得 110% 的回报。**

## （连载 59）真正的买家应该为股价下跌而高兴

当股价低迷时，

同等数量的资金可以购买更多股份。

**真正的买家应该为股价下跌而高兴**

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

一个小测验：如果你计划终身吃汉堡包，而且自己又不生产牛肉，那么我希望牛肉的价格的更高？还是更低？同样，如果你每隔一段时间需要买车，而自己又不是汽车生产商，我希望汽车的价格更高？还是更低？很显然，这些问题的答案不言自明。

现在，进入最终的测验：如果未来的五年，你预期成为一个“净储蓄者”（意指只进不出的买家。译者注），你希望股市在这段期间是高？还是低？很多投资者在这个问题上犯了错。即便他们在未来的很多年都是股票的净买家，但当股价上升的时候，他们会兴高采烈；当股价下跌的时候，他们会垂头丧气。

实际上，也就是说，他们为即将购买的“汉堡”价格上涨而高兴。这种反应令人匪夷所思，只有那些打算近期卖出股票的人，才应该看到股价上涨而高兴，未来的潜在买家应该更喜欢股价的下跌才对。

对于那些没有打算卖出伯克希尔股票的股东而言，选择更为明确。首先，我们的股东们都在自动储蓄，即他们将自己挣的每一分钱都用掉，因为伯克希尔通过留存利润的方式，在替他们“储蓄”，用这些没有分配的资金购买更多的企业和证券。很清楚，我们买的越便宜，我们股东的这个间接储蓄计划就越赚钱。

此外，通过伯克希尔的投资，你们在那些一直在回购的公司中拥有了更重要的位置。这些回购带给我们的益处随着股价的下跌而上升，当股价低迷时，用于回购的同等数量的资金，比之股价高昂时，可以回购更多股份，从而提升我们在公司内的所有权比例。例如，可口可乐、华盛顿邮报、富国银行等公司在过去股价非常低迷时进行的回购，与今天股价高昂时候的回购相比，令伯克希尔获益更多。

每年的年末，几乎所有伯克希尔股票的持有人与年初无异，伯克希尔的股东们是“储蓄者”。因此，他们**应该为股市下跌而高兴**，这样可以让我们和我们的投资者更好地运用资金。

所以，当你读到类似“投资者因股市大跌而亏损”的新闻头条时，应该感到高兴。你们应该在心里将其重新编辑为：“**撤资者因股市大跌而亏损，但投资者在受益**”。

记者们常常会忘记这条常识：每一个买家都对应着一个卖家，**一个人受到的伤害往往成就另一个人**。（就像在高尔夫球赛中，人们常说的：“每一次进洞都令一些人高兴。”）

二十世纪七十年代和八十年代，我们从低价投资于很多股票和企业中获利甚丰。那时的市场，对短期炒家持有敌意，而对长期投资者却很友好。近些年来，我们在过去数十年采取的行为被证实有效，但我们发现的新机会不多。作为扮演公司“储蓄者”的角色，伯克希尔会继续寻找合理使用资本的方式，但在我们发现令人真正兴奋的机会之前，可能需要一些时间。

推荐阅读：

# （连载 60）与倒腾可可豆有关的套利

有时候，在股票估值中，

有比 PE（市盈率）更有价值的东西。

## 与倒腾可可豆有关的套利

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

### 二，套利（注 18）

我们集团旗下的保险子公司有时会参与套利活动，作为手中短期现金等价物的替代方式（既保持很高流动性，又能获得一定的收益）。当然，我们的偏好是长期投资，但经常会遇到“**现金多过好主意**”的情况。这个时候，套利能提供比国债高得多的回报。除此之外，同样重要的是，这样做可以令我们面对放松长期投资标准的诱惑冷静下来。（每当我们谈论完套利后，芒格常会总结道：“OK，至少，它让你离开了酒吧。”）

1988 年，我们从套利活动中获利巨大，无论是以绝对额，还是以回报率来衡量。我们平均投资金额为 1.47 亿美元，税前获利 0.78 亿美元。

这的成绩值得进行一些套利细节的讨论，而且我们的方法是合适的。**套利**这个词，曾经仅仅用于证券或外汇，指**在两个不同市场上，同时买、卖的行为**。目的是为抓住不同市场间的微小差价，例如荷兰皇家石油公司的股票，以荷兰盾计价在阿姆斯特丹交易，以英镑计价在伦敦交易，以美元计价在纽约交易。在不同市场间，经过汇率的折算，股价并非完全相同，有些人会转手在不同市场间倒手意图赚取差价。你不必感到惊讶，从业者为此选了一个法语词汇：套利。

自第一次世界大战以来，套利的定义——或者，现在称之为“**风险套利**”——已经扩展了很多，包括从一个宣布的公司事件中追逐利润，例如公司出售、合并、重组、改制、清算、自我收购等。在很多情况下，套利所期待的利润与股市行为无关，他们面临的主要风险是宣布的事件没有发生。

买股票、卖豆子的赚钱往事

在套利领域，偶尔会出现一些超乎寻常的机会。在我 24 岁时，曾经参与了一次这样的事情，当时我在纽约为格雷厄姆·纽曼公司工作。位于纽约布鲁克林地区的巧克力生产商洛克伍德公司盈利能力很有限，1941 年，这家公司对于库存计价采用的是 LIFO（译者注：后进先出）的会计方法。那时，可可的市价是每磅 5 美分。到了 1954 年，可可的暂时短缺引起价格飙升，超过每磅 60 美分。因此，洛克伍德公司打算在价格回落之前，迅速地抛售它那些值钱的库存。但是，如果仅仅是直接出售可可，公司为此缴纳的税款接近收益的 50%。

这时，1954 年税法成了大救星。它有一条不可思议的条款，该条款规定，如果将库存分配给股东，作为一个减少公司经营范围计划的一部分，那么由 LIFO 会计方法所导致的利润可以豁免税务。洛克伍德公司因此决定终结公司的一项业务——销售可可奶油，并发布消息会有 1,300 万磅的库存可可豆可供股东分配。与此同时，公司用它不再需要的可可豆，以 80 磅换 1 股的价格，回购公司股份。

在接下来的几个星期里，我整天忙着买股票、卖豆子，并时常跑去施罗德信托公司将公司股票证书换成仓库单据，利润非常可观，而我的成本仅仅是几张地铁车票而已。

这次洛克伍德公司重组的设计师是当时默默无闻、但才能杰出的芝加哥人杰伊·普利兹克，他当时只有 32 岁。如果你熟悉杰伊之后的记录，你便不会感到惊讶，听说这项行动给洛克伍德的后续股东带来的成果也不错。在宣布报价的前后很短的时间里，洛克伍德公司的股价从 15 美元飙升至 100 美元，尽管公司存在着巨大的经营损失。**有时候，在股票估值中，有比 PE（市盈率）更有价值的东西。**

近些年来，大多数套利行为涉及到公司的收购接管，有友好的、也是敌意的。由于反垄断挑战几乎不存在，以及出价越来越高，并购热潮愈加繁荣蔓延，套利行为极为昌盛。他们不需要具有特别的天赋就能干的很好，窍门只不过就像演员彼得·塞勒在电影中所说的：“恰逢其时”（译者注：相当于中文语境中“风口上的猪”）。在华尔街，有条不断重复的古老谚语：“给人一条鱼，你养活他一天；教他如何套利，你养活他一辈子。”（然而，如果他是在伊万·博伊斯基<sup>（注）</sup>的套利学校学习，最后的养活他的很可能是州监狱的牢饭了。）

（注：伊万·博伊斯基（Ivan Boesky）美国金融家、大投机家，以垃圾债券、套利闻名业界，后涉嫌内幕交易，被证明有罪。1986 年，被判史无前例的 1 亿美元罚款、监禁 3 年半，以及终生禁止从事证券业。）

（页底注 18：分隔线 1988 年，1989 年。）

## （连载 61）套利的四个问题及一个案例

### 套利的四个问题及一个案例

沃伦·巴菲特 著

在评估套利条件时，你必须回答四个问题：

- (1) 承诺的事情发生概率有多大？
- (2) 你用于套利的资金能挺多长时间？
- (3) 出现更好事情的可能性有多大？例如，有人提出更具竞争力更高的收购报价？
- (4) 如果一些预期中的事情没有发生，会怎么样？这些事情包括反垄断、财务差错等等。

阿克塔公司是我们所经历的偶然发现的套利机会，这个案例反映了这种业务的曲折性。1981年9月28日，阿克塔公司的董事原则上同意将公司出售给KKR公司（柯尔伯格·克拉维斯·罗伯茨公司）。KKR当时乃至当今都是一家大型的、长于杠杆进行收购的企业。

阿克塔公司主营印刷和森林木材生产业务，此外还有一件事情：1978年美国政府买下阿克塔公司手里的17,000英亩林场，主要是树龄年久的红杉树，用以拓展红杉树国家公园。美国政府以分期付款的方式，为这个林场共支付了0.979亿美元，但阿克塔公司申辩称这笔钱可能不够。当事双方就从资产转移到第一期付款之间的利率问题，也没有达成一致。法律规定使用6%的单利，但阿克塔公司要求更高利率，以及使用复利计算。

购买一家具有高投机性、牵涉大规模赔偿诉讼的公司，引发了谈判问题——诉讼对公司有利还是不利？为了解决这个问题，KKR向阿克塔公司提出买价的是37.50美元/股，外加政府支付红树林地价款额外金额的三分之二。

评估这个套利机会，我们必须问自己，KKR能否完成此项交易，因为在其他因素中，KKR的报价是以获得“满意资金”为条件的。这类条款一般而言，对于卖家具有危险性，因为它为一个求婚者在求婚到结婚之间，提供了一个易于退出的出口。然而，我们并不特别担心这种可能，因为KKR过去的记录显示它总能干得很漂亮。

我们也还要问自己，如果KKR的交易的确失败了，会怎样？考虑之后，我们仍然感到这不是问题，因为阿克塔公司的高管和董事寻找买家已经不是一天两天的事了，可以很肯定，他们的确是要出售公司。如果KKR离开，阿克塔会找到另一个买家，当然，出价或许会低些。

最后，我们必须问一下自己，那块红树林土地索赔价值几何。你们的董事长（意指巴菲特本人）虽然分不清榆树和橡树的区别，但在这个问题上还是很清楚的：他能冷静地估计出索赔的价值在0到100%之间。（典型的巴式幽默。译者注。）

9月30日，在33.50美元左右，我们开始买入阿克塔公司股票。在八周时间里，我们买了40万股，或说是相当于公司5%的总股本。最早宣布的新闻说，收购价37.00美元/股，与1982年1月付清。于是，如果一切都顺利的话，我们将会获得大约年化40%的回报，这还不包括处于冻结状态的红树林索赔金额。

但一切并不都尽如人意。到了12月，整个案子的结束期限稍微向后推延了一些。尽管如此，将在1月4日签署最终的合同。受到这个消息的鼓舞，我们提高了持股，大约以38.00美元买入更多，直至持有65万股，或超过公司总股本的7%。尽管结案时间被推迟，我们愿意全部付清，这反映了我们对红树林索赔事件的或得到“100%”的判断倾向，而不是“0”。

到了2月25日，贷款人以财务术语说，“考虑到房屋行业的严重衰退，及其对于阿克塔公司前景的影响”，他们正在“再次审视”本次交易。股东大会再次推迟到4月份。阿克塔公司的发言人说，他“不认为此次收购的命运陷于困境。”当套利者听到这样的再次保证时，他们的心中闪现出一句老话：“他在撒谎，就像一个贬值前夕的财政部长。”

3月12日，KKR说它的最初方案作废，将其出价消减至33.50美元，两天之后，又提升至35.00美元。然而，3月15日，阿克塔公司董事拒绝了报价，转而接受了另一家公司的报价：37.50美元加一半将来额外所得的红树林索赔。股东们接受了这笔交易，并于6月4日收到了37.50美元。

相比我们2,290万美元的成本，我们共收到了2,460万美元，平均持股期限为6个月。考虑到这项交易遇到的麻烦，我们15%年化回报率——这还不包括红树林的索赔价值——令人喜出望外。

但是好戏还在后面。主审法官指定了两个委员会，一个负责评估红杉林的价值，一个负责评估利率问题。1987年1月，第一个委员会认定红树林价值2.757亿美元，第二个委员会推荐的利率是复利、混合利率约为14%。

1987年8月，法官支持了这个结论，这意味着阿克塔公司大约净得6亿美元。政府随后进行了上诉。1988年，在聆听政府的上诉之前，索赔款项已经以5.19亿美元了结。我们因此获得了29.48美元/股的额外收益，总数大约1930万美元。我们还将在1989年获得另外的80万美元。

## （连载 62）我们只在胜券在握时才出手

整天盯着股票行情，这种生活有什么意义可言？

这不是芒格和我想要的生活模式。

### 我们只在胜券在握时才出手

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

## 伯克希尔与其他套利者的两个不同

伯克希尔进行的套利活动与很多其他套利者不同。首先，我们每年参与的套利活动很少，但通常规模很大。业内很多其他参与者，通常进行次数很多，也许有 50 次，甚至更多。如果需要在同时做很多事情，就像同时将很多烙铁放在火中，人们就必须花大量的时间既要监控交易的过程，又要监控市场股价的波动。**这不是芒格和我想要的生活模式。**（如果只是为了赚钱而整天盯着股票行情，**这种生活有什么意义可言？**）

由于我们多元化投资非常有限，一个特别赚钱或特别不赚钱的套利交易，会对我们年度业绩的影响远远超过对于一般套利者的影响。截至目前，伯克希尔还没有遇见过真正糟糕的经历，但是我们终将遇到，如果这样的事情发生，我们会将悲惨的细节报告给你。

我们与其他套利交易者的另一个不同之处在于，**我们只根据公开的信息进行交易，我们不会根据谣言进行买卖，也不会试图猜测谁是接管的下家。**我们只是**阅读**新闻报纸，**思考**少数几个大的主意，根据我们自己**感觉**的概率行事。

年底时，我们主要的套利仓位只是持有 RJR?纳贝斯克公司 3,342,000 股，成本为 281.80 美元/股，市值为 3.045 亿美元。1 月份，我们增持了到了大约 400 万股，2 月份，全部清仓。当我们将持股出价给收购 RJR?纳贝斯克的 KKR 时，KKR 接受了大约 300 万股。余下的股份，在股市上被迅速沽清。我们的税前利润是 6,400 万美元，好于预期。

早些时候，另一张熟悉的面孔出现在 RJR 的投标集团里——杰伊?普利兹克，他是第一波士顿集团成员，该集团的报价以税务考虑为导向。引用棒球界名人尤吉·贝拉的话说：“似曾相识，好似昨日重现。”

在很多时候，我们本可以收购 RJR 公司，但我们的购股行为受到制约，因为所罗门公司参与了报价集团。通常，由于芒格和我都是所罗门的董事，反而被与这些关于收购兼并的消息隔绝开来。我们曾说过：这些消息对我们并无益处，实际上，反而约束了伯克希尔的套利活动。

然而，在收购 RJR 的交易中，所罗门公司建议所有董事都可以获得全部信息并参与其间。因此，伯克希尔购买 RJR 的行为进行了两次：第一次是在紧随管理层宣布收购计划之后，在所罗门参与之前。第二次相当晚，在 RJR 董事会决定接受 KKR 的方案之后。因为，我们不可以其他时间买入该股，所以，我们的董事身份（非但没有额外好处，反而）大幅增加了伯克希尔的成本。

## 我们只在胜券在握时才出手

考虑到 1988 年伯克希尔的优良业绩，你们可能会期盼我们在 1989 年从事更多的套利活动。但是，我们希望冷眼旁观，置身事外。

一个令人高兴的原因是我们手中持有的现金减少了，因为我们打算长期持有的股票仓位大幅上升。经常阅读我们报告的读者应该明白，**我们的努力行为并非为了预测股市短期走势**，而是反映了我们对于某些特定公司长期前景的看

法。从现在到未来一年的时间，对于股市、利率、或商业活动会如何变化，**我们现在没有、过去没有、未来也不会发表任何评论。**

即便如果我们有大量现金在手，我们在 1989 年也几乎不会进行套利交易。由套利活动引发的公司收购接管活动有些过于泛滥，就像电影中，多萝西对她的小狗说：“图图，我感觉我们再也回不去堪萨斯了。”

我们不知道这种过剩的情况会持续多久，我们也不知道政府、贷款人、买家的态度会如何变化。但是，我们知道，当别人处理他们的事情越不谨慎时，我们处理自己的事情就要越谨慎。我们不愿意看到，套利交易反映的是贷款和买家双方放纵的乐观主义，以我们的观点而言，这常常是不需要的。在我们的活动中，我们将牢记经济学家赫伯特·斯坦的智慧：“**如果一些事情注定不能长久，那么终将会覆灭。**”

---

去年，我们告诉过你们，我们几乎不期待在 1989 年进行套利活动，结果也的确如此。套利仓位本来是安排短期现金等价物的一个替代方式，在过去一段时期，我们持有的现金处于较低水平。在另一时候，虽然持有较大规模的现金仓位，我们也没有参与套利活动。主要原因是，我们认为公司交易活动对我们而言没有经济上的意义，这种套利交易接近于玩“谁是更傻的傻瓜”的游戏。正如华尔街人士雷·迪福所说的那样：“天使都害怕交易的地方，傻瓜却蜂拥而入。”我们仍将会时不时地参与套利活动，有时规模还会很大，但仅仅在我们认为胜券在握的时候才会出手。

## （连载 63）有人喜欢剪除鲜花，浇灌杂草

那些受到市场有效理论伤害的投资者，

实际上为我们提供了非同一般的服务。

### 有人喜欢剪除鲜花，浇灌杂草

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

三，戳穿标准教条（注 19）

之前有关套利的讨论中，稍微涉及到了看似相关的“**市场有效理论**”（EMT）。二十世纪七十年代，这种教条在学术圈子里十分流行，实际上几乎被奉为圣经。从本质上而言，这种理论认为，股票分析毫无用处，因为所有与股票相关的公开信息，都已经相应地反映在股价中。换言之，市场总是无所不知。

由是推之，在课堂上教授 EMT 的教授会说，一个人往股票清单上随意扔飞镖选出的股票组合，完全可以与一个最聪明、最努力的证券分析师选出的股票组合的表现相媲美。令人惊讶的是，接受 EMT 的不仅有学者，而且还有很多投资专家和公司管理层。正确地观察市场运行经常通常有效的，他们却不正确地得出“市场总是有效”的结论。这些观点的差异是如此巨大，就像白天不懂夜的黑。

我的观点认为，以格雷厄姆-纽曼公司、巴菲特合伙公司、伯克希尔公司连续 63 年的套利经历而言，可以证明市场有效理论是多么愚蠢。（当然还有很多其他证明。）在格雷厄姆-纽曼公司，我研究了公司整个在 1926 年到 1956 年期间，从套利中的获利记录，去掉杠杆后为平均年化回报为 20%。

自 1956 年开始，我运用格雷厄姆的套利原则，开始是在巴菲特合伙公司，后来延续到伯克希尔公司。尽管没有做过精确的计算，但我还是知道，1956 年到 1988 年平均回报超过 20%。（当然，我的运营环境远远好于当年格雷厄姆的时代，他曾陷入 1929 年-1932 年经济大危机的苦苦煎熬之中。）

对投资组合进行公平的测试要求一些条件：

- (1) 在过去 63 年中，上述三个机构交易了数以百计不同类型的证券。
- (2) 最终的结果没有被少数几次幸运经历所扭曲。
- (3) 我们只是简单地依据公开事件进行套利行为。对于产品或管理层，我们不会费劲心思去挖掘模糊的事实，或培养明察秋毫的洞察力。
- (4) 我们的套利仓位有清晰明确的范围，它们不是以事后诸葛亮的方式挑选出来的。

在长达 63 年的过程中，市场一般年化回报率略低于 10%，包括分红在内。这意味着，1,000 美元在 63 年中，以复利再投资的形式，可以增长到 40.5 万美元。然而，如果回报率为 20%，最终的结果将会达到 9,700 万美元。这样的结果，如此巨大的统计差别，毫无疑问会激起人们的好奇心。

然而，市场有效理论的支持者似乎对于这些不支持的证据从不感兴趣。的确，今天市场有效理论好像已经不像曾经的那么流行，但是就我所知，这些人中没有人承认自己错了，无论他曾经误导了多少学生。（时至今日），在很多大学的商学院里，市场有效理论仍然作为投资学课程必不可少的组成部分。很明显，这种不情愿放弃的心理——就像对于神职人员的去神秘化——并不只局限于神学家。

于是很自然地，**那些受到市场有效理论伤害的学生和受骗上当的投资者，实际上为我们以及其他格雷厄姆的追随者提供了非同一般的服务。**无论是哪一种形式的竞赛，无论是财务上、心理上、还是体力上，面对一群被灌输了“努力也会徒劳无益”的对手，我们于是拥有了巨大的优势。从利己主义的观点出发，格雷厄姆的信徒们应该捐助大学里教学职位，以确保 EMT 的教学能一直持续下去。

对于所有这些，有必要做出一个警告。今来，套利看似很容易，但这并不意味着它是一种永远能保证每年 20% 回报的投资方式。正如所观察到的那样，在很多时候，市场是有效的，在过去 63 年中，除了我们所抓住的套利机会外，其他很多机会都被放弃了，因为它们看起来价格已经到位了。

### 获得超额利润的方法

一个投资者不可能因为简单地掌握了一种特定的投资方法或投资风格，而获得超额利润。他只能通过认真地评估事实，并且持续执行纪律，而获得这种利润。在套利环境中的投资，本质上讲，并不会是优于扔飞镖选组合的投资策略。

当我们拥有具备杰出管理层的杰出企业股份时，我们喜欢的持有时间是永远。有些人在持有的公司表现稍佳之时，就会匆忙卖出变现利润，但他们却坚定地持有那些表现不佳的公司，我们与这些人截然相反。彼得·林奇将这种行为恰当地比喻为“剪除鲜花，浇灌杂草”。

（页底注 19：分隔线：1988 年，1993 年，1986 年，1991 年，1987 年。）

## （连载 64）不要卖出皇冠上的宝石

一个投资者也应该像企业家一样

具有坚忍不拔的精神。

### 不要卖出皇冠上的宝石

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

我们依然认为，如果一家公司既业务明晰、又持续保持优秀，那么出售这家公司的权益显然是愚蠢的行为。因为，这种类型的公司简直难以取代。

有趣的是，作为公司管理层，当他们专注于企业本身的运营时，并不难发现这一点：在完全忽视股价的情况下，一家拥有子公司的母公司，如果子公司长期表现优异，母公司是不可能出售子公司的。“为什么要卖出？”CEO会问，“**难道要我卖出皇冠上的宝石吗？**”

然而，当同样的事情变成他自己个人的投资时，他会在股票经纪人一知半解的鼓动下，冲动地——甚至鲁莽地——不停买卖，从一个公司股票切换到另一个公司股票。最为糟糕的，可能是这句谚语：“如果有利润的话，你就不可能破产。”但是，你想过没有，一个CEO会用同样的理由敦促董事会出售他们下属的明星公司吗？

**在我们看来，对待企业的方法同样适用于股票。一个投资者，哪怕他持有的股票，仅仅是一家杰出公司的一小部分，他也应该同样具有坚忍不拔的精神，就像一个企业家100%拥有整个公司一样。**

之前，我曾经提到过，如果有人1919年投资40美元在可口可乐公司（注20）上，可以取得同样的财务结果。1938年，在可口可乐问世50多年后，并且在它已经坚定地成为可以代表美国的标志之后，《财富》杂志刊登了一篇关于公司非凡故事的文章。在文章的第二段，记者写道：“每一年，都有认真、严肃的投资者怀着深深的敬意，研究可口可乐长远的历史记录，然后，得出遗憾的结论，他发现的太晚了。软饮料的市场饱和度以及市场竞争的激烈如同幽灵一样出现在他眼前。”

（页底注20。来自1993年信，内容如下：

让我增加更多一些历史背景资料：可口可乐公司1919年以每股40美元的价格上市。到1920年年底，由于对它发展前景的悲观看法，可口可乐的股价遭到连续打击，下跌超过50%，跌至19.50美元。截止1993年年底，以股息再投资的方法计算，总值超过210万美元。正如格雷厄姆所说的：“**短期而言，市场是一台投票机——测试的标准仅仅是以金钱投票、资金进出多寡为准，而不是智力或稳定的情绪；但长期而言，市场是一台称重机。**”）

是的，1938年和1993年一样，都存在竞争。但值得注意的是，1938年，可口可乐售出了2.07亿箱软饮料（如果按加仑计，可以换算成今天的单位，每箱合192盎司）。1993年，可口可乐售出了107亿箱。一个在1938年就被认为是已经占据了行业主导地位的公司，以物理体量计算，依然整整增长了50倍。

尽管一个1919年投资了40美元的投资者，到1938年时已经达到了3,277美元（以分红再投资的形式），他先不必急着开庆功会，因为，如果在1938年投资40美元给可口可乐的话，那么，到1993年，可以变成25,000美元。

我必须再次引用1938年《财富》杂志的故事：“很难找到可与可口可乐在规模和销售上相匹配、并且保持十年产品没有变化的公司。”至今，已经55年过去，可口可乐的生产线扩大了很多倍，但这句话依然是对于公司很好的描述。

## （连载65） 模糊的正确胜过精确的错误

我们不需要每天的股票报价

来验证我们投资的安全程度。

## 模糊的正确胜过精确的错误

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

很久以前，芒格和我认为，在一个人一生的投资生涯中，很难做出数以百计的明智决策。随着伯克希尔资本规模像蘑菇一般急剧增长，决断压力变得越来越巨大，而且，能影响我们业绩的投资空间急剧缩小。因此，我们采取的策略是，我们对自己仅仅要求**次数有限的聪明**——而不是太聪明。的确，我们现在每年只落实一个好主意。（芒格说，现在该轮到我了。）

我们采取的策略，排除了我们陷入标准多元化的教条。很多专家会说，采取这种策略比之采用传统投资方法的投资者具有更大的风险性。我们不同意这种观点。我们认为，如果它能提高——本应如此——投资者了解公司的强度，以及在购买之前对于公司状况的满意水平，那么，**集中投资法**能够很好地降低风险。在阐述这个观点时，我们使用字典上的术语，将风险定义为：“损失或受伤的可能性。”

然而，学者们喜欢将“风险”进行不同的定义，他们断言，风险是一个股票或股票组合的相对波动，即它们的波动相对于股市整体波动的程度。利用数据基础和统计技巧，这些学者们精确地计算出每只股票的“贝塔”数值——过去的相对波动，然后，围绕着这些计算，建立起神秘的投资和资本配置的理论。但是，在他们渴望以单一的统计数字来衡量风险时，他们忘记了一条基本原理：**模糊的正确胜过精确的错误**。

对于公司所有者而言——这也是我们考虑股东的方式——“风险”的学术定义远远偏离了标的，以至于产生了荒谬。例如，基于**贝塔理论**，一个相对于股市而大跌的股票——就像我们在1973年买入华盛顿邮报时的情况——在股价更低之时，反而比股价更高时“风险更大”。对于一个可以巨大折扣价格买入整个公司的人而言，这种描述定义有什么意义呢？

实际上，真正的投资者对波动应该持欢迎态度。格雷厄姆在他的著作《聪明的投资人》一书的第八章解释了其中的原因。在那里，他介绍了“**市场先生**”这一角色，他是一个乐于助人的家伙（参见之前的内容），他会每天出现，给你一个报价，按照这个报价，或者他买你持有的股票，或者卖给你他持有的股票，只要你愿意。

这个家伙越是躁郁疯狂，对于投资者而言，机会越大。真的是这样，因为市场的大幅波动意味着，稳健的公司常常也会跌到非理性的低价。对于一个完全忽略市场、或**利用愚蠢**的投资者而言，不可能将这种价格视为风险的增大。

在评估风险的时候，一个追求贝塔的纯粹主义者会不屑于调查公司的产品、竞争力如何、或公司的负债情况，他甚至没有兴趣了解公司的名字。他所重视的只不过是公司股票的历史价格。与此相反，我们很高兴无视股票历史股价的情况，取而代之的是，我们关心有什么信息能令我们对公司更加了解。

在我们购买股票之后，即便股市关闭一、两年，也不会令我们烦恼。就像我们拥有 100% 股权的禧诗糖果公司、或 HJ 布朗鞋业公司一样，**我们不需要每天有股票报价来验证我们的安全程度**。那么，对于我们拥有 7% 权益的可口可乐，为什么要每天报价呢？

## （连载 66）投资者的真正风险

我们会坚守于那些易于理解的行业。

一个视力平平的人，没有必要在干草堆里寻找绣花针。

### 投资者的真正风险

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

以我们的观点看，一个投资者真正的风险衡量在于，评估其预期的持股期间，他的投资税后收益总和（包括他卖出所得）是否会带给他至少在投资开始之初的同等购买力，加上合理的利率因素。尽管，这种风险无法如同工程计算一样精确，但在一些例子中，可以用一些有用的精确度来判断。与这种评估有关的主要因素有：

- （1） 评估公司长期保持经济特征的确定性。
- （2） 评估公司管理层能力的确定性，这些能力既包括发挥实现企业充分潜力的能力，也包括明智地运用企业现金流的能力。
- （3） 指望公司管理层回报股东、而不是回报他们自己的确定性。
- （4） 购买公司的价格。
- （5） 遇到的通货膨胀和税务水平，这些将会影响投资者购买力的缩减程度。

这些因素可能会使很多分析师们晕头转向，因为他们无法从任何一组数据中提取这些信息。虽然存在无法精确量化这些因素的困难，但并不能否定它们的重要性，也不能说明它们无法克服。正如斯图尔特大法官发现，何谓“淫秽下流”的确难以用公式精确衡量，但是，他断言：“**当我看见，我就知道。**”因此，投资者也同样可以“看见”某些特定投资中固有的风险，即便是以模糊但却有用的方式，无需参考什么复杂的公式或历史股价。

相比其他电脑公司或零售商，真的很难计算可口可乐和吉列公司长期商业风险会低多少？在世界范围内，可口可乐的销售占据 44% 的市场份额，吉列占有超过 60%（按价值计算）的刀片市场份额。谈到口香糖，如果剔除主导商家——箭牌公司，我还真不知道在这个行业有什么其他领先公司享有这样的全球影响力。

此外，近年来在世界范围内，可口可乐和吉列的市场份额实际上还在提升。他们的品牌力、他们的产品属性、他们分销系统实力，这些都赋予他们巨大的**竞争优势**，在他们的经济城堡外建立了一条护城河。与此相反，平庸一般的公司则必须在没有这样的保护的情况下，**天天奋战**。就像彼得·林奇说的那样：那些出售普通商品的公司，其股票应该贴上提醒标签：“竞争有害财富。”

可口可乐和吉列的竞争力是显而易见的，即便对于那些非正式的商业观察家而言，也是如此。但是，他们股票的贝塔值与其他很多竞争力低下、或没有竞争力的一般公司差不多。我们能否应该就此得出结论说，在衡量商业风险时，这种差不多的情况是否意味着，可口可乐和吉列的竞争力并没有给他们带来什么？或者，我们能否得出结论，说拥有一部分权益——即股票——的风险，可以在一定程度上从公司运营固有的长期风险中分离出来？

我们认为这两种结论都毫无意义，而且，**将贝塔等同于投资风险的做法也毫无意义。**

**由贝塔孕育出来的理论家**，没有办法区分不同公司之间的内在风险，例如说，一家销售宠物石头、或呼啦圈的玩具公司的内在固有风险，和另外一家拥有单一富翁游戏、或芭比娃娃的玩具公司的内在风险，二者有何不同？

但是，对于普通投资者而言，只要对消费行为和长期竞争力优劣具有适度的理解能力，区分它们的不同毫无难度。很明显，每个投资者都会犯错误。但是，如果将自己限制在一个相对有限、且容易明白的行业，一个智力正常、见多识广、勤奋努力的人就能够以相当的精确度判断投资风险。

当然，在很多行业里，芒格和我不能确定是否我们在与宠物石头或芭比娃娃打交道。即便我们花了数年的时间深入研究这些公司，我们还是无法解决这个问题。有时候，我们自己智力的短板阻碍了我们的理解，但有时，这些行业的特性本身就是拦路石。例如，一家必须不断面临科技快速变化的公司，让人无法进行可靠的长期经济前景的评估。

我们当中，有谁能在三十年前，预见到电视制造业或电脑行业所发生的变化？当然没有。（大多数热衷于该行业的投资者和公司管理层也没有预见到。）那么，为什么芒格和我现在认为我们能够预见那些迅速变化的公司的未来呢？

**我们会坚守于那些易于理解的行业。一个视力平平的人，没有必要在干草堆里寻找绣花针。**

# （连载 67）多元化投资 VS 集中投资

当“傻”钱意识到自己的局限时，

它就已经不傻了。

## 多元化投资 VS 集中投资

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

当然，有些投资策略——例如，我们多年以来的套利活动——要求广泛的多元化。如果单个交易蕴藏巨大的风险，那么，通过进行多个相互独立的交易，可以降低整体风险。这样，如果你认为权衡概率之后，你的获利会大大超过你的损失，而且，如果你能抓住一系列类似的、却相互不关联的机会时，你就可以进行有意识的具有风险的投资，实际上这有很大的可能引起损失或伤害。

大多数风险投资运用这样的策略，如果你选择走这条路，你应该采取那些拥有轮盘赌的赌场的观点，赌场喜欢客人们多次下注，而会拒绝接受单次巨额的赌注，因为他们相信概率论。

另一种要求多元化的情况是，当一个投资者并不了解特定公司的经济状况，仅凭兴之所至，相信自己可以成为某个美国公司的长期股东。这样的投资者应该拥有大量不同的股票，并且分开多次买入。例如，**通过定期投资指数的方式，一个知之甚少的投资者实际上能够战胜大多数投资专家。**

有意思的是，当“傻”钱意识到自己的局限时，它就已经不傻了。

另一方面，当你是一个有一定知识储备的投资者，懂得经济，并能找到五到十家价格合理的、具有长期竞争优势的公司，那么，传统的多元化投资策略对你而言并无意义，它只会拖低你的投资结果，并提高你的风险。

我无法明白，如果一个投资者有一列喜欢的公司名单，为什么要将资金投到排在第 20 名的公司，而不是投资在首选前列的公司里，它们才应该是最了解、风险最低的标的，具有最大的利润回报潜力。引用预言家梅伊·韦斯特的话说：“太多好事过了头反而成了坏事，这可能才是最精彩的地方。”

我们应该声明，我们希望**永久拥有**三只持股：大都会/ABC公司、盖可保险公司、华盛顿邮报（注22）。即便这些公司的股价上升到不可思议的高点，我们也不打算卖掉，就像我们全资拥有的禧诗糖果和水平城新闻报一样，无论什么人出什么价，哪怕远远高于我们认为的商业价值，我们都不会出售这些公司。

（页底注22。伯克希尔持有的大都会/ABC公司的股票在1996年以现金加股票的方式，与迪士尼公司合并，从此脱离伯克希尔的“主要和永久”持股类名单。）

在活跃的交易行为已经蔚然成风的今天，我们的这种态度似乎已经不合潮流。现今的投资经理谈到他的“投资组合”时，所指的意思都被华尔街偏好、运营状况、或一个新的公司“概念”所支配，它们全都是“公司重组”的候选对象。（但是，重组这个概念被狭隘地定义了，它延伸到仅仅唾弃作孽的公司，而没有唾弃当初买下这些公司的高管和董事们。“痛恨罪恶，但爱罪人。”这是流行于财富500强中的神学，就像流行于基督教救世军中的一样。）

投资经理们甚至患上了**多动症**，相比于他们在交易时间的行为，善于旋转的托钵僧倒是显得稳重的多。的确，“机构投资者”这个词已经成为自我矛盾的修辞术语之一，可与“巨型小虾”、“泥地女子摔跤手”、“廉价律师”相比肩。

尽管活跃的热情已经席卷全美商界和金融界，我们仍然坚持自己至死不渝的策略。这是唯一令芒格和我感到舒适的策略，它产生了相当好的结果，并让我们的管理层以及投资对象能专心于管理自己的业务，不必分心他顾。

## （连载68）一夜情不等于浪漫

将那些频繁买卖的家伙称为投资者，

就像将喜欢一夜情的家伙称为浪漫主义者一样可笑。

### 一夜情不等于浪漫

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

我们一直坚持不动如山的原则，这种行为表达了一个观点：股市是一个不断重新定位的地方，在这里，钱会从活跃者手中流向耐心者手中。（在有限范围内进行的调查，我认为近来发生的情况表明，那些饱受诟病的“有钱有闲的富人”遭受到了负面评价：他们维持或提升了财富水平，而同时，那些“精力旺盛的富人”——进取的不动产运作商、公司并购者、石油钻探商等——则眼看着自己财富的消失。）

我们继续需找那些业务易懂、可持续经营、具有令人垂涎经济特征、拥有杰出才能和股东利益导向管理层的大型公司。我们既必须以合理价格购买，又需要让企业的表现证明符合我们的预期，虽然仅仅关注这些并不能保证投资的结果，但是，这个投资方法——寻找超级明星——为我们提供了真正成功的唯一机会。

考虑到我们打交道的资金数量巨大，**芒格和我还没有聪明到，可以通过熟练地买进、卖出平庸公司获得高额利润的程度。我们也不认为，大众可以通过在不同花朵之间跳来跳去的方式，取得长期的投资成功。**实际上，我们认为将那些频繁买卖的机构称为“投资者”，就像将那些喜欢一夜情的家伙称为浪漫主义者一样可笑。

如果我所接触的商业机会和范围非常有限，比如说，局限于奥马哈地区的非上市公司范围，那么，首先，我会尝试对每一家公司的长期经济特征进行评估；其次，对于负责公司运营的管理人员素质进行评估；第三，以合理的价格买入几家运营最为良好的公司。

我当然没有打算在奥马哈每一家公司中的持有同等数量股份，以此类推，当伯克希尔面对股市数量众多的上市公司时，有什么必要采取不同的方式呢？另外，因为**发现伟大的公司和杰出的管理人才都是十分不容易的事，为何我们要抛弃已被证明的成功呢？**（我想说的是“真正的成功”。）我们的座右铭是：“如果你一开始就取得了成功，那么，不必再做测试。”

约翰·梅纳德·凯恩斯是一位杰出的经济学家，与其杰出经济思想相匹配的，他也是一个杰出的投资实践家。1934年8月15日，在写给商业合伙人F·C·斯考特的信中，他说：“随着时光的流逝，我越来越感到确信，**投资的正确方式是将相当分量的资金，投资于你了解、并拥有令人充分相信的管理层的公司。**”

那种认为，通过广泛投资于知之甚少的不同公司，自信可以降低风险的想法是盲目且错误的。一个人的知识和经验注定是**有限的**，在某些特定的时间段，使我感到充分信心的公司很少超过两、三家。

## （连载 69）谁会被股市波动所伤害？

只有坚守自己的投资系统，

才能坦然面对市场波动。

### 谁会被股市波动所伤害？

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

1987年，整个股市在经历了惊心动魄、大起大落的行情之后，最终原地踏步，就整个年度而言，道琼斯指数最终上升2.3%。当然，你可能注意到了，导致看似这样指数变化不大的原因是过山车行情。市场先生在经历了疯狂牛市的横冲直撞后，到了10月份，遭遇了突然的巨幅暴跌。

对于这样的股市风暴，我们作为握有数十亿计美元的“职业”投资者应该心怀感激才对。很多大名鼎鼎的基金管理人天天关注的是其他基金管理人未来几天干什么，而不是关注企业未来几年干什么。对于他们而言，股票仅仅是游戏中的筹码，就像大富翁游戏中，如同顶针和熨斗一样的道具。

他们这种态度导致的一个极端的例子是“投资组合保险”，这是一种流行于1986年、1987年，很多主流投资顾问奉行的基金管理策略。这种策略只不过是为小投机者止损单贴上了新奇标签的版本而已，当股价下跌之时，它会发出指令，不断抛售那些股票投资组合，或它们对应的指数期货等价物，越跌越卖。这种策略只说明一件重要的事：大幅度的下跌会自动触发巨量卖单。根据《布雷迪报告》，1987年10月中，约有600亿到900亿美元的股票处于这样一触即发的状态。

如果你认为投资顾问是被雇来帮你进行投资的，那么，你可能会被各种技术术语弄得晕头转向。试问，在一个人买下一个农场后，作为里一个理性的农场主，当相邻的农场被低价贱卖的时候，会要求他的地产经纪人将自己的农场也以分块低价出售吗？或者，如果某天早上9:30，一个与你家相似的房屋以低于前一天的价格标售，你会仅仅因此而急于在9:31，出售你自己的房屋吗？不计价格地抛售？

然而，类似上述的愚蠢举动，却发生在所谓“投资组合保险”中。他们告诉养老基金或大学基金这样做，当这些基金持有福特或GE等的股票时。根据这种理论的说法，这些股票价格越低，越是应该被强烈卖出。作为一种“逻辑”推论，一旦股价大幅反弹，这种理论会指令机构投资者重新买回。我并没有捏造事实。

考虑到这些基金经理掌控的资金数额巨大，加之他们的行为方式有如爱丽丝漫游仙境梦幻一般，那么，市场上有时流行精神错乱的风尚又有什么好令人吃惊的呢？

然而，很多市场评论人士就近期观察到的事件，所得出的结论是不正确的。他们喜欢说，在当前大机构飘忽不定行为主导的市场中，小投资者已经没有赚钱的机会。这个结论是相当错误的。这种市场无论对任何投资者都是理想的，无论大小，只要他坚守自己的投资系统。

由那些握有巨资的基金经理所导致的市场波动，恰恰为真正投资者提供了更多的明智投资的机会。**只有在市场艰难的时候，投资者被迫卖出——无论是来自财务压力，还是心理压力——他才会被股市波动所伤害。**

## （连载 70）巧妇难为无米之炊

如果遇上志不同、道不合的，

不是没办法，而是有点麻烦。

## 巧妇难为无米之炊

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

是买下具有控制权的公司股份，还是买入上市公司在市场上可流通的部分股票，在这两者之间，我们真的没有发现有多少不同。但无论在哪种情况下，我们都试图买入那些具有良好经济前景的公司。我们的目标是发现那些**价格合理的杰出公司，而不是价格便宜的平庸公司**。芒格和我发现，给我们丝绸让我们做出丝绸的钱包，我们可以干的很好，但巧妇难为无米之炊。

（你们必须注意到，你们的总是可以快速学习的董事长，仅仅用了 20 年的时间就已经意识到，购买优秀企业是多么重要。但是，与此同时，我寻找那些“便宜货”，而且不幸的是，竟然还真找到了一些。我短线买过农具生产厂、三流的百货公司、新英格兰地区的纺织厂，这些经历让我遭受了惩罚，受到了教育。）

当然，芒格和我也会误读一个企业的情况。每当这种错误发生，我们都会遭遇到麻烦，无论这个企业是我们拥有全部股权的子公司、还是持有市场上可流通的股票，尽管后者非常容易退出。（的确，公司也可以被误读、误解的。我们曾经见过一个欧洲记者被派到美国报道企业家安德鲁·卡内基，他给编辑发回的电报中写到：“天啊，你无法相信，可以说，在这里开图书馆也能赚钱！”）

买入企业控制权的股权类投资和非控制权的股票类投资，在这两类形式的投资中，我们不仅仅是买好公司，而且希望它具备**高质量、才能出众的、令人喜爱的**管理层。如果我们遇上了**志不同、道不合**的管理层，那么，控制权类的投资赋予我们更多优势，因为我们可以用权力进行改变。

然而，在实践中，这个优势是有点虚幻的，管理层的改变，就像婚姻的改变一样，是痛苦的、耗时漫长的、具有风险的。在任何情况下，我们都会持有可流通的、但却永远不会卖出的三家公司股票，可以变更管理层这一点权力优势对于我们毫无意义。例如，大都会公司的汤姆·墨菲和丹·伯克、盖可保险公司的比尔·斯奈德和卢·辛普森、华盛顿邮报的凯·格雷厄姆和迪克·西蒙斯，他们都是最优秀的管理者。没有他们，我们不可能干的更好。

## （连载 71）很多 CEO 并不擅长资产配置

资产配置是一项非常重要、  
但并不容易掌握的工作。

## 很多 CEO 并不擅长资产配置

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

我想说的是，控制类投资有两个主要优势。

第一，当我们控制了一家公司，我们就能主导该公司的资产配置；而当我们仅仅是投资了一些可流通股票的话，我们对于公司资产的配置毫无话语权。这一点可能非常重要，因为，**很多公司的领导人并不擅长资产配置**。大多数老板获得今天的领导地位，往往由于他们在某一领域的优秀，或是市场、或是生产、或是工厂、或是行政，甚至，或是机构政治。

一旦当他们成为 CEO，他们面临新的责任。他们必须做出资产配置的决策，这是一项他们从来没有做过、非常重要、但并不容易掌握的工作。推而言之，就像一位杰出的音乐家，他正准备在卡内基音乐厅完美呈现音乐生涯的最后一步，却忽然被任命为联邦储备委员会主席，这个跨度有点儿大。

很多 CEO 缺乏资产配置的能力，这不是一件小事。如果一家公司每年留存的利润相当于净资产 10%，那么十年之后，这个公司 CEO 的责任是运用公司 60%以上资本，令其充分发挥作用。

那些意识到自己缺乏资产配置能力的 CEO 们（并非所有 CEO 都能意识到），经常会向他们的工作人员、管理顾问、或投资银行寻求帮助以弥补这个短板。芒格和我经常看到这种“帮助”的后果。整体而言，我们感觉更应该说他们是重视资产配置问题，而不是解决了这个问题。

最终的结果是，美国企业界发生了很多不明智的资产配置案例。（这就是为什么经常听到“公司重组”消息的原因。）但是，伯克希尔在这方面非常幸运，在那些我们投资的主要非控股公司中，资本常常会被明智地运用，在一个例子中，应该说是被出色地运用。

通过投资可流通证券，控股公司的第二个优势在于税务方面。作为一个公司持有者，伯克希尔通过持有部分股票的形式，吸收了相当分量的税务成本，而这点在持有超过 80%股份的例子中是不存在的。这种税务的不利一直伴随着我们，但是在 1986 年，随着新税务法规的变动令这种影响大大增加。新税法导致的结果是，那些持股超过 80% 的子公司相对于那些持股比例更少的公司，可以输送给伯克希尔的利润可以多达 50%或更多。

持有可流通证券的劣势有时会被巨大的优势所抵消，股票市场经常会提供给我们机会，可以非常可笑低价购买杰出公司的非控制部分权益，股价会明显低于转移控制权谈判中要求的价格。例如，我们在 1973 年以 5.63 美元/股的价格，购买华盛顿邮报的股票，到了 1987 年每股运管利润为 10.30 美元。类似的例子，也发生在盖可保险公司身上，我

们分别在 1976 年、1979 年和 1980 年以平均 6.67 美元的价格买入，去年的每股税后运营利润为 9.01 美元。在这些例子中，市场先生看来是一个不错的朋友。

## （连载 72）成长是价值的组成部分

我们认为“价值投资”这个术语

是非常多余的。

### 成长是价值的组成部分

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

我们的权益类投资策略与 1977 年年报中所阐述的没有什么变化：“我们挑选可流通证券的方法，与我们评估企业、进而收购（一家公司）全部股权的方法并无二致。我们要求这家公司具有这样几个特征：（1）我们能够明白。（2）具有良好的长期前景。（3）具有诚实且有能力的管理层。（4）能以有吸引力的价格买到。”

我们已经看到了这些信条的内容有些改变，主要是由于市场原因和我们的规模变化。现在，我们用“**有吸引力的价格**”取代之前的“**非常有吸引力的价格**”。

但是，你或许会问：如何确定什么是“有吸引力的价格”？在回答这个问题上，很多分析师认为他们必须在两个通常相互对立的风格上做出抉择：“价值”和“成长”。的确，实际上，很多投资专家将二者的结合视为一种聪明的混搭，就像服饰的搭配一样。

我们将其视为一种模糊化思维（必须承认，前些年，我也是这样认为的）。我们认为，这两种观点时常会交织在一起，**在计算价值时，成长其实就是价值的组成部分**，它构成一个变量，这个变量的影响范围可以从微小到巨大，可以是消极负面因素、也可以是积极正面因素。

此外，我们认为“**价值投资**”这个术语是**非常多余的**。在投资过程中，我们采取的行动都是寻找价值的行动，至少是**物有所值**，否则，什么是“投资”呢？有意识地为一只股票支付高价，然后希望以更高的价格迅速卖出，这种行为应该被贴上**投机**的标签。以我们的观点，这样做，虽然不违反法规与道德，但也无法赚到大钱。

无论是否合适，“价值投资”这个术语都被广泛地使用着。通常，它会与一些典型的特征联系在一起，例如低市净率、低市盈率、或高分红等。不幸的是，这些特征，即便它们合在一起，也不能表明一个投资者的确就买到了物有所值的东西，并且也不能表明在他的投资中正确运用了获得价值的原则。相应地，与此相反的一些特征，例如高市净率、高市盈率、低分红等，这些并不与“价值”购买相矛盾。

与此相类似，公司的成长本质上没有告诉我们什么有关价值的事。的确，成长通常对于价值有着积极的影响，有时可以达到惊人的比例。但是，这种影响难以确定。例如，投资者经常将金钱投入到国内航空公司，去资助毫无利润可言（甚至更糟）的成长。对于这些投资者而言，如果当初飞机发明者奥维尔·莱特在基蒂·霍克镇的首次试飞没有成功，事情原本可能会好很多。这个行业成长的越多，股东的灾难就越大。

只有在某一个点上，当公司的投资带来可观边际增量回报时，成长才对投资者有利。换言之，只有当投资于成长的每一个美元，长期而言，能创造出大于一美元的市场价值时，成长才对投资者有利。在那些边际回报率低下的公司里，成长有害投资者利益（因为这些所谓的成长，通常会要求更多的融资支持。译者注）。

## （连载 73）价值方程式

懂什么并不重要，

知道自己不懂什么更重要的。

### 价值方程式

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

五十年前，约翰·伯尔·威廉姆斯在其著作《价值投资理论》一书中提出了价值方程式，我们在此精简如下：

**任何股票、债券或公司当前的价值取决于，在可以预期的资产存续期间，以合适利率进行贴现的现金流入和流出。**

注意，这个公式对于股票和债券通用。即便如此，对于两者而言，这里有一个重要、但难以处理的地方：债券有明确的票息和到期日，能够确定未来的现金流；而对于权益资产，投资分析师必须自行分析估计未来的“票息”。此外，公司管理层的品质对于债券票息的影响较小，他们的无能、或不诚信可能主要表现为暂停付息。相比之下，公司管理层的能力却能极大地影响权益的“票息”。

以现金流贴现方式计算所得出的最便宜的对象，是投资者应该买入的投资标的——无论公司是否成长、无论公司的盈利是波动还是平稳、无论相对于当前盈利和账面值其股价的高低。此外，尽管这个价值公式进程显示权益较债券便宜，但结果绝非必然。当债券经过计算显示出更具吸引力，投资者应该买债券。

将价格问题先放着一边，最值得拥有的公司是那些，在一个一直延伸的时期周期里，可以不断利用增量资本获得很高回报率的公司。与此相反，最糟糕的公司是那些，必须或将会，要求不断的大量资本投入，但回报率低下的公司。不幸的是，第一类好公司很难发现。大多数高回报的公司只需要相对少的资本，如果这类公司支付股息或回购股份，那么，股东们将会从中受益。

### 我们面对未来不确定性的两方面措施

尽管评估权益所要求的数学计算并不困难，一个分析师——即便他有经验又聪明——也可能在评估未来“票息”时犯错。在伯克希尔，我们试图从两个方面处理这个问题。

第一，我们努力坚守于我们认为自己了解的东西。这意味着，它们必须相当简单，并且经济特征稳定。如果一家公司的情况太复杂、或一直不断变化，那么，我们无法聪明到可以预测其未来现金流的程度。顺便说一句，这一缺点并未令我们感到困扰。对于投资中的大多数人而言，**懂什么并不重要，知道自己不懂什么更重要的**。一个投资者只要做出为数有限的正确的事，就可以避免犯重大错误。

第二，同样重要的是，我们坚持在买入时的安全边际。如果我们计算一只股票的价值仅是略微高于其价格，我们没有兴趣购买。我们相信，格雷厄姆强烈主张的安全边际原则是投资成功的基石。

一个聪明的股票投资者，相对于参与 IPO 新股投资，会在股票二级市场上干的更好。理性在每一个案例中都需要与价格确定的方式打交道。二级市场经常周期性地被大量傻瓜所主导，会持续设定一个“清算”价格。无论这个价格多么愚蠢，它是股票或债券持有者需要或希望卖出的价格，总是有这样的机会出现。在很多案例中，价值 X 的股票在二级市场上以半价卖出。

另一方面，新股发行市场被控股股东和公司掌控，他们会选择发行时机，如果市况不佳，他们会选择避免发行新股。可以理解的是，这些新股卖家不会打折发行，无论是以 IPO 方式，还是在谈判方式，你都不会发现价值 X 的股票会以半价出售。实际上，在新股发行中，只有当他们认为市场被高估时，大股东才会有动力开仓卸货。（当然，这些卖家总会有不同的说法，为他们在市场低估时拒绝售股寻找各种借口。）

## （连载 74）优秀的管理层就是你愿意将女儿嫁给他

无论什么样的天才或努力，

有些事情总需要时间。

# 优秀的管理层就是你愿意将女儿嫁给他

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

就在年底过后，伯克希尔以 172.50 美元/股的价格购买了 300 万股大都会/ABC 公司的股票，这个价格与 1985 年 3 月初的市场价格相同。关于大都会公司的管理层，我已经有了很多年的记录，我认为在美国所有上市公司中，大都会公司的管理层是最优秀的。汤姆·墨菲和丹·伯克这对搭档，不但是杰出的经理人，他们也是**那种你愿意将女儿嫁给他的对象**。与他们合作是一种幸运的特权，而且妙趣横生，正如你们当中任何了解他们的人所知道的那样。

我们的认购帮助大都会公司筹集了 35 亿美元，用于收购 ABC 公司（美国广播公司）。对于大都会公司而言，ABC 公司是一家大公司，它未来几年的经济状况并不激动人心。然而，这一点并没有令我们不安，我们具有足够的耐心。（**无论什么样的天才或努力，有些事情总是需要时间**。即便你能让九个女人同时怀孕，也不可能让她们在一个月内生出小宝宝。）

为了证明我们的信心，我们做出了一项特别的安排：只要汤姆（或丹）是大都会公司的 CEO，他们可以代为行使我们所持股票的投票权。提出这项特别安排的是由芒格和我，不是汤姆。我们还在出售股份方面也对自己设置了多种限制，这些限制的目的在于，如果没有公司管理层的许可，我们不能将持股出售给任何大买家（或有意成为大股东的持股人）。这样的安排限制，与数年前，我们在盖可保险公司和华盛顿邮报公司的安排相仿。

因为，大宗股权的交易通常会有溢价，一些人会认为我们的这些安排限制，从财务方面会有损于伯克希尔公司的利益。但恰恰相反，我们认为这些公司——由我们做股东——的经济前景依赖于管理层的提升。有了这样的现实安排，与我们密切合作的一流的管理层会全心放在公司运营上，并**着眼于股东长期利益的最大化**。

可以肯定的是，比之那些受到“旋转门式的资本家”用完即弃的“赌博”方式，这样的方式更令管理层不至于分心的做法，这样做效果好很多。（当然，有些公司高管们将自己的利益置于公司股东利益之上，所以活该被搞得晕头转向。在投资中，我们会尽力避开这种类型的公司管理层。）

今天，公司的不稳定性是由于持股者投票权的分布过于分散所导致的必然结果。在一些时候，公司大股东会抛头露面，说着冠冕堂皇的修饰辞令，但却常心怀不良企图。像我们这样对自己的持股做出限制性安排，我们的意图在于提高所投资的公司具有其他公司缺乏的稳定性。这种将优秀的管理层与优秀的公司结合在一起的做法，为丰厚的财务结果提供了良好的土壤环境，**增加了成功确定性**。这是我们在经济方面安排的情况。

在人性的方面，也同样重要。我们不想让我们喜欢并欣赏的公司管理层——以及那些接受我们重大财务委托的人，因为我们持有控股权而导致什么意外发生，以至于夜不能寐。我已经告诉他们，不会有什么意外发生，对于这些

限制性的安排，伯克希尔和我都会信守诺言。这意味着，管理层有公司的承诺，也不必担心我个人发生了什么万一（我使用这个术语意思是万一我活不到三位数的年纪）。

我们以市场价格（没有折扣）购买大都会公司股票的行为，反映了近年来，市场对于媒体类股票和媒体类资产极大的热情（对于一些资产的抢购已经达到癫狂的状态），这种购买没有折扣可言。然而，我们对大都会的投资将我们与杰出的资产与杰出的人结合在一起，我们喜欢这样能大规模参与的投资机会。

你们的董事长（意指巴菲特本人）在聪明才智大爆发的情况下，于1978年~1980年曾经以43美元/股的价格出售了伯克希尔持有的全部大都会股票。当然，你们中会有人质疑，为什么我们现在以172.50美元/股的价格重新买进这家公司。我已经预见到你们会有这样的问题，我已经在1985年花了大量的时间，试图找到漂亮的借口以抹平这些看似前后矛盾的行为。

请再给我一点时间吧。

## （连载 75）变与不变

对于新鲜事物，

我们会鼓掌欢迎，但不会参与其中。

### 五，聪明的投资

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

不动如山让我们像一个智者。无论是我们，还是大多数公司管理层，都不会因为预期美联储些微的利率变动、或华尔街某些专家观点的改变，而兴奋地抛售手中那些盈利颇佳的公司。那么，对于我们持有的二级市场股票，虽然可能仅仅是处于小股东的位置，有何必要采取不同的策略呢？成功投资于上市公司股票的艺术，与成功收购全部公司股权的艺术，并无二致。

在这两者中，无论哪一类，你应该考虑的仅仅是，**标价合理、质地优良**的公司、以及**诚实能干**的管理层。在此之后，你所需要做的只是**观察**这些品质是否能够得以保持。

当一个投资者执行这类投资策略时，常常会导致他集中持有的几只股票占据了其投资组合的大部分。这个投资者面临的结果，将会类似于投资购买一支杰出的大学篮球队 20% 权益的结果一样，这些篮球选手的少数会取得 NBA 显赫地位。这样，投资者从这些明星身上获得的收入将占据其大部分收益。

至于建议投资者将其最为成功的投资对象卖掉，仅仅因为他们带来的收益占据了投资组合的大部分，这样的建议就像让公牛队应该卖掉大明星迈克尔·乔丹一样，原因竟然是他的得分实在太多了，这样的建议当然是愚蠢的，因为他对于整个球队而言，实在太重要了。

## 变与不变

通过研究我们无论是对于子公司的投资，还是对于普通股投资，你会发现我们喜欢的公司和行业，不大可能经历重大的变化。这样做的原因很简单：无论哪一种投资，我们寻找那些我们相信在未来 10 年、20 年几乎可以肯定依然具有竞争优势的公司。一个环境迅速变化的行业或许会提供巨大的胜利机会，但是它可能并不具备了我们希望寻找的确定性。

我应该强调的是，作为一个公民，芒格和我欢迎变化，新鲜的想法、新颖的产品、创新的过程、以及那些提升我们国家生活水平的东西，这些当然很好。然而，作为投资者，对那些处于发酵中迅速膨胀、变化的行业，我们的态度就像我们对于太空探索的态度一样：

**我们会鼓掌欢迎，但不会参与其中。**

当然，所有的企业在某种程度上都会变化。今天，喜诗糖果在很多方面与 1972 年我们购买它的时候不一样，它提供不同类型的糖果、使用不同的机器、通过不同的分销渠道销售。但是，今天人们为何购买盒装巧克力、人们为何从我们这里购买而不从别处购买，这些自从 1920 年禧诗糖果创立以来，并没有什么改变。甚至，这些因素在未来的二十年、乃至五十年，也不会改变。

在可流通证券投资方面，我们寻找同样的可预测性。以可口可乐为例，与可乐产品的销售维系在一起的热情与想象力，已经在 CEO 罗伯特·古兹维塔的领导下，显得风生水起，他以杰出惊人的贡献为股东创造了非凡的价值。在唐·基奥和道格·艾夫斯特协助下，罗伯特重新思考并改进了公司的各个方面。但可口可乐公司的基本面因素——可乐的竞争优势和出色的经济特质所带来的品质——多年以来，一直保持稳定。

我最近在研究可口可乐 1896 年的年报（你还以为自己读晚了！）。在那个时候，可口可乐问世仅仅十年时间，就已经是软饮料行业的领导者。但它已经绘出了未来 100 年的发展蓝图。报告称当年销售额为 14.8 万美元，公司总裁阿萨·坎德勒说：“我们从未停止过努力，我们向世界宣告，可口可乐对于所有人而言，是一种卓越的健康产品以及美好的感觉。”

或许这里的“健康”今天已经有了新的界定，但我所喜爱的是，坎德勒的基本主题在一个世纪之后的今天，依然是可口可乐赖以存在的基础。坎德勒继续说，就像今天的CEO罗伯特一样：“从来没有一种产品能如此在公众的热爱中牢牢树立自己的地位。”

那一年可口可乐汽水的销量达到了116,492加仑，相比之下，在1996年，可口可乐销量达到3.2亿加仑。

我禁不住要引用坎德勒的话：“从今年3月1日开始，……我们雇佣了十名外勤销售员，他们会与办公室系统保持对应联系，通过这种方式，我们几乎覆盖了合众国的全部领土。”这正是我所乐见的销售力。

像可口可乐和吉列这样的公司，它们或许被贴上了“注定成功”的标签。预测者在预测未来的10年或20年，软饮料行业或剃须设备行业发展的预备性方面会有所差异。我们对于必然性的讨论，并不意味着这些公司继续执行在制造、分销、包装、生产创新方面的工作不重要。

然而，最终，就投资寿命而言，没有哪位敏锐的观察家——甚至没有哪一个最为强劲的对手，假设他们能以诚实的态度进行评估的话——会质疑可口可乐和吉列公司在各自行业中，会继续其世界范围内的主导地位。这两家公司在过去十年中已经占有巨大的市场份额，并在继续扩展之中，而且所有的信号都显示出，它们会在未来数十年会重演先前的成功表现。

很显然，很多高科技公司、或处于萌芽期的公司会以突飞猛进的方式发展，如果以百分比衡量，它们会比上述“注定成功”的公司成长更迅速。但我更喜欢一个确定的良好结果，而不是一个期望的伟大结果。

当然，芒格和我，终其一生也只能鉴别发现为数不多的“注定成功”的伟大公司。领导能力本身无法提供确定性。回顾这些年来，看看通用汽车、IBM和西尔斯百货，这些公司在很长时期内，似乎也具有了所向无敌的特质。尽管某些行业、或某些类型的公司展示了一些不凡的特征，它们无形中赋予领导者看似无可逾越的优势，似乎建立了如同自然法则一样的“赢家通吃”法则，但看看大多数公司发展结局，事后证明事实并非如此。

所以，在寻找每一家“注定成功”的公司的过程中，都会存在遇到江湖骗子的可能，那些公司现在看似高高在上，但却脆弱无力，无法抵御外部竞争的攻击。考虑到成为“注定成功”的伟大公司所经历的种种磨难与考验，芒格和我承认，我们无法搞出一个“漂亮五十”、或甚至是“闪亮二十”的名单出来。因此，在我们的投资组合里，相对于“注定”的公司，我们只能标出几个“极高可能性”的公司。

(注24)

(页底注。分隔线：1996年，2004年，1999年，1997年。)

## (连载77) 追高的代价

在别人贪婪时恐惧，

在别人恐惧时贪婪。

## 追高的代价

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

当然，你可以为最好的公司支付很高的价格。但我们的观点认为，支付过高的价格所带来的风险在周期之后会显露出来，而且，现在实际上所有的股票价格都已经相当高，包括那些“注定成功”的伟大公司在内。当市场过热时，投资者必须意识到，**即便对于一家杰出的公司，（如果支付了高价），常常可能需要很长的时间，才能产出与支付价格相匹配的价值。**

当一家杰出公司的管理层改弦易辙，忽视了它完美的基础业务，去收购一家业务平平、或平庸的公司时，一个更为严重的问题发生了。当发生了这种事情，投资者的痛苦是漫长的。不幸的是，这样的事情多年前在可口可乐和吉列身上都发生过。（你相信吗？可口可乐养过虾，吉列搞过油。）

当芒格和我思考那些对于通常看起来杰出公司的投资时，**失去专注是最令人担心的。**一次又一次，当傲慢存在时，或当管理层出离正道无聊时，这个时候，我们看到价值变得停滞不前。然而，在可口可乐和吉列不会再发生这种事情——在不考虑现任和未来管理层的情况下。

---

### 在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪

在过去超过 35 年的历史中，美国的企业取得了令人惊讶的运营结果。因此，投资者很容易地收获累累硕果，他们所需要做的全部，就是以多元化、低成本的方式搭上美国公司这趟经济快车。他们可以通过从未触及的指数基金完成此项任务，但不幸的是，很多投资者没有选择指数基金，他们经历的结果分布范围从平庸到糟糕。

导致这种表现不佳的原因有三个：

第一， 高成本。通常是由于投资者交易频繁，或支付太多的管理费。

第二，以股评和市场流行风尚作为投资决策的依据，而不是深思熟虑的企业定量分析。

第三，以不合时宜的方式进出市场（常常是牛市进入，熊市退出）。

投资者应该牢记，**亢奋与成本是他们的敌人**。如果他们坚持尝试选择参与股票投资的时机的话，他们应该在**别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪**。

## （连载 78）坚守能力圈

我们为什么不买高科技类公司股票的原因。

### 坚守能力圈

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

去年，几家我们有着大量投资的公司表现不佳。然而，我们依然相信它们具有可持续的重要竞争力。这种可以为长期投资带来良好结果的特质，芒格和我偶尔相信，我们还是有能力识别的。然而，在更多的时候，我们无法做到这一点——至少没有高度的自信可以做到。

这就顺便解释了，**我们为什么不买高科技类公司股票的原因**，即使我们也同意大家认同的观点——高科技公司的产品和服务改变了我们的社会。我们的问题是，对于这个领域中哪些参与者具有真正持久的竞争力，我们毫无洞见，而且我们无法通过学习来解决这个问题。

应当补充的是，我们在高科技方面的洞察力缺乏并未使我们感到沮丧。毕竟，有很多拥有伟大公司的领域，在这些地方，芒格和我并无特殊的资产配置专长。例如，对于专利、制造过程、或地质勘探等方面的评估，我们没有什么可以拿上台面的东西可讲。所以，在这些领域，我们的态度也很简单，不发表意见。

我们希望拥有一种能力，当我们在能力圈内运作自如之时，这种能力可以识别；当我们接近我们的能力圈边界之时，这种能力也可以识别。能够预测那些快速变化的行业中，公司长期经济状况的能力，这远远超出了我们的能力圈的边界。

如果有人声称具有这些行业的预测能力，并且似乎要通过股市的行为验证这种能力，我们既不会羡慕嫉妒他们，也不会盲目模仿他们。相反，**我们会坚守于我们所了解的东西**。如果我们迷失了，一定是因为我们不太谨慎造成的，而不是因为我们的焦躁无眠、或以一厢情愿替代理性所造成的。幸运的是，我们几乎可以肯定，对于伯克希尔而言，在我们已经建立的能力圈内，机会永远都存在。

此时此刻，我们已经打算永久持有的公司的股价不再那么具有吸引力。换言之，相对于这些股价，我们更喜欢企业本身。这就是为什么我们没有增加持仓的原因。尽管如此，我们还没有以一种重要的方式按比例缩减我们的投资组合。

如果有两种公司让我们做出选择：一个价格令人舒适、但运营有问题的公司，和一个价格有问题、但运营令人舒适的公司，我们会倾向于后者。然而，真正吸引我们的是，**价格令人舒适、运营也令人舒适**的公司。

我们对于自己持有股票的价格持以保守态度，这同样适用于我们对股市大势的整体水平的看法。我们从未试图预测股市下个月、或下一年会如何运行。我们现在也不打算这么做。但是，（1999年底）股市投资者们似乎对于他们未来的回报预期过于乐观。

我们看到公司利润的增长很大程度上与国家（GDP）的增长相关，我们也看到 GDP 的真实增长率大约为 3%。此外，我们假设通货膨胀率为 2%，芒格和我对于这个 2% 假设的准确性并没有特别的信心。然而，市场的观点认为：抗通胀国债（TIPS）的收益率比标准国债率低大约 2% 左右。如果你认为通货膨胀率高于这个，你可以通过做多 TIPS，同时做空国债，这样可以轻易获利。

如果利润的确与 GDP 增长相同，大约 5%，那么对于美国公司的估值不太可能远远高于这个比率太多。即便加上分红因素，从股票投资中获得的回报会比大多数投资者希望的少很多，无论从过去的经历，还是对未来的预期。如果投资者的预期变得更加现实——他们几乎肯定会——那么，市场的调整可能更为严峻，尤其在那些投机盛行的板块。

总有一天，伯克希尔会在股票市场投下巨资，我们对此极具信心。但是，就像一首歌中唱到的：“有谁知道在什么地方？或什么时候？” 这时，如果有人开始向你解释，市场中像中了疯狂“魔法”的部分会如何表现，你应该记住另一句歌词：“傻瓜才会给你理由，智者从来不会。”

## （连载 79）等待完美一击

如果我们让今天所有投资机会流逝而去，

没人能保证我们之后会遇见更佳的机会。

## 等待完美一击

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

（当公司的价格和股票的价格都高高在上时，）我们会遵守棒球名家泰德·威廉姆斯式的纪律。在他的著作《击球的科学》一书中，泰德解释说，他将击球区划分为 77 个格子，每个格子如同棒球一般大小。他知道，只有击打那些抛过来、落在“最佳”格子里的球，才能令他击出 0.400 的好成绩；如果击打落在下端外侧角、“最差”位置的球，将会令他的成绩跌至 0.230。

换句话说，等待完美的抛球、等待完美一击的机会，将意味着步入名人堂的旅途。而不分青红皂白地挥棒乱击，将意味着失去成功的入场券。

如果有投资目标进入了不错的击球区，那么，我们现在所看到的、“抛”在眼前的机会，仅仅只能算是位于较差的、下端外侧角区位。如果我们此时挥棒，我们的投资表现将被困在较低的收益区间。

但如果我们让今天所有的投资机会流逝而去，**没有人能保证我们之后会遇到更佳的机会**。也许，过去市场上出现的那种具有吸引力的价格已成为过去，是非常态。

不像今天，我们都必须支付不再打折的全价去购买企业。然而我们所处的情况与棒球专家泰德的不太一样，我们并不会因为三次拒绝击打差球（意指可能导致低收益的投资对象）而被罚下场，失去继续参赛的资格。

然而，如果只是将球棒扛在肩上，日复一日站在那里等待而无所作为，也并不是件令人愉快的事。

（此篇虽短，但很重要，尤其最后这句话值得令人深思。译者注。）

## （连载 82）生命与负债

无论多么长的一串数字，

只要乘上一个零，

其结果一定等于零。

## 七，生命与负债

沃伦·巴菲特 著

杨天南 译

(注 27)

除了一些象征性的数目，我们避免债务，偶尔使用的情况往往基于如下三个目的：

- 1，我们偶尔参与美国政府（或其代理）为主体的回购，作为短期投资策略的组成部分。
- 2，我们借钱用以对冲投资组合中付息应收账款，我们对于这些品种的风险特性了如指掌。
- 3，一些子公司，例如中美能源公司，也许有负债出现在伯克希尔的合并报表中，但伯克希尔并不对这些债务提供担保。

站在风险的立场上看，从十个不同的、并且没有关联的公用事业中产生的盈利——其盈利覆盖利息比例，比如说是 2:1，这种情况要远远比仅从一个公用事业中获得盈利要安全的多。一次灾难性事件就可以导致一家公用事业公司资不抵债，无论它的负债是多么保守。

一次地理性的区域灾难，比如说西部一些州的地震，不会对我们的中美能源公司造成致命性打击。甚至像芒格这样充满担心的人也无法想象，会有什么灾难可以对公司盈利造成系统性的重大衰退影响。因为中美能源公司拥有不断扩大的、多元化管制盈利的增加，它一直很好地运用了其巨大的负债。

上面就是关于中美能源公司的情况。在伯克希尔层面，对于以重大负债形式去进行收购、或企业运营等目的，我们毫无兴趣。当然，传统的商业智慧认为我们过于保守，并且认为，如果我们在资产负债表上使用适当的负债，可以在安全的前提下增加一些盈利。他们说的或许是对的。但是，伯克希尔数以千计的股东将他们家产的大部分投资在我们的股票上（必须强调一下，我们的绝大部分董事会和管理层人员也在这个股东名单上），**任何对于公司的灾难，也是对于他们的灾难。**

此外，我们还有对于保险客户的承诺。对于那些遭受永久性损伤的人而言，这些承保的支付可能会延续 50 年或更久。对于这些投保的客户以及其他支持者，我们曾经给予完全安全的承诺，我们会信守诺言，无论发生什么——金融危机、股市关门（这在 1914 年发生过）、或甚至美国本土遭受核弹、化学武器、生化武器的攻击，我们都会信守诺言。比之其他保险公司，我们愿意接受巨大的风险，我们提供高额的单次重灾承保。

我们还持有数量巨大的投资组合，这些组合的市值在某些情况下，会发生迅速剧烈的变化，可能大幅下跌（就像1987年10月发生的那样）。但是，无论发生什么，伯克希尔都具有足够的净资产、盈利现金流、以及可变现性资产，足以应付自如，其他任何方法都是危险的。

多年以来，一些非常聪明的人们终于意识到，无论多么长的一串数字，只要乘上一个零，其结果一定等于零。这样的公式所造成的影响可不是我个人想经历的，甚至将这样的惩罚放在他人身上，哪怕是一点点，也不是我所愿意看到的。

（页底注 27。2005 年，2010 年。）