大家好，我讲解的第一本书是《巴菲特之道》。这本书通俗易懂，深入浅出的道出了投资的真谛。

**第一章：五西格玛事件：世界上最伟大的投资家**

**1.**他发现比尔&梅琳达·盖茨基金是个完美的机构,正做着他本人想做的事情。

“他们可以更有效率地使用金线,像巴菲特基金会一样。找到那个按照你的想法做事,面且做得更好的人,将事情委托给他们难道不更符合逻辑吗？！”

这就是典型的巴菲特,总是充满理性。巴菲特提醒我们,在企业管理中有一个核心内容,就是他们管的比他好。同样,比尔&梅琳达·盖茨基金做慈善比他更好,何乐而不为。

**2.**巴菲特悄悄告诉我们,他很高兴在这样一个经济体中工作,“它奖励那些在战场上救死扶伤的人以勋章,它奖那些优秀的老师以父母的感谢,它奖励那些能发现被错杀的股票的人以亿万财富。”他将之称为命运的不确定性分布。

**3.**沃伦·爱德华·巴菲特,1930年8月30日出生于内布拉斯加州奥马哈市,是奥马哈巴菲特家族的第七代。家族第一代在1869年开了一家杂货店，巴菲特的爷爷经营着这家杂货店，后来伯克希尔的副董事长查理·芒格,竟然曾经在巴菲特爷爷的杂货铺里打过工。巴菲特的爸爸——霍华德，曾是当地的一名股票经纪人、银行家，后来还做过共和党的众议员。

据说巴菲特一出生就着迷于数字，这也许是有些夸张了，但有记录表明，他在进入幼儿园之前就已经是台“小计算机”了。

而来自爱丽丝姑姑的第二件礼物,将六岁的巴菲特引领上了新的人生方向一一不是数字的魅力,而是金钱的魔力。圣诞节时,巴菲特拆开礼物,发现是个镀镍的线包,这成为他最珍贵的财产，他将它立刻别在腰上。他发现钱包有很多用处，他在门口放了张桌子,向每一个路过的人兜售巧克力。他挨家挨户地敲门，卖口香糖和汽水，他从爷爷的杂货店以25美分的价格批发过来6罐一包的可口可乐,然后拆散了,以每罐5美分出售——这就有了20%的投资回报。他还上门叫卖《星期六晚邮报》和《自由》杂志。每个周末,他在当地的球场卖爆米花和花生。所有这些生意,他都要用上他宝贵的钱包——收钱、找零。

一天晚上,巴菲特的父亲回到家，告诉大家他工作的那家银行关门了,他丢了工作,他们的存款也损失了。

大萧条的影响尽管短暂,但给巴菲特的家带来了艰难，这给年轻的巴菲特留下深刻的印象。《巴菲特：一个资本家的成长》一书的作者罗杰·洛温斯坦说:“这种人生早期的艰难生活成为绝对的驱动力,他要变得非常、非常、非常富有。在他五岁之前就这么想，自那时起，他从未停止过这个念头。”

巴菲特10岁的时候，父亲带他去了纽约，这是霍华德给每个孩子的礼物。巴菲特说:“我告诉父亲，我想去三个地方:我想去斯科特邮票钱币公司，我想去莱昂内尔火车公司，我想去纽约证券交易所。

之后，霍华德领着儿子还见了高盛公司的合伙人西德尼·温伯格——当时华尔街的名人。

**4.**在所有的时间里，巴菲特都直直地盯着股票行情机，看着不停跳动的股票价格，他想知道这背后到底蕴藏着什么。

当11岁的巴菲特宣布他已经准备好投资他的第一只股票时，没有人感到意外。然而，当他宣布他的投资金额为120 美元时，大家还是震惊了。这些钱来自于他卖汽水、花生、和杂志。他决定买入城市服务优先股，这是他父亲的爱股之一。他还说服了姐姐多丽丝加入。他们各自支付了114.75 美元各买了三股。巴菲特已经下功夫研究了图表，对这项投资信心满满。

那年夏天， 股市在下跌，在 6月触及年度低点。这两个年轻的小投资者眼睁睁地看着他们的股票下跌了30%，多丽丝天天来问巴菲特股票的损失情况，这让人有些崩溃。最后，当这只股票回升到40美元/股时，巴菲特将其卖出，终于赚了5美元。

随后发生的情况是，城市服务优先股不久飙升至202美元/股，这令巴菲特懊恼不已。他计算了一下，除去佣金，他整整少赚了492美元。而此前，他用了5年时间去积攒那120美元，这样算下来，此次错失令他损失了20年的工作所得。这是痛苦的一课，但最终非常有价值。

巴菲特发誓，首先， 他再也不会被支付的成本所牵制。其次，他不会再仅仅满足于蝇头小利。以他11岁的智慧头脑，巴菲特已经学会投资中最为重要的一课——耐心。

**5.**1942年，巴菲特12岁，他父亲当选为国会议员，全家搬到首都华盛顿。

在伍德罗，威尔逊高中，他结识了小伙伴唐·丹利，这个小伙伴迅速点燃了巴菲特赚钱的热情。两人一起凑了25美元， 买了一台二手翻新的弹球机，巴菲特说服了当地一位理发师，将机器放在他的理发店里，赚了钱分一半给对方。第一天的运营结束后，他们发现这台机器里竟然有4美元硬币的收人。他们很快将业务扩大到七台的规模，不久巴菲特每周可以拿50美元回家了。

到巴菲特高中毕业时， 通过各种努力，他已经积累了9000美元的财富。他立即宣布，他不想上大学，因为这样干我他的商业计划。父亲否定了他的想法，秋天到来的时候，巴菲特上了宾夕法尼亚大学的沃顿商学院。

沃顿强调比较多的是商务理论，而巴菲特感兴趣的是实操层面——如何赚钱！

一天， 他在当地图书馆看书，发现了刚出版的本杰明·格雷厄姆的新书《聪明的投资者》.他描述当年的情景:“就像看到了一道光!”

股票市场就像一个奇幻的、令人禁足的城市，而格雷厄姆是提供这个城市地图的第一人。自从11岁第一次买了城市服务优先股，巴菲特花了生命中一半的时间研究股市的未解之谜，现在他终于得到了答案。

《滚雪球》的作者爱丽丝·施罗德写道:“巴菲特的反应就使一个一生都待在山洞里的原始人，忽然有朝一日走出山洞，在阳光下眨着眼，第一次看清这世界。”巴菲特最初认为“股票就是一张张可供交易的纸片， 现在，他知道股票是其背后真实企业价值的代表符号。

他成立了投资合伙企业，这一年他25岁。

**6.**20世纪60年代最著名的公司丑闻之一， 发生在提诺·迪安杰利斯领导的联合原材料植物油公司，他发现可以用公司色拉油的库存套取银行贷款。在这个过程中，由于油可以轻浮在水面之上，他于是操纵了游戏，使用了一些小伎俩。他在新泽西州建了一个炼油厂，放了139个五层的储油罐，用于储存大豆油。当银行人员来检验的时候，公司人员就爬上油罐的顶端，用测量棒蘸下罐内的液体，然后大声将测量棒上的虚假数字报给外面的检验人员。当丑闻被揭穿后，据悉牵涉到了美洲银行、国民银行、美国运通和其他此国家贸易公司，欺诈贷款的金额共计1.5亿美元。

美国运通是这起色拉油丑闻最大的受害者之一，损失了5800万美元，受此消息打击，运通股价下跌超过了50%。如果说巴菲特从格雷厄姆那里学到了什么的话，一定是:当一只优质公司股票的价格低于其内在价值时，果断出击！

巴菲特注意到了公司5800万美元的损失，但他不知道客户如何看待公司丑闻。于是他在奥马哈市有收银机的餐馆来回逛，发现人们依然在使用美国运通发行的绿色运通卡，使用频率并未下降。他又访问了几家银行，获知这起财务丑闻对于美国运通旅行支票的发售也没有什么影响。

回到办公室，巴菲特立即投资1300万美元在美国运通的股票上，这笔资金相当于整个合伙企业25%的总资产，比例相当巨大。在随后两年，美国运通的股票涨到了原来的3倍，巴菲特漂亮地净赚2000万美元。这是纯粹的格雷厄姆，纯粹的巴菲特。

**7.**我相信20世纪60年代是巴菲特的拐点年代——他从投资家巴菲特进化为企业家巴菲特。

自1956 年开始，格雷厄姆提出、巴菲特执行的估值策略成为股市的主流。但是在60年代后期，新时代开始了，它被称为成长股

时代。这个时代里，贪婪的情绪推动着市场，快钱追逐那些高高飞扬的股票，人们迅速赚钱，或迅速亏钱。

到1966年末，合伙企业累计回报1156% (有限合伙人取得704%),道琼斯指数同期表现为上升123%。尽管业绩优异，巴菲特却越来越不安，因为股市的脚步越来越超出了格雷厄姆的原则范围。新的舞曲响起，但巴菲特找不到感觉。

1969年，巴菲特决定解散合伙投资企业，他发现市场已经高度投机，值得投资的机会极度稀缺。60年代后期，股市被高高在上的成长股所主导。“漂亮50”天天被人挂在嘴边，雅芳、宝丽来、施乐的股票都处于50 ~100倍的市盈率。巴菲特给合伙人写了一封信，坦诚自己已经不适应当前的股市环境，“但有一点我很清楚，”他说，“我不会将之前自己明白其逻辑的投资方注会部抛弃，尽管它们在目前的市场中难以运用，尽管这意味着放弃大量的、明显的唾手可得的盈利。使用那些我自己完全不到的、未经实践的方法可能会导致本金的永久性损失。”

**8.**公司最初的前身是成立于1889年的伯克希尔棉花制造厂。40年后，工厂合并了一些其他的纺织企业，成为新英格兰地区最大的工业企业之一。在此期间，伯克希尔公司产生了大约25%的全国棉花需求，和1%新英格兰地区的用电需求。1955年，伯克希尔与哈撒韦制造公司合并，公司名称随之变更为伯克希尔一哈撒韦，并沿用至今。

不幸的是，合并之后的公司命运多舛，不到十年的时间，股东权益下降了一半，亏损超过1000万美元。之后的20年，巴菲特和主管纺织业务的肯·查斯一直努力，试图扭转这个新英格兰的纺织厂。结果令人失望，净资产收益率勉强维持在两位数。

到了20世纪70年代，股东们开始质疑维持个效益不佳的纺织厂运营是否值得?巴菲特没有掩饰面临的难题，在数个场合，他解释了自己的考虑:纺织厂是当地就业人数最多的企业，这些工人年龄偏大，相对不具备转业的技能，管理层表现出高度的工作热情，工会要求合理，最重要的是，巴菲特相信纺织厂仍然多少还能实现一些利润。

当伯克希尔进入80年代，巴菲特面临一些更现实的问题。首先，纺织业的性质决定了高回报是不可能的了。纺织品是普通类商品，这类商品很难将自己与竞争对手区分开来。来自国外的竞争者使用更便宜的劳动力，一点一点挤压利润。其次，为了维持纺织企业的竞争优势，需要不断投入新的资本金，在通货膨胀的情况下前景更为骇人，企业迟早会发生资本贫血的灾难。

巴菲特面临艰难的选择，如果他投入大量的资金以维持纺织部门的竞争力，伯克希尔的资产回报率将被拖低;如果不增加再投资，伯克希尔的纺织厂对于其他国内同行而言，将丧失竞争力。无论巴菲特是否增加投资，国外的同业竞争者都具有强大的低成本的劳动力优势。

1980年的年报终于透露了关于纺织部门的坏消息，那一年它们失去了董事长致辞中的首要位置，第二年的致辞也没有谈到纺织部门的情况。到了1985年6月，必然的事情发生了，巴菲特关闭了纺织厂，结束了这项具有百年历史的业务。

尽管纺织厂最终不幸结业了，但是这次经验却不是完全的失败。首先，巴菲特学到了宝贵的一课——企业拐点， 当企业的环境发生根本性变化时，它们很少能转型成功。

**9.**1967年3月，伯克希尔公司出资860万美元，收购了奥马哈市当地的两家保险公司:国民赔偿公司和国民火灾海上保险公司。这是伯克希尔惊人成功故事的开端。

为了能好好欣赏这出重头戏，先要弄清楚拥有保险公司的真正价值所在，这一点很重要。保险公司有时是个好投资，有时不是，然而，它们通常总是很好的投资工具。保单持有人(保险公司客户)支付保费，提供了持续的现金流；保险公司用这些现金进行投资，直至有客户出险提出索赔。由于索赔发生的时间不确定，所以保险公同的投资对象是具有流动性的证券——主要是短期固定收益证券、长期债券和股票。这样，巴菲特购买的不仅仅是两家健康的公司，而且是管理投资的工具。

1967年，这两家保险公同拥有的投资组合中，包括债券2470万美元、股票720万美元。两年之后，这个投资组合增值为4200万美元，干得相当漂亮。巴菲特接管伯克希尔之后，也有了管理这家纺织企业证券组合的经验。1965 年巴菲特接管公司时，公司拥有一个290万美元的证券投资组合，一年之后，巴菲特将其扩大到了540万美元。1967 年，证券投资带来的回报是纺织部门盈利的3倍，而证券部的净资产只有纺织部门净资产的1/10。

对于巴菲特进入保险领域、退出纺织领域这种行为，是有争议的。有人认为，保险业也像纺织业一样， 是个普通商品类型的行业，它们销售的产品(保单)并无特质。保险业的保单可以标准化、可以被其他保险公司复制，没有商标、专利、地域优势等能让一家保险公司有别于其他同行。获得保险执照也不难，保险费率也都是公开的。

1991年，伯克希尔买入盖可保险50%的股份。之后的三年，盖可的表现令人印象深刻并持续攀升，更让巴菲特增添了兴趣。1994年，伯克希尔宣布已经持有盖可保险51%的股份，并很认真地讨论盖可加入伯克希尔大家庭的问题。两年之后，巴菲特写了一张23亿美元的支票，盖可保险成为伯克希尔的全资公司。

巴菲特并未止步于此，1998 年他斥资160亿美元收购了一家再保险公司——通用再保险。这是截至当时最大的一笔投资。

年复一年，巴菲特继续在收购保险公司，但毫无疑问，他最聪明的是对于人才的收购。巴菲特请阿吉特管理伯克希尔的再保险集团，阿吉特出生于1951年，毕业于久负盛名的印度技术学院，取得工程师学位。

尽管阿吉特没有保险行业背景，但巴非特很快发现了他惊人的才干。自1985年起，阿吉特用20年时间建立的再保险集团的浮存金（保费收入尚未赔付）达到340亿美元。按照巴菲特的说法，阿吉特“对于风险的掌控无人能及，他的运作综合了能力、速度和决断，但最重要的是，他在保险方面的独一无二的头脑。他们每一天都在相互交流。阿吉特到底有多重要呢？给你提供一个线索，巴菲特在2009年伯克希尔的年报中写道:“如果芒格、我和阿吉特同在一条沉船上，你只能救1个人，请游向阿吉特。”

伯克希尔公司是个构建精密的大厦，但不复杂。它只有两个部分：企业运营和投资组合。投资组合的资本来自保险业务的浮存金，以及非保险业务的盈利。巴菲特管理证券投资组合，就像他考察购买一个企业一样，看它们是否物有所值，看其管理层是否忠诚。

今天， 伯克希尔-哈撒韦公司由三个部门组成：保险业务、资本密集型业务(包括中美能源、伯灵顿北方铁路等)制造服务零售业务(业务从棒棒糖到喷气飞机)。2012年，这些业务合计为伯克希尔公司提供了108 亿美元的盈利，而相对于1988年，公司盈利为3.99亿美元。2012年公司证券投资组合的市值为876亿美元，成本为498亿美元;而25年前的1988年，投资组合的市值为30亿美元，成本为13亿美元。

在过去的48年里，百1965年巴菲特接管伯克希尔-哈撒韦公司以来，公司的账面价值从每股19美元增长到114214美元，年复合增长率19.7%，同期标普500指数的增长率为9.4% (包括分红在内)。这意味着在长达半个世纪的时间里，巴菲特胜出10.3个百分点。正如我前面提到的，当“钱匣子”关闭他的合伙企业时，他的辉煌之旅才刚刚开始。

**第二章**

**1.**在斯坦福的时候，有一门课程要求费雪和教授一起定期访问旧金山周围的企业，教授会与企业家们讨论公司的运作，并且帮助他们解决遇到的问题。在驾车回斯坦福的路上，他和教授会重新总结所观察的企业和管理层。费雪后来回忆道:“每周的这次活动，是我受到的最有用的训练。”

这些经历使费雪开始相信超级利润有可能从如下方式获得:(1)投资于那些拥有超出平均水平潜力的公司:(2)与能干的管理层合作。

费雪印象最深刻的公司特征，是多年销售和利润的成长率高于同行业。

在他心里，为一家伟大的公司支付公平的价格，胜过为一家平庸的公司支付便宜的价格。

查理帮助巴菲特跨越深度价值投资理论，进而考虑购买高质量企业的鸿沟，这种思想的深刻转变，在伯克希尔收购喜诗糖果的故事中得以充分体现。

1921年，71岁的老太太玛丽在洛杉矶开了一家街头糖果店，出售自己亲手调制的巧克力。在她的儿子和合伙人的协力下，生意慢慢在加州南部和北部有了一些连锁店。历经1929年大危机、第二次世界大战时的食糖配给短缺、激烈的竞争，所有这些都没有改变公同的一个策略:绝不降低质量！

经过50年的发展，喜诗糖果成为西海岸最重要的糖果连锁店，玛丽的继承者希望开始别样人生的新阶段，不打算继续经营。在喜诗糖果工作了30多年的查克·哈金斯被授权寻找最佳买家，协助出售企业。他谈了几家，但还是没有定下来。

1971年末，一个蓝筹印花公司(那时伯克希尔已经是最大股东)的投资顾问建议买下喜诗糖果，出价是4000万美元，当时喜诗公司拥有1000万美元现金资产，所以净价为3000万美元。巴菲特仍然犹豫着，因为这个价格是净资产的三倍，根据格雷厄姆的理论，这个价格太高了。

查理说服巴菲特买下来，认为这看似高价实际上是个好交易。巴菲特出价2500万美元，成交！对于巴菲特来说，这是第一次对于格雷厄姆理论的重大突破，格雷厄姆的理论认为只能以低于账面价值的价格买入。这是巴菲特思想转变的开始，他感谢查理将他引领到了新的方向。查理后来评价说:“这是我们第一次为品质买单。”十年之后， 有人出价1.25亿美元想买喜诗糖果——5倍于1972年的买入价。巴菲特拒绝了。

巴菲特和芒格的合作如此长久的原因之一，是他们对于商业的通用原则都持有坚定的信念，都展示出必要的管理高品质企业的才能。伯克希尔·哈撒韦的股东们真有福气，有这样的合作伙伴守护他们的利益，并帮助他们在各种经济环境中赚钱。

早在 1965年，巴菲特就注意到格雷厄姆买低价股的策略的局限性。

巴菲特管这叫作“捡烟头”投资法，走在大街上,投资者看到地上有个烟头，就捡起来吸上最后一口，尽管味道不怎么样，但代价很低，所以看起来似乎物有所值。巴菲特说，要想让格雷厄姆的策略行之有效，必须有人愿意充当清算者。

巴菲特解释: 比如一家资产1000万美元的公司，你付了800万买下，假如你能以资产价卖出，将是利润可观的。但是现实中，这可能需要十年时间去完成，导致你的回报甚至低于平均水平。“时间是好企业的朋友，”他说，“是平庸企业的敌人。”除非能促成平庸企业的清盘，并且买入价和市场清算价之间有利可图，否则，随着时间的推移，投资的回报将与平庸企业的表现一样。

从早期的投资失误中，巴菲特渐渐偏离格雷厄姆的理论，他曾经坦诚:“我在进化，并不是简单的从猿到人或从人退化到猿。”相对于关注企业的价格，他开始注重企业的质量因素，但他仍然寻找廉价品。他说:“我的教训来自登普斯特轧机制造公司、三流的百货店霍克希尔德·科恩)，以及新英格兰纺织公司(伯克希尔·哈撒韦)。”他引用凯恩斯的话，试图解释这个两难困境:“困难并不在于接受新观念，而在于摆脱旧观念。”巴菲特承认他的进化有些迟，因为格雷厄姆教给他的太有价值了。

直至今天，巴菲特依然坚持格雷厄姆的主要思想:安全边际。自他第一次读到格雷厄姆的书已经整整65年了，然而，巴菲特总是毫不迟疑地提醒每个人:“我依然认为这几个字非常正确。”巴菲特从格雷厄姆那里学到的最为重要的一课就是:成功的投资来源于，购买那些价格低于价值的股票。

除了安全边际（这是巴菲特的思考框架），格雷厄姆还帮助巴菲特认识了在股市中随波逐流的愚蠢。

费雪的方法与此不同，作为一位质量分析师，他强调那些他认为能提高公同价值的因素:公司前景、管理层的能力。

因此，格雷厄姆的兴趣仅仅在于购买便宜股票，费雪的兴趣在于购买那些长期而言，有潜力提高内在价值的公司。

巴菲特曾经说:“我的方法15%米自费雪，85%来自格雷厄姆。” 这句话被广泛引用，但是请注意这是1969年说的话。时隔多年以后，巴菲特渐渐但明显地转到费雪的理念上，选择购买数量有限的企业，并持有多年。我的直觉判断，如果今天有机会再做一次表述，巴菲特可能会承认他的方法50%来自格雷厄姆，50%来自费雪，二者平分秋色。

在现实的意义上，芒格是费雪质量理论的执行者。从一开始，芒格就拥有对于优质企业的直觉欣赏，以及应该支付合理价格的智慧。

**第三章**

**1.**根据巴菲特的说法，买下整个企业和以购买股票的形式买一部分企业，实际上没有根本性的不同。二者之间，他倾向于直接拥有整个企业，因为这可以让他对企业最重要的事务拥有决定权，这个重要事务就是资本配置。仅仅购买企业的部分股票有个很大的不利，因为作为二级市场的小股东，你无法控制企业。但这个缺点被两个突出的优点抵消了，巴菲特解释说:第一，虽然不能控股，但是股市上可供选择的投资对象较之非上市公司多很多。第二，股市可以提供更多的发现便宜货的机会。无论在哪种案例中，巴菲特遵循同样的策略是不变的。他寻找那些能看懂的企业，有着长期的光明前景、诚实且能干的管理者，以及，最为重要的是具有吸引力的价格。

“投资时，”他说，“我们以企业分析师的眼光，而不是市场分析师的眼光，也不是宏观经济分析师的眼光，更不是股票分析师的眼光。”这意味着，巴菲特首先是一个企业家，他审视企业的历史，用量化方式评估企业管理质量、财务状况及其购买价格。

**2.**巴菲特投资方法12准则

企业准则

企业是否简单易懂?

企业是否有持续稳定的经营历史?

企业是否有良好的长期前景?

管理准则

管理层是否理性?

管理层对股东是否坦诚?

管理层能否抗拒惯性驱使?

财务准则

重视净资产收益率，而不是每股盈利。

计算真正的“股东盈余”。

寻找具有高利润率的企业。

每一美元的留存利润，至少创造一美元的市值。

市场准则

必须确定企业的市场价值。

相对于企业的市场价值，能否以折扣价格购买到?

谈及股票时， 巴菲特不考虑市场理论、宏观概念、行业趋势，他仅仅基于一个企业运营状况如何，而做出投资与否的决策。他相信如果人们仅仅基于肤浅的概念，而不是对企业基本状况的了解而投资，一旦遇见麻烦，他们便会望风而逃，并极有可能在此过程中亏钱。然而，巴菲特会全面检视所有可能的情况，他关注如下三个方面:

企业应该简单易懂；

企业应该有持续稳定的运营历史；

企业应该有良好的长期远景。

**3.**简单易懂

在巴菲特的观点中，投资者的回报与他们是否懂得自己的投资有关。

多年以来，巴菲特拥有许多不同行业的公司，一些是全资或控股的，一些是参股的。但他对于所有的企业均有敏锐的观察，他了解旗下所有企业的营收、成本、现金流、劳资关系、价格弹性，以及资本配置的需求，他只选择那些在他智力范围内能够理解的企业。他的逻辑很有力，如果在不完全了解的行业里拥有一家企业(无论全部还是部分)，你很难准确解读它的发展或做出明智的决策。

投资成功并不是靠你懂多少，而是认清自己不懂多少。“在自己的能力圈内投资”。

**4.**持续稳定的经营历史

巴菲特不仅规避复杂，他还规避陷人麻烦的企业，甚至规避那些因发展失利而彻底转换方向的企业，经历重大变化的企业会增加犯错的可能。从他的经验看，最好的回报来自那些多年稳定经营提供同样产品或服务的公司。

“重大的变化很难伴随优秀的回报，”据巴菲特观察。不幸的是，很多人的想法恰恰相反，因为一些无法解释的原因，投资者往往被迅速变化的行业或重组中的公司吸引，巴菲特说，投资者总是被明天发生什么所吸引，而忽视企业今天的真实情况。

巴菲特几乎从不关注热门股，只对那些他相信能够成功，并且长期盈利的企业感兴趣。如果一家企业展示了持续稳定的经营历史，年复一年提供同样的产品和服务，推测其持续成功就是合理的。

对于现在正在解决难题的企业，巴菲特也是规避的。经验告诉他，转机很少发生。一个在合理价格上的好企业，比便宜价格的坏企业更有利可图。“查理和我不懂如何解决企业的麻项，”巴菲特承认。“我们所学到的是如何规避它们。我们之所以成功，是因为我们专注于发现并跨越1英尺的跨栏，而不是我们拥有跨越7英尺栏的能力。”

**5.**良好的长期前景

巴菲特将经济的世界分为不等的两部分:少数伟大的企业——他称之为特许经营权; 多数平庸的企业——多数不值得购买。

他定义特许经营权企业的产品或服务:①被需要或渴望:②无可替代;③没有管制。这些特点令这类公同能保持售价，偶尔还能提高售价，却不用担心因此失去市场份额和销量。这种价格弹性是伟大企业的一个显著特点，它令企业能够获得超由平均的资本回报。

“我们喜欢那些能提供高投资回报率的股票，”巴菲特说，“它们存在一种可能性，就是可能继续保有这种优势。” 他接着说，“我看重它们的长期竞争优势，以及持久性。”

无论从个体还是整体来看，这些伟大的企业都具有被巴菲特称为“护城河”的东西，“护城河”能给这些企业带来清晰的优势，防御其他人侵者。护城河越宽，可持续性就越强，他就越喜欢。“投资的关键，”他解释道，“是确定企业的竞争优势。那些具有宽阔持续的护城河的企业，它们的产品或服务能给投资者提供回报。对我来说，最重要的事情是弄清楚护城河有多宽。我所喜欢的，当然是一个大城堡，而且它的周围有着宽大的护城河，里面游着食人鱼和鳄鱼。”

最后， 巴菲特告诉我们，他最简单的投资智慧是：“一个作大企业的定义至少是伟大25~30年。”

反之， 一家平庸企业提供的产品实质上是普通型商品，无法与其他竞争者的产品区分开来。以前， 普通型商品包括石油、天然气、化学品、钢、木材、小麦。今天，电脑、汽车、航空服务、银行和保险也成为普通型产品或服务。尽管有巨大的广告预算，但它们并未形成有意义的产品差异性。

通常，普通商品型企业是低回报企业，“会遇到利润的麻烦。”它们的产品与其他竞争对手无甚区别，这样它们只能在价格上进行竞争，这样当然损害利润。他说:“相比之下，我喜欢的，是那种我明白的、可以持续的经济力量。”

**6.**管理准则

当考虑一项新投资或企业并购，巴菲特非常自信地观察管理层。他告诉我们，伯克希尔购买的企业，必须由他欣赏、信任和具有竞争力的管理层来管理。“道不同，不相为谋。”他说，“无论企业具有多么诱人的前景，与坏人打交道做成笔好生意，我们从来没有遇见过。”

如果发现值得敬佩的管理层，巴菲特从不吝啬赞美之词。年复一年，在伯克希尔年报中董事长致辞的部分，读者总能看到巴菲特对于旗下各个企业管理者的赞誉。

当他考虑一只股票时， 他会尽可能多地考察公同的管理层。他特别看重如下三点:

(1)管理层是否理性?

(2)管理层对股东是否坦诚?

(3)管理层能否抗拒惯性驱使?

巴菲特所给予的最高评价，是管理层像公司的主人一样行为和思考。一个从所有者角度出发的管理层，不会忽视共同的主要目标:提升股东价值。并且他们会做出理性的决策以达成这一目标。

**7.**理性

配置公司资本的能力，是管理层最为重要的能力，因为长期而言，这将决定股东的价值。决定如何处理公司盈利，是继续留在企业内投资，还是分给股东，在巴菲特心中，这是逻辑和理性的练习。“巴菲特认为理性是他管理的伯克希尔的品质，同时是其他公司所缺少的。”

企业如何配置盈余与企业发展周期有关，一个企业发展的不同周期阶段中，它的成长率、销售、盈利、现金流都有巨大变化。在发展阶段，企业会因为研发产品、建立市场而亏损、在接下来的阶段，企业迅速成长而盈利，但成长太快需要支撑，通常它不但保留所有的盈利，而且需要借贷或发行股权去支持成长。在第三阶段——成熟阶段，成长率慢下来，企业产生的盈利现金多过其发展和运营成本所需。最后的阶段——下滑，企业销售和盈利下滑，但仍然能产生额外的现金。在第三和第四阶段，尤其在第三阶段，问题来了:如何配置这些现金?

如果额外的现金被保留在企业内部，能产生高于平均的资产回报率，高于资金的成本，那企业应该保留所有现金进行再投货，这是符合逻辑的。如果保留的现金投资于那些低于平均回报的项目，则是非理性的，但这种现象却很常见。

通常，那些不断投资于低回报项目的管理层认为这种情况是暂时的，他们相信仅凭管理就可以令企业增加盈利。

宣布一个并购计划具有提振投资者信心，同时阻吓狙击者的效果。然而，巴菲特对于购买成长是持有怀疑态度的。一个原因是购买成长的价格过高。另一个原因是，整合和管理一家新企业很容易犯错，而巨大的代价将由股东支付。

巴菲特认为，对于企业增长的盈利，如果不能投资于超越平均回报率的项目，唯一合理和负责任的做法就是分给股东。具体做法有两种:①分红，或提高分红;②回购股票。

股东们拿到分红的现金，可以寻找更高回报的标的。

回购股票时，巴菲特认为回报是两方面的。如果股价低于其内在价值，回购显然是有利的。如果公司股价是50美元而内在价值是100美元，这意味着每次回购都是用1美元付出得到2美元的内在价值。这种交易对于留下的股东是件大好事。

此外，巴菲特说，当管理层在市场上积极回购股份时，这表明他们在心中将自己视为公司的主人，而不是漠视其扩张。这种姿态会向市场传递积极信号，吸引那些寻找优秀管理企业的投资，从而提高股东财富。

**8.**坦诚

巴菲特高度赞扬那些能全面、真实反映公司财务状况的管理层，他们承认错误，也分享成功，对于股东他们开诚布公。

巴菲特还称赞那些有勇气公开讨论失败的管理层。每个公司都会犯错，不管是大的或小的。他认为，太多管理层爱夸大其词，而不是诚实沟通，他们为了自己的短期利益而损坏了大家的长期利益。

他直言不讳地指出，很多年报是虚假的。而在伯克希尔的年报里，巴菲特开诚布公地讨论财务状况和管理表现，无论好坏。这些年来，巴菲特承认在纺织业和保险业遭遇的困难，以及他自己的管理失误。

评论家们发现巴菲特从不避讳公开承认错误，因为他个人在公司持有大量股份，所以他不用担心被解雇。因为巴菲特相信，坦率的品质会令管理层至少与股东一样受益。他说:“在公众场合误导他人的CEO,私底下也会误导自己。”

**9.**惯性驱使

如果管理层面对失误可以获得智慧和信任，为什么还有那么多年报只是鼓吹成功?如果资本配置的逻辑如此简单，为什么还有那么多资本被胡乱分配？据巴菲特观察，答案是有种看不见的力量使然，这种力量就是“惯性”。公司管理层通常具有种旅鼠般的、模仿他人的倾向，即使是愚蠢或不理性的行为。

学生们在学校里被教育说，有经验的管理层诚实、有智慧，能做出理性的商业决策。但当他们进人现实的世界，会吃惊地发现，“当惯性驱使来临时，理性经常枯萎。”

巴菲特相信惯性驱使来自几种令人不安的情况:“一，(组织机构)拒绝改变当前的方向;二，闲不住，仅仅为了填满时间，通过新项目或并购消化手中的现金;三，满足领导者的愿望，无论其多么愚蠢，下属都会准备好新项目的可行性报告:四，同行的行为，同行们是否扩张、收购、 制定管理层薪酬计划等，都会引起没头脑的模仿。”

伯克希尔旗下的所有保险公司仍然遵循一个原则: 正确与否并不仅仅因为大家都这么做。

到底是什么原因导致这种惯性驱使?答案是:人性。大多数管理者不愿意看起来太愚蠢，例如，如果你报出的是季度亏损，而同行们报出季度盈利，这是不是看起来太突兀了，即使大家都像没头脑的旅鼠，不停行军直至集体入海自戕，如果你不跟着大家一起，好像还是很令人尴尬。

做出非常规的决策或转换方向是非常不容易的。如果一个策略能产生长期的良好回报，一个具有良好沟通能力的管理者，应该能够说服股东们接受短期的亏损，并促成公司转型。无力抗拒惯性驱使，常常因为公司股东不愿接受基本面变化的事实。即便管理者认为公司需要改造，计划实施仍然很困难因此，很多人宁愿购买新的公司，也不愿直面现有的问题。

他们为什么要这么做巴菲特列出了三个最有影响的因素:

(1)大多数管理者无法控制自己做事的欲望。这种多动症在商业活动中，经常以收购作为宣泄出口。

(2) 大多数管理者不停地与同业，甚至不同行业的企业，比较销售额、利润、管理层薪酬计划，这也导致公同的多动症。

(3)大多数管理者容易高估自己的能力，就是搞不清楚自己到底能吃几碗干饭。

惯性驱使的最后一个原因是盲目模仿。

巴菲特指出，他们的失败，不是因为受贿或愚蠢，而是因为迫切的惯性使得注定的行为难以抗拒。在群学生面前，巴菲特展示了37个失败的投资银行，它们都有一些擅长的优势，他在那些优势之处打上勾，这些公司都有勤奋的大领导，他们都具有高智商，都具有强烈的进取心，但他们都失败了。他严肃地问:“你们想想，他们为什么会得到失败的下场?让我来告诉你们原因——就是对他人的盲目模仿。

**10.**管理层测试

巴菲特是第一个用这些尺度评估管理层的人——理性、坦率、独立思考——这些比评估财务指标还难，原因很简单，人比数字复杂得多。

巴菲特有幸与全美最优秀的管理者共事，包括大都会的汤姆·墨菲和丹·伯克、可口可乐的罗伯托·戈伊苏埃塔和唐纳德·基奥、富国银行的卡尔·赖卡特。然后，他迅速指出:“如果你将这些人放在制造马鞭的公司里，公司绝不会有太多改变。” 即使是派最优秀的管理者去拯救一个状况欠佳的坏企业，这个企业也难以起死回生。”

**11.**财务准则

例如，他注意到公司的利润并不像行星围绕太阳运行般准确，所以不太看重某个单年度表现，取而代之的，他看重五年的平均表现。对于采用会计戏法，产生令人印象深刻的年终数字、粉饰业绩的做法也往往让他失去耐心。他采用的原则如下:

(1) 重视净资产收益率，而不是每股盈利；

(2) 计算真正的“股东盈余”;

(3) 寻找高利润率的企业;

(4) 企业每留存1美元，必须至少产生一美元的市值。

**12.**净资产收益率

巴菲特将EPS视为一个过滤嘴，因为大多数公司都会留存上一年度的部分公司益余， 这样公司净资产就增大了，没有必要为增加的EPS兴奋。比如一家公司的留存利润增厚了公司10%的净资产，然后其EPS也提升了10%，这有什么好骄傲的?他解释说，这样做与将银行存款产生的利息转存起来，再产生利息没有什么两样。衡量公司的年度表现，巴菲特倾向于使用净资产收益率这个指标——就是盈利除以股东权益。

其次，我们要剔除非经常性项目影响这个比率的分子。巴菲特会排除所有资本损益，以及那些可能提高或降低运营盈利的非经常性项目，他会别除这些特别的年度表现，因为他想知道真正使用资本创造的回报到底如何。他说，这是判断管理层财务表现的最好的单一指标。

此外，巴菲特相信，一个好企业应该在没有负债或极少负债的情况下，也能产生良好的回报。他知道有些企业通过提高资产负债率，来提高净资产收益率，但他不喜欢，“好的企业或好的投资，应该在没有财务杠杆的情况下，也能产生令人满意的回报。”他说。此外，高杠杆企业在经济放缓之时，往往很脆弱。巴菲特宁愿在财务质量上犯错，也不愿意拿伯克希尔股东的利益去冒高负债的险。

尽管态度保守，巴菲特对于债务却没有恐惧症。实际上，他宁愿在不急于用钱时准备好资金，而不是临时急急忙忙到处举债。他注意到，如果进行有利可图的收购时，正好有相应的资金可用，那将是完美时刻，但经验显示现实情况往往相反。便宜的资金会迫使资产价格开高，紧缩的银根和高利率提升负债的成本，也令资产价格走低。在诱人的价格出现时，资金的高成本(高利率)会降低机会的吸引力。

只有未来投资回报能覆盖负债成本时，巴菲特才会这么干。这其中还有一个考虑，因为诱人的商业机会并不经常出现，巴菲特打算时刻做好准备，他说:“如果你想射中罕有的、快速移动的大象，你必须时刻带着猎枪。”

巴菲特没有特别说明什么样的负债水平对于一个企业合适或不合适，这很容易理解:不同的企业会有不同的负债水平，需要根据它们各自的现金流状况。巴菲特明确的是，一家优秀的企业应该在没有负债的情况下，也能创造良好的回报。那些依靠高杠杆负债而产生高回报的企业令人担心。

**13.**股东盈余

“首先需要明白，” 巴菲特说，“并非所有的盈利都是平等创造的。”相对于利润而言， 重资产型企业财报中所提供的利润指标常常是虚的，因为这类企业会被通货膨胀悄悄侵蚀，它们的盈利就像海市蜃楼般并不真实。

一家公司的现金流习惯上被定义为税后净利润，加上折旧、损耗、摊销，以及其他非现金费用。巴菲特解释说，这个定义的问题在于，它遗漏了一个重要的事实:资本支出。一家公司需要将多少当年利润再投入新设备、工厂改进， 才能维持其市场竞争地位？根据巴菲特的观察，绝大多数美国公司的资本支出几乎等同于它们的拆旧。

**14.**利润率

像菲利普·费雪-样，巴菲特注意到，如果管理层不能通过销售产生利润，伟大的企业也会变成糟糕的投资。提升盈利能力并没有什么大秘密:就是控制成本。根据他的经验，高成本运作的经理人会继续增加开销，而低成本运作的经理人总会发现节检之道。

对于那些允许成本开高的经理人，巴菲特没有耐心这样的经理人经常会启动重组计划，令成本追随销售同步上升。每次看到一家公司宣布削减成本的计划时，他都知道管理层并未弄清对于公司股东面言，削减成本意味着什么。“真正优秀的经理人不会在早上醒来说:我今天要削减成本、就像他醒来后不会专门想着需要呼吸一样。” 巴菲特如是说。

巴菲特列出与他共事的那些最优秀的管理者。包括富国银行的卡尔·顿卡特和保罗·黑曾，大都会公司的汤姆·基草和丹·伯克，他们总是大力消减不必要的开支。这两个管理团队“痛恨乱花钱”，即便在利润屡创新高的情况下，他们仍然大力遏制成本就像过紧日子一样。

巴菲特自己在控制成本方面也身体力行，他懂得任何企业的员工规模与每一美元销售的对应关系都存在着一个合适的成本比例。对于伯克希尔的利润率，他非常敏感。

伯克希尔-哈撒韦是个独一无二的公司，它没有法务部门，也没有公共关系部门或投资者关系部门，没有MBA员工组成的进行收购兼并的策略规划部门，伯克希尔的税后成本不到营运利润的1%。大多数同等规模的公同该指标比伯克希尔高出10倍。

**15.**一美元前提

这个指标就是“一美元原则”，该原则认为，公司每留存一美元的利润，至少应该创造一美元的市场价值。

**16.**市场准则

在投资中，价格和价值是一对永远绕不开的话题。

价格和价值不一定相等。如果股市总是有效的，价格将瞬间反映、消化所有的信息。当然，我们知道现实情况不是这样的，至少市场并不总是有效。价格总是由于各种原因围绕价值上下波动，并非总有逻辑性可言。

**17.**确定价值

一个公司的价值决定于在其生存期间，预期产生的所有现金流，在一个合理的利率上的折现。巴菲特解释说:“这样的话，无论是马鞭制造商，还是手机运营商(尽管性质各异)所有企业在经济层面都是一样的。”

巴菲特指出这个方法的使用，非常类似于债券的估值过程。债券通常具有明确的票面利息和到期日，人们可以清楚地知道，它在到期日之前产生的现金流。如果你将所有收到的票息加在一起，然后除以一个合适的贴现率，就会得到债券的当前价格。

对于巴菲特而言，确定企业的价值很简单，只要你能确定两个变量:①现金流;②合适的贴现率。在他心里，对于一个企业未来现金流的预测，就像考虑债券票息一样的确定。如果一个企业的业务简单易懂，并且拥有持续的盈利能力，巴菲特就能以较高的确定性预测其未来的现金流。如果不能，他就会放弃。这正是他的行为方法与众不同之处。

在确定企业未来的现金流之后，他会运用他认为合适的利率作为贴现率。当得知他只使用美国政府长期国债的利率作为贴现率时，很多人感到吃惊，而实际上，这恰恰最接近人们常常谈到的“无风险收益率”。

价值是未来现金折现后的现值。

营业收入、盈利、资产的成长性变化可以增加或减少投资的价值。当投资资本产生高于平均水平的回报时，成长能增加价值。

**18.**低价买人

巴菲特注意到仅仅专注于优秀的企业——业务简明易懂、运营良好、有心系股东的管理层——并不足以保证成功。首先，你必须买在合理的价位;然后，公司的表现符合预期。他指出，如果我们犯错，可能是因为:①我们支付的价格;②管理层;③企业未来的经营状况。第三类的错误估算最为常见。

巴菲特所关注的，不仅仅是公司拥有超越平均水平的资本回报率，还包括能否以低于其内在价值的价格买到。格雷厄姆教他懂得了价格与价值之间存在的安全边际。

安全边际理论从两个方面帮助了巴菲特。首先，为股价下跌提供了保护。如果他算出股价仅仅略微高于内在价值，他是不会出手的。 因为这种情况下只要公司未来的现金流比他预估的相微下滑，股价就可能下跌，以至于低于其买入价。反之，如果内在价值与股票价格之间的安全边际足够大，风险就小很多。例如，巴菲特以低于内在价值25%的价格购买了股票，而之后企业价值意外地减少了10%，他的原始买入价仍然可以产生足够的回报。

安全边际也可以提供超级回报的机会。如果巴菲特准确地看出，一家公司拥有超越平均水平的资产回报率，长期而言，其价值就会增加，相应地股价也会反映出来。一个拥有 15%净资产收益率的公司，长期而言，其股价表现定会优于一个10%的公司。此外，巴菲特运用安全边际理论，可以折扣价买到杰出的公司，然后，当市场纠正其错误，回归正常之时，伯克希尔将大获其利。

**19.**一个伟大企业(中心柱)，随着时间(横轴)的推移，其股东价值(纵轴)将会提升。这张图告诉我们，只要以合适的价格购买，并选择优质的管理层。如果他们的水平高于市场平均，就能避免企业垮掉，最终提升公司价值。

20.聪明的投资者

巴菲特投资哲学最为显著的一点，就是清楚地知道，投资是通过拥有股票而拥有企业，而不仅仅是纸片。他说，购买股票却不考虑公司状况——包括产品和服务、存货、运营资本需求，资本再投资需求(例如工厂和设备)，原材料成本以及劳动关系等，这是不合理的。在《聪明的投资者》一书中，本杰明·格雷厄姆写道:“投资是件最需智慧的事情，就像运营企业一样。” 巴菲特说:“这句话道出了投资的真谛。”

股市参与者可以选择自己的身份:他们既可以企业所有者身份去行动，也可以像玩游戏样去炒股票，或其他反正不是从企业主人角度出发的身份。

那些认为股票仅仅是一片纸，而与公司财务状况毫无联系的持股者，会认为千变万化的股价更能反映公司价值，而不是企业的资产负债表、损益表。他们买进、卖出股票就像打牌一样。巴菲特认为这是愚昧的做法，他认为，拥有整个企业与拥有一部分，对待的心理应该是一样的。

**第四章**

**1.**亨氏食品公司

2013年2月，伯克希尔公司和巴西3G资本公司合作出资 230亿美元，收购了H.J.亨氏食品公司，折合每股72.50美元，比前一天的收盘价溢价20%。

很明显，亨氏食品公司非常符合伯克希尔的胃口，它是世界上最知名的食品公司之一，在全球的识别度类似可口可乐和IBM。享氏深红色的番茄酱，伴随着薯条和其他酱菜出现在千家万户的厨房餐厅里。2012年，公司营业额达到16亿美元，大部分销售来自欧洲，在新兴市场也迅速成长。 巴菲特说:“这正是我们喜欢的公司类型。”

准则:持续的经营历史

在药剂师约翰·彭伯顿发明可口可乐配方的18年前，亨利J.享氏在宾夕法尼亚州的夏普斯堡开始了他的食品包装生意。公司1869年起步时是卖辣根酱，1876 年转向番茄酱。

准则:良好的长期前景

亨氏在全球番茄酱行业稳坐第一把交椅， 今天，在公司销售额前十大市场中有7个是新兴市场。2010 年它收购了福达中国公司，现在公司价值已经翻了一番。2011年它又收购了巴西的美洲康尼速食公同。

准则:确定价值

2012年亨氏报出9.23亿美元的净利润，公司股东盈余为8.47亿美元。

假设在10亿美元基础上，未来十年能以7%的速度增长，之后以5%的速度增长，以9%为贴现率，可以得出价值96.4美元/股。

考虑到新兴市场成长快，这个估值是保守的。

准则:以有吸引力的价格买人

如果公司今后十年能以7%的速度增长，之后保持5%的速度，巴菲特的买人价格仅低于内在价值25%。如果以相当保守的5%增长率计算，只有12%的折扣。必须承认，在这笔交易中，没有我们在其他投资案例中见到的那么大的安全边际，但亨氏的吸引力超过了普通的折扣公式。

准则:理性

从伯克希尔的投资组合中，很容易看出亨氏食品属于巴菲特喜欢的公司类型:生意模式简单易懂;具有长期持续的运营历史:而且，因为亨氏占据了新兴市场的有利地位，公司具有良好的长期远景。

但是在亨氏食品的投资案例中，与巴菲特做出的其他投资相比较，有两个特别需要警惕之处。首先，亨氏食品每1美元净资产对应有6美元的负债。换言之，公司负债水平很高。

其次，公司更换了所有管理层，新的管理团队来自3G资本，它的主人是巴西最富有的人乔格·保罗·莱曼。

过去，巴菲特购买公司后，倾向于保留现有的管理团队继续运营。但在这个案例中，未来运营亨氏的角色由新的管理层担当。

一个共同的标准

通过这些投资案例，你可能会注意到贯穿其间的一个标准:沃伦·巴菲特从不着急卖出股票，即便在他买入后，这些股票表现良好，但股价短期的上升并不令他感兴趣，菲利普·费雪教会巴菲特持有企业好过持有现金。巴菲特说他“满足于无限期持有这些企业，只要它们能产出令人满意的资产回报，管理层能够诚信，以及股价没有过高。” (这些是否令你想起那些准则? )如同他提醒股东的话，他喜欢的持有期限是“永远”。

**第五章**

**1.**好莱坞电影已经给人们留下了深刻的印象:同时接听两个电话，疯狂地记录着什么，同时盯着多个电脑屏幕，上面永远闪烁着不断跳动的数字，一旦股票价格下跌，便显出一脸痛苦的表情。

巴菲特与这样疯狂无度的生活完全无关，他自信且沉静，他无须盯着一大排电脑屏幕，对于每分每秒的价格变化毫无兴趣他考虑的不是每分每秒，不是以天、月、季度为单位的股价变动而是以年，甚至多年为单位。他不需要数以百计的电脑，因为他的持股数量集中而有限。他称自己为 “专注的投资者，我们只投资于少数杰出的公司”。这种集中投资的方法，大大简化了投资组合的管理任务。

集中投资看似简单，但却建立在精密复杂、相互交汇的基础上。

**2.**自1980年到2011年，仅有41%的大型基金的表现胜出标普500指数。

从一个投资人的视角，这两种策略都有吸引之处。通常多元化降低风险，当持有大量不同行业的不同股票之后，投资人就像睡进了暖被窝样感到安全舒适，不再担心他们的投资都放在一个地方，而灾难发生时可能导致全军覆没。通常情况下，这种思维有效，在多元化投资组合中，一只股票跌下去，另一只股票升起来，可以补偿前者。

主动型投资经理达到这个目标的方式，是增加组合里的个股数量。在他们看来，投资组合里的股票数量越多效果就越好，十个好过一个，一百个好过十个。因此，一个传统的基金会持股超过100个不同的股票。指数型基金对此没有异议，因为通常指数本身就是多元化的反映。

那么，巴菲特对于这两种投资策略的看法如何?就这两种方式——指数型和主动型而言，巴菲特毫不犹豫地选择指数型。如果一些投资人不能忍受较高的风险，对资本市场没有什么了解，那么参与指数型投资是一种从股票投资中获益的长期方法。 巴菲特以他独特的风格说道:“通过定投指数型基金，毫无专业知识的投资者实际上会比大多数职业投资者做得更好。”

然后，巴菲特指出还存在第三种可替代的、不同的主动策略，它能将指数型投资的优点大幅提升。这个方法就是集中投资。集中投资的精华之处在于:挑选几只长期而言，能产生超越平均水平回报的股票，将资金大量投在其上，在遭遇短期市场旋涡波动时，忍耐坚持。

从巴菲特的投资准则中，就可以看到对于优秀公司的集中投资。他所选中的公司，都具有长期优异的表现、稳定的管理层、高利润率，并且可预见未来会继续复制过去的成功。集中投资的一核心在于:将你的投资集中在那些可以超越平均表现的、提供最高回报的公司上。

传统老套的多元化问题出在哪里?问题就在于它大大提高了你买一些搞不懂的企业的机会，也就是提高了犯错的概率。那些‘懂一些’的投资人运用巴菲特的准则。买入5~10个股票。有机会对它们进行深入了解。而其他所谓多元化的投资人通常要关注10 ~20家公司。

巴菲特的思想深受费雪影响，而费雪在投资组合管理方面，以其集中投资而闻名，他总是说宁愿持有少数自己非常了解的优秀公司，也不愿意持有大量的平庸公司。

费雪的组合通常保持在10个公司以内，而且其中的三四家会占到总投资的75%比重。

费雪对于巴菲特的影响还体现在，当遇见重大

**3.**喜欢玩二十一点的人对这种策略有着直观的感受，当他们占据优势时，会押下更大的赌注，在这一点上， 投资者与赌博者基于同一学科——数学。在这个案例中，最优化的选择是只押上一只。“我从扑克玩家那里获知，在你占据优势的时候要加大筹码。我知道我在心理上不惧波动，因为我就是在波动中成长起来的。”芒格总结到，他只需持有三只股票就足以应何股票的波动。

**4.**巴菲特说：“我们所做的全部都是，将盈利概率乘上可能盈利的数量，减去亏损的概率乘上可能亏损的数量。”当然，股市比之赌场二十一点要复杂得多，在游戏中，牌的数量是有限的，因而出现各种不同结果的可能也是有限的，而在股市中，有数以千计的上市公司和数以亿万计的投资人，这导致具有无法估量的各种可能性。

**5.**谨慎使用杠杆。在玩大概率游戏时，最大的风险就是过度押注。

**6.**如果你全资拥有一家公司(没有上市)，没有每天的交易价格去衡量其优劣，你如何判断投资成果?你很可能用一些指标去判断，例如净利润增长、资本回报率的提高，或是利润率的改善，你可能简单地以企业自身运营情况来说明是否提高或是降低了价值。

巴菲特说:“举个例子，如果我的选择对象仅仅局限于奥马哈，我首先会试着评估每家公司的长期前景。其次评估这些公司的管理人素质。再次，以合理的价格买入最佳的公司。可以肯定地说，我不会平均地对于奥马哈的每一家公司持有同样的数量。同样的道理，为什么伯克希尔公司在股市上不这么做呢?发现一个伟大的企业和杰出的管理层是如此不易，为什么我们要放弃已被证明的产品呢?我们的座右铭是:如果你一开始就成功，就不要浅尝辄止。”

集中投资是长期投资的重要方法，如果你问巴菲特他理想的持股期限是多久?他会回答:“永远!”只要这家公司还能不断产生超越水平的经济效益，以及公司管理层能理性地配置公司盈利。他说:“以静制动令我们成为智慧的行动者。无论美联储是否调整利率，或华尔街如何预测市场，我们以及公司管理层，都不会因此而热衷于卖出能下金蛋的企业。同样的道理，我们为什么要急于出售手中的股票呢?”

当然，如果你拥有的是一家糟糕的企业，就必须切换了。否则，你需要持有这家状态欠佳的企业很久。但是如果你持有一家杰出的企业，你恐怕根本就不想卖掉它。

而“持有不卖”这种看似懒惰的行为，对于投资经理而言似乎很古怪，因为他们习惯了天

**7.**在你没有将股票首先(以及总是)考虑为一个企业的一部分时，不要进入股市。

准备好勤奋地研究你所投资的公司，以及它们的竞争对手，以至于达到一种状态，那就是没有人比你更了解这个公司，甚至这个行业。

如果你没有做好五年(十年更好)的时间准备，不要开始你的集中投资。

做集中投资时不要使用财务杠杆。一个没有财务杠杆的投资组合可帮助你更快地达到目标。记住，在股市大跌时，一个意外的要求追加保证金的电话，会毁掉你精心设计的完美计划。

成为一个集中投资者需要适当的性格及人格特质。

一些投资人宁愿叫嚷着“股市发生了什么”，也不愿安静地读一份公司年报。与其参与那些讨论股市趋势或利率变化的鸡尾酒会，还不如花30分钟时间读一读公司最近的公告。

**第六章**

**1.**你或许还记得第1章里提到，巴菲特和姐姐多丽丝起用攒下的钱，以38.25美元/股，买了6股城市服务优先股。数月后，该股跌到26.95美元，下跌30%。无论从金融角度还是从情感角度，巴菲特一次买股票的经历都是令人失望的。我想人们能够理解，因为他当时年仅11岁。

即便是在如此小小年纪，巴菲特还是做了功课的，包括分析股价走势图。然而，姐姐想着投资上的亏损，没有一天不跑过来唠叨弟弟。后来，等城市服务优先股回升至成本价，他们的投资终于安全了，巴菲特将其卖出，赚了点小钱。随即，看着它难以置信地飙升超过200美元/股。

整个股票市场是所有股市交易者的集体行为的综合，可以毫不夸张地说，整个市场就是被心理的力量推来推去的。

当要做出投资决策时，我们的行为有时会变得飘忽不定，经常是相互矛盾，偶尔甚至是愚蠢。

**第八章**

**1.**行为优势

巴菲特告诉我们，成功的投资不要求有高智商，或在商学院接受高等教育。最为重要的是性格，当他谈到性格时指的是理性。理性的基石就是回望过去、总结现在，分析若干可能情况，最终做出抉择的能力。

那些了解巴菲特的人都认为，是理性令其与众不同。芒格说:“在我哈佛法学院的班上，有数以千计的同学，我熟悉所有的尖子生，但他们中没有一个能像巴菲特那样，大脑如同超级理性的机器。”理性是巴菲特投资过程中最为重要的特点。

《巴菲特:一个美国资本家的成长》一书的作者洛温斯坦说:“巴菲特的天分体现在耐心、自律和理性。

作为伯克希尔董事的比尔·盖茨，也同样认为理性是巴菲特最为突出的特征。他们两人曾花一下午时间，在西雅图的华盛顿大学礼堂里，回答学生们的提问。第一个学生的问题是:“你如何成为今天的样子?你怎么变得比上帝还富有?”巴菲特深吸了一口气，开始回答:

“在我的例子中， 如何变成今天这个样子实际上非常简单。这与IQ无关，我肯定你们听了会很高兴。最重要的是理性。我总是将IQ或天赋视为电机的马力，但是动力的输出——也就是马达的效率——却依赖于理性。很多人拥有400马力的电机，但是只有100马力的输出功率，这还不如只有200马力的电机全数输出的效率。”

决定如何配置公司的盈利是管理层最为重要的决策;决定如何配置自己的资金是一个投资人最为重要的决策。在决策时运用理性思维是巴菲特最为欣赏的特质。

**2.**分析优势

当巴菲特投资时，他看的是企业，而大部分投资人看的是股价，他们花很多时间关注股价、预测股价走势，却很少花时间了解他们部分拥有企业的基本面，这就是巴菲特与众不同的根源所在。

拥有和运作一家企业， 给了他独特的优势去分析思考， 他经历过企业的成功和失败，并将经验运用在股票市场上。巴菲特说:“你能向一条鱼解释在陆地上行走的感觉吗?这或许需要一千年的时间， 管理企业也一样。”

巴菲特认为，投资者与企业家应该用同样的方式看待企业，因为他们想要的是同一样东西。企业家想买的是全部，而投资者买的是部分。如果你问个企业家在购买一家企 业时如何考虑，他们可能会说:“它能产生多少现金?”

记住，股市常常躁狂抑郁，有时会对于未来的前景欣喜若狂，有时会莫名其妙的低落。当然，这也创造了机会，特别是当杰出公司的股价出乎意料的低下之时。如果你不受那些具有躁狂抑郁症倾向的股评家的影响，也不被市场牵着鼻子走，这时市场将不再是你的导师，而仅仅是帮助你买卖股票的工具。如果你相信市场比你更聪明，就全部买指数基金。但如果你对自己有信心，那么自己做分析研究企业，别理会股市涨跌。

巴菲特不会粘着电脑，不会盯着屏幕的涨涨跌跌，没有电脑似乎过得不错。如果你打算拥有一个杰出的企业数年之久，那么股市上每天价格的波动无关紧要。你会惊喜地发现，即便你没有时时刻刻盯着股市行情，你的组合却也表现不错。如果你不相信，就试一试，先试试48小时不看行情，不要看电脑、手机、报纸、电视、广播上任何关于股价的信息，如果两天之后，你持有的公司无恙，请接着试一试三天，然后一个星期。很快，你就会相信，在没有盯着股价的情况下，你的投资很健康，持有的公司也运作良好。

巴菲特说:“我们买了股票之后，即便股市关闭一两年，我们也不会担心。例如我们拥有100%股权的喜诗糖果，我们根本不需要每天有什么报价来证明我们干得好不好。同样的道理，为什么我们需要给可口可乐每天报价呢?”很清楚，巴菲特告诉我们，他不需要股价来证明伯克希尔的投资是否成功，对于个人投资者也-样。当你关注股市时，只要想着:“近来是否有愚蠢的家伙给我提供了低价买入好公司的机会?”如果是这样，你的水平就和巴菲特差不多了。

就像人们毫无意义地浪费了很多时间担心股市一样，他们同样根本不必担心宏观经济。首先，没有人能预测经济，就像没有人能预测股市一样。其次，如果你只是挑选那些在特定经济条件下才能获利的股票，那么你就不可避免地卷入了投机。无论你是否准确地预测了经济大势，你都需要不断调整组合，以便从下一次经济周期中获利。巴菲特倾向于购买那些在任何经济环境下均能获利的企业。当然，宏观经济环境会影响公司的利润率，但无论经济环境如何变化，最终，巴菲特型的企业都能获利良好。相对于那些仅能在预测准确的情况下才能获利的股票，时间是优秀企业的好朋友。

**3.**组织优势

伯克希尔的成功基于三个支柱:

首先，公司的各个子公司产生大量的现金流，向上供给奥马哈总部。这些现金来源于公司旗下巨大的保险业务运作的浮存金，以及那些全资拥有的非金融子公司的运营盈利。

其次，巴菲特作为资本的配置者，将这些现金进行再投资，投资于那些能产生更多现金的机会。于是更多的现金反过来给了他更多的再投资的可能，如此循环往复。你一定能想象这样的画面。

最后一个支柱是去中心化。每一个子公司都有各自富有才华的管理团队负责日常工作，不需要巴菲特操心。这背后的益处在于，可以让巴菲特集中100%的精力，专注于资本配置的工作，这正是他天才所在之处。巴菲特的管理宣言可以总结为:“聘请最好的管理团队，别再为管理操心。”今天，伯克希尔旗下拥有80多个子公司，超过27万名员工，但公司总部仅有23名员工。

伯克希尔-哈撒韦公司的组织结构比单一公司结构更有力。《局外人:八个非传统的CEO和他们的成功理性蓝图》的作者威廉·桑代克指出。“巴菲特发展了一种世界观，它的核心着重于建立与优秀的人与企业的长期联系，避免不必要的频繁换手，以免打断复利增长的节奏，这对于价值的创造至关重要。”

因为频繁换手存在成本，我不仅仅是说交易成本和资本利得税。在巴菲特心里，换手成本更多地与人性有关。如果你集合了最好的企业，拥有最好的管理层，由最好的股东提供融资，接下来应该是一段长期复利增长的美好旅程，为什么还要打断这个各种强有力因素结合在一起的价值创造的过程呢?

**4.**发现你自己的道路

巴菲特专注于这些模式，而不关心股市中数以百万计的股民们无法预测的行为模式。他说:“我发现，分析公司的基本面比分析市场的人心要容易得多。”

长久以来，人们将自己的价值观放错了地方，所以股市属从于投机的力量。久而久之，人们改变了自己，在财务道路上陷入灾难性的陋习。

巴菲特在过去有过失误，毫无疑问，在未来依然有可能还会有失误。但是投资成功不意味着没有失误，它来自于正确多于错误。

《巴菲特之道》这本书也不例外，它告诉你如何减少那些困扰了很多人的、错误的行为，例如预测市场、经济、股价等，它也告诉你如何抓住正确的、应该做的一些简单的事情，例如企业估值。巴菲特投资时，仅考虑两个变量:企业的价格和价值。

因为你不再担心股市、经济大势或预测股价，现在你可以花更多时间了解你的企业。花越多时间阅读公司年报和行业的相关报道，你越会变成企业一样的行业专家。

最终，最好的投资来源于你自己的发现。

在巴菲特的态度中，很容易发现这种和谐，他总是乐观、稳健，每一天都神采突突地去上班。他说:“我拥有我想要的生活。我热爱每一天。我的意思是，我每天都跳着舞去上班，写那些我真欢的人一起工作。”他继续说道:“这世界上没有什么比得上我在伯克希尔工作更有乐趣，很幸运我在这里。