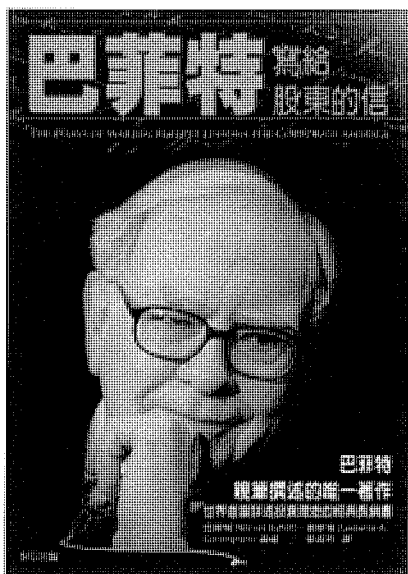


《巴菲特写给股东的信》导读报告



总裁书香轩

2008年12月20日导读活动报告

作者：

[美] 巴菲特 W. Buffett

康宁汉 L. A. Cunningham 编著

整理：

李菁

导读主席：

陈培深

导读组员：

冯国才·高志强·王宝兴·李添南

导读主席 陈培深：

■ 当华伦·巴菲特捐出 \$310 亿美元时，CNBC与他进行一个小时的采访。这是其中一些精采的内容：

1. 他在11岁时开始买股票而他现在后悔太迟进场
 - 当时(1941年)的东西都很便宜
 - 鼓励您的孩子尽早投资
2. 他在 14 岁时，用派报纸赚来(省下来)的钱购买了一个小农场
 - 当时可以用少许的贮蓄购买许多东西
 - 鼓励您的孩子(尽早)从事一些事业
3. 他仍然住在奥马哈市那间只有3个睡房的小旧屋，这是 50 年前，当他结婚时所购买的。他说屋子里有他所需要的一切用品。他的屋子并没有另外的一道墙或篱芭。
 - 不要买超过他真正需要东西 “ ”
 - 鼓励您的孩子具有相同想法和做做
4. 他自己驾车到各地，并没有雇用司机或保安人员随行。
 - 做好你自己 You are what you are
5. 虽然他拥有世界最大的私人飞机公司，但他从不乘私人飞机到处旅行。
 - 时常想想你如何能用最经济的方法完成任务。
6. 他的企业，波克夏(伯克希尔·哈撒韦)Berkshire Hathaway拥有63家公司。他每年只写一封信给这些公司的最高执行官，给他们来年的目标。他从来不与他们定期召开会议或打电话。
 - 安排正确的人在正确的岗位上

7. 他只给他的（子公司）总裁们两个条规。
条规 1：不要让他的股东(投资者)亏损。
条规 2：不要忘记条规1。
➤ 设定目标并确保下属把焦点放在目标
8. 他很少参加上流社会的社交活动。回家后的消遣是自制爆玉米和观看电视。
➤ 不要到处炫耀自己，做好你自己并做你喜欢做的事
9. 巴菲特没有手机，在办公桌上也没有电脑。
10. 2006年世界首富，皮尔盖兹Bill Gates，在2001年与巴菲特首次会面。当时盖兹不认为他与巴菲特有任何共同之处，因此只安排半个小时会谈。两人一见面，会谈达10个小时，从此以后，盖兹成为巴菲特的拥护者。

■ 导论

- 基本面价值主导投资策略的执行
- 投资具备优良经济特质、且有卓越经理人经营的公司
- 集中化

■ 本文摘要：

- 企业监督：经理人与股东的关系
- 企业财务及投资
- 普通股股票：盈余 * 股息，股票分割
- 合并与收购
- 会计与税赋：会计的重要及局限

第一章：企业监督

1. 与事业主相关的企业原则

经理人是股东资金的管理者，最好的经理人在做商业决策时，会将股东的利益放在心上。

- 股东才是拥有人、在同一条船上
- 成长率
- 产生现金 / 资本报酬
- 盈余数字（坦诚）
- 少借贷
- 不牺牲股东利益
- 用事实结果检验
- 和立发行股票
- 长期持有、守
- 坦诚、事实

1. 必要时才讨论、“无可奉告”

2. 董事会及经理人

谁来评估最高执行长？

- 坦率沟通
- 扬弃管理组织的公式，任命有能力、诚实
- 努力的管理人
- 审慎遴选合适的 CEO
- 有商业头脑的、事业主型董事

3. 关厂的焦虑

经理人工作成效的好坏，和所处的产业比较有关联，与管理方式是否有效较无关

4. 以事业主为本位的企业慈善行为

- 除了明显且直接嘉惠企业本身的捐赠行为外，以股东的喜好作为决定依据，而不已主管或董事的偏好为主。

5. 有原则的主管酬劳政策

反对滥用股票选择权

- 资本报酬率（增长效益）
- 论功行赏
- 选择权利个人（无风险），不利企业
- 选择权的三个看法

第二章：企业财务及投资

■ 巴菲特是股神？经营之神？

- 信 ~ 相信投资能致富；
- 解 ~ 深刻了解股市的操作与各投资工具的长短；
- 行 ~ 将理念付诸行动；
- 证 ~ 实事证明：他是对的……

■ 巴菲特的价值投资理念 — 信

- 效率市场理论的偏差；
- 市场先生（Mr Market）是我们的投资事业合伙人；
- 安全边际原则（Margin of Safety）；
- 将股票视为拥有一家企业部分所有权；
- 集中火力投资，回报更高。

■ 巴菲特的价值投资理念 — 信

- 市场先生（Mr Market）：
~ 投资人假想中的事业合伙人。
☛ 他随时愿意买进投资人手中拥有的事业股权或以市场价格卖出他所持有的股份。

- ☛ 市场先生的情绪很不稳定，容易因心情的起伏而摇摆不定，有时候他提出的价格远高过价值，但有时候价格又远低于价值很多，如果他越躁郁，他出的价格和价值间的差距就越大，他所提供的投资机会也就越吸引人。

**启示：市场先生—他是你的仆人，不是响导。

■ 巴菲特的价值投资理念 — 解

- 效率市场理论 (Efficient Market Theory):
在效率市场中公开交易的证券，其相关讯息会迅速地反映到股价上。在现代财务理论中，这是最高的指导原则。
 - ☛ 对了一半。但大多市场，不全然具有效率，也不是永远有效率。
- 价格 Price = 价值 Value ?
价值投资法 (Value Investing) vs 成长投资法 (Growth Investing) ~ 多此一说!
- 安全边际原则 (Margin of Safety):
 - ☛ 指股票的价格远低于企业的价值(即用四十分的价格去买一元的钞票)
 - ☛ 除非投资人有足够理由相信自己所付出的价格，远低于可能获得的价值，否则就不应当投资某支股票
- 发现优质的企业 (三大准则):
 - ☛ 稳定，甚至高度发展的潜能;
 - ☛ 可持续性发展的商业模式;
 - ☛ 绝对诚实可靠和有能力的管理团队。
- 投资回报 (Returns):
 - ☛ 原始的投资金额 + 合理报酬的购买力 (Purchasing Power after Tax)
 - ☛ 投资风险 (Risks):
 - ☛ 遭受损失或伤害的可能性
 - ☛ 原始的投资金额 — 亏损 (包括机会成本)
 - ☛ 不是股价的相对波动性或会遭到亏损的机率;
 - ☛ 一般人对寿险认知的误差。
- 套利 Arbitrage (四大考虑因素):
 1. 机率有多高?
 2. 资金可能要被套牢多久?
 3. 会不会有更好 / 更坏的消息出现?
 4. 若预期事件未能如期发生，该怎么办?

■ 巴菲特的价值投资理念 — 证

- “不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里。”
 - ☛ 现代投资组合理论：天有不测风云，务必作好避险工作
- “把所有的鸡蛋放在几个篮子里，然后小心看好篮子”
 - ☛ 为什么要把钱投入第二十家最好的选择，而不投入最好的第五家或十家？

- 什么时候应该分散投资？
 - ☞ 对投资一无所知或一知半解；
 - ☞ 如果投资人对某种产业的经济特质并不了解，可持续定时定额地投资指数型基金。
 (Dollar Cost Averaging Principle. eg)
 - * 反之，专注于五到十支股票，——不是玩股票，而是买企业

■ 巴菲特的价值投资理念 – 结语

- 什么时候应该‘分散’或‘专注’投资？
- 世事无绝对
 - * 当别人贪婪的时候要害怕，当别人害怕的时候要贪婪

第三章：普通股

1. 交易之恶：交易成本
2. 吸引你想要的投资人
3. 股利政策
4. 股票分割与交易量
5. 股东的策略
6. 波克夏的资本重组

■ 导读者的部分解析：

- 目前大部分产业股低于市值（企业价值）。
- 行业——看好银行股在这一轮洗牌后，有大的增值潜能。
- 分析一个股票的情况，最重要要学会看这个公司的现金流量如何，是否有太高的负债危险。
- 对公司的价值判断，主要就是取自3个方面：1、现金流，2、净资产值，3、产业本身的位置
- 对比两个公司的情况，一般上是以自己主观的看法为主导。

第四章：合并与收购

1. 不好的动机与高价策略
2. 合理的股票回购与反收购
3. 融资收购
4. 正确的收购政策
5. 出售事业

第五章：会计与赋税

■ 一般公认会计原则：编排，原始数据报表

■ 提供关键数据

1. 公司值多少钱
2. 未来的偿债能力
3. 经理人的表现

■ 会计骗局 P275

■ 完整盈余 P284

■ 经济无形资产与会计无形资产 P293

■ 事业主盈余和现金流量的谬误 P308

■ 内在价值、帐面价值、市场价值 P31

- 问题：如果隆胸手术全套费用是 \$1,000 1,000，现在只做一边，请问需要付费多少？
答案是：300（一波三折： $1,000 \times 30\% = \$300$ ）
- 问题二：如果狗的尾巴，也算是腿。请问：狗有几条腿？
答案是：4 条腿
- 请牢记：即使是专家说的，狗尾巴也不可能变成狗腿。P336

■ 赋税与投资哲学 P346

■ 税赋篇：波克夏是联邦所得税的重要纳税人 P346

1993年=1992年全美企业所得税税金的0.5%

营运盈余的税金

资本利得的税金

■ 散户：一个没有能力控制股价，与大户资讯完全不对称的人。

- 大股东和小股东在利益分享部分存在严重的失衡。巴菲特推崇“保留盈余”，因为他拥有足够份量股份，有关属于他的“保留盈余”部分，会出现在他（控股公司）的损益报表上。
- 我们散户（又称小股东，或称小股民）的“保留盈余”，并不会显示在自己的财富列表上，无论您准备保有多少年。（不信？去银行贷款部门洽谈融资，她们肯定会当您是疯子）
- 散户的实际盈利来自股价的溢价和股息派发（未发派的盈利既是“保留盈余”，巴菲特认为这部分对该企业的营运有正面的意义，会带动企业股价的增值）。
- （骗子！大股东与散户的利益摊分是严重失衡的；散户的利益是非常被动的，您无法影响大股东分派多余的“保留盈余”，而这部分“保留盈余”常常引来贪婪的大鳄的觊觎。）
- 至于会计报表的可靠性，散户只有“殆志大条”（出大事了）时，才知道死了。（今天的早报报导，英国又出事了；企业诚信破产，许多投资者蒙受损失。）
- 当然，散户频繁进出，必须顾及交易成本，约等于交易款额的1%。

导读主席总结

- 股神巴菲特认为自己最大的价值，是来自于资本管理的能力。
- 华伦巴菲特领导的波克夏公司在2007年共拥有76家公司。他去年写给股东的信：公司的净值Net Worth是123亿美元。每一股的账面价值Book value增加11%。
- 43年来波克夏（由他接管后）的每人账面价值由\$19增加至\$78,008，每年平均增长21.1%，而 S&P 的同期平均增长只有 10.3%。
- 巴菲特的成功来自：
 1. 自信：他从小坚信自己会成为百万富翁
 2. 自强：好学，
 3. 自觉：对于投资与管理很有定见 / 原则
 4. 自律：不论在事业或私生活都很严谨
 5. 自我超过：从爱财到回馈社会
我的目的不是赚钱，而是享受赚钱的过程！
- 他给年轻人的忠告是：

远离信用卡（银行贷款），投资在你自己并记得：

 - A. 金钱无法创造一个人，但人可以创造金钱（财富）
 - B. 生活尽可能过得简单些
 - C. 别让他人告诉你做什么，只是听听，但做你自己觉得好的事
 - D. 不要追逐名牌，只穿你觉得舒服的衣服
 - E. 不要浪费你的金钱在不必要的东西；只用在你必须的用品上
 - F. 这究竟是你的生命，为什么要让别人来规划你的生活
- “最快乐的人，不一定要拥有全部最好的东西。他们懂得珍惜在眼前出现的一切。”
- 让我们选择我们想要的生活！