

# 论基本的、普世的智慧，及其与投资管理和商业的关系

---

1994年4月14日，南加州大学马歇尔商学院

本文因曾经刊登在1995年5月5日的《杰出投资者文摘》上而享有极高的知名度。这篇演讲是1994年查理在南加州大学吉尔福德·巴伯科克教授的商务课上发表的。查理在这次演讲中谈到了许多话题，从教育系统到心理学，再到拥有常识和非常识的重要性，几乎无所不谈。在解剖企业管理的过程中，他精辟地描述了各种心理效应给企业带来的利弊。他还为投资、企业管理以及日常生活中的决策——查理认为这才是最重要的——提供了一套杰出的原则。

你阅读这篇文章的时间投资将会很快因文本对你决策力的影响而获得回报。

今天，我想对你们的学习课题做点小小的变动——今天的主题是选股艺术，它是普世智慧艺术的一个小分支。这让我可以从普世智慧谈起——我感兴趣的是更为广泛的普世智慧，因为我觉得现代的教育系统很少传授这种智慧，就算有传授，效果也不是很明显。

所以呢，这次演讲展开的方式将会有点像心理学家所说的“祖母的规矩”——这个规矩来自于祖母的智慧，她说你们必须先吃完胡萝卜，然后才准吃甜点。

这次演讲的胡萝卜部分涉及的是普世智慧的广义课题，这是个很好的切入点。毕竟，现代教育的理论是，你应该先接受一般的教育，再专门钻研某个领域。我认为，从某种程度上而言，在你成为一个伟大的选股人之前，你需要一些基础教育。

这次演讲展开的方式将会有点像心理学家所说的“祖母的规矩”——这个规矩来自于祖母的智慧，她说你们必须先吃完胡萝卜，然后才准吃甜点。

因此，为了强调我有时候会开玩笑地称之为灵丹妙药的普世智慧，我想先来灌输给你们几个基本的概念。

基本的、普世的智慧是什么？嗯，第一条规则是，如果你们只是记得一些孤立的事物，试图把它们硬凑起来，那么你们无法真正地理解任何东西。如果这些事物不在一个理论框架中相互联系，你们就无法把它们派上用场。

你们必须在头脑中拥有一些思维模型。你们必须依靠这些模型组成的框架来安排你的经验，包括间接的和直接的。你们也许已经注意到，有些学生试图死记硬背，以此来应付考试。他们在学校中是失败者，在生活中也是失败者。你必须把经验悬挂在头脑中的一个由许多思维模型组成的框架上。

思维模型是什么呢？这么说吧，第一条规则是，你必须拥有多元思维模型——因为如果你只能使用一两个，研究人性的心理学表明，你将会扭曲现实，直到它符合你的思维模型，或者至少到你认为它符合你的模型为止。你将会和一个脊椎按摩师一样——这种医师对现代医学当然是毫无所知的。那就像谚语所说的：“在手里拿着铁锤的人看来，每个问题都像钉子。”当然，脊椎按摩师也是这样治病的。但这绝对是一种灾难性的思考方式，也绝对是一种灾难性的处世方式。所以你必须拥有多元思维模型。

这些模型必须来自各个不同的学科——因为你们不可能在一个小小的院系里面发现人世间全部的智慧。正是由于这个原因，诗歌教授大体上不具备广义上的智慧。他们的头脑里没有足够的思维模型。所以你必须拥有横跨许多学科模型。

你们也许会说：“天哪，这太难做到啦。”但是，幸运的是，这没有那么难——因为掌握八九十个模型就差不多能让你成为拥有普世智慧的人。而在这八九十个模型里面，非常重要的只有几个。

诗歌教授大体上不具备广义上的智慧。他们的头脑里没有足够的思维模型。所以你必须拥有横跨许多学科模型。

所以让我们来简单地看看哪些模型和技巧构成了每个人必须拥有的基础知识，有了这样的基础知识之后，他们才能够精通某项专门的艺术，比如说选股票。

首先要掌握的是数学。很明显，你必须能够处理数字和数量问题，也就是基本的数学问题。

除了复利原理之外，一个非常有用的思维模型是基本的排列组合原理。在我年轻的时候，高中二年级就会学到这些。目前在比较好的私立学校，我想应该八年级左右就开始学了吧。

大脑的神经系统是经过长期的基因和文化进化而来的。它并不是费马—帕斯卡的系统。它使用的是非常粗略而便捷的估算。

这是非常简单的数学知识。帕斯卡（1623-1662）和费马（1601-1665）在一年的通信中完全解决了这个问题。他们在一系列书信中就随便把它给解决了。

要掌握排列组合原理并不难。真正困难的是你在日常生活中习惯于几乎每天都应用它。费马—帕斯卡的系统与世界运转的方式惊人地一致。它是基本的公理。所以你真的必须得拥有这种技巧。

许多——可惜还是不够——教育机构已经意识到这一点。在哈佛商学院，所有一年级学生都必须学习的定量分析方法是他们所谓的“决策树理论”。他们所做的只是把高中代数拿过来，用它来解决现实生活中的问题。那些学生很喜欢这门课程。他们为高中代数能够在生活中发挥作用而感到惊奇。总的来讲，事实已经证明，人们不能自然、自动地做到这一点。如果你们懂得基本的心理学原理，就能理解人们做不到这一点的原因，其实很简单：大脑的神经系统是经过长期的基因和文化进化而来的。它并不是费马—帕斯卡的系统。它使用的是非常粗略而便捷的估算。在它里面有费马—帕斯卡系统的元素。但是，它不好用。

所以你们必须掌握这种非常基础的数学知识，并在生活中经常使用它——就好比你们想成为高尔夫球员，你们不能使用长期的进化赋予你的挥杆方式。你们必须掌握一种不同的抓杆和挥杆方法，这样才能把你打高尔夫的潜力全部发挥出来。

如果你没有把这个基本的、但有些不那么自然的基础数学概率方法变成你生活的一部分，那么在漫长的人生中，你们将会像一个踢屁股比赛中的独腿人。

诗歌教授大体上不具备广义上的智慧。他们的头脑里没有足够的思维模型。所以你必须拥有横跨许多学科模型。

如果你没有把这个基本的但有些不那么自然的基础数学概率方法变成你生活的一部分，那么在漫长的人生中，你们将会像一个踢屁股比赛中的独腿人。这等于将巨大的优势拱手送给了他人。

这么多年来，我一直跟巴菲特同事；他拥有许多优势，其中之一就是他能够自动地根据决策树理论和基本的排列组合原理来思考问题。而且它也并不难理解。

但你必须对会计有足够的理解，才能明白它的局限——因为会计虽然是（商业活动的）出发点，但它只是一种粗略的估算。要明白它的局限不是很难。例如，每个人都知道，你们能够大概地估算出

一架喷气式飞机或者其他东西的使用寿命。可是光用漂亮的数字来表达折旧率，并不意味着你对实际情况有真正的了解。

为了说明会计的局限，我常常举一个跟卡尔·布劳恩有关的例子。布劳恩是一个非常伟大的商人，他创建了C.F.布劳恩工程公司。该公司设计和建造炼油厂——那是很难的事情。而布劳恩能够准时造好炼油厂，让它们顺利而高效地投产。这可是一门了不起的艺术。

布劳恩是个地道的德国人，他有许多趣闻轶事。据说他曾经看了一眼炼油厂的标准会计报表，然后说：“这是狗屁。”

于是他把所有会计都赶走了，召集手下的工程师，对他们说：“我们自己来为我们的商业流程设计一个会计系统吧。”后来炼油厂的会计工作吸取了卡尔·布劳恩的许多想法。布劳恩是一个非常坚毅、非常有才华的人，他的经历体现了会计的重要性，以及懂得标准会计局限性的的重要性。

他还有个规矩，来自心理学；如果你对智慧感兴趣，那么应该记住这个规矩——就像记住基本的排列组合原理一样。

他要求布劳恩公司所有的交流必须遵守“五何”原则——你必须说明何人因何故在何时何地做了何事。如果你在布劳恩公司里面写一封信或指示某人去做某事，但没有告诉他原因，那么你可能会被解雇。实际上，你只要犯两次这种错误，就会被解雇。

你们也许会问，这有那么重要吗？嗯，这也跟心理学的原理有关。如果你能够将一堆模式的知识组合起来，回答一个又一个为什么，你就能够更好地思考；同样道理，如果你告诉人们事情的时候，总是告诉他们原因，他们就能更深刻地理解你说的话，就会更加重视你说的话，也会更倾向于听你说的话。就算他们不理解你的理由，他们也会更倾向于听你的话。

如果你告诉人们事情的时候，总是告诉他们原因，他们就能更深刻地理解你说的话，就会更加重视你说的话，也会更倾向于听从你说的话。就算他们不理解你的理由，他们也会更倾向于听你的话。

正如你想要从问一个又一个的“为什么”开始获得普世的智慧一样，你在跟别人交流沟通时，也应该把原因讲清楚。就算答案很浅显，你把“为什么”讲清楚仍是一种明智的做法。

哪些思维模型最可靠呢？答案很明显，那些来自硬科学和工程学的思维模型是地球上最可靠的思维模型。而工程学的质量控制理论——至少对你我这样的非专业工程师来说也是很重要的核心部分——其基础恰好是费马和帕斯卡的基础数学理论。

一项工程的成本这么高，如果你付出这么高的成本，你就不会希望它垮掉。这全是基本的高中数学知识。德明带到日本的质量控制理论，无非就是利用了这些基础的数学知识。

我认为大多数人没有必要精通统计学。例如，我虽然不能准确地说出高斯分布的细节，不过我知道它的分布形态，也知道现实生活的许多事件和现象是按照那个方式分布的。所以我能作一个大致的计算。

但如果你们要我算出一道高斯分布方程，要求精确到小数点后10位，那我可算不出来。我就像一个虽然不懂帕斯卡可是打牌打得很好的扑克牌手。

顺便说一声，这样也够用了。但你们必须像我一样，至少能粗略地理解那道钟形曲线。

当然，工程学里面的后备系统是一种非常有用的思想，断裂点理论也是一种非常强大的思维模型。物理学里面的临界质量概念是一种非常强大的思维模型。

所有这些理论都能在日常生活中派上很大的用场。所有这些成本—收益分析——见鬼了，又全是基本的高中代数知识——只不过是会被一些吓唬人的术语打扮得漂亮一点而已。

你们可以轻而易举地证明这一点：在座各位只要看过一个非常普通的职业魔术师的表演，就肯定曾经看见许多其实并没有发生的事情正在发生，也肯定曾经看不见其实正在发生的事情。

我认为第二种可靠的思维模型来自生物学/生理学，因为我们大家毕竟在基因构造方面都是相同的。

接下来当然就是心理学啦，它更加复杂。但如果你想拥有任何普世的智慧，心理学是太过重要了。

原因在于，人类的感知器官有时候会短路。大脑的神经线路并非总是畅通无阻的，也不拥有无穷多的线路。所以那些懂得如何利用这种缺点、让大脑以某种错误方式运转的人能够使你看到根本不存在的东西。

这又涉及认知功能，它和感知功能不同。你们的认知功能同样容易受误导——实际上是比感知功能更加容易受误导。同样的，你的大脑缺乏足够的神经线路等等——于是出现各式各样的自动短路问题。

所以当外部因素以某些方式结合起来——或者更常见的是，有个人像魔术师那样有意地操控你，让你发生认知错乱——你就成了任人摆布的蠢货啦。

一个使用工具的人应该了解它的局限，同样道理，一个使用认知工具的人也应该了解它的局限。顺便说一声，这种知识可以用来操控和激励别人。

人类的头脑既是宇宙的光荣，也是宇宙的耻辱。

所以心理学最有用、最具实践价值的部分——我个人认为聪明人一个星期就能被教会——是极其重要的。可惜没有人教过我。我不得不在后来的生活中一点一点地学习。那可是相当辛苦的。这个道理十分简单，全学到手之后，我觉得自己（从前）是个十足的傻子。

没错，我曾经在加州理工学院和哈佛法学院受过教育。所以名牌大学为你们和我这样的人提供了错误的教育。

心理学的基础部分——我称之为误判心理学——是极其重要的知识。它包括了大约20个小原则。而且它们还相互影响，所以有点复杂。但它的核心内容重要得让人难以置信。

有些聪明绝顶的人由于忽略了它而犯下了非常神经的错误。实际上，过去两三年我就犯了几次这样的大错。人不可能完全避免犯愚蠢的错误。

帕斯卡还说过一句话，我觉得那是思想史上最精确的论断之一了。帕斯卡说：“人类的头脑既是宇宙的光荣，也是宇宙的耻辱。”

确实如此。人类的大脑拥有这种巨大的力量。然而它也经常出毛病，作出各种错误的判断。它还使人们极其容易受其他人操控。例如，阿道夫·希特勒的军队有大约一半是由虔诚的天主教徒组成的。若是受到足够高明的心理操控，人类会做出各种匪夷所思的事情。

我现在使用一种双轨分析。

从个人的角度来讲，我已经养成了使用一种双轨分析的习惯。首先，理性地看，哪些因素真正控制了涉及的利益？其次，当大脑处于潜意识状态时，会自动形成哪些潜意识因素——这些潜意识因素总的来讲有用但（在具体情况下）却又常常失灵？

接下来我们要谈到的是另外一种不那么可靠的人类智慧——微观经济学。我发现把自由的市场经济——或者部分自由的市场经济——当做某种生态系统是很有用的思维方式。

动物在合适生长的地方能够繁衍，同样地，那些在商业世界中专注于某个领域——并且由于专注而变得非常优秀——的人，往往能够得到他们无法以其他方式获得的良好经济回报。

可惜能这么想的人不多，因为早在达尔文时代以来，工业大亨之类的人认为适者生存的法则证明他们确实拥有过人的能力——你们也知道的，他们会这么想：“我最富有。所以，我是最好的。真是老天有眼。”

人们对工业大亨的这种反应很反感，所以很不愿把经济想成一种生态系统。但实际上，经济确实很像生态系统。它们之间有很多相似之处。

跟生态系统的情况一样，有狭窄专长的人能够在某些狭窄领域中做得特别好。动物在合适生长的地方能够繁衍，同样地，那些在商业世界中专注于某个领域——并且由于专注而变得非常优秀——的人，往往能够得到他们无法以其他方式获得的良好经济回报。

一旦开始谈论微观经济学，我们就会遇到规模优势这个概念。现在我们更为接近投资分析了——因为规模优势在商业的成败中扮演了至关重要的角色。

例如，全世界所有商学院都教学生说，一个巨大的规模优势是成本会沿着所谓的经验曲线下降。那些受到资本主义的激励和想要改善生产的人们只要加大产量，就能够让复杂的生产变得更有效率。

规模优势理论的本质是，你生产的商品越多，你就能更好地生产这种商品。那是个巨大的优势。它跟商业的成败有很大的关系。

让我们看看规模优势都有哪些——尽管这会是一个不完整的清单。有些优势可以通过简单的几何学得以说明。如果你打算建造一个油罐，很明显，随着油罐的增大，油罐表面所需的钢铁将会以平方的速率增加，而油罐的容量将会以立方的速率增加。也就是说，当你扩建油罐时，你能用更少的钢铁得到更多的容积。

有许多事情是这样的，简单的几何学——简单的现实——能够给你一种规模优势。

例如，你能够从电视广告中得到规模优势。在电视广告最早出现的时候——也就是在彩色电视机第一次走进我们的客厅的时候，它是一种强大得令人难以置信的东西。早期三家电视网络公司拥有大概90%的观众。

我会为了区区五分钱而把某样我不了解的东西放到嘴巴里去吗？——这毕竟是非常私人的地方。

嗯，如果你们是宝洁公司，你们有足够的财力使用这种新的广告手段。你们能够承担起非常高昂的电视广告费用，因为你们卖出的产品多得不得了。有些势单力薄的家伙就做不到。因为他付不起那笔钱，所以他无法使用电视广告。实际上，如果你们的产量不够大，你们也用不起电视广告——那是当时最有效的宣传技巧。

所以当电视出现的时候，那些规模已经很大的名牌公司获得了巨大的推动力。实际上，它们生意蒸蒸日上，发了大财，直到其中有些变得脑满肠肥，这是发财后会出现的情况——至少对有些人来说是这样。

你的规模优势可能是一种信息优势。如果我去到某个偏远的地方，我可能会看到绿箭的口香糖和格罗兹的口香糖摆在一起。我知道绿箭是一种令人满意的产品，可是对格罗兹毫不了解。如果绿箭卖四十美分，格罗兹卖三十五美分，你们觉得我会为了区区五分钱而把某样我不了解的东西放到嘴巴里去吗？——这毕竟是非常私人的地方。

所以绿箭只是因为拥有了很高的知名度而获得了规模优势——你们也可以称之为信息优势。

另外一种规模优势来自心理学。心理学家使用的术语是“社会认同”（Social Proof）。我们会——潜意识地，以及在某种程度上有意识地——受到其他人的认同的影响。因此，如果大家都在买一样东西，我们会认为这样东西很好。我们不想成为那个落伍的家伙。

这种情况有时候是潜意识的，有时候是有意识的。有时候，我们清醒而理智地想：“哇，我对这东西不熟悉。他们比我了解得更多。那么，为什么我不跟着他们呢？”

由于人类心理而产生的社会认同现象使商家可以极大地拓宽产品的销售渠道，这种优势自然是很难获得的。可口可乐的优势之一就是它的产品几乎覆盖了全世界各个角落。

喏，假设你们拥有一种小小的软饮料商品。要怎样才能让它遍布地球各个角落呢？全球性的销售渠道——这是大企业慢慢建立的——是非常大的优势……你们不妨想一下，如果你们在这方面拥有足够的优势，别人想要动摇你们的地位是很难做到的。

规模优势还有另外一种。有些行业的情况是这样的，经过长期的竞争之后，有一家企业取得了压倒性的优势。最明显的例子就是日报。在美国，除了少数几个大城市之外，所有城市都只有一家日报。

这同样跟规模有关。如果我的发行量占到绝大多数的份额，我就能拿到绝大多数的广告。如果我拥有了大量的广告和发行量，还有谁想看那份更薄、信息量更少的报纸呢？所以会慢慢出现赢家通吃的局面。那是一种独特的规模优势现象。

同样的，所有这些巨大的规模优势使企业内部能够进行更为专门的分工。每个员工因此能够把本职工作做得更好。

这些规模优势非常强大，所以当杰克·韦尔奇到通用电气时，他说：“让它见鬼去吧。我们必须在每个我们涉足的领域做到第一或者第二，否则我们就退出。我不会在乎要解雇多少人，卖掉哪些业务。如果做不到第一或者第二，我们宁可不做。”

《星期六晚报》和其他所有那些刊物都消失了。我们现在拥有的是《越野摩托》——它的读者是一群喜欢参加巡回比赛、在比赛时开着摩托车翻跟头的傻子。

韦尔奇那么做显得铁面无情，但我认为那是非常正确的决定，能够使股东的财富最大化。我也不认为这种做法有什么不文明的，因为我认为自从有了杰克·韦尔奇之后，通用电气变得更加强大了。

当然，规模太大也有劣势。例如，我们——我说的是伯克希尔·哈撒韦——是美国广播公司（ABC）最大的股东。我们旗下有很多刊物都倒闭了——被竞争对手打败了。它们之所以能够打败我们，是因为它们更加专业。

那么，他们的效率比我们高得多。他们能够告诉更多负责企业差旅部门的人。另外，他们不用浪费墨水和纸张把材料寄给那些没有兴趣阅读的差旅部门。那是一个更有效的系统。由于我们没他们专业，所以一败涂地。

《星期六晚报》和其他所有那些刊物的下场都是这样的。它们消失了。我们现在拥有的是《越野摩托》——它的读者是一群喜欢参加巡回比赛、在比赛时开着摩托车翻跟头的傻子。但他们关注它。对他们来说，它就是生活的主要意义。一份叫做《越野摩托》的杂志完全是这些人的必需品。它的利润率会让你们流口水。

只要想想这些刊物的读者群体有多专就知道了。所以缩小规模、加强专业化程度能够给你带来巨大的优势。大未必就是好。

当然，规模大的缺陷是……这使竞争变得更有趣，因为大公司并非总是赢家——企业变大之后，就会出现官僚机构的作风，而这种作风会造成敷衍塞责的情况——这也是人类的本性。

大公司并非总是赢家……企业变大之后，就会出现官僚机构的作风。

这时企业内部的激励机制会失灵。例如，如果你们在我年轻时为AT&T工作，当时它是个很大的官僚机构。谁会真的在乎股东利益或别的什么事呢？而且在官僚机构里面，当工作从你手上转到别人手上时，你会认为工作已经完成了。但是，当然了，它实际上当然尚未完成。在AT&T把它应该发送的

电讯发送出去之前，它是尚未完成的。所以，这种大型、臃肿、笨拙、麻木的官僚机构就是这样的。

它们还会导致某种程度的腐败。换句话说，如果我管一个部门，你管一个部门，我们都有权力处理这件事，那么就会出现一种潜规则：“如果你不找我麻烦，我也不会找你麻烦，这样我们都高兴。”于是就出现了多重管理层，以及不必要的相关成本。然后呢，在人们没法证明这些管理层是有必要存在的情况下，任何事情都要花很长时间才能办成。他们反应迟钝，做不了决定，头脑灵活的人只能围着他们打转。

电视刚出现的时候，整个市场由一家公司主导——哥伦比亚广播公司（CBS）。

大规模的弊端向来在于它会导致庞大、笨拙的官僚机构——最糟糕的、弊病最多的官僚机构当然是各种政府部门，它们的激励机制真的很差劲。这并不意味着我们不需要政府——因为我们确实需要。但要让这些大型的官僚机构办点事是让人非常头疼的问题。

所以人们开始找对策。他们设立了分散的小单位以及很棒的激励和培训计划。例如，大企业通用电气就用惊人的技巧和官僚作风斗争。但那是因为通用电气的领袖是个天才和激情的结合体。他们在他还够年轻的时候就扶他上位，所以他能掌权很久。当然，这个人就是杰克·韦尔奇。

但官僚作风很可怕……随着企业变得非常庞大和有影响力，可能会出现一些失控的行为。看看西屋电器就知道了。他们愚蠢地放出几十亿美元的贷款给房地产开发商。他们让某个从基层爬上来的人——我不知道他是做什么起家的，可能是电冰箱之类的——来当领袖，突然之间，他借了大量的钱给房地产开发商盖酒店。这是以己之短，攻人之长。没隔多久，他们就把几十亿美元输光了。

哥伦比亚广播公司是个有趣的例子，它印证了另外一条心理学原则——巴甫洛夫联想。如果人们说了你确实不想听的话——也就是让你不高兴的话——你会自然而然地生出抵触情绪。你必须训练自己摆脱这种反应。倒不是说你一定会这样。但如果你不加以注意，就很可能这样。

电视刚出现的时候，整个市场由一家公司主导——哥伦比亚广播公司。佩利（注：哥伦比亚广播公司前董事长和奠基人，美国著名企业家，被称为哥伦比亚广播公司之父）就像神一样。但他听不得逆耳忠言，他的手下很快就发现了这一点。所以他们只跟佩利说他喜欢听的话。结果没隔多久，他就生活在一个谎言编织的世界里，而公司的其他一切都败坏了——虽然它还是一个伟大的企业。

哥伦比亚广播公司的各种蠢事都是由这种风气造成的。比尔·佩利掌权的最后十年真像是疯帽匠的茶话会。

这绝对不是惟一的例子。企业高层严重失控的情况是很普遍的。当然，如果你们是投资人的话，情况可能会大不相同。可是如果你们像巴里那样，在得到CBS之后，进行那么多的收购，聘请那么多的愚蠢顾问——投资银行家、管理顾问之类的人，这些人都拿着非常高的薪水——那么情况就会极其糟糕。

所以生活就是两种力量之间无休无止的斗争，一边是获得上面提到的那些规模优势，另一边是变得像美国农业部那样人浮于事——农业部的人只是坐在那里，什么也不做。我不知道他们到底干了些什么，但我知道他们没干几件有用的事。

就规模经济的优势这个话题而言，我觉得连锁店非常有趣。想想就知道啦。连锁店的概念是一个迷人的发明。你得到了巨大的采购能力——这意味着你能够降低商品的成本。那些连锁店就像大量的实验室，你可以用它们来做实验。你变得专门化了。

如果有个小商店的老板试图在上门推销的供货商影响下选购27类不同的产品，他肯定会作出很多愚蠢的决定。但是如果你的采购工作是在总部完成的，旗下有大量的商店，那么你可以请一些精通冰箱等等商品的聪明人来完成采购工作。

那些只有一个人负责全部采购的小商店会出现糟糕的局面。曾经有个故事，故事里一家小商店堆满了食盐。一个陌生人走进去，对店主说：“哇，你肯定卖掉很多盐。”店主的回答是：“没有啦。卖给我盐的那个人才卖掉了许多盐。”

所以连锁店在采购上有巨大的优势。此外还有一套完善的制度，规定每个人应该做些什么。所以连锁店可以成为很棒的企业。

阿肯色州本顿威尔市一个身无分文的家伙如何打败西尔斯·罗巴克呢？他用一生的时间完成了这项伟业——实际上，他只用了半生的时间，因为当他开出第一家小商店时，他已经相当老了……  
沃尔玛的历史很有意思，它最初只有一家店，在阿肯色州，而当时最具声望的百货商店是坐拥数十亿美元资产的罗巴克·西尔斯。阿肯色州本顿威尔市一个身无分文的家伙如何打败罗巴克·西尔斯呢？他用一生的时间完成了这项伟业——实际上，他只用了半生的时间，因为当他开出第一家小商店时，他已经相当老了……

连锁店这个游戏，他玩得比谁都努力，玩得比谁都好。实际上沃尔顿并没有什么创新。他只是照搬其他人做过的所有聪明事——他更为狂热地去做这些事，更有效地管理下属的员工。所以他能够把其他对手都打败。

他在早期采用了一种非常有趣的竞争策略。他就像一个为奖牌而奋斗的拳手，想弄到一份辉煌的战绩，以便跻身决赛，成为电视的焦点。他是怎么做的呢？他出去找了42个不堪一击的对手，对吧？结果当然是胜出、胜出、胜出——连赢42次。

精明的沃尔顿基本上打败了早期美国小城镇的其他零售商。虽然他的系统效率更高，但他可能无法给那些大商店当头一棒。但由于他的系统更好，他当然能够摧毁这些小城镇的零售商。他一再、再而三地这么做。然后，等到规模变大之后，他开始摧毁那些大企业。

嗯，这真是一种非常、非常精明的策略。

你们也许会问：“这种做法好吗？”嗯，资本主义是非常残酷的。但我个人认为，世界因为有了沃尔玛而变得更加美好。我想说的是，你们可以把小城镇的生活想得很美好。但我曾经在小城镇生活过很多年。让我告诉你们吧——你们不应该把那些被沃尔玛摧毁的小企业想得太美好。

此外，沃尔玛的许多员工都是优秀能干的人，他们需要养家糊口。我并没有低级文化打败高级文化的感觉。我认为那种感觉无非是怀旧和幻觉。但不管怎么说，沃尔玛这个有趣的模式让我们看到了当规模和狂热结合起来能够产生多大的威力。

这个有趣的模式也向我们说明了另外一个问题——罗巴克·西尔斯虽然拥有很大的规模优势，但那种人浮于事的官僚作风却给它造成了可怕的损失。西尔斯有许许多多的冗员。它的官僚习气非常严重。它的思维很慢，而且它思考问题的方式很僵化。如果你的头脑出现了新的想法，这种系统会反对你。它拥有一切你能想像得到的大型官僚机构的弊端。

平心而论，西尔斯也有大量的优点。但是它不如山姆·沃尔顿那么精简、苛刻、精明和有效率。所以没隔多久，西尔斯所有的规模优势就都抵挡不住沃尔玛和其他零售商同行的猛烈进攻了。

自从雏鹰号首航以来，这些航空公司的股东净收益却是负数——非常可观的负数。

这里有个模式一直让我们很困惑。也许你们能够更好地解决它。许多市场最终会变成两三个——或者五六个——大型竞争对手的天下。在一些那样的市场里面，没有哪家公司能赚到钱。但在其他市场中，每家公司都做得很好。

这些年来，我们总是试图弄清楚一个问题，为什么某些市场的竞争在投资者看来比较理性，能给股东带来很多收益，而有些市场的竞争却是破坏性的，摧毁了股东的财富。

如果是像机票这样的纯粹商品，你们能够理解为什么没人能赚钱。我们坐在这里也能想像得到航空公司给世界带来的好处——安全的旅游、更丰富的体验、和爱人共度的美好时光，等等。然而，自从雏鹰号首航（注：世界上第一次成功载人飞行）以来，这些航空公司的股东净收益却是负数——非常可观的负数。航空业的竞争太过激烈，一旦政府管制放松，就会严重损害股东的财富。然而，在其他领域，比如说麦片行业，几乎所有大公司都赚钱。如果你是一家中等规模的麦片制造商，你也许能够赚到15%的利润；如果你非常厉害，也许就能够赚到40%。在我看来，麦片厂商之间的竞争非常激烈，它们有很多促销活动，派发优惠券什么的，但为什么还能赚那么多钱呢？我无法完全理解。

很明显，麦片行业里存在着品牌认同的因素，这是航空业所缺乏的。这肯定是（麦片行业如此赚钱的）主要原因。

也有可能是大多数麦片制造商已经学到了教训，不会那么疯狂地去争夺市场份额——因为如果有某个厂家拼命想要抢占更多市场份额的话……例如，假使我是家乐氏，我觉得我必须占有60%的市场，我认为我能够拿走麦片制造业的大多数利润。那么我会在扩张过程中毁了家乐氏。但我认为我能抢到那么多市场份额。

在某些行业里，商家的行为像发神经的家乐氏，而其他行业则不会出现那种情况。可惜我并没有一个完美的模型来预测那种情况怎样就会发生。

平例如，如果你观察瓶装饮料市场，你会发现，在许多市场，百事可乐和可口可乐能赚很多钱，而在其他许多市场，它们毁掉了两家特许经营商的大多数利润。这肯定跟每个特许经营商对市场资本主义的适应性有关。我想你们必须认识牵涉其中的人，才能完全理解这是怎么回事。

当然，在微观经济学里，你们会看到专利权、商标权、特许经营权等概念。专利权非常有趣。在我年轻时，我觉得专利权很不划算，投入的钱比得到的钱多。法官倾向于否认专利权——因为很难判断哪些是真正的创新，哪些是仿制原来的产品。那可不是一下子就能全部说清楚的事情。

但现在情况发生了变化。法律没有变，但是管理部门变了——现在专利诉讼都由专利法庭来解决。而专利法庭非常支持专利权。所以我觉得现在那些拥有专利权的人开始能够赚大钱了。

当然，商标向来给人们赚很多钱。如果有个很著名的商标，对一个大企业来讲那可是件很棒的事情。

特许经营也可以是很棒的。如果某个大城市里只有三个电视频道，而你拥有其中一个，每天你只能放那么多小时的节目。所以在有线电视出现之前，你拥有自然的寡头垄断优势。

如果你获得了特许经营权，在机场开设了惟一的一家食品店，还有专属的客户，那么你就拥有了某种小小的垄断。

微观经济学的伟大意义在于让人能够辨别什么时候技术将会帮助你，什么时候它将会摧毁你。大多数人并没有想通这个问题。但像巴菲特这样的家伙就想通了。

微观经济学的伟大意义在于让人能够辨别什么时候技术将会帮助你，什么时候它将会摧毁你。

例如，以前我们做过纺织品生意，那是个非常糟糕的无特性商品行业，我们当时生产的是低端的纺织品——那是真正的无特性商品。有一天，有个人对沃伦说：“有人发明了一种新的纺织机，我们认为它的效率是旧纺织机的两倍。”沃伦说：“天哪，我希望这种新机器没这么厉害——因为如果它确实这么厉害的话，我就要把工厂关掉了。”他并不是在开玩笑。

他是怎么想的呢？他的想法是这样的：“这是很糟糕的生意。我们的利润率很低，我们让它开着，是为了照顾那些年纪大的工人。但我们不会再投入巨额的资本给一家糟糕的企业了。”

他知道，更好的机器能极大地提高生产力，但最终受益的是那些购买纺织品的人。厂家什么好处也得不到。

他们并没有进行第二步分析——也就是弄清楚有多少钱会落在你手里，多少钱会流向消费者。这个道理很浅显——有好些各式新发明虽然很棒，但只会让你们花冤枉钱，你们的企业就算采用了它们也改变不了江河日下的命运。因为钱不会落到你手里。改善生产带来的所有好处都流向消费者了。

与之相反，如果你拥有奥斯科什惟一的报纸，有人发明了更为有效的排版技术，然后你甩掉旧的技术，买进花哨的新电脑之类的，那么你的钱不会白花，节约下来的成本还是会回到你手上。

总之，那些推销机器的人——甚至是企业内部那些催促你购买设备的员工——会跟你说使用新技术将会为你节省多少成本。然而，他们并没有进行第二步分析——也就是弄清楚有多少钱会落在你手里，多少钱会流向消费者。我从来没有见到有哪个人提出过这第二步分析。我总是遇到这些人，他们总是说：“你只要购买这些新技术，三年之内就能把成本收回来。”

所以你不断地购买一些三年内可以收回成本的新玩意，这么做了20年之后，你获得的年均回报率只有不到4%。这就是纺织业。

并不是说那些机器不好，只是节省下来的钱没有落到你手里。成本确实降低了，但那个购买设备的家伙并没有得到成本降低带来的好处。这个道理很简单，很初级，可是却经常被人忘记。

微观经济学里面还有个模型我也觉得非常有趣。在现代文明社会，科学技术突飞猛进，所以出现了一种我称之为竞争性毁灭的现象。假设你拥有一家最好的马鞭厂，突然之间，社会上出现了不用马的汽车。过不了几年，你的马鞭生意就完蛋了。你要么去做另外一种不同的生意，要么从此关门大吉——你被摧毁了。这种事情总是反复地发生。

收款机是对文明社会的重大贡献。

当新的行业出现时，先行者会获得巨大的优势。如果你是先行者，你会遇到一种我称之为“冲浪”的模式——当冲浪者顺利冲上浪尖，并停留在那里，他能够冲很长很长一段时间。但如果他没冲上去，就会被海浪吞没。

但如果人们能够站稳在海浪的前沿，他们就能够冲很久，无论是微软、英特尔或者其他公司，包括早期的国民收款机公司（NCR），都是如此。

收款机是对文明社会的重大贡献。它是一个很有意思的故事。帕特森是个小零售商，没赚到什么钱。有一天，有人卖给他一台早期的收款机，他把它放到商店的收银台。这台收款机立刻让他扭亏为盈，因为有了它之后，店里的职员想偷钱就难多了。

但帕特森是个聪明人，他并没有想：“这对我的零售店有帮助。”他的想法是：“我要做收款机的生意。”自然，他创办了国民收款机公司。

他冲上了浪尖。他拥有最好的销售系统，最多的专利，其他一切也都是最好的。他狂热地致力于一切与此有关的技术改进。我的档案里还有一份早年国民收款机公司的年报，帕特森在年报中阐述了他的经营方法和目标。一只受过良好教育的大猩猩也能明白，在当时入股帕特森的公司完全是百分百赚钱的事情。

当然，这正是投资者寻找的良机。在漫长的人生中，你只要培养自己的智慧，抓住一两次这样的好机会，就能够赚许许多多的钱。总而言之，“冲浪”是一个非常强大的模式。

然而，伯克希尔·哈撒韦一般并不投资这些在复杂的科技行业“冲浪”的人。毕竟我们既古怪又老派——这一点你们可能已经注意到啦。

沃伦和我都不觉得我们在高科技行业拥有任何大的优势。实际上，我们认为我们很难理解软件、电脑芯片等科技行业的发展的实质。所以我们尽量避开这些东西，正视我们个人的知识缺陷。

这同样是一个非常非常有用的道理。每个人都有他的能力圈。要扩大那个能力圈是非常困难的。如果我不得不靠当音乐家来谋生……假设音乐是衡量文明的标准，那么我不知道必须把标准降到多低，我才能够有演出的机会。

所以你们必须弄清楚你们有什么本领。如果你们要玩那些别人玩得很好而你们一窍不通的游戏，那么你们注定会一败涂地。那是必定无疑的事情。你们必须弄清楚自己的优势在哪里，必须在自己的能力圈之内竞争。

沃伦和我都不觉得我们在高科技行业拥有任何大的优势。

如果你们想要成为世界上最好的网球球员，你们可以开始努力，然后没多久就发现这是痴人说梦——其他人的球技是你们望尘莫及的。然而，如果你们想要变成伯米吉地区最好的管道工程承包商，你们之中大概有三分之二的人能够做到。这需要下定决心，也需要智慧。但不久之后，你们将会逐渐了解有关伯米吉管道生意的一切，掌握这门艺术。只要有足够的训练，那是个可以达到的目标。有些人虽然无法在国际象棋大赛上获胜，也无缘站在网球大赛的球场上与对手比试高低，但却可以通过慢慢培养一个能力圈而在生活中取得很高的成就——一个人成就既取决于天资，也取决于后天的努力。

有些优势是可以通过努力获取的。我们大多数人在生活中所能做到的无非就是成为一个伯米吉的优秀管道工程承包商之类的人物。毕竟能够赢得国际象棋世界大赛的人是很少的。

所以你们必须弄清楚你们有什么本领。如果你们要玩那些别人玩得很好而你们一窍不通的游戏，那么你们注定会一败涂地。

你们当中有些人也许会有机会在新兴的高科技领域——英特尔、微软等公司——“冲浪”。虽然我们自认为对该行业并不精通，完全不去碰它，但这并不意味着你们去做的话是不理智的行为。

好啦，关于基本的微观经济学模型就说这么多了，加上一点心理学，再加上一点数学，就构成了我所说的普世智慧的普遍基础。现在，如果你们想要从胡萝卜转到甜点的话，我就来谈谈如何选择股票——在此过程中，我将会应用这种普世智慧。

我不想谈论新兴市场、债券投机之类的东西。我只想简单地说说如何挑选股票。相信我，这已经够复杂的了。而且我要谈论的是普通股的选择。

第一个问题是：“股市的本质是什么？”这个问题把你们引到我从法学院毕业之后很久才流行起来——甚至是肆虐横行——的有效市场理论。

生活的铁律就是，只有20%的人能够取得比其他80%的人优秀的成绩。

相当有意思的是，世界上最伟大的经济学家之一竟然是伯克希尔·哈撒韦的大股东，自从巴菲特掌管伯克希尔之后不久，他就开始投钱进来。他的教科书总是教导学生说股市是极其有效率的，没有人能够打败它。但他自己的钱却流进了伯克希尔，这让他发了大财。所以就像帕斯卡在那次著名的赌局中所做的一样，这位经济学家也对冲了他的赌注。

股市真的如此有效，乃至没有人能打败它吗？很明显，有效市场理论大体上是正确的——市场确实十分有效，很难有哪个选股人能够光靠聪明和勤奋而获得比市场的平均回报率高出很多的收益。

确实，平均的结果必定是中等的结果。从定义上来说，没有人能够打败市场。正如我常常说的，生活的铁律就是，只有20%的人能够取得比其他80%的人第四章第二讲：论基本的、普世的智慧195优秀的成绩。事情就是这样的。所以答案是：市场既是部分有效的，也是部分低效的。

顺便说一声，我给那些信奉极端的有效市场理论的人取了个名字——叫做“神经病”。那是一种逻辑上自洽的理论，让他们能够做出漂亮的数学题。所以我想这种理论对那些有很高数学才华的人非常有吸引力。可是它的基本假设和现实生活并不相符。

还是那句老话，在拿着铁锤的人看来，每个问题都像钉子。如果你精通高等数学，为什么不弄个能让你的本领得到发挥的假设呢？

我所喜欢的模式——用来把普通股市场的概念简化——是赛马中的彩池投注系统。如果你停下来想一想，会发现彩池投注系统其实就是一个市场。每个人都去下注，赔率则根据赌注而变化。股市的情形也是这样的。

一匹负重较轻、胜率极佳、起跑位置很好等等的马，非常有可能跑赢一匹胜率糟糕、负重过多等等的马，这个道理就算是傻子也能明白。但如果该死的赔率是这样的：劣马的赔率是1赔100，而好马的赔率是2赔3。那么利用费马和帕斯卡的数学，很难清清楚楚地算出押哪匹马能赚钱。股票价格也以此方式波动，所以人们很难打败股市。

然后马会还要收取17%的费用。所以你不但必须比其他投注者出色，而且还必须出色很多，因为你必须将下注金额的17%上缴给马会，剩下的钱才是你的赌本。

如果你停下来想一想，会发现彩池投注系统其实就是一个市场。每个人都去下注，赔率则根据赌注而变化。股市的情形也是这样的。

给出这些数据之后，有人能够光靠聪明才智打败那些马匹吗？聪明的人应该拥有一些优势，因为大多数人什么都不懂，只是去押宝在幸运号码上等等诸如此类的做法。因此，如果不考虑马会收取的交易成本，那些确实了解各匹马的表现、懂得数学而又精明的人拥有相当大的优势。

可惜的是，一个赌马的人再精明，就算他每个赛马季能够赢取10%的利润，扣除上缴的17%的成本之后，他仍然是亏损的。不过确实有少数人在支付了17%的费用之后仍然能够赚钱。

我年轻的时候经常玩扑克，跟我一起玩的那个家伙什么事情都不做，就靠赌轻驾车赛马为生，而且赚了许多钱。轻驾车赛马是一种相对低效的市场。它不像普通赛马，你不需要很聪明也能玩得好。我的牌友所做的就是把轻驾车赛马当做他的职业。他投注的次数不多，只在发现定错价格的赌注时才会出手。通过这么做，在全额支付了马会的费用——我猜差不多是17%——之后，他还是赚了许多钱。

你们肯定会说那很少见。然而，市场并非是完全有效的。如果不是因为这17%的管理费用，许多人都能够在赌马中赢钱。它是有效的，这没错，但它并非完全有效。有些足够精明、足够投入的人能够得到比其他人更好的结果。

股市的情况是相同的——只不过管理费用要低得多。股市的交易费用无非就是买卖价差加上佣金，而且如果你的交易不是太频繁的话，交易费用是相当低的。所以呢，有些足够狂热、足够自律的聪明人将会比普通人的结果。

聪明人在发现这样的机会之后会狠狠地地下注。他们碰到好机会就下重注，其他时间则按兵不动。就是这么简单。

那不是轻而易举就能做到的。显然，有50%的人会在最差的一半里，而70%的人会在最差的70%里。但有些人将会占据优势。在交易成本很低的情况下，他们挑选的股票将会获得比市场平均回报率更好的成绩。

要怎样才能成为赢家——相对而言——而不是输家呢？

我们再来看看彩池投注系统。昨晚我非常碰巧地和圣塔安妮塔马会的主席一起吃晚饭。他说有两三个赌场跟马会有信用协议，现在他们开设了场外投注，这些赌场实际上做得比马会更好。马会在收取了全额的管理费后把钱付出去——顺便说一下，大量的钱被送到拉斯维加斯——给那些虽然缴纳了全额管理费但还是能赢钱的人。那些人很精明，连赛马这么不可预料的事情也能赌赢。

上天并没有赐予人类在所有时刻掌握所有事情的本领。但如果人们努力在世界上寻找定错价格的赌注，上天有时会让它们找得到。

聪明人在发现这样的机会之后会狠狠地地下注。他们碰到好机会就下重注，其他时间则按兵不动。就是这么简单。

成为赢家的方法是工作、工作、工作、再工作，并期待能够看准几次机会。这个道理非常简单。而且根据我对彩池投注系统的观察和从其他地方得来的经验，这么做明显是正确的。

然而在投资管理界，几乎没有人这么做。我们是这么做的——我说的我们是巴菲特和芒格。其他人也有这么做的。但大多数人头脑里面有许多疯狂的想法。他们不是等待可以全力出击的良机，而是认为只要更加努力地工作，或者聘请更多商学院的学生，就能够在商场上战无不胜。在我看来，这种想法完全是神经病。

你需要看准多少次呢？我认为你们一生中不需要看准很多次。只要看看伯克希尔·哈撒韦及其累积起来的数千亿美元就知道了，那些钱大部分是由十个最好的机会带来的。而那是一个非常聪明的人——沃伦比我能干多了，而且非常自律——毕生努力取得的成绩。我并不是说他只看准了十次，我想说的是大部分的钱是从十个机会来的。

所以如果能够像彩池投注的赢家那样思考，你们将能够得到非常出色的投资结果。股市就像一场充满胡话和疯狂的赌博，偶尔会有定错价格的良机。你们可能没有聪明到一辈子能找出1000次机会的程度。当你们遇到好机会，就全力出击。就是这么简单。

当沃伦在商学院讲课时，他说：“我用一张考勤卡就能改善你最终的财务状况；这张卡片上有20格，所以你只能有20次打卡的机会——这代表你一生中所能拥有的投资次数。当你把卡打完之后，你就再也不能进行投资了。”

他说：“在这样的规则之下，你才会真正慎重地考虑你做的事情，你将不得不花大笔资金在你真正想投资的项目上。这样你的表现将会好得多。”

在我看来，这个道理是极其明显的。沃伦也认为这个道理极其明显。但它基本上不会在美国商学院的课堂上被提及。因为它并非传统的智慧。

在我看来很明显的是，赢家下注时必定是非常有选择的。我很早就明白这个道理，我不知道为什么许多人到现在还不懂。

我想人们在投资管理中犯错的原因可以用一个故事来解释：我曾遇到一个卖鱼钩的家伙。我问他：“天哪，你这些鱼钩居然是绿色和紫色的。鱼真的会上钩吗？”他说：“先生，我又不是卖给鱼的。”

许多投资经理的做法跟这个鱼钩销售员是相同的。他们就像那个把盐卖给已经有太多盐的店主的家伙。只要那个店主继续购买食盐，他们就能把盐卖出去。但这对于购买投资建议的人来说是行不通的。

如果你们的投资风格像伯克希尔·哈撒韦，那么你们很难得到现在这些投资经理所获取的报酬，因为那样的话，你们将会持有一批沃尔玛股票、一批可口可乐股票、一批其他股票，别的什么都不需要做。你们只要坐等就行了。客户将会发财。不久之后，客户将会想：“这家伙只是买了一些好股票，又不需要做什么，我干嘛每年给他千分之五的报酬呢？”

投资者考虑的跟投资经理考虑的不同。决定行为的是决策者的激励机制，这是人之常情。然而在投资管理界，几乎没有人这么做。我们是这么做的——我说的我们是巴菲特和芒格。其他人也有这么做的。但大多数人头脑里面有许多疯狂的想法。他们不是等待可以全力出击的良机，而是认为只要更加努力地工作，或者聘请更多商学院的学生，就能够在商场上战无不胜。在我看来，这种想法完全是神经病。

决定行为的是决策者的激励机制，这是人之常情。所以制定正确的激励机制是非常、非常重要的教训。

说到激励机制，在所有企业中，我最欣赏的是联邦快递。联邦快递系统的核心和灵魂是保证货物按时送达——这点成就了它产品的完整性，它必须在三更半夜让所有的飞机集中到一个地方，然后把货物分发到各架飞机上。如果哪个环节出现了延误，联邦快递就无法把货物及时地送到客户手里。

以前它的派送系统总是出问题。那些职员从来没有及时完成工作。该公司的管理层想尽办法——劝说、威胁等等，只要你们能想到的手段，他们都用了。但是没有一种生效。

最后，有人想到了好主意：不再照小时计薪，而是按班次计薪——而且职员只要工作做完就可以回家。他们的问题一夜之间就全都解决了。

所以制定正确的激励机制是非常、非常重要的教训。联邦快递曾经不太明白这个道理。但愿从今以后，你们都能很快记住。

好啦，现在我们已经明白，市场的有效性跟彩池投注系统是一样的——热门马比潜力马更可能获胜，但那些把赌注押在热门马身上的人未必会有任何投注优势。

在股票市场上，有些铁路公司饱受更优秀的竞争对手和强硬的工会折磨，它们的股价可能是账面价值的三分之一。与之相反，IBM在市场火爆时的股价可能是账面价值的六倍。所以这就像彩池投注系统。任何白痴都明白IBM这个企业的前景比铁路公司要好得多。但如果你把价格考虑在内，那么谁都很讲清楚买哪只股票才是最好的选择了。所以说股市非常像彩池投注系统，它是很难被打败的。

如果让投资者来挑选普通股，他应该用什么方式来打败市场——换句话说，获得比长期的平均回报率更好的收益呢？许多人看中的是一种叫做“行业轮换”的标准技巧。你只要弄清楚石油业什么时候比零售业表现得更好就行了，诸如此类的。你只要永远在市场上最火爆的行业里打转，比其他人做出更好的选择就可以。依照这个假定，经过一段漫长的时间之后，你的业绩就会很出色。

然而，我不知道有谁通过行业轮换而真正发大财。也许有些人能够做到。我并不是说没有人能做到。我只知道，我认识的富人——我认识的富人非常多——并不那么做。

第二个基本方法是本杰明·格拉汉姆使用的方法——沃伦和我十分欣赏这种方法。作为其中一个元素，格拉汉姆使用了私人拥有价值的概念，也就是说，应该考虑如果整个企业出售（给私人拥有者）的话，能够卖多少钱。在很多情况下，那是可以计算出来的。

然后，你再把股价乘以股票的份数，如果你得到的结果是整个售价的三分之一或更少，他会说你买这样的股票是捡了大便宜。即使那是一家烂企业，管理者是个酗酒的老糊涂，每股的真实价值比你支付的价格高出那么多，这意味着你能得到各种各样的好处。你如果得到这么多额外的价值，用格拉汉姆的话来说，就拥有了巨大的安全边际。

但总的来说，他购买股票的时候，世界仍未摆脱20世纪30年代经济大萧条的影响——英语世界600年里最严重的经济衰退。我相信扣除通货膨胀因素之后，英国利物浦的小麦价格大概是600年里最低的。人们很久才摆脱大萧条带来的恐慌心理，而本杰明·格拉汉姆早就拿着盖格探测器在20世纪30年代的废墟中寻找那些价格低于价值的股票。

而且在那个时代，流动资金确实属于股东。如果职员不再有用，你完全可以解雇他们，拿走流动资金，把它装进股东的口袋里。当时的资本主义就是这样的。

当然，现在的会计报表上的东西是当不得真的——因为企业一旦开始裁员，大量的资产就不见啦。按照现代文明的社会制度和新的法律，企业的大量资产属于职员，所以当企业走下坡路时，资产负债表上的一些资产就消失了。

如果你自己经营一家小小的汽车经销店，情况可能不是这样的。你可以不需要为员工缴纳医疗保险之类的福利金，如果生意变得很糟糕，你可以收起你的流动资金回家去。但IBM不能或者不去这么做。看看当年IBM由于世界上主流科技发生变化，加上它自身的市场地位下降，决定削减员工的规模时，它的资产负债表上失去了什么吧。

在摧毁股东财富方面IBM算得上是模范了。它的管理人员非常出色，训练有素。但科学技术发生了很大的变化，导致IBM成功地“冲浪”60年之后被颠下了浪尖。这算是溃败吧——是一堂生动的课，让人明白经营科技企业的难处，这也是沃伦和芒格不很喜欢科技行业的原因之一。我们并不认为我们精通科技，这个行业会发生许多稀奇古怪的事情。

总而言之，这个我称之为本杰明·格拉汉姆经典概念的问题在于，人们逐渐变得聪明起来，那些显而易见的便宜股票消失了。你们要是带着盖格探测器在废墟上寻找，它将不再发出响声。

但由于那些拿着铁锤的人的本性——正如我说过的那样，在他们看来，每个问题都像钉子——本杰明·格拉汉姆的信徒们作出的反应是调整他们的盖格探测器的刻度。实际上，他们开始用另一种方法来定义便宜股票。他们不断地改变定义，以便能够继续原来的做法。他们这么做效果居然也很好，可见本杰明·格拉汉姆的理论体系是非常优秀的。

当然，他的理论最厉害的部分是“市场先生”的概念。格拉汉姆并不认为市场是有效的，他把市场当成一个每天都来找你的躁狂抑郁症患者。有时候，“市场先生”说：“你认为我的股票值多少？我愿意便宜卖给你。”有时候他会说：“你的股票想卖多少钱？我愿意出更高的价钱来买它。”所以你有机会决定是否要多买进一些股票，还是把手上持有的卖掉，或者什么也不做。

在格拉汉姆看来，能够和一个永远给你这一系列选择的躁狂抑郁症患者做生意是很幸运的事情。这种思想非常重要。例如，它让巴菲特在其成年之后的一生中受益匪浅。

然而，如果我们只是原封不动地照搬本杰明·格拉汉姆的经典做法，我们不可能拥有现在的业绩。那是因为格拉汉姆并没有尝试去做我们做过的事情。

例如，格拉汉姆甚至不愿意跟企业的管理人员交谈。他这么做是有原因的。最好的教授用通俗易懂的语言来表达自己的思想，格拉汉姆也一样，他想要发明一套每个人都能用的理论。他并不认为随便什么人都能够跑去跟企业的管理人员交谈并学到东西。他还认为企业的管理人员往往会非常狡猾地歪曲信息，用来误导人们。所以跟管理人员交谈是很困难的。当然，现在仍然如此——人性就是这样的。

我们起初是格拉汉姆的信徒，也取得了不错的成绩，但慢慢地，我们培养起了更好的眼光。我们发现，有的股票虽然价格是其账面价值的两三倍，但仍然是非常便宜的，因为该公司的市场地位隐含着成长惯性，它的某个管理人员可能非常优秀，或者整个管理体系非常出色等等。

一旦我们突破了格拉汉姆的局限性，用那些可能会吓坏格拉汉姆的定量方法来寻找便宜的股票，我们就开始考虑那些更为优质的企业。

顺便说一声，伯克希尔·哈撒韦数千亿美元资产的大部分来自这些更为优质的企业。最早的两三亿美元的资产是我们用盖格探测器四处搜索赚来的，但绝大多数钱来自那些伟大的企业。

大多数投资经理的情况是，客户都要求他们懂得许许多多的事情。而在伯克希尔·哈撒韦，没有任何客户能够解雇我们。

即使在早年，有些钱也是通过短暂地投资优质企业赚来的。比如说，巴菲特合伙公司（注：巴菲特1957—1969年经营的合伙投资私募基金）就曾经在美国运通和迪斯尼股价大跌的时候予以购进。大多数投资经理的情况是，客户都要求他们懂得许许多多的事情。而在伯克希尔·哈撒韦，没有任何客户能够解雇我们，所以我们不需要讨好客户。我们认为，如果发现了一次定错价格的赌注，而且非常有把握会赢，那么就应该狠狠地下注，所以我们的投资没那么分散。我认为我们的方法比一般投资经理好得多得多。

然而，平心而论，我觉得许多基金管理人就算采用我们的方法，也未必能够成功地销售他们的服务。但如果你们投资的是养老基金，期限为40年，那么只要最终的结果非常好，过程有点波折或者跟其他人有点不同又怎么样呢？所以业绩波动有点大也没关系的。

在当今的投资管理界，每个人不仅都想赢，而且都希望他们的投资之路跟标准道路相差不要太远。这是一种非常造作、疯狂的臆想。投资管理界这种做法跟中国女人裹脚的陋习差不多。那些管理者就像尼采所批评的那个以瘸腿为荣的人。

那真的是自缚手脚。那些投资经理可能会说：“我们不得不那么做呀。人们就是以那种方式评价我们的。”就目前的商界而言，他们的说法可能是正确的。但在理智的客户看来，这个系统整个是很神经的，导致许多有才华的人去从事毫无社会意义的活动。

如果从一开始就做一些可行的事情，而不是去做一些不可行的事情，你成功的几率要大得多。这难道不是显而易见的吗？

伯克希尔的系统就不神经。道理就这么简单，即便非常聪明的人，在如此激烈竞争的世界里，在与其他聪明而勤奋的人竞争时，也只能得到少数真正有价值的投资机会。

好好把握少数几个看准的机会比永远假装什么都懂好得多。如果从一开始就做一些可行的事情，而不是去做一些不可行的事情，你成功的几率要大得多。这难道不是显而易见的吗？

你们有谁能够非常自信地认为自己看准了56个好机会呢？请举手。有多少人能够比较有把握地认为自己看准了两三个好机会呢？陈词完毕。

我想说的是，伯克希尔·哈撒韦的方法是依据现实的投资问题而不断调整变化的。

我们的确从许多优质企业上赚了钱。有时候，我们收购整个企业；有时候呢，我们只是收购它的一大部分股票。但如果你去分析的话，就会发现大钱都是那些优质企业赚来的。其他赚许多钱的人，绝大多数也是通过优质企业来获利的。

长远来看，股票的回报率很难比发行该股票的企业的年均利润高很多。如果某家企业40年来的资本回报率是6%，你在这40年间持有它的股票，那么你得到的回报率不会跟6%有太大的差别——即使你最早购买时该股票的价格比其账面价值低很多。相反地，如果一家企业在过去二三十年间的资本回报率是18%，那么即使你当时花了很大的价钱去买它的股票，你最终得到的回报也将会非常可观。

所以窍门就在于买进那些优质企业。这也就买进了你可以设想其惯性成长效应的规模优势。

你们要怎样买入这些伟大公司的股票呢？有一种方法是及早发现它们——在它们规模很小的时候就买进它们的股票。例如，在山姆·沃尔顿第一次公开募股的时候买进沃尔玛。许多人都努力想要这么做。这种方法非常有诱惑性。如果我是年轻人，我也会这么做的。

但这种（投资起步阶段公司的）方法对伯克希尔·哈撒韦来讲已经没有用了，因为我们有了太多的钱。（采用这种方法的话，）我们找不到适合我们的投资规模的企业。此外，我们有我们的投资方法。但我认为，对于那些初出茅庐的人来说，要是配以自律，投资有发展潜力的小公司是一种非常聪明的办法。只不过我没那么做过而已。

等到优秀企业明显壮大之后，想要再参股就很困难了，因为竞争非常激烈。到目前为止，伯克希尔还是设法做到了。但我们能够继续这么做吗？哪个项目才是我们的下一次可口可乐投资呢？嗯，我不知道答案。我认为我们现在越来越难以找到那么好的投资项目了。

理想的情况是——我们遇到过很多这种情况——你买入的伟大企业正好有一位伟大的管理者，因为管理人员很重要。例如，通用电气的管理者是杰克·韦尔奇，而不是那个掌管西屋电气的家伙，这就造成了极大的不同。所以管理人员也很重要。

而这有时候是可以预见的。我并不认为只有天才能够明白杰克·韦尔奇比其他公司的管理者更具远见和更加出色。我也不认为只有非常聪明的人才能理解迪斯尼的发展潜力非常大，艾斯纳（注：迈克尔·艾斯纳，1942-，迪斯尼公司时任董事会主席兼首席执行官）和威尔斯（注：弗兰克·威尔斯，1932-1994，迪斯尼公司的时任总裁兼首席营运官）是非常罕见的管理者。

所以你们偶尔会有机会可以投资一家有着优秀管理者的优秀企业。当然啦，这是非常幸运的事情。如果有了这些机会却不好好把握，那你们就犯了大错。

你们偶尔会发现有些管理者非常有才能，能够做普通人做不到的事情。我认为西蒙·马克斯——英国玛莎百货的第二代掌门——是这样的人，国民收款机公司的帕特森是这样的人，山姆·沃尔顿也是这样的人。

这些人并不少见——而且在许多时候，他们也不难被辨认出来。如果他们采取合理的举措——再加上这些人通常会让员工变得更加积极和聪明——那么管理人员就能够发挥更重要的作用。

然而一般来说，把赌注押在企业的质量上比押在管理人员的素质上更为妥当。换句话说，如果你们必须作选择的话，要把赌注押在企业的发展前景上，而不是押在管理者的智慧上。

在非常罕见的情况下，你会找到一个极其出色的管理者，哪怕他管理的企业平平无奇，你们对他的企业进行投资也是明智的行为。

另外有一种非常简单的效应，无论是投资经理还是其他人都很少提及，那就是税收的效应。如果你们打算进行一项为期30年、年均复合收益为15%的投资，并在最后缴纳35%的所得税，那么你们的税后年均复合收益是13.3%。

过度地追求减少纳税额是企业犯下大错的常见原因之一。

与之相反，如果你们投资了同样的项目，但每年赚了15%之后缴纳35%的所得税，那么你们的复合回报率将会是15%减去15%的35%——也就是每年的复合回报率为.75%（ $15\% - 15\% \times 35\% = 9.75\%$ ）。所以两者相差超过了3.5%。而对于为期30年的长期投资而言，每年多3.5%的回报率带来的利润绝对会让你们瞠目结舌。如果你们长期持有的一些伟大公司的股票，光是少交的所得税就能让你增添很多财富。

即使是年均回报率10%的30年期投资项目，在最后支付35%的所得税之后，也能给你带来8.3%的税后年均收益率。相反，如果你每年支付35%的税收，而不是在最后才支付，那么你的年均收益率就下降到6.5%。所以就算你投资的股票的历史回报率只与整个股市的回报率持平，分红派息又很低，你也能多得到差不多两个百分点的年均税后收益。

我活了这么久，见识过许多企业所犯的的错误，我认为过度地追求减少纳税额是企业犯下大错的常见原因之一。我见过许多人因为太想避税而犯下可怕的错误。

沃伦和我个人从不钻油井（注：一种大规模避税的方法）。我们依法纳税。到目前为止，我们做得非常好。从今以后，无论什么时候，只要有人要卖给你避税的服务，我的建议是别买。

实际上，无论什么时候，只要有人拿着一份200页的计划书并收一大笔佣金要卖给你什么，别买下它。如果采用这个“芒格的规矩”，你偶尔会犯错误。然而从长远来看，你将会远远领先于其他人——你将会避开许多可能会让你仇视你的同类的不愉快经验。

对于个人而言，做到长期持有几家伟大公司的股票而什么都不用做的地步有许多巨大的优势：你付给交易员的费用更少，听到的废话也更少，如果这种方法生效，税务系统每年会给你1%到3%的额外回报。

你认为你们大多数人通过聘请投资顾问，花1%的收益支付他们的薪水，让他们想尽办法避税，这样就能获得很大的优势吗？祝你好运。

这种投资哲学危险吗？是的。生活中的一切都有风险。由于投资伟大的公司能够赚钱的道理太过明显，所以它有时被做过头了。在1950年代的大牛市，每个人都知道哪些公司是优秀的。所以这些公司的市盈率飞涨到50倍、60倍、70倍。就像IBM从浪尖掉落那样，许多公司也好景不再。因此，虚高的股价导致了巨大的投资灾难。你们必须时刻注意这种危险。

所以风险是存在的。没有什么顺理成章和轻而易举的事。但如果你们能够找到某个价格公道的伟大公司的股票，买进它，然后坐下来，这种方法将会非常非常有效——尤其是对个人投资者而言。

在成长股票模式中，有这样一个子模式：在你们的一生当中，你们能够找到少数几家企业，它们的管理者仅通过提高价格就能极大地提升利润——然而他们还没有这么做。所以他们拥有尚未利用的提价能力。人们不用动脑筋也知道这是好股票。

迪斯尼就是这样的。带你们的孙子去迪斯尼乐园玩是非常独特的体验。你们不会经常去。全国有许多多的人口。迪斯尼发现它可以把门票的价格提高很多，而游客的人数依然会稳定增长。所以迪斯尼公司的伟大业绩固然是因为艾斯纳和威尔斯极其出色，但也应该归功于迪斯尼乐园和迪斯尼世界的提价能力，以及其经典动画电影的录像带销售。

在伯克希尔·哈撒韦，沃伦和我很早就提高了喜诗糖果的价格。当然，我们投资了可口可乐——它也有一些尚未利用的提价能力。可口可乐也有出色的管理人员。除了提高价格之外，可口可乐的高层郭思达（Goizueta）和柯欧孚（Keough）还做了其他许多事情。那是很完美的（投资）。

你会发现一些定价过低的赚钱机会。确有人不会把商品价格定到市场能够轻易接受的高位。你们要是发现这样的情况，那就像在马路上看到钱一样——前提是你们有勇气相信自己的判断。

如果你们看看伯克希尔那些赚大钱的投资项目，并试图从中寻找模式的话，你们将会发现，我们曾经两次在有二份报纸的城市中买了其中一家，两个城市之后都变成了只剩一家报纸的市场。所以从某种程度上来讲，我们是在赌博。

当时我们看准了该报会成为最后的赢家，而且其管理人员非常正直和聪明。那真是一家梦幻般美好的企业。它的管理人员是非常高尚的人——凯瑟琳·格拉汉姆的家族。所以这项投资就像一场美梦——绝佳的美梦。

当然，那是1973年到1974年间的事情。那次股灾跟1932年的很像。那可能是40年一遇的大熊市。那次投资为我们赚了50倍的收益（注：至1994年演讲时）。如果我是你们，我可不敢指望你们这辈子能够得到像1973年到1974年的《华盛顿邮报》那么好的投资项目。

让我来谈谈另外一个模型。当然，吉列和可口可乐都生产价格相当低廉的产品，在世界各地占有巨大的市场优势。就吉列而言，他们的技术仍然是领先的。当然，和微型芯片相比，剃须刀的技术相当简单。但它的竞争对手却很难做到这一点。

所以他们在剃须刀改进方面处于领先地位。吉列在许多国家的剃须刀市场的占有率超过90%。

政府职员保险公司（GEIGO）是个非常有趣的模型。它是你们应该记住的大概100种模型之外的一种。我有许多终生都在挽救濒临倒闭企业的朋友。他们不约而同地使用了下面的方法——我称之为癌症手术法。

他们望着这团乱麻，看是否把某些业务砍掉，剩下的健康业务会值得保留下来。如果他们发现确实有，就会把其他的都砍掉。当然，如果这种方法行不通，他们就会让该企业破产。但它往往是奏效的。

政府职员保险公司的主业非常好——虽被公司其他的一片混乱所埋没，但仍然能够运转。由于被成功冲昏了头脑，政府职员保险公司做了一些蠢事。他们错误地认为，因为他们赚了很多钱，所以什么都懂，结果蒙受了惨重的损失。

他们不得不砍掉所有愚蠢的业务，回到原来那极其出色的老本行。如果你们仔细思考，就会明白这是一种非常简单的模型。并且它被人们一次又一次地反复应用。

至于政府职员保险公司，它让我们不费吹灰之力就赚了很多钱。它是一家很棒的企业，有一些可以轻易砍掉的愚蠢业务。政府职员保险公司聘请了一些性格和智力都很杰出的人，他们对它进行了大刀阔斧的改革。那是一个你们想要寻找的模型。

你们在一生中也许能够找到一种、两种或三种这样绝好的模型。至于足够好到能用得上的模型，你们也许能够找到20种或者30种。

最后，我想再次谈谈投资管理。这门生意特别好玩——因为在净值的水平上，整个投资管理业加起来并没有给所有客户创造附加值。这就是它的运转方式。

在净值的水平上，整个投资管理业加起来并没有给所有客户创造附加值。这就是它的运转方式。

当然，水管安装业不是这样的，医疗行业也不是这样的。如果你们打算在投资管理业开展你们的职业生涯，那么你们便面临着一种非常特殊的情况。大多数投资经理就像脊椎按摩师，他们对付这种情况的方式是打心底予以否认。这是常见的对付投资管理行业局限的方法。但如果你们想要过上最好的生活，我劝你们别采用这种心理否认的模式。

我认为少数人——为数极少的投资经理——能够创造附加值。但我认为光靠聪明是做不到这一点的。我认为你们还必须接受一点训练，一旦瞄准机会就倾囊出击——如果你们想要尽力为客户提供高于市场平均回报率的长期收益的话。

但我刚刚谈的只限于那些选择普通股的投资经理。我并没有包括其他人。也许有人精通外汇或者其他业务，能够以那种方式取得极佳的长期业绩，但那不是我了解的领域。我说的是如何挑选美国的股票。

我认为投资管理人员很难为客户提供许多附加值，但那并非不可能的任务。