

■ 巴菲特财报分析密码

最讨厌管理费用增长

在所有费用增长中，巴菲特最讨厌的是管理费用增长，可以说是深恶痛绝。

管理费用是指企业为组织和管理企业生产经营所发生的费用，主要包括董事会和行政管理部门在企业的经营管理中发生的或者应由企业统一负担的公司经费（包括行政管理部门职工工资及福利费、物料消耗、低值易耗品摊销、办公费和差旅费等）、工会经费、董事会会费（包括董事会成员津贴、会议费和差旅费等）、聘请中介机构费、咨询费（含顾问费）、诉讼费、业务招待费及行政管理部门等发生的固定资产修理费用等。

巴菲特讨厌管理费用增长，他用管理费用占有营业利润的比率这个指标来分析管理费用水平过高还是过低：

在有些公司，管理费用占营业利润10%甚至更多。这相当于对公司业务抽了十分之一的税，不但损害公司盈利，而且毁损企业价值。一家管理费用占营业利润10%的公司，和一家总部管理费用占营业利润1%的公司相比，尽管赚取的营业利润相同，但仅仅是因为总部管理费用开支过大，就会导致投资者遭受9%以上的价值损失。我和芒格这么多年观察发现，公司总部高管理费用与公司高业绩之间没有任何相关性。事实上，我们认为，组织机构越简单管理费用越低的公司，越比那些拥有庞大官僚组织的兄弟公司运营效率高得多。我们非常敬佩沃尔玛、纽可钢铁（Nucor）、Dover、GEICO与Golden West金融公司这些管理费用极低公司的运营模式。”

1992年巴菲特特别讨论了伯克希尔的管理费用：“1992年我们的税后管理费用开支占报告营业利润的比率不到1%，占透支盈利（look-through earnings）的比率更是低于0.5%。”在伯克希尔公司，我们没有法律部门，没有人事部门，没有投资者关系部门，也没有战略规划部门。这也意味着我们并不需要警卫、司机或是送信跑腿的人等后勤支持人员。最后除了Verne以外，我们也没有聘用其他任何咨询顾问。”

1998年巴菲特甚至专门报告公司总部增加了一个员工，2009年收购伯灵顿铁路公司后，伯克希尔下属公司和经营机构有几百家，下属公司员工总数增加到25.7万名，但公司总部却只有20个员工。

巴菲特认为管理费用占营业利润的比率超过10%是不可忍受的。但我统计了截至3月25日公布年报的830家A股上市公司，竟然只有10家低于10%，最低的一家是3%，也远远高于伯克希尔公司1%的水平。

因此，巴菲特非常讨厌那些允许管理费用不断增长的管理者。他十分欣赏富国银行和大都会/美国广播公司的管理层对不必要的管理费用所进行的无情削减，这两家公司的管理层不論利润创了新记录还是正在面临压力，始终积极地削减成本。”

Tom Murphy十分节俭，严格控制管理费用。尽管大都会公司规模很大，却没有修建自己的办公大楼。Tom Murphy和Dan Burke的办公室也十分简朴。有一次粉刷奥尔班尼的总部时，他只让刷朝着大街的两面墙，对着哈德逊河的那两面则不刷。

Karl Reichardt在富国银行下决心清除多年来管理不严、成本费用开支过高的旧传统：“银行业浪费过多，清除这一传统习惯需要严格管理，紧抓不放，而不能靠一时的小聪明。”他先从降低总部管理费用开始：我们并不是在整治大家而自己高高在上。为了做到严格规范管理，我们首先要从领导人的办公室开始着手。”他为此采取了一系列严厉措施降低管理费用：冻结了公司高级管理人员两年的薪水，尽管公司历史上很多年都是盈利大户；关闭了主管专用的餐厅，只配备了类似于大学食堂里的服务员；关闭了高级管理人员专用的电梯，卖掉了公司的起重机，并且禁止主管办公室里用绿色植物作装饰，因为保养浇水费用过大；他撤掉了主管办公室一直供应的免费咖啡，取消了每年赠送高级管理人员的圣诞树。

巴菲特多年的经验表明，成本费用管理存在马太效应：我们过去的经验表明，一家经营成本高昂的公司管理层，总是能找到各种各样的办法。而一家经营成本严格控制的公司管理层，即使是其经营成本水平已经远远低于竞争对手，仍然会继续寻找更多降低成本的方法。”

如果你想和巴菲特一样寻找超级明星公司，那么，就从管理费用已经特别低、管理人员仍然特别抠门且继续寻找节省费用办法的公司开始吧。

■ 读者话题 | Communication

向世界新首富学习投资经

□宁波 谢宏章

3月10日，媒体从福布斯中文网获悉，墨西哥电信大亨卡洛斯·赫鲁以4400万美元购下了纽约希曼斯公爵公馆城区的艺术住宅。该住宅与大都会博物馆仅一街之隔，而成交价也一举创下了近两年来纽约房价之最。同一天，2011年福布斯全球富豪榜正式出炉，卡洛斯·赫鲁以740亿美元的财富蝉联全球首富，微软创始人比尔·盖茨和投资大师沃伦·巴菲特紧随其后，分列第二、三位。

对于世界原首富比尔·盖茨，许多人并不陌生，因为他在世界财富榜首的位置占据了整整12年。然而，取代盖茨成为新的世界首富的墨西哥电信大亨卡洛斯·赫鲁却并不为大众所熟悉。2007年7月，67岁的卡洛斯·赫鲁以678亿美元的资产成功超越微软公司创办人盖茨，成为全球首富。资料显示，卡洛斯·赫鲁名下企业的总资产已占到墨西哥股市总市值的近一半，而其个人所拥有的财富总额相当于墨西哥国内生产总值的8%。

卡洛斯·赫鲁之所以能成功取代盖茨成为新的世界首富，除了勤奋加机遇，还有许多鲜为人知的投资经历给人以启迪，而且，对于股市投资者来说也十分适用。

首先，过程重于结果。有人说，卡洛斯·赫鲁之所以财富增长超过盖茨，其秘密的核心就是他一直孜孜不倦地工作。

刻苦、忘我地工作，不仅是卡洛斯·赫鲁的成功之道，也是世上所有成功人士的共同秘诀。投资炒股也一样，



CFP图片

既要注重结果，更要重视过程。然而，在实际投资中，许多人看重的是结果而不是过程，总希望用较少的投入获得高额的回报。实际上，持这种想法的投资者往往会大失所望，越是想赚快钱越是赚不到钱。包括卡洛斯·赫鲁在内的许多成功人士也正是拥有难得的平常心，才成就了他们不平凡的辉煌业绩。所以，投资炒股，不要刻意追求结果，要静下心来，认真计划，潜心研究，享受过程，这样往往能发现并抓住大黑马”，取得投资炒股的成功。

第二，会赚更会“花”。凡事业有成的人大都离不开家庭影响和父母的启蒙教育。卡洛斯童年时，父亲每星期会给他5比索的零花钱，并要求他明确

地记下这笔钱是如何花掉的。与此同时，父亲总会抽出一定的空闲来检查小卡洛斯的账单，看完账单父亲会帮助他分析，每笔钱花费是否妥当，怎么做能够提高这些钱的利用效率，怎么花费更加合理。直到现在，卡洛斯的办公室书架上还保留着父亲要求他记录零花钱花费的账本。卡洛斯的成功告诫人们，会赚更会“花”，这里的“花”指的是再投资——“钱生钱”。现实生活中，处理好会赚、会花之间的关系十分重要，只会花不会赚当然一事无成，但光会赚不会花同样成不了大器，从某种意义上说，会花比会赚更要紧，这一点对投资炒股同样大有裨益。实际投资中，经常有一些投资者曾经赚钱

不少，但最后往往保不住胜利果实，更不要说“钱生钱”了。因此，既学会赚钱（盈利），又善于用赚来的钱进行再投资显得十分关键，尤其是要做到：投资前要有明确的计划和目标，投资时要勤记录、做有心人，投资后要及时总结、分析和反思，以便在今后的投资中进一步提高资金的使用效率，增强投资的针对性和实效性，达到以钱生钱的良性循环目的。

第三，信心弥足珍贵。卡洛斯·赫鲁的父亲去世时给子女们留下了一笔不小的财富，但是卡洛斯明白，父亲留给自己最大的财富就是创造财富的智慧，而父亲一生的坎坷经历也让他受益匪浅。更重要的是，卡洛斯始终有一

■ 上海证券交易所投资者教育专栏——蓝色梦想

第六集 债券投资面面观（上篇）

历经多个世纪的繁衍进化，资本市场为投资者提供着各种具有不同风险等级和收益的产品。而作为一种投资风险相对低于股票和基金的投资产品，债券受到了风险规避型投资者的青睐。

德邦证券有限责任公司副总裁——林国春：

债券之所以能够受到投资者青睐，在我看来，主要因为它是资产配置的一个优良品种，其实投资业绩90%来自资产配置。

无论国内外的股票资产、房地产资产、外汇资产还是商品资产，价格的波动都不能逃过一个兴衰的规律。这也正是现代资产管理行业所必须遵循的一个核心理念，因此，投资必须通过资产配置来实现适度的分散。

债券资产，最大的特点在于能够提供一个稳定的名义的现金流，并且如果持有到期可以获得预期收益，比如一年期的国债，假定它的利息是5%，持有一年后，你可以获得的利息加上本金是105元。相对于股票资产，债券具有较小的波动性和较小的相关性，即它价格的涨跌浮动不是很大。研究表明，在股票组合中加入适度的债券资产，可以有效地降低整个组合收益的波动，降低组合的风险。

古希腊有一则很有名的寓言，诡计多端的狐狸总是伺机偷袭毫不起眼的刺猬。刺猬却对狐狸从未刻意防范，一心想着自己的事情。但是只要遇到狐狸袭击，它就立刻蜷缩成一个长满尖刺的小球，狐狸也只好无可奈何地败下阵去。这种战斗每天都在森林里发生，尽管狐狸比刺猬聪明，但刺猬总是屡战屡胜。英国哲学家艾塞亚·伯林将这个故事总结成了一句名言——狐狸知道很多事，但刺猬只知道一件大事。

可以说，货币时间价值”理论奠定了债券市场投资分析的基石。所谓的“货币时间价值”是指货币经历一定时间的投资和再投资所增加的价值，也称资金的时间价值。由于货币时间价值的存在，在商品经济活动的影响下，即使不考虑通货膨胀、信用风险等因素，目前拥有的货币价值，即现值，也比未来收到的同样金额的货币具有更大的价值。而这笔货币在投资期末应当连本带利收回的货币金额，通常简称为货币终值。

通俗地说，就是现在的一元钱比未来的一元钱更值钱。同时，理论上货币总量在循环和周转中按几何级数增长，一般以复利计算。而根据终值求现值的过程则被称为“贴现”。

从这个角度来看，由于债券代表了

这个寓言似乎同样适用于债券投资。在五花八门的债券投资分析理论、指标和模型面前，普通投资者应当学习刺猬的精神，首先学习和掌握债券投资的基本理念，这才是件大事。

中银国际证券有限责任公司执行总裁——钱卫：

投资者参与债券投资，树立正确的投资基本理念非常重要。

这个投资原则概括为两句话：一是在已定风险的条件下，尽可能地使投资收益最大；二是在收益既定的条件下，尽可能使风险减少到最小。对于后者，投资者一般可以采取如下两种方法来减少风险，一是选择品质优良、资信程度较高的债券进行投资；二是采用分散投资的方法，就是常说的“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”。

可以说，“货币时间价值”理论奠定了债券市场投资分析的基石。所谓的“货币时间价值”是指货币经历一定时间的投资和再投资所增加的价值，也称资金的时间价值。由于货币时间价值的存在，在商品经济活动的影响下，即使不考虑通货膨胀、信用风险等因素，目前拥有的货币价值，即现值，也比未来收到的同样金额的货币具有更大的价值。而这笔货币在投资期末应当连本带利收回的货币金额，通常简称为货币终值。

通俗地说，就是现在的一元钱比未来的一元钱更值钱。同时，理论上货币总量在循环和周转中按几何级数增长，一般以复利计算。而根据终值求现值的过程则被称为“贴现”。

从这个角度来看，由于债券代表了

对未来的点对点确定性现金流的索取权，购买债券付出的成本越低，就意味着

隐含在债券中的收益率越高；并且每一

个价格都对应着唯一的收益率。在衡量债券价格的众多指标中，到期收益率是最常见且非常重要的指标，它是指债券上得到的所有回报的现值与债券当前价格相等的收益率，这个指标反映出以既定的价格投资某个债券，按照复利的方式，投资者在未来各个时期可得到的货币收入的收益率。

其实，影响债券投资价值的因素很多，大体可以分为外部和内部两个因素。外部因素包括基础利率、市场利率以及会使债券内在价值降低的通货膨胀和外汇汇率风险等。所谓基础利率是债券定价必须考虑的一个重要因素，常指无风险债券利率，一般以风险最小的短期政府债券的收益率或银行存款利率作为确定基础利率的参照物。所谓市场利率是指投资于债券的机会成本。当市场总体利率水平上升时，债券的内在价值降低；反之，则债券内在价值增加。至于影响债券投资价值的内部因素则包括期限、票面利率、提前赎回条款、债券的流通性、信用级别等等。

中银国际证券有限责任公司定息收益部主管——刘勇：

一般而言，债券的期限越长，市场变动的可能性也就越大，投资者要求的收益补偿也就越高，债券的内在价值也就越低。

（更多内容，请登录上海证券交易所投资者教育网站观看《蓝色梦想》，<http://edu.sse.com.cn>）

新三板门槛不应过高

□北京 蔡葵

此前，市场上一直传言，新三板个人投资者准入门槛可能借鉴创业板、股指期货合格投资者的标准，参照2年股龄、50万元资金”拟定。但是不久前管理层有关人士表示，即将推出的新三板确定将引入个人投资者，但准入门槛可能远高于当前的市场预期，我们获得的信息是，要求有1000万元入市资金者才能参与新三板投资”。由于新三板投资风险极大，所以将不针对一般散户”。我认为1000万元的资金门槛实在太高，将绝大多数投资者挡在了门外。

如果你想和巴菲特一样寻找超级明星公司，那么，就从管理费用已经特别低、管理人员仍然特别抠门且继续寻找节省费用办法的公司开始吧。

中小企业板挂牌，成为首家实现转板的公司。此后，久其软件等4家企业相继实现转板。巨大的财富效应令人眼红。现实中，三板长期不对个人开户，但早有一些投资者通过公司账户间接买卖三板股票，现在设立过高的门槛，就会有更多的人通过代持途径购买新三板股票，由此引发的问题将越积越多，将来迟早会爆发纠纷，因此现在与其堵，不如疏。

而且，过高的门槛会导致新的不公平。新三板股票转板会缔造一大批新贵，而过高的门槛就使得新三板将成为富豪的盛宴。我认为，起点的公平比结果的公平还重要，不能以风险为借口堵住投资者的投资机会。

建立适当的交易规则可以避免新三板过度投机并降低风险，可以从以下几方面进行规定：首先，将交易标准中一手的数量由主板的100股改为10000股，大额交易可以抑制投机；其次，新三板公司一旦转板，除原始股东外，其他股东锁定定期一律为三年，较长的锁定期可以把短线投机利益剔除；再次，开户标准为最近一年主板平均100万元股票市值，不含现金，并且在某一营业部连续交易三年。这可以避免为进入三板突击入市、借用他人账户、和券商间恶意竞争的现象；第四，投资者必须现场开户，签署知情书，禁止代持，同意新三板的一些限制条件，并且接受风险测试；最后，每三年对投资者进行一次复核，对不合格的账户限制交易，只许卖不许买。

板过度投机并降低风险，可以从以下几方面进行规定：首先，将交易标准中一手的数量由主板的100股改为10000股，大额交易可以抑制投机；其次，新三板公司一旦转板，除原始股东外，其他股东锁定定期一律为三年，较长的锁定期可以把短线投机利益剔除；再次，开户标准为最近一年主板平均100万元股票市值，不含现金，并且在某一营业部连续交易三年。这可以避免为进入三板突击入市、借用他人账户、和券商间恶意竞争的现象；第四，投资者必须现场开户，签署知情书，禁止代持，同意新三板的一些限制条件，并且接受风险测试；最后，每三年对投资者进行一次复核，对不合格的账户限制交易，只许卖不许买。

种与众不同的激情与冷静，他说：“无论遇到什么危机，墨西哥都会存在，如果对这个国家有信心，任何时候合理的投资都会收获相应的报酬。”这或许也是卡洛斯迅速崛起的重要原因之一。投资炒股也一样，经常会出现各种意想不到的事件，如暴涨暴跌。暴涨时有的投资者容易心血来潮，产生追涨冲动；暴跌时则极度悲观，经常割肉离场。卡洛斯的信心观，正是我们投资炒股必须具备的素质，当股市出现非理性大幅杀跌、许多人悲观到了极致的时候，往往是投资建仓机会凸显之时，能做到这一点的投资者往往就是股市最大的赢家。

第四，幸福重于一切。投资炒股，对于有些投资者来说，无论涨跌盈亏都能平常对待，但有的人则相反，无论涨跌盈亏都坐立不安。原因是太想赢太怕输。而卡洛斯·赫鲁从未给自己设置一个要做世界首富的目标，然而却“不小心”成了世界首富。据说，在生意之外，卡洛斯还是一个很重感情、聪明勤俭的居家男人。在家庭生活方面，卡洛斯从没有对外界提及过自己风雨同行的妻子，但是卡洛斯的一举一动，却都能让人看到索玛雅在他心中的地位。可见，卡洛斯对生活有多么的热爱。在股市投资，有些投资者个人情感时常常受到股市涨跌牵制，喜悲跌宕，家庭成员常常要看自己的脸色行事，家庭生活也因此受到影响，结果得不偿失。所以在股市投资，正确的做法是，手中有股，心中无股，面对涨跌不惊不慌，面对盈亏总能坦然，做一个幸福的股民，让投资炒股轻松、愉快起来。

■ 友情提示 | Reminder

老年理财避开五大“雷区”

□台安 钱国宏

于面子而为他人提供经济担保，最后把自己“套”进去的事。我的胞弟住在农村，2009年，村干部找到他，想让他用家里的储蓄存单，为村里的几个想发展大棚菜生产的贫困户担保，办理银行小额抵押贷款。弟弟碍于村干部的面子，便把家里的3万元存单做了抵押。结果秋天还贷款时，那几家贫困户因不懂技术而赔了钱，根本无力还贷，于是，银行依法冻结了我弟弟的存款。弟弟有怨无处诉，有苦无处说，气得大病了一场！这件事让我看清楚了：老年人不能轻易给别人担保。老人本来兜里的钱就不多，再冒风险为他人担保，无异于“盲人骑瞎马，夜半临深池”！这几年，找我作担保的人和单位也有，我基本都拒绝了，因为我觉得，在“看不准”、“摸不透”的情况下，明哲保身是老年人最安全的理财方式。

雷区四：跟风

同事老张退休后，拿出自己多年积攒的6万元钱，进入了老年理财族”行列。在理财过程中，他是“傻子种地——看邻居”，别人炒股他炒股，别人买基金他买基金，别人买哪种股票他也买哪种。一通跟风之后，是一连串的铩羽而归。老张心身疲惫，情绪低落到了极点。从老张失败的理财经历中我感悟到：老年人理财无论何时都要有自己的主见，要凭自己多年的生活阅历来把握理财之道，最忌跟风。多年来，我始终坚持“我是财主”的原则，不管哪种“风潮”袭来，我都用眼去观察，用心去体味，用自己的“一定之规”去理财。

雷区五：攀高

凡是投资就有风险，只是风险大小不同罢了。时下，社会上流行一种“高风险高收益”的说法，其实这种说法并不科学，甚至有误导的嫌疑。有些老年人偏听偏信这套“理论”，不顾家人阻拦而涉足高风险投资，有的炒股、炒汇，有的涉足房地产，结果是一赔再赔。理财专家指出：老年人一定要谨慎，越是“高息”，是陷阱的几率就越大！去年5月，有人找到我，声称融资利率高达30%，我当即拒绝了。事隔3个月，那个人果然因涉嫌诈骗而被警方抓了起来。我经常告诫周围的老人朋友：天上不会掉馅饼，一旦有“馅饼”从天而降，那不是“板砖”便是“陷阱”！

雷区三：担保

生活中，常有老年人因碍