

作者簡介

瑪麗·巴菲特(Mary Buffett)

巴菲特的媳婦，被全世界公認為對於巴菲特投資天分與方法，最具深入洞察的作者。

大衛·克拉克(David Clark)

知名的投資資產組合經理人，被視為當今世界一流的巴菲特投資法專家，他在這方面的論述被譯成六國語言，於全球各地發行。

譯者簡介

李芳齡

美國愛荷華州立大學經濟與企管雙碩士，曾任職經濟研究機構與外商證券公司研究部經理。獨立編寫製作《中華民國外交部國際合作與發展經貿英文季刊》。譯有《啟動革命》、《哈佛商業評論精選：企業策略》、《第五項修練III：變革之舞》、《業競天擇》、《杜拉克——管理的使命》、《杜拉克——管理的實務》、《人力資源最佳實務》、《網路小子》(聯經出版)等近20本譯作。

理財系列·縱橫股市

巴菲特法則實戰分析

瑪麗·巴菲特(Mary Buffett)、
大衛·克拉克(David Clark)／著
李芳齡／譯

The
Buffettology
Workbook

| **Value Investing**
the Warren Buffett Way |

Mary Buffett & David Clark

前言

《巴菲特法則實戰分析》出版的目的，是要教導你有關華倫·巴菲特(Warren Buffett)的投資法則。巴菲特絕不是那種「玩」股票市場的投資者，事實上，在過去40年，他一直強調要避開任何席捲華爾街的流行投資狂熱，不論是網際網路革命，或生化科技致富金礦，他都不曾參與「盛會」。巴菲特承認自己從未在那幾波投資狂熱中賺到半毛錢。可是，在那些年，當無數華爾街財富之船揚帆而過之際，巴菲特卻能在不搭乘其中任何一艘船的情況下，只靠投資於股票市場，而使其原始投資額10萬5000美元，變成超過300億美元的財富。他的投資績效創下華爾街的歷史紀錄！

巴菲特如何在不參與任何華爾街「盛會」的情況下，變成億萬富翁、贏得「華爾街投資大王」(King of the Street)的封號？這是個令人感興趣的問題。

這個問題的答案也許並不明顯，卻很簡單：巴菲特並不是靠「玩」股票市場而致富(你沒聽錯，他並不「玩」股票市場)，而是靠著「玩那些『玩』股票市場的投資人與投資機構」發財。

巴菲特是那些短視近利的愚昧投資人的最終利用者。那些「玩」股票市場、追求快速獲利的投資人與機構，總會在某個時點，採取短視近利之舉，最終淪為愚蠢的投資玩家；當他們這麼做時，巴菲特便會耐心地守候一旁，等著利用他們的愚蠢。這聽起來像是掠奪之舉，不是嗎？沒錯。

巴菲特之所以能比別人更擅長於這種守株待兔的掠奪之舉，是因為他發現了極少人知道的現象：整個股票市場中，有將近95%的投資人與投資機構是所謂的「短期受激者」(short-term motivated)，他們因短期激發而做出投資反應——聽到好消息就買進，聽到壞消息就賣出。

好消息可能是簡單如季獲利提高或股價快速上揚，也可能是複雜如隱約顯露出的收購(buyout)預期；至於壞消息，則可能是產業景氣衰退的預期，或季獲利預測稍微下滑。

巴菲特知道，一家公司的股價表現亮麗時，若再加上好消息，往往足以使該公司的股價一飛沖天，這就是所謂的「利多現象」(good news phenomenon)。他當然也知道相反的情況，在公司股價表現欠佳時，若再雪上加霜地佐以壞消息，那麼該公司的股價便會失控下滑，這就是所謂的「利空現象」(bad news phenomenon)。

巴菲特發現，在這兩種情況下，投資人往往會完全忽視該公司事業的長期經濟價值；有時候，股票市場的短期心態會高估或低估一家公司的價值。

巴菲特也觀察到，歷經時日，最終犁平戰場、使股市適當反映出一家公司長期股權價值的，是該公司的長期經濟價值。

那些被市場高估價值的公司，其股價最終會重新向下修正，使股票持有者變窮；也就是說，許多追趕流行的投資最終只好殺低出貨，投資人未能實現掘寶致富的美夢，還賠上自己的財富。相反的，許多被市場忽視或低估的公司，其股價最終會向上修正，使持股者變富有；換句話說，今天的股票市場棄兒，往往可能會變成明日的閃耀之星。

投資人在獵財行動中的這項行為引起巴菲特的興趣，於是，當短期市場心態完全低估一家公司的價值時，便是他下手賺錢的時刻。股市有時會過度反映一家好公司的壞消息，投資人一聽到壞消息便出脫持股，此時便是少數根據長期預測而看好該公司的投資者買進的好時機(別忘了，大多數投資人與投資機構，例如基金經理人，都會在聽到壞消息時賣出持股)。當這種情形發生在巴菲特一直注意的股票上時，他便會進場，並盡可能地購進該股。他知道歷經時日，該公司的長期經濟表現，最終會修正此刻的逆境，使股價回升。

巴菲特和大多數的投資人不同，他喜歡在利空點買進；他喜歡在股票不受歡迎、股價低的時候進場採購；他喜歡在短期陰霾蒙蔽華爾街投資人的眼睛、使他們看不見優良公司的長期經濟價值時，進場低價承接。

巴菲特把利多消息所創造的牛市留給其他人，他不會進場玩。他從未購買雅虎(Yahoo!)、朗訊科技(Lucent Technologies)、網路創投公司CMGI，或任何在網際網路泡沫中風靡一時的高科技類股。巴菲特的遊戲規則是避開流行的、大多數投資人熱中的股票，等待壞消息把一些優良公司的股價殺低，然後帶著

大把鈔票進場大肆買進。

《巴菲特法則實戰分析》就是要教你一些工具，讓你獲得這些巴菲特領先抱持、其他人卻不敢沾染的投資理念。我們將一步步教你學會巴菲特採用的方法與財務公式，它們不僅能幫助你決定該投資哪一家公司，也會告訴你如何判斷買進的時機；光知道哪些公司具有優越的長期價值並不夠，你還必須知道如何決定正確的買進價格。不論公司多麼優秀，如果你買進的價格過高，你永遠不會獲得亮麗的投資報酬；以低價買進正確的投資標的，你也可以像巴菲特一樣致富。

本書的第一部內容，強調巴菲特方法與公式的「質」的部分，你可以從中學習巴菲特如何辨識一家公司的長期經濟能力與素質。同時，深入解析巴菲特如何確定一家公司的經濟機器是否夠健全，足以讓該公司安然度過股價下挫的風暴。你可以從中看到巴菲特真正的天分——他有能力領略一些優良公司的長期經濟價值，並了解為何它們有時會在股市中面臨過度賣壓。

第二部探討「量」的部分，你將學到巴菲特用以決定買進價格的數學公式。巴菲特只在合理價格購進他認為值得投資的股票，所謂合理的買進價格，係由預期的投資報酬年複利率決定，我們將教你如何計算預期的投資報酬年複利率。

為幫助精確計算，我們在本書中使用德州儀器公司(Texas Instruments)出產的「BA-35太陽系型財務計算機」。在30年前，一般人是無法計算出這類精密數字的，當時，只有華爾街的分析師才有辦法做到。不過，拜德州儀器所賜，現在投資人都可以使用財務計算機來計算出準確的複利率。所以，你不必擔心

本書必須使用到的財務數學〔順便一提的是，雖然我們使用的是此款計算機，但事實上，你可以使用任何具備現值(present value)與終值(future value)計算功能的財務計算機〕。

我們在書末設計了一些個案研究與一個特殊模型，以幫助你熟練巴菲特法則，及真實價值(intrinsic value；或譯「固有價值」、「內涵價值」)公式的使用，讓你透過一套問題與計算，深入了解巴菲特的獨特見解。

已經讀過《巴菲特原則》(Buffettology)一書的讀者會發現，《巴菲特法則實戰分析》帶來非常不同、且深具啟發性的巴菲特投資法則。我們重新檢視《巴菲特原則》一書中的個案研究，以確定我們過去的分析是否達成效益(答案是肯定的)。我們也探討在網際網路上交易的公司如何使股票套利成為誘人的冒險投機，即便是最小型的個人投資者也深受其誘惑。

對於尚未讀過《巴菲特原則》一書的讀者而言，《巴菲特法則實戰分析》是最適合的入門書，這兩本書相輔相成，如果你能閱讀這兩本書，相信更能深入領略巴菲特的投資技巧，並從中獲益。《巴菲特原則》探討巴菲特如何使用企業展望做投資決策；《巴菲特法則實戰分析》則是深入研究他如何利用股市的短期心態，反向操作而致富。

你將從本書內容中了解到，投資界無處不在的這種短期心態，若非投資大眾抱持這種短期心態，巴菲特根本賺不了錢；就因為這種根深柢固、四處瀰漫的短期心態，他才能一而再、再而三地創造財富。

請不要產生誤解，巴菲特的法則淺顯易懂，卻和人的基本

直覺反其道而行。因此，巴菲特法則學起來簡單，實際應用卻困難得多，許多人能輕鬆閱讀本書並了解箇中原理，不過，真正有勇氣應用這些法則的人並不多。在利空中買進，是一件知易行難的事，少數領略巴菲特投資手法、並有毅力付諸實行的投資者，很快就會發現無窮的財富泉源，他們可能會終身浸淫其中。

現在，就讓我們拿出計算機，削尖一、兩支鉛筆，找出一張白紙，開始計算你的第一筆億萬財富！

◎ 本章重點 ◎

- 巴菲特永遠沒興趣於當下最受歡迎的投資標的，例如網際網路公司。
- 巴菲特發現，大多數的股市投資者都受到短期訊息的影響，他們聽到好消息就買進，聽到壞消息就賣出持股。
- 有時候，短期的股市心態會低估一家績優公司的長期價值，在這種情況下，巴菲特便會尋找適當價格，並進場買進。
- 巴菲特喜歡在利空點買進。
- 巴菲特真正的天分，在於他有能力領略一些優良公司被其他投資人忽視的長期經濟價值。

研究問題

- 一、你是否自然傾向於受到利多或利空消息影響而買進？為什麼？
- 二、巴菲特喜歡在利空，抑或利多消息時買進？為什麼？
- 三、你想，為何大多數投資人總是忽視長期，而專注於短期？
- 四、你是否曾經希望自己有勇氣買進某支賣壓沈重的股票？是哪一家公司？如果你當時勇於買進並持有該股票，你已經獲利多少？

是非題

- () 1. 巴菲特喜歡買進被市場高估的網際網路股。
- () 2. 巴菲特對於剛發布利多消息、股價應聲翻揚的股票感興趣。
- () 3. 有時候，股市會低估一家公司的長期展望。
- () 4. 即使是績優公司，也可能受到「利空現象」的拖累。

【解答：1. (×)；2. (×)；3. (○)；4. (○)】

目次

前言	i
第一部 了解價值投資	1
第1章 短視近利與利空現象：市場從不缺乏的良機	3
第2章 辨識巴菲特想持有的經濟引擎	7
第3章 辨識「商品」類型企業	11
第4章 健康的企業：使巴菲特致富的「消費性壟斷 事業」	27
第5章 如何判斷公司是否具有消費性壟斷力量？	37
第6章 如何找到「消費性壟斷事業」？	69
第7章 創造買點的利空消息	83
第二部 巴菲特的真實價值公式	93
第8章 尋找公司與數字	97
第9章 財務計算(一)：獲利約略預測法	103

第10章	財務計算(二)：計算你的初始報酬率	109
第11章	財務計算(三)：計算每股成長率	113
第12章	財務計算(四)：計算公司相對於國庫債的價值	119
第13章	財務計算(五)：了解巴菲特對高股東權益報酬 率的偏好	123
第14章	財務計算(六)：預期年複利報酬率～之一	135
第15章	財務計算(六)：預期年複利報酬率～之二	145
第16章	財務計算(七)：附有遞增息票的權益型債券	157
第17章	財務計算(八)：用每股盈餘年成長率預估投資 的年複利報酬率	163
第18章	財務計算(九)：巴菲特為何喜歡所投資的公司 買回自家股票？	169
第19章	財務計算(十)：如何確定每股盈餘上升是由於 公司買回自家股票所致？	179
第20章	財務計算(十一)：如何評量經營階層運用保留盈 餘的能力？	183
第21章	財務計算(十二)：網際網路與巴菲特的短期套利 行為	189
第22章	建立你的巴菲特投資法則試算表	199
第23章	綜合所有分析步驟：個案研究	209

第 一 部

了解價值投資

第1章

短視近利與利空現象：市場 從不缺乏的良機

短視近利與利空現象是什麼？它們和巴菲特有何關聯？

關聯可大了！

如果股市投資大眾不短視近利，巴菲特永遠也沒有機會以低價買進一些全世界最優秀公司的股票，他也不可能在27年前，以每股約6.14美元的價格，買進170萬股的《華盛頓郵報》（*The Washington Post*）。《華盛頓郵報》現在每股約500美元，也就是說，他當年投資1020萬美元，現在已經增值為8億6380萬美元，這相當於稅前年複利投資報酬率17.8%。如果股市投資大眾不短視近利，巴菲特不可能在12年前，以每股5.22美元買進可口可樂（Coca-Cola）公司的股票，該公司目前股價約50美元，約相當於稅前年複利投資報酬率21%。

巴菲特很早就發現，從透過網際網路的線上交易者，到掌管數十億美元的基金經理人，95%的股市投資人只對快速獲利

感興趣。沒錯，也有不少人在嘴巴上強調長期投資的重要性，但實際上，他們仍然專注於短期獲利。

巴菲特發現，不論多聰明的人，其投資行為仍不免受人的天性影響、控制。就拿基金經理人來說，你和任何一位基金經理人交談，他們都會告訴你，他們的壓力很大，必須創造最高的年獲利績效，這是因為投資大眾只對年度績效最優秀的基金感興趣。你能想像一位基金經理人告訴他的行銷團隊，他們的基金投資績效排名全美最差的10%，而這支行銷團隊還能開開心心地砸下幾百萬美元廣告經費，告訴全世界他們的基金績效排名是最差的10%嗎？當然不，而且，這位基金經理人極可能會丟掉飯碗，由另一位基金經理人接管此基金的投資操作。

不相信嗎？那你不妨問問周遭認識的人，他們為何投資某支基金，他們多半會告訴你：「因為這支基金的投資操作績效名列前茅。」這種基金的選擇心態，影響了許多非常聰明的投資者，他們以巨額資本玩短線投資遊戲，不論基金經理人個人的基本投資理念為何，他們都必須盡力創造最好的短期基金操作績效，才能保住飯碗。

巴菲特也觀察到，那些熱中短線操作的投資者在聽到手中持股公司不利的消息時，會做出人性中非常自然的反應——出脫持股。為了在短線投資中賺大錢，投資人必須在投資標的價格開始上揚前比別人先進場買進，並在該股票價格開始下跌前先出脫持股，因此，投資人是否能搶先別人取得最新資訊，便攸關至鉅。若最新消息報導該公司獲利展現佳績，該公司股價便會上揚；若消息報導獲利欠佳，該公司股價便會下挫，而不

論該公司的獲利情況是否會在一、兩年內有所改善。絕大多數投資人關切的只是現在，若這星期情況好，他們便買進；若下星期情況欠佳，他們便賣出，這就是為何許多共同基金向來以高投資周轉率惡名昭彰；基金經理人進進出出許多支股票，為的是擊敗其他對手，在年度基金操作績效中名列前茅。

這種「利空現象」——聽到壞消息便出脫持股——恆常存在永遠變動的股市中，你可以留意晚間電視商業新聞報導，若報導中提到某家公司的任何負面消息，該公司股價便會在第二天下跌，如果是非常壞的消息，股價更會慘跌。這是人類的頑固天性。

壞消息代表股價下挫；壞消息代表巴菲特的眼睛睜亮了。在巴菲特看來，投資大眾的短視近利與盲目的利空現象，是股市中永遠不缺的良機，這些因素共同為他創造一個接一個的買進機會，年復一年地為他累積了300億美元的財富。

在進入下一章之前，我們將為你揭開巴菲特最珍貴的秘密之一：巴菲特發現，有些公司（並非所有公司）具有非常強力的經濟引擎，能使它們從短視近利的投資大眾所造成的股市泥淖中脫困而出。

巴菲特發展出一套特定區分標準，幫助他辨識這類公司；當壞消息及目光短淺的投資大眾使這類公司股價受挫時，他便進場瘋狂買進。巴菲特稱這些具有優異復原彈力的企業為「消費性壟斷事業」（consumer monopolies），他的財富來自於投資這類「消費性壟斷事業」，它們是巴菲特的投資理念聖杯，我們相信，它們也將成為你接下來投資生涯中的最愛。

◎ 本章重點 ◎

- 巴菲特發現，從基金經理人到透過網際網路的線上交易者，絕大多數投資人都執著於短線操作，這是股市的特性。
- 股市中恆常存在著利空現象——人們一聽到壞消息就賣出持股。
- 擁有消費獨占權的公司具有很強的能力，可以從利空現象的泥淖中脫困而出。
- 巴菲特的財富來自於投資「消費性壟斷事業」。

研究問題

- 一、為何大多數基金經理人都盯住短期操作績效？
- 二、巴菲特如何以長期展望利用股市中的短視近利現象？

是非題

- () 1. 基金經理人之所以專注於短期獲利，係因為購買基金的投資大眾非常短視近利。
- () 2. 絕大多數的投資大眾一聽到壞消息就賣出，聽到好消息就買進。
- () 3. 巴菲特在利空時買進。
- () 4. 「消費性壟斷事業」具有很強的經濟引擎。

【解答：1.(○)；2.(○)；3.(○)；4.(○)】

第2章

辨識巴菲特想持有的經濟引擎

巴菲特想投資的企業具有哪些特性？在股市活躍超過45年後，巴菲特發現，若想利用股市中的短視近利與利空現象，你必須投資一些擁有強力經濟引擎、能夠安然撐過利空現象而成長茁壯的公司。

記住，巴菲特利用的是那些在聽到壞消息時出脫持股的投資人與基金經理人，因此，他必須確保自己投資的對象不僅是本質健全的企業，同時也有經濟能力脫穎而出，呈現亮麗傑出的獲利。巴菲特不只喜歡在價跌時進場承接，他也喜歡趁著市場投資大眾犯錯時，以非常有利可圖的價格，變成美國最優秀企業的股東。巴菲特只挑選最優秀的企業作為投資標的，以確保在歷經時日後，這些公司的股價不只會完全反彈回來，還會繼續上升。對巴菲特而言，他投資持有的股票巨幅增值根本是司空見慣，他所投資的汽車保險公司蓋可(Geico)增值5,230%，

《華盛頓郵報》的增值幅度更達7,930%。這實在令人興奮，不是嗎？他在華爾街投資大眾視這些股票如瘟疫般避之唯恐不及時，買進它們，並長期持有它們，因為它們都是具有強力經濟引擎的優良企業，歷經時日，它們會為他賺進巨額財富。

你不妨這麼想：有兩匹賽馬，一匹名為「健康」，過去戰績輝煌；另一匹名為「衰弱」，過去戰績敗多於勝，兩匹馬恰好同時感染流行性感冒，休戰一年。由於這兩匹馬在本賽季都無法賺進半毛錢，因此牠們的價值都降低，飼主為減少損失，只好出售牠們，如果你是買家，你會選擇哪一匹？

一點也不難看出正確的選擇應該是「健康」，你知道牠本質上是一匹強健的馬，牠從這場流行性感冒中復元的機率大過「衰弱」，而且日後還能贏得賽事，為你賺進大把銀子！至於「衰弱」呢？就算牠復元了，未來仍可能恰如其名般地經常生病，你的投資報酬也會像牠的健康情況一樣——積弱不振！

巴菲特把企業分成兩類：第一類是衰弱型，這類公司的經濟能力差，他稱這類公司為「商品」(commodity)類型的企業，它們製造或銷售雷同於其他企業所製造或銷售的一般性商品。第二類企業是健康型，有極佳的經濟能力，例如可口可樂公司、蓋可、《華盛頓郵報》等，巴菲特稱這類公司為「消費性壟斷事業」，一個消費性壟斷事業銷售強力品牌產品，或在商場上擁有獨特地位，就好像是獨占事業一般，如果你想購買此特定產品或使用該公司提供的特定服務，你只能找這家公司。於是，這家公司可以自由調升產品或服務的價格，以提高獲利。此外，這類公司的長期經濟成長潛力較佳，它們的事業景氣波動較

少，當短視近利的股市造成過度反應的不利狀況時，它們也有資金撐過困境。

工欲善其事，必先利其器。巴菲特相信，除非你能先區分這兩類企業，否則，你將無法利用股市中短視近利所造成的錯誤股價。你必須知道「商品」類型企業的特徵，否則，你可能會「誤踩地雷」；同樣的，你也必須能夠辨識「消費性壟斷事業」的特徵，因為這些企業將為你帶來可觀的財富。

接下來，讓我們更深入了解這兩類企業，你才能辨識出哪些股票可以使你致富。誠如巴菲特所言：「買對了的股票，永遠不必賣出。」

本章重點

- 巴菲特把企業區分為兩類：健全的「消費性壟斷事業」類型，與衰弱的「商品」事業類型。
- 「消費性壟斷事業」銷售強力品牌產品，或在商場上擁有獨特地位，就好像是獨占事業一般。
- 「商品」類型的企業製造或銷售雷同於其他企業所製造或銷售的一般性商品。
- 巴菲特相信，除非你能先區分這兩類企業，否則，你將無法利用股市中短視近利所造成的錯誤股價。

研究問題

- 一、巴菲特為何把企業區分為兩種類型？
- 二、你能想到某家擁有「消費性壟斷權」的企業嗎？
- 三、你能想到某家銷售「商品」類型產品的公司嗎？

是非題

- () 1. 巴菲特喜歡買進衰弱的「商品」類型企業。
- () 2. 巴菲特喜歡買進健全的「消費性壟斷事業」類型企業。
- () 3. 「商品」類型企業製造強力品牌產品。
- () 4. 「消費性壟斷事業」類型企業製造一般性產品。

【解答：1. (×)；2. (○)；3. (×)；4. (×)】

第3章

辨識「商品」類型企業

巴菲特稱病弱的企業為「商品」類型企業，這類企業銷售一般性產品或服務，唯一影響消費者購買決策的重要因素是價格。在我們的日常生活中，這類企業最簡單、最明顯的例子是：

- 航空公司
- 未加工食品(例如穀類與稻米)的生產者
- 鋼鐵製造者
- 瓦斯、天然氣、油品公司
- 木材業
- 紙業
- 汽車製造商

上述類型公司所銷售的商品在市場上面臨相當的競爭，通常，售價最低的公司會贏得生意，因此，唯一影響消費者購買決策的重要因素是價格。

雖然，有些油品公司強調它們銷售的汽油品質較佳，但通常，人們購買汽油時的選擇依據是價格，不是品牌忠誠度，哪家汽油的價格最低，就買哪家的汽油。相同的消費行為也發生在水泥、木材、磚瓦、電腦的記憶體與處理器晶片〔儘管英特爾(Intel)試圖為其處理器晶片建立強力品牌認同〕。汽車製造商也是銷售同質性的商品，在某個汽車市場區隔中，製造商爭相以最低的價格競爭；航空公司素以價格戰惡名昭彰，最低票價的航空公司，最能夠吸引經常使用飛機作為交通工具的企業人士。

讓我們面對事實吧！消費者根本不在意向哪一個生產者購買穀物，也不在意搭乘哪一家飛機從洛杉磯飛到舊金山，只要能以最低票價飛抵目的地就好。通用汽車(General Motors)和福特汽車(Ford)都製造與銷售幾近相同的貨車，但是，如果福特的售價更便宜，你極可能會購買福特的貨車。市場的激烈價格戰，導致廠商的利潤極低。

在「商品」類型企業中，贏家通常是成本最低者，因為成本愈低，利潤愈高；成本愈低的廠商愈有空間訂定擊敗競爭對手的價格。這是很簡單的概念，但含意卻很複雜。為維持成本最低的優勢，廠商必須持續改善製程，以維持企業競爭力，這需要投入更多資本，如此一來，便侵蝕掉原本可用於發展新產品，或併購其他企業的獲利；而發展新產品或併購其他企業，往往能提升公司的基本價值。

上述原理的一般情節如下：A公司改善其製程，使生產成本降低，利潤提高，於是，A公司降低其產品售價，試圖爭奪B、

C、D公司的市場占有率。B、C、D公司開始不敵A公司，於是，它們也仿效起A公司，改善製程，然後降低產品售價，以便和A公司競爭。在此過程中，A公司原先因改善製程而提高的利潤被侵蝕掉。這種惡性循環一再重複。

這類企業偶爾境況不錯，在經濟繁榮時期，消費者的需求大於供給，汽車製造商之類的廠商獲利便會上升，為因應需求增加，廠商開始投入經費增產或擴廠。它們的股東看到公司獲利激增，便要求利益分配，公司應允股東之要求而提高股利。工會看到公司這麼賺錢，也會要求分一杯羹，公司多半也會應允。然而，經濟榮景周期過去（所有榮景終有消退的一天），廠商陷入產能過剩，膨脹的股利難以回降，調高的工資無法再調降，突然間，這些公司一度膨脹的資產負債表開始失血。在1990至1993年的經濟衰退期間，通用汽車失血96億美元，在嚴重的景氣蕭條期間，汽車製造業失血甚至達200億美元，許多汽車製造商被迫關廠、降低股利，反映在股市當然是股價下挫，樣子全然狼狽不堪。

還有特殊事件會造成這類公司的營收提高。當年的雨果颶風(Hurricane Hugo)橫掃佛羅里達州，摧毀數千幢房舍，災後合板的價格一飛沖天。那年，佛羅里達州所有合板業者的生意都非常興隆。每年夏天的旅遊旺季，航空公司總是忙翻天。汽車製造商偶爾也有突然時來運轉的時候，推出的新車款受到顧客青睞而創造佳績，例如克萊斯勒(Chrysler)的迷你廂型車。在諸如此類的特殊事件中，製造商和銷售商都獲利頗豐。不過，市場上任何需求的增加，必然會導致供給的增加，之後，當需

求衰退時，供給過剩便會導致價格與利潤再度下降。

此外，「商品」類型企業完全依賴管理階層的品質與智慧，以創造一個獲利的企業。倘若管理階層缺乏遠見，或因不當的資源分派而浪費公司的珍貴資產，公司可能會像前述靠低成本競爭的廠商那樣喪失其市場地位，招來競爭對手的攻擊，甚至損及公司的財務結構。

就投資立場而言，這類「商品」類型企業正是巴菲特避開的投資標的。第一，由於價格競爭，這類公司的獲利一直無法提高，致使它們欠缺資金擴展事業，或投資更能獲利的新事業。第二，即使這類企業有辦法獲利，賺到的錢通常也投入廠房與設備的升級，以維持競爭力，有些企業的原地踏步等於是提供競爭對手擊敗你的機會。許多這類的公司背負愈來愈重的長期負債，例如通用汽車在1999年的長期負債高達約550億美元，遠比它在1990至1999年間的340億美元獲利還要高出許多。就算不分紅、不發放股利，通用汽車也無法用這10年的所有獲利還清其長期負債。通用汽車的宿敵——福特在過去10年總共獲利351億美元，但該公司在1999年的長期負債卻高達700億美元，如果福特持續過去的財務績效，大約得花20年，才能還清所有的長期負債。如此看來，這兩家汽車公司並不是好的投資標的，不是嗎？想像你持有類似這般長期負債沈重的公司股票，突然之間，景氣榮期結束，你想，誰會損失可觀的財富？那些公司的長期負債，將變成股民的長期套牢！

航空業的情況也好不到哪裡去，聯合航空(United Airlines)——全世界營運狀況最好的航空公司之一——在1999年的長期

負債約為50億美元，而過去10年期間，該公司總計獲利40億美元。環球航空公司(TWA)在過去5年，年年虧損。工會的影響力與高固定成本，致使所有的航空公司永遠無法維持多久的好境況，它們的股東也賺不了大錢。

「商品」類型企業有時會試圖以密集廣告，宣傳其產品優於其他競爭者，在某些情況下，產品的大幅修正確實能使某家公司領先群雄一段時日。不過，問題在於不論「商品」類型企業如何追求精進，消費者最終還是以價格為主要考量，因此，低成本廠商總是最後的勝出者，其他競爭對手最終只能處於勉強掙扎的境況。

巴菲特很喜歡舉柏林頓實業(Burlington Industries)為例，來說明這種情形。柏林頓實業是一家紡織廠，屬於巴菲特所謂的「商品」類型企業，它在1964年的總營收為12億美元，經過股票分割後的平均股價每股約為30美元。1964至1985年，該公司總計支出約30億美元的資本在改善生產效率上，以提高利潤，相當於每股約支出100美元，絕大部分的資本支出都花在降低成本與擴張營運上。儘管該公司在1985年的營收提高為28億美元，但在經過物價指數的調整後，實質營收其實是衰退的。同時，它的營收報酬率與股東權益報酬率也遠低於1964年的報酬水準。柏林頓實業在1985年的股價為34美元，只比1964年的股價稍高一些。21年的辛苦經營，花費了股東30億美元，該公司的股價卻只帶給股東們少得可憐的回報！

柏林頓實業的經理人是紡織業中最能幹的，真正的問題在於產業本身；過度競爭造成紡織業的不良績效，導致整個產業

嚴重的產能過剩，進而引發價格競爭，降低利潤。獲利降低的結果自然反映在股價上，股東們不免大失所望。

如果你在股市下挫或利空之際買進柏林頓實業的股票，你可能無法指望該公司具有長期成長潛力，這是巴菲特遠遠避開的投資標的，因為這類投資不會讓他或任何人致富。

巴菲特常說，當聲譽卓著的管理階層遇上聲譽欠佳的企業時，通常會屹立不搖的是企業的欠佳聲譽。換句話說，不論是誰來經營此公司，都不可能使它的不良經濟能力變成卓越的經濟能力，醜小鴨變成美麗的天鵝只不過是神話，在企業界，不論是哪一位管理王子來親吻這類「商品」類型企業，醜小鴨仍然還是醜小鴨。

如何辨識「商品」類型企業？

辨識「商品」類型企業並不是非常困難的事，這類企業通常銷售其他許多企業也銷售的東西，其特徵包括：低利潤率、低股東權益報酬率（股東權益的定義是：公司的總資產減去總負債）、難以建立強力品牌忠誠度、市場上有許多生產相同產品的廠商、所屬產業出現嚴重產能過剩、獲利反覆無常、獲利力幾乎全靠管理階層有效率地利用廠房與設備等有形資產。

以下詳述「商品」類型企業的基本特徵。

一、低利潤率與低存貨周轉率

低存貨周轉率再加上低利潤率，會造成很差的資本報酬

率，亦即此公司根本不賺錢。

理想的事業狀況是：高利潤率加上高存貨周轉率（高營收加上高利潤，代表公司很賺錢），存貨周轉率低的企業，必須有格外高的利潤率，才可能有可觀的獲利（也就是說，公司的售量不多，但因利潤極高，因此很賺錢）。如果利潤不高，但存貨周轉率極高，同樣可能有不錯的獲利（亦即利潤很薄，但極高的銷售量為公司創造了可觀的獲利）。波克夏海德威（Berkshire Hathaway；譯註：巴菲特與其合夥人共同擁有的控股公司）旗下的內布拉斯加家具商場（Nebraska Furniture Mart），就是一個典型的例子，該公司賣的東西很便宜，因此利潤率很低，但非常高的存貨周轉率彌補了這個缺點，顧客受到該公司低售價的吸引，股東也因此賺了不少錢。

你不妨這麼想：假設你在沙漠中擺設一個賣檸檬汁的攤位，如果一杯檸檬汁的製作成本是1美元，如果你一杯賣100萬美元，那麼你不需要多高的存貨周轉率便能致富，只要賣一杯就行了。這就是高利潤、低存貨周轉率的例子。你也可以一杯賣2美元，一年賣2000萬杯，同樣能使你發財。

一個利潤率很低的公司，多半是「商品」類型企業，這種公司總是為許多問題與低利潤率而苦惱。

你可以查詢《價值線投資調查》（*The Value Line Investment Survey*）、雅虎財經網頁（Yahoo! Finance）、MSN.com，或任何提供企業財務資訊的刊物或網站，看看各企業的淨利潤率（巴菲特偏好的投資資訊來源是《價值線投資調查》，它是一個付費提供股市分析與企業財務資訊的報告，追蹤的公司超過1600