

T H E

Essays of Warren Buffett

Lessons for Corporate America

巴菲特 寫給股東的信

| 全新增修版 |

· 巴菲特唯一親筆撰述 ·

完整呈現巴菲特企業治理與價值投資理念的世紀經典！

Fourth Edition

Lawrence A. Cunningham

Warren E. Buffett

許瑞宋 —— 譯

勞倫斯·康寧漢 —— 編著、導讀

華倫·巴菲特 —— 原著

我喜歡簡單自然的敘述方式，寫下來跟講出來是一樣的。這種敘述趣味盎然、有力且精簡；與其精雕細琢，不如直率有力。

——蒙田（Michel de Montaigne），

《蒙田隨筆》（*The Essays of Montaigne*），1580年

此人之誠摯與活力彰顯在他的文字上。我從未見過一本更渾然天成的書。剪下這些字詞是會見血的，因為它們有血有肉，是活生生的。

——愛默生（Ralph Waldo Emerson）論蒙田及其《隨筆》，

《代表人物》（*Representative Man*），1850年

有些書淺嘗即可，有些應該狼吞虎嚥，只有少數是應該細細咀嚼並徹底消化。

——培根（Francis Bacon），

《培根隨筆集》（*The Essays of Francis Bacon*），1696年

Contents

序言 導讀

楔子 事業主相關的經營原則

第一篇 公司治理

一	充分且公允的資訊揭露	9
二	董事會與經理人	13
三	產業黃昏之焦慮	39
四	社會契約	51
五	股東為本的企業慈善模式	53
六	有理有節的高層薪酬政策	56
七	風險、名譽和監督	69
八	企業文化	76

第二篇 金融與投資

一	農場、不動產和股票	85
二	市場先生	96
三	套利	100
四	對標準理論的批判	103

五	「價值」投資：一個贅詞	130
六	智慧型投資	138
七	雪茄煙蒂與制度性強制力	145
八	攸關生死的債務	149
第三篇	另類投資工具	153
一	投資類別概述	155
二	垃圾債券和小刀論	159
三	零息債券與搶匪	167
四	優先股	174
五	衍生工具	186
六	外幣與非美國股票	196
七	房屋問題：實踐與政策	202
第四篇	普通股	207
一	交易之惡：交易費用	209
二	吸引你想要的投資人	214
三	股息政策與股票回購	216
四	股票分割與無形之腳	227
五	股東策略	230
六	波克夏的資本重組	231
七	波克夏的股息政策	236
第五篇	企業併購	243
一	壞動機與高價格	245
二	明智的股票回購vs.綠票訛詐	256
三	槓桿收購	257
四	明智的收購政策	260
五	關於出售事業	264
六	首選買家	268

第六篇 評價與會計	273
一 伊索與無效叢林理論	275
二 內在價值、帳面價值與市價	279
三 透視盈餘	286
四 經濟商譽vs.會計商譽	292
五 事業主盈餘與現金流量的謬誤	304
六 選擇股評價	312
第七篇 會計詐術	315
一 會計騙局的荒謬劇	318
二 制定標準	324
三 股票選擇權	326
四 「重整」費用	330
五 退休金估算與退休福利	334
六 盈利實現問題	338
第八篇 賦稅	339
一 企業稅負之分配	341
二 賦稅與投資哲學	343
第九篇 波克夏五十週年回顧與展望	349
一 綜合企業集團與繼承問題	351
二 蒙格論「波克夏系統」	364
三 瑪士撒拉的資產	369
註釋	373
名詞解釋	379
內容分布表	382

序言 Preface

2015年是華倫·巴菲特領導波克夏哈薩威（Berkshire Hathaway）的五十週年，是個值得紀念的里程碑。這個紀錄意義非凡，不但在於它歷時極久，還在於它創造的價值和彰顯的理念。本書原文版 *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America* 第四版，是慶祝本書面世二十週年的最新版本。這是巴菲特最常替人簽名的一本書，而它長期受歡迎，證明很多人想看這本彙編巴菲特見解的獨特著作，因為它內容全面又不重複，而且容易理解。

本書初版是為卡多索法學院（Benjamin N. Cardozo School of Law）20年前舉辦的一場研討會所編纂的核心資料。那個研討會是該學院的海曼公司治理中心（Heyman Center on Corporate Governance）贊助主辦的，數以百計的學生參與了為期兩天的活動，期間有多場氣氛熱烈的會談，討論本書觸及的所有議題，出席者包括三十多位傑出的教授、投資人、經理人，而

巴菲特和波克夏董事會副主席查理·蒙格（Charlie T. Munger）坐在第一排的座位上全程參與。

本書初版面世二十年來，我在四間不同的大學授課和主辦研討會時，經常以本書為教材。其他學校也有數十位教授採用本書，用在一些投資、金融和會計學課程上。一些投資公司也向從事專業工作的員工和客戶派發本書，作為培訓的教材。我感謝這些學生、教師和本書其他使用者回饋的好評，也很樂見書中的經驗教訓廣為傳播。

一如之前的修訂版，這個版本保留了原版的結構和理念，但增添了巴菲特近年致股東信的新內容，包括他掌管波克夏五十週年的回顧文章。我們將所有內容編織成一本讀起來完整連貫的書，清楚闡述一種明智可靠的經營和投資理念。為方便讀者參考，同時讓舊版讀者了解新增了哪些內容，書末列出一個表格，顯示各章節出自哪一年的巴菲特致股東信。本書註解中的年份，代表文章出自哪一年的年報。為免打斷文氣，摘錄時省略的文字，不以省略號或其他標點符號標示。

之所以必須出修訂版，並不是因為巴菲特明智可靠的經營和投資理念有任何根本改變，而是因為他闡述自身理念，總是以當前的事件和商業環境為脈絡。因此，為持續傳播這些理念，定期更新內容是有必要的。

編纂先前版本時，許多人大力相助，我在那些版本中已致謝意，在此再次感謝他們。這些人當中，我要特別感謝巴菲特先生。他慷慨相助，不但使我們的研討會得以成功，他的參與更是令活動生色不少。他願意將致股東信的編排與出版交由我負責，是我的一大榮幸。他的夥伴查理·蒙格也值得我再次致謝，因為他不但參與研討會，還非常爽快地答應我們的臨時要求，擔任其中一場小組討論的主持人。他也容許本書收錄他寫過的一些信，包括他有關波克夏五十週年的回顧。

在波克夏2011年的年會上，查理向我強調，我們那場研討會舉辦十五年之後，波克夏在某些方面已變得很不一樣，但某些地方卻完全未變。當

年波克夏比較像一檔共同基金，80%的資產是在多家公司的普通股少數股東權益，20%為全資擁有的公司；如今這個比率是反過來了，波克夏因此比較像一個綜合企業集團。但無論是當年還是現在，波克夏和它所投資的公司是由一組核心的共同價值觀聯合起來；這些價值觀是巴菲特在公司最高層設定的，是本書生命力的來源。我感謝本書數以萬計的同好、支持者和朋友：你們是本書二十年來的熱心讀者，我期望與大家在這條路上繼續走下去。

勞倫斯·康寧漢

紐約市，2015年11月1日

巴菲特寫給波克夏哈薩威股東的信，讀者若長期奉讀，必已獲得極為寶貴的非正式教育，這些信件以平淺的文字，完整闡述妥善經營事業的原則。巴菲特的文章廣野恢宏，充滿智慧，觸及挑選經理人和投資項目、評估企業的價值，以及運用財務資料獲利等題材。本書將這些文章按主題歸類，成就一本適合廣大讀者閱讀、總結巴菲特經營與投資理念的著作。

巴菲特的文章著落基礎，其中心主題是：投資應以企業基本面分析為指導原則。他所指的基本面分析，是由他的兩位老師班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）和大衛·陶德（David Dodd）率先提出的。與此主題相連的是一些管理原則，根據這些原則，企業經理人的適當角色是公司資本的管理人與守護者，而股東則是資本的供應者和擁有人。由這些主題衍生出來的，是圍繞著重要商業戰略務實、明智的經驗教訓，觸及會計、選擇以至評估企業價值之類的廣泛題材。

導讀

Introduction

勞倫斯·康寧漢

巴菲特寫給波克夏哈薩威股東的信，讀者若長期奉讀，必已獲得極為寶貴的非正式教育。這些信件以平易的文字，完整闡述妥善經營事業的原理。巴菲特的文章視野恢宏，充滿智慧，觸及挑選經理人和投資項目、評估企業的價值，以及運用財務資料獲利等題材。本書將這些文章按主題彙編，成就一本適合廣大讀者閱讀、總結巴菲特經營與投資理念的著作。

巴菲特的文章清楚易懂，其中心主題是：投資應以企業基本面分析為指導原則。他所指的基本面分析，是由他的兩位老師班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）和大衛·陶德（David Dodd）率先提出的。與此主題相連的是一些管理原則。根據這些原則，企業經理人的適當角色是公司資本的管理人與守護者，而股東則是資本的供應者和擁有人。由這些主題衍生出來的，是圍繞著重要商業議題務實、明智的經驗教訓，觸及會計、併購以至評估企業價值之類的廣泛題材。

巴菲特將這些傳統原則應用在波克夏的經營管理上，他是該公司的執行長。波克夏創立於19世紀初，以紡織為業。巴菲特1965年執掌該公司時，公司帳面淨值為每股19.46美元，內在價值則遠低於此數。如今波克夏每股帳面淨值約為100,000美元，內在價值則遠高於此數。期間每股帳面淨值年複合成長率約為20%。

波克夏如今是一家控股公司，旗下業務多達約80項。集團最重要的業務是保險，由多家公司經營，包括全資子公司蓋可（GEICO）——美國最大的汽車保險商之一，以及通用再保險公司（General Re Corporation）——全球最大的再保業者之一。2010年，波克夏收購了柏靈頓北方聖塔菲鐵路公司（Burlington Northern Santa Fe Railway Company）——北美最大的鐵路公司之一，而且很早以前便已開始擁有和經營大型能源公司。

波克夏的一些子公司規模非常大：有十家子公司若是獨立公司，將能躋身財星五百大（Fortune 500）。該公司的其他投資非常多樣，而且規模巨大，巴菲特因此寫道：「你看波克夏時，有如在看整個美國企業界。」這些投資涉及的行業包括食品、服飾、建築材料、器具、設備、報紙、書籍、運輸服務和金融產品。波克夏也是多家大公司的主要股東，包括美國運通、可口可樂、IBM和富國銀行（Wells Fargo），此外也持有亨氏食品（Heinz）一半的股權，而且手上有一筆很有價值的選擇權，可認購美國銀行（Bank of America）規模可觀的股權。

巴菲特與波克夏董事會副主席查理·蒙格能建立起業務如此多元的企業集團，是靠投資那些經濟體質優越、經理人出色的公司。他們偏好經由談判、以公道的價格百分百收購目標公司，但亦採取「雙管齊下」的策略：倘若在公開市場上購買某些公司部分股權，代價遠比百分百收購按比例計算划算，他們也會這麼做。

雙管齊下策略成果豐碩。波克夏有價證券投資組合的價值，1965年時為每股4美元，至2015年已增至超過140,000美元，年複合成長率為19%。