

信任邊際

巴菲特經營波克夏
的獲利模式

Margin of Trust

The Berkshire Business Model

勞倫斯·康寧漢 Lawrence A. Cunningham

史蒂芬妮·庫巴 Stephanie Cuba —— 著

廖志豪 —— 譯

財經企管 BCB693

目錄

推薦序	信任，帶給波克夏獨特的優勢	財報狗	5
	各界好評		9
前言	信任的好處		13
第一部	支柱		
第1章	波克夏人與角色		41
第2章	合夥模式		73
第3章	商業模式		87
第二部	展望		
第4章	交易的原則		109
第5章	董事會的組成		131
第6章	以信任為主的組織		139

第三部 比較

- | | | |
|-----|-------------|-----|
| 第7章 | 股東行動主義與私募基金 | 157 |
| 第8章 | 類似企業的經驗 | 177 |

第四部 挑戰

- | | | |
|------|---------|-----|
| 第9章 | 決策問題 | 205 |
| 第10章 | 輿論質疑 | 221 |
| 第11章 | 規模的挑戰 | 233 |
| 第12章 | 接班難題 | 247 |
| 結語 | 冷酷無情的壞處 | 255 |
| 各章注釋 | | 265 |

推薦序

信任，帶給波克夏獨特的優勢

財報狗

台灣最大的基本面資訊平台與社群

大眾應該都很好奇，巴菲特得以如此成功的關鍵是什麼？是因為他過人的選股能力嗎？這當然是一大因素，巴菲特長年優異的報酬率，讓他的資產像滾雪球般的複利。然而如果我們看其他厲害的基金經理人，也有很多選股能力不輸巴菲特的人，為什麼他們卻無法達到巴菲特的高度？關鍵就在於，巴菲特的波克夏有別於一般基金的獨特結構和商業模式，而支撐這個結構的基石，正是這本書的主題：信任。

這本書的作者勞倫斯·康寧漢，過去撰寫過多本有



關巴菲特的著作。在過程中，他不只閱讀大量巴菲特講過的話，也有很多機會訪談許多波克夏股東，以及旗下公司的經理人。擁有這麼多的第一手資訊，他自然能夠看到更多一般人不太容易注意到的事情。

波克夏是一間非常獨特的公司。它喜歡併購公司，卻不聘請併購顧問，甚至不插手併購後的經營方向或更換經理人；在金融海嘯時，大型金融機構，如高盛和美國銀行，都會向波克夏尋求資金；一般法人很少會將資金集中在單一股票，但波克夏的很多股東們，卻會將持股長期集中在波克夏上。這是被併購公司對巴菲特的信任、大型金融機構對巴菲特的信任，也是波克夏股東們對巴菲特的信任。

這些源源不絕且堅實的信任，給了波克夏獨特的優勢，讓它能夠有長期穩定的資金、多元的現金流，以及特殊的投資機會。是這些信任支撐波克夏，達到今天如此龐大的規模。

這本書不只可以讓巴菲特迷看到許多精彩的故事；讓有興趣創立投資公司的投資人，學習與股東溝通；也

能給商場上的大小主管許多企業管理的啟發。

缺乏信任，可能錯失投資良機

Google 曾做過一項調查，研究公司內部 180 個團隊，想要找出擁有什麼關鍵要素的團隊會特別成功。經過大量訪談和文獻回顧，他們發現，高生產力的團隊都有一個共通點，就是「心理安全感」。例如「有犯錯的空間」、「尊重不同意見」、「可以自由質疑他人的選擇，但被質疑的人知道，對方的目的不是排擠自己」。這個心理安全感，也正是信任的表現。

信任，不只有助於提升團隊的生產力，也能為公司發展的決策帶來好處。麥肯錫顧問公司做過一項針對全球 1,500 名的企業主管調查，結果發現公司的制度和流程，容易讓主管不敢冒險、過於保守，因而錯失投資良機。為什麼會這樣呢？因為比起錯過這些投資獲利機會，他們更擔心的是萬一做了虧錢的決策，會影響到自己的職涯發展。有些受訪的主管承認，風險趨避雖然對



公司不利，但對他們自己的職涯有利。受限於短期的規避風險，而錯失投資良機，這也是因為這些主管缺乏心理安全感和信任，導致他們無法做出對公司最好的決策。

我們常因為缺乏信任，想用條文或合約的限制，讓對方照著原先的共識執行，可惜這往往並不有效。本書以併購班傑明摩爾公司跟亨氏公司為例，提醒我們，就算有明訂的條文，想鑽漏洞的人，總是能找到技術性的方式，取巧繞過去；不如一開始就找真正值得信任的人，在雙方彼此信任的前提下，進行一場正面的合作。

林肯曾說：「當人們受到全然且毫無保留的信任時，他們會回報相同的信任。」許多波克夏的經理人也呼應這句話：「因為想要被信任，就會更致力於贏得這樣的信任。」

從這本書中，我們可以學到波克夏如何將信任文化深入企業經營的各個角度，例如股東的夥伴心態、波克夏的管理模式，以及併購的協議方式等等；我們也可以知道，這樣的信任有什麼好處。最後，更重要的是，你如何獲得這樣的信任，成為一個受人信任的人。

各界好評

信任是最重要的要素。

巴菲特和波克夏股東的關係，被稱為緊密且理所當然的互相關係，這種關係在現代執行長和企業間是很少見的。

巴菲特本人也是用這種方式尋找值得信任的經理人和企業，只要找到了，就不用費心管理。

因此、有志做好長期投資的投資人，應該將本書的觀念仔細的閱讀，並且應用在你的投資上！

雷浩斯

價值投資者／財經作家



這是一本重要而必讀的書。

羅伯特·海格斯壯 (Robert Hagstrom)

《巴菲特勝券在握之道》作者

非常吸引人。

陶德·海德森 (Todd Henderson)

芝加哥大學教授

每個股東都應該閱讀《信任邊際》。

羅伯特·邁爾斯 (Robert Miles)

《巴菲特的繼承者們》作者

深入了解使波克夏如此成功的獨特管理哲學。

「理性漫步」(The Rational Walk) 價值投資研究網站

前言

信任的好處

永遠獻給我們的兩個女兒

貝卡（Becca）與莎拉（Sarah）

信任，是華倫巴菲特創立波克夏商業模式的重要精髓。這個簡單的概念對企業的一生有著深遠的影響。

我們數十年來研究與撰寫和巴菲特和波克夏相關的書籍。1996年，勞倫斯·康寧漢（Lawrence A. Cunningham）主持這些議題的研討會，並在隨後出版《巴菲特寫給股東的信》（*The Essays of Warren Buffett: Lessons from Corporate America*）。這本書馬上就在全球暢銷，並成為引領潮流的經典著作。自此之後，撰寫巴菲特與波克夏故事的書籍就如雨后春筍般出現，尤其是投資書，以及某個程度和管理相關的書。

前言

信任的好處

信任，是華倫巴菲特創立波克夏商業模式的重要精髓，這個簡單的概念對企業的一生有著深遠的意涵。

我們數十年來研究與撰寫和巴菲特和波克夏相關的書籍。1996年，勞倫斯·康寧漢（Lawrence A. Cunningham）主持這些議題的研討會，並在隨後出版《巴菲特寫給股東的信》（*The Essays of Warren Buffett: Lessons from Corporate America*），這本書馬上就在全球暢銷，並成為引領潮流的經典著作，自此之後，撰寫巴菲特與波克夏故事的書籍就如雨後春筍般出現，尤其是投資書，以及某個程度和管理相關的書。



當大量投資人跟隨巴菲特的經驗擁抱價值投資法時，只有少部分管理者採用波克夏的管理方式，這樣的差異或許可以用時間來解釋：巴菲特優異的投資紀錄可以追溯到60年前，而波克夏證明自己獨特的組織架構能有效實行的時間只有10年或20年。不過，人們對它的興趣則正在上升。

對於「最能促進創新的組織架構」感興趣的研究人員，被波克夏的商業模式深深吸引，尤其是波克夏著重的自主管理和分權。¹探索組織文化在企業生產力和法遵中扮演什麼角色的人，也把注意力轉移到波克夏採用的方法，它的方法更加仰賴相互間的信任，而不是傳統的內控方式。²

跨領域經營的大企業，包括科技巨頭字母控股公司（Alphabet；也就是之前Google的母公司）、財金資訊公司晨星（Morningstar）以及商業推廣商閃印公司（Cimpress）都採用波克夏商業模式中的某些要素。董事會在評估工作場所，從企業宗旨、槓桿作用，乃至資本配置等政策時，也會學習波克夏的人事與執行方式，甚

至連大學策略管理及競爭優勢課程也開始以討論波克夏的模式為號召。³

1998年康寧漢出版《巴菲特寫給股東的信》時，《富比士》(Forbes)雜誌用了巴菲特投資哲學中最重要的一个概念來作為當時訪談的標題，就是「安全邊際」。⁴數十年後，在解釋巴菲特的管理哲學時，最能與之呼應的名詞則是：信任邊際 (margin of trust)。

安全邊際引導投資人，只有在價格遠低於價值時才進行投資，這樣的機會很稀少，一旦出現就要確保可以大量買進；同樣的，信任邊際則是引導投資人只跟自己信任的人合作，這是另一個難得碰到的機會，所以一旦遇到這樣的對象，自然十分值得仰賴他們。

巴菲特認為，信任很難獲得，尤其在銀行、證券經紀業和金融業更是如此。波克夏盡可能避免透過中間人牽線，對於想要收購的公司，他們會進行徵信調查，不透過經紀商，並且從公司內部取得資金（主要是藉由保險的浮存金〔float〕），而不是向第三方籌資。當波克夏和巴菲特找到足以信任的人時，不論對象是併購的合夥



人，還是業務經理，都非常信任他們。這也是為什麼在併購時，他們給經理人很大的經營空間，並沒有做太多盡職調查，卻還是感覺很放心的原因。

很多人認為波克夏和巴菲特是自成一格的特例，而不是可以模仿的樣板，這種直覺的看法只有部分正確。沒錯，只有傻瓜才會想證明自己是巴菲特的翻版，或是完全模仿他創建那令人眼花撩亂的組織架構。某個程度上，最能解釋巴菲特成功的理由，就是一連串人格特質與幸運成分等環環相扣的特性。⁵

儘管如此，他的很多原則還是能在波克夏外提供一個可行的框架，並有效實行。但關鍵是必須對這些原則有廣泛的了解，特別是信任的概念與意涵，接著則是找到方法來運用它們。

以波克夏的例子來看，它獨特的管理原則就是分權和自主管理，所有的經營權力都由母公司交付給子公司的執行長，而他們也會傾向將權力再次下放，或委任到最接近產品、市場或顧客的同事身上。

研究顯示，信任是強大的動力，而自主管理比層層

控制更能增進公司價值，研究人員在管理學的研究中已經證明，以信任為基礎的文化可以成為一項競爭優勢。⁶

管理專家強調自主管理的文化如何讓員工將專注力放在工作上，而不是只求符合法律規定，它的效益包含領導更有效率、管理成本降低，以及其他企業效能和競爭優勢。最終則會產生優越的表現和獲利。⁷

就跟波克夏和旗下多數的子公司一樣，現在的大型全球企業都必須利用自身的競爭優勢來抵禦外在的威脅（巴菲特稱這是「護城河」）。這些優勢，無論什麼形式（從傳統的品牌實力到現在的平台網絡），都是源自於對市場、商業模式和行銷技巧的掌控。保護這些護城河並維持領導力，都需要迅速的應變能力、豐富的想像力，以及適應力，才能應付具有破壞力的競爭對手和策略。⁸

誠然，大型企業目前的架構擁有明確的階級制度，而且高度仰賴內控，能夠抑制在這些方面所面臨的挑戰，但波克夏對於抵禦護城河和促進創新的解答則是認為，一個較寬鬆的組織架構，會比現在盛行的分層控制模式來得好。