

Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements

史上最強投資家的財報閱讀力

巴菲特的 真本事

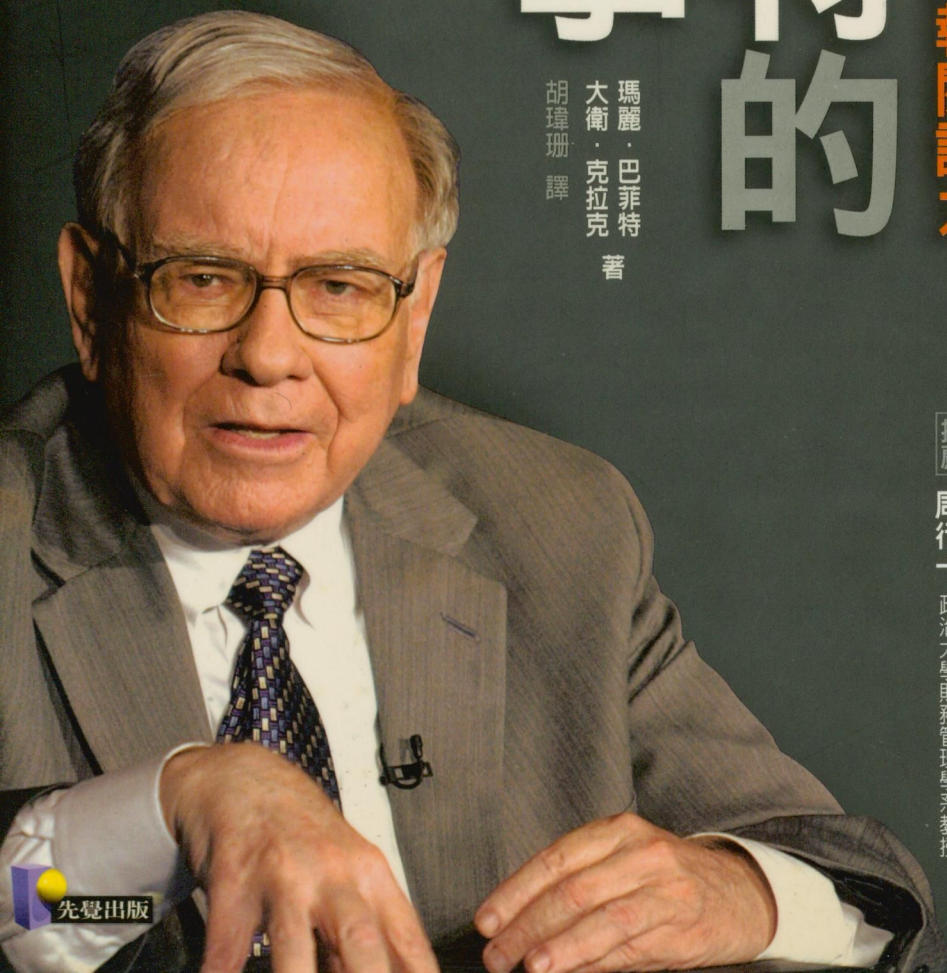
瑪麗·巴菲特
大衛·克拉克 著
胡瑋珊 譯

有些男人看《花花公子》，
我看企業的年度報表。——華倫·巴菲特

你唯一必須跟巴菲特學的事！

巴菲特擅長挑選具備長期競爭優勢的企業，
他挖寶的地方就是企業的財務報表。

背了再多巴菲特名言、聽了無數巴菲特的故事，
不如學巴菲特如何看財報，才能實質獲利。



專業
推薦

王之杰
周行一

《今周刊》前總編輯
政治大學財務管理學系教授

先覺出版

巴菲特為投資作的功課，你要學！
他看重企業的長期競爭優勢，
用他的方法，
你也可以找到值得投資的公司。

我要找的投資標的，是能預測未來十至十五年會是什麼景況的公司。以箭牌口香糖來說，我可不認為網際網路的發展會改變人們嚼口香糖的方式。

——華倫·巴菲特

作者簡介

瑪麗·巴菲特 Mary Buffett

大衛·克拉克 David Clark

瑪麗·巴菲特是投資領域的暢銷書作家及演說家。她和巴菲特的兒子彼得結婚十二年期間，累積獨到的眼光。大衛·克拉克是巴菲特一家人的多年好友，身兼律師與專研巴菲特法則的演說家，並於奧馬哈的一家私募投資集團擔任管理合夥人。

兩人合寫過知名的巴菲特箴言書《看見價值：巴菲特一直奉行的財富與人生哲學》（先覺出版），以及《巴菲特原則》《和巴菲特同步買進》《巴菲特法則實戰分析》等投資專書，並已譯為十七國語言版本。

巴菲特的真本事

史上最強投資家的財報閱讀力

瑪麗·巴菲特、大衛·克拉克 著

胡瑋珊 譯

Warren Buffett
and the Interpretation of Financial Statements

推薦序

不說謊的魔鏡

王之杰

「去看看財報吧，你就會了解富國銀行（Wells Fargo）真的跟其他銀行不同！」這是巴菲特在2009年5月2日的年度股東會現場，面對小股東提問「美國大銀行不少，為何波克夏獨鍾富國銀行？甚至在華爾街風雨飄搖時，還願意支持富國以溢價買下傷痕累累的美聯銀行（Wachovia）？」時給的答案。

在資本主義的遊戲規則中，數字是最重要的語言，公司的所有樣貌，不管是高矮胖瘦、一草一木，都必須化為數字，呈現在財務報表上。財報更像一本日記，公司所有銷售、資產、負債的往來及進出，就算只有一毛錢，都必須誠實記錄在財報上。身為資本市場的大玩家，巴菲特當然了解財報的重要。還在就學時，財報就是他的隨身課外讀物，而股神穿透數字迷霧的能力，就是在閱讀一本一本的財報中養成，也因為有這個能力，讓他能在美國中部小鎮奧馬哈，千里運籌全球的市場。

阿拉伯數字只有十個，分開來看，三歲小孩就能朗聲數數；但湊在一起，放到報表中，可真需要花功夫才能了解其中堂奧，尤其上市公司的財報雖然經由會計師簽證，

但總難免會有人為操作的斧鑿痕跡，要讀懂其中蹊蹺，除了得把時間拉長外，還得下苦心才行。這個知識武器，是散戶晉升達人的一大挑戰，也唯有把這門基本功做足，才能真正將巴菲特思想落實在投資行為中。

本書作者巴菲特的前任媳婦瑪麗·巴菲特，用淺顯易懂的方式，企圖開一扇窗，讓一般人能跨進財報的領域，了解會計的語言，不過其中難免有些國情不同的地方，讀者在閱讀時務必要了解其中差異。如第48章講到保留盈餘配股的問題，台灣有法令盈餘下限的規定，極少出現書中所說盈餘全部拿來配股（息）的作法；另外，書中所說庫藏股引發「私人持股公司稅」的問題，在台灣因法令不同而有差異。

除了如何看財報之外，本書第57章是我認為最獨特的地方。一般人總是有誤解，以為「只買不賣」是巴菲特唯一的操作法則，其實只要深入研究波克夏歷史，就會發現巴菲特的操作比他口中講的複雜太多，雖然他認為最理想的持股時期是「永遠不要賣」，但在現實的投資世界畢竟難臻完美，現金也非永遠取之不竭，因此股神在「必要時機」還是會出脫持股。

作者細心的整理了幾個「必要時機」：一、需要資金周轉或發現了更好且便宜的投資標的時；二、企業喪失競爭優勢時；三、多頭市場陷入瘋狂時。這三點具體而微地點出了巴菲特近年來的操作邏輯。

最鮮明的例子就是在2007年中期，當港股狂潮將近高

點時，巴菲特將持股僅四年的中國石油股票全數賣出。而在2008年金融風暴最兇猛時，爲了籌措現金，他也不惜調整持股多年的嬌生公司股票，將資金轉進其他更便宜的投資標的，投資美商高盛及奇異公司的特別股及認股權證，就是當時的傑作。

不過，股神畢竟只是封號，巴菲特也是凡人，2007年雖成功在高檔出脫中石油，但卻在隔年，看到每桶原油價格好不容易從高點147美元滑落，就耐不住性子，莽撞以高價買進了康菲石油（Conoco Phillips）的股票，結果以虧損15.3億美元出場，與本書164頁描寫的原則有相當的違背。也因此，巴菲特在2009年給股東的一封信中「下昭罪己」，表示自己做了蠢事。

對於初學者來說，這不是一本簡單的書，要想一口氣唸完，融會貫通，困難度不低，不妨讀一段，闔上書，對照台灣的例子，再回頭細想一段，或許會有更深刻的體會。

（本文作者爲《今周刊》前總編輯）

推薦序	不說謊的魔鏡 王之杰	i
-----	------------	---

前言		001
----	--	-----

導論

第1章	巴菲特成為全球首富的兩大發現	007
-----	----------------	-----

第2章	什麼樣的公司能讓巴菲特成為超級鉅富？	008
-----	--------------------	-----

第3章	巴菲特如何著手尋覓好公司？	014
-----	---------------	-----

第4章	持久性是巴菲特開啓財富的門票	017
-----	----------------	-----

第5章	財務報表就是財富隱藏之處	019
-----	--------------	-----

第6章	巴菲特在哪裡找財務資訊？	021
-----	--------------	-----

損益表

第7章	損益表：巴菲特就是從這裡開始	025
-----	----------------	-----

第8章	營業收入：錢從哪裡來？	028
-----	-------------	-----

第9章	銷貨成本：巴菲特認為愈低愈好	030
-----	----------------	-----

第10章	營業毛利和毛利率： 巴菲特尋覓寶藏的關鍵數字	032
------	---------------------------	-----

第11章	營業費用：巴菲特緊盯的項目	036
------	---------------	-----

第12章	管銷費用：注意一貫性	038
------	------------	-----

第13章	研究發展費用：巴菲特為什麼對此敬而遠之？	041
------	----------------------	-----

第14章	折舊：巴菲特無法忽視的成本	044
------	---------------	-----

第15章	利息費用：巴菲特不要的東西	047
------	---------------	-----

第16章	處分資產的利益或損失	051
------	------------	-----

第17章	稅前淨利：巴菲特採用的數字	053
第18章	所得稅費用：巴菲特能看出誰說的是實話	055
第19章	淨利：巴菲特必看的重點	057
第20章	每股盈餘：巴菲特用此區分贏家與輸家	061

資產負債表

第21章	如何看資產負債表？	067
第22章	資產有哪些？	070
第23章	流動資產周期：錢是怎麼賺來的	073
第24章	現金及約當現金：巴菲特的戰利品	075
第25章	存貨：公司需要買進然後賣出的東西	079
第26章	應收帳款淨額：公司該拿到的錢	081
第27章	預付款項和其他流動資產	083
第28章	流動資產合計和流動比率	085
第29章	土地、廠房、設備：巴菲特認為沒有 這些反而是好事	087
第30章	商譽值多少？	090
第31章	無形資產：如何衡量無法衡量的事物？	092
第32章	長期投資：巴菲特成功的祕密之一	095
第33章	其他長期資產	097
第34章	資產總額與資產報酬率	098
第35章	流動負債有哪些？	100
第36章	應付帳款、應付費用，以及其他流動負債	101
第37章	短期負債：何以它有可能搞垮金融機構？	103

第38章	到期長期負債，以及可能造成的問題	106
第39章	流動負債和流動比率	108
第40章	長期負債：好公司不會有這種東西	110
第41章	遞延所得稅、少數股東權益，以及其他負債	113
第42章	負債總額，以及負債占股東權益比率	115
第43章	股東權益和帳面價值	119
第44章	特別股與普通股：資本公積	121
第45章	保留盈餘：巴菲特成為鉅富的祕密	124
第46章	庫藏股票：巴菲特喜歡財報上有這個數字	128
第47章	股東權益報酬率的概念	131
第48章	股東權益報酬率的計算	133
第49章	槓桿操作的陷阱	135

現金流量表

第50章	現金流量表：巴菲特在這裡發掘現金	139
第51章	資本支出：致富的要訣，就是不要有這一項	143
第52章	股票回購：巴菲特為股東創造財富的免稅途徑	146

對耐久性競爭優勢的企業進行評價

第53章	巴菲特對股權債券的看法，以及如何藉此成為超級鉅富	151
第54章	耐久性競爭優勢能帶來不斷成長的收益	156

第55章	評估企業競爭優勢的其他方法	158
第56章	巴菲特如何判斷買進好公司的良機？	161
第57章	巴菲特如何判斷賣出的時機？	163

附錄

具備耐久性競爭優勢的企業	資產負債表示例	165
不具耐久性競爭優勢的企業	資產負債表示例	166
具備耐久性競爭優勢的企業	損益表示例	167
不具耐久性競爭優勢的企業	損益表示例	168
重要名詞解釋		169
台灣股票上市公司參考資料		177

前言

我在1981至1993年這十二年期間是巴菲特的媳婦——他是全世界最成功的投資人，現在更是最棒的慈善家。

在我和巴菲特的兒子彼得結婚之初，巴菲特在華爾街以外的圈子還沒沒無聞。有一次，我到奧馬哈去拜訪他的家人，在那裡見到一群追隨這位投資大師的門徒，而大衛·克拉克就是這群自稱「巴菲特學者」的其中一位。克拉克鉅細靡遺地記下巴菲特對投資的金玉良言，筆記本裡寫得密密麻麻的，相當引人入勝。克拉克的筆記本也就是後來我們兩人聯手寫《看見價值：巴菲特一直奉行的財富與人生哲學》《巴菲特法則實戰分析》《和巴菲特同步買進》這三本暢銷書的基礎。至今，這三本著作已翻譯為十七種語言，其中包括希伯來文、阿拉伯文、中文和俄文。

《看見價值：巴菲特一直奉行的財富與人生哲學》這本書造成轟動之後，2007年，我和克拉克在波克夏哈薩威公司於奧馬哈舉辦的年度會議上碰面。在共進午餐時，我們討論起投資分析的歷史。克拉克指出，投資分析在十九世紀末與廿世紀初葉，主要是在進行債券分析時，用來判斷企業的償債與獲利能力。華爾街投資大師班傑明·葛拉

漢（Benjamin Graham）——也就是巴菲特的良師——就是將早期的債券分析技巧應用在普通股的分析上。

不過，葛拉漢從來不去判斷，具備長期競爭優勢的企業，與不具備這類優勢的企業有什麼差異。他只想知道，當一家公司的股價因為經濟難關而重挫時，該公司的盈利能力是否足以讓他們度過難關。葛拉漢並不想花一、二十年的時間在任一家公司占有一席之地。要是該公司股價在兩年之後還是沒有動靜，他就會脫手賣出。這就好像搭船一樣。巴菲特搭上的船，使他在日後成為全球首富；我們不能說葛拉漢錯失良機，只能說他沒有搭上這艘船而已。

反之，巴菲特在葛拉漢旗下展開事業生涯之後，他發現，具備長期競爭優勢的企業能夠創造驚人的財富。巴菲特領悟到，只要他持有這些優秀企業的股票愈久，就會愈有錢。如果從葛拉漢眼中看這些股票，會認為這些優秀企業的股價都已遭到高估，但是巴菲特知道，用不著逢低承接再等待股市拉抬，他只要以合理的價格買進這些股票，這些公司仍然可以讓他成為超級鉅富。

巴菲特深知持有這類企業的股票有什麼好處，於是針對這些具備長期競爭優勢的公司，開發出一套獨特的分析工具，以方便他找出這些獨特的企業。這套分析工具師出葛拉漢，可以幫助巴菲特判斷，萬一企業遭逢困難，有沒有能力安然度過危機。巴菲特也是透過這套新方法，來了解一家公司是否具備使他成為超級鉅富的長期競爭優勢。

在餐敘之後，我問克拉克，能不能從巴菲特這套尋覓

具備驚人獲利能力企業的工具當中，建立一套精簡易懂的原則，協助投資人解讀企業的財務報表。

我想寫的是一本內容直截了當、可讀性高的著作，教導投資人如何看懂企業的財務報表，尋覓巴菲特想找的那種投資標的。書中不但要說明企業資產負債表和損益表的內容，更要讓投資人了解，如果他們想效法巴菲特，尋覓具備長期競爭優勢的公司，應該在財務報表中注意哪些重點。

克拉克愛極了這個構想，於是不到一個月的時間，我們便著手寫下本書的許多內容，並彼此交流，而這也就是各位現在手上拿著의這本書。

我們希望本書能協助各位，像巴菲特一樣跳脫葛拉漢的評價模型，像巴菲特一樣找到競爭優勢經得起時間考驗的企業，有能力長期持續創造財富，從而像巴菲特一樣在投資領域大步躍進。追隨巴菲特這位傳奇性的投資大師，你將擺脫華爾街的掌控，加入睿智投資人的行列，為自己造就驚人的財富。

瑪麗·巴菲特

2008年7月

導論

「你們必須懂會計，而且必須看懂箇中名堂。這是商業的語言，雖然說不上完美，但如果你們不願用心學習會計——如何看懂、解讀財務報表——就實在不應該自己丟選股投資。」

——華倫·巴菲特

| 第1章 |

巴菲特成爲全球首富的 兩大發現

巴菲特是在一九六〇年代中期開始重新檢視班傑明·葛拉漢的投資策略。在這個過程當中，他發現了兩個驚人的事實——哪一種企業才是最佳的投資標的，以及哪一種企業長期下來才能創造最大的利潤。他向來奉行著葛拉漢的「價值投資」策略，到了這時他才徹底改觀，從而造就出有史以來全世界最棒的財富投資策略。

本書的主旨在於探討巴菲特的這兩大發現：

1. 如何發掘具備耐久性競爭優勢的傑出企業？
2. 對於具備耐久性競爭優勢的企業，如何評估其價值？

接著，本書將說明巴菲特的獨特策略是如何運作，以及如何利用財務報表來實踐這套策略：他就是藉由這套策略躋身全世界最富有的人之列。

| 第2章 |

什麼樣的公司能讓 巴菲特成為超級鉅富？

我們必須了解華爾街的本質和其主要作手，才能了解巴菲特的第一個大發現。華爾街在過去兩百年來，為企業提供各種服務，但其實也是一座巨大的賭場，賭徒披著投機客的外衣，對股價漲跌投以巨額的賭注。

在股市發展初期，確實有人因此坐享榮華富貴，成為財經媒體爭相報導的對象。當時有許多厲害的投資大戶受到各界矚目，舉例來說有大「鑽石」布萊迪和巴魯克。

至於現代的股市之中，機構投資人（共同基金、避險基金和投資信託）取代了昔日在股市呼風喚雨的投機客。機構投資人對大眾「推銷」自己選股的技巧有多厲害、大力鼓吹年度績效，藉此吸引想快速致富、短視近利的投資大眾。

結果，股市投機客往往成了驚弓之鳥，一有利多消息就買，利空消息一出就賣。股票要是在兩個月之內沒有動靜，他們就會脫手賣出，再另尋投資標的。

這類新一代賭徒最棒的是，開發出複雜的電腦程式，可以衡量股價升降的速度。如果公司股價上漲的速度夠