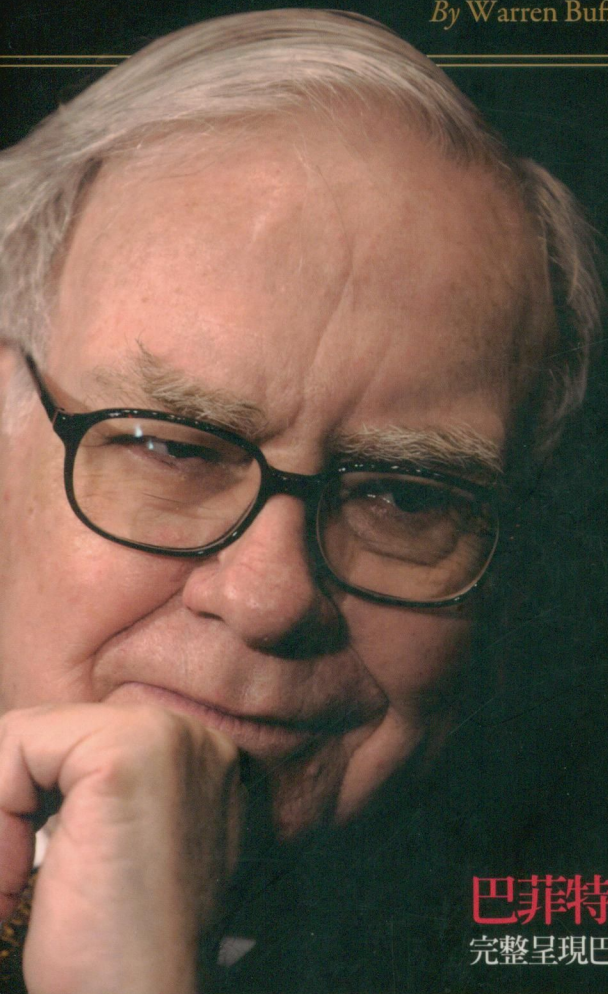


THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT

By Warren Buffett | 華倫·巴菲特



巴菲特 寫給股東的信

編選・導讀——勞倫斯·康寧漢
翻譯——許瑞宋
Lawrence A. Cunningham

經典重譯
最新增修版

巴菲特親筆撰述唯一著作
完整呈現巴菲特價值投資理念的世紀經典

華倫·巴菲特 | Warren Buffett

全球知名投資大師、波克夏投資公司董事長暨執行長。巴菲特早期專注於上市股票的長期投資，因報酬豐厚而有「股神」之稱；近年逐漸轉為企業全數股權的併購，如今波克夏旗下擁有許多事業，包括糖果製銷、商品零售、家具裝潢、百科全書、吸塵器、珠寶、報章媒體、制服製銷、鋼鐵公司、飛機租賃及運動鞋製銷等。

巴菲特目前已是全球首富，但慈善家美名亦傳遍全球。2006年6月，巴菲特承諾將資產捐獻給慈善機構，其中85%交由蓋茲夫婦基金會運用，創下美國有史以來的新紀錄。同時巴菲特亦主張稅制有改革之必要，應對富人課徵較高稅率，以達社會公平。2007年，巴菲特獲選為《時代》雜誌世界百大具影響力人士。

勞倫斯·康寧漢 | Lawrence A. Cunningham

喬治華盛頓大學法學院教授，專長企業法及證券法。著述甚豐，作品包括《*Outsmarting the Smart Money*》及《*How to think like Benjamin Graham and invest like Warren Buffett*》等書。

譯者 | 許瑞末

香港科技大學會計系畢業，曾任路透中文新聞部編譯、培訓編輯與責任編輯，亦曾從事審計與證券研究工作。譯有《總體經濟的聖杯》、《髒錢》、《國家的命運好好玩》與《10條路，賺很大》等書。

(suisung@kimo.com)

巴菲特 寫給股東的信

編選・導讀——Lawrence A. Cunningham
勞倫斯・康寧漢
翻譯——許瑞宋

THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT

Lessons for Corporate America - Second Edition

By Warren Buffett | 華倫・巴菲特

我喜歡的敘述方式簡單、自然，寫下來跟講出來是一樣的。
這種敘述趣味盈然、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）論蒙田及其散文

《代表人物》（*Representative Man*），1850年

CONTENTS

序言 | —006

楔子 | —039

第一篇 | 公司治理

- 一 事業主相關的經營原則 —048
- 二 充分且公允的資訊揭露 —059
- 三 董事會與經理人 —063
- 四 產業黃昏之焦慮 —080
- 五 股東為本的企業慈善模式 —088
- 六 有理有節的主管薪酬政策 —096
- 七 審計委員會 —109

第二篇 | 企業財務與投資

- 一 市場先生 —116
- 二 套利 —121
- 三 對標準理論的批判 —129
- 四 「價值」投資：一個贅詞 —143
- 五 智慧型投資 —152
- 六 雪茄屁股與體制性強制力 —161
- 七 負債 —165

第三篇 | 普通股以外的投資工具

- 一 垃圾債券 —172
- 二 零息債券 —180
- 三 優先股 —189
- 四 衍生工具 —203
- 五 外幣與非美國股票 —212
- 六 非常規操作 —221

第四篇 | 普通股

- 一 交易之惡：交易成本 —228
- 二 吸引你想要的投資人 —234
- 三 股息政策與股票回購 —236
- 四 股票分割與交易量 —246
- 五 股東策略 —250
- 六 波克夏的資本重整 —252

CONTENTS

第五篇 | 企業併購

- 一 壞動機與高價格 —263
- 二 明智的股票回購vs. 綠票訛詐 —277
- 三 槓桿收購 —277
- 四 明智的收購政策 —281
- 五 關於出售事業 —285
- 六 我們的收購優勢 —291

第六篇 | 會計與評價

- 一 會計騙局的荒謬劇 —298
- 二 透視盈餘 —306
- 三 經濟商譽vs. 會計商譽 —312
- 四 事業主盈餘與現金流量的謬誤 —325
- 五 企業合併之會計處理 —334
- 六 內在價值、帳面價值與市價 —337
- 七 保險業歷史與會計 —345
- 八 伊索與無效叢林理論 —349

第七篇 | 會計政策與賦稅

- 一 制定標準 —360
- 二 股票選擇權 —362
- 三 「重整」費用 —368
- 四 部門別資訊與合併報表 —373
- 五 遞延所得稅 —374
- 六 退休福利 —377
- 七 企業稅負之分配 —379
- 八 賦稅與投資哲學 —386

結語 | —392

謝辭 | —406

內容分布表 | —408

名詞解釋 | —410

序言

勞倫斯·康寧漢

巴菲特寫給波克夏（Berkshire Hathaway）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。這些信件以簡易明瞭的文字，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，觸及挑選經理人與投資項目、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）與大衛·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與擁有人。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等廣泛題材。

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。波克夏創立於十九世紀初，以紡織為業。巴菲特1964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70,000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超過20%。光是2006年，波克夏淨值即增加

169億美元；就業務驅動之年度淨值增幅而言，這很可能是美國企業史上的最高紀錄。

波克夏如今是一家控股公司，旗下業務多達70項左右。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、美國最大汽車保險商之一的蓋可（GEICO），以及全球最大再保業者之一的通用再保險公司（General Re）。波克夏出版《水牛城新聞報》（*The Buffalo News*），並擁有業務多元的製造或分銷公司，包括地毯、磚塊、油漆、百科全書、家居佈置、清潔用品，以至巧克力、冰淇淋、珠寶、鞋子、制服與空氣壓縮機。集團子公司還包括為世界各地的航空與航運業者提供培訓服務的公司，持有部分股權的業務則包括普通航空飛行器、電力與天然氣發電。其他子公司經營的業務還包括建築材料、食品雜貨、金融產品、運輸設備與家具租賃、廚房用具、相框與農業設備。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、寶僑（原先在吉列公司的長期持股，併入寶僑後換成了後者的股票）、《華盛頓郵報》以及富國銀行。

巴菲特與波克夏副董事長查理·芒格（Charlie Munger）能建立起如此輝煌的企業集團，靠的是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的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之價值，1965年時為每股4美元，至2005年已增至75,000美元，年複合成長率高達28%。同期每股營業利潤從略高於4美元增至近2,500美元，年複合成長率約為

17%。巴菲特表示，這些成果並非源自任何總體規劃，而是來自專心一致的投資——將資本集中配置在具優越經濟體質與一流經理人的企業上。

巴菲特視波克夏爲他自己、曼格以及其他股東的合夥事業，他全副身家幾乎都在波克夏的股票上。他著眼於長遠經濟目標：藉由持有一組業務多元公司之全部或部分股權，創造現金及平均水準之上的報酬率，盡可能擴大波克夏的每股內在價值。爲達成此目標，巴菲特從不爲擴張而擴張，而只要旗下事業能產生某水準的現金且擁有出色的經營團隊，他也從不輕易放棄。

倘若保留盈餘再投資至少能讓公司每股市值按比例增加，波克夏就會這麼做。該公司在舉債上非常節制，而且只有在至少能收回同等價值的情況下，才會發行股票。巴菲特能看穿各種會計規則，尤其是那些會遮蔽實質經濟盈餘的規則。

這些理念，巴菲特稱之爲「事業主相關的經營原則」，是貫穿本書的主題。按主題彙編後，巴菲特的文章成了一本有關管理、投資、金融與會計的指南書，簡練明確，深富啓發性。面對與企業經營有關的各種議題時，巴菲特以這些基本理念爲架構，形成他個人的種種卓見，遠非抽象的陳詞濫調可比。投資人的確應專注於基本面分析，有耐性，並運用常識發揮良好的判斷力。在本書中，巴菲特以更具體的原則闡釋此類忠告，他本人即靠著實踐這些原則而大獲成功。

許多人會臆測波克夏與巴菲特的投資動向，有時猜對，有時猜錯，但這麼做終究是愚蠢的。人們如果能不去查探波克夏的具體投資決策，而是根據波克夏的理念明智選擇投資項目，成績會好得多。也就是說，大家應咀嚼巴菲特的文章，從中學習，而不是嘗試模仿波克夏的投資組合。

巴菲特謙虛地承認，他文章中陳述的多數見解，是葛拉漢傳授的。他視自己為彰顯葛拉漢理念價值的實例。在授權我彙編本書時，巴菲特表示，我可能成為普及葛拉漢理念與巴菲特應用經驗的人。他明白，普及他的經營與投資理念可能會衍生一些風險。但他認為，自己因為葛拉漢傾囊相授而獲益匪淺，他應該讓這些智慧傳承下去，儘管這麼做會製造出投資上的競爭者。

公司治理

巴菲特認為，企業經理人應當是股東資本的管理人與守護者。最好的經理人在做商業決策時，是像事業主那樣思考，將股東的利益放在心上。但即使是一流的經理人，其利益有時仍難免會與股東相衝突。如何減輕這種衝突、培養經理人的管理能力與精神，一直是巴菲特漫長職業生涯中致力的目標，也是他的著述主題。他的文章闡述了公司治理的若干核心議題。

第一點，是經理人必須對股東開誠佈公。巴菲特即貫徹此原則，對波克夏股東實話實說（至少是根據他看到的事實坦誠相告）。他哀嘆企業界這麼做的人是少數。波克夏的年報一點也不浮誇，巴菲特以常人能理解的文字與數據編製年報，所有投資人同一時間獲得同一資訊。

巴菲特與波克夏會避免做預測，因為他認為這種管理上的惡習往往導致經理人做假帳。

巴菲特揭露資訊的方式反映了他以股東為本的方針，而除了上述的事業主相關經營原則外，另一項管理上的教訓，是揚棄特定的組織公式。巴菲特的想法與組織行為之標準理論恰恰相反，他認為將某套理論上的指揮系統套用在特定的商業處境上，往往不會有什麼好處。真正重要的，是挑選能幹、誠實與勤奮的員工。擁有一流的經營團隊，比設計組織層級制度，釐清誰在何時該向誰報告什麼更重要。

巴菲特認為，執行長（CEO）之遴選應特別小心謹慎，因為執行長跟公司內的其他雇員有三大差別。首先，企業缺乏衡量執行長表現的標準，又或者這些標準容易操縱，執行長的表現因此比絕大多數員工難評估。第二，一般員工上頭一定有必須接受績效考核的上司（上司因此有管好下屬的壓力），但執行長上頭則沒有這樣的上司。第三，董事會也無法以高於執行長的地位去評估後者的表現，因為雙方的關係一般過於友好。

企業之重大改革，往往著眼於調和管理層與股東之利益，又或者加強董事會對執行長之監督。企管界鼓吹種種措施，其中包括以股票選擇權獎勵管理階層，以及加強董事會的運作。董事長與執行長由不同的人擔任，同時分清兩者之職責；委任常設的審計、提名與薪酬委員會，據稱也是大有希望的改革措施。最常見的提議，可能是委任相當比重的獨立董事進董事會。但是，這些改革措施沒有一項能解決公司治理問題，部分措施更是雪上加霜。

巴菲特指出，最好的辦法，是慎選執行長，確保在任者即使在組織監督力量薄弱的情況下，也會有出色的表現。執行長未能善盡管理職責時，大型的法人股東必須行使權力，予以解職。傑出的執行長並不需要股東提供太多指導，不過如果董事會同樣傑出的話，也能助執行長一臂之力。因此，企業挑選董事時，應以商業頭腦、對公司業務之興趣，以及是否傾向以股東利益為本為準則。巴菲特認為，美國企業界董事會最大的問題之一，是董事係根據其他準則挑選的，例如提升董事會成員之多樣性、讓董事陣容更顯赫，又或者大家很熟悉的理由——增加獨立董事。

多數改革推行得粗枝大葉，並未考慮巴菲特所注意到的各種董事會狀態之顯著差別。例如，當控股股東同時執掌經營團隊時，董事的力量是最弱的。在此情況下，董事與管理層意見分歧時，董事可做的不多，只能表示反對，情況嚴重時則辭職。另一極端是控股股東不參與管理，此時董事的力量最強大——與管理層意見分歧時，董事可直接向控股股東反映情況。

但是，最常見的情況是公司並無控股股東。巴菲特表示，管理問題在此狀態下最嚴重。董事能適度約束管理層當然最好，但董事會與管理層之友好關係往往使得監督失效。巴菲特認為，在此情況下，為提升董事會之效能，董事會規模應以小為美，而且應主要由外部人士擔任。在此情況下，董事最強力的武器，仍是其辭職威脅。

上述三類情況有一個共同點：糟糕透頂的經理人遠比平庸的經理人容易對付或免職。巴菲特強調，無論是處於哪一種治理結構，美國企業最主要的問題之一，是執行長之表現從來不是由執行長不列席的定期

會議進行評估。定期召開這種會議以檢視執行長的表現，會是公司治理的一大進步。

在美國企業界，波克夏旗下公司的執行長享有獨特的優勢。母公司對他們的指示很簡單，那就是根據下述三項假設經營事業：（1）自己是公司唯一的股東；（2）公司是自己唯一的資產；以及（3）未來一百年都不能出售公司，或與其他公司合併。如此一來，波克夏旗下事業的執行長在經營管理上即可從長計議，對此股票上市公司的執行長只有羨慕的份，因為他們短視的股東念茲在茲的是公司能否達成最新季度財測。當然，短期績效還是重要的，但波克夏的做法可避免管理階層迫於短期業績壓力，犧牲了長期競爭力。

倘若只有短期績效才是重要的，許多管理決策會容易得多，尤其是跟前景黯淡的業務相關之決策。想想巴菲特花了多長時間處理波克夏的紡織業務。巴菲特認為收購波克夏是他歷來最差勁的投資：1970年代末，波克夏古老的紡織業務已開始日暮途窮。巴菲特原先希望扭轉頹勢，因為他知道波克夏的紡織業務對其員工及新英格蘭地方社區非常重要，而且管理層與勞工處理經濟困難時表現能幹且通情達理。巴菲特維持著衰弱的紡織廠，但一直未能扭轉財困，終於在1985年決定關廠。平衡短期績效與基於社區信任之長期前景並不容易，但這麼做是明智的。此事的一個教訓是：缺乏有利、持久的經濟與競爭條件之業務，避之則吉。

管理層與股東的利益衝突，有時相當微妙，有時容易掩飾。且以企業慈善行為為例。在多數大公司，管理層負責將部分公司盈餘捐給公益團體。但管理層選擇捐獻對象的原因，往往跟公司或股東之利益無

關。美國多數州的法律允許經理人做這種決定，只要年度總捐款額在合理範圍內——標準通常是不得超過公司年度淨利的10%。

波克夏則採取不同做法。在母公司層面上，波克夏不做慈善捐獻；至於子公司，則可延用波克夏收購前業已運行的慈善政策。此外，曾有二十年的時間，波克夏以一種富創意的方式，讓股東指定公司的慈善捐獻對象與金額。幾乎所有股東均參與此方案，每年捐出數以千萬美元計的善款，惠及數以千計的公益團體。但是，墮胎議題觸發的政治爭議干擾了此方案。政治行動者為抗議該公司的某些捐款，發起杯葛波克夏的產品，摧毀了波克夏這種「合夥式」捐獻模式。

以股票選擇權獎勵經理人，藉此調和管理層與股東的利益，這種做法不但被過度吹捧，而且還巧妙掩飾了管理層與股東之間由此而生的更深層利益衝突。許多企業支付給經理人的認股權，價值單憑企業保留盈餘就會增加，不必靠經理人更有效地運用資本。但如巴菲特指出，光靠保留盈餘再投資在業務上，經理人完全不必費心提升資本的實質報酬率，公司年度盈餘也能成長。因此，認股權往往是劫股東的財富以濟經理人。此外，員工認股權一旦批出，往往即無法撤銷，而且是無條件的，無論個人表現如何均可獲得獎勵。

員工認股權或可用於培養一種管理文化，鼓勵經理人站在股東的立場思考，這一點巴菲特是同意的。但是，這種調和不可能是十足的。股東因為公司資本運用不夠妥善而承受的某些損失風險，對認股權持有人是沒有影響的。巴菲特因此告誡股東，審閱有關核准員工認股權方案的委託書時，必須注意風險的不對稱特質。許多股東理性地忽略委託書，但避免股票選擇權之濫用應是股東的優先要務，對定期參與促