

巴菲特

寫給股東的信

THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT:
LESSONS FOR CORPORATE AMERICA



巴菲特 (Warren Buffett)
康寧漢 (Lawrence A. Cunningham) / 編著
張淑芳 / 譯

財信出版

巴菲特寫給股東的信

**The Essays of Warren Buffett:
Lessons for Corporate America**

華倫·巴菲特、勞倫斯·康寧漢◎編著
張淑芳◎譯

財信出版

中文編者序	007
導論	011
序章	049

第一章

企業監督	053
1.與事業主相關之企業原則	056
2.董事會及經理人	069
3.關廠的焦慮	078
4.以事業主為本位的企業慈善行為	085
5.有原則的主管酬勞政策	096

第二章

企業財務及投資	109
1.市場先生	112
2.套利	116
3.拆穿標準教條的假面具	127
4.「價值」投資：多此一說	144
5.智慧型投資	155
6.雪茄屁股及體制性阻力	162
7.垃圾債券	167
8.零息債券	178
9.優先股股票	189

第三章

普通股	205
1.交易之惡：交易成本	207
2.吸引你想要的投資人	211

3.股利政策·····	214
4.股票分割與交易量·····	220
5.股東的策略·····	226
6.波克夏的資本重組·····	228

第四章

合併與收購·····	237
1.不好的動機與高價策略·····	240
2.合理的股票回購與反收購·····	255
3.融資收購·····	258
4.正確的收購政策·····	262
5.出售事業·····	267

第五章

會計與賦稅·····	273
1.會計騙局的荒謬劇·····	275
2.完整盈餘·····	284
3.經濟無形資產與會計無形資產·····	293
4.事業主盈餘與現金流量的謬誤·····	308
5.內在價值、帳面價值、市場價格·····	319
6.部門別資訊與合併報表·····	326
7.遞延所得稅·····	329
8.退休福利及股票選擇權·····	334
9.企業賦稅負擔的分配·····	339
10.賦稅及投資哲學·····	346
結語·····	351
感謝辭·····	359
名詞解釋·····	363

中文編者序

這是一本獨一無二的書。

理由一：這是一本蒐集巴菲特寫給股東的信，所編輯而成的書；除非日後巴菲特決定自己寫回憶錄，否則這是唯一一本由巴菲特親筆撰寫的文章，編輯而成的書。

理由二：這其實不是一本「書」，而是卡多索法學院（Cardozo Law School；位於紐約市，具有濃厚的猶太人色彩）舉辦一場關於巴菲特的研討會，編選出來的文集。原書形式就像一般研討會的論文集，但是這樣的一本「書」，卻成為亞馬遜網路書店的年度暢銷書。

理由三：撰寫投資書籍的人很多，其中許多人也有成功的投資經驗，譬如林區（Peter Lynch）、索羅斯（George Soros）、奈夫（John Neff）等人，但是靠投資創造了全美第二富豪的財富，只有巴菲特一人，。

理由四：如果要列舉二十世紀最重要的投資書籍，「華爾街院長」葛拉漢（Benjamin Graham）和助理陶德（David Dodd）合著的《證券分析》（*Security Analysis*），以及葛拉漢自己寫的《智慧型股票投資人》（*The Intelligent Investor*），是開啓當代投資分析的重要著作。巴菲特繼承老師葛拉漢的投資理念，在《巴菲特寫給股東的信》中，充分體現一脈相承的投資智慧，並賦予新的詮釋，足堪稱二十世紀末最偉大的投資著作。

理由還可以有很多，譬如說，波克夏股東年會一直是投資界矚目的盛事；巴菲特在股東年報每年撰寫的給股東的信，更是媒體引述的焦點等等。不管如何，這都是一本非常獨特、而且重要的書。

這本書適合長期投資人閱讀。對巴菲特來說，買進與持有（buy-and-hold）是創造長期投資績效的關鍵。他引用葛拉漢的「市場先生」觀念告訴投資人，非理性的投資大眾隨時會將手中的持股賤賣給你；頻繁的交易對投資績效的損害；如何運用「完整盈餘」等正確觀念評估投資標的的價值等等。巴菲特同時極力抨擊包括「市場效率學說」在內的投資教條，認為這不過是爲了增加投資的神秘性，好讓投資顧問得以從中牟利。

這本書也適合企業的事業主閱讀。而對巴菲特來說，長期投資人就是企業的事業主，事業主的利益來自企業內在價值（intrinsic value）的成長，而不是股價的短期波動，如何維護企業主的利益，不僅是企業監督的重要事項，也是一個理想管理團隊的首要考量。爲此，巴菲特大力批評危害股東利益的收購行爲；運用股票選擇權做爲經理人酬勞的不當；錯誤的保留盈餘政策等等。

或許，展現巴菲特投資智慧的最好方式，就是《巴菲特寫給股東的信》本身。信中所呈現的投資觀念、文字的機鋒、巧妙的譬喻與反諷，在在顯露出當代最偉大投資人的自信與智慧。如果讀者看完本書意猶未盡，可以直接到波克夏的公司網頁（www.berkshirehathaway.com），裡面有每年度

的年報，以及巴菲特寫給股東的信的完整版本。

如果讀者發現中譯本有任何疏漏謬誤，希望不吝來函指正。我們期望能夠讓這本重要的投資著作，以最好的中文譯本呈現在所有讀者面前。

導 論

讀過巴菲特（Warren Buffett）寫給波克夏公司（Berkshire Hathaway Inc.）股東的信的讀者，能由這些信中獲得極具價值的非正式教育。這些信件以簡單明瞭的文字，將穩健經營事業的基本原理整理出來，巴菲特的文章在針對選擇經理人與投資項目、評估事業的價值，以及如何運用財務資料來獲利等各方面的討論，都展現出恢宏的視野及深遠的智慧。

只是到目前為止，這些信件取得不易，也沒有人針對主題做分類歸納，因此，巴菲特的主張仍未受到應有的重視。本書的目的，在於將這些文章集結成書，介紹給廣大的讀者群，期望能矯正市場上一些無用的觀念。

巴菲特這些精闢文章的主題為：基本面的價值分析（fundamental valuation analysis）應該主導投資策略的執行。基本面價值分析的原則是由巴菲特的兩位老師葛拉漢和陶德所提出，而與此主題有關的議題還有管理原則（management principles），此一原則將企業經理人的角色定位成股東投資資金的管理人，而股東的角色則是資金的供給者及所有人。而由這些主題衍生出來一些有關併購、會計及稅捐的議題，巴菲特也給讀者上了實用且正確的一課。

巴菲特的這些教誨，和過去三十年來美國商學院及法學院所教授的課程內容直接抵觸，也與同時期盛行於華爾街及

全美國企業界的作風完全相反。相較於學院派理論及企業界盛行的作法，葛拉漢和陶德的主張不免相形失色，而身為兩位大師的得意門生，巴菲特忠心地捍衛老師們的觀點。巴菲特提出的辯護包括：激動地反駁「現代財務理論」(modern finance theory)並舉出令人信服的說明，強調用股票選擇權(stock options)來報償經理人是一種有害的作法，而且提出具說服力的論證，說明合力購併(synergistic acquisitions)及現金流量分析(cash flow analysis)等作法的好處受到誇大。

巴菲特在擔任波克夏的最高執行長(chief executive officer, CEO)時，採用了傳統的原則。該公司的前身是成立於19世紀初的紡織事業群，1964年巴菲特接管波克夏公司，當時該公司每股帳面價值(book value)為19.46美元，每股內在價值(intrinsic value)則低了许多，如今每股帳面價值大約2萬美元，而每股內在價值則高出帳面價格甚多。在這段期間內，該公司每股帳面價值的年複合成長率是23.8%。

波克夏目前是一個控股公司(holding company)，旗下擁有許多事業，但不包括紡織業。該公司最重要的事業是保險業，主要由波克夏百分之百控股的子公司蓋可公司(GEICO Corporation)負責經營，蓋可也是全美第七大汽車保險公司。波克夏也發行《水牛城新聞報》(The Buffalo News)，並生產及經銷其他多項產品，包括百科全書、家具、清潔用品、巧克力、糖果、鞋子、制服及空氣壓縮機

等。波克夏同時擁有許多大公司的主要股權，包括美國運通(American Express)、可口可樂(Coca-Cola)、迪士尼(Walt Disney)、聯邦國家房貸公司(Freddie Mac)、吉列(Gillette)、麥當勞(McDonald's)、華盛頓郵報(Washington Post)以及富國銀行(Wells Fargo)。

藉由投資具備優良經濟特質、且由卓越經理人經營的公司，巴菲特與波克夏的副董事長曼格(Charlie Munger)聯手創造了一家價值500億美元的企業。雖然他們偏好以合理價格透過協商的方式，百分之百收購具有上述特質公司的股權，但也會採取「雙管齊下」(double-barreled approach)的策略，就是也在公開市場中買進這家公司的部分股權，如此價格會比百分之百購買這家公司股權所付出的價格低一定的比率。

採用雙管齊下策略的報酬十分豐碩，在波克夏的投資組合中，以每股為計算基礎，有價證券(marketable securities)的價值在1965年時是每股4美元，到1995年時，已暴增為每股2萬2,000美元，年成長率高達33.4%；在同時期內，每股營業收益(operating earnings)也由4點多美元竄升到258美元，年成長率為14.79%。根據巴菲特的說法，他們之所以能創造這樣的績效，並不是因為該公司擁有宏偉的計畫，而是因其將資金集中在具有優良經濟特質、且由卓越經理人經營的公司上的集中化投資策略。

巴菲特將波克夏視為屬於他自己、曼格及其他股東共同擁有的合夥事業，而他個人淨值超過150億美元的財產，也幾乎都是波克夏的股票。他著眼於長期的經濟目標——透過持有全部或部分股權的多樣化事業群，創造現金及高於平均水準的報酬率，讓波克夏的每股內在價值達到最高。為了達成這個目標，巴菲特不會輕言為了擴張事業而擴張，只要公司的經營能夠產生現金，並且擁有好的管理團隊，巴菲特就不會隨意放棄在這家公司的投資。

波克夏只有在至少可以等比率提高每股市場價格的情況下，才會提撥保留盈餘，並利用盈餘轉投資；波克夏很少借貸，而且只有在能獲得相等價值的情況下，才會賣出自己的股權。巴菲特能夠看穿各種會計法則，特別是那些隱瞞真實經濟盈餘的會計法則。

巴菲特所說的與事業主相關的企業原則（owner-related business principles），是構成下列文章的重要主題。這些文章涵蓋了管理、投資、財務及會計等各項議題，是既精鍊又富教育性的教戰手冊，巴菲特的基本原則所形成的參考架構，讓人得以在面對企業經營各層面的廣泛議題上，清楚自己應該採取怎樣的立場，而且巴菲特在此不只是陳述一些抽象的概念。事實上，投資者需要專注於基本面分析、耐心地等候，並且運用常識來做判斷，在這些文章裡，巴菲特將這些忠告轉化成較具體的原則，而他自己也因奉行這些原則而成功致富。

很多人會猜測波克夏及巴菲特正在做什麼投資、或是計

畫要做什麼？這些猜測有時候對、有時候錯，但終究是愚蠢的。與其去探究波克夏正在做什麼樣的投資，還不如根據他的教導，思考如何選擇正確的投資，也就是說，大家應該熟讀巴菲特的文章內容，從中得到智慧，而不要只想模仿波克夏的投資組合。

巴菲特謙虛地承認，這些文章中所傳達的思想，大部分都是葛拉漢傳授給他的，他認為自己是體現葛拉漢理念價值的代言人。在我籌備本書的資料時，巴菲特說我可能會成為將葛拉漢的理念以及他個人如何運用這些理念的經驗，予以普及的人。巴菲特承認，將他的商業及投資哲學普及化可能會產生風險，但是他更了解，由於葛拉漢不吝於分享本身的知識，使他受益匪淺，因此他相信自己也應該將這些知識傳承下去，即使這麼做可能會替自己製造出投資的競爭者。基於這樣的精神，我最重要的職責，就是要將這些文章依照其中所傳達的主題加以組織整合，本篇引言先就其中重要的主題做摘要性說明，並討論這些主題在當代思潮中的定位，其後內容則是巴菲特自己的文章。

1 企業監督

就巴菲特而言，經理人是股東資金的管理者。最好的經理人在做商業決策時，會採取跟事業主一樣的看法，會將股東的利益放在心上。但即使是第一流的經理人，也會出現與股東利益相衝突的時候，如何減輕這些衝突，以及培育經理

人管理股東資金的能力，一直是巴菲特四十年事業生涯致力的目標，也是他這些文章的主旨，他在文章中提出了監督（governance）這個重要的問題。

在這些文章中，並未針對監督問題做詳細的闡述，但其內容則遍及所有文章，那就是：經理人與股東之間坦率而明白的溝通是很重要的。巴菲特的看法是如此，在文章中的說法也是相同的，也就是這種特質，把感興趣的股東們吸引到波克夏來，這些股東們每年都群聚於波克夏的股東大會，而且人數一年比一年多。在波克夏的股東年會中，可以聽到針對商業議題詳盡而且富有建設性的對談，這跟一般股東大會開會的情形大不相同。

除了巴菲特開誠布公地實踐以事業主為導向，及前述與事業主相關的企業原則之外，下一個有關管理的議題，則是要揚棄管理組織的公式。巴菲特的看法與教科書中關於組織行為法則的說法正好相反，他認為將一個抽象的領導級層（chain of command）套用到某個特定的商業情況下，並沒有太大的助益，重要的是必須遴選出有能力、誠實，且努力工作的人。在一個團隊裡，擁有一流的人才，比設計管理階層體系、或釐清誰在何時該向誰報告，顯然更為重要。

巴菲特認為在遴聘最高執行長時尤其應該要小心謹慎，因為最高執行長與其他員工之間存有三個重要的差異。第一，由於缺乏適當的標準來評估最高執行長的工作表現，而且這些評估標準容易受到人為因素的影響，所以最高執行長的工作表現評估，要比其他員工更為困難；其次，由於沒有

其他員工比最高執行長更資深，因此沒有人可以來評估其工作表現；第三，董事會也無法擔當上述比最高執行長更資深員工的角色，因為最高執行長與董事之間的關係一直都是氣味相投的。

企業的改革通常是著眼於協調管理階層與股東之間的利益，或是強化董事會監督最高執行長工作表現的能力。利用股票選擇權來獎勵管理階層是眾多方法之一、加強董事會的運作功能則是另一種可行之道、清楚區分董事長與最高執行長的身份及角色功能，以及任命常設的審核、提名及獎勵委員會，也都被視為是有效的改革方案。不過，以上各種創新的改革模式都未能解決監督上的問題，有些改革措施甚至只是使問題更形惡化。

根據巴菲特的教誨，最好的解決之道是審慎地遴選出合適的最高執行長，他們必須有能力擺脫企業疲弱體質的限制，妥善地執行自己的任務。卓越的最高執行長不需要事業主給予太多的指導，但如果企業能擁有一個同樣出色的董事會，也可以讓他們受益匪淺，因此，董事會成員的遴聘也很重要。董事會成員的遴選應該以是否具有商業頭腦（business savvy）、自身利益為何，以及是否具有事業主導向等條件為考量。根據巴菲特的看法，存在美國企業界董事會的重大問題之一，是其成員通常是因為其他因素的考量而被選任，譬如基於其卓越表現，或為了提高董事會成員的代表性等因素。

大多數的改革措施都只是大筆一揮了事，而沒有像巴菲

特一樣注意到不同的董事會間存有明顯的差異。例如，具控制權的股東剛好擔任公司的經理人，在這種情況下，董事的權力就會明顯削弱。當董事會與管理階層出現歧見時，董事除了反對之外其實別無他法，如果情形嚴重的話，董事也只能辭職了事；另一種極端的情形，則是具有控制權的股東並不直接參與企業的管理，董事的權力就會相對擴大，當出現爭議的時候，董事們可以直接將問題交由具控制權的股東來處理。

不過，最常見的情形是企業缺乏具有控制權的股東，巴菲特認為在這種情況下，管理問題最為嚴重。如果董事們能夠訂定出必要的紀律要求，將有助於改善上述的情形，但通常董事會成員為了維持和善的關係，並不會這麼做。在這種情況下，如果希望董事會能發揮最大的效能，巴菲特相信較好的做法是，由公司以外的人士組成一個小規模的董事會。如此一來，董事所擁有的最大武器，將只會是他或她提出辭呈這個威脅。

上述所有情形都具有一項共同的特徵就是：一位糟糕的經理人比一位平庸的經理人更容易對付，或將他免職。巴菲特強調，所有的監督結構都存在一個主要問題，就是美國企業界對最高執行長工作表現的評估作業，永遠不會是在最高執行長不列席的定期會議中進行。如果能在最高執行長不列席的情況下，舉行定期會議評估其工作表現，將會是企業監督上的一大進步。

實際評估最高執行長的工作表現，要比想像中來得困

難。包括短期表現以及長期的可能成果都必須加以考慮。如果只關心短期表現的結果，許多經理人做決定就會更容易，尤其是與衰退中相關事業的決策更是如此。舉一個極端但卻不失為典型的例子來說明。鄧洛普（Al Dunlap）採取積極的計畫，想要挽救岌岌可危的日光公司（Sunbeam），他解僱了半數員工，並關閉、合併一半以上的工廠，其中包括一些位於新英格蘭地區和紡織業有關的工廠。鄧洛普宣稱他要整頓整個企業，而他細心規劃的程度足以和諾曼地登陸媲美，但由於只著重短線的成效，因此做決策其實很簡單。

但如果你了解到，一旦贏得社區群體的信任關係，可能可以得到長期的利益，這時要做某些決策就困難多了，特別是如巴菲特所考慮的，在決定關廠時可能產生的焦慮問題。自1970年代末期開始，波克夏原本經營的舊式紡織業開始走下坡，巴菲特原本想要挽救該事業，因為他了解波克夏的紡織業務對該公司員工以及新英格蘭當地社區的重要性，也知道管理階層和員工在解決經濟困境問題時，所展現的能力及相互體諒的態度。因此他苦心維持這個岌岌可危的工廠直到1985年，卻仍無法扭轉財務上的頹勢，最後不得不關閉工廠。我們不知道巴菲特是否會支持鄧洛普式的短線主義，但是他在短期成果和基於社區信任的長期成效間尋求平衡的風格，卻是與鄧洛普截然不同的，這麼做並不容易，但絕對是明智的。

有時候管理階層與股東之間的利益衝突，會以一種很微妙或不同的變化形式出現。以企業的慈善行為做例子，大多

數大型企業的管理階層，都會從企業的利潤中提撥一部分比率來做慈善捐贈，至於要捐贈給哪些慈善單位則由管理階層來決定，這個決定通常與企業或股東的利益無關，而且只要每年捐贈的總金額合理，通常是不高於每年淨利的10%，美國多數的州法律都允許由管理階層來做決定。

波克夏的處理方式卻不相同：波克夏是由股東來決定企業捐贈的對象。幾乎所有股東每年都會參與波克夏的善行，捐贈數百萬美元給他們所指定的慈善機構，對於深植於管理階層與股東之間的緊張關係，這實在是一種令人難以想像的實際情況。但令人訝異的是，美國其他企業並沒有追隨波克夏的企業捐贈模式，部分原因可能是因為美國企業的股東缺乏長期持股的傾向，這正反應出美國企業的股東特質，也顯現出美國投資業界的短線心態。

利用股票選擇權做為經理人的報償，來調和管理階層與股東之間的利益衝突，這種作法不僅被過度使用，還巧妙地將發行股票選擇權所產生、存在於管理階層和股東之間的深層利益衝突給隱藏起來。許多企業用股票選擇權來獎勵經理人，而且只要增加公司的保留盈餘，就可以讓股票選擇權的價值上漲，而不用考慮公司的資本是否運用得當。正如巴菲特所說的，光是保留盈餘再將其做轉投資，企業經理人就可以不費吹灰之力地讓公司的年度營盈提高，而不需費心地提高資本的實質報酬率。因此，發行股票選擇權通常是剝奪股東的財富，來做為犒賞高階主管的戰利品，尤有甚者，因為股票選擇權通常是不能被取消、而且無條件發行的，因此一

旦發給經理人，不管其工作表現如何，他都能夠因此而獲利。

巴菲特也同意，股票選擇權的運用或許可以逐漸形成一種新的企業文化，鼓勵經理人以事業主的角度來進行思考。但是要藉此來調和股東和管理階層的利益可能並不理想，由於公司的資本不會以最佳的方式來使用，股東將暴露在股價下跌的風險中，但股票選擇權的持有者卻不必擔心這樣的風險。因此巴菲特提醒那些正在審閱委託書聲明（proxy statements），考慮是否要同意發行股票選擇權的股東們，應該注意前述在調和股東和管理階層利益上的不對稱現象。很多股東會理性地選擇不去閱讀委託書聲明，但是股東真的需要正視這個問題——特別是公司如果想致力於增進企業的監督成效時，更應重視這個問題。

巴菲特強調，應該把工作表現當作衡量主管酬勞的基礎。主管的工作表現應該以獲利率（profitability）為基準：而所謂的獲利率，是扣除了轉投資其他相關事業的資金，以及保留盈餘之後的利潤來計算。如果要用股票選擇權做為經理人的酬勞，應該針對個人的工作績效來決定，而不應以公司整體的表現來判定，而且股票選擇權的價格應依公司的價值而定；更好的方式，就像波克夏採取的方式一樣，根本不把股票選擇權當作主管酬勞的一部分。優良的經理人能夠憑藉自身在事業上的表現而賺取現金紅利，而且如果願意的話，他們也可以自己去購買股票，如果他們真的買了股票，巴菲特說：「他們就真的成為事業主了」。