

巴菲特对行业的看法：

- 银行：

1、银行业并不是我们的最爱，因为这个行业的特性是资产约为股权的 20 倍，这代表只要资产发生一点问题就有可能把股东权益亏光光，而偏偏大银行出问题早已变成是常态而非特例，许多情况是管理当局的疏失，就像是去年度我们曾提到的系统规范-也就是经营主管会不自主的模仿其它同业的做法，不管这些行为有多愚蠢，在从事放款业务时，许多银行业者也都像旅鼠那种追随领导者的行为倾向，所以现在他们也必须承担像旅鼠一样的命运。

因为 20 比 1 的比率，使得所有的优势与缺点所造成的影响都会被放大，我们对于用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣都没有，相反地我们希望能够以合理的价格买进一些经营良好的银行。（1990）

2、当然拥有一家银行的股权，或是其它企业也一样，绝非没有风险，像加州的银行就因为位于地震带而必须承担客户受到大地震影响而还不出借款的风险，第二个风险是属于系统性的，也就是严重的企业萧条或是财务风暴导致这些高财务杠杆经营的金融机构，不管经营的再好都有相当的危机（1990）

- 投资银行业、航空业或是造纸业

但是我们就没法子来预测投资银行业、航空业或是造纸业的未来前景，（我们在 1987 年买下所罗门公司的可转换债券），当然这并不表示他们的未来就是个负数，基本上我们是不可知论者，而不是无神论者。所以由于我们在这些产业上缺乏强而有力的论点支持我们

- 媒体行业：

1990 年：

查理跟我对于过去几年媒体事业的发展感到相当的意外，包含水牛城日报等报纸在内，这个产业现在因为经济衰退所受到的伤害，要比过去的经验要来的严重许多，问题是这种退化只是因为景气循环的暂时失调呢？（意味着下次景气翻扬会再回复），或是有可能一去不复返，企业的价值就此永远地流失掉。

因为我没能预料到已经发生的事，所以你可能会质疑我预测未来的能力，尽管如此我还是提供个人的判断供大家参考，虽然相较于美国其它产业，媒体事业仍然维持一个不错的经济荣景，不过还是远不如我个人、产业界或是借款人几年前的预期。

媒体事业过去之所以能有如此优异的表现，并不是因为销售数量上的成长，而主要是靠所有的业者运用非比寻常的价格主导力量，不过时至今日，广告预算成长已大不如前，此外逐渐取得商品销售市场占有率的一般零售通路商根本就不做媒体广告（虽然有时他们会做邮购服务），最重要的是印刷与电子广告媒体通路大幅增加，因此广告预算被大幅度地分散稀释，广告商的议价能力逐渐丧失殆尽，这种现象大大地减低我们所持有几个主要媒体事业投资与水牛城报纸的实际价值，虽然大体而言，他们都还算是不错的企业。

媒体产业的变化与其评价的算式（1991 年）

在去年的报告中，我曾经表示媒体事业获利能力衰退主要是反应景气的循环因素，但在1991年发生的情况则不是那么一回事，由于零售业形态的转变加上广告与娱乐事业的多元化，以往曾经一度风光的媒体事业，其竞争力已受到严重的侵蚀，然而不幸的是在商业世界中，从后视镜所看到的景象永远比挡风玻璃的还清楚，几年前几乎没有人，包含银行、股东与证券分析师在内，会不看好媒体事业的发展，(若是再多给我几年，我可能就能正确判断出这个产业正在走下坡)。

事实是报纸、电视与杂志等媒体的行为，越来越超越身为特许行业所应该做的事，让我们很快地看一下特许事业与一般事业在特性上的不同，不过请记住，很多公司事实上是介于这两者之间，所以也可以将之形容为弱势的特许事业或是强势的一般企业。

藉由特定的产品或服务，一家公司可以成为特许的行业(1)它确有需要或需求(2)被顾客认定为找不到其它类似的替代品(3)不受价格上的管制，一家公司到底有没有具有以上三个特点可能从他是否能积极地为本身所提供的产品与服务订定价格的能力，从而赚取更高的资本报酬率，更重要的特许事业比较能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低特许事业的获利能力，但是并不会造成致命的伤害。

相对的，一般事业想要获致高报酬就只有靠着节省成本或是当其所提供的产品或服务供需不均之时，但是这种供给不足的情况通常维持不了多久，倒是透过优良的管理，一家公司却可以长期维持低成本的营运，但即使是如此，还是会面临竞争对手持续不断的攻击，而不像特许事业，一般事业有可能因为管理不善而倒闭。

直到最近，媒体产业还拥有特许事业这三项特质，因此还能够订定侵略性的价格并容忍宽松的管理，不过现在的消费大众不断地寻找不同的信息与娱乐来源，也越来越能够接受各种不同的选择，另一方面很不幸的是消费者的需求并不会随着供给的增加而变大，五亿只美国眼睛，一天24小时，就这么多，不可能再增加了。所以结果可想而知竞争会变得更激烈，市场被区隔开，媒体产业因而丧失了部份原有的特许能力。

媒体产业转为弱势，除了让短期盈余获利受到冲击之外，对其本身的价值将有更深远的影响，为了让大家了解这种现象，让我们来看看稍微简化但却颇为相关的数学算式。

几年以来一般人都认为新闻、电视或是杂志产业的获利能力，可以永无止境地以每年6%左右的比率成长，而且可以完全不必依靠额外的资金，也因此每年的折旧费用应该会与资本支出相当，而由于所需的营运资金也相当小，所以帐列盈余(在扣除无形资产摊销前)几乎等于可以自由分配运用的盈余，也就是说拥有一家媒体事业，每年几乎可以有6%稳定增加的纯现金流入，同时若我们以10%的折现率来计算现值的话，等于是一次2,500万的投资，每年可以贡献100万美元的税后净利贡献(亦即约为25倍的税后本益比，若换成税前盈余本益比则约为16左右)。(计算股东盈余的范例)

现在假设条件改变，这家公司只拥有普通的获利能力，所以每年100万的获利只能上上下下起伏，这种打摆子的形式就是大部分公司的状况，而公司的获利想要有所成长，老板就必须投入更多的资金才办得到(通常都是透过保留盈余的方式)，经过我们将假设重新做修正，同样以10%加以折现，大概可以达到1,000万美元的价值，结果可以看出，一项看起来不大重要的假设变动却使这家企业的价值大幅减少至10倍税后盈余本益比(或6.5倍税前盈余本益比)。

现金就是现金，不管今天它是靠经营媒体事业或是钢铁工厂得来的都一样，而过去同样是一元的获利，大家之所以看重媒体事业的原因是预期他会继续成长(股东不需要再投入额外的资金)，而钢铁业很明显会落入打摆子的那类族群，不过现在大家对于媒体事

业看法也逐渐改为后者，而如我们刚刚所举简单的例子，评价的结果可能因为这样的修正而有很大的改变。

我们在媒体事业有相当大的投资，不管是百分之百拥有的水牛城日报或是在华盛顿邮报与资本城/ABC 的股票投资，而这些媒体事业的价值因为前面所提到的产业所面临的形态转变而大幅滑落，(景气循环因素也使得我们现在的透视盈余大受影响，虽然还不致于让实质价值减少)，然而就像是经营 Berkshire 的企业原则所揭示的，我们不会只是因为还有其它更有利的资金用途，就随便将已被列为永恒的事业或主要投资出售，(当然之前我们也确实卖了一些媒体股，不过规模相对较小)。

还好我们的实质价值受到损害的情况尚称轻微，因为水牛城日报在 Stan Lipsey 的领导之下，表现远比其它报纸同业要来的优秀，另一方面资本城与华盛顿邮报的经营也都很上轨道，特别是在 1980 年代许多媒体公司以高价大举并购同业时，我们的投资事业都只是做壁上观，而资本城与华盛顿邮报两家公司的负债也都很少，甚至于手上的现金就足以清偿所有的债务，因此公司资产的缩水并没有因为杠杆而扩大，所以现在在所有主要的媒体事业当中，大概就只有我们投资的这两家公司可以免于债务所苦，而早期那些透过大量购并的同业，除了盈余大幅缩水之外，还同时背负着至少相当于年度获利能力五倍以上的负债。

总而言之，资本城及华盛顿邮报超强的资产负债表与管理阶层，持有它们的股份使得我们比持有别家公司的股份感到更放心，而且就现阶段而言，媒体事业还是比其它一般美国企业要来的有竞争力，只是不再像过去拥有金刚不坏之身与诱人的暴利而已。

- 零售业：买下一家没有优良管理的零售业，就好象是买下一座没有电梯的艾菲尔铁塔。零售业的经营相当不易，在我个人的投资生涯中，我看过许多零售业曾经拥有极高的成长率与股东权益报酬率，但是到最后，突然间表现急速下滑，很多甚至被迫以倒闭关门收场，比起一般制造业或服务业，这种刹那间的永恒在零售业履见不鲜，部份的原因是这些零售业者必须时时保持聪明警戒，因为你的竞争对手随时准备复制你的做法，然后超越你，同时消费者绝对不会吝于给予新加入业者尝试的机会，在零售业一旦业绩下滑，注定就会失败。相对于这种必须时时保持警戒的产业，还有一种我称之为只要聪明一时的产业，举个例子来说，如果你在很早以前就懂得睿智地买下一家地方电视台，你甚至可以把它交给懒惰又差劲的亲人来经营，而这项事业却仍然可以好好地经营个几十年，当然若是你懂得将 Tom Murphy 摆在正确的位置之上，你所获得的将会更惊人，但是对零售业来说，要是用人不当的话，就等于买了一张准备倒闭关门的门票。(1995)