

## 巴菲特论投资

- 价值比较：

华盛顿公用电力供应系统（1984 年）

从 1983 年十月到 1984 年六月间，Berkshire 的保险子公司持续买进大笔的华盛顿公用电力供应系统的一、二、三期债券（WPPSS 就是那家在 1983 年七月因无法履约偿还当初发行二十二亿美元债券用以兴建四、五期电厂计划（现已放弃）的公司，虽然这两种债券在义务人、承诺事项与抵押担保品上有极大不同，但四、五期问题的发生对于一、二、三期债券来说，已蒙上一层阴影，且有可能对后续发行债券产生重大问题，此外一、二、三期本身的一些问题也可能摧毁 Bonneville 电力主管当局所提供原先看起来颇具信用基础的保证。

尽管有这些负面因素，但 Charlie 跟我评估以我们当出买进时所承担的风险与购买的价格（远低于现在的市价）来说，其预期报酬仍足以弥补所要承担的风险。

如你所知我们为保险子公司买进上市公司股票的标准与我们买下整家企业的标准并无二致，然而这种企业评价模式并未广为基金经理人所应用，甚至还遭到学术人士批评，尽管如此，对于那些追随者来说却颇为受用（对此有些学者会说，或许实际上真得可行，但理论上一定行不通，简单地说，若我们能以合理的价格买到代表一小部份优良企业的经济利益，且能累积一些这样的投资组合的话，对我们来说也是一件不错的事。

而我们甚至把这种评价模式衍伸到像 WPPSS 这类的债券投资之上，我们比较在 WPPSS 的一亿四千万期末投资成本与同样金额的股权投资，前者可产生二千三百万的税后盈余（透过支付利息费用）且都是现金，只有少数企业每年可赚得 16.3% 的税后资本报酬率，就算有其股票价格也高得吓人，以一般平均购并交易来说，一家无财务杠杆每年可赚得二千三百万的税后盈余（等于要税前要赚四千五百万）的公司，大约要价二亿五到三亿美元（有时还更高），当然对于那种我们了解且特别偏爱的公司，或许真的下得了手，但那还是等于我们购买 WPPSS 价钱的两倍。（机会之间的价值比较，此列为债券与股票比较）

然而在 WPPSS 这个 Case，我们仍然认为存在有在一、二年内一文不值的些许潜在风险，同时可能也会有暂时付不出利息的风险存在，更重要的是我们所持有二亿美金面值（大约比我们持有成本高出 48%）的债券。

当然获利具有上限也是一大缺点，但各位必须了解，大部份的事业投资除非持续投入大量的资金，事实上所谓的获利提升的空间极为有限，这是因为大部份的企业无法有效地提高其股东权益报酬率-即使是原先一般认定可自动提高报酬率的高通膨环境也是如此。

让我们对这个把债券当作投资的个案进一步作说明，若你决定将每年 12% 报酬的债券利息收入继续买入更多的债券，它就好比于你投资一些保留盈余继续再投资的一般企业一样，就前者而言，若今天你以一千万投资 30 年票面零利率的债券，则三十年后即 2015 年你约可得到三亿美元，至于后者，若你同样投资一千万，则三十年后一样公司市值可增加至三亿美元，两者在最后一年皆可赚得三千二百万美元。

换句话说，我们投资债券就好象把它当成一种特殊的企业投资，它具备有利的特点，也有不利的特点，但我们相信若你以一般投资的角度来看待债券的话，将可避免一些头痛的问题。例如在 1946 年二十年期 AAA 级的免税债券其殖利率约 1% 不到，事实上买进这些债券的投资人等于是投资一家每年赚不到一个百分点的烂企业。

若这些投资人有一点商业头脑，面对这样的投资条件，他一定会大笑地摇头走开，当时有一些具有大好前景且每年可赚得税后 10%、12%甚至 15%的公司，却以帐面价值进行交易，当时能以帐面价值交易的公司大概没有人会怀疑它赚不到 1%的报酬率，但当时习惯买卖债券的投资人仍努力地在这样的基准下进行交易，在往后的二十年间，虽然情况没有当初那么夸张，债券投资人持续地以从商业角度来看完全不合理的条件，签下长达二、三十年的约定，（在至今我个人认为最佳的投资教材- 由葛拉罕所写的 the intelligent investor 书中最后一段提到，最佳的投资是以商业角度来看的投资）。我们将实质价值定义为一家企业在其生涯中所能产生现金流量的折现值，任何人在计算实质价值都必须特别注意未来现金流量的修正与利率的变动都会影响到最后计算出来的结果，虽然模糊难辨，但实质价值却是最重要的，也是唯一能够作为评估投资标的与企业的合理方法。

为了了解历史投入的帐面价值与未来产出的实质价值会有怎样不同的演变，让我看看另外一种不同形式的投资-大学教育，假设把教育成本当作是帐面价值，再算的仔细一点，还要包含学生因为读书而放弃工作收入的机会成本。

在这里，我们姑且先不论非经济的效益而只专注于经济效益，首先，我们必须先估计这位毕业生在毕业后终其一生的职场生涯所能得到的收入，然后再扣除要是他没有接受这项教育，原本可以得到的收入，从而我们可以得到因为这项投资，他可以获得的额外收入，当然之后还要利用一个适当的利率加以折现，得到截至毕业日止的折现值，所得到的数字也就等于这场教育所能够带来的实质经济价值。

有些毕业生可能会发现其帐面成本可能远高于计算出来的实质价值，这就代表着不值得他去接受这样的教育，相对地，要是接受教育所产生的实质价值远高于投入的成本，那么就表示这样的投资是明智的抉择，不过不管怎样，有一点很明确的，那就是实质价值的多寡跟帐面投入成本一点关系都没有。

尽管如此，我们还是拥有几项优势，其中最有利的大概就是我们并没有一套策略计画，所以我们就没有必要依照固定的模式（一种几乎注定会以离谱的价钱成交的模式），而是完全以股东本身的利益为优先，在这样的心态之下，我们随时可以客观地将购并案与其它潜在的几十种投资机会做比较，其中也包含经由股票市场买进部份股权，我们习惯性地做比较，购并 vs 被动的投资，是一味地想要扩张经营版图的经理人绝对做不出来的。（1995）

- 股东权益报酬率

负面因素更显而易见，那就是我们的规模，目前我们在股市投入的资金是十年前的 20 倍，而市场的铁则是成长终将拖累竞争的优势，看看那些高报酬率的公司，一旦当他们掌控的资金超过十亿美金，没有一家在往后的十年能够靠再投资维持 20%以上的报酬率，顶多仅能依赖大量配息或买回自家股份来维持，理论上转投资能为股东带来更大的利益，但实际上公司就是很难找到理想的投资机会。

- 投资范围：

当然随着保险公司资金持续地涌入，我们还是必须将有价证券列入投资组合，一般来说我们只有五种选择：(1) 长期股权投资 (2) 长期固定收益债券 (3) 中期固定收益债券 (4) 短期约当现金 (5) 短期套利交易。



对于这五种类型的交易，我们没有特别的偏好，我们只是持续不断地寻找最高的税后报酬预计的数学期望值，且仅限于我们认为了解熟悉的投资，我们无意让与短期的帐面盈余好看，我们的目标是让长期的净值极大化。