

巴菲特论股东盈余

- 它代表(a) 帐列盈余, 加计(b) 折旧、摊销与其它成本, 如新公司(1)到(4)项, 扣除(c) 年度平均的资本支出等以维持公司长期竞争力。(如果企业需要额外的营运资金来维持既有的产能与竞争力, 那么这部份的增加也必须纳入(c)项, 然而存货计价方式采用后进先出法的公司就比较没有这方面的问题)。

我们的经营者盈余公式与按照一般公认会计原则编制的数字并不会完全相同, 因为(c)项本身是个估计数, 且有时还很难精确的估算, 基于此, 我们认为经营者盈余在我们进行购并或买进公司股票, 而须评估企业价值时, 较有意义, 我们相当同意凯恩斯的想法: 我宁愿大致正确也不要完全错误。

大部分的经理人通常会认为应该花费比(b)项更多的资金以维持既有的产能与竞争力, 当这种观念存在时, 也就是当(c)项远超过(b)项时, 那么也代表一般公认会计原则过分高估了经营者的盈余, 而且通常这个数字会非常惊人, 近年来的石油产业就为这种现象提供了最明显的例证, 要是这些石油公司每年只投入(b)的资金的话, 那么它们的实际的产能将大幅地缩水。

「现金流量」的观念, 确实可以作为某些比如说不动产或是初期需要投入大量资本支出而后仅需负担少量维修的产业之上, 具体的例子包含桥梁兴建或是某些蕴藏丰富的天然气油田等, 但另一方面, 「现金流量」却不能适用于某些零售、制造、采矿及公用事业之上, 因为其必须持续投入的(c)项金额相当巨大, 确实这些产业有时可以稍微忍住一两年不做重大的投资, 但就五到十年长期间来看, 它们就不得不这样做, 否则企业的根基就会被侵蚀。(1986年)

- 我们旗下这些事业实在是没有什么新的变化可以特别提出报告的, 所谓没有消息就是好消息, 剧烈的变动通常不会有特别好的绩效, 当然这与大部分的投资人认为的刚好相反, 大家通常将最高的本益比给予那些擅长画大饼的企业, 这些美好的远景会让投资人不顾现实经营的情况, 而一味幻想未来可能的获利美梦, 对于这种爱做梦的投资人来说, 任何路边的野花, 都会比邻家的女孩来的具吸引力, 不管后者是如何贤慧。

经验显示, 能够创造盈余新高的企业, 现在做生意的方式通常与其五年前甚至十年前没有多大的差异, 当然管理当局绝对不能够太过自满, 因为企业总有不断的机会可以改善本身的服务、产品线、制造能力等等, 且绝对必须要好好把握, 不过一家公司若是为了改变而改变, 反而可能增加犯错的机会, 讲的更深入一点, 在一块动荡不安的土地之上, 是不太可能建造一座固若金汤的城堡, 而具有这样稳定特质的企业却是持续创造高获利的关键。

先前提到财星杂志的研究, 可以充分支持我的论点, 在1977年到1986年间, 总计1,000家中只有25家能够达到连续十年平均股东权益报酬率达到20%的标准, 且没有一年低于15%的双重标准, 而这些优质企业同时也是股票市场上的宠儿, 在所有的25家中有24家的表现超越S&P500指数。

这些财富之星可能让你大开眼界, 首先相对于本身支付利息的能力, 他们所运用的财务杠杆极其有限, 一家真正好的公司是不需要借钱的, 第二除了有一家所谓的高科技公司, 另外少数几家属于制药业以外, 大多数的公司产业相当平凡普通, 大部分现在销售的产品或服务与十年前大致相同, (虽然数量或是价格、或是两者都有, 比以前高很多),

这些公司的记录显示，充分运用现有产业地位，或是专注在单一领导的产品品牌之上通常是创造企业暴利的不二法门。（1987年）

- 每当查理跟我为 Berkshire 旗下的保险公司买进股票(扣除套利交易，后面会再详述)，我们采取的态度就好像是我们买下的是一家私人企业一样，我们着重于这家公司的经济前景、经营阶层以及我们支付的价格，我们从来就没有考虑再把这些股份卖出，相反地只要能够预期这家公司的价值能够稳定地增加，我们愿意无限期地持有这些股份，在投资时我们从不把自己当作是市场的分析师、总体经济分析师或是证券分析师，而是企业的分析师。（1987年）
- 当然有时市场也会高估一家企业的价值，在这种情况下，我们会考虑把股份出售，另外有时虽然公司股价合理或甚至略微低估，但若是我们发现有更被低估的投资标的或是我们觉得比较熟悉了解的公司时，我们也会考虑出售股份。（出售策略）（1987年）
- 丘吉尔曾经说过，我们很清楚我们要如何去塑造我们想要的模式，因此我们宁愿跟我们喜欢与推崇的对象往来，就算是因此，会比跟一些我们讨厌或是不喜欢的人打交道，少得到一些投资报酬也没有关系，我想我们是大概不可能再遇到像这三家主要的被投资公司组成份子一样，令我们所喜爱与推崇。
- 不过我们对于长期目标的专注并不代表我们就不注重短期结果，总的来说我们早在 5 到 10 年前就预先规划设想，而当时所作的举动现在才开始慢慢地回收，如果每次有信心的播种最后的收割结果都一再让人失望的话，农夫就应该要好好地检讨原因了，（不然就是农地有问题，投资人必须了解对于某些公司或甚至是某些产业，根本就没有所谓的长期性策略），就像是你会特别留心那些利用会计手法或出售资产撑高短期盈余的经理人，你也应该要特别注意那些一再延长达成目标期程，并把长期目标一直挂在嘴上的人，（即使是爱莉丝一再听到母后明天再挤牛奶的说教，她最后还是忍不住坚持，总有一些应该要今天挤吧！）
- 论借债：

在年度结束后不久，Berkshire 发行了两期的债券，总共的金额是 2.5 亿美元，到期日皆为 2018 年并且会从 1999 年开始慢慢分期由偿债基金赎回，包含发行成本在内，平均的资金成本约在 10% 上下，负责这次发行债券的投资银行就是所罗门，他们提供了绝佳的服务。

尽管我们对于通货膨胀抱持悲观的看法，我们对于举债的兴趣还是相当有限，虽然可以肯定的是 Berkshire 可以靠提高举债来增加投资报酬，即使这样做我们的负债比例还是相当的保守，且就算如此我们很有信心应该可以应付比 1930 经济大萧条更坏的经济环境。

但我们还是不愿意这种大概没有问题的做法，我们要的是百分之百的确定，因此我们坚持一项政策，那就是不管是举债或是其它任何方面，我们希望能能够在最坏的情况下得到合理的结果，而不是预期在乐观的情况下，得到很好的利益。

只要是好公司或是好的投资决策，不靠投资杠杆，最后还是能够得到令人满意的结果，因此我们认为为了一点额外的报酬，将重要的东西（也包含政策制定者与员工福祉）暴露在不必要的风险之下是相当愚蠢且不适当的。

当然我们不会畏惧借贷（我们还不至于认为借钱是万恶不赦的），我们还是愿意在估计不会损及 Berkshire 利益的最坏情况下，进行举债，至于这个限度在哪里，我们就必须评估自己本身的实力，Berkshire 的获利来自于许多不同且扎实的产业，这些产业通常不需要额外大量的投资，负债的部份也相当健全，同时我们还保有大量的流动资产，很明显的，我们大可以承担比现在更高的负债比例。

我们举债政策还有一向特点值得说明，不像其它公司，我们比较希望能够预先准备而不是事后补救，一家公司若能够同时管好资产负债表的两侧，就会有不错的成绩，这代表一方面要能够将资产的报酬率提高，一方面要能够将负债的资金成本降低，若是两边都能碰巧的兼顾那就太好了，不过事实告诉我们，通常情况正好相反，当资金吃紧时，代表负债的成本上升，这正是对外购并的最好时机，因为便宜的资金有时会将竞标资产飙到天价，我们的结论是，在举债方面的动作，有时应该要跟购置资产方面的动作分开做。

当然何谓吃紧？何谓便宜的资金？很难有一个清楚的分野，我们无法去预测利率的走向，所以我们随时保持开放的心态，随机地在市场还没有那么悲观时借钱，期望之后可以找到合适的购并或投资标的，而通常如同我们先前所提到的，大概是会在债市情况悲观时出现，

我们一个基本的原则就是，如果你想要猎捕那种罕见且移动迅速的大象，那么你的枪枝就要随时上膛准备。

我们这种先准备资金，之后再买进扩张的政策，虽然会对我们短期间的盈余造成影响，例如我们之前取得 10% 成本的 2.5 亿美元，现在大概只能赚得 6.5% 的收益，中间的利差损失每个礼拜大概是 16 万美元，这对我们来说，只是个小数目，也不会迫使我们去从事一些短期高风险的投资，只要我们能在未来五年内找到理想的目标猎物，这一切等待都是值得的。

● 巴菲特论预测和买点

对于坊间一般投资人与商业人士相当迷信的政治与经济的预测，我们仍将保持视而不见的态度，三十年来，没有人能够正确地预测到越战会持续扩大、工资与价格管制、两次的石油危机、总统的辞职下台以及苏联的解体、道琼在一天之内大跌 508 点或者是国库券殖利率在 2.8% 与 17.4% 之间巨幅波动。

不过令人惊讶的是，这些曾经轰动一时的重大事件却从未让班哲明·葛拉罕的投资哲学造成丝毫的损伤，也从没有让以合理的价格买进优良的企业看起来有任何的不妥，想象一下，若是我们因为这些莫名的恐惧而延迟或改变我们运用资金的态度，将会使我们付出多少的代价，事实上，我们通常都是利用某些历史事件发生，悲观气氛到达顶点时，找到最好的进场机会，恐惧虽然是盲从者的敌人，但却是基本面信徒的好朋友。

在往后的三十年间，一定还会有一连串令人震惊的事件发生，我们不会妄想要去预测它或是从中获利，如果我们还能够像过去那样找到优良的企业，那么长期而言，外在的意外对我们的影响实属有限。

- 而在这其中最有趣的是，这些资料所显示未来几年的盈余预测都相当明确，不过要是你问问编造这些报表的银行业者，他们自己银行下个月的盈余预估，他会马上露出警戒的神色告诉你，产业与市场的状况是如何变化多端，以致于他无法妄下定论。
- 一般的人可能无法体会，我们众多旗下事业的表现到底有多杰出，虽然相较于其它已上市的同业，水牛城新闻报或是史考特飞兹的获利表现看起来并不突出，不过大家要了解，大部分的上市公司通常会将三分之二以上的盈余保留不分配以支应内部的成长，但是 Berkshire 大部分的子公司却将所赚取的盈余分毫不差的缴回母公司，是他们贡献的资金促成母公司 Berkshire 进一步的成长。（1997）
- 按兵不动对我们来说是一项明智的行为，就像是我们或其它经理人不可能因为谣传联准会可能调整贴放利率或是华尔街那帮土匪大幅改变他们对股市前景的看法，就决定把旗下高获利的金鸡母卖来卖去一样，我们也不会对拥有部份所有权的好公司股票任意出脱，投资上市公司股票的秘诀与取得百分之百的子公司的方法没有什么两样，都是希望能够以合理的价格取得拥有绝佳竞争优势与才德兼备的经理人，也因此大家真正应该关心注意的是这些特质是否有任何改变。
- 只要执行得当，运用这样投资策略的投资人到最后会发现，少数几家公司的股份将会占他投资组合的一大部分，这样的方式就好象一个人买下假设一群极具潜力的大学明星篮球队员 20% 的未来权益，其中有一小部份的球员可能可以进到 NBA 殿堂打球，那么投资人会发现其因此从中收取的权利金将会占其收入的绝大部分，要是有人建议把这部份的权益转让掉就好象是要公牛队把麦可乔登交易出去一样，只因为他对球队来说实在是太重要了。
- 不管是研究买下整家公司或股票投资时，大家会发现我们偏爱变化不大的公司与产业，原因很简单，我们希望买到的公司是能够持续拥有竞争优势达十年或二十年以上者，变迁快速的产业环境或许可能让人一夕之间大发利市，但却无法提供我们想要的稳定性。（1996 年）

另一方面我必须强调的是，身为公民的一份子，查理跟我相当欢迎改变，因为新的观念、新的产品或创新的方法可以提升我们的生活水准，这点很明显的对我们有好处，不过身为投资人对于热门流行产业的态度就好象在太空探险一样，对于这种勇猛的行为我们给予喝采，但是若要我们自己上场，那就再说吧！

当然所有的产业都会变化，在今日喜斯糖果的经营形态与我们当初在 1972 年买下这家公司时又有很大的不同，喜斯提供了更多样的糖果、生产设备与销售通路也大不相同，不过人们为什么要购买盒装巧克力的动机，与购买盒装巧克力又为什么一定要选择喜斯的原因，自从喜斯在 1920 年代由喜太太家族创立以来就从来没有变过，而我想这原因在往后 20 年，乃至 50 年都不会有所改变。

在买进股票时我们同样的也追求可预测的未来，以可口可乐来说，可口可乐产品所代表的热情与想象在总裁古崔塔的带领下升华到极点，此举为公司股东创造出可观的价值，在 Don Keough 与 Doug Ivester 的协助之下，古崔塔从头到尾重新塑造公司的每一部份，不过这家公司的本质-可口可乐强力的竞争优势与主导性，多年来却从未改变。

最近我正在研读可口可乐 1896 年的年报(所以大家现在看我们的年报应该还不嫌太晚), 虽然当时可口可乐已经成为冷饮市场的领导者, 但那也不过只有十年的光景, 然而在当时该公司却早已规划好未来的百年大计, 面对年仅 14.8 万美元的销售额, 公司总裁 Asa Candler 表示:「我们从没有放弃告诉全世界, 可口可乐是能够提升人类健康与快乐、最卓越超凡的一件东西。」虽然我认为健康这档子事还有待努力, 但我很高兴可口可乐在一百年后的今天, 始终还是遵循 Candler 当初立下的愿景, Candler 又继续谈到:「没有其它东西的味道能够像可乐一样深植人心。」当年的可乐糖浆销售量不过只有 11.6 万加仑, 时至今日, 销售量已达到 32 亿加仑。

我实在忍不住想要在引用 Candler 的另一段话:「从今年三月开始, 我们雇用了十位业务员, 在与总公司保持密切联系下巡回各地推销产品, 基本上我们的业务范围已涵盖整个美联共和国。」这才是我心目中的销售力量。

像可口可乐与吉列这类的公司应该可以被归类为“永恒的持股”, 分析师对于这些公司在未来一、二十年饮料或刮胡刀市场的预测可能会有些许的不同, 而我们所说的永恒并不意味着这些公司可以不必继续贯彻在制造、配销、包装与产品创新上的努力, 只是就算是最没有概念的观察家或甚至是其最主要的竞争对手, 也不得不承认可口可乐与吉列, 在终其一生的投资生涯, 仍将在其各自的领域中独领风骚, 甚至于他们的优势还有可能会继续增强, 过去十年来, 两家公司在原有极大的市占率又扩大许多, 而所有的迹象显示, 在往后的十年间, 他们还会继续以此态势扩大版图。

当然比起一些具爆发性高科技或新创的事业来说, 这些被永恒持股公司的成长力略显不足, 但与其两鸟在林, 还不如一鸟在手。

虽然查理跟我本人终其一生追求永恒的持股, 但能够真正让我们找到的却属鳞毛凤角, 光是取得市场领导地位并不足以保证成功, 看看过去几年来通用汽车、IBM 与西尔斯这些公司, 都曾是领导一方的产业霸主, 在所属的产业都被赋予其无可取代的优势地位, 大者恒存的自然定律似乎牢不可破, 但实际结果却不然, 也因此找到真正的真命天子之前, 旁边可能还有好几打假冒者, 这些公司虽然曾经红极一时, 但却完全经不起竞争的考验, 换个角度来看, 既然能够被称为永恒的持股, 查理跟我早就有心理准备, 其数量绝对不可能超过五十家或甚至是不到二十家, 所以就我们的投资组合来说, 除了几家真正够格的公司之外, 还有另外几家则是属于极有可能的潜在候选人。

当然有时你也很有可能以过高的价格买下一家好的公司, 这种风险并不是没有, 而以我个人的看法, 像现在的时机买任何股票就都有可能必须承担这样的风险, 当然也包含永恒的持股在内, 在过热的股市进场买股票的投资人必须要先做好心理准备, 那就是对于付出高价买进的优良企业来说, 必须要有更长的一段时间才有办法让他们的价值得以彰显。

有一个问题倒是很值得注意, 那就是有一些体质原本不错的公司, 由于经营阶层规划的方向产生偏差, 将原本良好的本业基础弃之不顾, 反而跑去购并一堆平凡普通的公司, 当这种状况发生时, 其投资人所须承受的煎熬便会加重加长, 而不幸的这正是几年前发生在可口可乐与吉列身上的惨事, (大家可以想象十几年前, 可口可乐大举投入养虾事业, 而吉列竟热衷于石油探勘吗?), 失去聚焦是查理跟我在思考是否投资一些外表看起来很不错的公司时最关心的重点, 我想傲慢或不甘寂寞的出现, 使得这些经理人胡思乱想进而导致企业的价值停滞不前, 这种情形屡见不鲜, 不过还好这种情况应该不会在可口可乐与吉列现在与未来储备的管理阶层身上发生。

对于各位个人的投资方式，让我提供一点心得给各位参考，大部分的投资人，不管法人或是散户，可能会认为投资股票最好的方式是直接去买手续费低廉的指数型基金，当然这样的做法所得到的结果(在扣除相关手续费用之后)，应该可以很轻易地击败市场上大部分的投资专家。

其实你也可以选择建立自己的投资组合，但有几点是大家必须特别注意的，智能型投资并不复杂，当然它也不是一件容易的事，投资人真正需要具备的是给予所选择的企业正确评价的能力，请特别注意“所选择”这个字，你不必像很多专家一样同时研究许多家公司，相反的你只要做的只是选择少数几家在你能力范围之内外的公司就好，能力范围的大小并不重要，要紧的是你要很清楚自己的能力范围。

投资要成功，你不需要研究什么是 Beta 值、效率市场、现代投资组合理论、选择权定价或是新兴市场，事实上大家最好不要懂得这一些理论，当然我这种看法与目前以这些课程为主流的学术界有明显不同，就我个人认为，有志从事投资的学生只要修好两门课程—亦即“如何给予企业正确的评价”以及“思考其与市场价格的关系”即可。

身为一位投资人，大家其实只要以合理的价格买进一些很容易了解且其盈余在未来五到十年内会大幅成长的企业部份的股权，当然一段时间下来，你会发现只有少数几家公司符合这样的标准，所以要是你真的找到这样的公司，那就一定要买进足够份量的股权，在这期间，你必须尽量避免自己受到外界诱惑而偏离这个准则，如果你不打算持有一家公司股份十年以上，那最好连十分钟你都不要拥有它，在慢慢找到这样盈余加总能持续累积的投资组合后，你就会发现其市值也会跟着稳定增加。(是计划，而不是一定要持有十年，即是说买公司要有远见，多考虑其未来)

虽然我们很少承认，但这正是 Berkshire 股东累积财富的唯一方式，我们的透视盈余在过去几年间大幅跃进，而同期间我们的股票价格也跟着大涨，要不是我们的盈余大幅增加，Berkshire 所代表的价值就不可能大幅成长。

当然我们现在背负庞大的资金基础将无可避免地会影响到我们未来盈余成长的能力，但我们还是会按照和过去一致的方向，在现有的基础之上，这部份的难度较低，因为我们拥有一群杰出的经理人，同时继续买进全部或部份一些不会受外界环境影响且拥有竞争优势的新事业。

- 我相信未来不管是投资或营业盈余的成长速度一定会向下滑落，对于任何负责资金运用的人而言，成功必然导致衰退，就拿我个人的投资历史来说，回想当初我在 1951 年进入哥伦比亚大学拜在葛拉汉名下时，只要抓住能够赚到 1 万美元的投资机会就能让我的投资绩效超过百分之百，不过时至今日，一笔能赚 5 亿美元的成功投资个案，也不过只能让 Berkshire 增加区区一个百分点的投资绩效，也难怪个人在 1950 年代早期的投资绩效会比接下来几十年的年度绩效差距达 30 个百分点以上，而查理本身的经历也很相似，不是我们变笨了，而是因为我们目前的规模实在是太大了，现在任何一项重大进展都会因为规模庞大的关系而显得微不足道。(1997)

- 事实上，若是把 Berkshire 拆成两部份的话，就等于是一家持有我们投资部位的控股公司，以及另一家经营旗下所有事业负担全部成本盈亏的营利事业。

对于那些无视于我们 38,000 名辛勤奉献员工的存在，而武断地将 Berkshire 当做是一家投资公司的乡野匹夫，应该要请他们看看第二栏的数字，打从 1967 年我们进行第一次的并购开始，本公司的税前营业盈余已从当时的 100 万美元成长到现在的 8.88 亿美

元，这还是吸收了 Berkshire 全部的开销，包含 660 万美元的企业营运费用、6,690 万美元的利息支出与 1,540 万美元的股东指定捐赠款后的结余，虽然这其中有一部份是与投资活动相关的支出。（1997）

查理跟我本身又到了怀旧时间，约莫 50 年前，我在哥伦比亚大学修了葛拉罕老师的课，在此之前的十年，我一直盲目地从事分析、买进然后卖出股票的动作，但当时的成绩却是平平。

- 从 1951 年起我的投资绩效开始改善，并非我改变饮食或运动习惯，唯一的改变是其间增加了葛拉罕的观念，当时在大师面前沈浸几个小时的效果远远大于我个人过去十年来独自的摸索。除了是一位伟大的老师，葛拉罕更是一位难得的挚友，他对我的恩情比天高比海深。（2000）