

T H E

# Essays of Warren Buffett

Lessons for Corporate America

## 巴菲特 寫給股東的信

〔2023全新增修版〕  
Eighth Edition

Lawrence A. Cunningham

許瑞宋 ——— 譯

勞倫斯·康寧漢 ——— 編著、導讀

Warren E. Buffett

華倫·巴菲特 ——— 原著

# Essays of Warren Buffett

Lessons for Corporate America

## 巴菲特 寫給股東的信

(2023全新增修版)  
Eighth Edition

Lawrence A. Cunningham

許瑞宋 —— 譯

勞倫斯·康寧漢 —— 編著、導讀

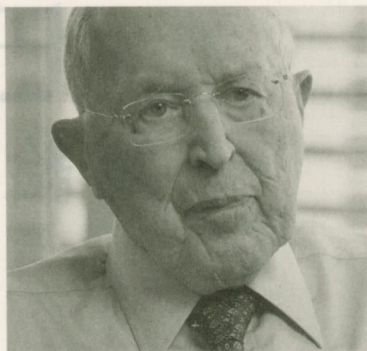
Warren E. Buffett

華倫·巴菲特 —— 原著

獻給

大衛·珊迪·戈特斯曼 (David “Sandy” Gottesman)

(1926-2022年)



將本書此一版本獻給珊迪·戈特斯曼是非常合適的。珊迪、查理·蒙格和我，經由巴菲特合夥事業有限公司、第一曼哈頓公司和惠勒蒙格公司，在1966年成為財務上的合作夥伴。珊迪與查理互不相識，但我和兩位都是要好的朋友。在接下來的五十六年裡，我們一直以各種方式保持財務上的夥伴關係。我們三人之間從未發生過任何爭執。更難能可貴的是，珊迪私下跟我談到查理時，從未說過負面的話，而查理跟我談到珊迪時也是這樣。如此融洽的一段婚姻或商業夥伴關係，可不是到處都找得到的。

——華倫·巴菲特

因為編撰這本書而結識華倫的其中一個好處，就是與他的朋友成為朋友，尤其是珊迪·戈特斯曼。每次與珊迪見

面，他總是伸出堅定的手並露出溫暖的微笑，使我身處任何場合都感到自在。這一切可追溯至1996年巴菲特研討會週末的正式晚宴，當時他與華倫以及他們的太太堅持我和我女友坐他們那一桌。這些年來，珊迪為我提供了第一曼哈頓的一份工作，和我一起巡迴宣傳我的著作《少了巴菲特，波克夏行不行？》（*Berkshire Beyond Buffett*），介紹我妻子斯蒂芬妮認識他妻子露絲，使得斯蒂芬妮得以出任Einstein-Montefiore的董事。他總是稱我為勞勃瑞福（Robert Redford），有一次甚至說我是「這麼多年來一直支持華倫的好人」。珊迪自己才是那個好人。

——勞倫斯·康寧漢

有些書淺嘗即可，有些應該狼吞虎嚥，只有少數是應該細細咀嚼並徹底消化。

——培根（Francis Bacon）

《培根隨筆集》（*The Essays of Francis Bacon*），1696年

言辭本該激烈一點，因為它們是思想對不動腦筋者的進攻。

——凱因斯（John Maynard Keynes）

《預言與勸說》（*Essays in Persuasion*），1931年

Contents

我喜歡簡單自然的敘述方式，寫下來跟講出來是一樣的。這種敘述趣味盎然、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《隨筆》，

《代表人物》( *Representative Man* ) ，1850年

有些書淺嘗即可，有些應該狼吞虎嚥，只有少數是應該細細咀嚼並徹底消化。

——培根 (Francis Bacon) ，

《培根隨筆集》( *The Essays of Francis Bacon* ) ，1696年

言辭本該激烈一點，因為它們是思想對不動腦筋者的進攻。

——凱因斯 (John Maynard Keynes) ，

《預言與勸說》( *Essays in Persuasion* ) ，1931年

# Contents

編者的話	13
導讀	15
楔子 事業主相關的經營原則	31
第一篇 治理與管理	43
一 企業目的：創造合夥價值	45
二 股東素質：五個桶子	47
三 充分且公允的資訊揭露	51
四 董事會與經理人	55
五 員工和產業變遷	68
六 社會和社會契約	75
七 股東為本的企業慈善模式	78
八 有理有節的高層薪酬政策	84
九 風險、名譽和氣候變遷	95
十 企業文化	99
第二篇 投資	101
一 農場、不動產和股票	103
二 市場先生	107
三 套利	112
四 對標準理論的批判	119
五 「價值」投資：一個贅詞	128

六	智慧型投資	136
七	雪茄菸蒂與制度性強制力	143
八	攸關生死的債務和股價大跌	147
<b>第三篇</b>	<b>普通股</b>	151
一	吸引優質股東	153
二	股票分割與無形之腳	156
三	波克夏的雙重股權：反制劣質複製基金	161
四	回購股票與理性反應	166
五	股息與資本配置	173
六	保留盈餘	183
七	以指數戰勝交易費用	185
<b>第四篇</b>	<b>另類投資工具</b>	193
一	投資類別概述	195
二	垃圾債券和小刀論	199
三	零息債券與搶匪	207
四	優先股	214
五	衍生工具	226
六	外幣與非美國股票	236
七	房屋問題：實踐與政策	242
八	商業合作	246
<b>第五篇</b>	<b>企業收購</b>	251
一	壞動機與高價格	253
二	明智的股票回購 vs. 綠票訛詐	264
三	槓桿收購	265
四	明智的收購政策	268

五	關於出售事業	272
六	首選買家	276
<b>第六篇 估值</b>		
一	伊索與無效叢林理論	283
二	內在價值、帳面價值與市價	287
三	透視盈餘	294
四	經濟商譽 vs. 會計商譽	300
五	事業主盈餘與現金流量的謬誤	312
六	選擇股評價	320
<b>第七篇 會計</b>		
一	會計騙局的荒謬劇	326
二	制定標準	332
三	審計委員會	334
四	調整後盈餘	335
五	退休金估算與退休福利	344
六	盈利實現問題	348
七	投資	349
<b>第八篇 賦稅</b>		
一	企業賦稅之分配	353
二	賦稅與投資哲學	355
三	美國政府：沉默的夥伴	360
<b>第九篇 美國歷史</b>		
一	美國奇蹟	365
二	生產力成長	367

375	三 順風	葉奉書出刊	五	373
379	一 致命結構與制度性強制力	李寶敏	六	343
383	二 個體生命的債務與股價大跌			377
385	一 巴菲特論波克夏文化	蕭若	六	379
389	二 蒙格論「波克夏系統」	蕭若	一	392
395	三 前方的路	蕭若	二	397
399	四 瑪士撒拉的資產	蕭若	三	399
405	一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四	401
409	二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五	403
413	三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六	409
417	四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七	415
421	五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八	417
425	六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九	421
429	七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十	425
433	八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十一	429
437	九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十二	433
441	十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十三	437
445	十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十四	441
449	十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十五	445
453	十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十六	449
457	十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十七	453
461	十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十八	457
465	十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	十九	461
469	十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十	465
473	十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十一	469
477	十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十二	473
481	二十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十三	477
485	二十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十四	481
489	二十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十五	485
493	二十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十六	489
497	二十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十七	493
501	二十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十八	497
505	二十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	二十九	501
509	二十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十	505
513	二十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十一	509
517	二十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十二	513
521	三十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十三	517
525	三十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十四	521
529	三十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十五	525
533	三十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十六	529
537	三十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十七	533
541	三十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十八	537
545	三十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	三十九	541
549	三十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十	545
553	三十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十一	549
557	三十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十二	553
561	四十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十三	557
565	四十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十四	561
569	四十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十五	565
573	四十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十六	569
577	四十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十七	573
581	四十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十八	577
585	四十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	四十九	581
589	四十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十	585
593	四十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十一	589
597	四十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十二	593
601	五十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十三	597
605	五十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十四	601
609	五十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十五	605
613	五十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十六	609
617	五十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十七	613
621	五十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十八	617
625	五十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	五十九	621
629	五十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十	625
633	五十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十一	629
637	五十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十二	633
641	六十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十三	637
645	六十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十四	641
649	六十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十五	645
653	六十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十六	649
657	六十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十七	653
661	六十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十八	657
665	六十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	六十九	661
669	六十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十	665
673	六十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十一	669
677	六十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十二	673
681	七十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十三	677
685	七十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十四	681
689	七十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十五	685
693	七十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十六	689
697	七十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十七	693
701	七十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十八	697
705	七十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	七十九	701
709	七十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十	705
713	七十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十一	709
717	七十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十二	713
721	八十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十三	717
725	八十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十四	721
729	八十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十五	725
733	八十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十六	729
737	八十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十七	733
741	八十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十八	737
745	八十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	八十九	741
749	八十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十	745
753	八十八 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十一	749
757	八十九 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十二	753
761	九十 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十三	757
765	九十一 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十四	761
769	九十二 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十五	765
773	九十三 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十六	769
777	九十四 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十七	773
781	九十五 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十八	777
785	九十六 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	九十九	781
789	九十七 波克夏的雙重股權：反制惡債權會	蕭若	一百	785

## 編者的話

### Editor's Note

本書（原文）初版於1995年面世，是我組織的一場學術會議的核心資料。那場研討會為期兩天，聚集了數百人，對本書觸及的所有議題進行了剖析，而華倫·巴菲特坐在現場第一排全程參與。

隨後數十年裡，本書成為投資和管理方面的經典著作。從教室到企業會議室，從培訓課程到交易台，本書觸及了世界各地數以百萬計的讀者。讀者要求我每幾年更新本書一次，加入巴菲特的最新慧見，同時也要求我維持本書清晰的條理。這個版本遵循讀者所願。

秉承此一傳統，這個版本將巴菲特所有致股東信中的精華，編織成一本讀起來完整連貫的書，以巴菲特自己獨特的筆觸，清楚闡述一種明智可靠的經營和投資理念。

本書注釋中的年分，代表該文章出自哪一年的年報。為免打斷文氣，摘錄時省略的文字，不以省略號或其他標點符號標示。書末的表格，將列

出各章節出自哪一年的巴菲特致股東信。

在持續出版本書的這些年裡，我有幸得到許多人的支持。首要感謝華倫，感謝他願意將致股東信的編排與出版交由我負責。出版這本書是我的職業生涯中至為榮幸的一件事。

勞倫斯·康寧漢

紐約

2023年1月1日

目錄	403
名詞解釋	403
作者與譯者簡介	411
內容分布表	412

實心對的總會滿舉舉一印編排好景，世面半zeel 3200 (文風) 香本  
丁竹版圖圖音消的及聯書本棧，人百燻丁東翠，天兩開親會情得舉惠，林  
。與參男全批一深舉更功坐祥菲巴，編華而，得陪  
業全既空幾步，引善典聯的而式照習味實研微知書本，野平十燻必圖  
。答難的指萬百以燻似各界世丁及聯書本，合長又既到難開線步，至難會  
好來運世初同，具慈得舉的祥菲巴人成，亦一書本燻更平燻祥好來要香難  
。照消答難圖數本燻聯數，照難的燻新書本料難  
一如難圖，華聯的中等東親更音消祥菲巴標本則時數，滿親一此不業  
印香印難一並難整術，難舉的祥菲巴自祥菲巴以，書的買版燻宗來送難本  
。念照實對照營難的難  
。派文燻代與燻，燻半的平一聯自出章文燻究升，代半的中等書本  
既得，燻英的末書，示難燻得讓難由其難燻都皆以不，平文的燻香利難難

## 導讀

### Introduction

勞倫斯·康寧漢

《巴菲特寫給股東的信》彙集了華倫·巴菲特數十年來以其獨特筆觸撰寫的致股東信，按主題編排，呈現他永恆而卓越的管理和投資理念。事實證明，巴菲特闡述的這些原則是禁得起時間考驗的，即使在這數十年間，我們已經歷了從網路股到房地產等金融泡沫的興起與破滅；股票投資人口從熱衷套利操作轉為支持指數投資；社會和政治運動的浪潮從昔日標榜企業社會責任（CSR），轉為今日重視的環境、社會和治理（ESG）。

巴菲特的文章的核心主題是：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）和大衛·陶德（David Dodd）率先提出。與該主題相連的是一些管理原則，這些原則將企業經理人的適當角色界定為公司資本的管理人與守護者，並將股東的角色界定為資本的供應者和擁有人。由這些大主題衍生出來的，是圍繞著重要商業議題的一些務實而明理的經驗教訓，觸及併

購、公司治理乃至資產估值，包括應該如何看待員工、顧客、社會、環境和其他方面的利益。

身為波克夏哈薩威（Berkshire Hathaway）的執行長，巴菲特將這些傳統原則應用在該公司的經營管理上。波克夏創立於19世紀初，以紡織為業。巴菲特於1965年接掌該公司時，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400,000美元，內在價值遠高於此數。期間每股帳面淨值年複合成長率超過20%。

波克夏如今是一家控股公司，旗下業務多達約80項。集團最重要的業務在於保險，包括全資子公司蓋可（GEICO）——美國最大的汽車保險商之一，以及通用再保險公司（General Re）——全球最大的再保業者之一。波克夏擁有北美最大鐵路公司之一的柏靈頓北方聖塔菲鐵路公司（BNSF），而且很早以前便擁有與經營大型能源公司。

波克夏的一些子公司規模龐大：其中10家子公司若是獨立公司，將能躋身財星五百大企業（Fortune 500）。這家公司的其他投資包羅萬象且規模可觀，正如巴菲特筆下所述：「你看波克夏時，有如在看整個美國企業界。」

然而，波克夏有幾個方面在美國企業界與眾不同，這使它既是一個異類，又是一個典範。例如，巴菲特並不視波克夏為一家公司，而是視它為他自己、蒙格和其他股東的合夥事業，巴菲特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的公司之全部或部分股權，創造現金和高於平均水準的報酬率，盡可能擴大波克夏的每股內在價值。為了達成這個目標，巴菲特從不為擴張而擴張，而旗下事業只要能產生某水準的現金並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在時間作用下，使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，而且只有在至少可以得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，巴菲特稱之為「事業主相關的經營原則」，是貫穿本書的主題。面對企業經營所牽涉的各式各樣議題時，巴菲特以這些基本理念為架構，形成他個人的種種卓見，遠非抽象的陳詞濫調可比。投資人的確應該專注於基本面分析，有耐性，並運用常識發揮良好的判斷力。在本書中，此類忠告都緊扣著具體的行事原則，巴菲特本人便是靠著實踐這些原則而大獲成功。

## 治理與管理

對巴菲特來說，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定時，會像事業主那樣思考，將股東的利益放在心上。但即使是一流的經理人，其利益有時仍難免與股東有所衝突。如何減輕這種衝突、培養經理人的管理能力與精神，是巴菲特致股東信的重要主題。他的文章闡述了公司治理的若干核心議題。

首先是關於企業目的（corporate purpose）的概念。許多公司、評論者和行動者對此一概念有所混淆或爭議，從而加劇了相關問題。如果一家公司的目的是同時促進多種利益相關者的利益（除了股東，還有無數的「利害關係人」），便可能喪失良好治理所希望維持的有效問責。不過，在波克夏，企業目的明確且簡單，就是為股東創造價值，以對待事業夥伴的態度對待股東，同時適當考慮、保護和促進員工、顧客、環境以至整個社會的利益。

與此有關的一個問題，是股東並非全都平等。傳統的波克夏股東是一些個人和家族，他們研究過波克夏之後，很早就選擇將畢生積蓄的一部分投資於波克夏。截然不同的另一種股東是當代的機構資產管理人，他們管理著指數基金，而無論他們是否願意、無論他們是否了解波克夏，都必須