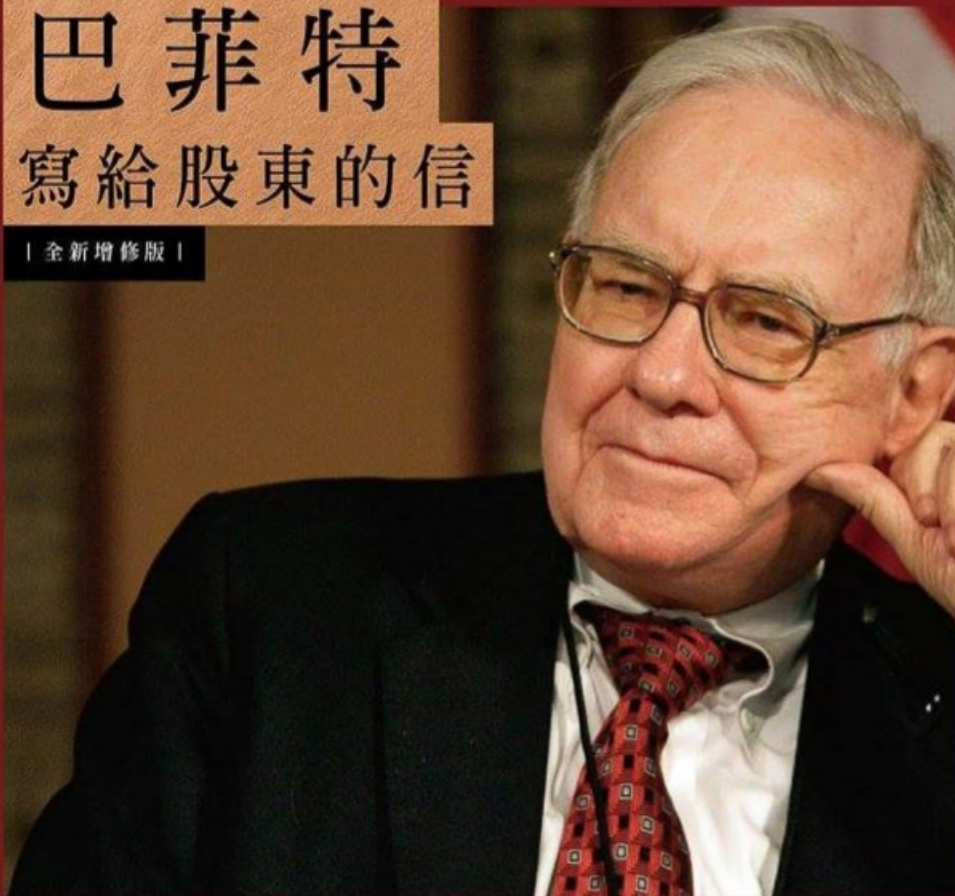


巴菲特

寫給股東的信

！全新增修版！



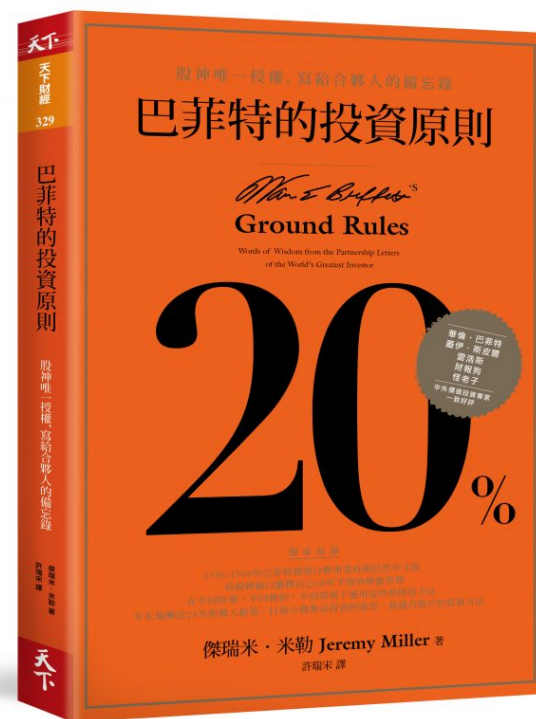
巴菲特寫給股東的信

導讀人：雷浩斯

雷浩斯價值投資網

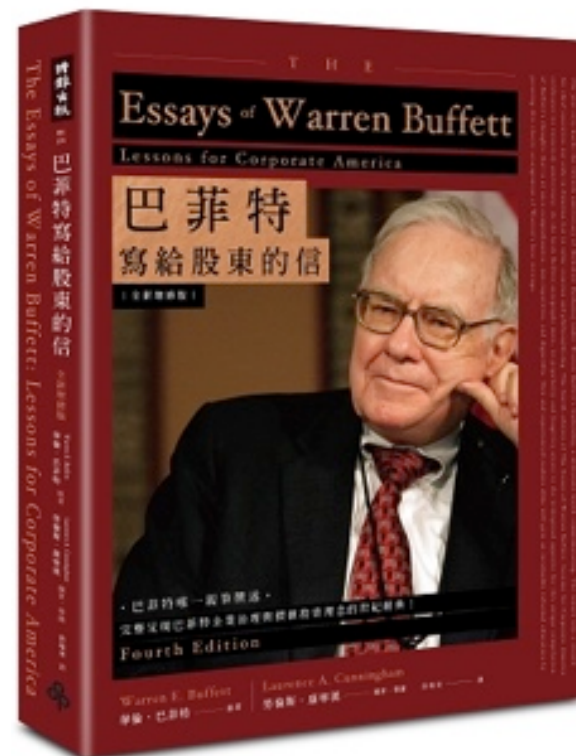
巴菲特的第一封股東信：合夥事業

- 巴菲特最早的股東信是在1956年合夥事業時期開始寫信給合夥人，直到1969年合夥事業結束。
- 這些合夥事業的信件偷偷的在華爾街流傳，被影印到字跡模糊，不斷傳閱。
- 內容幽默，坦承，充滿投資智慧。
- 集結在：
《巴菲特的投資原則》一書中。



巴菲特現在的股東信：波克夏年報

- ❑ 合夥事業1965年入主波克夏，初期董事長的信由波克夏紡織部門執行長肯恩·蔡司執筆。巴菲特本人由1971年開始寫信，初期中規中矩的報告。
- ❑ 直到1977年巴菲特開始認真寫信，採用和合夥事業時期相同的風格，並由財富雜誌編輯協助潤稿至今。
- ❑ 每年二月底會公告最新的股東信，是全世界最多人看的股東信。



巴菲特為什麼要寫股東信？



- 溝通：
 - ▣ 股東信是寫給股東看的，而他希望股東都能理解他的理念。
- 以身作則：
 - ▣ 他希望他投資的公司都能達到他想要的標準，所以他也以身作則的成為標準。
- 傳道：
 - ▣ 他是個老師性格的人，因此有傳道的渴望。

投資人為什麼會想看巴菲特的信？

- 因為他有高超的投資績效：
 - 這樣的績效前無古人，很可能也後無來者。
 - 2017年波克夏稅後淨值成長率 1,088,029%，年化報酬率 19.1%
 - 波克夏股價成長率 2,404,748%，年化報酬率 20.9%
- 他願意分享他的投資概念和心得！
- 他能夠用淺顯易懂的方式把投資概念說清楚！

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

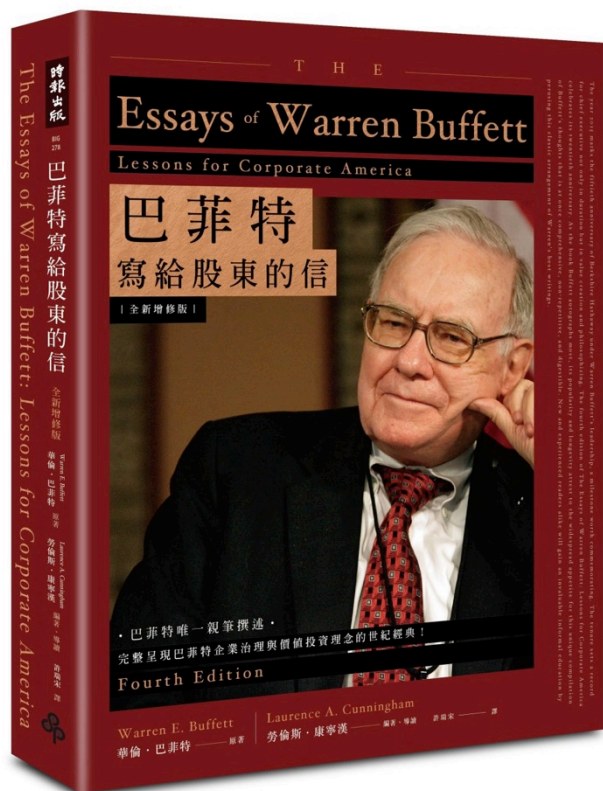
Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.9
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	11.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	18.6
1986	26.1	14.2	5.1
1987	19.5	4.6	16.6
1988	20.1	59.3	31.7
1989	44.4	84.6	(3.1)
1990	7.4	(23.1)	30.5
1991	39.6	35.6	7.6
1992	20.3	29.8	10.1
1993	14.3	38.9	1.3
1994	13.9	25.0	37.6
1995	43.1	57.4	23.0
1996	31.8	6.2	33.4
1997	34.1	34.9	28.6
1998	48.3	52.2	21.0
1999	0.5	(19.9)	(9.1)
2000	6.5	26.6	(13.9)
2001	(6.2)	6.5	(3.8)
2002	10.0	6.3	28.7
2003	21.0	15.8	10.9
2004	10.5	4.3	4.9
2005	6.4	0.8	15.8
2006	18.4	24.1	5.5
2007	11.0	28.7	(37.0)
2008	(9.6)	(31.8)	26.5
2009	19.8	2.7	15.1
2010	13.0	21.4	2.1
2011	4.6	(4.7)	16.0
2012	14.4	16.8	32.4
2013	18.2	32.7	13.7
2014	8.3	27.0	1.4
2015	6.4	(12.5)	12.0
2016	10.7	23.4	21.8
2017	23.0	21.9	9.9%
Compounded Annual Gain - 1965-2017	19.1%	20.9%	9.9%
Overall Gain - 1964-2017	1,088,029%	2,404,748%	15,508%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31. Starting in 1979, accounting rules required insurance companies to value the equity securities they hold at market rather than at the lower of cost or market, which was previously the requirement. In this table, Berkshire's results through 1978 have been restated to conform to the changed rules. In all other respects, the results are calculated using the numbers originally reported. The S&P 500 numbers are **pre-tax** whereas the Berkshire numbers are **after-tax**. If a corporation such as Berkshire were simply to have owned the S&P 500 and accrued the appropriate taxes, its results would have lagged the S&P 500 in years when that index showed a positive return, but would have exceeded the S&P 500 in years when the index showed a negative return. Over the years, the tax costs would have caused the aggregate lag to be substantial.

波克夏年報包含哪些內容

- 波克夏年報因事業龐大，內容變得非常長，但巴菲特的思考條理分明，所以年報的敘述逐漸演化為以下區塊：
 - ▣ 迎面頁：包含和S&P500指數的績效比對，前一年度主要的營運活動和重要事件。
 - ▣ 控股公司的四大事業體：包含保險、資本密集、製造服務及零售，金融
 - ▣ 股票投資：當年度波克夏持股前15大市值的股票
 - ▣ 投資概念：巴菲特每年會想和股東聊的投資概念
 - 詳細內容請參考 雷浩斯價值投資網：
 - 如何徹底讀懂波克夏年報（一）！

巴菲特寫給股東的信：全新增修版



本書作者巴菲特，編者康漢寧教授，初版為卡多索學院的研討會資料。

研討會參與者包含巴菲特本人與副董事長查理蒙格。

本書也是巴菲特最常幫人簽名的一本書！

節錄以下主題：

- (1) 公司治理
- (2) 金融與投資
- (3) 另類投資工具
- (4) 普通股
- (5) 企業併購
- (6) 評價與會計
- (7) 會計詐術
- (8) 賦稅
- (9) 波克夏五十週年回顧與展望

九個章節，重點摘要！

- 這是一本內容非常豐富的書，每個概念都很重要，本篇導讀先介紹以下重點：
 - ▣ 投資該有的正確觀念！
 - 所有者思維、關注基本面、強大財務公司的特徵！
 - ▣ 如何估算公司價值？
 - 內在價值是什麼？
 - ▣ 投資人會有的心理偏誤！
 - 市場情緒刺激，他人影響，淨儲蓄者的投資策略！

投資該有的正確觀念：所有者思維

- 價值投資的基本概念：買一張股票，如同買下一間公司。
- 股東是公司的擁有者，執行長是資本管理者。
- 巴菲特：我們買下股權的思考模式，和買下一間公司的思考模式相同。
- 波克夏的營運模式—雙管齊下：
 - ▣ 買股票
 - ▣ 全額收購子公司

投資該有的正確觀念：所有者思維

- 波克夏的營運成果：
 - ▣ 將資本集中配置在體質優越，執行長一流的企業上。
- 極度分權的營運方式：
 - ▣ 總部人數極少，只有董事長、財務長和助理。
 - ▣ 給予子公司執行長最大的信任和自主權，執行長也因此提高績效。
 - ▣ 不賣子公司、不調動子公司執行長，不強迫退休，不要求定期聯絡。

投資該有的正確觀念：關注基本面

- 什麼是基本面：考慮標的資產時，應集中關注它未來的生產力！
 - ▣ 農場：1986年買農場，預估報酬率10%，2013年獲利已經是成本的五倍！
 - ▣ 不動產：1993年買入，之後收到的分紅超過投資成本的35%，特別分紅總金額超過投資成本的150%。
- 巴菲特解釋：
 - ▣ 針對我那兩筆小投資，我只考慮這兩項資產可以產生什麼，完全不關心它們每天的價格變化。
 - ▣ 我們的財務績效取決於所投資公司的財務績效。
 - ▣ 比賽的勝利者是專心比賽的人，不是那些一直盯著記分板的人。
 - ▣ 如果你週末不看股價也能享受生活，你應該試著在週一至週五也這樣。

投資該有的正確觀念：關注基本面

- 理想的投資標的：
 - ▣ 1.業務不難了解，經濟體質歷久彌堅
 - ▣ 2.由能幹且以股東利益為本思考的經理人管理
 - ▣ 3.合理的價格買進
- 正確的投資方法，是將大筆資金投資在自己熟悉，而且經營團隊可以信賴的企業上！
- 尋找這種超級巨星的投資方式，是我們真正成功的唯一機會。
- 如果你一開始就成功了，就不要試別的了。

投資該有的正確觀念：強大財務公司的特徵！

- 一家公司要有強勁的財務持久力，必須在所有情況下保持以下三項實力：
 - ▣ (1) 巨大且可靠的盈利來源
 - ▣ (2) 大量的流動資產
 - ▣ (3) 不會忽然需要大量現金
- 忽略最後一項，往往是企業意外陷入困境的原因，現金如同氧氣，只有短缺的時候才會想到他。
- 符合這三個條件，才能有持續性的『生產力』！以便計算『內在價值』！

如何估算公司價值？什麼叫做內在價值？

- 一間公司的內在價值，等於該公司未來可以產生所有自由現金流 折現後的總和：
 - ▣ 1.他是一個估計值，而不是確定值。
 - ▣ 2.公司營運越穩定，計算越準確。如果營運的不確定性越高，計算越會失誤。
 - ▣ 3.利率變動會影響計算
 - ▣ 4.不同的人即使拿到相同資料，計算結果也不一樣。
 - ▣ 5.財務資料越仔細，越有利計算。

如何估算公司價值？什麼叫做自由現金流？

- 「事業主盈餘」 (owner earnings) 是指
 - ▣ (a) 公告盈餘，加上
 - ▣ (b) 折舊、損耗、攤銷的非現金費用，再減去
 - ▣ (c) 企業充分維持長期競爭力的資本支出
- 這個公式等於自由現金流的公式。

如何估算公司價值？折現率的概念！

- 折現的概念：一鳥在手勝過兩鳥在林，現在的錢勝過還沒到手的錢。
- 那麼到手的錢到底值多少？假設你有一百萬，你可以：
 - ▣ 1.把一百萬存銀行定存，假設利息1%，一年後變成101萬。
 - ▣ 2.把一百萬買穩定的電信股，假設股息5%，一年後股價沒下跌，資產變成105萬。
 - ▣ 3.把一百萬買殖利率3%，保留盈餘成長率12%，兩者數字合計15%的好公司，一年後股價沒下跌，資產變成115萬。
- 這三個虛擬選擇又包含著不同程度的不確定性，當不確定性越高的時候，你會希望對風險的補貼就要越高，因此你會希望有足夠的報酬率來補貼這些風險。
- 巴菲特寫給股東信 P 275頁
- 雷浩斯價值投資網：如何計算內在價值？自由現金流折現法（上）！

如何估算公司價值？折現率的概念！

- 把上面三個方案反過來思考，如果我一年後手上有100萬，那麼上面三個方案的報酬率，折現後是多少呢？
 - ▣ 1.一年後定存領到1%利息的100萬，其本金就是現值 99.01萬
 - ▣ 2.一年後買電信股得到5%收益的100萬，其本金就是現值 95.24萬
 - ▣ 3.一年後投資成長股得到15%收益的100萬，其本金就是現值 86.96萬
- 這種換算成現在的金額比率就是折現率。

如何估算內在價值？

- 內在價值=把未來幾年內的自由現金加起來，然後再給它一個折現值的數字。
 - ▣ 企業前景有優勢，自由現金流穩定，折現率低。
 - ▣ 企業前景不確定，自由現金流不穩定，折現率高。
 - ▣ 即使三家公司未來十年內的自由現金流加起來相同，也有可能給不同的折現率。

- 巴菲特寫給股東信 P 283頁

- 計算請參考：雷浩斯價值投資網：如何計算內在價值？自由現金流折現法（上）！

雷浩斯 價值投資網

投資人會有的心理偏誤：情緒刺激



- 市場情緒極易煽動人心，如果你受他影響，後果可能是災難性的。
- 市場恐慌的氣氛是好事，『閃崩』對投資人是好事，讓他可以低價買入。投資人普遍得意忘形才需要謹慎提防。
- 投資人太容易讓好事變成壞事，其他持股人的不理智行為往往讓投資人也出現不理智的行為。
- 投資人如果能發揮良好的商業判斷力，避免自己的想法和行為受到市場影響，就能成功。

• 巴菲特寫給股東信 P 111 頁

投資人會有的心理偏誤：他人影響！

- 形成自己的總體經濟觀點或者瞭解他人的總體經濟觀點是浪費時間又危險的事情，會讓你無法看清楚真正重要的事。
- 我們不曾因為總體經濟、政治環境或者他人的看法而放棄一項誘人的投資。
- 你是對是錯，和他人是否認同沒有關係，只和你的邏輯與資料正確與否有關係。



投資人會有的心理偏誤：淨儲蓄者投資策略！

- 我們的優勢在於我們的態度：
 - ▣ 淨儲蓄者：有餘錢可以投資的人，應該希望股價下跌，買股的人才能賺到。
- 無論資金大小，只要堅持建構自己的投資組合，波動不會傷害你，除非你因為財務或者心理壓力被迫賣股，才會受傷。
- 我永遠不會有出售這項資產的壓力

最後：感謝您的閱讀～

- 如果本文對您有幫助，歡迎分享！
- 想看其他有關巴菲特股東信的文章，可以到 **雷浩斯價值投資網**，分類：
 - ▣ [B 01 巴菲特寫給股東的信](#)
 - ▣ [B 02 探索巴菲特的投資智慧](#)
- 希望每位投資人都能投資順利，掌握自己的投資與人生的自主權！