



The Essays of  
**WARREN  
BUFFETT**  
Lessons for Investors  
and Managers

คมปัญญา  
วอเรน บัฟเฟตต์

คู่มือทรัพย์สินของนักลงทุนและผู้จัดการ

เขียน Warren E. Buffett  
เรียบเรียง Lawrence A. Cunningham  
แปลและเรียบเรียง เทพ รุ่งธนาภิรมย์



[www.fidelitypublishing.com](http://www.fidelitypublishing.com)



พิมพ์น  
กระต่ายนอนสายตา  
[www.greenread.com](http://www.greenread.com)



อ่านได้นาน

**The Essays of Warren Buffett**  
**Lessons for Investors and Managers**



เรื่อง : คมปัญญา วอเรน บัฟเฟตต์ : ชุมทรัพย์ของนักลงทุนและผู้จัดการ  
เขียน : Warren E. Buffett  
เรียบเรียง : Lawrence A. Cunningham  
แปลและเรียบเรียง : เทพ รุ่งธนาภิรมย์  
บรรณาธิการบริหาร : เอกสิทธิ์ หัสสร้างสี  
บรรณาธิการ : ณิชชา หัสสร้างสี  
ที่ปรึกษา : จักรินทร์ พรหมปรากฏ  
พิสูจน์อักษร : เพ็ญสุภาวงศ์ คาน  
ศิลปกรรมปก/รูปเล่ม : bluepixel  
Cover Image : © Louie Psihoyos/Corbis

ISBN : 978-616-91628-7-2

FP - 13 - 0958 - 7 6 5 4 3

Copyright © 1997 by Lawrence A. Cunningham

Thai language translation copyright © 2015 by Fidelity Publishing Co., Ltd.

All rights reserved.



[www.fidelitypublishing.com](http://www.fidelitypublishing.com)

จัดพิมพ์โดย : **สำนักพิมพ์ ฟิเดลิตี**

บริษัท ฟิเดลิตีพับลิชชิ่ง จำกัด

9/32 หมู่ 3 ซอยราชวิถี ถนนสตรีวิทยา 2

แขวงลาดพร้าว เขตลาดพร้าว

กรุงเทพมหานคร 10230

โทรศัพท์ 084-332-9735

[www.fidelitypublishing.com](http://www.fidelitypublishing.com)

email : [info@fp.co.th](mailto:info@fp.co.th)

จัดจำหน่ายโดย : บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)

เลขที่ 1858/87-90 ถนนบางนา-ตราด แขวงบางนา

เขตบางนา กรุงเทพมหานคร 10260 โทรศัพท์ 02-739-8000

พิมพ์ที่ : บริษัท ด้านสุทธาการพิมพ์ จำกัด



## สารบัญ

เกริ่นนำ : โรเบิร์ต จี. แอกสตรอม	10
คำแนะนำ : ลอว์เรนซ์ เอ. คัมมิ่งแฮม	13
อารัมภบท	49
I บรรษัทภิบาล	52
A หลักการของการเป็นเจ้าของธุรกิจ	53
B การเปิดเผยอย่างเต็มที่และยุติธรรม	62
C คณะกรรมการและผู้บริหาร	66
D ความลำบาใจในการปิดกิจการ	82
E การบริจาดในมุมมองของผู้ถือหุ้น	90
F หลักการสำคัญเกี่ยวกับผลตอบแทนของผู้บริหาร	96
G คณะกรรมการตรวจสอบ	108

II การเงินและการลงทุน	111
A นายตลาด (Mr. Market)	112
B การค้ากำไร (Arbitrage)	117
C หลักการมาตรฐานที่ควรระวัง	125
D การลงทุนแบบ “หุ้นคุณค่า” คำพูดที่ไม่จำเป็น	138
E การลงทุนอย่างชาญฉลาด	147
F ก้นบูทรีและแรงบีบจากสถาบัน	155
G หนี้	160
III การลงทุนที่ไม่ใช่หุ้นสามัญ	162
A พันธบัตรขยะ (Junk Bonds)	162
B Zero-Coupon Bonds	171
C หุ้นบุริมสิทธิ	179
D ตราสารอนุพันธ์	193
E เงินตราและหุ้นต่างประเทศ	202
F ภาวะผูกพันแบบพิเศษ	211

IV หุ้นสามัญ	213
A จุดบอดของการค้าหุ้น: ค่าใช้จ่ายในการเปลี่ยนมือ	214
B การชักชวนนักลงทุนที่เหมาะสม	220
C นโยบายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน	222
D การแตกหุ้นและปริมาณการซื้อขาย	232
E กลยุทธ์ผู้ถือหุ้น	235
F โครงสร้างหุ้นใหม่ของเบิร์กไชร์	236
V การควบรวมและซื้อกิจการ	242
A แรงจูงใจที่เร็วและราคาที่สูง	243
B การซื้อหุ้นคืนอย่างมีเหตุผล VS กรีนเมลล์	256
C การซื้อกิจการด้วยการกู้ยืม	256
D นโยบายการควบรวมกิจการที่ดี	260
E การขายธุรกิจ	264
F ประโยชน์ในการควบรวมกิจการ	269
VI การบัญชีและการประเมินมูลค่า	271
A เรื่องล้อเลียนในการใช้เล่ห์กลทางบัญชี	271
B กำไรแบบมองทะลุ (Look-Through Earnings)	279

C	ค่าความนิยมทางเศรษฐกิจและทางบัญชี (Economic Goodwill Versus Accounting Goodwill)	285
D	กำไรของเจ้าของและการใช้กระแสเงินสดที่ผิดพลาด	296
E	การบัญชีสำหรับการควบรวมกิจการ	305
F	มูลค่าที่แท้จริง มูลค่าตามบัญชี และราคาตลาด	307
G	ประวัติของการประกันภัยบางส่วนและการบัญชี	315
H	อัสปและทฤษฎีฟุ่มไม่ไร้ประสิทธิภาพ	319
VII นโยบายการบัญชีและภาษี		324
A	การกำหนดมาตรฐาน	326
B	ออปชั่นหุ้น	327
C	ค่าใช้จ่ายอันเกิดจาก “การปรับโครงสร้าง”	333
D	ข้อมูลตามภาคส่วนและงบการเงินรวม	338
E	ภาษีรอจ่าย (Deferred Taxes)	339
F	ผลประโยชน์ตอนเกษียณ (Retiree Benefits)	342
G	การแบ่งรับภาระภาษีนิติบุคคล	344
H	ภาษีและปรัชญาการลงทุน	350
ปัจฉิมบท		355



## จากใจผู้แปล

ตามที่ได้รับเกียรติจากสำนักพิมพ์ดีเดิลิตี้ ให้ทำการแปล The Essays of Warren Buffett ออกมาเป็นภาษาไทยนั้น ผมรู้สึกภาคภูมิใจมาก เพราะมีหนังสือของนักเขียนเกี่ยวกับ วอเรน บัฟเฟตต์ เป็นจำนวนมาก แต่สำหรับหนังสือเล่มนี้เป็นการเขียนขึ้นโดย วอเรน บัฟเฟตต์ เอง ถึงแม้ว่าในตอนที่ยังมีจุดประสงค์เพื่อเป็นจดหมายหรือสาส์นที่ส่งให้กับผู้ที่ลงทุนในเบิร์กไชร์ฮาธาเวย์ได้ทราบถึงผลการดำเนินงานในแต่ละปีมากกว่าจะเน้นออกมาเป็นหนังสือ และจัดได้ว่าข้อเขียนของ วอเรน บัฟเฟตต์ มีอิทธิพลต่อความคิดของนักธุรกิจและนักลงทุนทั่วโลก นับว่าโชคดียิ่งนักที่ผมได้ใช้ความพยายามอุตสาหะในการเรียบเรียงและจัดเอาความคิดของบัฟเฟตต์ออกเป็นหมวดหมู่เพื่อให้ผู้อ่านได้รับความรู้และประสบการณ์ของบัฟเฟตต์อย่างตรงประเด็น

ในฐานะที่เป็นคนไทย ผมมีความยินดีเป็นอย่างยิ่งที่ได้เป็นผู้รับผิดชอบในการแปลออกมาเป็นภาษาไทยให้กับพี่น้องร่วมชาติ

ในขณะเดียวกัน การที่ผมได้ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งเป็นนักลงทุนระยะยาวที่ใช้กลยุทธ์หุ้นห่านทองคำเป็นสไตล์เฉพาะตัวในการลงทุน ผมขอสารภาพว่าได้รับประโยชน์อันมหาศาลจากคัมภีร์ของ วอเรน บัฟเฟตต์ เพราะตลอดเวลาเกือบ 1 ปี ที่ผมได้ทำการแปลหนังสือเล่มนี้ ทำให้ผมได้ซึมซับเคล็ดลับและเกร็ดความรู้อันทรงคุณค่าไว้อย่างไม่รู้ตัว อันมีส่วนช่วยในการทำหน้าที่เป็นกรรมการและการเป็นนักลงทุนที่ถูกต้องมากขึ้น นับเป็นการลงทุนเวลาที่คุ้มค่า ผมต้องขอขอบคุณสำนักพิมพ์ดีเดิลิตี้ คุณคณันันงามผู้จัดแต่งหนังสือ



รวมทั้ง เบนจามิน เกรแฮม ซึ่งถือว่าเป็นครูของบัฟเฟตต์ และที่สำคัญที่สุดคือ วอเรน บัฟเฟตต์ ที่ทำให้ผมได้รับอานิสงค์เช่นนี้

หวังว่าหนังสือเล่มนี้จะเป็นประโยชน์ยิ่งต่อนักลงทุน กรรมการบริษัท ผู้บริหารตลอดจนสถาบันต่างๆ ที่จะได้นำไปใช้เพื่อช่วยกันสร้างมูลค่าอย่าง ยั่งยืนให้แก่กิจการด้วยการกำกับดูแลที่ดีตามแนวคิดหลักของคัมภีร์ฉบับนี้

ด้วยความจริงใจ

เทพ รุ่งธนาภิรมย์



## เกริ่นนำ

### โรเบิร์ต จี. แฮกสตรอม

ผมได้ศึกษางานของ วอเรน บัฟเฟตต์ มากกว่า 15 ปี ซึ่งตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา ผมและนักลงทุนอีกหลายล้านคนได้เรียนรู้ในเรื่องต่างๆ มากมาย อาทิ เช่น อะไรคือคุณสมบัติที่สำคัญของธุรกิจที่ดี การประเมินมูลค่าของธุรกิจ ตลอดจนจะคิดปรับตัวอย่างไรเกี่ยวกับการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น เมื่อนำมารวมกันแล้วบัฟเฟตต์ได้มอบแผนการลงทุนที่ชาญฉลาดและมีเหตุผลด้วยความใจกว้าง แต่จริงๆ แล้วคำสอนของ วอเรน บัฟเฟตต์ ไม่ได้มีเพียงตลาดหุ้นเท่านั้น *The Essays of Warren Buffett : Lessons for Investors and Managers* หรือ **คมปัญญา วอเรน บัฟเฟตต์ : ชุมทรัพย์ของนักลงทุนและผู้จัดการ** เล่มนี้ซึ่งได้เรียบเรียงเป็นระบบอย่างดีโดย ลอว์เรนซ์ เอ. คินนิงแฮม จัดเป็นหนังสือที่ได้บรรจุคำสอนที่ดีที่สุดของบัฟเฟตต์ในเรื่องเกี่ยวกับบรรษัทภิบาล การควบรวมกิจการ การบัญชีและภาษีเข้าไว้ด้วยกัน

มองอย่างผิวเผิน ผู้อ่านบางท่านอาจจะมองว่าบทเรียนเหล่านี้ไม่น่าจะมีส่วนเกี่ยวข้องกับการที่พวกเขาจะทำกำไรจากตลาดหุ้น แต่นี่อาจจะเป็นการผิดพลาด ขอย้ำว่าเป็นการผิดพลาดของคนที่คิดว่าตนเองเป็นนักลงทุนแน่นอนครับถ้าท่านเป็นนักเก็งกำไร นักการพนัน หรือนักค้าหุ้นแล้วละก็

การถือหุ้นเป็นเวลาช่วงสั้นๆ ของท่านมักจะไม่ได้ถูกกระทบกระเทือนโดยบทบาทของฝ่ายบริหารในระยะยาว แต่ถ้าหากท่านเป็นนักลงทุน ซึ่งแปลว่าต้องเป็นคนที่ต้องการซื้อและถือหุ้นในธุรกิจ กิจกรรมใดๆ ที่ทำโดยฝ่ายบริหารเป็นเรื่องที่สำคัญมากที่จะมีผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในระยะยาว และนั่นหมายถึงถึงราคาในอนาคตของหุ้นด้วย

ยังมีนักคิดอีกไม่น้อยซึ่งมองว่าความพยายามที่จะบริหารมูลค่าเป็นเรื่องเสียเวลา เหตุผลของพวกเขาก็คือความเชื่อว่าการจะวัดประสิทธิภาพของฝ่ายบริหารออกมาอย่างถูกต้องทางคณิตศาสตร์นั้นเป็นเรื่องที่ยาก และถ้าหากว่าวัดได้จริง ผลของมันก็น่าจะปรากฏอยู่ในตัวเลขทางเศรษฐกิจของบริษัทเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นใครก็ตามที่จะบวกรหรือลบมูลค่าของการบริหารจึงเป็นเรื่องซ้ำซ้อน ไม่น่าแปลกใจเลย วอเรน บัฟเฟตต์ กลับมีความเห็นที่แตกต่างจากจุดยืนทั้งสอง คมบัญญัติที่เขาได้ให้แก่เราได้ยืนยันความคิดของเขาว่าฝ่ายบริหารมีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งยวดต่อมูลค่าของธุรกิจในอนาคต

คุณค่าของ **คมบัญญัติ วอเรน บัฟเฟตต์** ยังไม่ได้จำกัดเฉพาะนักลงทุนเท่านั้นแต่ยังมีข้อคิดและข้อแนะนำดีๆ ให้กับผู้บริหารและผู้ที่เป็นกรรมการของบริษัทด้วย ในห้วงเวลาที่ตลาดหุ้นได้ให้ความสำคัญต่อความโปร่งใสและเร่งละทิ้งความขุ่นมัวอย่างที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทควรจะได้ศึกษาและนำข้อเสนอแนะของบัฟเฟตต์ไปใช้อย่างจริงจัง และเมื่อชื่อเสียงของบริษัทในความสำเร็จ ความมีเหตุผล และความยุติธรรมได้เป็นที่ประจักษ์ชัด ตลาดหุ้นก็ย่อมจะให้รางวัลสำหรับการทำดีเหล่านี้เอง

มีหนังสืออยู่หลายเล่มที่เขียนเกี่ยวกับ วอเรน บัฟเฟตต์ ซึ่งสองในจำนวนนี้ผมเป็นผู้เขียนโดยเน้นวิเคราะห์ถึงแนวทางการลงทุนของเขานอกจากนี้ยังมีอีกสองเล่มที่พูดถึงประวัติของบัฟเฟตต์ รวมทั้งยังมีงานเขียนสั้นๆ อีกไม่น้อยที่ได้พูดถึงความฉลาดและความมีเสน่ห์ของเขา แม้จะมีผลงานเหล่านี้มันก็ยังไม่มีอะไรที่จะมาทดแทนกับของจริงได้ ในหลายต่อหลายครั้งผมเคยคิดฝันว่ามันน่าจะมีหนังสือสักเล่มที่ผมจะสามารถใช้ในการอ้างอิงถึง

ข้อความที่ผมได้อ่านผ่านตาไปในรายงานประจำปีเล่มก่อนๆ ได้อย่างสะดวกสบาย ตอนนี้ ต้องขอขอบคุณ ลอว์เรนซ์ เอ. คันนิงแฮม ที่ได้รวบรวมข้อคิดของ วอเรน บัฟเฟตต์ เข้าไว้ด้วยกันอย่างประณีตและสะดวกต่อการใช้ หลักการของบัฟเฟตต์เป็นสิ่งที่ใช้ได้ตลอดและคำแนะนำของเขานั้นก็มีความมหาศาลถ้าคุณมีโอกาสดูอ่านรายงานประจำปีของเบิร์กไชร์ฮธาธาเวย์มาแล้ว ขอให้ใช้เวลาสักเล็กน้อยเพื่ออ่านทบทวน แต่ถ้าคุณยังไม่เคยอ่านคำแนะนำของบุคคลที่ถือได้ว่าเป็นนักลงทุนที่ยิ่งใหญ่ที่สุดในศตวรรษที่ 20 เตรียมตัวเตรียมใจเจอกับของจริงได้เลยครับ

**โรเบิร์ต จี. แสกสตรอม**



## คำแนะนำ

### ลอว์เรนซ์ เอ. คันนิงแฮม

ผู้ที่เคยได้อ่านจดหมายถึงผู้ถือหุ้นของเบิร์กไชร์ฮาทาเวย์จาก วอเรน บัฟเฟตต์ ย่อมถือว่าได้รับการศึกษาอันมีค่ายิ่ง จดหมายเหล่านี้ได้ใช้คำพูดที่ง่ายๆ เพื่ออธิบายถึงหลักการพื้นฐานของการทำธุรกิจที่ดี การเลือกผู้บริหาร และการลงทุน การประเมินมูลค่าธุรกิจและการใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างชาญฉลาด เป็นการเขียนที่ครอบคลุมเนื้อหาในวงกว้างและเต็มเปี่ยมไปด้วยปัญญา โดยการจัดเรียงข้อเขียนเหล่านี้อย่างร้อยเรียงกัน ผมเชื่อว่าผลงานนี้จะเป็นการนำเสนอปรัชญาธุรกิจและการลงทุนที่น่าจะเป็นประโยชน์ต่อท่านผู้อ่านในวงกว้างขึ้น

แกนหลักที่ทำให้บทความของบัฟเฟตต์ทุกชิ้นสามารถต่อเชื่อมโยงกันได้คือ หลักการของการวิเคราะห์ธุรกิจแบบพื้นฐานควรจะเป็นปัจจัยสำคัญในการพิจารณาตัดสินใจเลือกลงทุน หลักการนี้เป็นหลักการที่อาจารย์ทั้ง 2 ท่านของเขา คือ เบน เกรแฮม และ เดวิด ดอดด์ ได้วางรากฐานไว้ ที่โยงต่อมาคือหลักการในการบริหารที่ถือว่าบทบาทที่ถูกต้องของผู้บริหารระดับสูงของบริษัทซึ่งคอยดูแลผลประโยชน์ของเงินลงทุนที่ได้รับเข้ามา และบทบาทที่ถูกต้องของผู้ถือหุ้นในฐานะของผู้ที่จัดให้และเป็นเจ้าของเงินลงทุนเหล่านี้

นั้น นอกจากนี้แล้วจะมีการพูดถึงความเห็นที่มีเหตุผลและใช้ได้จริงในเรื่องที่สำคัญของการดำเนินธุรกิจ จากเรื่องการบัญชีถึงการรวบรวมกิจการจนกระทั่งถึงการประเมินมูลค่า

บัฟเฟตต์ได้ประยุกต์ใช้หลักการข้างต้นในฐานะเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารของเบิร์กไชร์ฮธาเวย์ อันเป็นบริษัทซึ่งเริ่มต้นธุรกิจทางด้านสิ่งทอในช่วงต้นของทศวรรษที่ 1800 บัฟเฟตต์ได้เข้าซื้อเบิร์กไชร์ในปี 1964 ซึ่งในตอนนั้นมีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเพียงหุ้นละ 19.46 เหรียญและมีมูลค่าที่แท้จริงต่อหุ้นต่ำกว่าตัวเลขนี้เยอะมาก ตอนนี้มีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นอยู่ที่ประมาณ 70,000 เหรียญโดยที่มูลค่าที่แท้จริงต่อหุ้นก็สูงกว่านี้อีกมาก อัตราการเติบโตของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นอยู่ที่ประมาณ 20% ทบต้นต่อปี เบิร์กไชร์น่าจะเป็นบริษัทอเมริกันที่มีการเติบโตของส่วนของเจ้าของสูงที่สุด เฉพาะในปี 2006 ปีเดียวมียอดเติบโตเพิ่มขึ้นถึง 16.9 พันล้านเหรียญ

ปัจจุบันเบิร์กไชร์คือบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้นอยู่ในธุรกิจต่างๆ ถึง 70 ชนิด ธุรกิจที่มีความสำคัญมากที่สุดคือบริษัทประกันภัยโดยมีการลงทุนในบริษัทต่างๆ รวมทั้งบริษัทย่อยที่เบิร์กไชร์ถือหุ้น 100% ชื่อ GEICO Corporation อีกทั้งบริษัทประกันรถยนต์ใหญ่ๆ ในสหรัฐฯ และ General Re Corporation ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทรับประกันภัยต่อขนาดใหญ่ของโลก เบิร์กไชร์เป็นเจ้าของหนังสือพิมพ์ The Buffalo News และเป็นเจ้าของธุรกิจที่ทำการผลิตหรือจัดจำหน่ายสินค้าตั้งแต่ พรอม อีสู สี่ สารานุกรม เฟอร์นิเจอร์บ้าน ระบบทำความสะอาด ของหวาน ซ็อคโกแลต ไอศกรีม เครื่องประดับ รองเท้า แบบฟอร์มพนักงาน เครื่องทำความเย็น ธุรกิจเกี่ยวกับการฝึกอบรมพนักงานการบินและการเดินเรือทั่วโลก ธุรกิจพลังงานไฟฟ้าและแก๊ส ร้านขายของชำ ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน อุปกรณ์การขนส่ง เฟอร์นิเจอร์ อุปกรณ์ครัว อุปกรณ์การเกษตร ฯลฯ เบิร์กไชร์ยังได้ถือหุ้นในบริษัทใหญ่ๆ เช่น American Express, Coca-Cola, Procter & Gamble, The Washington Post และธนาคาร Wells Fargo

บัฟเฟตต์ และ ชาลี มังเกอร์ รองประธานของเบิร์กไชร์ได้ร่วมกันสร้างอาณาจักรอันยิ่งใหญ่ขึ้นด้วยการเลือกลงทุนเฉพาะแต่ในธุรกิจที่มีความโดดเด่น

ในทางเศรษฐกิจและบริหารโดยผู้บริหารที่ยอดเยียมเท่านั้น ถึงแม้ว่าทั้งคู่ชอบที่จะซื้อหุ้นทั้ง 100% ในบริษัทไหนก็ตามที่เข้าข่ายในราคาที่ยุติธรรม แต่ก็ยอมที่จะถือน้อยกว่านั้นด้วยการซื้อหุ้นผ่านตลาดหุ้นถ้าหากจะได้ราคาถูกกว่าการซื้อทั้ง 100%

การลงทุนทั้งสองแบบนี้ได้ผลดีมากเพราะมูลค่าของหลักทรัพย์ที่เบิร์กไชร์ถืออยู่เมื่อคิดต่อหุ้นแล้วได้เพิ่มจากหุ้นละ 4 เหรียญในปี 1965 ไปเป็นเกือบถึง 75,000 เหรียญ ในปี 2005 หรือเพิ่มขึ้นปีละ 28% ผลกำไรจากการดำเนินงานต่อหุ้นเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันจากหุ้นละ 4 เหรียญเป็นประมาณ 2,500 เหรียญหรือ 17% ต่อปี บัฟเฟตต์กล่าวว่าความสำเร็จดังกล่าวไม่ได้มาจากแผนพิเศษอะไร สิ่งที่ทำก็เพียงแต่ลงทุนอย่างทุ่มเทด้วยการซื้อเฉพาะธุรกิจที่ดีมาก ซึ่งบริหารโดยคนชั้นยอดเท่านั้น

บัฟเฟตต์มองว่าเบิร์กไชร์คือห้างหุ้นส่วนระหว่างเขา มั่งเกอร์ และผู้ถือหุ้นคนอื่นๆ และจริงๆ แล้วเงินลงทุนทั้งหมดของเขาคือหุ้นในเบิร์กไชร์ เป้าหมายเศรษฐกิจของเขาเป็นเรื่องของระยะยาว นั่นก็คือการทำให้มูลค่าต่อหุ้นที่แท้จริงของเบิร์กไชร์มีค่าสูงสุดด้วยการเป็นเจ้าของทั้งหมดหรือบางส่วน โดยมีการลงทุนอย่างกระจายในกลุ่มธุรกิจที่สามารถสร้างเงินสดได้สูงกว่าอัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ย ในการเดินตามเป้าหมายนี้บัฟเฟตต์ไม่สนใจเรื่องการขยายงานเพียงเพราะต้องการขยายงาน และไม่สนใจที่จะขายธุรกิจออกไปตราบเท่าที่มันยังสามารถสร้างเงินสดและบริหารโดยทีมผู้บริหารฝีมือดี

เบิร์กไชร์จะสะสมกำไรที่ทำได้และนำไปลงทุนเพิ่มถ้าเห็นว่าจะทำให้มูลค่าของหุ้นเพิ่มขึ้น พวกเขาใช้เงินจากหนี้สินน้อยมาก และจะมีการขายหุ้นเพิ่มทุนต่อเมื่อได้ราคาที่เหมาะสมกับมูลค่าเท่านั้น บัฟเฟตต์ให้ความสนใจกับทฤษฎีทางบัญชีไม่มากนัก โดยเฉพาะหัวข้อที่เป็นอุปสรรคในการสร้างกำไรทางเศรษฐกิจที่แท้จริง

หลักการของการมองธุรกิจในฐานะเจ้าของ ดังที่บัฟเฟตต์ได้ยึดถือไว้คือแก่นหลักของบทความที่จะนำเสนอในหนังสือเล่มนี้ เมื่อจัดเรียบเรียงอย่างดีแล้วบทความเหล่านี้คือคู่มือคำสอนชั้นยอดเกี่ยวกับการบริหาร การลงทุน การเงินและการบัญชี หลักการพื้นฐานของบัฟเฟตต์นี้สามารถนำไปประยุกต์ใช้กับโลกของธุรกิจจริงได้ มันไม่ใช่มีไว้เพื่อดูโก้ เท่านั้น มันเน้นว่านักลงทุนควรให้ความสนใจต่อเรื่องของพื้นฐาน ต้องมีความอดทนและต้องใช้ดุลยพินิจที่ดีโดยอาศัยสามัญสำนึก สิ่งที่บัฟเฟตต์เขียนมาจากการปฏิบัติในชีวิตจริง ของบัฟเฟตต์และเป็นสิ่งที่ทำให้เขามั่งคั่ง

มีผู้คนจำนวนมากต่างพากันคาดเดาว่าเบิร์กไชร์และบัฟเฟตต์กำลังทำอะไรหรือมีแผนทำอะไรอยู่ การคาดเดาของเขาบางทีก็ถูกบางทีก็ผิด แต่ส่วนมากมักไม่ฉลาดนัก คนเหล่านั้นจะทำได้ดีกว่าถ้าไม่พยายามที่จะไปรู้ว่าทางเบิร์กไชร์กำลังจะซื้อหุ้นอะไรอยู่ แต่ควรใช้เวลาไปศึกษาว่าทำอะไรจึงจะใช้คำสอนของบัฟเฟตต์ไปทำการเลือกลงทุนที่ดี สรุปก็คือพวกเขาควรจะศึกษาสิ่งที่บัฟเฟตต์เขียนและนำไปใช้แทนที่จะพยายามลอกเลียนการบริหารพอร์ตของเบิร์กไชร์

บัฟเฟตต์กล่าวอย่างถ่อมตนว่าความคิดต่างๆ ของเขาที่ได้เขียนออกมาส่วนใหญ่แล้วเป็นคำสอนของ เบน เกรแฮม เขามักจะมองตัวเองว่าเป็นแค่ผู้ที่ทำให้ความคิดของเกรแฮมได้รับการพิสูจน์ว่ามีคุณค่า ตอนที่บัฟเฟตต์อนุญาตให้ผมเขียนหนังสือเล่มนี้เขาบอกว่าผมคือผู้ที่จะทำให้ความคิดของเกรแฮมเผยแผ่ออกไปอย่างแพร่หลายโดยมีบัฟเฟตต์เป็นผู้ประยุกต์ใช้ความคิดเหล่านั้น บัฟเฟตต์ตระหนักถึงความเสี่ยงของการเผยแพร่อปรัชญาการลงทุนและธุรกิจของเขาแต่เขาก็บอกว่าเนื่องจากตัวเขาได้รับประโยชน์จากความใจกว้างของเกรแฮมและด้วยเหตุนี้จึงเชื่อว่าเป็นความถูกต้องที่เขาควรจะเผยแผ่ภูมิปัญญานี้ แม้ว่าการทำเช่นนั้นจะเป็นการสร้างนักลงทุนคู่แข่งก็ตาม



## บริษัททิบาล

บัฟเฟตต์มองว่าผู้บริหารคือผู้ที่ดูแลเงินทุนของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารชั้นยอดจะคิดหรือทำทุกอย่างเหมือนเจ้าของในการตัดสินใจทางธุรกิจ ในหัวใจของเขาจะคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเสมอ แต่แม้กระทั่งบางครั้งผู้บริหารระดับเทียบเคียงเมฆก็อาจจะมีเรื่องผลประโยชน์ทับซ้อน การคลี่คลายผลประโยชน์ทับซ้อนและการทำให้ผู้บริหารเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นเรื่องที่บัฟเฟตต์ให้ความสนใจมาตลอดเวลาอันยาวนาน ซึ่งท่านจะได้พบกับเรื่องของบริษัททิบาลในหนังสือเล่มนี้

เรื่องแรกคือความสำคัญของความตรงไปตรงมาและความจริงใจในการสื่อสารระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น บัฟเฟตต์ถ่ายทอดเรื่องราวตามที่มันเป็นหรืออย่างน้อยตามที่เขาเห็นมัน และก็ยังรู้สึกเสียใจที่เขาเป็นคนกลุ่มน้อยรายงานประจำปีของบริษัทไชร์ไม่ได้เต็มไปด้วยศัพท์แสงที่ยุ่งยาก บัฟเฟตต์จัดเตรียมข้อมูลโดยใช้คำพูดและตัวเลขซึ่งคนธรรมดาสามารถเข้าใจได้และนักลงทุนทุกคนจะได้รับข้อมูลแบบเดียวกันในเวลาที่ยพร้อมกัน บัฟเฟตต์และบริษัทไชร์หลีกเลี่ยงการให้คำพยากรณ์สำหรับอนาคต (อันเป็นนิสัยการบริหารที่ไม่ดี) ซึ่งนักบริหารอื่นมักจะใช้ในการออกรายงานทางการเงิน

นอกเหนือจากการเปิดเผยข้อมูลของบัฟเฟตต์ที่มองว่าผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของแล้ว หัวข้อต่อมาคือเรื่องการจัดการซึ่งเกี่ยวกับเรื่องการจัดโครงสร้างการบริหาร เขามองแตกต่างออกไปจากตำราทางวิชาการว่าการจัดโครงสร้างองค์กรเป็นเรื่องที่ไม่จำเป็น เรื่องที่สำคัญมากกว่าคือการเลือกคนทำงานที่มีความสามารถ ชื่อสัตย์สุจริต และทำงานหนัก การมีผู้คนชั้นสุดยอดอยู่ในทีมมีความสำคัญมากกว่าการที่จะมาออกแบบว่าใครต้องรายงานให้กับใคร อะไร และเมื่อไร

ที่ต้องการให้ความสนใจเป็นพิเศษคือการเลือกตัวประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ซึ่งบัฟเฟตต์มองว่ามีความแตกต่างที่สำคัญถึง 3 ประการ ประการแรก มาตรฐานในการวัดผลงานของ CEO มักจะไม่เพียงพอหรือจัด

ฉากได้โดยง่าย ดังนั้นการวัดผลงานของ CEO จึงยากกว่าพนักงานคนอื่น ๆ ประการที่สอง ไม่มีใครที่มีตำแหน่งสูงกว่า CEO ดังนั้นจึงไม่สามารถวัดผลงานของ CEO จากพนักงานอาวุโสได้ ประการที่สามคณะกรรมการไม่สามารถที่จะทำหน้าที่นี้ได้ดีเพราะความสัมพันธ์ระหว่าง CEO และคณะกรรมการมักจะมีความเป็นกันเองสูง

การปฏิรูปที่สำคัญคือการพยายามที่ทำให้ผู้บริหารมองเห็นถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น หรือการให้คณะกรรมการต้องหันมามุ่งกับดูแลผลงานของ CEO ด้วยการให้ออปชั่นซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารก็ถือเป็นทางเลือกหนึ่ง การให้คณะกรรมการมีอำนาจหน้าที่ที่กว้างขวางขึ้นก็เป็นอีกเรื่องหนึ่ง รวมทั้งการแยกอำนาจหน้าที่ของประธานคณะกรรมการออกจากประธานเจ้าหน้าที่บริหาร การแต่งตั้งกรรมการชุดย่อยเช่น กรรมการตรวจสอบ กรรมการสรรหา และพิจารณาผลตอบแทนก็ถือว่าเป็นการปฏิรูปที่น่าจะใช้ได้ ที่เห็นว่าได้โดดเด่นมากน่าจะเป็นเรื่องของการแต่งตั้งกรรมการอิสระ ขอโทษที่ควร นวัตกรรมเหล่านี้ไม่ได้ช่วยแก้ปัญหาบรรษัทภิบาลเท่าไรเลย และซ้ำร้ายบางที่ยังทำให้เกิดเรื่องไม่เข้าท่าขึ้นได้อีก

บัฟเฟตต์มองว่าคำตอบที่ดีที่สุดคือการใช้ความเอาใจใส่อย่างยิ่งยวดในการค้นหา CEO ที่จะสามารถบริหารงานได้อย่างเยี่ยมยอดแม้ว่าจะอยู่ภายใต้โครงสร้างที่อ่อนแอไปบ้าง ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันใหญ่ ๆ จะต้องใช้อำนาจหน้าที่ในการขับ CEO ออกจากตำแหน่งถ้าหากว่าทำงานไม่เข้าตา CEO ที่เก่งกาจไม่จำเป็นต้องได้รับค่าชดเชยมากมายจากเจ้าของกิจการ เพราะถ้าได้คณะกรรมการที่มีคุณภาพสูงก็ย่อมทำหน้าที่นี้ได้อย่างเพียงพอ ดังนั้นคณะกรรมการจึงต้องคัดเลือกจากผู้ที่มีความรอบรู้ทางธุรกิจ มีความสนใจทุ่มเทและมีมุมมองในสายตาของผู้ถือหุ้น บัฟเฟตต์กล่าวว่าหนึ่งในปัญหาที่ยิ่งใหญ่ของคณะกรรมการบริษัทในอเมริกาคือการถูกเลือกมาด้วยเหตุผลอื่นเช่นต้องการเพิ่มความหลากหลายหรือความมีชื่อเสียง และที่นิยมมากคือความเป็นอิสระ

การปฏิรูปที่ทำมักจะนำไปใช้เป็นสูตรเดียวกันโดยไม่ได้นิ่งถึงความ

แตกต่างกันอย่างยิ่งยวดของแต่ละบริษัท ตัวอย่างเช่น อำนาจของคณะกรรมการจะอ่อนแอที่สุดในกรณีที่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีเสียงข้างมากและเป็นผู้บริหารด้วย เมื่อมีความเห็นที่แตกต่างขึ้นระหว่างกรรมการและผู้บริหาร กรรมการมักจะทำอะไรไม่ได้นอกจากคัดค้านและในกรณีที่รุนแรงก็ขอลาออก อำนาจของกรรมการจะมีมากที่สุดในการตีตรงกันข้าม คือ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นมีเสียงข้างมากไม่ได้เป็นผู้บริหาร เพราะว่าคณะกรรมการสามารถจะนำเรื่องที่ไม่เห็นด้วยไปปรึกษากับผู้ถือหุ้นเสียงข้างมากโดยตรงได้

อย่างไรก็ดี แบบที่เห็นกันโดยทั่วไปคือบริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นเสียงข้างมากจะมีปัญหาเกี่ยวกับการบริหารที่รุนแรงมากที่สุด บัฟเฟตต์กล่าวว่ามันจะเป็นการดีถ้าหากกรรมการสามารถใช้วินัยที่จำเป็น แต่ความเกรงอกเกรงใจทำให้ไม่เกิดเหตุการณ์เช่นนั้นขึ้น ถ้าต้องการให้กรรมการมีประสิทธิภาพมากขึ้นในเหตุการณ์เช่นนี้ บัฟเฟตต์เชื่อว่าขนาดของกรรมการควรจะมีจำนวนเล็กลงและประกอบไปด้วยคนส่วนมากจากภายนอก อาวุธที่สำคัญของกรรมการในกรณีเช่นนี้คือ การขู่ว่าจะลาออก

เหตุการณ์ต่างๆ เหล่านี้มีเรื่องที่เกี่ยวข้องกันอยู่ นั่นก็คือ การเผชิญหน้ากันหรือการให้ผู้บริหารที่ไม่เอาไหนออกเป็นเรื่องที่ง่ายกว่าการจะย้ายผู้บริหารที่ไม่โดดเด่น บัฟเฟตต์เน้นว่าปัญหาใหญ่ของการจัดโครงสร้างตามบรรษัทภิบาลคือ การประเมินผลงานของประธานเจ้าหน้าที่บริหารในอเมริกา มักจะต้องทำต่อหน้าของประธานเจ้าหน้าที่บริหารนั้น การประชุมโดยไม่มีประธานเจ้าหน้าที่บริหารอยู่เพื่อทำการประเมินผลงานของเขาจะถือเป็นบันไดก้าวสำคัญในการปรับปรุงคุณภาพของบรรษัทบาลทีเดียว

CEO ทุกคนของเบิร์กไชร์ที่บริหารอยู่ในบริษัทต่างๆ น่าจะเป็นผู้บริหารธุรกิจที่มีความสุขมากในอเมริกา พวกเขาได้รับกฏง่ายๆ ในการบริหารธุรกิจว่า (1) พวกเขาคือเจ้าของแต่เพียงผู้เดียว (2) ธุรกิจนี้เป็นทรัพย์สินธุรกิจเดียวที่เขามีอยู่และ (3) พวกเขาไม่ต้องขายหรือรวมกับใครเลยเป็นเวลา 100 ปี กฎเหล่านี้ทำให้ CEO ของเบิร์กไชร์สามารถทำงานโดยการมองการณ์ไกลได้ นี่เป็นสิ่งที่แตกต่างจาก CEO ของบริษัทอื่นๆ ซึ่งมีผู้ถือหุ้นที่สนใจแต่

การมองสั้นเพราะสนใจแต่เพียงผลกำไรของไตรมาสล่าสุด ผลงานระยะสั้นเป็นเรื่องสำคัญเหมือนกัน แต่การใช้วิธีของเบิร์กไชร์ทำให้หลีกเลี่ยงความกดดันที่จะได้ผลระยะสั้นแต่ไปมีผลร้ายที่กระทบต่อความแข็งแกร่งในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันสำหรับระยะยาว

ถ้าผลการดำเนินงานระยะสั้นเป็นเรื่องที่สำคัญละก็ การตัดสินใจทำงานของผู้บริหารก็จะง่ายกว่านี้มากโดยเฉพาะอย่างยิ่งพวกธุรกิจที่มีแนวโน้มขาดลง ลองดูช่วงเวลาที่ต้องสูญเสียไปกับการที่บัฟเฟตต์ทุ่มเทในการลงทุนที่ผิดๆ ซึ่งนั่นก็คือการซื้อเบิร์กไชร์ ในตอนแรกอุตสาหกรรมสิ่งทอที่เบิร์กไชร์ทำอยู่ได้เริ่มมีปัญหาตั้งแต่ปลายทศวรรษที่ 1970 โดยที่บัฟเฟตต์ได้หวังไว้ว่าจะทำการปรับปรุงทุกอย่างให้ดีขึ้นเพราะเห็นธุรกิจสิ่งทอของเบิร์กไชร์มีความสำคัญต่อพนักงานและชุมชนท้องถิ่นในนิวยอร์กแลนด์และมีความเห็นใจทางฝ่ายบริหารและฝ่ายแรงงานที่ได้ร่วมกันพยายามที่จะแก้ปัญหาอันยุ่งยากนี้ บัฟเฟตต์ได้พยายามเก็บโรงงานที่อ่อนแอนี้ไว้จนถึงปี 1985 แต่ก็ไม่สามารถจะทำให้ฐานะการเงินดีขึ้นได้และในท้ายที่สุดบัฟเฟตต์ก็ได้ตัดสินใจปิดธุรกิจสิ่งทอนี้ ความพยายามที่จะให้เกิดความสมดุลระหว่างผลงานระยะสั้นกับแนวโน้มระยะยาวโดยยึดเอาความเชื่อถือของชุมชนเป็นที่ตั้งเป็นเรื่องที่ไม่ง่ายเลย แม้ว่าจะจะเป็นความคิดที่ชาญฉลาดก็ตาม บทเรียนที่ได้รับคือให้อยู่ห่างไกลจากธุรกิจที่ปราศจากความได้เปรียบ ความยั่งยืนทางเศรษฐกิจ และความสามารถในการแข่งขัน

บางครั้งความต้องการของฝ่ายบริหารก็อาจจะขัดกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ยกตัวอย่างเช่นการบริจาคเพื่อการกุศลของบริษัท บริษัทใหญ่ๆ ส่วนมากฝ่ายบริหารมักจะจัดสรรเงินกำไรส่วนหนึ่งสำหรับช่วยการกุศล กิจกรรมกุศลเหล่านี้ได้รับการเลือกโดยฝ่ายบริหารโดยเหตุผลส่วนใหญ่แล้วอาจจะไม่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทหรือผู้ถือหุ้นเลย กฎหมายของรัฐส่วนมากยินยอมให้ฝ่ายบริหารทำการตัดสินใจในเรื่องเหล่านี้ ตราบเท่าที่ยอดเงินบริจาคทั้งปีรวมกันแล้วเป็นจำนวนที่มีเหตุมีผล โดยปกติแล้วไม่เกินกว่า 10% ของกำไรสุทธิประจำปี

เบริกไชร์ทำสิ่งที่แตกต่างออกไป คือจะไม่ทำการบริจาคจากบริษัทแม่ แต่ยินยอมให้บริษัทย่อยสามารถใช้นโยบายเดิมในการทำกุศลก่อนที่เบริกไชร์จะเข้ามาถือหุ้น เป็นเวลาสองทศวรรษมาแล้ว เบริกไชร์ได้ริเริ่มโครงการที่เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นเสนอว่าควรจะทำอะไรให้กับองค์กรใดเป็นจำนวนเท่าใด ผู้ถือหุ้นเกือบทั้งหมดได้เข้ามามีส่วนร่วมเพื่อทำการบริจาคเงินจำนวนหลายสิบล้านเหรียญต่อปีให้กับองค์กรกุศลต่างๆ หลายพันแห่ง อย่างไรก็ตาม ความขัดแย้งทางด้านการเมืองเกี่ยวกับการทำแท้งได้เข้ามาเป็นอุปสรรคต่อการทำงานทางด้านนี้ของเบริกไชร์ นักกิจกรรมทางด้านการเมืองได้รวมตัวกันไม่ซื้อสินค้าในกลุ่มของเบริกไชร์เพื่อประท้วงการบริจาคเพื่อการกุศลบางอัน ทำให้เบริกไชร์ต้องยุติบทบาททางด้านนี้ลง

แผนการที่จะทำให้ฝ่ายบริหารมีความคิดไปในทางเดียวกับผู้ถือหุ้นโดยการให้แรงจูงใจฝ่ายบริหารเป็นอุปสรรคข้อดี ไม่ใช่เพียงแต่ทำมากเกินไปเท่านั้น แต่ยังมี การชอนความไม่ลงตัวที่อุปสรรคได้สร้างขึ้น บริษัทจำนวนมากได้ให้อุปสรรคข้อดี ซึ่งมูลค่าสามารถเพิ่มขึ้นได้อย่างง่ายดายด้วยการเพียงแต่เก็บกำไรสุทธิเอาไว้มากกว่าการที่จะใช้เงินทุนอย่างชาญฉลาดดังที่บัฟเฟตต์ได้อธิบายไว้ การที่สามารถเก็บกำไรและนำไปลงทุนต่อ ฝ่ายบริหารก็สามารถที่จะทำให้มีกำไรเพิ่มขึ้นโดยไม่ต้องใช้ความพยายามมากนักในการบริหาร เงินลงทุนอุปสรรคข้อดีจึงเหมือนการขโมยความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นแล้วเอาไปให้ฝ่ายบริหารแทน นอกจากนี้เมื่อได้ออกอุปสรรคข้อดีไปแล้ว ก็เป็นการยากที่จะยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขและเป็นการให้ประโยชน์แก่ฝ่ายบริหารโดยไม่ได้คำนึงถึงผลงานของแต่ละคนเลย

บัฟเฟตต์เห็นว่า มันเป็นไปได้ที่จะใช้อุปสรรคข้อดีเพื่อจะปลุกฝังวัฒนธรรมการบริหารที่คำนึงถึงเจ้าของกิจการ แต่ก็ไม่ใช่เรื่องที่สมบูรณ์เต็มที่ ผู้ถือหุ้นยังมีความเสี่ยงจากการใช้เงินทุนที่ไม่เข้าทำอยู่ในขณะที่ผู้ถืออุปสรรคข้อดีไม่มีความเสี่ยงเช่นนั้น ดังนั้น บัฟเฟตต์จึงได้ทำการเตือนผู้ถือหุ้นว่าให้ระวังเวลาได้รับจดหมายเชิญไปประชุมเกี่ยวกับเรื่องนี้เป็นพิเศษ ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ มักจะไม่สนใจ แต่การใช้อุปสรรคข้อดีแบบผิดๆ ก็สามารถทำให้ผู้ถือหุ้นเจ็บ

ตัวได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนสถาบันซึ่งได้ทำการส่งเสริมให้ปรับปรุง  
บรรษัทภิบาลเป็นประจำ

บัฟเฟตต์เน้นว่าผลงานเท่านั้นที่ควรถือเป็นหลักเกณฑ์ในการพิจารณา  
กำหนดผลตอบแทนต่อผู้บริหาร ผลงานของผู้บริหารควรจะวัดด้วยความ  
สามารถในการทำกำไรนั่นหมายถึงกำไรควรจะต้องหักด้วยต้นทุนของเงิน  
ลงทุน ดังนั้นถ้าจะใช้ข้อปัดค้านข้อนี้ก็ควรให้มันผูกโยงติดกับผลงานของแต่ละ  
บุคคลแทนที่จะเป็นผลงานของบริษัท ที่ดีกว่านั้นคือที่เบิร์กไชร์ไม่ได้ใช้ข้อปัดค้าน  
ข้อนี้เป็นส่วนหนึ่งของผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร เพราะที่พูดแล้วผู้บริหาร  
ที่เก่งกาจซึ่งได้รับโบนัสเงินสต็อกที่อิงกับผลประกอบการของธุรกิจก็สามารถซื้อ  
หุ้นได้หากต้องการ ถ้าเขาทำเช่นนั้นบัฟเฟตต์ก็คิดว่าพวกเขาก็ได้เดินทางไป  
ในเส้นทางเดียวกับเจ้าของอย่างแท้จริง

กรรมการซึ่งทำหน้าที่เป็นกรรมการตรวจสอบความสามารถที่จะเพิ่ม  
ประสิทธิภาพของบรรษัทภิบาลถ้าได้ทำเรื่องสำคัญเพียงเรื่องเดียวนั่นคือทำให้  
มั่นใจว่าผู้สอบบัญชีภายนอกได้ตระหนักว่าการทำงานการตรวจสอบนั้นได้ทำ  
ไปให้กับคณะกรรมการตรวจสอบเป็นหลักไม่ใช่เพื่อฝ่ายบริหาร การตั้งคำถาม  
4 ข้อและจัดพิมพ์คำตอบของผู้สอบบัญชีคือกลเม็ดที่ใช้ได้ผล (1) ถ้าผู้สอบ  
บัญชีเป็นผู้ที่รับผิดชอบแต่เพียงผู้เดียวในการจัดทำรายงาน จะมีอะไรบ้างใหม่  
ที่เขาจะรายงานแตกต่างกันไป (2) ถ้าผู้สอบบัญชีเป็นนักลงทุน รายงานที่จัด  
ทำนั้นได้จัดให้มีข้อมูลที่จำเป็นที่จะทำให้เข้าใจถึงผลประกอบการของบริษัท  
ได้หรือไม่ (3) ถ้าผู้สอบบัญชีเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทเขาจะ  
ทำการเปลี่ยนแปลงกระบวนการตรวจสอบภายในอะไรบ้างหรือไม่ และ (4)  
ผู้สอบบัญชีได้ตระหนักบ้างหรือไม่ว่ามีเจตนาในการเลื่อนรายได้หรือค่าใช้จ่าย  
จากรายงานในงวดหนึ่งไปอีกรายงานหนึ่งหรือไม่ การทำเช่นนี้ได้ผลมากกว่า  
วิธีอื่นเพราะจะช่วยทำให้คณะกรรมการตรวจสอบสามารถตัดความสัมพันธ์  
อันใกล้ชิดที่ผ่านมาระหว่างผู้สอบบัญชีภายนอกและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร  
ซึ่งอาจเป็นสาเหตุหนึ่งก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น

## การเงินและการลงทุน

ทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ (modern finance theory) ได้เป็นหัวข้อที่ถือว่าเป็นการปฏิวัติทางการเงินของช่วงเวลา 35 ปีที่ผ่านมา โดยสรุปเป็นหลักที่ดูง่ายแต่ความจริงเป็นแนวคิดที่มีข้อผิดพลาดในทางปฏิบัติ โดยกล่าวว่า มันเป็นเรื่องเสียเวลาในการศึกษาโอกาสลงทุนเป็นรายบริษัท พวกเขาเห็นว่านักลงทุนสามารถที่จะได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าโดยการเลือกหุ้นแบบสุ่มๆ ซึ่งประกอบด้วยหุ้นหลายๆ ตัวเป็นพอร์ตโฟลิโอ

งานชิ้นหลักชิ้นหนึ่งของทฤษฎีการเงินสมัยใหม่คือ ทฤษฎีการบริหารพอร์ตสมัยใหม่ (modern portfolio theory) หมายความว่าท่านสามารถที่จะขจัดความเสี่ยงของการลงทุนด้วยการลงทุนแบบกระจายหรือที่พวกเขาชอบเรียกว่า ออย่าใส่ไข่ทุกฟองลงในตะกร้าใบเดียว ความเสี่ยงที่ยังเหลืออยู่คือ ความเสี่ยงว่านักลงทุนคนไหนจะได้รับการตอบแทน

ความเสี่ยงที่ยังเหลืออยู่สามารถวัดด้วยค่าคณิตศาสตร์แบบง่ายๆ เรียกว่า beta ซึ่งจะแสดงให้เห็นว่าหุ้นแต่ละตัวนั้นมีความผันผวนมากน้อยแค่ไหนเทียบกับตลาดหุ้น beta จะวัดความเสี่ยงของการผันผวนนี้ได้ดีสำหรับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (efficient market) ซึ่งมีข้อมูลที่รวดเร็วและถูกต้องและถือว่าสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นเรียบร้อยแล้ว เรื่องของตลาดที่มีประสิทธิภาพได้ครอบงำวงการทฤษฎีการเงินสมัยใหม่

การบูชาความคิดนี้ไม่ได้จำกัดอยู่เฉพาะนักวิชาการที่อยู่บนหอคอยงาช้าง ในวิทยาลัย ในมหาวิทยาลัย ในโรงเรียนธุรกิจ และโรงเรียนสอนกฎหมาย แต่ยังได้กลายเป็นแนวทางมาตรฐานไปทั่วตลาดเงินของอเมริกาใน 35 ปีที่ผ่านมา จาก Wall Street ถึง Main Street พวกมีอาชีพจำนวนมากยังเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนอย่างถูกต้องถึงมูลค่าพื้นฐาน ดังนั้นความเสี่ยงที่ยังเหลืออยู่ก็คือการผันผวนของราคาหุ้นและวิธีการที่ดีที่สุดของการจัดการกับความเสี่ยงนี้ก็คือการกระจายการลงทุนไปในหุ้นหลายๆ ธุรกิจ

ในฐานะของนักลงทุนผู้ทรงคุณวุฒิ นับตั้งแต่เกรแฮมและดอดด์ ซึ่งไม่

เห็นด้วยกับแนวคิดมาตรฐานทั้งในแง่ของเหตุผลและประสบการณ์ บัฟเฟตต์คิดว่าตลาดหุ้นส่วนมากไม่ได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ และการไปนำเอาเรื่องความผันผวนของราคามาโยงกับเรื่องความเสี่ยงจึงเป็นเรื่องที่เข้าใจไม่ได้อย่างยิ่ง ด้วยเหตุนี้บัฟเฟตต์หวังว่าพวกคนที่เรียนจบมาทาง MBA และ JD ซึ่งตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ ได้ตกอยู่ภายใต้ความเสี่ยงของการเรียนรู้บทเรียนที่ผิดๆ และละเลยในเรื่องที่สำคัญ

บทเรียนที่แสนแพงจากทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ให้เห็นอย่างชัดเจนก็คือเรื่องการทำประกันพอร์ตหุ้น อันเป็นเทคนิคทางคอมพิวเตอร์ในการปรับพอร์ตหุ้นในช่วงตลาดขาลง การใช้เทคนิคการประกันพอร์ตอย่างสับสนไม่ดูหน้าอินทรีหน้าพรหมได้กลายเป็นตัวเร่งที่ทำให้เกิดการพังทลายของตลาดหุ้นในเดือนตุลาคม 1987 รวมทั้งการหยุดชะงักของตลาดในเดือนตุลาคม 1989 ซึ่งก็มีประโยชน์อยู่บ้างเหมือนกัน เพราะทำให้คนในวงการไม่ว่าจะเป็นทางด้านโรงเรียนที่สอนทางธุรกิจหรือกฎหมายรวมทั้งผู้ที่มีการบริหารในวอลสตรีทต่างเริ่มพากันสงสัยถึงอำนาจของทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ขึ้นมา

ความผันผวนของตลาดที่เกิดขึ้นไม่สามารถอธิบายได้โดยทฤษฎีการเงินสมัยใหม่หรือการศึกษามากมายเป็นกองเท่าที่เขาาก็ไม่สามารถที่จะอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงในเรื่องราคาของหุ้นขนาดเล็ก หุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงหรือหุ้นที่มี P/E ที่ต่ำ สิ่งที่ทำให้เห็นได้ชัดถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นก็คือเมื่อครั้งที่ฟองสบู่ในหุ้นเทคโนโลยีและอินเทอร์เน็ตได้แตกออกเป็นเสี่ยงในปลายทศวรรษที่ 1990 และต้นทศวรรษที่ 2000 ซึ่งราคาหุ้นได้ผันผวนไปมาอย่างแรงระหว่างความผันอันบรรเจิดและความหวาดระแวงโดยที่ไม่เกี่ยวกับมูลค่าของธุรกิจเลย ตอนนี้มีคนมากขึ้นที่เริ่มหันมาวิพากษ์ว่าจริงๆ แล้วตัว beta อาจจะไม่ใช่ว่าตัวที่สามารถวัดความเสี่ยงจากการลงทุนที่ใช้ได้และตลาดหุ้นเองก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพที่เพียงพอที่จะทำให้ตัว beta มีความหมายใดๆ

เมื่อมีการพูดถึงเรื่องนี้นักมากขึ้น ผู้คนก็เริ่มสังเกตเห็นความสำเร็จในการลงทุนของบัฟเฟตต์และเริ่มมีการเรียกร้องให้กลับไปใช้วิธีการลงทุน



ตามแนวทางของเกรแฮมและดอดด์เพราะเห็นแล้วว่าตลอดระยะเวลา 40 ปีที่ผ่านมาบัพเฟตต์ได้สร้างผลตอบแทนต่อปีสูงถึง 20% หรือมากกว่านั้น หรือสูงกว่าอัตราเฉลี่ยของตลาดถึงสองเท่า และเมื่อยี่สิบปีก่อนหน้านั้น บริษัท Graham-Newman Corp. ของ เบน เกรแฮม ก็ทำได้แบบเดียวกัน ผลงานอันน่าทึ่งของ Graham-Newman และเบิร์กไชร์ ควรได้รับการยกย่องนับถือ เพราะเป็นผลงานที่เกิดขึ้นติดต่อกันเป็นระยะยาวซึ่งเป็นเรื่องที่เกิดขึ้นโดยไม่ใช้การอาศัยโชค

การเห็นผลงานที่ดีของบัพเฟตต์ เหล่าสาวกของทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ก็พยายามที่จะหาเรื่องแปลกๆ มาอธิบายถึงความสำเร็จของเขา เป็นต้นว่าเขาอาจจะโชคดีหรือเขาอาจจะมีข้อมูลภายในที่นักลงทุนคนอื่นไม่มี และสาวกเหล่านี้ยังเถียงคอเป็นเอ็นว่า กลยุทธ์ที่ดีที่สุดของนักลงทุนคือ การกระจายการลงทุนโดยดูจากตัว beta และควรจะมีการปรับปรุงพอร์ตการลงทุนอยู่เสมอ

บัพเฟตต์ตอบกลับด้วยคำคมและคำแนะนำ คำคมคือผู้ที่สนใจในปรัชญาการลงทุนของเขาควรจะมีการให้ทุนแก่อาจารย์ที่โรงเรียนหรือมหาวิทยาลัยเพื่อที่จะให้มั่นใจว่าจะมีการส่งเสริมคำสอนในทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพต่อไปอย่างต่อเนื่อง คำแนะนำของเขาคือ อย่าไปสนใจทฤษฎีการเงินสมัยใหม่หรือทัศนคติใดๆ ที่มองแต่เรื่องการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น แต่ให้สนใจเฉพาะเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนอย่างเดียว ซึ่งคนส่วนใหญ่สามารถทำได้โดยการลงทุนในกองทุนดัชนีระยะยาวหรือทำได้โดยการวิเคราะห์ธุรกิจอย่างรอบคอบภายใต้ความสามารถของนักลงทุน แนวความคิดเช่นนี้คือ ความเสี่ยงที่สำคัญไม่ใช่ beta หรือความผันผวนของราคา แต่เป็นความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นได้จากการเลือกลงทุน

การประเมินความเสี่ยงของการลงทุนเช่นนี้ทำให้ต้องมีวิเคราะห์เกี่ยวกับการบริหาร ผลิตรถยนต์ คู่แข่งขัน ตลอดจนระดับหนี้สิน สิ่งที่ต้องถามคือผลตอบแทนหลังภาษีของการลงทุนอย่างน้อยควรจะต้องเท่ากับอำนาจการซื้อของเงินลงทุนครั้งแรกบวกด้วยอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม ปัจจัยที่สำคัญคือ ลักษณะทางเศรษฐกิจระยะยาวของธุรกิจ คุณภาพและความมี

คุณธรรมของฝ่ายบริหาร ระดับของภาษีและเงินเฟ้อในอนาคต บางที่ปัจจัยเหล่านี้อาจจะไม่ชัดเจน โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับความชัดเจนแบบ beta ประเด็นก็คือ การใช้ดุลยพินิจในเรื่องเหล่านี้เป็นเรื่องที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ เว้นไว้เสียแต่ว่า นักลงทุนเองต้องการจะยอมเสียเปรียบ

บัฟเฟตต์ได้ชี้ถึงความไม่เอาไหนของ beta ที่บอกว่าหุ้นที่มีการตกต่ำมากกว่าตลาดเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงมากขึ้นซึ่งเป็นเรื่องแปลกที่หุ้นที่มีราคา ระดับต่ำกลับมีความเสี่ยงกว่าตอนที่มันมีราคาในระดับสูง นี่คือวิธีการที่ beta ใช้วัดความเสี่ยงที่ดูไม่เอาไหน อีกเรื่องหนึ่งนั่นก็คือ beta ไม่สามารถแยกแยะความเสี่ยงของบริษัทที่ขายของเล่นที่มีสินค้าอย่างเดียวเช่นตุ๊กตาสัตว์เลี้ยงหรือฮูลูฮูลู จากบริษัทขายของเล่นที่ขายสินค้าอย่างเดียวในชื่อ Monopoly หรือ Barbie ในขณะที่นักลงทุนทั่วไปสามารถที่จะบอกความแตกต่างโดยวิเคราะห์จากพฤติกรรมของผู้ซื้อและการแข่งขันของธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภคก็ยังสามารถบอกได้ด้วยว่าเมื่อมีการลดราคาสต็อกอย่างขนานใหญ่ก็ย่อมหมายถึงโอกาสซื้อได้มาถึง

ในทางตรงกันข้ามกับทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ การลงทุนของบัฟเฟตต์ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการกระจายการลงทุนมากนัก บางครั้งยังพูดถึงการทุ่มหนักๆ ด้วยซ้ำไป ถ้าไม่ใช่ในพอร์ตที่ดูแลอย่างน้อยก็เป็นเรื่องที่ต้องอยู่ในใจของเจ้าของ เมื่อพูดถึงการกระจุกตัวในพอร์ต บัฟเฟตต์ได้พูดถึงเคนส์ซึ่งเป็นนักเศรษฐศาสตร์ที่เก่งกาจและเป็นนักลงทุนที่ฉลาด ซึ่งเป็นคนที่เชื่อว่านักลงทุนควรจะใส่เงินจำนวนมากพอสมควรลงไปในธุรกิจสองถึงสามบริษัทที่เขามีความรู้พอสมควรและมีผู้บริหารที่น่าเชื่อถือได้ มุมมองนี้มีอยู่ว่าความเสี่ยงจะขึ้นสูงเมื่อการลงทุนและความคิดทางการลงทุนได้มีการกระจายตัวมากเกินไป กลยุทธ์ของการมุ่งเน้นทั้งทางด้านการเงินและทางด้านจิตใจอาจช่วยลดความเสี่ยงลงได้ เพราะจะเป็นการบังคับให้ต้องยกระดับความทุ่มเทในการวิเคราะห์พื้นฐานธุรกิจจนมีความรู้สึกสบายใจก่อนที่จะซื้อหุ้นตัวนั้น

การใช้ beta ในความคิดของบัฟเฟตต์มีข้อเสียอันเกิดจากการไม่ได้ใส่ใจใน “หลักการพื้นฐาน มันเป็นการดีกว่าที่มีส่วนที่ถูกลอยอย่างประมาณ

มากกว่าผิดอย่างสิ้นเชิง” ความสำเร็จของการลงทุนแบบระยะยาวเกิดขึ้นได้ ไม่ใช่จากการศึกษาตัว beta และการจัดพอร์ตให้กระจายพอร์ตลงทุน แต่อยู่ที่การเห็นว่าการเป็นนักลงทุนจริงๆ แล้วก็คือเป็นเจ้าของธุรกิจ การบริหารพอร์ตโดยการซื้อและขายหุ้นเพื่อให้อยู่ในกรอบของ beta ที่ต้องการนั้นคือศัตรูสำคัญของความสำเร็จในการลงทุนแบบระยะยาว การเฝ้าจาดอกไม้ดอกหนึ่งไปยังอีกดอกหนึ่งทำให้เกิดต้นทุนค่าใช้จ่ายในรูปของส่วนต่าง ค่าธรรมเนียมและค่านายหน้า โดยที่ยังไม่ได้พูดถึงเรื่องของภาษีอีกต่างหาก บัฟเฟตต์มักจะพูดติดตลกว่าการเรียกคนที่มีการซื้อขายหุ้นอย่างถี่เป็นนักลงทุนว่า “เหมือนกับเรียกคนที่ชอบออกไปเที่ยวกลางคืนทุกคนว่าเป็นคนโรแมนติก” การลงทุนอย่างแท้จริงทำให้มองว่าภูมิปัญญาของทฤษฎีการเงินสมัยใหม่เป็นเรื่องที่ขบขัน ดังนั้นแทนที่จะ “อย่าใส่ไข่ทุกใบของทานในตะกร้าใบเดียวกัน” เราต้องใช้คำแนะนำของ มาร์ค ทเวน จากเรื่อง Pudd'nhead Wilson ว่า “ให้ใส่ไข่ทุกใบของทานลงในตะกร้าใบเดียวกันและเฝ้าดูตะกร้าใบนั้นให้ดี”

---

บัฟเฟตต์เรียนรัฐศิลปะการลงทุนจาก เบน เกรแฮม ในฐานะนักศึกษาปริญญาโทของคณะบริหารธุรกิจแห่งมหาวิทยาลัยโคลัมเบียในช่วงทศวรรษที่ 1950 และได้ทำงานในบริษัท Graham – Newman ต่อมาในภายหลัง ในงานเขียนอันทรงคุณค่าหลายชิ้นรวมทั้งหนังสือชื่อ The Intelligent Investor เกรแฮมได้พูดถึงภูมิปัญญาการลงทุนที่โดดเด่นที่สุดในประวัติศาสตร์ โดยได้ปฏิเสธความเชื่อที่มีอย่างแพร่หลายแต่ผิดพลาดที่ว่าราคาเท่ากับมูลค่า ในทางกลับกัน เกรแฮมระบุว่าราคา (price) คือสิ่งที่คุณจ่ายและมูลค่า (value) คือสิ่งที่คุณได้รับ ทั้งสองสิ่งนี้น้อยครั้งนักที่จะเป็นตัวเดียวกัน แต่คนส่วนใหญ่กลับไม่สามารถสังเกตถึงความแตกต่างนี้ได้เลย

สิ่งหนึ่งที่เกรแฮมได้ทำประโยชน์ให้วงการอย่างมากคือการแนะนำตัวละครตัวหนึ่งซึ่งอาศัยอยู่ในวอลสตรีทที่มีชื่อว่านายตลาด (Mr. Market) โดยบอกว่าเขาคือหุ้นส่วนทางธุรกิจที่จ้างแล้งขึ้นมาของคุณ ผู้ซึ่งมีความตั้งใจที่จะซื้อส่วนของคุณในธุรกิจหรือขายส่วนของเขาในราคาตลาด ณ ขณะนั้นอย่าง

ไม่ว่าวัน Mr. Market เป็นคนที่มีอารมณ์อันอ่อนไหวสามารถเปลี่ยนจากคนที่มีความสุขสนุกสนานเป็นคนที่ตื่นตระหนกตกใจกลัวหรือกลับกันได้ทุกเมื่อ บางทีเขาก็เสนอราคาที่สูงกว่ามูลค่ามาก บางทีก็เสนอราคาต่ำกว่ามูลค่ามาก ได้เช่นกัน ยิ่งถ้าเขาถูกกดดันมากเท่าไร เขาก็จะให้ไม้ซ่องว่างระหว่างราคาและมูลค่ามากขึ้นและนี่คือโอกาสการลงทุนอันแสนวิเศษ บัฟเฟตต์ได้นำ Mr. Market กลับมาใหม่ โดยเน้นย้ำถึงการเปรียบเทียบอันทรงคุณค่าของเกรแฮมที่มีต่อตลาดว่าเป็นขุมทองของนักลงทุนที่มีวินัย แม้ว่านักทฤษฎีการเงินสมัยใหม่จะไม่ค่อยสนใจตัว Mr. Market ก็ตาม

ประเด็นอันทรงคุณค่าอีกเรื่องหนึ่งจากเกรแฮมก็คือหลักการส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย (margin of safety) หลักการนี้บอกว่าคนเราไม่ควรจะลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ จนกระทั่งมันมีหลักฐานอย่างเพียงพอที่จะทำให้เชื่อได้ว่าราคาที่ต้องจ่ายมีจำนวนน้อยกว่ามากเมื่อเทียบกับมูลค่าที่จะได้รับ บัฟเฟตต์ยึดถือหลักการนี้อย่างเคร่งครัดโดยชี้ให้เห็นว่า ถ้าเกรแฮมถูกบังคับให้เปิดเผยถึงความลับของการลงทุนที่ดีออกมาสามคำ มันก็คือ margin of safety กว่า 40 ปีหลังจากที่ได้อ่านในครั้งแรก บัฟเฟตต์ยังเชื่อว่ามันยังเป็นสามคำที่ถูกต้องอยู่ ในขณะที่พวกทฤษฎีการเงินสมัยใหม่ เห็นว่าความมีประสิทธิภาพของตลาดจะทำให้ราคา (สิ่งที่คุณจ่าย) กับมูลค่า (สิ่งที่คุณได้รับ) เป็นตัวเดียวกันเสมอ ทั้งบัฟเฟตต์และเกรแฮมต่างมองว่าทั้งราคาและมูลค่าเป็นเรื่องที่แตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง

ความแตกต่างนั้นยังแสดงให้เห็นว่า คำว่า “การลงทุนหุ้นคุณค่า (value investing) เป็นคำที่ไม่จำเป็นต้องใช้ การลงทุนอย่างแท้จริงทั้งหมดนั้นจะต้องยืนอยู่บนฐานของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาและมูลค่าแล้วเท่านั้น กลยุทธ์ซึ่งไม่ได้มีการเปรียบเทียบระหว่างราคาและมูลค่าไม่ใช่เป็นการลงทุนเลยแต่เป็นเพียงการเก็งกำไรด้วยความหวังว่าราคาจะวิ่งสูงขึ้น ไป แทนที่จะเป็นความมั่นใจที่เห็นว่าราคาที่จ่ายออกไปนั้นมีจำนวนต่ำกว่ามูลค่าที่ได้รับ บัฟเฟตต์ยังสังเกตเห็นว่ามีพวกมืออาชีพจำนวนไม่น้อยที่ได้ร่วมกันทำผิดพลาดอีกอย่างหนึ่งด้วยการบอกว่ามันมีความแตกต่างระหว่างคำว่า

การลงทุนหุ้นเติบโต (growth investing) และการลงทุนหุ้นคุณค่า (value investing) บัฟเฟตต์เห็นว่าการเติบโตและการมีคุณค่าไม่สามารถแยกออกจากกันได้ มันจะต้องรวมกันเพราะว่า การเติบโตต้องถือว่าเป็นปัจจัยหนึ่งของคุณค่า

แม้แต่วลีที่ว่าการลงทุนอย่างมีความสัมพันธ์ (relational investing) ก็เป็นสิ่งที่บัฟเฟตต์ไม่ยอมรับ วลีนี้ได้เป็นที่แพร่หลายในช่วงกลางทศวรรษที่ 1990 โดยมีความหมายถึงการลงทุนซึ่งถูกสร้างขึ้นมาเพื่อจะลดต้นทุนอันเกิดจากการแยกความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นออกจากการควบคุมของฝ่ายบริหารโดยเน้นถึงการเข้าไปเกี่ยวข้องและดูแลฝ่ายบริหารจากผู้ถือหุ้น มีคนเป็นจำนวนมากไม่น้อยที่มองอย่างผิดๆ ว่าบัฟเฟตต์และเบิร์กไชร์เป็นตัวอย่งที่ดีในเรื่องนี้ จริงอยู่ที่บัฟเฟตต์ได้ซื้อหุ้นล็อตใหญ่จากบริษัทไม่กี่แห่งและอยู่กับมันแบบระยะยาว เขายังลงทุนธุรกิจที่บริหารโดยคนที่เขาเชื่อถือ แต่นั่นเป็นเพียงความเหมือนที่ไปด้วยกันเท่านั้น ถ้าบัฟเฟตต์ถูกบังคับให้ใช้คำคุณศัพท์เพื่อบ่งบอกถึงแนวทางการลงทุนของเขามันน่าจะเป็นบางสิ่งเช่น การลงทุนแบบ “มุ่งเน้น” (focus) หรือ “ชาญฉลาด” (intelligent) แม้แต่คำเหล่านี้ก็ยังคงซ้ำซ้อน เพราะสำหรับบัฟเฟตต์แล้วคำว่าลงทุนอย่างเฉียวเฉียวก็เพียงพอแล้ว

เรื่องผิดพลาดอื่นยังรวมไปถึงการไม่แยกแยะความแตกต่างระหว่างการเก็งกำไรและการทำ arbitrage ว่าวิธีไหนเป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการบริหารเงินสด วิธีหลังมีความสำคัญมากต่อเบิร์กไชร์ซึ่งมีความสามารถในการสร้างเงินสดส่วนเกินในจำนวนที่สูงมาก ทั้งการเก็งกำไรและการทำ arbitrage ต่างก็เป็นวิธีการในการบริหารเงินสดส่วนเกินแทนที่จะดองทิ้งไว้เฉยๆ ในตราสารระยะสั้นที่เปรียบเสมือนเงินสด เช่นตั๋วเงินพาณิชย์ การเก็งกำไรคือการใช้เงินสดเพื่อนำไปลงทุนแบบเสี่ยงๆ ในบริษัทต่างๆ โดยพึ่งพาจากข่าวลือจากการทำรายการที่ยังไม่ได้มีการเปิดเผยออกมา arbitrage เป็นการใช้ประโยชน์จากความแตกต่างของราคาในของสิ่งเดียวกันซึ่งทำการซื้อขายอยู่ในสองตลาดที่ต่างกัน ซึ่งบัฟเฟตต์มักใช้เงินสดไปลงทุนแบบสั้นๆ ในโอกาสดีๆ และเป็นที่ยอมรับของสาธารณะแล้ว มันทำให้ได้รับประโยชน์ของราคาที่แตก

ต่างกันจากสินค้าตัวเดียวกันในเวลาที่แตกต่างกัน การตัดสินใจที่จะนำเงินไปลงทุนในลักษณะนี้จะต้องมีการประเมินในสี่หัวข้อซึ่งต้องอาศัยข้อมูลมากกว่าข่าวลือคือ โอกาสที่เหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้น ระยะเวลาที่เงินจะต้องไปจมอยู่ต้นทุนของโอกาสที่เสียไป และผลเสียหายถ้าเหตุการณ์นั้นไม่เกิดขึ้น

นอกจากหลักการเรื่องนายตลาดและหลักการ margin of safety หรือ ส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัยแล้ว เกรแฮมและบัฟเฟตต์ยังมีหลักการขาที่สามของเก้าอี้การลงทุนอย่างชาญฉลาดคือ หลักการขอบเขตแห่งความสามารถ (circle of competence) หลักการนี้มีกฎว่านักลงทุนควรจะพิจารณาการลงทุนเฉพาะแต่ในธุรกิจที่พวกเขาสามารถเข้าใจได้อย่างไม่ยากเย็นนัก การยึดมั่นกับกฎนี้ได้ช่วยทำให้บัฟเฟตต์รอดพ้นจากความผิดพลาดที่คนอื่น ๆ ได้รับ ซ้ำแล้วซ้ำเล่า โดยเฉพาะผู้ที่ผันหวนต้องการที่จะรวยเร็วจากธุรกิจเทคโนโลยี และธุรกิจใหม่ๆ ที่ได้เข้ามาแก๊งกำไรในตลาดหุ้นครั้งแล้วครั้งเล่าเป็นเวลาหลายศตวรรษ

ในการลงทุนเราต้องระวังสิ่งที่บัฟเฟตต์ เรียกว่า “แรงบีบจากสถาบัน (institutional imperative)” มันเป็นแรงถ่วงของกลุ่มสถาบันซึ่งต่อต้านการเปลี่ยนแปลง การใช้เงินลงทุนอย่างไม่ระมัดระวัง และการปฏิบัติตามกลยุทธ์ที่ด้อยคุณภาพของ CEO ของเหล่าผู้อยู่ใต้บังคับบัญชา ตรงกันข้ามกับสิ่งนี้มักจะสอนไว้ในโรงเรียนบริหารธุรกิจและโรงเรียนกฎหมาย แรงบีบอันทรงพลังนี้มักจะเข้ามาเป็นอุปสรรคต่อการตัดสินใจทางธุรกิจที่มีเหตุผล ผลสุดท้าย แรงบีบจากสถาบันมักจะก่อให้เกิดพฤติกรรมตามแห่ซึ่งทำให้เกิดมีผู้ชอบทำตามมากกว่าการเป็นผู้นำในวงการต่างๆ นี่คือนิสัยที่บัฟเฟตต์เรียกว่า เหมือนกับการทำธุรกิจแบบตัวเลมมิ่ง

## การลงทุนที่ไม่ใช่หุ้นสามัญ

หลักการลงทุนนอกเหนือจากหุ้นสามัญ เช่น junk and zero-coupon bonds และหุ้นบุริมสิทธิได้ถูกบันทึกไว้อย่างน่าสนใจในบทความของบัฟเฟตต์ ซึ่งจะแตกต่างจากทั้งตลาดหุ้นวอลสตรีทและเหล่านักวิชาการ บัฟเฟตต์เห็น

ด้วยกับเกรแฮมซึ่งเป็นอาจารย์ของเขา ซึ่งปฏิเสธเรื่อง junk bonds ที่อ้างถึง ทฤษฎีกรีซคม โดยอุปมาเหมือนคนขับรถยนต์ที่ต้องขับด้วยความระมัดระวัง ยิ่ง มิฉะนั้นจะเกิดอันตรายจากเล่มกรีซที่ติดตั้งไว้ที่พวงมาลัย จึงทำให้ละเลย เรื่องวินัยที่ดีด้วยการสร้างหนี้สินที่ใหญ่เกินตัวมากโดยผู้บริหาร

บัพเพตตีชี้ให้เห็นว่ามีบริษัทจำนวนมากที่ได้ล้มไปในช่วงต้นของภาวะเศรษฐกิจตกต่ำของช่วงต้นทศวรรษที่ 1990 เพราะเหตุที่มีภาระหนี้สินมากเกินไป เพื่อชี้ชัดให้เห็นถึงประเด็นที่ผลของการวิจัยทางวิชาการซึ่งได้แสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่ามากของ junk bonds สามารถชดเชยกับความสูญเสียจากอัตราของการผิดนัดชำระหนี้ได้ เขาระบุว่าความผิดพลาดมาจากข้อสมมติฐานที่ผิด ซึ่งแม้แต่นักศึกษาศึกษาสถิติชั้นปีที่หนึ่งก็รู้ได้โดยง่ายที่บอกว่าเงื่อนไขที่ได้ศึกษาจากข้อมูลในอดีตสามารถนำไปใช้ได้ในอนาคต ซึ่งแท้จริงแล้วมันทำไม่ได้ ถ้าใครต้องการศึกษาเรื่องเบาปัญญาของ junk bonds ก็สามารถไปดูจากบทความของ ซาลี มังเกอร์ ซึ่งได้พูดถึงเกี่ยวกับแนวความคิดทางการเงินของ ไมเคิล มิเคน

ตลาดหุ้นวอลสตรีทมักจะชอบเรื่องเกี่ยวกับการสร้างรายได้มากกว่า เรื่องการจัดการทางการเงิน สิ่งนี้เป็นสิ่งที่มักจะทำให้ความคิดดีๆ กลายเป็นความคิดที่เลว ในประวัติศาสตร์ของ zero-coupon bonds บัพเพตตีชี้ให้เห็นว่ามันทำให้ผู้ลงทุนดูเหมือนจะได้รับอัตราดอกเบี้ยทบต้นซึ่งพันธบัตรที่จ่ายดอกเบี้ยตามปกติจะทำได้ การใช้ zero-coupon bonds จึงทำให้ผู้กู้ต้องทำการกู้เพิ่มขึ้นโดยไม่มี ความจำเป็นเพื่อชำระค่าดอกเบี้ย ปัญหาจะเกิดขึ้นเมื่อ zero-coupon bonds ถูกออกโดยผู้กู้ที่มีฐานะทางเครดิตที่อ่อนแอและไม่สามารถที่จะจัดการกับภาระหนี้สิน บัพเพตตีกล่าวอย่างเศร้าๆ ว่า “ดั่งที่เกิดขึ้นในตลาดหุ้นวอลสตรีทซ้ำแล้วซ้ำเล่า เพราะสิ่งที่คนฉลาดทำในตอนต้น คนโง่จะทำในตอนหลัง”

วิศวกรรมการเงินร่วมสมัยได้สร้างเครื่องมือที่มีความสลับซับซ้อนที่มีชื่อว่าตราสารอนุพันธ์ ทั้งนี้เพราะเหตุว่ามันมีค่าที่ผันผวนไปตาม benchmark ที่กำหนดไว้ สำหรับผู้ที่เห็นด้วยก็เพราะเชื่อว่าเครื่องมือเหล่านี้มีประโยชน์ต่อการ

จัดการกับความเสียหายและแม้แต่เบิร์กไชร์ก็มีการใช้ทุนบ้างเป็นครั้งเป็นคราว ถ้าบัฟเฟตต์เห็นเป็นโอกาส และถึงแม้ว่าผู้ให้การสนับสนุนเชื่อว่าตราสารอนุพันธ์จะสามารถลดความเสี่ยงทั้งระบบลงได้ บัฟเฟตต์กลับเป็นห่วงกังวลว่ามันอาจจะจะมีผลตรงข้าม ทั้งนี้เพราะมันยากต่อการประเมินมูลค่า มูลค่าของมันสามารถเปลี่ยนแปลงได้อย่างรวดเร็วและมันได้สร้างความผูกพันและเกี่ยวโยงกับสถาบันการเงินต่างๆ การมีผลผูกโยงกันเช่นนี้หมายความว่าถ้ามีอะไรผิดปกติเกิดขึ้นสักอย่างในทีใดที่หนึ่งมันสามารถขยายผลอย่างรวดเร็วไปที่อื่นๆ รวากับโดมิโนที่สามารถทำให้ทั้งระบบพังทลายลง

บัฟเฟตต์ยอมรับว่า การที่เขามีความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงของตราสารอนุพันธ์เช่นนี้อาจจะมาจากกรที่เขาไม่ชอบรับความเสี่ยงระดับสูงซึ่งอาจจะทำร้ายต่อความมั่นคงทางการเงินของเบิร์กไชร์ และนี่ไม่ใช่แค่ทฤษฎีแต่มาจากประสบการณ์อันเกิดขึ้นจริง ทั้งนี้เพราะเบิร์กไชร์ได้ใช้เวลาอยู่หลายปีในการจัดการเรื่องตราสารอนุพันธ์ที่ติดมากับบริษัทรับประกันภัยต่อ Gen Re ที่เบิร์กไชร์ได้ไปซื้อกิจการมา บัฟเฟตต์บอกว่าการจัดทั้งเรื่องตราสารอนุพันธ์เป็นเรื่องที่ทำได้ยากและกว่าจะเอาภาระหนี้สินออกจากกลุ่มได้ก็ใช้เวลาที่เจ็บปวดอยู่หลายปี บัฟเฟตต์ต้องการที่จะให้ผู้คนได้เรียนรู้จากประสบการณ์ของเบิร์กไชร์เพื่อจะได้ไม่ต้องเจ็บตัว

หลังจากบทเรียนในเรื่องความเสี่ยงของตราสารอนุพันธ์ อีกบทเรียนหนึ่งทางด้านเศรษฐกิจมหภาคโดยเฉพาะเกี่ยวกับเรื่องการค้าดุลการค้าที่เพิ่มขึ้นของสหรัฐ (การนำเข้าสูงกว่าการส่งออก) จากที่เคยอยู่ต่ำกว่า 100 พันล้านเหรียญในช่วงต้นทศวรรษที่ 1990 มาเป็นเกือบ 1 ล้านล้านเหรียญ ในช่วงปลายของทศวรรษที่ 2000 แม้จะมีนักเศรษฐศาสตร์ที่ได้เสนอมุมมองที่หลากหลายถึงประโยชน์ของการที่มีการค้าดุลเทียบกับการเกินดุล บัฟเฟตต์แย้งว่าการขาดดุลการค้าหมายถึงการโอนความมั่งคั่งจากสหรัฐไปสู่ต่างประเทศ แนวโน้มนี้หมายความว่ามิลิทธิในทรัพย์สินของสหรัฐในขณะนี้ประมาณ 3 ล้านล้านเหรียญ ต้องตกอยู่ในมือของต่างชาติเทียบกับศูนย์ในทศวรรษก่อน ในปี 2006 ผลตอบแทนของนักลงทุนต่างประเทศในทรัพย์สินของสหรัฐมี



อัตราสูงกว่าผลตอบแทนของนักลงทุนสหรัฐที่ได้จากการลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งถือเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 1915 และเนื่องจากการขาดดุลการค้ามาจากการบริโภคมากเกินไปขนาดสิ่งนี้จะทำให้เกิดปัญหาทางเศรษฐกิจในอนาคตและแม้แต่ปัญหาทางด้านการเมืองในสหรัฐเอง

บัพเฟตต์บอกว่าสิ่งนี้มีความหมายต่อการตัดสินใจในการลงทุนที่เบิร์กไชร์เบิร์กไชร์ได้ลงทุนหลายพันล้านเหรียญในทรัพย์สินที่เป็นเงินสกุลดอลลาร์ การที่มีการขาดดุลเพิ่มขึ้นอย่างมากย่อมทำให้ค่าของเงินดอลลาร์มีค่าอ่อนตัวลงเทียบกับเงินสกุลหลักอื่นๆ ด้วยเหตุนี้บัพเฟตต์จึงได้ทำการซื้อสัญญาเงินตราต่างประเทศเป็นครั้งแรกในปี 2002 เพราะต้องการลดการถือทรัพย์สินในสกุลดอลลาร์ นอกจากนี้เบิร์กไชร์ยังทำการซื้อตราสารหุ้นที่กำหนดค่าเป็นเงินตราต่างประเทศเพิ่มมากขึ้นแทนที่จะจำกัดตัวเองด้วยการลงทุนเฉพาะสกุลดอลลาร์เพียงอย่างเดียว

## หุ้นสามัญ

บัพเฟตต์กล่าวถึงวันที่หุ้นของเบิร์กไชร์ได้ไปจดทะเบียนในตลาดหุ้นนิวยอร์ก ในปี 1988 โดยเขาได้บอกกับ จิมมี แม็คไควร์ นายหน้าที่ดูแลหุ้นเบิร์กไชร์ไว้ว่า “ผมจะถือว่าคุณประสบความสำเร็จอย่างสูงถ้าหากว่าการซื้อขายหุ้นตัวนี้จะเกิดขึ้นอีก 2 ปีนับจากนี้” ในขณะที่บัพเฟตต์พูดอย่างขำขันเกี่ยวกับแม็คไควร์ “ดูเหมือนเขาจะไม่ค่อยกระตือรือร้นในสิ่งที่เราพูดนัก” เขาย้ำว่าจุดยืนของเขาเกี่ยวกับการซื้อหุ้นคือ “ถ้าเราไม่มีความสุขในการถือหุ้นของบริษัทใดเมื่อตลาดปิด เราก็ยอมจะไม่มีมีความสุขในการถือหุ้นนั้นเมื่อตลาดหุ้นเปิดเช่นเดียวกัน” ในขณะที่ทั้งเบิร์กไชร์และบัพเฟตต์คือผู้ลงทุนแบบระยะยาวคนอื่นๆ เป็นจำนวนมากยังคงเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งทำให้ต้องมีค่าใช้จ่ายที่สูง

บริษัทในสหรัฐอเมริการวมกันแล้วสามารถทำกำไรได้ปีละ 700 พันล้านเหรียญ ในทางทฤษฎีเงินจำนวนนี้ย่อมเป็นของผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของบริษัทเหล่านี้ ในทางปฏิบัติเงินจำนวนนี้มีไม่น้อยเลยที่ถูกใช้ไปในการค้าหุ้น การค้าหุ้นคือการจัดแจงใหม่ว่าใครควรจะได้หุ้นอะไร การจัดแจงใหม่นี้ทำให้

ต้องมีการจ่ายค่าคอมมิชชั่นแก่นายหน้า ค่าธรรมเนียมแก่ผู้จัดการกองทุน และเงินสำหรับผู้วางแผนทางการเงินหรือบริษัทที่ปรึกษาทางธุรกิจซึ่งมักจะทำการเสนอขายบริการพิเศษอื่นๆ ร่วมไปด้วย ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ได้มีจำนวนที่สูงขึ้น บัฟเฟตต์ประมาณการว่าค่าใช้จ่ายพวกนี้รวมกันแล้วอาจจะเท่ากับ 20% ของตัวเลขกำไรประจำปีทั้งประเทศที่ 700 พันล้านเหรียญ

ผิดกับ CEO คนอื่นๆ ที่ต้องการเห็นหุ้นของบริษัทตนได้มีการซื้อขายในราคาที่สูงสุดเท่าที่จะเป็นไปได้ในตลาด บัฟเฟตต์ต้องการให้หุ้นของเบิร์กไชร์ซื้อขายกันที่หรือใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ไม่ใช่สูงกว่าหรือต่ำกว่ามาก ความเชื่อมโยงกันเช่นนี้หมายความว่าผลประกอบการย่อมจะให้ประโยชน์กับผู้ที่ได้ถือหุ้นในช่วงนั้น การจะมีความเชื่อมโยงเช่นนี้ได้หมายถึงการต้องมีกลุ่มผู้ถือหุ้นที่ร่วมกันมองแบบระยะยาว มีปรัชญาการลงทุนเพื่อผลทางธุรกิจมากกว่าการมองภาวะตลาดหุ้นแบบระยะสั้นๆ

บัฟเฟตต์พูดถึง ฟิลลิป ฟิชเชอร์ ที่เปรียบว่าบริษัทเหมือนกับร้านอาหารที่จะเสนอรายการอาหารให้กับลูกค้าที่มีรสนิยมแบบเฉพาะ เมื่ระยะยาวของเบิร์กไชร์เน้นย้ำว่าต้นทุนของการซื้อขายอาจทำให้ผลระยะยาวเสียหายได้จริงๆ แล้วบัฟเฟตต์ประมาณว่าต้นทุนในการค้าขายเปลี่ยนมืออันได้แก่ค่าคอมมิชชั่นของนายหน้าและผลต่างของราคาซื้อขายมักจะประมาณ 10% หรือมากกว่าของกำไร การหลีกเลี่ยงหรือการลดต้นทุนเช่นนี้เป็นความจำเป็นต่อความสำเร็จของการลงทุนระยะยาวและการที่เบิร์กไชร์ ได้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหุ้นของนิวยอร์กก็เป็นส่วนหนึ่งของการควบคุมต้นทุนเช่นว่านั้น

นโยบายเงินปันผลของบริษัทเป็นเรื่องการจัดสรรเงินทุนที่สำคัญมันเป็นเรื่องที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนแต่ไม่ค่อยมีการอธิบายให้เข้าใจอย่างชัดเจน บทความของบัฟเฟตต์ได้ขยายความในเรื่องนี้โดยได้เน้นย้ำว่า “การจัดสรรเงินลงทุนเป็นเรื่องสำคัญยิ่ง ในการบริหารธุรกิจและการลงทุน ในต้นปี 1998 หุ้นสามัญของเบิร์กไชร์มีราคาตลาดสูงกว่าหุ้นละ 50,000 เหรียญต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชี กำไร และมูลค่าที่แท้จริงได้เพิ่มขึ้นอย่างน้อยในอัตราที่สูงกว่าอัตราถัวเฉลี่ย แต่บริษัทก็ยังไม่เคยมีการแตกหุ้นและก็ยังไม่เคยจ่ายเงินสด

ปันผลเลยมาเป็นเวลา 3 ทศวรรษแล้ว

นอกเหนือจากเรื่องเมฆระยะยาวและการลดค่าใช้จ่ายในการเปลี่ยนมือแล้ว นโยบายปันผลของเบิร์กไชร์ยังได้สะท้อนถึงแนวคิดของบัฟเฟตต์ว่าการที่บริษัทจะจ่ายปันผลหรือเก็บกำไรไว้ควรต้องพิจารณาจากประเด็นเดียวที่ว่าเงินทุกเหรียญของกำไรควรจะเก็บไว้ทำงานต่อถ้าสามารถทำให้มูลค่าการตลาดเพิ่มขึ้นอย่างน้อยในจำนวนที่เท่ากัน มิฉะนั้นมันก็ควรจะถูกจ่ายออกไป การเก็บกำไรไว้ควรจะทำเฉพาะเมื่อ “เงินทุนที่เก็บไว้สามารถทำให้เพิ่มกำไรเป็นจำนวนเท่ากับหรือสูงกว่าการที่นักลงทุนจะทำได้เอง”

เหมือนกับกฎอื่นๆ ของบัฟเฟตต์ที่มักจะถูกละเลยจากผู้บริหารของบริษัทต่างๆ ไป เรื่องนี้ก็เช่นกัน ยกเว้นก็แต่ในกรณีที่พวกเขาจะต้องตัดสินใจเรื่องเงินปันผลให้กับบริษัทย่อย กำไรมักจะถูกสะสมไว้ไม่ใช่เพื่อผู้ถือหุ้น แต่เพื่อการขยายอาณาจักรหรืออะไรก็ตามที่ทำให้ฝ่ายบริหารทำงานได้ง่ายขึ้น

แต่ไม่ใช่ที่เบิร์กไชร์ บัฟเฟตต์กล่าวไว้ในที่ประชุมใหญ่ว่าเบิร์กไชร์ “อาจจ่ายเงินปันผลเกินกว่า 100% ของกำไร” ซึ่ง ซาลี มังเกอร์ เห็นพ้องด้วย “ถูกต้องเลยครับ” แต่ก็เป็นสิ่งที่ไม่ได้เกิดขึ้นเพราะเบิร์กไชร์ภายใต้การบริหารของบัฟเฟตต์ได้ค้นพบโอกาสการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงมากจนทำให้เงินที่มีอยู่ได้เข้าไปอย่างคุ่มค่าให้กับผู้ถือหุ้น

การซื้อหุ้นที่มีราคาต่ำคือถือว่าเป็นการจัดสรรเงินลงทุนในการสร้างมูลค่าได้ดีวิธีหนึ่ง แม้ว่าจะมีข้อยกเว้นบ้าง ในช่วงทศวรรษที่ 1980 ถึงต้นทศวรรษที่ 1990 การซื้อหุ้นคืนยังเป็นสิ่งที่ไม่ได้ทำกันเท่าใดนักและบัฟเฟตต์ยกย่องผู้จัดการซึ่งมองเห็นว่าการซื้อหุ้นที่มีราคา 1 เหรียญ แต่มีมูลค่าถึง 2 เหรียญถือเป็นการใช้เงินทุนของบริษัทที่ชาญฉลาด นำเสียดายที่มันเกิดเรื่องอย่างที่เคยเกิดเพราะมีผู้ลอกเลียนแบบได้นำเอาวิธีนี้ไปใช้ และคุณมักจะได้เห็นบริษัทจำนวนไม่น้อยที่ยินดีจ่ายเงิน 2 เหรียญเพื่อซื้อหุ้นที่มีมูลค่าเพียง 1 เหรียญกลับคืนมา การซื้อหุ้นคืนในลักษณะทำลายมูลค่ามักเกิดขึ้นเพราะมีความต้องการที่จะทำให้อัตราราคาสูงขึ้นหรือต้องการที่จะออกหุ้นภายใต้อุปสงค์ซื้อหุ้นที่กำหนดราคาใช้สิทธิ์ไว้ต่ำกว่ามาก

การแตกหุ้นก็เป็นเรื่องกิจกรรมอีกอย่างหนึ่งที่บริษัทชอบทำแต่บัฟเฟตต์ชี้ให้เห็นว่ามันอาจจะเป็นอันตรายต่อผู้ถือหุ้น การแตกหุ้นมีผลสามอย่างที่ติดตามมา มันทำให้ต้นทุนในการเปลี่ยนมือสูงขึ้นเนื่องจากการหมุนเวียนของหุ้นที่สูงขึ้น มันจะดึงดูดผู้ถือหุ้นที่มองระยะสั้นและภาวะตลาดเป็นสภาวะซึ่งทำให้ความสนใจมากเกินไปต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาด และเนื่องมาจากผลกระทบทั้ง 2 ข้อดังกล่าว มันจะทำให้ราคาหุ้นมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากมูลค่าที่แท้จริงทางธุรกิจ เนื่องจากไม่มีประโยชน์ที่ชัดเจนการแตกหุ้นของเบิร์กไชร์ดูจะเป็นเรื่องเบาปัญญา ไม่เพียงแต่เท่านั้นบัฟเฟตต์กล่าวเสริม “มันอาจทำให้การทำงานหนักมากกว่า 3 ทศวรรษเสียแรงเปล่าๆ ที่เบิร์กไชร์ได้สร้างกลุ่มผู้ถือหุ้นที่ต้องการเน้นการลงทุนแบบระยะยาวเป็นจำนวนมากกว่าบริษัทใหญ่ๆ โดยทั่วไป”

มีผลสืบเนื่องที่สำคัญสองประการจากการที่หุ้นของเบิร์กไชร์มีราคาสูงและนโยบายเงินปันผล ประการแรก ราคาหุ้นที่สูงเกินชาวบ้านบั่นทอนความสามารถของผู้ถือหุ้นของเบิร์กไชร์ที่จะให้หุ้นเป็นของขวัญแก่สมาชิกในครอบครัวหรือมิตรสหาย แม้ว่าบัฟเฟตต์จะได้เสนอทางออกดีๆ เช่นการเสนอขายสินค้าราคาถูกให้กับผู้บริจาด ประการที่สอง วงการตลาดหุ้นได้พยายามที่จะสร้างหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเลียนแบบผลงานของเบิร์กไชร์เพื่อนำออกไปขายให้กับผู้คนที่ขาดความเข้าใจเกี่ยวกับตัวเบิร์กไชร์เอง ตัวธุรกิจ และปรัชญาการลงทุนของเบิร์กไชร์

เพื่อเป็นการแก้ปัญหาเหล่านี้บัฟเฟตต์และเบิร์กไชร์ได้ทำสิ่งที่เฉลียวฉลาด ในกลางปี 1996 เบิร์กไชร์ได้ทำการปรับปรุงโครงสร้างของหุ้นโดยการสร้างหุ้นขึ้นมาใหม่อีกหนึ่งชนิด เรียกว่าหุ้น Class B และเสนอขายให้กับคนทั่วไป หุ้น Class B มีสิทธิ์เท่ากับ  $\frac{1}{30}$  เท่าของหุ้น Class A แต่มีสิทธิ์ออกเสียงเพียง  $\frac{1}{200}$  เท่าของหุ้น Class A ดังนั้น หุ้น Class B ควรจะซื้อขายอยู่ประมาณที่  $\frac{1}{30}$  เท่าของราคาตลาดของหุ้น Class A

หุ้น Class A สามารถแปลงเป็นหุ้น Class B ได้ทำให้ผู้ถือหุ้นของเบิร์กไชร์สามารถที่จะแตกหุ้นเพื่อที่จะเป็นของขวัญหรืออื่นๆ ตามที่ต้องการ

ได้ทุกเมื่อ ที่สำคัญยิ่งกว่านั้นการจัดโครงสร้างหุ้นใหม่จะเป็นตัวหยุดยั้งการผลิตของเลียนแบบเบิร์กไชร์ที่ออกมาขัดกับหลักการที่บัฟเฟตต์เชื่อ ของเลียนแบบเหล่านี้คือทรัสต์การลงทุนที่ทำการซื้อและขายหุ้นของเบิร์กไชร์ตามหน่วยการลงทุนในทรัสต์ย่อมทำให้เกิดค่าใช้จ่ายต่อผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะถ้าหากถือหุ้นโดยกลุ่มคนที่ไม่เข้าใจธุรกิจหรือปรัชญาของเบิร์กไชร์อาจส่งผลให้ราคาหุ้นของเบิร์กไชร์ขึ้นลงผันผวนรุนแรงและก่อให้เกิดความแตกต่างอย่างมากระหว่างราคาและมูลค่า

หุ้น Class B ถูกออกแบบมาเพื่อให้ถูกกับนักลงทุนที่ชอบปรัชญาการลงทุนของบัฟเฟตต์ในเรื่องการลงทุนอย่างมุ่งมั่น ตัวอย่างเช่น เรื่องที่เกี่ยวกับการถือหุ้น Class B ทั้งบัฟเฟตต์และมังเกอร์ต่างพากันยืนยันว่าหุ้นของเบิร์กไชร์ไม่ได้มีราคาต่ำเกินไปในตลาด ทั้งสองท่านกล่าวว่าส่วนตัวแล้วจะไม่ซื้อหุ้น Class A ตามราคาตลาด หรือหุ้น Class B ตามราคาที่เสนอขาย เป็นการซื้อข้อความที่ชัดมากกว่า อย่าได้คิดที่จะซื้อหุ้นนี้ นอกจากคุณต้องการที่จะถือมันในแบบระยะยาวจริงๆ ความพยายามที่จะดึงดูดเฉพาะนักลงทุนระยะยาวให้เข้ามาถือหุ้น Class B ดูเหมือนจะได้ผล ดูได้จากปริมาณการซื้อขายหุ้นหลังจากที่นำเข้าสู่ตลาดแล้วมีปริมาณที่น้อยกว่าอัตราถัวเฉลี่ยของหุ้นใหญ่ๆ ตัวอื่น

มีบางคนแสดงความแปลกใจต่อความเห็นที่ระมัดระวังของบัฟเฟตต์และมังเกอร์ ทั้งนี้เพราะผู้จัดการส่วนใหญ่มักจะบอกกับตลาดว่า หุ้น IPO ของบริษัทของเขานั้นได้เสนอขายในราคาที่ดีมาก คุณไม่ควรจะแปลกใจกับการเปิดเผยของบัฟเฟตต์และมังเกอร์ ซึ่งคิดว่าบริษัทที่ขายหุ้นในราคาน้อยกว่ามูลค่า เป็นการขโมยของไปจากผู้ถือหุ้นเดิม เป็นไปได้อย่างยิ่งที่บัฟเฟตต์จะมองว่าการกระทำเช่นนั้นเป็นอาชญากรรมชนิดหนึ่ง

## การควรวรมและซื้อกิจการ

นโยบายการซื้อกิจการของเบิร์กไชร์มีสองรูปแบบคือ ซื้อเพียงบางส่วนหรือซื้อทั้งหมดของธุรกิจที่มีลักษณะของเศรษฐกิจอันยอดเยี่ยมและบริหารโดยผู้จัดการที่บัฟเฟตต์และมังเกอร์ชื่นชอบ เชื่อถือ และยกย่อง ตรงกันข้ามกับความคิดของคนทั่วไป บัฟเฟตต์แย้งว่าการซื้อธุรกิจทั้งหมดนั้นไม่มีเหตุผล แต่ประการใดที่จะต้องมีการจ่ายพรีเมียม (เทียบกับการซื้อเพียงบางส่วน : ผู้แปล)

มีกรณียกเว้นอยู่บ้างสำหรับธุรกิจที่มีลักษณะของแพนไชร์หมายถึงธุรกิจที่สามารถปรับราคาขึ้นได้ โดยไม่ทำให้กระทบถึงยอดขายหรือสัดส่วนการตลาดและต้องการการลงทุนเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยในการขยายยอดขายหรือการยึดครองตลาด แม้แต่ผู้จัดการธรรมดาๆ ก็สามารถที่จะบริหารธุรกิจแบบแพนไชร์ให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่สูงต่อการลงทุน กรณียกเว้นอีกเรื่องหนึ่งคือเมื่อผู้จัดการชั้นเทพซึ่งสามารถที่จะระบุถึงธุรกิจที่มีผลงานยอดเยี่ยมแล้ว ยังมีความสามารถพิเศษที่จะพลิกฟื้นปลดมูลค่าที่ซ่อนเร้นออกมา

ทั้งสองกลุ่มนี้หาได้ยากมากและทำให้ไม่สามารถอธิบายถึงการซื้อกิจการหลายร้อยแห่งในแต่ละปีที่มีการจ่ายพรีเมียมสูงๆ บัฟเฟตต์มองว่าการซื้อกิจการโดยจ่ายราคาสูงมากโดยไม่ได้มีคุณสมบัติตามที่ระบุไว้ข้างต้นสองข้อ เกิดจากแรงจูงใจสามประการของผู้จัดการฝ่ายที่ต้องการจะซื้อ ความตื่นเต้นในการซื้อกิจการ ความตื่นเต้นในการขยายขนาด และการมองโลกในแง่ดีเกินไปเกี่ยวกับการควรวรมกิจการ

ในการชำระค่าซื้อกิจการเบิร์กไชร์จะออกหุ้นให้เฉพาะต่อเมื่อเขาได้รับมูลค่าทางธุรกิจเท่าๆ กับหุ้นที่จ่ายไป เรื่องนี้ได้กลายเป็นเรื่องที่ยากมากสำหรับเบิร์กไชร์ ที่เป็นเช่นนี้เพราะเหตุว่าเบิร์กไชร์ได้รวบรวมธุรกิจที่ดีๆ เหมือนกับการรวบรวมศิลปะของพิพิธภัณฑสถานลูฟท์ที่ฝรั่งเศส การเพิ่มค่าให้กับของที่รวบรวมไว้โดยการหางานเพียงหนึ่งชิ้นของ Botticelli ก็เป็นเรื่องที่ยากมากอยู่แล้ว และมันยิ่งยากยิ่งขึ้นที่คุณจะต้องยอมยกส่วนหนึ่งของงานสะสมของ Rembrandt เพื่อให้ได้มันมา

มันก็เป็นเรื่องยากสำหรับผู้จัดการของบริษัทอื่นๆ ที่จะนำหลักการนี้ไป

ใช้ แต่ไม่ใช่เป็นเพราะว่าพวกเขามีธุรกิจดีๆ ไว้ในมือ ตรงกันข้ามบัฟเฟตต์ให้ข้อสังเกตว่าผู้ขายกิจการวัดราคาซื้อโดยดูจากราคาหุ้นผู้ซื้อ โดยไม่ได้ดูจากมูลค่าที่แท้จริง ถ้าสมมติว่าราคาหุ้นของผู้ซื้อขายกันอยู่ที่ครึ่งหนึ่งของมูลค่าที่แท้จริง นั่นหมายความว่าผู้ซื้อที่เห็นดีเห็นงามด้วยกำลังสูญเสียมูลค่าทางธุรกิจถึงสองเท่าของสิ่งที่จะได้มา ในฐานะผู้จัดการซึ่งมักจะปกป้องวิธีการของตนโดยพูดถึงเรื่องของการลงตัวหรือขนาดขึ้นมาได้แย่ง แสดงว่ามีความรู้สึกตื่นเต้นหรือมองโลกในแง่ดีเกินไปจนละเลยที่จะคิดถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

มากไปกว่านั้น การซื้อขายกิจการที่ชำระด้วยหุ้นมักจะถูกเรียกว่า “ผู้ซื้อซื้อผู้ขาย” หรือ “ผู้ซื้อครอบครองผู้ขาย” บัฟเฟตต์เห็นว่าเพื่อให้ชัดเจนควรจะพูดว่า “ผู้ซื้อขายส่วนหนึ่งของตนเพื่อครอบครองผู้ขาย” หรืออะไรทำนองนั้น ทั้งนี้เพราะเหตุว่า มันเป็นเรื่องที่เกิดขึ้นจริงและทำให้เราสามารถที่จะประเมินได้ว่าผู้ซื้อได้ให้อะไรไปในการซื้อกิจการเข้ามา

อีกเรื่องหนึ่งเกี่ยวกับการใช้หุ้นเป็นสกุลเงินก็คือเรื่องเกี่ยวกับกรีนเมล์ คือการซื้อหุ้นคืนจากคนที่ไม่ประสงค์ให้ถือหุ้นในราคาที่สูงเพื่อไม่ให้เขาเข้ามาครอบครองกิจการ ในขณะที่การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นสามารถทำให้มูลค่าเพิ่มขึ้นบัฟเฟตต์ตำหนิการปฏิบัติเช่นนี้เท่ากับเป็นการปล้นบริษัท

ที่น่าตำหนิอีกเรื่องหนึ่ง อยู่ในบทความที่สองของ ซาลี มังเกอร์ คือเรื่องเกี่ยวกับการซื้อกิจการโดยการกู้ยืม (LBO) ที่เกิดขึ้นมากในช่วงทศวรรษที่ 1980 กฎหมายต่างๆ ที่มีอยู่ทำให้ LBO เป็นธุรกรรมที่ทำกำไรได้สูงมาก แต่มังเกอร์บอกว่ามันทำให้ฐานะของบริษัทอ่อนแอลง เพราะเหตุว่าตัวบริษัทจะต้องทำเงินให้มากขึ้นเพื่อชำระหนี้สินจำนวนมากและเป็นการทำให้ต้นทุนในการซื้อกิจการนั้นแพงขึ้นโดยใช่เหตุ

การซื้อกิจการที่ขยายมูลค่าเป็นเรื่องที่หาได้ยากมากอยู่แล้วโดยที่ยังไม่ต้องคำนึงถึงภาวะเพิ่มเติมของต้นทุนที่สูงขึ้น จริงๆ แล้วการซื้อกิจการส่วนใหญ่เป็นการลดมูลค่า บัฟเฟตต์กล่าวว่า การหาธุรกิจที่ขยายมูลค่าจำเป็นจะต้องคำนึงถึงต้นทุนของโอกาสที่เสียไปซึ่งวัดได้ถ้าหากเป็นการซื้อเพียงบางส่วนจากตลาดหุ้น การคิดเช่นนี้ย่อมไม่เป็นที่ถูกใจของผู้จัดการที่มีความยึด

มันถือนั่นในเรื่องความลงตัวและขนาด แต่เป็นเรื่องสำคัญเกี่ยวกับการลงทุน  
สองรูปแบบที่เบิร์กไชร์

เบิร์กไชร์มีข้อได้เปรียบในการซื้อกิจการ คือความสามารถที่จะชำระ  
ด้วยหุ้นที่มีคุณภาพสูงมาก และการมีอำนาจในการบริหารอย่างเต็มที่ (ของ  
ผู้ขายกิจการ : ผู้แปล) เมื่อการซื้อขายได้จบสิ้นลง ทั้งสองเรื่องเป็นของที่หา  
ได้ยากมากในบริษัทที่ต้องการซื้อกิจการโดยทั่วไป บัฟเฟตต์ยังลงเงินไปตาม  
คำที่ได้พูดไว้ โดยการแจ้งให้ผู้ที่จะขายกิจการว่าเบิร์กไชร์ได้เข้าไปซื้อธุรกิจทั้ง  
จากกลุ่มแบบครอบครัวหรือกลุ่มคนใกล้ชิดหลายกลุ่มมาแล้ว จึงต้องการให้  
ผู้จะขายได้ทำการติดต่อกับคนที่ขายให้เบิร์กไชร์แล้วว่าสิ่งที่ได้พูดไว้ในตอน  
แรกกับสิ่งที่ได้กระทำในตอนหลังสอดคล้องกันหรือไม่

## การบัญชีและการประเมินมูลค่า

บทความของบัฟเฟตต์ได้ให้ความรู้ที่น่าสนใจในเรื่องการทำความเข้าใจ  
เข้าใจเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลทางการเงิน ในการหยิบยกถึงหลักการบัญชีที่เป็น  
ที่ยอมรับโดยทั่วไป (GAAP) บัฟเฟตต์ได้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญและ  
ข้อจำกัดในการทำความเข้าใจและประเมินธุรกิจและการลงทุน บัฟเฟตต์ได้ให้  
ความกระจ่างในหัวข้อซึ่งเป็นข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างคำว่า กำไรทางบัญชี  
และกำไรทางเศรษฐศาสตร์ ระหว่างคำว่าค่านิยมทางบัญชีและค่านิยมทาง  
เศรษฐศาสตร์ และระหว่างคำว่ามูลค่าตามบัญชีและมูลค่าที่แท้จริง เรื่องเหล่านี้  
ล้วนเป็นประโยชน์ต่อทั้งนักลงทุนและผู้จัดการในเรื่องการประเมินมูลค่าทั้งสิ้น

ประเด็นพื้นฐานเบื้องต้นที่จะต้องทำความเข้าใจก็คือว่าการบัญชีนั้น  
เป็นเรื่องของรูปแบบ ในฐานะที่เป็นแค่รูปแบบ มันจึงอาจถูกเล่นแร่แปรธาตุได้  
บัฟเฟตต์แสดงให้เห็นว่าการเล่นแร่แปรธาตุนั้นสามารถจะทำให้เกิดความเสีย  
หายที่รุนแรงโดยการหยิบยกบทเสียดสีที่เขียนโดย เบน เกรแฮม ในทศวรรษที่  
1930 ด้วยการใช้วิธีการบันทึกบัญชีแบบทันสมัย เกรแฮมได้ชี้ให้เห็นว่าบริษัท  
ยักษ์ใหญ่อย่าง US Steel สามารถทำให้ออกรายงานว่ามีกำไรสูงขึ้นอย่าง  
เหลือเชื่อโดยไม่ต้องมีการลงทุนเพิ่มหรือเปลี่ยนแปลงวิธีการทำงานหรือการ



ชายที่เปลี่ยนแปลงคือจิตสำนึก ตัวอย่างที่เกรแฮมได้นำมาแสดงให้เห็นถึงเล่ห์กลทางบัญชีเป็นเรื่องที่เห็นได้เสมอจากบริษัทต่างๆ

บัฟเฟตต์ย้ำว่างบการเงินจะมีประโยชน์ต่อผู้ใช้ก็ต่อเมื่อมันสามารถจะตอบคำถามพื้นฐาน 3 ข้อเกี่ยวกับธุรกิจคือ มูลค่าโดยประมาณของบริษัท ความสามารถในการชำระหนี้ที่จะเกิดขึ้น และความสามารถของผู้จัดการในการบริหารธุรกิจ บัฟเฟตต์กล่าวอย่างเคร่งครัดว่า GAAP ที่มีอยู่ยังไม่สามารถตอบคำถามเหล่านี้ได้ดีนักและการบัญชีทุกระบบเกือบจะไม่ได้ให้ข้อมูลที่ถูกต้องสมบูรณ์ อันเนื่องมาจากความซับซ้อนของธุรกิจ ด้วยการยอมรับถึงความยากลำบากที่จะประดิษฐ์ระบบการบัญชีที่ดีกว่า GAAP ในปัจจุบัน บัฟเฟตต์ได้พูดถึงแนวคิดที่ไกลออกไปในอันที่จะทำให้ข้อมูลทางการเงินมีประโยชน์มากขึ้นต่อนักลงทุนและผู้จัดการ

ขอให้คุณถึงแนวคิดของบัฟเฟตต์ที่เรียกว่า “กำไรแบบมองทะลุ” (look-through earnings) การบัญชีเพื่อการลงทุนตาม GAAP บอกว่าต้องใช้วิธีการบันทึกบัญชีแบบ consolidation method สำหรับการถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียข้างมาก ซึ่งหมายความว่าจะต้องมีการนำรายการทุกรายการของบริษัทลูกมาใส่ไว้ในบริษัทใหญ่ แต่ถ้ามีการลงทุนตั้งแต่ 20% ถึง 50% GAAP บอกว่าให้นำเฉพาะกำไรของบริษัทลูกมาบันทึกไว้ในบริษัทแม่ตามสัดส่วนของหุ้นที่ถือ แต่ถ้าการลงทุนน้อยกว่า 20% GAAP ระบุว่าให้นำมารวมเฉพาะเงินปันผลที่ได้รับจากบริษัทลูกโดยไม่ต้องนำเอากำไรของบริษัทลูกมารวมเลย กฎการบัญชีเหล่านี้ เป็นตัวการสำคัญที่ทำให้เห็นภาพผลการดำเนินงานของเบิร์กไชร์ได้ไม่ชัดเจน ทั้งนี้เพราะกำไรที่ยังไม่ได้จ่ายเป็นเงินปันผลของบริษัทลูกมีจำนวนมหาศาลซึ่งสำคัญยิ่งในการคำนวณมูลค่าของเบิร์กไชร์ แต่เนื่องจากต้องปฏิบัติตาม GAAP ข้อมูลสำคัญเหล่านี้ก็จะไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของเบิร์กไชร์

ด้วยการเห็นว่า ไม่ใช่ขนาดของจำนวนเงินลงทุนที่เป็นตัวบ่งบอกถึงมูลค่า เพราะสิ่งสำคัญที่แท้จริงคือขึ้นอยู่กับว่าได้มีการนำกำไรที่สะสมไว้ไปทำให้เกิดประโยชน์ได้อย่างไรต่างหาก เบิร์กไชร์ได้พัฒนาแนวคิดเรื่องกำไร

แบบมองทะลุ เพื่อใช้วัดผลประกอบการของเบริกไชร์ ถ้าไรแบบมองทะลุคือผลรวมของกำไรที่เบริกไชร์ทำได้เองบวกกับกำไรที่ยังไม่ได้ประกาศจ่ายของบริษัทลูกหักด้วยจำนวนภาษีที่เพิ่มขึ้น ถ้าไรแบบมองทะลุไม่ค่อยแตกต่างจากกำไรที่บันทึกแบบ GAAP ในธุรกิจหลายๆ แห่ง แต่สำหรับเบริกไชร์และนักลงทุนรายบุคคลจำนวนมากมีความแตกต่างกัน ดังนั้นนักลงทุนรายบุคคลก็สามารถที่จะเลือกเอาวิธีที่คล้ายคลึงกันในการบริหารพอร์ตเพื่อให้สะท้อนถึงกำไรที่สูงที่สุดเท่าที่จะทำได้สำหรับระยะยาว

ความแตกต่างระหว่างค่าความนิยมทางบัญชีและค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์เป็นเรื่องที่ทราบกันดีอยู่แล้ว แต่ความมีเหตุผลอันหลักแหลมของบัฟเฟตต์ทำให้เรื่องนี้น่าสนใจยิ่งขึ้น ค่าความนิยมทางบัญชีเกิดขึ้นได้เนื่องจากการที่ราคาซื้อตัวธุรกิจสูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของทรัพย์สินที่ได้รับ (หลังจากหักภาระหนี้สินแล้ว) จากนั้นตัวเลขนี้ก็ถูกบันทึกเป็นสินทรัพย์ในงบดุลและทำการทยอยตัดจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายในแต่ละปี ซึ่งโดยปกติแล้วกินเวลากว่า 40 ปี การทำอย่างนี้หมายความว่าค่าความนิยมทางบัญชีที่มีให้กับธุรกิจจะมีค่าลดลงตลอดเวลาเท่ากับจำนวนรวมที่ตัดเป็นค่าใช้จ่าย

ค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์เป็นอีกเรื่องหนึ่ง มันเป็นผลรวมของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน เช่น การยอมรับในเรื่องยี่ห้อของสินค้า ซึ่งทำให้ธุรกิจสามารถที่จะหากำไรได้จากสินทรัพย์ที่มีตัวตน เช่น โรงงานและเครื่องจักร อุปกรณ์ เป็นจำนวนเกินกว่าอัตราถัวเฉลี่ย จำนวนของค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์คือมูลค่าของส่วนเกินนั้น ค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นตามกาลเวลา อย่างน้อยก็เป็นไปตามสัดส่วนของเงินเพื่อสำหรับธุรกิจแบบธรรมดา และมากกว่านั้นถ้าเป็นธุรกิจที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่มั่นคง หรือที่มีลักษณะของแพรนไชร์ จริงๆ แล้วธุรกิจที่มีค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์เป็นจำนวนสูงเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ที่มีตัวตนจะได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อน้อยกว่าเทียบกับธุรกิจที่มีค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์ต่ำ

ความแตกต่างระหว่างค่าความนิยมทางบัญชีและค่าความนิยมทาง

เศรษฐศาสตร์จะเห็นได้ชัดขึ้นดังนี้ หนึ่ง การคำนวณหามูลค่า ค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์ของธุรกิจก็คือดูว่าจะทำกำไรได้เท่าไรจากสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ โดยยังไม่รวมเอาการตัดจ่ายค่าความนิยมเข้ามาคิด ดังนั้นเมื่อธุรกิจทำการครอบครองธุรกิจอื่นและการควมรวมนั้นทำให้เกิดมีสิ่งๆที่เรียกว่าค่าความนิยมในบัญชีทรัพย์สิน การวิเคราะห์เกี่ยวกับธุรกิจนั้นควรมองข้ามค่าใช้จ่ายที่นำมาตัดจ่าย สอง เนื่องจากค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์ควรจะตัดออกจากต้นทุนเศรษฐศาสตร์ทั้งก่อนนั้นคือก่อนการตัดจ่าย การประเมินผลของการควมรวมกิจการจึงควรทำอยู่บนพื้นฐานที่ไม่ต้องคำนึงถึงภาระการตัดจ่ายใดๆ

บัพเพตต์ย้ำว่าในเรื่องนี้ไม่ควรจะนำไปใช้กับการตัดค่าเสื่อมราคาซึ่งต้องนำมาคิดทั้งนี้เพราะมันเป็นต้นทุนทางเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริง เขายกประเด็นนี้ขึ้นมาเพื่ออธิบายว่าเพราะเหตุใด เบิร์กไชร์มักแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานจากธุรกิจที่ได้ซื้อเข้ามาโดยมิได้มีการปรับปรุงรายการตาม GAAP ต้องการ

มันเป็นเรื่องปกติที่วอลสตรีทจะทำการประเมินมูลค่าบริษัทโดยคำนวณจากกระแสเงินสดที่เท่ากับ (a) กำไรจากการดำเนินงานบวกด้วย (b) ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายอื่นที่ไม่ได้จ่ายด้วยเงินสด บัพเพตต์ถือว่าการคำนวณนี้ยังไม่สมบูรณ์ บัพเพตต์โต้แย้งว่าหลังจากนำเอา (a) กำไรจากการดำเนินงานแล้วบวกด้วย (b) ค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดแล้วคุณจะต้องหักด้วยอีกตัวหนึ่งคือ (c) การลงทุนในทรัพย์สินถาวร บัพเพตต์นิยาม (c) ว่าเป็นจำนวนเงินที่ต้องใช้โดยเฉลี่ยไปเพื่อการลงทุนในทรัพย์สินถาวรเช่น โรงงานและอุปกรณ์เพื่อให้ธุรกิจสามารถรักษาความสามารถในการแข่งขันระยะยาวและยังขายสินค้าอยู่ได้ บัพเพตต์เรียกผลของ (a) + (b) - (c) ว่า “กำไรของเจ้าของ” (owner earnings)

เมื่อ (b) และ (c) เกิดความแตกต่าง การวิเคราะห์แบบกระแสเงินสดและการวิเคราะห์แบบกำไรของเจ้าของก็จะแตกต่างกันด้วย ธุรกิจโดยทั่วไปแล้ว (c) มักจะสูงกว่า (b) ดังนั้นการวิเคราะห์แบบกระแสเงินสดมักจะให้ค่า

ความเป็นจริงทางเศรษฐศาสตร์สูงเกินไป ในทุกกรณีที่ (c) แตกต่างจาก (b) การคำนวณโดยใช้กำไรของเจ้าของจะทำให้เห็นผลการดำเนินงานได้ชัดเจนกว่าการวิเคราะห์ที่กำไรตามความหมายของ GAAP หรือกระแสเงินสดที่ได้ รับการปรับปรุงตามหลักบัญชีการค้าซื้อขายกิจการ นี่คือเหตุผลหลักที่เบิร์กไชร์ ได้ทำการแนบรายงานประกอบแสดงถึงกำไรของเจ้าของจากธุรกิจที่ได้ซื้อ กิจการมา แทนที่จะหยุดอยู่กับการแสดงตัวเลขตาม GAAP หรือตัวเลขตาม แบบกระแสเงินสด

บทความของบัฟเฟตต์ที่พูดถึงค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์ที่เทียบ กับทางบัญชีและกำไรของเจ้าของได้นำไปสู่การหยิบยกในระดับนโยบายของ การบัญชีที่ใช้กันมานานหลายสิบปีและได้กลายเป็นสิ่งที่สื่อต่างๆ ให้ความสนใจเอาไว้ในหน้าหนึ่ง ประเด็นก็คือว่าการรวบรวมกิจการควรจะมีการ บันทึกลับัญชีแบบ “ซื้อกิจการ” (purchases) ในบริษัทหนึ่งโดยอีกบริษัทหนึ่ง หรือว่าบันทึกบัญชีแบบ “รวมกัน” (poolings) ของบริษัทหลายๆ บริษัทที่มี อยู่เดิม อีกข้อที่แตกต่างก็คือสมควรหรือไม่ที่บริษัทที่รวมกันแล้วควรมีการตัด ค่าความนิยมทางบัญชีที่จะไปกระทบต่อกำไรไปอีกหลายสิบปี ผู้จัดการ ส่วนใหญ่มองว่าไม่ควรจะมีการลงโทษกำไรในอนาคตด้วยวิธีนี้และก็เลยชอบ วิธีแบบรวมกันมากกว่า แต่พวกที่ยึดมั่นทางบัญชีอย่างเหนียวแน่นมองว่าวิธี นี้เป็นหนทางเดียวที่มีเหตุผลและดังนั้นจึงต้องการจะยกเลิกแบบรวมกันและ ต้องการให้ผู้จัดการทุกคนหันมาใช้แบบซื้อกิจการ

บัฟเฟตต์ได้เสนอทางออกซึ่งน่าจะเป็นที่พอใจทั้งสองฝ่ายและน่าจะ นำไปใช้ได้จริง ทางออกที่ว่าเป็นคือให้บันทึกค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์เพียง แต่ไม่จำเป็นจะต้องนำไปตัดเป็นค่าใช้จ่ายที่จะลดกำไรในอนาคตลงอย่าง อัตโนมัติ วิธีนี้นักบัญชีน่าจะพอใจ เพราะว่ามีงบบันทึกค่าความนิยมลงใน บัญชีและผู้จัดการก็ควรจะพอใจเพราะว่าจะต้องมีการตัดจ่ายก็เพียงแต่ใน กรณีที่ดูไปแล้วค่าความนิยมมีการด้อยค่า วิธีนี้นำไปใช้ได้จริงด้วยเหตุที่ว่าใน ทุกกรณีของการรวบรวมกิจการจะปรากฏว่า (a) ฝ่ายหนึ่งเป็นฝ่ายผู้ซื้อและ ฝ่ายหนึ่งเป็นฝ่ายผู้ขายและ (b) ค่าความนิยมทางเศรษฐศาสตร์ที่ซื้อมาจริงๆ

แล้วน่าจะเพิ่มมูลค่าแทนที่จะลดมูลค่าลงในอนาคต (มาตรฐานทางบัญชีในที่สุดได้เลือกเอาวิธีนี้ไปใช้)

ตัวอย่างสุดท้ายที่แสดงถึงความเชี่ยวชาญของบัฟเฟตต์คือเรื่องมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ซึ่งหมายถึง “มูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่สามารถนำออกจากธุรกิจไปได้ตลอดเวลาที่ดำเนินการอยู่” ถึงแม้จะดูเหมือนง่ายแต่การคำนวณมูลค่าที่แท้จริงไม่ได้ง่ายและชัดเจนอย่างที่เห็นมันขึ้นอยู่กับการประมาณทั้งในเรื่องของกระแสเงินสดในอนาคตและการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย แต่นี่คือเรื่องที่สำคัญที่สุดของธุรกิจ ในทางตรงกันข้าม มูลค่าตามบัญชีซึ่งเป็นตัวที่คำนวณได้ง่ายแต่กลับมีข้อจำกัดในการใช้มาก เช่นเดียวกับราคาตลาดของหุ้น อย่างน้อยก็กับบริษัทต่างๆ ความแตกต่างระหว่างมูลค่าที่แท้จริง มูลค่าตามบัญชี และราคาตลาดของหุ้นอาจจะยากที่จะทำให้ชัด มันอาจจะไปคนละทิศคนละทาง แต่ที่แน่ๆ ก็คือ มันมีความแตกต่างกัน

การบัญชีสำหรับประกันภัย อันเป็นธุรกิจที่สำคัญมากสุดของเบิร์กไชร์ อาจจะมองดูกลับและเข้าใจยาก เช่นเดียวกับเรื่องการบัญชี แต่มันสามารถเข้าใจได้และนำมาใช้งานได้โดยใช้เครื่องมือที่เก่าแก่ที่สุดของการบัญชีนั่นก็คือ เดบิตกับเครดิต ดังเช่นที่บัฟเฟตต์ได้พูดถึงการบัญชีสำหรับรายการการรับประกันภัยต่ออัยอนหลัง (และได้ให้แม่แบบสำหรับผู้นำในธุรกิจที่จะนำไปใช้รายงานทางการเงิน) บัฟเฟตต์ได้พูดถึงการบันทึกการบัญชีในเรื่องการรับประกันต่อที่เบิร์กไชร์ได้จัดให้กับ Equitas ซึ่งฝ่ายหลังได้จ่ายเงินสดให้กับเบิร์กไชร์ จำนวนรวม 7.12 พันล้านเหรียญ เพื่อแลกเปลี่ยนกับคำสัญญาของเบิร์กไชร์ที่ให้จ่ายชำระค่าเรียกร้องและค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในอนาคตจำนวนถึง 13.9 พันล้านเหรียญ การพูดถึงเรื่องการบัญชีและ Equitas บทความนี้ทำให้เรามีโอกาสได้ทราบถึงจุดเริ่มต้นของการประกันภัยที่เกิดขึ้นในลอนดอนเมื่อปี 1688 เมื่อ เอ็ดเวิร์ด ลอยด์ ได้เปิดร้านกาแฟเล็กๆ ขึ้น

อิสปเป็นนักเล่นิทานในยุคโบราณ ในขณะที่บัฟเฟตต์ก็เป็นนักให้คติแก่เราในโลกธุรกิจในปัจจุบัน นักเล่าทั้งคู่ได้ยกประเด็นสำคัญว่าหลักการประเมินราคาได้เป็นอย่างดีนี้มาตลอดชั่วเวลาที่ผ่านมาแล้ว อิสปพูดว่า “นกหนึ่งตัว

ในเมื่อมีค่ามากกว่านกสองตัวในพุ่มไม้” และบัฟเฟตต์ได้ขยายหลักการนั้นมาเป็นดอลลาริโดยถือว่าการประเมินราคาคือการนับเงินสดไม่ใช่ความหวังหรือความฝัน บทเรียนที่ทุกคนควรจะได้เรียนรู้ไว้เมื่อเกิดฟองสบู่เทคโนโลยีระเบิดขึ้นในปลายทศวรรษที่ 1990 ซึ่งทำให้คนเริ่มตระหนักว่าน้ำมันก๊าดในพุ่มไม้มีน้อยกว่าที่คิด มันเป็นเรื่องที่น่าสงสัยว่าใครบ้างจะเรียนเกี่ยวกับบทเรียนนี้ เพราะถึงอย่างไรก็ตามเรื่องนี้ก็ได้มีการทำผิดซ้ำแล้วซ้ำเล่าตั้งแต่สมัยอิตาลี และมันก็ยังมีการทำผิดซ้ำแล้วซ้ำเล่าตั้งแต่บัดนั้นจนถึงบัดนี้

## นโยบายการบัญชีและภาษี

ตัว GAAP เองมีปัญหาพอสมควรอยู่แล้ว แต่ยังมีคนอื่นอีกสองกลุ่มที่ทำให้มันดูแย่ลงไปอีก หนึ่งคือพวกที่ต้องการเอาชนะกฎเกณฑ์ของ GAAP โดยการพยายามสร้างจินตนาการบัญชีในรูปแบบต่างๆ อย่างไม่รู้จักจบสิ้น และสองคือกลุ่มคนที่พยายามใช้ GAAP เพื่อวัตถุประสงค์ทางการทำทุจริต กลุ่มแรกเป็นกลุ่มที่ทำงานด้วยยากมากดังที่บัฟเฟตต์ได้เสนอไว้ในเรื่องการถกเถียงกันในเรื่องการบัญชีสำหรับออปชั่นซื้อหุ้นที่ทำให้เห็นว่ามีผู้บริหารและนักการบัญชีหลายคนไม่ได้อธิบายให้คนทั่วไปได้เข้าใจอย่างแจ่มชัด ตัวอย่างเช่น การหยิบยกทัศนะที่มองว่าออปชั่นซื้อหุ้นไม่ควรจะเป็นค่าใช้จ่ายเมื่อตอนที่ได้รับ บัฟเฟตต์ได้ถามสั้นๆ ว่า “ถ้าออปชั่นไม่ใช่เป็นรูปแบบของการจ่ายผลตอบแทน แล้วมันคืออะไร? และถ้าการจ่ายผลตอบแทนไม่ใช่ค่าใช้จ่าย แล้วมันเป็นอะไรกันแน่? และถ้าค่าใช้จ่ายไม่ต้องนำไปคิดคำนวณหักออกจากรายได้ มันควรจะไปอยู่ที่ไหน?” จนถึงบัดนี้ เขายังไม่ได้คำตอบใดๆ เลย

การแสวงหาคุณธรรมในการจัดทำรายงานทางการเงินเป็นเรื่องที่ไม่มีที่สิ้นสุด จากการวางแผนทางการบัญชีที่มีผลกระทบต่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารทางการเงินของบริษัทอเมริกาอยู่ตลอดเวลา สิ่งที่เกิดขึ้นครั้งล่าสุดในเรื่องการบัญชีคือการปรับโครงสร้าง ซึ่งมีความหมายกว้างขวางและทำให้ผู้จัดการที่ชอบบริหารกำไรให้เกิดความสม่ำเสมอสามารถทำได้ด้วยความ

ยี่ดหุ่่นแลลว้คลล่่งข้่านาญกวั่าเดีม น้กलगุ่่นจ้ิงต้้องใช้ควมระม้ดระวังให้ม้กข้ัน

สำหรับผู้ที่อุทิศให้กับความถูกต้องตามทำนองครองธรรมของการรายงานทางการเงิน บ่อยครั้งที่ต้องเข้ามาจัดการเรื่องราวด้วยตัวเอง บัฟเฟตต์ได้ทำอย่างสม่ำเสมอด้วยการจัดให้ผู้ถือหุ้นของเบิร์กไชร์ได้ข้อมูล เช่น หมวดหมู่ของธุรกิจซึ่งเป็นข้อมูลที่ GAAP ไม่ได้บังคับไว้ แต่เป็นสิ่งที่บัฟเฟตต์ต้องการที่จะเห็นหากอยู่ในฐานะที่กลับข้างกัน บางทีผู้บุกเบิกก็ได้ชัยชนะเหมือนกัน ดังเช่นที่บัฟเฟตต์ได้แสดงไว้ในกรณีที่นโยบายบัญชีเริ่มมีการบังคับให้บริษัทต้องบันทึกและเปิดเผยถึงจำนวนเงินที่เตรียมเผื่อไว้ให้ผู้ที่จะเกษียณอายุซึ่งเป็นเรื่องมาก่อนหน้านี้ไม่ได้บังคับไว้

ข้อคิดที่ชัดเจนจากบัฟเฟตต์ข้อหนึ่งเวลาพูดถึงข้อมูลทางการเงินการบัญชีว่ายังมีข้อจำกัดอยู่ ถึงแม้ว่ามันจะเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่ง ถึงแม้ว่าจะมีการจัดทำรายงานในเชิงการบริหารถึงการทำอะไรและข้อขัดแย้งในอนาคตอย่างมากมาย รายงานทางการเงินก็ยังมีประโยชน์อย่างยิ่งต่อนักลงทุน บัฟเฟตต์ได้ใช้มันทุกวันและได้ใช้เงินหลายพันล้านเหรียญเพื่อดำเนินการนี้ ทั้งนี้เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนที่สำคัญๆ สามารถทำได้จากข้อมูลทางการเงินที่มีอยู่โดยการใช้ดุลยพินิจอย่างมีความรู้ ดุลยพินิจเหล่านั้นอาจหมายถึงรวมถึงทำการปรับปรุงเพื่อหาค่ากำไรแบบมองทะลุ กำไรของเจ้าของ และมูลค่าที่แท้จริง และแสดงให้เห็นถึงต้นทุนที่แท้จริงของอปชั่นซื้อหุ้น หรือภาวะอื่นๆ ที่ GAAP ไม่ได้บังคับให้บันทึกและแสดงอยู่ในงบการเงิน

เพื่อให้บทความมีความสมบูรณ์ บทความสุดท้ายได้ชี้ให้เห็นถึงสิ่งที่ชัดเจนแต่มักจะมองข้ามคือประโยชน์ของภาษีสำหรับการลงทุนแบบระยะยาว ในการพูดถึงความแน่นอนของชีวิตสองอย่างที่เกี่ยวเนื่องกัน บทความสุดท้ายได้พูดถึงเรื่องซ้ำๆ ของบัฟเฟตต์ เกี่ยวกับการมีอายุยาวของเขา “ถ้าการทำให้ชีวิตมีความสุขทำให้ชีวิตยืนยาวได้ เขากำลังจะทำลายสถิติของ Methuselah (969 ปี)” ในการประชุมใหญ่ครั้งหนึ่งมีผู้ถามว่าถ้าบัฟเฟตต์ตายลงจะมีผลอย่างไรกับหุ้นของเบิร์กไชร์อีกคนตอบว่า “มีผลร้ายแน่” โดย